

**ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ**

**ΕΤΗΣΙΑ ΕΚΘΕΣΗ  
1994**

**ΑΠΡΙΛΙΟΣ 1995**



© **Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ιδρυμα, 1995**  
Postfach 10 20 31, D-60020 Frankfurt am Main

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. Με εξαίρεση τα δικαιώματα που παρέχονται βάσει του νόμου, απαγορεύεται η αναπαραγωγή, η μετάφραση, η αποθήκευση σε ηλεκτρονικό σύστημα, η μετάδοση καθ'οιονδήποτε τρόπο και με οιοδήποτε μέσο, με ηλεκτρονικά ή μηχανικά μέσα, με φωτοαντιγραφή, με μαγνητοφώνηση ή άλλως, χωρίς προηγούμενη γραπτή άδεια του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος. Η έκδοση φωτοαντιγράφων επιτρέπεται για εκπαιδευτικούς και άλλους μη εμπορικούς σκοπούς.

**ISSN 1024-5596**

Printed by Kern & Birner GmbH + Co., D-60486 Frankfurt am Main



# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

## ΠΡΟΛΟΓΟΣ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ, ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ

### ΣΥΝΟΨΗ ΚΑΙ ΓΕΝΙΚΗ ΘΕΩΡΗΣΗ

1. Οικονομικές, νομισματικές και χρηματοπιστωτικές συνθήκες στην ΕΕ το 1993-94 .....	2
2. Προοπτικές και προκλήσεις .....	4

### A. ΟΙ ΚΥΡΙΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΡΧΗ ΤΟΥ 1993

1. Μακροοικονομικό υπόβαθρο .....	6
1.1. Γενικές οικονομικές εξελίξεις στις κύριες βιομηχανικές χώρες .....	6
1.2. Οικονομικές εξελίξεις στην ΕΕ .....	9
2. Εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές .....	16
2.1. Εξελίξεις στις αγορές συναλλάγματος .....	16
2.2. Εξελίξεις στις αγορές ομολόγων .....	21
2.3. Εξελίξεις στις αγορές άλλων αξιών .....	27
3. Εξελίξεις πολιτικής στην Ε.Ε. ....	27
3.1. Δημοσιονομική πολιτική .....	28
3.2. Νομισματική πολιτική .....	31
3.3. Το μείγμα μακροοικονομικής πολιτικής .....	42
4. Προοπτικές και προκλήσεις .....	42
4.1. Προοπτικές .....	43
4.2. Προκλήσεις για το μέλλον .....	46

### B. ΠΡΟΟΔΟΣ ΣΤΗΝ ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ ΤΗΣ ΣΥΓΚΛΙΣΗΣ

1. Ο ρόλος του ΕΝΙ στην αξιολόγηση της σύγκλισης .....	50
2. Σταθερότητα τιμών .....	52
2.1. Ποσοστά πληθωρισμού στην περίοδο 1993-94 .....	52
2.2. Αξιολόγηση της σταθερότητας των τιμών .....	52
3. Το διατηρήσιμο της δημοσιονομικής κατάστασης .....	54
3.1. Η δημοσιονομική κατάσταση την περίοδο 1993-94 .....	54
3.2. Αξιολόγηση της σταθερότητας της δημοσιονομικής κατάστασης .....	54
4. Σταθερότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών .....	57
4.1. Εξελίξεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών τα έτη 1993 και 1994 .....	57
4.2. Αξιολόγηση της σταθερότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών .....	57
5. Σύγκλιση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων .....	58
5.1. Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια την περίοδο 1993-94 .....	58
5.2. Αξιολόγηση της σύγκλισης των μακροπρόθεσμων επιτοκίων .....	59
6. Γενικότερη σύγκλιση και σταθερότητα των σχετικών διαδικασιών .....	59

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ: ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΩΝ ΚΑΙ ΤΟΥ ΕΝΙ

<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ : ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΔΙΟΙΚΗΤΩΝ ΣΤΟ ΕΝΙ</b> .....	62
<b>A. Ο ΡΟΛΟΣ ΚΑΙ Η ΔΟΜΗ ΤΟΥ ΕΝΙ</b>	
1. Σκοποί, καθήκοντα και αρμοδιότητες του ΕΝΙ .....	63
1.1 Ενίσχυση της συνεργασίας των κεντρικών τραπεζών και του συντονισμού της νομισματικής πολιτικής .....	63
1.2 Προετοιμασία για την εγκαθίδρυση του ΕΣΚΤ .....	64
1.3 Εποπτεία της ανάπτυξης του ECU .....	65
1.4 Άλλα καθήκοντα .....	65
2. Η οργανωτική δομή του ΕΝΙ .....	65
2.1 Το Συμβούλιο του ΕΝΙ .....	65
2.2 Ο Πρόεδρος του ΕΝΙ .....	66
2.3 Η εσωτερική οργάνωση του ΕΝΙ .....	66
2.4 Επιτροπές, υποεπιτροπές και ομάδες εργασίας .....	70
3. Οι οικονομικοί πόροι του ΕΝΙ .....	71
<b>B. ΟΙ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΤΟΥ ΕΝΙ</b>	
1. Συντονισμός των νομισματικών και συναλλαγματικών πολιτικών .....	73
2. Προπαρασκευαστικές εργασίες για το τρίτο στάδιο .....	74
2.1 Νομισματική πολιτική .....	74
2.2 Συναλλαγματική πολιτική .....	76
2.3 Στατιστική .....	77
2.4 Συστήματα πληρωμών .....	78
2.5 Προετοιμασία των Ευρωπαϊκών τραπεζογραμματίων .....	80
2.6 Εγκαθίδρυση του ΕΣΚΤ .....	81
3. Χρήση του ECU και παρακολούθηση του Συστήματος Συμφηφισμού και Διακανονισμού σε ECU .....	82
3.1 Χρήση του ιδιωτικού ECU κατά το 1993 και 1994 .....	82
3.2 Παρακολούθηση του Συστήματος Συμφηφισμού και Διακανονισμού σε ECU .....	85
4. Συνεργασία μεταξύ κεντρικών τραπεζών .....	88
4.1 Συστήματα πληρωμών .....	88
4.2 Τραπεζική εποπτεία .....	91
5. Άλλα καθήκοντα .....	95
5.1 Λειτουργικά καθήκοντα (ΕΝΣ/ΕΤΝΣ) .....	95
5.2 Συμβουλευτικά καθήκοντα .....	97
5.3 Συνεργασία με άλλα ιδρύματα .....	98

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ: ΘΕΣΜΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΕΘΝΙΚΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b> .....	100
<b>A. Καταστατικά και ανεξαρτησία</b> .....	100
1. Κυριότερα σημεία των θεσμικών αλλαγών το 1993 και 1994 .....	101
2. Σημερινά χαρακτηριστικά των εθνικών κεντρικών τραπεζών της Ευρωπαϊκής Ένωσης .....	102
3. Επικείμενες αλλαγές στη νομοθεσία .....	106
<b>B. Νομισματική χρηματοδότηση και προνομιακή πρόσβαση</b> .....	107
1. Γενικές παρατηρήσεις και ο ρόλος του ΕΝΙ .....	107
2. Συμμόρφωση με την απαγόρευση της παροχής πιστώσεων από τις κεντρικές τράπεζες στο δημόσιο τομέα .....	108
3. Συμμόρφωση με την απαγόρευση θέσπισης προνομιακής πρόσβασης στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα .....	110

#### ΕΤΗΣΙΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΟΥ ΕΝΙ

**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1: Η σημερινή κατάσταση των στρατηγικών και των μέσων νομισματικής πολιτικής στις επιμέρους χώρες της Ε.Ε.**

**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2: Κανονισμός του ΕΝΙ**

#### ΓΛΩΣΣΑΡΙΟ

#### ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

#### ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΕΝΙ

**ΜΕΛΗ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΤΟΥ ΕΝΙ, ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΤΟΥ ΕΝΙ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΑΙ ΠΡΟΕΔΡΟΙ ΥΠΟΕΠΙΤΡΟΠΩΝ ΚΑΙ ΟΜΑΔΩΝ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ, ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΠΛΑΙΣΙΩΝ\*

### Πίνακες

1.	Εμπορικά ισοζύγια και ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών στην ΕΕ. ....	11
2.	Τιμές, μισθοί και παραγωγικότητα στα Κράτη Μέλη της ΕΕ. ....	15
3.	Μακροπρόθεσμα επιτόκια. ....	22
4.	Δημοσιονομικοί δείκτες για τα Κράτη Μέλη της ΕΕ. ....	29
5.	Νομισματικά μεγέθη-στόχοι και όρια παρακολούθησης. ....	34
6.	Δημοσιευμένοι στόχοι πληθωρισμού. ....	38
7.	Προβλέψεις ως προς τις κύριες οικονομικές εξελίξεις στην ΕΕ. ....	43
8.	Δημόσια οικονομικά στα Κράτη Μέλη της ΕΕ. ....	48
9.	Οικονομικοί δείκτες και κριτήρια σύγκλισης της Συνθήκης του Μάαστριχτ. ....	51
10.	Συμμετοχή των κεντρικών τραπεζών στους οικονομικούς πόρους του ΕΝΙ. ....	72
11.	Χρηματαγορές σε ECU. ....	83
12.	Ανεξόφλητα Κοινοτικά δάνεια. ....	97
13.	Θεσμικά χαρακτηριστικά των κεντρικών τραπεζών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. ....	103
14.	Απαιτήσεις των κεντρικών τραπεζών έναντι του δημόσιου τομέα. ....	108
15.	Στρατηγικές, μέσα και διαδικασίες νομισματικής πολιτικής στα Κράτη Μέλη της ΕΕ. ....	126
16.	Χαρακτηριστικά των υποχρεωτικών αποθεματικών στα Κράτη Μέλη της ΕΕ. ....	128

### Διαγράμματα

1.	Κυριότερες εξελίξεις στις σημαντικότερες βιομηχανικές χώρες. ....	7
2.	Αύξηση ΑΕΠ στα Κράτη Μέλη της ΕΕ. ....	9
3.	Θέση νομισμάτων στο ΜΣΙ. ....	17
4.	Βραχυπρόθεσμα επιτόκια. ....	19
5.	Αποδόσεις αμερικανικών και γερμανικών ομολόγων διάρκειας 10 ετών και διαφορές αποδόσεων. ....	25
6.	Μακροπρόθεσμες αποδόσεις ομολόγων. ....	26
7.	Έσοδα και δαπάνες του Δημοσίου στην ΕΕ. ....	30
8.	Βασικά επιτόκια στα Κράτη Μέλη της ΕΕ. ....	32
9.	Διαφορές μεταξύ τιμής αγοράς και θεωρητικής τιμής του ECU: ισοτιμία και επιτόκια. ....	86

---

\* Γίνεται κατά σύμβαση δεκτό στους πίνακες ότι:  
η ένδειξη "... " σημαίνει στοιχεία μηδενικά ή αμελητέα  
η ένδειξη "-" σημαίνει στοιχεία μη ισχύοντα ή μη διαθέσιμα



## Πλαίσια

1.	Διαρθρωτικές προσαρμογές στις αγορές εργασίας. ....	13
	Διάγραμμα: Ποσοστό ανεργίας και ετήσια αύξηση του ΑΕΠ στην ΕΕ	
	Πίνακας: Διάρθρωση της ανεργίας	
2.	Διαφορές μεταξύ των διαδικασιών νομισματικής μετάδοσης. ....	36
3.	Η οικονομική κατάσταση των νέων Κρατών Μελών της ΕΕ. ....	41
	Πίνακας: Βασικοί οικονομικοί δείκτες για τα νέα Κράτη Μέλη της ΕΕ	
4.	Σταθερότητα τιμών. ....	53
5.	Δημόσια οικονομικά. ....	55
6.	Σταθερότητα συναλλαγματικών ισοτιμιών. ....	58
7.	Μακροπρόθεσμα επιτόκια. ....	60

## ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Σκοπός της παρούσας Ετήσιας Εκθεσης του ENI, η οποία απευθύνεται στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Συμβούλιο, την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, είναι να εξετάσει σε όλες τις πτυχές τους τα καθήκοντα του ENI, όπως αυτά καθορίζονται στη Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Κοινότητα, και να παρουσιάσει στο ευρύ κοινό τις απόψεις και τις δραστηριότητές του. Σύμφωνα με το Άρθρο 11 του Καταστατικού του ENI, η Εκθεση αυτή καλύπτει τόσο τις νομισματικές και χρηματοοικονομικές συνθήκες που επικρατούν στην Κοινότητα όσο και τις δραστηριότητες του ENI, και παρουσιάζει τους ετήσιους λογαριασμούς του Ιδρύματος. Επιπλέον, η Εκθεση αξιολογεί την πρόοδο προς τη σύγκλιση, τις προπαρασκευαστικές εργασίες για το Τρίτο Στάδιο και τα θεσμικά χαρακτηριστικά των εθνικών τραπεζών, εκπληρώνοντας έτσι την υποχρέωση του ENI να υποβάλλει εκθέσεις σύμφωνα με το Άρθρο 7 του Καταστατικού του. Τέλος, η φετινή Εκθεση περιλαμβάνει τα έτη 1993 και 1994, αντανακλώντας το γεγονός ότι το ENI από 1ης Ιανουαρίου 1994 διαδέχθηκε την Επιτροπή Διοικητών των κεντρικών τραπεζών της ΕΕ και το 1993 δεν δημοσιεύθηκε έκθεση της Επιτροπής Διοικητών. Κατά πάγια τακτική που ακολουθείται για τις Ετήσιες Εκθέσεις, το κείμενο δεν αξιολογεί τις εξελίξεις μετά την 31η Δεκεμβρίου 1994. Συνεπώς, γεγονότα όπως η επανευθυγράμμιση του ΜΣΙ στις αρχές Μαρτίου 1995 μένουν εκτός του χρονικού πλαισίου της Εκθεσης και δεν εξετάζονται.

Το Κεφάλαιο I περιγράφει και αναλύει τις κυριότερες οικονομικές, χρηματοπιστωτικές και νομισματικές εξελίξεις στην ΕΕ, με επίκεντρο τις επιπτώσεις τους για την επίτευξη και διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Εκτιμώμενη συνολικά, η πρόοδος που σημειώθηκε στην κατεύθυνση της σταθερότητας των τιμών τα δύο τελευταία χρόνια είναι σημαντική. Εντούτοις, εξακολουθούν να υπάρχουν σοβαρές προκλήσεις. Πρώτο, δεν έχει επιτευχθεί ακόμη σταθερότητα τιμών στο σύνολο της Ευρωπαϊκής Ένωσης και η περαιτέρω πρόοδος ενδέχεται να καταστεί περισσότερο δυσχερής στα πλαίσια της ανάκαμψης που ήδη έχει ξεκινήσει σε πολλές χώρες. Γι' αυτό, οι υπεύθυνοι για τη χάραξη της πολιτικής πρέπει να συνεχίσουν να επαγρυπνούν. Δεύτερο, σε πολλά Κράτη Μέλη η δημοσιονομική κατάσταση εξακολουθεί να είναι ανησυχητική. Θα χρειαστούν αποφασιστικές ενέργειες προκειμένου να μειωθούν τα ελλείμματα του προϋπολογισμού και το δημόσιο χρέος να φθάσει σε παραδεκτά επίπεδα. Η μεσοπρόθεσμη σταθεροποίηση πρέπει να προχωρήσει με ικανοποιητικό ρυθμό και να είναι αποφασιστικά προσανατολισμένη στη συγκράτηση των δαπανών. Αυτό αποκτά ακόμη μεγαλύτερη σημασία για τις χώρες εκείνες όπου, λόγω του χρησιμοποιούμενου μείγματος πολιτικής, η νομισματική πολιτική επωμίζεται δυσανάλογα μεγάλο βάρος της προσπάθειας για επίτευξη της σταθερότητας των τιμών. Το εγγύς μέλλον θα είναι ιδιαίτερα σημαντικό, καθώς θα είναι κρίσιμο για την πρώτη αξιολόγηση της σύγκλισης σύμφωνα με το Άρθρο 109I, παράγραφος 1, της Συνθήκης. Στην αξιολόγηση αυτή πρέπει να προβούν, ανεξάρτητα, και το ENI και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή μέσα στο 1996.

Το Κεφάλαιο II παρουσιάζει το ρόλο του ENI στον τομέα της συνεργασίας και του συντονισμού στο Δεύτερο Στάδιο και στις προπαρασκευαστικές εργασίες για το Τρίτο Στάδιο. Στο Δεύτερο Στάδιο, το ENI οφείλει να ενισχύει το συντονισμό της νομισματικής πολιτικής των Κρατών Μελών με σκοπό την εξασφάλιση της σταθερότητας των τιμών. Κατά την εκπλήρωση των καθηκόντων του, το ENI αποτελεί ένα φόρουμ διαβουλεύσεων και ανταλλαγής απόψεων και πληροφοριών επί θεμάτων πολιτικής, ενώ η ευθύνη για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής εξακολουθεί να ανήκει αποκλειστικά στις εθνικές αρχές. Όσον αφορά τις προπαρασκευαστικές εργασίες για το Τρίτο Στάδιο, η Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας ορίζει ότι το ENI πριν από το τέλος του 1996 πρέπει να προπαρασκευάσει και να προσδιορίσει το κανονιστικό, οργανωτικό και υλικοτεχνικό πλαίσιο που χρειάζεται το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών για να ασκεί τα καθήκοντά του. Ενόψει της μεγάλης ποικιλίας των θεμάτων που χρειάζονται λεπτομερή εξέταση και του περιορισμένου χρόνου που διατίθεται για τις προπαρασκευαστικές εργασίες, το Συμβούλιο του ENI οργάνωσε το έργο του με βάση ένα

διεξοδικό προγραμματισμό ο οποίος αποτελεί οδηγό για την οργάνωση, την παρακολούθηση και την αξιολόγηση των δραστηριοτήτων του προσωπικού του ENI, των Υποεπιτροπών και των Ομάδων Εργασίας.

Το Κεφάλαιο III ασχολείται με τα θεσμικά χαρακτηριστικά των εθνικών κεντρικών τραπεζών, ιδίως σε σχέση με τις διατάξεις της Συνθήκης που αφορούν την ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών και τον πρωταρχικό σκοπό, της προαγωγής της σταθερότητας των τιμών. Καταδεικνύονται οι θεσμικές μεταβολές στα έτη 1993 και 1994, περιγράφονται τα σημερινά χαρακτηριστικά των κεντρικών τραπεζών της ΕΕ και επισημαίνονται οι επικείμενες αλλαγές στη νομοθεσία. Επίσης, το εν λόγω Κεφάλαιο εξετάζει το ρόλο του ENI στην παρακολούθηση της συμμόρφωσης των τραπεζών με την απαγόρευση της νομισματικής χρηματοδότησης και της προνομιακής πρόσβασης του δημόσιου τομέα στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Η Έκθεση πραγματεύεται πλήθος θεμάτων, που αντανακλούν το ευρύ φάσμα των καθηκόντων που πρέπει να εκπληρώσει το ENI και το μεγάλο φόρτο εργασίας του στα προσεχή έτη. Για να ικανοποιηθούν οι απαιτήσεις που θέτει η Συνθήκη, θα χρειαστεί μεγάλη δέσμευση και αφοσίωση τόσο από πλευράς των κεντρικών τραπεζών και των υπαλλήλων τους που στελεχώνουν τις Υποεπιτροπές και τις Ομάδες Εργασίας του ENI, όσο και από πλευράς του προσωπικού του ENI. Σε όλους τους παραπάνω, και προ πάντων στα μέλη του Συμβουλίου του ENI, επιθυμώ να εκφράσω την ευγνωμοσύνη μου για το έργο που επετέλεσαν τα δύο τελευταία χρόνια, ιδίως τον περασμένο χρόνο, που ήταν η φάση οικοδόμησης του ιδρύματος. Το Νοέμβριο 1994, το ENI μεταφέρθηκε από τη Βασιλεία, όπου ήταν η προσωρινή του έδρα, στις κτιριακές εγκαταστάσεις του στον "Ευρωπύργο" της Φραγκφούρτης. Μετά την πρόσληψη επιπλέον υπαλλήλων, το ENI είναι σήμερα σε θέση να ασκεί αποτελεσματικά τα καθήκοντα που του ανατέθηκαν βάσει της Συνθήκης για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας.

A. LAMFALUSSY

Πρόεδρος

Φραγκφούρτη, 7 Μαρτίου 1995



## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι**

# **ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ, ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ**

## ΣΥΝΟΨΗ ΚΑΙ ΓΕΝΙΚΗ ΘΕΩΡΗΣΗ

### 1. Οικονομικές, νομισματικές και χρηματοπιστωτικές συνθήκες στην ΕΕ το 1993-94

Κατά το 1993 σημειώθηκε ύφεση στα περισσότερα - αλλά όχι σε όλα - από τα δώδεκα Κράτη Μέλη της ΕΕ, της οποίας το ΑΕΠ μειώθηκε κατά 0,3%, ενώ κατά το 1994 σημειώθηκε ανάκαμψη, με εκτιμώμενο ρυθμό αύξησης 2,6%. Λόγω της ταχείας οικονομικής μεγέθυνσης σε χώρες εκτός της ΕΕ, η θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών υπήρξε σημαντική για πολλά Κράτη Μέλη, αμβλύνοντας τις συνέπειες της ύφεσης και δίνοντας σημαντική ώθηση στην οικονομική μεγέθυνση το 1994. Ως αποτέλεσμα των εξελίξεων αυτών, το εξωτερικό ισοζύγιο της ΕΕ βελτιώθηκε σημαντικά το 1993, με περαιτέρω μικρή βελτίωση κατά το 1994. Η εγχώρια ζήτηση, η οποία ήταν χαμηλή το 1993, ανέκαμψε το 1994, παρακολουθώντας την ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου. Πέραν της γενικής ανόδου της δραστηριότητας, οι ρυθμοί αύξησης στις χώρες της ΕΕ το 1994 συγχρονίστηκαν πιο πολύ από ό,τι το 1993. Η οικονομική μεγέθυνση κατά το 1994 υπήρξε θετική σε όλες τις χώρες της ΕΕ, για πρώτη φορά από το 1989.

Ο μέσος ρυθμός αύξησης των τιμών καταναλωτή στην Ευρωπαϊκή Ένωση έπεσε στο 3,1% το 1994 από 4,3% το 1992, συνεχίζοντας έτσι την καθοδική πορεία που παρατηρήθηκε από το 1991. Υπήρξε επίσης αξιοσημείωτη σύγκλιση του πληθωρισμού. Παρόλο που οι τάσεις προς χαμηλότερους ρυθμούς πληθωρισμού στην ΕΕ αντανακλούν συγκράτηση του εργατικού κόστους και αύξηση της παραγωγικότητας, θα πρέπει να δοθεί προσοχή και σε άλλους παράγοντες. Ειδικότερα, υπήρξε σημαντική μεταβολή απόψεων σχετικά με την οικονομική πολιτική και η σταθερότητα των τιμών θεωρείται σήμερα ένας από τους κυριότερους στόχους της οικονομικής πολιτικής γενικότερα και ο πρωτεύων στόχος της νομισματικής πολιτικής. Εξάλλου, η σταδιακή ολοκλήρωση της Ενιαίας Αγοράς ενίσχυσε τον ανταγωνισμό ενώ έχουν πραγματοποιηθεί και ορισμένες διαρθρωτικές μεταβολές που στοχεύουν στη βελτίωση της ευελιξίας στις αγορές εργασίας.

Εντούτοις, αν και είναι σημαντική η πρόοδος που έχει επιτευχθεί στις χώρες της ΕΕ τα δύο τελευταία χρόνια προς την κατεύθυνση της σταθερότητας των τιμών, το αποτέλεσμα δεν μπορεί ακόμη να θεωρηθεί εντελώς ικανοποιητικό. Ενώ μερικές χώρες (Βέλγιο, Δανία, Γαλλία, Ιρλανδία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία και Ηνωμένο Βασίλειο) έφθασαν ή διατήρησαν ετήσιους ρυθμούς πληθωρισμού χαμηλότερους ή γύρω στο 2-2,5%, στη Γερμανία σημειώθηκε ρυθμός αύξησης των τιμών καταναλωτή 3%, ενώ ο πληθωρισμός στην Ισπανία, την Ιταλία και την Πορτογαλία παρέμεινε μεταξύ 3,9% και 5,2%. Η Ελλάδα σημείωσε ρυθμό πληθωρισμού λίγο χαμηλότερο από 11% το 1994.

Η ανεργία, η οποία συνήθως καθυστερεί σε σχέση με τις εξελίξεις στην οικονομική δραστηριότητα, έφθασε στο ανώτατο σημείο του 12% για ολόκληρη την ΕΕ το 1994 και κατόπιν άρχισε να μειώνεται με βραδύ ρυθμό. Σημαντικές διαφορές παρέμειναν μεταξύ των επιμέρους χωρών, αλλά ένας κοινός παράγοντας φαίνεται να είναι η ύπαρξη σημαντικών διαρθρωτικών προβλημάτων. Ενα ευρύ φάσμα μέτρων έχει ήδη τεθεί σε εφαρμογή στα Κράτη-Μέλη από τα τέλη της δεκαετίας του 1980, αλλά απαιτούνται περαιτέρω μέτρα προς τη κατεύθυνση της προσφοράς.

Σοβαρός λόγος ανησυχίας κατά τα έτη 1993-1994 υπήρξε η συνεχιζόμενη χειροτέρευση της δημοσιονομικής κατάστασης των χωρών της ΕΕ. Το έλλειμμα του ευρύτερου δημόσιου τομέα για ολόκληρη την ΕΕ, αφού παρέμεινε στο 5,0% του ΑΕΠ το 1992, αυξήθηκε το 1993 - εν μέρει λόγω των επιδράσεων του οικονομικού κύκλου - σε 6,0% του ΑΕΠ, που είναι το υψηλότερο επίπεδο από την ίδρυση της ΕΟΚ. Το 1994, μειώθηκε μόνο οριακά σε 5,6%, παρά τη βελτίωση της φάσης του οικονομικού κύκλου. Η μικρή αυτή μείωση αντανακλά, σύμφωνα με ορισμένες εκτιμήσεις, κυκλικές μάλλον παρά διαρθρωτικές επιδράσεις. Γενικά, ο λόγος του ακαθάριστου δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ ανήλθε σχεδόν σε 69% στην ΕΕ το 1994, σε σύγκριση με 61% περίπου δύο χρόνια ενωρίτερα, αν και τα

δημόσια ελλείμματα και χρέη συνέχισαν να ποικίλλουν σημαντικά μεταξύ των Κρατών Μελών.

Η νομισματική επέκταση, αν και υπήρξε μέτρια σε επίπεδο ΕΕ, διέφερε σημαντικά στις επιμέρους χώρες και, μερικές φορές, δημιούργησε προβλήματα ερμηνείας για τις νομισματικές αρχές. Στη Γερμανία, όπου η Ομοσπονδιακή Τράπεζα συνέχισε το 1993-1994 να καθοδηγείται από έναν ενδιάμεσο στόχο προσφοράς χρήματος σχετικά με το Μ3, κρίθηκε συνολικά ότι η ταχεία νομισματική επέκταση θα μπορούσε να αποδοθεί, σε μεγάλο βαθμό, σε εξαιρετικούς ή προσωρινούς παράγοντες, και οι νομισματικές εξελίξεις στα τέλη του 1994 επιβεβαίωσαν την εκτίμηση αυτή.

Η άσκηση της νομισματικής πολιτικής από τα μέλη του ΜΣΙ περιεπλάκη λόγω της αστάθειας στις αγορές συναλλάγματος. Ειδικά για το 1993, ήταν αξιοσημείωτη η συνέχιση της αναταραχής στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών του ΕΝΣ, η οποία είχε αρχίσει στα τέλη του θέρους του 1992. Τον Αύγουστο του 1993, λόγω των έντονων πιέσεων στην αγορά, οι Υπουργοί Οικονομικών και οι Διοικητές των κεντρικών τραπεζών των χωρών της ΕΕ αποφάσισαν να διευρύνουν τις ζώνες διακύμανσης, ενώ επιβεβαίωσαν την ισχύ των κεντρικών ισοτιμιών. Αμέσως μετά τη διεύρυνση των ζωνών του ΜΣΙ, τα νομίσματα που προηγουμένως ανήκαν στη στενή ζώνη έγιναν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε τιμές χαμηλότερες από τα προηγούμενα κατώτερα όριά τους έναντι του γερμανικού μάρκου (με εξαίρεση το ολλανδικό φιορίνι, το οποίο παραμένει εντός στενού περιθωρίου διακύμανσης έναντι του γερμανικού νομίσματος) αλλά ανέκαμψαν μάλλον γρήγορα προς τις κεντρικές τους ισοτιμίες. Η ισπανική πεσέτα και το πορτογαλικό εσκούδο (τα οποία είχαν υποτιμηθεί στο πρώτο εξάμηνο του 1993) παρέμειναν επάνω από τα προηγούμενα όριά τους. Γενικώς, οι κεντρικές τράπεζες των χωρών που συμμετέχουν στο ΜΣΙ χρησιμοποίησαν με σύνεση την ενυπόχυστα στο νέο πλαίσιο ευελιξία για την αντιμετώπιση βραχύβιων μόνο πιέσεων στην αγορά. Συγχρόνως, τα ευρύτερα περιθώρια διακύμανσης αποδείχτηκαν αποτελεσματικό μέσο για την αποτροπή κερδοσκοπικών κινήσεων και χαλάρωσαν τους συναφείς περιορισμούς επί της νομισματικής πολιτικής. Ως αποτέλεσμα, από τα τέλη του 1993 και στο μεγαλύτερο μέρος του 1994 ο ΜΣΙ λειτούργησε σχετικά ομαλά, χωρίς σημαντικές πιέσεις.

Τα νομίσματα των χωρών της ΕΕ που δεν συμμετέχουν στο ΜΣΙ αντιμετώπισαν μεγαλύτερη αστάθεια. Για το σύνολο της περιόδου, η ιταλική λίρα και η δραχμή εξασθένησαν έναντι των ισχυρότερων νομισμάτων του ΜΣΙ, γεγονός που αντανάκλα, μεταξύ άλλων, τις ανησυχίες σχετικά με το χαρακτήρα της δημοσιονομικής πολιτικής, την προοπτική του πληθωρισμού και, στην Ιταλία, τις πολιτικές αβεβαιότητες. Στα τέλη του 1994, η ισοτιμία της στερλίνας Μεγάλης Βρετανίας προς το γερμανικό μάρκο ήταν παρόμοια με αυτή του τέλους του 1992. Οι στρατηγικές των κεντρικών τραπεζών των χωρών αυτών ως προς τη νομισματική πολιτική είχαν την τάση να επικεντρώνονται άμεσα στο ζήτημα του εγχώριου πληθωρισμού, ενώ παράλληλα, ελάμβαναν υπόψη τους συναφείς δείκτες και δεν παρέβλεπαν τη σημασία της σταθερότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Ενώ στις αγορές ομολόγων επικρατούσε αισιοδοξία το 1993, η μείωση των βραχυπρόθεσμων αποδόσεων και η συμπίεση των διαφορών οδήγησαν, στις αρχές του 1994, σε δραματική αναθεώρηση των προσδοκιών. Οι αποδόσεις των ομολόγων αυξήθηκαν απότομα σε όλες τις βιομηχανικές χώρες και, παρά τις διαφορές στη θέση των χωρών στον οικονομικό κύκλο, σημειώθηκε παράλληλη κίνηση των αγορών ομολόγων στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη. Στα πλαίσια της ΕΕ, πάντως, οι ιδιαίτεροι παράγοντες που αφορούν κάθε χώρα σαφώς υπήρξαν σημαντικοί, όπως υποδηλώνεται από το γεγονός ότι οι διαφορές αποδόσεων στις αγορές ομολόγων διευρύνθηκαν σημαντικά σε μερικές περιπτώσεις.

Οι συνέπειες των εξελίξεων στις αγορές ομολόγων για τη νομισματική πολιτική εξαρτώνται από το βαθμό στον οποίο οι αυξήσεις των ονομαστικών αποδόσεων προκαλούνται από τα υψηλότερα (απαλλαγμένα κινδύνου) πραγματικά επιτόκια, τις μεγαλύτερες πληθωριστικές προσδοκίες ή/και τα υψηλότερα ασφάλιστρα κινδύνου. Ενώ,

κατά τη γενική εκτίμηση των κεντρικών τραπεζών των περισσότερων χωρών της ΕΕ, δεν υπήρχε κίνδυνος άμεσης αναζωπύρωσης του πληθωρισμού, η συμπεριφορά των μακροπρόθεσμων αποδόσεων των ομολόγων θεωρήθηκε ένδειξη σοβαρών μακροπρόθεσμων ανησυχιών των αγορών, ιδιαίτερα σχετικά με τη δημοσιονομική κατάσταση, καθώς και ένδειξη αυξημένου ενδιαφέροντος για τις μακροπρόθεσμες επιδόσεις των χωρών ως προς τη σταθερότητα των τιμών και της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Στα πλαίσια των ανωτέρω πραγματικών και χρηματοοικονομικών εξελίξεων, οι κεντρικές τράπεζες παρέμειναν εν γνώσει του ότι ήταν σημαντικό να τονίζουν αφ'ενός την ανάγκη σταθερής άσκησης αντιπληθωριστικών νομισματικών πολιτικών, οι οποίες θα βασιζόνταν στη σαφή δήλωση στόχων και υποθέσεων, και αφ' ετέρου την προθυμία τους για δράση σε περίπτωση που θα απειλείτο η εκπλήρωση των στόχων. Στα πλαίσια αυτά, οι κεντρικές τράπεζες στην ΕΕ θεώρησαν σκόπιμο να συνεχίσουν, για το μεγαλύτερο μέρος της περιόδου 1993-1994, την πολιτική της σταδιακής μείωσης των επίσημων ή των βασικών επιτοκίων, ώστε να καταστήσουν έτσι εφικτή την πτώση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων μέχρι το θέρος του 1994. Κατά το δεύτερο εξάμηνο του 1994, ορισμένες χώρες άρχισαν να υψώνουν και πάλι τα επιτόκια, είτε επειδή είχαν εξασθενήσει οι προοπτικές περαιτέρω αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού, είτε για να αντιδράσουν σε ενυπάρχουσες, κατά την άποψή τους, απειλές για τη σταθερότητα των τιμών.

Εκ των υστέρων, η αποκατάσταση της σταθερότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών, ιδιαίτερα στα πλαίσια του ΜΣΙ, σε συνδυασμό με τη συνεχισθείσα επιβράδυνση του ρυθμού του πληθωρισμού σε ολόκληρη την ΕΕ και τη συρρίκνωση των διαφορών πληθωρισμού μεταξύ των επιμέρους χωρών, μπορεί να θεωρηθεί απόδειξη του ότι η πορεία των νομισματικών πολιτικών στις διάφορες χώρες ήταν, γενικώς, η αρμόζουσα. Βεβαίως κατά τη διατύπωση της εκτίμησης αυτής, πρέπει να ληφθούν υπόψη και οι προοπτικές του πληθωρισμού. Στα πλαίσια αυτά, η νομισματική πολιτική διακινδύνευσε και πάλι να επιβαρυνθεί υπερβολικά, ενώ άλλες οικονομικές πολιτικές δεν συνεισέφεραν επαρκώς στην επίτευξη μεσοπρόθεσμης σταθερότητας των τιμών και, κατά συνέπεια, στη σταθερότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Από την άποψη αυτή, οι δημοσιονομικές πολιτικές επωμίστηκαν σημαντικό μερίδιο ευθύνης.

## **2. Προοπτικές και προκλήσεις**

Θεωρούμενες υπό το πρίσμα των δεδομένων στα τέλη του 1994, οι συνολικές προοπτικές οικονομικής μεγέθυνσης για το 1995 είναι σαφώς πιο ευοίωνες, τόσο για τα δώδεκα παλαιότερα όσο και για τα τρία νέα Κράτη Μέλη. Η οικονομική δραστηριότητα αυξάνεται ταχύτερα από ό,τι αναμενόταν και η αύξηση των ρυθμών ανεργίας έχει φθάσει στο τέλος της. Συγχρόνως, αναμένεται ότι το εξωτερικό ισοζύγιο της ΕΕ θα συνεχίσει να βελτιώνεται. Σημειώνεται πάντως ότι τα υψηλά επίπεδα διαρθρωτικής ανεργίας, τα δημοσιονομικά ελλείμματα και τα επίπεδα του δημόσιου χρέους συνεχίζουν να αποτελούν μείζονες προκλήσεις.

Η προσδοκώμενη πτώση του πληθωρισμού κάτω του 3% το 1995 συνδέεται, σε κάποιον βαθμό, με την προηγούμενη ύφεση, η οποία προκάλεσε σημαντική υστέρηση παραγωγής σε αρκετές χώρες. Επιπλέον, η ελαστικότητα των μισθών πιθανώς αυξήθηκε σε μερικές χώρες, ως αποτέλεσμα πρόσφατων συμφωνιών μεταξύ των κοινωνικών εταίρων ή/και μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας. Υπάρχουν, πάντως, έμφυτοι κίνδυνοι σχετικά με την πρόβλεψη για τον πληθωρισμό, οι οποίοι απαιτούν επιφυλακή των κεντρικών τραπεζών ως προς τις πολιτικές επιτοκίων, όχι μόνο για να περιφρουρηθεί η πρόοδος που έχει συντελεστεί μέχρι σήμερα στον τομέα της προστασίας της σταθερότητας των τιμών, αλλά και για να καταστεί δυνατή η περαιτέρω πρόοδος στις χώρες όπου ο πληθωρισμός παραμένει σχετικά υψηλός. Προληπτικά περιοριστικά μέτρα έχουν ληφθεί σε μερικά Κράτη Μέλη.



Γενικότερα, η συνέχιση της πολιτικής συγκράτησης των μισθών καθώς και η αποφασιστική λήψη μέτρων διαρθρωτικής προσαρμογής, συμπεριλαμβανόμενης της δημοσιονομικής εξυγίανσης, είναι κρίσιμα για την επίτευξη μη πληθωριστικής ανάκαμψης με μεγαλύτερη διάρκεια. Δεν πρέπει να γίνει εσφαλμένη εκτίμηση του περιθωρίου μισθολογικών αυξήσεων και οι προσπάθειες δημοσιονομικής εξυγίανσης πρέπει να συνεχισθούν με αποφασιστικότητα, σε μια περίοδο όπου η ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου τείνει να καλύπτει τα βαθύτερα διαρθρωτικά προβλήματα. Η οικονομική άνοδος προσφέρει την ευκαιρία να γίνουν τα αναγκαία βήματα προς τη δημοσιονομική προσαρμογή και, συγχρόνως, ελαχιστοποιεί το κοινωνικό κόστος από τη περιοριστική δημοσιονομική πολιτική. Χωρίς συνεχείς προσπάθειες για τον περιορισμό των διαρθρωτικών δημοσιονομικών ελλειμμάτων δεν μπορεί να υπάρξει πρόοδος με διάρκεια, για την επίτευξη βιώσιμης δημοσιονομικής θέσης στην ΕΕ και ενός περισσότερο ισορροπημένου μείγματος πολιτικής. Ειδικότερα, είναι απαραίτητο να τηρηθούν οι δεσμεύσεις που περιλαμβάνονται στα προγράμματα σύγκλισης, με έμφαση στην περιστολή των δαπανών παρά στις αυξήσεις των εσόδων. Η εξυγίανση θα είναι πολύ μεγαλύτερης σημασίας για τις χώρες στις οποίες η νομισματική πολιτική έχει επωμιστεί υπερβολικό βάρος. Επιβάλλεται επίσης να προωθηθούν επειγόντως μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας. Προσδοκείται ότι αυτές οι μεταρρυθμίσεις θα στηρίξουν την επιδίωξη σταθερότητας των τιμών.

Η επίτευξη υψηλού βαθμού σύγκλισης θα έχει κρίσιμη σημασία. Ειδικότερα, στα πλαίσια της Συνθήκης του Μάαστριχτ για την Ευρωπαϊκή Ένωση, οι χώρες που εισέρχονται στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση απαιτείται να έχουν ικανοποιήσει τις αναγκαίες προϋποθέσεις για την υιοθέτηση ενιαίου νομίσματος. Τα κριτήρια που θα εξεταστούν επικεντρώνονται στη σταθερότητα των τιμών, τη δυνατότητα διατήρησης των χρηματοοικονομικών θέσεων των κυβερνήσεων, τη σταθερότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών και τη σύγκλιση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων, παρόλο που θα ληφθούν υπόψη και άλλοι παράγοντες. Γενικώς, αν και υπήρξε αξιόλογη πρόοδος προς την κατεύθυνση της σταθερότητας των τιμών στο παρελθόν, παραμένουν ανεπάρκειες και, επί του παρόντος, οι περισσότερες χώρες της ΕΕ δεν θα κρίνονταν ικανές να περιληφθούν στη Νομισματική Ένωση, στις περισσότερες περιπτώσεις λόγω της δημοσιονομικής τους κατάστασης. Εάν, πάντως, απαντηθούν οι τρέχουσες διαρθρωτικές και κυκλικές προκλήσεις, η σύγκλιση στα πλαίσια της ΕΕ θα σημειώσει περαιτέρω πρόοδο.

## **A. ΟΙ ΚΥΡΙΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΡΧΗ ΤΟΥ 1993**

### **1. Μακροοικονομικό υπόβαθρο**

#### **1.1 Γενικές οικονομικές εξελίξεις στις κύριες βιομηχανικές χώρες**

##### *Εξέλιξη του οικονομικού κύκλου*

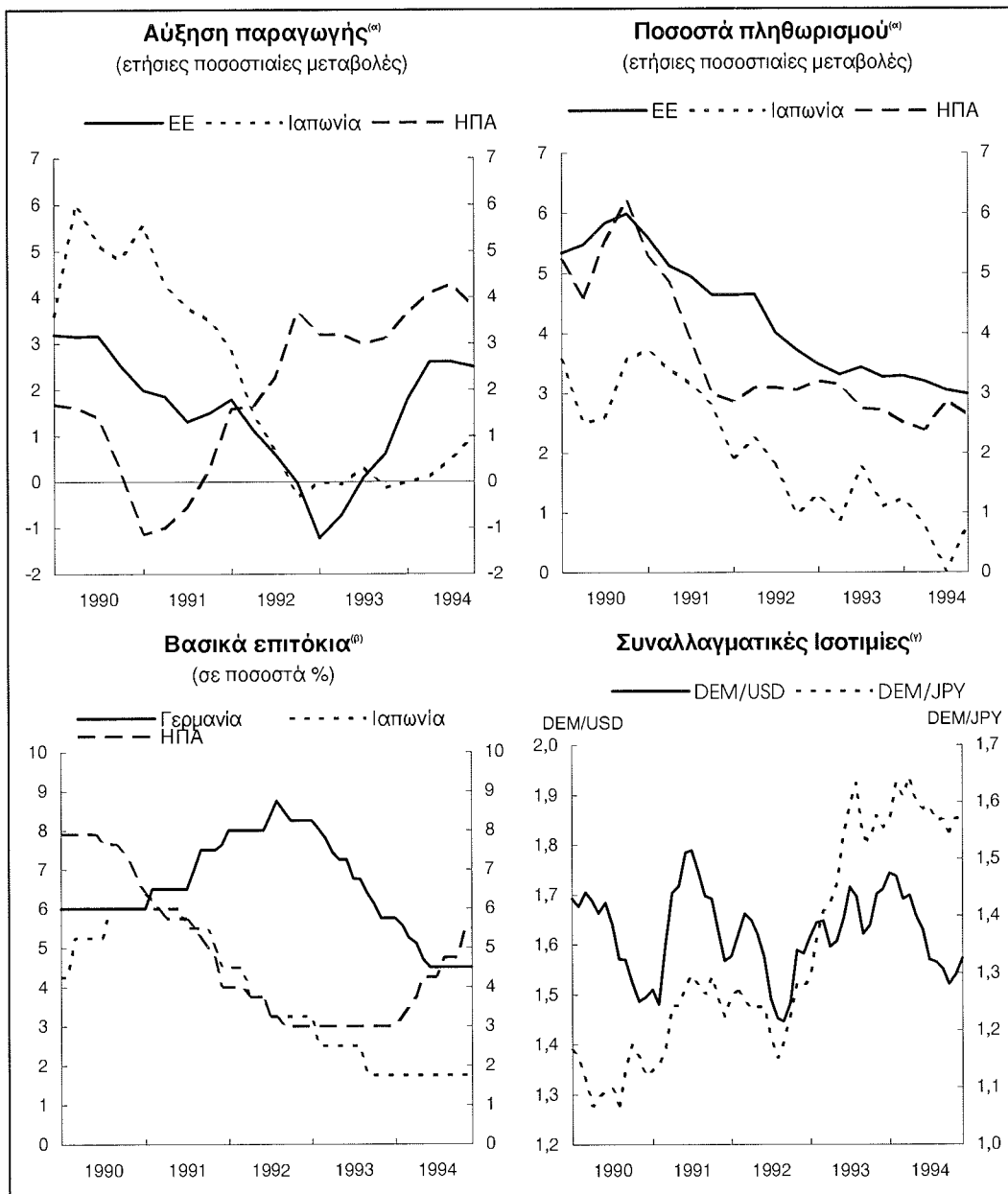
Εντονες αντιθέσεις παρουσιάστηκαν κατά την εξέλιξη του παγκόσμιου οικονομικού κύκλου μεταξύ του 1993, κατά το οποίο υπήρξε έκδηλος αποσυγχρονισμός μεταξύ των κύριων βιομηχανικών χωρών, και του 1994, κατά τη διάρκεια του οποίου οι ρυθμοί οικονομικής μεγέθυνσης είχαν την τάση να συγκλίνουν (βλ. Διάγραμμα 1). Οι ΗΠΑ, οι οποίες ήταν η πρώτη χώρα που κινήθηκε προς φάση ύφεσης, γνώρισαν συνεχή άνοδο, αφού έφθασαν στο χαμηλότερο σημείο της ύφεσης το 1991. Με αύξηση του ΑΕΠ κατά 4,0% το 1994, η οικονομία των ΗΠΑ λειτουργεί πλησίον των πλήρων δυνατοτήτων της. Τα δυναμικότερα συνθετικά της επέκτασης υπήρξαν η ιδιωτική κατανάλωση και επένδυση, οι οποίες αυξάνουν με ρυθμούς υψηλότερους από αυτούς που έχουν καταγραφεί ιστορικά, οδηγώντας σε ραγδαία άνοδο του επιπέδου των εισαγωγών και διευρύνοντας, έτσι, το εμπορικό έλλειμμα.

Στην ΕΕ ως σύνολο, η αύξηση της παραγωγής άρχισε να επιβραδύνεται το 1990 και έφθασε στο χαμηλό σημείο της στις αρχές του 1993. Αυτό αντανακλούσε αντιφατικές εξελίξεις. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, το οποίο είχε γνωρίσει δύο έτη πτώσης της παραγωγής από τα μέσα του 1990 μέχρι τα μέσα του 1992, η οικονομία εισήλθε σε φάση νέας ανάπτυξης κατά τη διάρκεια του 1992. Στις περισσότερες από τις υπόλοιπες χώρες της ΕΕ, τόσο η χρονική συγκυρία όσο και η ένταση των κυκλικών εξελίξεων επηρεάστηκαν έντονα από τη διάχυση των αποτελεσμάτων της αναπτυξιακής έκρηξης που προκλήθηκε από τη γερμανική ενοποίηση. Όπως αναπτύσσεται στο Τμήμα 1.2 πιο κάτω, η συρρίκνωση της παραγωγής το 1993 ακολουθήθηκε το 1994 από ανάκαμψη ισχυρότερη από όσο αναμενόταν.

Η Ιαπωνία ήταν μεταξύ των τελευταίων σημαντικών οικονομιών που εισήλθαν σε φάση ύφεσης. Λόγω της περιορισμένης εμπιστοσύνης των καταναλωτών και των επιχειρήσεων και, εν μέρει, αντανακλώντας την πραγματική ανατίμηση του γιεν, η ιδιωτική κατανάλωση και επένδυση ήταν πολύ υποτονικές το 1993 και η παραγωγή αυξήθηκε κατά 1,0% το 1994, με ρυθμό αρκετά χαμηλότερο από τη μακροχρόνια τάση.

Σε μερικές χώρες, ιδιαίτερο χαρακτηριστικό της πρόσφατης ύφεσης υπήρξε η χρηματοπιστωτική ρευστότητα. Στις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο, την Ιαπωνία και μερικές άλλες χώρες, η διάρκεια και το βάθος της καθοδικής πορείας εντάθηκαν λόγω των προσπαθειών των νοικοκυριών, των επιχειρήσεων και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να διορθώσουν τις ανισορροπίες των προϋπολογισμών τους.

**Διάγραμμα 1** Κυριότερες εξελίξεις στις σημαντικότερες βιομηχανικές χώρες



Πηγή : Εθνικά στοιχεία.

(α) Τριμηνιαία στοιχεία.

(β) Γερμανία και Ιαπωνία: προεξοφλητικό επιτόκιο. ΗΠΑ: Επιτόκιο-στόχος στην ομοσπ. αγορά χρήματος.

(γ) Γερμανικά μάρκα ανά δολάριο και ανά 100 γιεν.

### Τάσεις πληθωρισμού και νομισματικές πολιτικές

Το 1993 και το 1994 οι ετήσιοι ρυθμοί πληθωρισμού στις μείζονες βιομηχανικές οικονομίες σημείωσαν κάμψη. Στις ΗΠΑ, ο πληθωρισμός ήταν χαμηλότερος από 3% και για τα δύο έτη, δηλαδή ένας από τους χαμηλότερους ρυθμούς αύξησης των τιμών στη μεταπολεμική περίοδο, παρόλο που οι τριμηνιαίοι ρυθμοί παρουσίασαν κάποια διακύμανση. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ εφάρμοσε αυστηρότερη νομισματική πολιτική το Φεβρουάριο του 1994 για πρώτη φορά μετά από πέντε έτη, ως αντίδραση στις ανησυχίες για ένταση των βαθύτερων πληθωριστικών πιέσεων. Μεταξύ Φεβρουαρίου και Δεκεμβρίου 1994, το επιτόκιο των κεφαλαίων της Ομοσπονδιακής Τράπεζας αυξήθηκε έξι φορές.

Αρχικά η Ομοσπονδιακή Τράπεζα προέκρινε σχετικά μικρές αυξήσεις των επίσημων επιτοκίων (κατά 25 εκατοστά της ποσοστιαίας μονάδας έκαστη) αλλά οι αυξήσεις αυτές προφανώς δεν καθισχύχασαν τις αγορές. Η αύξηση κατά 75 εκατοστά της ποσοστιαίας μονάδας στα μέσα Νοεμβρίου 1994 οδήγησε το επιτόκιο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων στο 5,5% (από 3% στις αρχές Φεβρουαρίου 1994). Αυτή ήταν μια από τις μεγαλύτερες αυξήσεις στη μεταπολεμική περίοδο και φαίνεται ότι ενίσχυσε την εμπιστοσύνη των χρηματοπιστωτικών αγορών στον αντιπληθωριστικό χαρακτήρα της πολιτικής την οποία ακολουθούν οι νομισματικές αρχές των ΗΠΑ.

Στην ΕΕ ο μέσος ρυθμός πληθωρισμού μειωνόταν συνεχώς. Κατά το 1994 παρέμεινε πλησίον του 3%.

Στην Ιαπωνία, η νομισματική χαλάρωση εγκαινιάστηκε στις αρχές του 1991 και το προεξοφλητικό επιτόκιο διατηρήθηκε στο 1,75% από το Σεπτέμβριο του 1993 και εφεξής. Λόγω της υποτονικής εγχώριας ζήτησης και της ισχυρής ανατίμησης του γιεν, ο ρυθμός πληθωρισμού παρέμεινε στο 1,3% το 1993 (σε σύγκριση με 1,7% το 1992) και κάμφθηκε περαιτέρω το 1994. Για να ενθαρρυνθεί η οικονομική δραστηριότητα, οι νομισματικές αρχές υιοθέτησαν μια ιδιαίτερα χαλαρή πολιτική, παρόλο που η, σε πραγματικούς όρους, ανατίμηση του γιεν το 1994 αντιστάθμισε εν μέρει τις συνέπειες των χαμηλών ονομαστικών επιτοκίων.

#### *Συναλλαγματικές εξελίξεις*

Σημαντικό γνώρισμα των αγορών συναλλάγματος καθ' όλη τη διάρκεια της επισκοπούμενης περιόδου υπήρξε η σχετική αδυναμία του δολαρίου τόσο κατά το 1993 όσο και κατά το 1994 έναντι του γιεν και, το 1994, έναντι όλων των νομισμάτων, και η αξιολογή ενίσχυση του γιεν. Κατά τη διάρκεια αυτών των δύο ετών, το δολάριο διολίσθησε, σε όρους ονομαστικής σταθμισμένης ισοτιμίας, κατά 5% περίπου και το γιεν ανατιμήθηκε κατά 30% περίπου. Οι κινήσεις των πραγματικών σταθμισμένων συναλλαγματικών ισοτιμιών των δύο αυτών νομισμάτων ήταν, γενικά, παρόμοιες. Μεσοπρόθεσμα, η κατάσταση αυτή θα μπορούσε να συντελέσει στη μείωση των εξωτερικών ανισορροπιών μεταξύ των δύο χωρών μέσω της αύξησης της ανταγωνιστικότητας των αγαθών και υπηρεσιών των ΗΠΑ. Βραχυπρόθεσμα, πάντως, είχε συνέπειες για τις οικονομίες των ΗΠΑ και της Ιαπωνίας ενισχυτικές των τάσεων του οικονομικού κύκλου.

Η ανατίμηση του δολαρίου ΗΠΑ κατά 7% περίπου έναντι του γερμανικού μάρκου κατά τη διάρκεια του 1993 ακολουθήθηκε το 1994 από διολίσθηση της τάξης του 10%. Η αρχική ανατίμηση του δολαρίου σχετιζόταν εν μέρει με τις μεταβαλλόμενες προσδοκίες ως προς τις διαφορές των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, αφότου η Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Γερμανίας προέβη σε σειρά μειώσεων των επιτοκίων, γεννώντας, έτσι, προσδοκίες σταδιακής μείωσης της διαφοράς μεταξύ των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων των δύο χωρών. Ωστόσο, η καθιέρωση από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αυστηρότερων νομισματικών συνθηκών το Φεβρουάριο του 1994 επέσυρε την προσοχή της αγοράς στην ισχυρότερη από ό,τι αναμενόταν οικονομική πρόοδο και απέτυχε να ηρεμήσει τις αυξημένες πληθωριστικές προσδοκίες. Άλλος σημαντικός παράγοντας υπήρξε η προσωρινή διακοπή των διμερών εμπορικών συνομιλιών με την Ιαπωνία, με αποτέλεσμα να στραφεί η προσοχή στο διευρυνόμενο έλλειμμα του εξωτερικού ισοζυγίου των ΗΠΑ. Τέλος, η ανάκαμψη στην Ευρώπη, η οποία αποδείχτηκε ισχυρότερη από το αναμενόμενο, έπαιξε επίσης ρόλο στην εξασθένηση του δολαρίου. Αρκετές κεντρικές τράπεζες παρενέβησαν συγκυριακά στις αγορές συναλλάγματος το 1994 για να καταστήσουν ομαλότερη ή να σταματήσουν την πτώση του δολαρίου και υπήρξαν ορισμένοι συντονισμένοι γύροι από κοινού παρεμβάσεων.

Το γιεν πέρασε από δύο κύριες φάσεις έναντι του γερμανικού μάρκου το 1993 και το 1994. Μεταξύ του Ιανουαρίου και του Αυγούστου του 1993, ανατιμήθηκε έντονα πριν σταθεροποιηθεί, με μικρές διακυμάνσεις, σε 1,60 γερμανικά μάρκα έναντι 100 γιέν. Ενάντι του δολαρίου το γιεν ανατιμήθηκε έντονα καθ' όλη την περίοδο και κινήθηκε από 125 γιεν

προς ένα δολάριο τον Ιανουάριο 1993 σε περίπου 100 γιεν προς ένα δολάριο στα τέλη του 1994, παρά την άσκηση έντονης παρέμβασης, μέσω αγορών δολαρίων, των ιαπωνικών νομισματικών αρχών.

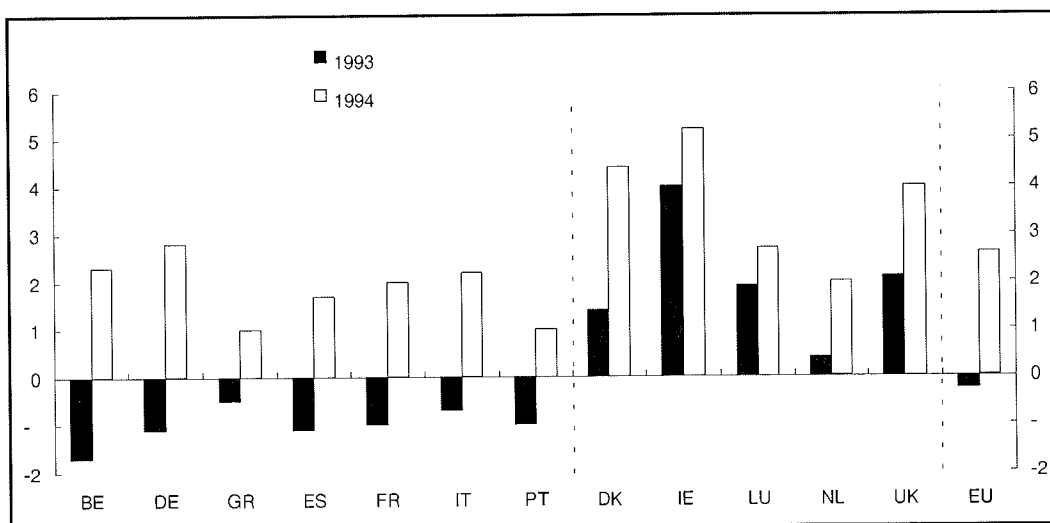
## 1.2 Οικονομικές εξελίξεις στην ΕΕ

Για την ΕΕ ως σύνολο, η περίοδος 1993-1994 χαρακτηρίστηκε από επάνοδο στην οικονομική μεγέθυνση μετά την ύφεση. Η επί αρκετά διαδοχικά έτη μείωση των ρυθμών αύξησης του ΑΕΠ στα Κράτη Μέλη ως σύνολο είχε καταλήξει σε πτώση κατά 0,3% του πραγματικού επιπέδου οικονομικής δραστηριότητας το 1993, η οποία ήταν η πρώτη πτώση του ΑΕΠ κατά τα τελευταία δώδεκα έτη. Αντίθετα, εκτιμάται ότι, το 1994, το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 2,6% περίπου για το σύνολο της ΕΕ.

Εάν οι εξελίξεις αυτές ενταχθούν σε ιστορική προοπτική, είναι προφανές ότι η πρόσφατη ύφεση στις χώρες της ΕΕ ως συνόλου δεν ήταν ασυνήθιστα σοβαρή, σε σύγκριση με προηγούμενες υφέσεις, παρόλο που σε μερικές χώρες ήταν η βαθύτερη στις τελευταίες δεκαετίες. Η πτώση του ΑΕΠ ήταν 1,3% (σύγκριση ανώτατου με κατώτατο σημείο) και η δραστηριότητα έφθασε στο χαμηλότερο σημείο την άνοιξη του 1993. Συγκριτικά, το ΑΕΠ στην ΕΕ στις αρχές της δεκαετίας του 1980 έπεσε κατά 1,4%, ενώ ακόμη μεγαλύτερη κάμψη (2,1%) είχε σημειωθεί το 1974-1975. Ως προς το ρυθμό της τρέχουσας ανοδικής πορείας, ο ρυθμός αύξησης κατά 2,6% δεν φαίνεται να είναι εξαιρετικά υψηλός για το πρώτο έτος της ανάκαμψης: ενώ η οικονομική μεγέθυνση ήταν υποτονική επί αρκετά έτη μετά την ύφεση στις αρχές της δεκαετίας του 1980, ο μέσος ρυθμός αύξησης στην ΕΕ ήταν 4,5% το 1976, δηλαδή το πρώτο έτος ανάκαμψης μετά την προηγούμενη ύφεση.

Στις περισσότερες χώρες η κυκλική συμπεριφορά ήταν αρκετά καλά συγχρονισμένη και οι εξελίξεις στο πραγματικό ΑΕΠ αντανακλούσαν κατά πολύ τις αντίστοιχες εξελίξεις στην ΕΕ ως σύνολο. Ωστόσο, μερικές οικονομίες εμφάνισαν αντιθέσεις είτε ως προς το εύρος είτε ως προς τη χρονική συγκυρία του κύκλου (βλ. Διάγραμμα 2).

**Διάγραμμα 2**                      **Αύξηση ΑΕΠ στα Κράτη Μέλη της ΕΕ**  
(ετήσιες μεταβολές σε ποσοστά %)



Πηγή: Εθνικά στοιχεία.

Εδώ και σε άλλα σημεία της Ετήσιας Έκθεσης, τα συνολικά στοιχεία της ΕΕ υπολογίζονται με βάση τις ισοτιμίες αγοραστικής δύναμης. Ωμως, στα συνολικά στοιχεία του εμπορίου χρησιμοποιούνται τρέχουσες ισοτιμίες του 1989. Τα ποσοστά και οι δείκτες (εκτός του ΔΤΚ) βασίζονται σε σταθμίσεις ΑΕΠ του 1989.

Στο Βέλγιο, τη Γερμανία, την Ελλάδα, την Ισπανία, τη Γαλλία, την Ιταλία και την Πορτογαλία, η γενική οικονομική δραστηριότητα παρουσίασε κάμψη το 1993 αλλά ανέκαμψε σε σημαντικό βαθμό το 1994. Σε μερικές χώρες, η θετική συμβολή των καθαρών εξαγωγών ήταν ιδιαίτερα σημαντική για τον καθορισμό των εξελίξεων κατά το 1993 και το 1994. Το 1993, οι θετικές μεταβολές των εμπορικών ισοζυγίων αντιστάθμισαν εν μέρει την αδυναμία της εγχώριας ζήτησης (αμβλύνοντας, έτσι, την ένταση της καθοδικής πορείας) και το 1994 η ισχυρή επίδραση του εξωτερικού εμπορίου έδωσε σημαντική ώθηση στην οικονομική μεγέθυνση. Στα πλαίσια αυτά, η ανοδική τάση του διεθνούς εμπορίου το 1994 ωφέλησε όλες αυτές τις χώρες, ενώ στην Ισπανία και την Ιταλία η αύξηση των εξαγωγών στη διάρκεια των ετών 1993-1994 ενισχύθηκε περαιτέρω από τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας μετά τις σημαντικές συναλλαγματικές διολισθήσεις το 1992-1993.

Η εγχώρια ζήτηση, η οποία υπήρξε η κύρια πηγή υποτονικότητας της πραγματικής οικονομικής δραστηριότητας στις περισσότερες από τις ανωτέρω χώρες το 1993, συνέβαλε θετικά, αν και σε σχετικά μέτριο βαθμό, στην άνοδο κατά το 1994. Το αίσθημα του καταναλωτή, το οποίο είχε επηρεαστεί σοβαρά από την ύφεση και, σε μερικές χώρες, από τις συναλλαγματικές κρίσεις του 1992-1993, ανέκαμψε σταδιακά με την πάροδο του χρόνου. Αυτό οδήγησε σε σταδιακή βελτίωση της ιδιωτικής κατανάλωσης που συνοδεύτηκε από κάμψη της μέσης ροπής προς αποταμίευση. Η αποθεματοποίηση ενθάρρυνε επίσης σημαντικά την οικονομική μεγέθυνση στις περισσότερες από τις χώρες αυτές, αλλά οι επενδύσεις, παρά τη μεγάλη βελτίωση το 1994, έδωσαν μέτρια μόνο ώθηση στην οικονομική δραστηριότητα. Εξάλλου, παρά τα αρκετά μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα, η άμεση συμβολή της δημόσιας κατανάλωσης στην αύξηση του ΑΕΠ παρέμεινε μικρή ή και αρνητική ακόμη στις περισσότερες χώρες αυτής της ομάδας χωρών (βλ. Τμήμα 3.1 που πραγματεύεται τη δημοσιονομική πολιτική).

Η οικονομική μεγέθυνση παρέμεινε θετική στη Δανία, την Ιρλανδία, το Λουξεμβούργο, την Ολλανδία και το Ηνωμένο Βασίλειο καθ' όλη τη διάρκεια των δύο ετών που καλύπτονται από την Έκθεση αυτή, παρόλο που σε μερικές χώρες σημειώθηκε επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας κατά τη διάρκεια του 1993. Τόσο κατά το 1993 όσο και κατά το 1994 η αύξηση του ΑΕΠ της Ιρλανδίας ήταν η μεγαλύτερη στην ΕΕ, ενώ η αντίστοιχη της Δανίας υπερέβη το μέσο όρο της ΕΕ. Η εγχώρια ζήτηση στη Δανία, την Ιρλανδία και την Ολλανδία είτε παρέμεινε περίπου αμετάβλητη είτε μειώθηκε το 1993, αλλά η αύξηση του ΑΕΠ υποβοηθήθηκε από τις καθαρές εξαγωγές. Η ραγδαία μεγέθυνση στη Δανία κατά την υπό εξέταση περίοδο μπορεί επίσης να αποδοθεί στον επεκτατικό χαρακτήρα της δημοσιονομικής πολιτικής. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, η μεταβολή του ΑΕΠ ήταν θετική και κατά τα δύο έτη. Εντούτοις, της αύξησης αυτής είχε προηγηθεί παρατεταμένη και σοβαρή ύφεση από τα μέσα του 1990 μέχρι τα μέσα του 1992, η οποία σχετιζόταν με δυσκολίες στους ισολογισμούς του ιδιωτικού τομέα και με το υψηλό επίπεδο ονομαστικών επιτοκίων μεταξύ του 1988 και του 1990. Η ανάκαμψη, που άρχισε στα μέσα του 1992, συνδεόταν κυρίως με τη θετική μεταστροφή της ιδιωτικής κατανάλωσης και της δόθηκε ώθηση με τη μείωση των επιτοκίων, η οποία είχε ήδη αρχίσει από το 1990. Οι καθαρές εξαγωγές, οι οποίες είχαν στηρίξει την οικονομία κατά τη διάρκεια της προηγούμενης καθοδικής φάσης, είχαν πολύ λιγότερο θετική επίδραση κατά τα αρχικά στάδια της ανάκαμψης το 1993 επειδή συνέπεσαν με την κυκλική χειροτέρευση στην ηπειρωτική Ευρώπη. Ωστόσο, καθώς η ανάκαμψη επιταχυνόταν το 1994, οι καθαρές εξαγωγές είχαν μεγαλύτερη συμβολή στην οικονομική μεγέθυνση, δεδομένου ότι η αυστηρότερη δημοσιονομική πολιτική επιβράδυνε την εγχώρια ζήτηση.

Κατά το 1994 παρατηρήθηκε επίσης μεγαλύτερη σύγκλιση των ρυθμών αύξησης καθώς, για πρώτη φορά από το 1989, όλες οι χώρες της ΕΕ εμφάνισαν συγχρόνως θετική οικονομική μεγέθυνση. Η τυπική απόκλιση των ρυθμών μεγέθυνσης, που ήταν 2,3% το 1991, μειώθηκε σε 0,7% το 1994.

Ως αποτέλεσμα του κυκλικού αποσυγχρονισμού της ΕΕ έναντι τρίτων χωρών, το εξωτερικό ισοζύγιο της ως συνόλου βελτιώθηκε σημαντικά το 1993. Περαιτέρω, μικρότερη, βελτίωση σημειώθηκε επίσης το 1994 (βλ. Πίνακα 1). Τα εμπορικά ισοζύγια βελτιώθηκαν σε

όλες σχεδόν τις χώρες της ΕΕ το 1993 και το συνολικό πλεόνασμα του εμπορικού ισοζυγίου αυξήθηκε το 1994 φθάνοντας το 1,3% του ΑΕΠ. Κατά την περίοδο αυτή, το έλλειμμα του ισοζυγίου άδηλων συναλλαγών της ΕΕ αυξήθηκε ελαφρά από 0,6% σε 1% του ΑΕΠ, αλλά αυτό δεν εμπόδισε το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών να παρουσιάσει πλεόνασμα 0,2% και 0,4% του ΑΕΠ το 1993 και το 1994, αντιστοίχως.

Οι θετικές μεταβολές του εμπορικού ισοζυγίου το 1993 υπερέβησαν το 2% του ΑΕΠ στην Ισπανία, την Ιρλανδία και την Ιταλία, ως αποτέλεσμα τόσο των κερδών στην ανταγωνιστικότητα όσο και, ιδιαίτερα στην Ισπανία και την Ιταλία, της υποτονικής εγχώριας ζήτησης. Γενικώς, οι πρόοδοι στα εθνικά εμπορικά ισοζύγια το 1994 ήταν μικρότερης κλίμακας, με ρυθμό μεταξύ 0,5% και 1% του ΑΕΠ στη Γερμανία, την Ιταλία και το Ηνωμένο Βασίλειο. Ωστόσο, μερικές χώρες παρουσίασαν είτε χειροτέρευση είτε σταθερότητα του εμπορικού ισοζυγίου το 1994, λόγω της έντονης εγχώριας δραστηριότητας (παρόλο που στη Δανία το εμπορικό ισοζύγιο και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών σημείωσε άνετα πλεόνασμα).

**Πίνακας 1 Εμπορικά ισοζύγια και ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών στην ΕΕ\***  
(ως ποσοστό του ΑΕΠ)

	Εμπορικά ισοζύγια				Ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών			
	1991	1992	1993	1994 <sup>(α)</sup>	1991	1992	1993	1994 <sup>(α)</sup>
Βέλγιο-Λουξεμβο	0,9	1,5	2,7	2,8	2,4	2,7	5,1	5,1
Δανία	3,2	4,8	5,6	3,5	1,7	3,4	4,1	1,9
Γερμανία	0,8	1,1	2,0	2,6	-1,1	-1,1	-1,0	-1,4
Ελλάδα	-14,2	-14,5	-14,0	-14,0	-1,8	-2,2	-0,8	-0,2
Ισπανία	-6,5	-6,0	-3,9	-3,7	-3,0	-3,0	-0,6	-0,6
Γαλλία	-0,4	0,5	1,3	1,2	-0,5	0,3	0,8	0,8
Ιρλανδία	7,0	11,2	15,0	15,6	3,3	4,8	7,6	6,1
Ιταλία	0,0	0,3	3,3	4,0	-2,1	-2,3	1,2	2,0
Ολλανδία	3,7	3,6	2,8	2,9	2,7	2,3	3,0	3,0
Πορτογαλία	-10,0	-9,8	-9,2	...	-0,9	-0,1	-0,2	0,3
Ηνωμ. Βασίλειο	-1,8	-2,2	-2,1	-1,7	-1,4	-1,6	-1,8	-0,4
ΕΕ-12 <sup>(β)(γ)</sup>	-0,6	-0,3	0,9	1,3	-1,0	-0,9	0,2	0,4

Πηγή: Εθνικά στοιχεία.

\* Μη συγκρισιμότητα των στοιχείων από το 1993 και μετά λόγω μεταβολής της διαδικασίας συλλογής των στατιστικών δεδομένων.

(α) Προσωρινά στοιχεία.

(β) Βλ. υποσημείωση στο Διάγραμμα 2.

(γ) Συμπεριλαμβάνεται το εμπόριο εντός της ΕΕ.

Οι διαφορές μεταξύ των Κρατών Μελών ως προς τη χρονική συγκυρία και τη σοβαρότητα της ύφεσης θα μπορούσαν να οδηγήσουν στην υπόθεση ότι, ενώ οι ρυθμοί μεγέθυνσης ενδέχεται να συνέκλιναν κατά το 1994, τα περιθώρια στασιμότητας στις επιμέρους χώρες συνέχισαν να διαφέρουν αρκετά. Δείκτης τέτοιων περιθωρίων μπορεί να είναι η "υστέρηση παραγωγής", η οποία είναι η διαφορά μεταξύ της πραγματικής και της δυνητικής παραγωγής, όπου η τελευταία συνίσταται στο επίπεδο παραγωγής που θα μπορούσε να διατηρηθεί χωρίς να ασκεί ανοδική πίεση στο ρυθμό πληθωρισμού. Οι εκτιμήσεις για το θέμα αυτό ενέχουν σοβαρά στοιχεία αβεβαιότητας αλλά επιβεβαιώνουν την άποψη ότι οι υστερήσεις παραγωγής, παρόλο που εμφάνισαν κάποια σύγκλιση κατά το 1993 και το 1994, συνέχισαν να ποικίλλουν σημαντικά στην Ευρώπη.

Η ανεργία, η οποία συνήθως παρουσιάζει χρονική υστέρηση σε σχέση με τις εξελίξεις της οικονομικής δραστηριότητας, έφθασε στο ανώτατο σημείο των 18 εκατομμυρίων περίπου (ή 12% περίπου του εργατικού δυναμικού) στην ΕΕ ως σύνολο το 1994 και,

κατόπιν, άρχισε να μειώνεται αλλά με βραδύ ρυθμό. Το ποσοστό ανεργίας στην ΕΕ είχε αυξηθεί περισσότερο από τρεις εκατοστιαίες μονάδες κατά τη διάρκεια της φάσης της ύφεσης, σε σχέση με το χαμηλό σημείο του 8,3% στο οποίο βρισκόταν κατά την προηγούμενη επεκτατική φάση της οικονομικής δραστηριότητας στις αρχές της δεκαετίας του 1990, και είτε είχε σταθεροποιηθεί είτε είχε αρχίσει να μειώνεται στα περισσότερα Κράτη Μέλη κατά το δεύτερο εξάμηνο του τελευταίου έτους. Εντούτοις, παρέμειναν σημαντικές διαφορές μεταξύ των ποσοστών ανεργίας στις επιμέρους χώρες. Στα τέλη του 1994 η ανεργία ήταν κάτω από 10% μόνο στο Βέλγιο, τη Γερμανία, την Ελλάδα, το Λουξεμβούργο, την Ολλανδία, τη Πορτογαλία και το Ηνωμένο Βασίλειο.

Η αύξηση της ανεργίας στην ΕΕ από τα τέλη της δεκαετίας του 1980 ήταν, σε σημαντικό βαθμό, αποτέλεσμα της επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας. Ωστόσο, το πρόσφατο ανώτατο σημείο στο οποίο έφθασε ήταν υψηλότερο από αυτό στο οποίο είχε φθάσει σε προηγούμενους κύκλους (το μέσο ποσοστό ανεργίας στη δεκαετία του 1970 ουδέποτε υπερέβη το 6% και το υψηλότερο ποσοστό στα μέσα της δεκαετίας του 1980 ήταν 11%). Το ποσοστό της ανεργίας ήταν επίσης σημαντικά υψηλότερο από τα πρόσφατα ανώτατα σημεία στα οποία έφθασε στις ΗΠΑ (7,4% το 1992) και στην Ιαπωνία (όπου το ανώτερο μέχρι σήμερα ποσοστό είναι 3,0% περίπου). Όπως προκύπτει από το Πλαίσιο 1, η ανεργία στην ΕΕ έχει την τάση να ανέρχεται στη διάρκεια κάθε κύκλου από τη δεκαετία του 1970, τονίζοντας την ύπαρξη σοβαρών διαρθρωτικών προβλημάτων που πρέπει να αντιμετωπισθούν. Το σημαντικό συμπέρασμα είναι ότι τα τρέχοντα επίπεδα ανεργίας προσδιορίζονται μόνο μερικώς από τον οικονομικό κύκλο. Το πιο πρόσφατο κατώτατο σημείο της ανεργίας (το 1990) ήταν αρκετά υψηλότερο από το μέσο ποσοστό ανεργίας στη δεκαετία του 1970. Εξάλλου, μια μελέτη του ΟΟΣΑ που δημοσιεύθηκε το 1994 έδειξε ότι η ανεργία στην Ευρώπη ήταν ιδιαίτερα υψηλή για ορισμένες κατηγορίες εργατικού δυναμικού, για παράδειγμα για άτομα κάτω των 25 ετών (περισσότερο από 20% των οποίων ήταν άνεργοι το 1993) και για τους μακροχρόνια ανέργους (περισσότερο από 40% του συνόλου το 1992).

Ο πληθωρισμός με βάση τον τιμάριθμο καταναλωτή στις χώρες της ΕΕ περιορίστηκε κατά μέσο όρο σε 3,1% το 1994 από 4,3% το 1992. Υπήρξε επίσης αισθητή σύγκλιση του πληθωρισμού, με πτώση της τυπικής απόκλισής του σε 1,5% το 1994 από 2,1% το 1992. Παρόλο που το επίτευγμα των τελευταίων δύο ετών δεν μπορεί να θεωρηθεί πλήρως ικανοποιητικό, αντιπροσωπεύει σημαντική πρόοδο για την ΕΕ ως σύνολο. Το Βέλγιο, η Δανία, η Γαλλία, η Ιρλανδία, το Λουξεμβούργο, η Ολλανδία και το Ηνωμένο Βασίλειο έφθασαν ή διατήρησαν ρυθμούς πληθωρισμού 2-2,5% ή χαμηλότερους το 1994, ενώ η Γερμανία σημείωσε πρόοδο και κατέγραψε ρυθμό πληθωρισμού 3%. Περαιτέρω μειώσεις του ετήσιου πληθωρισμού, βάσει των τιμών καταναλωτή, σημειώθηκαν στην Ιταλία και την Πορτογαλία, όπου ο πληθωρισμός παρέμεινε μεταξύ 3,9% και 5,2% το 1994 αντιστοιχώς, ενώ στην Ισπανία ο πληθωρισμός αυξήθηκε οριακά σε 4,7%. Η Ελλάδα κατέγραψε ρυθμό πληθωρισμού ελάχιστα κατώτερο του 11% το 1994, σε σύγκριση με 16% περίπου το 1992. Οι επόμενες παράγραφοι επικεντρώνονται στους κύριους παράγοντες που δικαιολογούν την τάση για χαμηλότερους ρυθμούς πληθωρισμού στην ΕΕ, με έμφαση στα στοιχεία βραχυπρόθεσμου κόστους (βλ. Πίνακα 2). Αλλά αίτια, όπως η ανεργία, οι υστερήσεις παραγωγής και η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής γίνονται αντικείμενο συζήτησης σε άλλα σημεία.

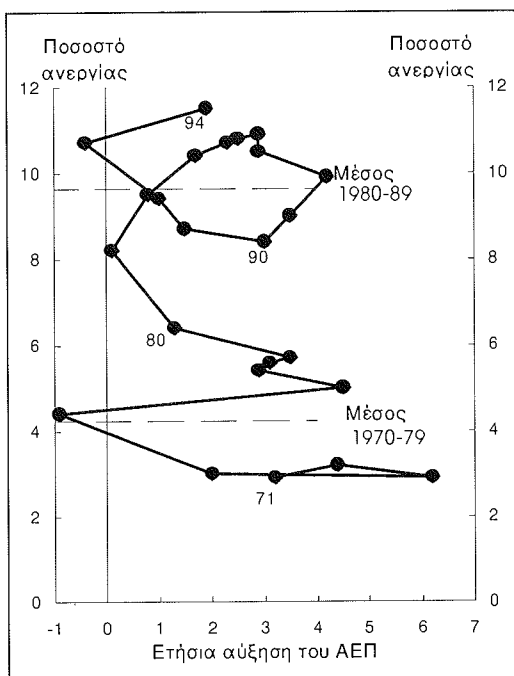
Οι αυξήσεις του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στην ΕΕ κάμφθηκαν σημαντικά στα τελευταία δύο έτη, από 4,6% κατά μέσο όρο το 1992 και 2,4% το 1993 σε 0,4% το 1994. Οι μισθολογικοί περιορισμοί ήταν ο κύριος παράγοντας το 1993. Στα πλαίσια της ύφεσης και των ανερχόμενων επιπέδων ανεργίας, η αύξηση των ονομαστικών μισθών μειώθηκε από περισσότερο από 6% το 1992 σε 3,8% το 1993. Κατά το ίδιο διάστημα, επίσης ως αποτέλεσμα της ύφεσης, η αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας επιβραδύνθηκε, αλλά αυτό αντιστάθμισε μόνο εν μέρει την επίπτωση του περιορισμού των ονομαστικών μισθών. Το 1994 η ανάκαμψη της δραστηριότητας και η περαιτέρω άνοδος



## Πλαίσιο 1 Διαρθρωτικές προσαρμογές στις αγορές εργασίας

Τα υψηλά ποσοστά ανεργίας που παρατηρήθηκαν στις περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες το 1993-1994, τόσο σε σχέση με την προηγούμενη εμπειρία των χωρών αυτών όσο και σε σύγκριση με τα αντίστοιχα ποσοστά σε άλλες μεγάλες χώρες, αντιπροσώπευαν μια σημαντική απώλεια εργατικών πόρων και μια σοβαρή πηγή κοινωνικού κόστους (και κόστους του προϋπολογισμού) για τα Κράτη Μέλη. Όπως είναι ευρέως παραδεκτό, τα υψηλά επίπεδα και ποσοστά ανεργίας μπορούν να αποδοθούν κυρίως στις πενιχρές επιδόσεις ως προς τη δημιουργία θέσεων εργασίας παρά σε μεταβολές στο εργατικό δυναμικό. Μεταξύ του 1980 και του 1994, για παράδειγμα, δημιουργήθηκαν μόνο 3,5 εκατομμύρια περίπου νέες θέσεις εργασίας στην ΕΕ, πολύ λιγότερες από ό,τι στις ΗΠΑ (19,3 εκατομμύρια) ή στην Ιαπωνία (10,5 εκατομμύρια). Για τη βελτίωση αυτής της επίδοσης απαιτούνται διαρθρωτικές μεταβολές της λειτουργίας της αγοράς εργασίας. Προσδοκείται ότι τέτοιες μεταρρυθμίσεις θα μπορούσαν επίσης να παράσχουν στήριξη στην επιδίωξη της σταθερότητας των τιμών.

### Ποσοστό ανεργίας και ετήσια αύξηση του ΑΕΠ στην ΕΕ



Πηγή: Εθνικά στοιχεία.

### Διάρθρωση της ανεργίας

	Ποσοστά ανεργίας το 1993 (%) <sup>(α)</sup>		Μερίδιο των μακροχρόνια ανέργων το 1992 <sup>(α)</sup>
	Σύνολο <sup>(β)</sup>	Νέοι <sup>(γ)</sup>	
Βέλγιο	9.1	19.6	59.0
Δανία	10.4	11.4	27.0
Γερμανία <sup>(δ)</sup>	5.8	4.9	33.5
Ελλάδα	9.8	24.6	49.7
Ισπανία	22.4	43.2	47.4
Γαλλία	11.6	24.6	36.1
Ιρλανδία	15.8	27.9	60.2
Ιταλία	10.2	30.6	58.2
Λουξ/γο	2.6	6.5	17.6
Ολλανδία	8.3	15.0	44.0
Πορτογαλία	5.5	12.0	30.9
Ηνωμένο Βασίλειο	10.3	16.9	35.4
ΕΕ-12 <sup>(ε)</sup>	10.6	20.6	42.2
ΗΠΑ	6.7	13.3	11.2
Ιαπωνία	2.1	5.1	15.4

Πηγή: ΟΟΣΑ Μελέτη θέσεων εργασίας (1994).

(α) Ποσοστά ανεργίας σύμφωνα με τα πρότυπα του ΟΟΣΑ εκτός Δανίας και Λουξεμβούργου. (β) Όλοι οι άνεργοι ως ποσοστό % του συνολικού εργατικού δυναμικού. (γ) Νέοι (κάτω των 25 ετών) ως ποσοστό (%) του νεανικού εργατικού δυναμικού. (δ) Όλοι οι παραμένοντες άνεργοι συνεχώς επί ένα έτος και περισσότερο, ως ποσοστό % του συνόλου των ανέργων. (ε) Δυτική Γερμανία. (στ) Βλ. υποσημείωση Διαγράμματος 2.

Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των αγορών εργασίας στις επιμέρους χώρες της ΕΕ ποικίλλουν σημαντικά – όπως βεβαίως και τα ακριβή χαρακτηριστικά του προβλήματος της ανεργίας (βλ. τον πίνακα) – και, συνακόλουθα, ποικίλλουν μεταξύ των χωρών και οι ιδιαίτερες προτεραιότητες της πολιτικής μεταρρυθμίσεων. Εξάλλου, για τη δημιουργία περισσότερων θέσεων εργασίας στην ΕΕ απαιτείται άνοδος της ανταγωνιστικότητας, ενώ η σχετική πολιτική θα πρέπει να επικεντρωθεί στις αγορές προϊόντων και στην απορρύθμιση γενικότερα.

Στο επίπεδο της ΕΕ καθώς και σε αυτό των επιμέρους Κρατών Μελών, η προσοχή επικεντρώθηκε σε μεγαλύτερο βαθμό το 1994 σε ζητήματα της αγοράς εργασίας, και δημοσιεύθηκαν σε Λευκή Βίβλο προτάσεις για τη βελτίωση της επίδοσης της αγοράς αυτής. Οι μεταρρυθμίσεις μπορεί να θεωρηθεί ότι ανήκουν σε δύο κατηγορίες: σε αυτές που επηρεάζουν τις συνθήκες και τους όρους απασχόλησης και σε άλλες που ασχολούνται ευθέως με τους ανέργους. Στους παράγοντες που διαπιστώθηκε ότι έχουν επίδραση στη λειτουργία της αγοράς εργασίας και ενδέχεται να σχετίζονται ιδιαίτερα με τις συνθήκες στην ΕΕ περιλαμβάνονται οι εξής: το εργατικό κόστος (περιλαμβανομένων και μη μισθολογικών στοιχείων), ο βαθμός ευκαμψίας των πραγματικών

### Πλαίσιο 1 (συνέχεια)

μισθών (ο οποίος σχετίζεται με την έκταση στην οποία γίνεται κεντρική διαπραγμάτευση των μισθών, την τιμαριθμική αναπροσαρμογή των μισθών, τη ρύθμιση για το ελάχιστο ημερομίσθιο, την πυκνότητα των συνδικαλιστικών σωματείων και την απεργιακή νομοθεσία), το κόστος προσλήψεων και απολύσεων, τα προγράμματα ασφάλισης κατά της ανεργίας και τα προγράμματα κατάρτισης.

Από τα τέλη της δεκαετίας του 1980 έχει τεθεί σε εφαρμογή στην Ευρώπη ένα ευρύ φάσμα αναμορφώσεων των αγορών εργασίας. Έχουν διαδοθεί ευρέως οι μεταβολές των ασφαλιστικών προγραμμάτων κατά της ανεργίας, με τη μορφή αλλαγών στο επίπεδο των παρεχόμενων καθαρών επιδομάτων και στη διάρκεια του διαστήματος κατά το οποίο, ή/και στις προϋποθέσεις υπό τις οποίες, οι άνεργοι δικαιούνται επιδόματος. Στη Γαλλία, επί παραδείγματι, αναθεωρήθηκε το πρότυπο των πληρωμών, ώστε αυτές να μειώνονται όσο παρατείνεται η ανεργία. Το 1994, μειώθηκε στη Γερμανία ο λόγος του επιδόματος ανεργίας προς τις μέσες αποδοχές, ενώ στην Ιρλανδία και την Ισπανία τα επιδόματα ανεργίας φορολογήθηκαν. Οι μορφές τιμαριθμικής αναπροσαρμογής μεταβλήθηκαν σε αρκετές χώρες. Στο Βέλγιο η αναπροσαρμογή έπαυσε να συνδέεται με αυξήσεις στις τιμές των οινοπνευματωδών, των καυσίμων και του καπνού, ενώ στην Ιταλία η "κινητή κλίμακα" αντικαταστάθηκε από ένα σύστημα που συνδέει τις μισθολογικές αυξήσεις με τον επιδιωκόμενο πληθωρισμό. Στην Ελλάδα, η τιμαριθμική αναπροσαρμογή καταργήθηκε το 1991. Στην Ολλανδία, τα ελάχιστα ημερομίσθια έχουν "παγώσει" από το 1992 και, στο Ηνωμένο Βασίλειο, καταργήθηκαν από το 1993 οι τελευταίοι περιορισμοί που ίσχυαν για αρκετούς βιομηχανικούς κλάδους. Έχει επίσης συντελεστεί πρόοδος ως προς την περικοπή του μη μισθολογικού εργατικού κόστους, όπως, για παράδειγμα, στο Βέλγιο και τη Γαλλία, όπου μειώθηκαν οι εργοδοτικές εισφορές σε ταμεία κοινωνικής ασφάλισης (ειδικά στο Βέλγιο, μειώθηκαν για τους χαμηλόμισθους και τους νεαρές ηλικίας προσλαμβανόμενους). Αρκετά μέτρα έχουν ληφθεί στο Λουξεμβούργο με σκοπό, μεταξύ άλλων, τον περιορισμό του μη μισθολογικού εργατικού κόστους. Στην Ισπανία εισήχθησαν νέες διαδικασίες προσλήψεων και χαλάρωσαν οι περιορισμοί σχετικά με το πλεονάζον προσωπικό, στα πλαίσια μεγάλης έκτασης αναμόρφωσης της αγοράς εργασίας το 1994. Τέλος, σε πολλές χώρες επεκτάθηκαν τα προγράμματα κατάρτισης, με ιδιαίτερη έμφαση στη βελτίωση των δεξιοτήτων και των προσόντων των νέων και των μακροχρόνια ανέργων.

του επιπέδου ανεργίας στην ΕΕ ως σύνολο σχετιζόταν με μια έντονη αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας. Η εξέλιξη αυτή, μαζί με τη συνεχιζόμενη συγκράτηση των μισθών (οι αυξήσεις των ονομαστικών μισθών έπεσαν σε 3,5%), ήταν οι βαθύτεροι λόγοι της περαιτέρω επιβράδυνσης του συνολικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

Σε αρκετές χώρες, οι αυξήσεις του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος συγκρατήθηκαν κάτω από 3% το 1993 και κάτω από 2% το 1994. Το 1994, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος μειώθηκε ελαφρά στη Δανία, τη Γερμανία, την Ιρλανδία και την Ιταλία. Κατά το 1993-1994, στην Ισπανία, το Λουξεμβούργο, και την Πορτογαλία σημειώθηκαν αυξήσεις μεγαλύτερες από το μέσο όρο της ΕΕ, παρόλο που υπήρξε έντονη επιβράδυνση, και στην Ελλάδα το κόστος συνέχισε να αυξάνεται ραγδαία ξεπερνώντας το 11% και στα δύο έτη. Άλλοι παράγοντες – που δεν σχετίζονται με τις κυκλικές εξελίξεις – συνέβαλαν στη θετική επίδοση των χωρών της ΕΕ ως προς τον πληθωρισμό το 1993-1994. Σε μερικές χώρες έχουν γίνει διαρθρωτικές μεταβολές για τη βελτίωση της ευελιξίας στις αγορές εργασίας (βλ. Πλαίσιο 1). Εξάλλου, υπάρχουν ενδείξεις εντεινόμενου ανταγωνισμού στις αγορές προϊόντων, ο οποίος σχετίζεται εν μέρει με την προϊούσα ολοκλήρωση της Ενιαίας Αγοράς.

Οι τάσεις με ταβολής των τιμών εισαγομένων διέφεραν έντονα μεταξύ των επιμέρους χωρών το 1993. Σε αρκετά Κράτη Μέλη οι τιμές εισαγομένων σημείωσαν κάμψη, αν και υπήρξαν μεγάλες αυξήσεις στην Ελλάδα, την Ισπανία, την Ιταλία και το Ηνωμένο Βασίλειο και μικρότερες στην Ιρλανδία και την Πορτογαλία, ως αποτέλεσμα υποτιμήσεων ή διολισθήσεων διαφόρων νομισμάτων έναντι άλλων της ΕΕ κατά το 1992-1993. Πάντως, η μετακύλιση αυτών των μεταβολών των συναλλαγματικών ισοτιμιών δεν ήταν ολοκληρωμένη στις περισσότερες από τις εμπλεκόμενες χώρες, καθώς οι εισαγωγείς αποδέχτηκαν τη

**Πίνακας 2 Τιμές, μισθοί και παραγωγικότητα στα Κράτη Μέλη της ΕΕ**

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

		Τιμές καταναλωτή	Ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος <sup>(α)</sup>	Αμοιβή ανά εργαζόμενο <sup>(α)</sup>	Παραγωγικό-τητα  (3)-(2) <sup>(α)</sup>	Τιμές εισαγο-μένων <sup>(α)</sup>
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Βέλγιο	1992	2,4	3,5	6,1	2,6	-2,6
	1993	2,8	4,5	4,4	-0,1	-3,4
	1994	2,4	0,6	4,1	3,5	1,4
Δανία	1992	2,1	1,1	2,8	1,7	-1,3
	1993	1,3	0,3	1,9	1,6	-0,9
	1994	2,0	-0,8	2,8	3,6	2,8
Γερμανία <sup>(β)</sup>	1992	4,0	4,9	5,6	0,7	-1,2
	1993	4,1	3,5	2,9	-0,6	-0,3
	1994	3,0	-1,0	1,8	2,8	0,4
Ελλάδα	1992	15,9	11,0	10,3	-0,7	8,4
	1993	14,5	11,1	9,4	-1,7	7,6
	1994	10,8	11,6	12,5	0,9	7,8
Ισπανία	1992	5,9	6,2	9,0	2,8	1,3
	1993	4,6	3,3	6,1	2,8	6,6
	1994	4,7	2,0	4,3	2,3	6,9
Γαλλία	1992	2,4	2,6	4,4	1,8	-2,3
	1993	2,1	2,2	2,5	0,3	-2,3
	1994	1,6	0,5	3,7	3,2	3,1
Ιρλανδία	1992	3,0	-5,9	4,6	10,5	-2,1
	1993	1,5	-0,2	5,8	6,0	5,2
	1994	2,4	-3,4	4,0	7,4	1,4
Ιταλία	1992	5,3	4,0	6,2	2,2	-0,6
	1993	4,3	0,8	3,6	2,8	11,7
	1994	3,9	-0,8	3,0	3,8	3,5
Λουξεμβούργο	1992	3,2	5,9	5,9	0,0	-1,7
	1993	3,6	6,4	4,9	-1,5	-0,1
	1994	2,1	3,5	4,2	0,7	3,1
Ολλανδία	1992	3,2	4,5	5,2	0,7	-2,1
	1993	2,6	2,4	3,2	0,8	-2,8
	1994	2,7	0,4	2,1	1,7	1,1
Πορτογαλία	1992	8,9	13,4	13,8	0,4	-4,5
	1993	6,5	5,9	6,9	1,0	3,3
	1994	5,2	2,7	4,0	1,3	5,9
Ηνωμένο Βασίλειο	1992	3,7	4,2	6,3	2,1	0,9
	1993	1,6	0,3	3,6	3,3	8,2
	1994	2,4	0,0	3,9	3,9	3,2
ΕΕ-12 <sup>(α)</sup>	1992	4,3	4,6	6,3	1,7	-0,8 <sup>(α)</sup>
	1993	3,4	2,4	3,8	1,4	3,4 <sup>(α)</sup>
	1994	3,1	0,4	3,5	3,1	2,7 <sup>(α)</sup>

Πηγή: Εθνικά στοιχεία.

(α) Προσωρινά για το 1994.

(β) Δυτική Γερμανία.

(γ) Ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα πραγματικού ΑΕΠ.

(δ) Βλ. υποσημείωση στο Διάγραμμα 2.

(ε) Περιλαμβάνονται εισαγωγές εντός της ΕΕ.

συμπίεση των περιθωρίων κέρδους και οι εξαγωγείς μείωσαν τις τιμές των εξαγωγών σε εγχώριο νόμισμα λόγω της υποτονικής ζήτησης. Το 1994, οι τιμές εισαγομένων επηρεάστηκαν από τη μερική αποκατάσταση των περιθωρίων και τις αυξανόμενες τιμές των αγαθών, οι οποίες συνοδεύτηκαν σε μερικές χώρες, όπως στην Ελλάδα, την Ισπανία, την Ιταλία και την Πορτογαλία, από περαιτέρω συνέπειες για τις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση διετούς περιόδου, πάντως, η επίπτωση των ασθενέστερων συναλλαγματικών ισοτιμιών στο συνολικό πληθωρισμό βάσει του τιμάριθμου καταναλωτή υπήρξε περιορισμένη, σε σύγκριση με την εμπειρία του παρελθόντος.

Η γενική τάση προς χαμηλότερους ρυθμούς πληθωρισμού το 1993-1994 ήταν εμφανής τόσο στους τομείς παραγωγής αγαθών και υπηρεσιών τα οποία πωλούνται στις διεθνείς αγορές όσο και σε αυτούς που παράγουν εγχώρια αγαθά και υπηρεσίες. Ενώ η διαφορά μεταξύ των ρυθμών πληθωρισμού στους προστατευόμενους και στους μη προστατευόμενους τομείς αυξήθηκε κατά μέσον όρο στα δύο πρώτα έτη της δεκαετίας, εντούτοις μειώθηκε πρόσφατα στα περισσότερα Κράτη Μέλη, αντανακλώντας την επίδραση στον πληθωρισμό των περιορισμένων μισθολογικών αυξήσεων και του αυξημένου ανταγωνισμού στους προστατευόμενους τομείς. Η περαιτέρω εξέλιξη της Ενιαίας Αγοράς ενδέχεται να οδηγήσει σε ευρύτερο φάσμα αγαθών και υπηρεσιών τα οποία να είναι αντικείμενο εμπορίας μεταξύ των Κρατών Μελών, και να συμβάλει περαιτέρω στην επίτευξη χαμηλότερων ρυθμών πληθωρισμού σε παραδοσιακά προστατευόμενους τομείς.

Τέλος, πέραν των ανωτέρω, στην άνοδο του δείκτη τιμών καταναλωτή στην ΕΕ συνέβαλαν οι αυξήσεις των έμμεσων φόρων. Οι αυξήσεις ήταν συχνές στα περισσότερα Κράτη Μέλη το 1993-1994, αντανακλώντας την κατάσταση των δημόσιων οικονομικών.

## **2. Εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές**

Οι τάσεις στις αγορές συναλλάγματος και ομολόγων διέφεραν έντονα το 1993 και το 1994. Το 1993 αξιολογώμενη ήταν η συνέχιση των συναλλαγματικών πιέσεων που είχαν εμφανισθεί στα τέλη του θέρους του 1992 και οι οποίες εξουδετερώθηκαν με την απόφαση να διευρυνθούν οι ζώνες συναλλαγματικής διακύμανσης στο ΜΣΙ τον Αύγουστο. Κατά την περίοδο αυτή, οι αγορές ομολόγων γνώρισαν περίοδο ανόδου με αυξανόμενες τιμές και ιστορικά χαμηλές αποδόσεις. Αντίθετα, το 1994 σηματοδεύτηκε από ραγδαία μεταστροφή αυτών των τάσεων στις αγορές ομολόγων αλλά και από σχετική ηρεμία στις αγορές συναλλάγματος.

### **2.1 Εξελίξεις στις αγορές συναλλάγματος**

#### *Εξελίξεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών*

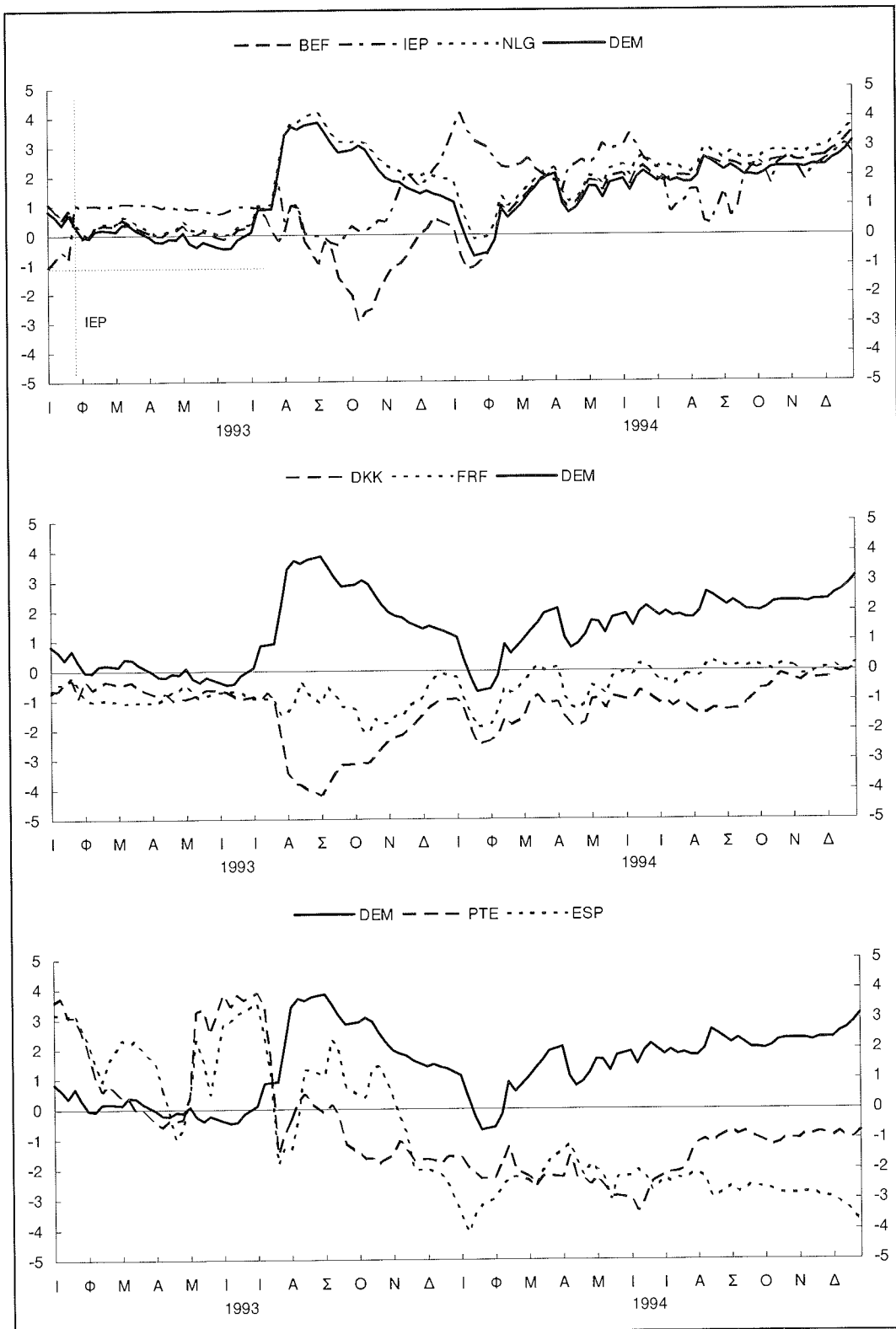
Το 1993, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες στο ΕΝΣ υπέστησαν αρκετές δοκιμασίες. Στο πρώτο εξάμηνο του έτους οι επίμονες πιέσεις οδήγησαν σε δύο αναπροσαρμογές των κεντρικών ισοτιμιών, πέραν των τριών που είχαν γίνει στους τελευταίους τέσσερις μήνες του 1992 και της αναστολής της συμμετοχής της ιταλικής λίρας και της στερλίνας Μεγάλης Βρετανίας στο ΜΣΙ. Εν όψει των χωρίς προηγούμενο κερδοσκοπικών πιέσεων, τα περιθώρια διακύμανσης διευρύνθηκαν τον Αύγουστο του 1993. Ακολούθως, αποκαταστάθηκαν σταθερότερες συνθήκες στις αγορές συναλλάγματος, καθώς το νέο σύστημα λειτούργησε σχετικά ομαλά από τα τέλη του 1993 και σχεδόν καθ' όλη τη διάρκεια του 1994.

Το πρώτο εξάμηνο του 1993, τα επαναλαμβανόμενα επεισόδια κερδοσκοπικών πιέσεων επηρέασαν τα περισσότερα νομίσματα. Μετά από έντονη πίεση, η ιρλανδική λίρα υποτιμήθηκε κατά 10% την 1 Φεβρουαρίου. Τις επόμενες ημέρες, οι πιέσεις που επηρέαζαν τη δανική κορώνα αντιμετωπίστηκαν επιτυχώς μετά την αύξηση των επίσημων επιτοκίων, τις

**Διάγραμμα 3**

**Θέση νομισμάτων στο ΜΣΙ**

(σε εκατοστιαίες μονάδες)



Πηγή : ENI.

Οι κάθετες στικτές γραμμές υποδηλώνουν επανευθυγραμμίσεις της Λίρας Ιρλανδίας, του Εσκούδου Πορτογαλίας και της Πεσέτας Ισπανίας. Οι οριζόντιες γραμμές δείχνουν τα όρια διακύμανσης των νομισμάτων που μετείχαν προηγουμένως στη στενή ζώνη.

Η θέση ενός νομίσματος στη ζώνη διακύμανσης ορίζεται από την απόκλιση του σε σχέση με το ισχυρότερο και το ασθενέστερο νόμισμα στο ΜΣΙ. Η απόκλιση μεταξύ δυο νομισμάτων αντιπροσωπεύει την ποσοστιαία διαφορά ανάμεσα στην αγοραία ισοτιμία τους και τη διμερή κεντρική τους ισοτιμία.

συντονισμένες παρεμβάσεις και τη μείωση των γερμανικών επιτοκίων. Το Μάρτιο, το γαλλικό φράγκο δέχθηκε πίεση κατά τη διάρκεια των γαλλικών κοινοβουλευτικών εκλογών αλλά ανέκαμψε όταν η νέα Κυβέρνηση επιβεβαίωσε τη δέσμευσή της για τη διασφάλιση της σταθερότητας της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Τον Απρίλιο, η ισπανική πεσέτα επηρεάστηκε από την προκήρυξη πρόωρων κοινοβουλευτικών εκλογών στη χώρα. Καθώς οι πιέσεις μεγάλωναν και διαχέονταν και προς το πορτογαλικό εσκούδο, οι ισπανικές αρχές ζήτησαν επανευθυγράμμιση της ισοτιμίας στις 13 Μαΐου. Η πεσέτα και το εσκούδο υποτιμήθηκαν κατά 8% και 6,5% αντίστοιχα από τις 14 Μαΐου.

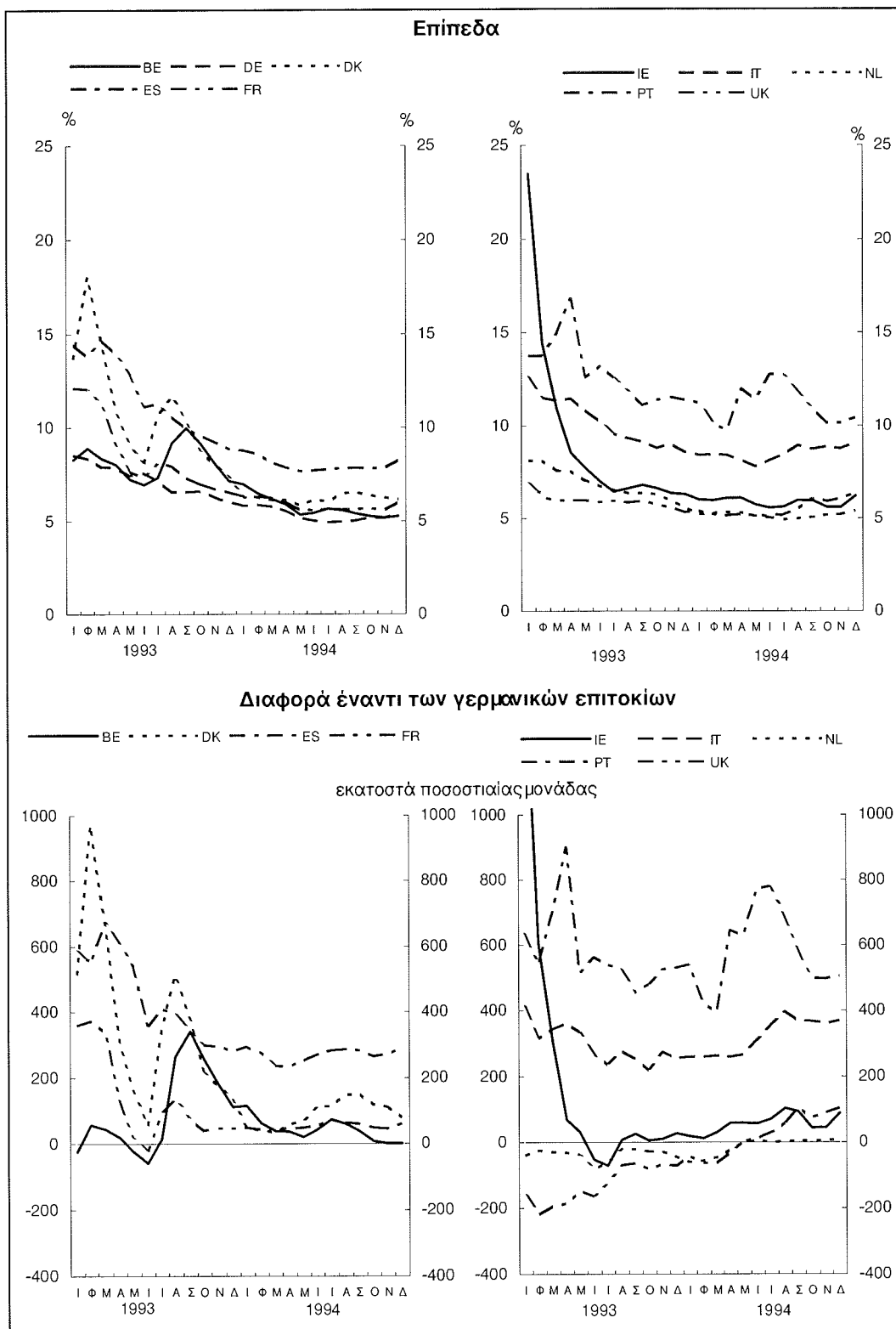
Τον Ιούλιο του 1993, μετά από μια σύντομη περίοδο σχετικής σταθερότητας, επανεμφανίσθηκαν έντονες πιέσεις στην αγορά, με επίκεντρο το γαλλικό φράγκο. Η μεταστροφή του αισθήματος της αγοράς εντάθηκε λόγω των εκτιμήσεων για επικράτηση διαφορετικών ρυθμών ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας στα Κράτη Μέλη, σε συνδυασμό με την αβεβαιότητα σχετικά με τη μελλοντική πορεία της νομισματικής πολιτικής. Μετά από σημαντικές και συντονισμένες παρεμβάσεις στις αγορές συναλλάγματος, τα επίσημα επιτόκια υψώθηκαν στη Γαλλία και τη Δανία. Συγκρατήθηκαν προσωρινά οι ροές κερδοσκοπικών κεφαλαίων, μετά από κοινή δημόσια δήλωση της Τράπεζας της Γαλλίας και της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Γερμανίας και πρόσθετα μέτρα πολιτικής στη Γαλλία. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Γερμανίας αποφάσισε στις 29 Ιουλίου να μειώσει το επιτόκιο Lombard και ανήγγειλε τον περαιτέρω περιορισμό του επιτοκίου των συμφωνιών επαναγοράς, ενώ διατήρησε αμετάβλητο το προεξοφλητικό της επιτόκιο. Ακολούθησε νέα πίεση στην αγορά, η οποία τελικά δεν μπορούσε να αντιμετωπιστεί, παρά τις μαζικές παρεμβάσεις όλων των εμπλεκόμενων κεντρικών τραπεζών και την αναγγελία της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Γερμανίας ότι θα επέτρεπε να πέσουν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς σε επίπεδο χαμηλότερο από αυτό του προεξοφλητικού επιτοκίου. Οι Υπουργοί και οι Κυβερνήσεις επιβεβαίωσαν ότι παραμένουν αμετάβλητες οι ισχύουσες κεντρικές ισοτιμίες και αποφάσισαν να διευρύνουν τις ζώνες διακύμανσης στο ΜΣΙ σε  $\pm 15\%$  στις 2 Αυγούστου 1993. Βάσει διμερούς συμφωνίας, τα προηγούμενα όρια διακύμανσης,  $\pm 2,25\%$ , συνεχίζουν να ισχύουν μεταξύ του ολλανδικού φιορινίου και του γερμανικού μάρκου.

Από τη διεύρυνση των ζωνών του ΜΣΙ, όλα τα νομίσματα που προηγουμένως ανήκαν στη στενή ζώνη, εξαιρέσει του ολλανδικού φιορινίου, άρχισαν να γίνονται αντικείμενο διαπραγματεύσεως κάτω από τα προηγούμενα κατώτερα όριά τους έναντι του γερμανικού μάρκου, αντανακλώντας προσδοκίες ότι τα ενδιαφερόμενα Κράτη Μέλη θα χρησιμοποιούσαν τις μεγαλύτερες δυνατότητες διαφοροποίησης της νομισματικής πολιτικής τις οποίες παρείχαν οι διευρυμένες ζώνες του ΜΣΙ, για να χαλαρώσουν τη νομισματική πολιτική. Μεταξύ του Αυγούστου και των μέσων Οκτωβρίου 1993, οι διμερείς αποκλίσεις της ιρλανδικής λίρας, του γαλλικού φράγκου, του βελγικού φράγκου και της δανικής κορώνας από τις κεντρικές ισοτιμίες τους έναντι του γερμανικού μάρκου κινήθηκαν μεταξύ 4% και 8,5%. Για τα νομίσματα που προηγουμένως ανήκαν στην ευρεία ζώνη, η επίπτωση της απόφασης ήταν λιγότερη έντονη, καθώς η ισπανική πεσέτα και το πορτογαλικό εσκούδο κυμάνθηκαν εντός των προηγούμενων ορίων τους έναντι του γερμανικού μάρκου. Από τα μέσα Οκτωβρίου, οι διμερείς αποκλίσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών άρχισαν να στενεύουν, ανταποκρινόμενες στην αυξανόμενη αίσθηση των αγορών ότι η ευχέρεια ελιγμών που παρείχαν τα νέα περιθώρια του ΜΣΙ θα αξιοποιείτο μόνο για να απορροφηθούν οι αυτόματα αντιστρεψίμες κινήσεις στην αγορά. Οι πολιτικές επιτοκίων εφαρμόσθηκαν ανάλογα.

Κατά το μεγαλύτερο μέρος του 1994, η διμερής απόκλιση μεταξύ του ισχυρότερου και του ασθενέστερου νομίσματος που συμμετέχουν στο ΜΣΙ παρέμεινε πλησίον του 6%, εξαιρέσει τριών επεισοδίων (τον Ιανουάριο, τον Ιούνιο και το Δεκέμβριο του 1994), οπότε έφθασε το 8%. Το ολλανδικό φιορίνι, η ιρλανδική λίρα και το βελγικό φράγκο ήταν τα ισχυρότερα από τα νομίσματα που προηγουμένως ανήκαν στη στενή ζώνη. Ενάντι του γερμανικού μάρκου, το γαλλικό φράγκο και η δανική κορώνα παρέμειναν στάσιμα το 1994, κατά μέσον όρο, γύρω από τα προηγούμενα κατώτερα διμερή όριά τους, ενώ η ισπανική

#### Διάγραμμα 4

### Βραχυπρόθεσμα επιτόκια\* (Τρίμηνα διατραπεζικά επιτόκια, μέσα μηνιαία)



Πηγή: Εθνικά στοιχεία.

\* Λόγω διαφοράς στην κλίμακα, δεν εμφανίζονται επιτόκια για την Ελλάδα. Στην Ελλάδα, στο τέλος Δεκεμβρίου 1994, το τρίμηνο διατραπεζικό επιτόκιο ήταν 17,8% και η διαφορά έναντι της Γερμανίας 12,6 εκατοστιαίες μονάδες.

πεσέτα και το πορτογαλικό εσκούδο παρέμειναν υψηλότερα από τα προηγούμενα όριά τους. Το εσκούδο δέχθηκε προσωρινές πιέσεις το Μάιο και τον Ιούνιο του 1994, αναγκάζοντας την Τράπεζα της Πορτογαλίας να προσφύγει σε παρέμβαση μέσω πωλήσεων καθώς και σε υψηλότερα επίσημα επιτόκια και επιτόκια αγοράς. Το Δεκέμβριο, η ισπανική πεσέτα έπεσε χαμηλότερα από το προηγούμενο διμερές κατώτερο όριό της.

Οι εξελίξεις άλλων δεικτών τείνουν να επιβεβαιώσουν ότι ο ΜΣΙ ξανακέρδισε αρκετή σταθερότητα στη διάρκεια του 1994. Οι διαφορές των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων έναντι του γερμανικού μάρκου ήταν λιγότερο ευμετάβλητες και, κατά μέσον όρο, διατηρήθηκαν στα επίπεδα πριν από τις κρίσεις. Η παρεμβατική δραστηριότητα για τη στήριξη των νομισμάτων που δέχονταν καθοδική πίεση περιορίστηκε σημαντικά και ήταν πλησιέστερα στο μέσο όρο που σημειώθηκε μεταξύ 1988 και 1992. Μερικές κεντρικές τράπεζες προχώρησαν στην αναπλήρωση διαθεσίμων τους. Η αστάθεια των συναλλαγματικών ισοτιμιών, η οποία είχε αυξηθεί σημαντικά (εξαιρέσει του ολλανδικού φιορινιού) μετά την απόφαση της 2ας Αυγούστου 1993, μειώθηκε αισθητά στη διάρκεια του 1994, παρόλο που δεν επέστρεψε στα επίπεδα πριν από την κρίση.

Η στερλίνα Μεγάλης Βρετανίας και η ιταλική λίρα, μετά την αποχώρησή τους από το ΜΣΙ το Σεπτέμβριο του 1992, διολίσθησαν έντονα. Από το Μάρτιο του 1993 μέχρι το τέλος του έτους η στερλίνα ανέκαμψε εν μέρει, αλλά διολίσθησε και πάλι το 1994. Οι κινήσεις της έναντι των νομισμάτων του ΜΣΙ ήταν μεγαλύτερες από αυτές της σταθμισμένης ισοτιμίας της, επειδή η στερλίνα ακολούθησε εν μέρει το δολάριο ΗΠΑ. Η στερλίνα έκλεισε το 1994 με ισοτιμία έναντι του γερμανικού μάρκου περίπου 13% χαμηλότερη από αυτή του Αυγούστου 1992, παρόλο που διολίσθησε μόνο 1% μεταξύ τέλους 1992 και τέλους 1994. Η ιταλική λίρα, αν και σταθεροποιήθηκε ή και ανέκαμψε σε αρκετές περιπτώσεις, ακολούθησε καθοδική πορεία κατά το μεγαλύτερο μέρος του 1993 και του 1994 και διολίσθησε, συνολικά, περισσότερο από 27%, σε σχέση με την ισοτιμία της στα τέλη Αυγούστου 1992 έναντι του γερμανικού νομίσματος, οδηγώντας σε ουσιαστική υπερδιόρθωση της ανταγωνιστικής θέσης. Ως προς την επίδραση επί της ισοτιμίας της ιταλικής λίρας, ενδέχεται να έπαιξαν σοβαρό ρόλο πολιτικοί παράγοντες.

Η δραχμή γνώρισε δύο κύρια επεισόδια πιέσεων στην αγορά. Το πρώτο, τον Αύγουστο-Σεπτέμβριο του 1993, σχετιζόταν με τη διεύρυνση της ζώνης διακύμανσης του ΜΣΙ και ακολούθησε την άρση των περισσότερων συναλλαγματικών περιορισμών επί των μεσο- και μακροπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών συναλλαγών το Μάιο του 1993. Το δεύτερο επεισόδιο, το Μάιο του 1994, οφειλόταν στις προσδοκίες της αγοράς ότι η άρση όλων των υπόλοιπων περιορισμών επί των βραχυπρόθεσμων κινήσεων κεφαλαίων θα συνοδευόταν από υποτίμηση του νομίσματος. Και στις δύο περιπτώσεις, η Τράπεζα της Ελλάδος αντιστάθηκε στη διολίσθηση της δραχμής πέραν του στόχου, που είχε τεθεί, λαμβάνοντας τα κατάλληλα μέτρα και, έτσι, κατέδειξε τη συνεχιζόμενη δέσμευση των ελληνικών αρχών για άσκηση συναλλαγματικής πολιτικής που θα στοχεύει στη μη πλήρη κάλυψη των διαφορών πληθωρισμού.

#### *Οι κύριοι παράγοντες*

Οι παρατεταμένες πιέσεις στο ΕΝΣ κατά το πρώτο εξάμηνο του 1993 προέκυψαν από τις συνδυασμένες επιδράσεις μιας ομάδας παραγόντων, καθένας από τους οποίους επηρέασε διαφορετικά κάθε Κράτος Μέλος ενώ η επίδρασή του ήταν και μεταβαλλόμενη κατά τη διάρκεια της εξέλιξης της κρίσης. Οι εξωτερικοί παράγοντες έπαιξαν μικρότερο ρόλο από ό,τι το 1992, καθώς το δολάριο ΗΠΑ ανατιμήθηκε έναντι των ευρωπαϊκών νομισμάτων μετά την εξασθένησή του το 1992. Παρομοίως, οι ανταγωνιστικές θέσεις εντός του ΕΝΣ είχαν λιγότερο σημαντική συμβολή στις πιέσεις, καθώς η ύπαρξη ανισοροπιών στις συναλλαγματικές ισοτιμίες που είχε ενταθεί προ του θέρους του 1992 είχε, σε μεγάλο βαθμό, διορθωθεί στο υπόλοιπο διάστημα του έτους.

Ο κύριος λόγος των επαναλαμβανόμενων επεισοδίων πιέσεων στο πρώτο εξάμηνο του 1993 συνίστατο στη συναισθηση των αγορών ότι οι αρχές αντιμετώπιζαν διλήμματα



πολιτικής και ότι η δέσμευση για προάσπιση των ισχυουσών κεντρικών ισοτιμιών είχε εξασθενήσει. Οι αγορές διέγνωσαν την δυνατότητα να υπάρξει διάσταση μεταξύ, αφ' ενός του επιπέδου επιτοκίων που είναι συνεπές με το στόχο για χαμηλό πληθωρισμό και ασθενή οικονομική δραστηριότητα σε μερικές χώρες και, αφ' ετέρου, του επιπέδου επιτοκίων που απαιτείται για τη διατήρηση της σταθερότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών στο ΜΣΙ, δεδομένων των απαιτήσεων της Γερμανικής νομισματικής πολιτικής στο εσωτερικό μέτωπο εν όψει του μη ισόρροπου μείγματος πολιτικής και των επίμονων πληθωριστικών πιέσεων μετά την ενοποίηση. Η συμπεριφορά των συμμετεχόντων στην αγορά, η οποία ακολούθησε το πρότυπο των "επιθέσεων που εκπληρώνουν αφ' εαυτών τους στόχους τους ("self-fulfilling attacks"), όπως αυτό αντανακλάται στο διαδοχικό χαρακτήρα μερικών επεισοδίων πιέσεων όπου τα κέρδη από προηγούμενες αναπροσαρμογές των ισοτιμιών οδηγούν σε προσδοκία περαιτέρω κερδών από νέες επιθέσεις, επίσης συνέβαλε στην τροφοδότηση των πιέσεων. Τέλος, η αξιοπιστία του ίδιου του ΜΣΙ είχε τρωθεί ως αποτέλεσμα των επανευθυγραμμίσεων το 1992-1993.

### *Οι αντιδράσεις της πολιτικής*

Το 1993 έγινε επανειλημμένα προσφυγή στο μέσο των επιτοκίων για να αντισταθμιστεί η πίεση στην αγορά μέσω της αύξησης του κόστους των κερδοσκοπικών θέσεων. Σε ορισμένες περιπτώσεις το μέσο αυτό υπήρξε αναποτελεσματικό, καθώς οι συμμετέχοντες στην αγορά εκτίμησαν ότι η άνοδος των επιτοκίων προκαλούσε ή επιδεινώνε διλήμματα πολιτικής και, επομένως, θεωρήθηκε ότι, η άνοδος αυτή δεν μπορούσε να διατηρηθεί. Τέτοια ήταν ιδιαίτερα η περίπτωση σε Κράτη Μέλη οι οικονομίες των οποίων είναι ιδιαίτερα ευαίσθητες σε αυξήσεις των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, λόγω της ύπαρξης ενός μηχανισμού ταχύτερης μετάδοσης από τα επίσημα επιτόκια σε αυτά της αγοράς.

Πριν από τη διεύρυνση των ζωνών του ΜΣΙ έγιναν παρεμβάσεις, τόσο εντός όσο και επί των ορίων διακύμανσης, σε ακόμη μεγαλύτερη κλίμακα από ό,τι το 1992. Ωστόσο, παρά τα ποσά που χρησιμοποιήθηκαν, οι παρεμβάσεις κατά τη διάρκεια αρκετών επεισοδίων πιέσεων δεν μπόρεσαν να απορροφήσουν πλήρως τις πιέσεις στην αγορά και, ενδεχομένως, τις επιδεινώσαν σε ορισμένες περιπτώσεις.

Η απόφαση της 2ας Αυγούστου 1993 για τη διεύρυνση των ζωνών διακύμανσης του ΜΣΙ απέβλεπε στην αποκατάσταση συνθηκών όπου υπάρχει κίνδυνος και για ανατίμηση και για υποτίμηση ενός νομίσματος. Η προσέγγιση αυτή θεωρήθηκε καταλληλότερη από την αναπροσαρμογή των ισοτιμιών, επειδή εκτιμήθηκε ότι οι βαθύτερες οικονομικές εξελίξεις στα Κράτη Μέλη δεν μπορούσαν να δικαιολογήσουν την αλλαγή των κεντρικών ισοτιμιών στο ΜΣΙ, η οποία, εξ άλλου, θα υπονόμει περαιτέρω την αξιοπιστία του συστήματος.

Τα ευρύτερα περιθώρια διακύμανσης σε συνδυασμό με μια προσεκτική πολιτική επιτοκίων υπήρξαν αποτελεσματικά για την αποτροπή κερδοσκοπικών κινήσεων. Η ικανοποιητική απόδοση του νέου σχήματος του ΜΣΙ διευκολύνθηκε επίσης από την περαιτέρω σταδιακή χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής σε όλα τα Κράτη Μέλη του ΜΣΙ το φθινόπωρο του 1993 και από το γεγονός ότι, στα τέλη του 1993, είχαν εκλείψει και οι τρεις κύριοι λόγοι των πιέσεων στις αγορές το 1992-1993, δηλαδή η ύπαρξη ανισορροπιών μεταξύ των πραγματικών ισοτιμιών, το μη ισόρροπο μείγμα πολιτικής στη Γερμανία, και οι κυκλικές αποκλίσεις στα πλαίσια της επιβραδυνόμενης οικονομικής δραστηριότητας.

## **2.2 Εξελίξεις στις αγορές ομολόγων**

Το 1993 σημειώθηκε παγκοσμίως κάμψη στις αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων (βλ. Πίνακα 3). Κατά τη διάρκεια του έτους, η απόδοση του 10ετούς ομολόγου των ΗΠΑ μειώθηκε κατά 85 εκατοστά της ποσοστιαίας μονάδας, ενώ η αντίστοιχη γερμανική απόδοση κάμφθηκε κατά 140 εκατοστά της ποσοστιαίας μονάδας και ο σταθμισμένος μέσος όρος των αποδόσεων στην ΕΕ κάμφθηκε κατά 250 εκατοστά της

ποσοστιαίας μονάδας. Εντός της ΕΕ, οι διαφορές των αποδόσεων των ομολόγων έτειναν να συρρικνωθούν. Εν τούτοις, οι πληθωριστικές προσδοκίες στις ΗΠΑ αναζωπυρώθηκαν στα τέλη του 1993 καθώς οι τιμές των αγαθών άρχισαν να αυξάνονται, ενώ το ποσοστό ανεργίας έπεσε κατά πολύ και οι προσδοκίες σχετικά με τη μελλοντική οικονομική μεγέθυνση βελτιώθηκαν. Τα στοιχεία αυτά συνέβαλαν στο να φθάσουν τον Οκτώβριο σε ανώτατο σημείο οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων των ΗΠΑ, αλλά άφησαν αρχικά ανεπηρέαστες τις αποδόσεις των ευρωπαϊκών ομολόγων. Παρά την αλλαγή αυτή του αισθήματος στις ΗΠΑ, οι προσδοκίες των επενδυτών στις αγορές ομολόγων για το 1994 ήταν σχετικά αισιόδοξες, δεδομένου ότι η οικονομία των ΗΠΑ συνέχισε να αναπτύσσεται με μικρές μόνο πληθωριστικές πιέσεις, ενώ τα επιτόκια της ηπειρωτικής Ευρώπης αναμενόταν να μειωθούν, λόγω της ασθενούς ανάκαμψης, η οποία συνοδευόταν από χαμηλό πληθωρισμό, και τα ιαπωνικά επιτόκια αναμενόταν να διατηρηθούν χαμηλά επειδή η οικονομική δραστηριότητα παρέμενε υποτονική.

### Πίνακας 3

### Μακροπρόθεσμα επιτόκια

(αποδόσεις δεκαετών ομολόγων\* στο τέλος του μηνός σε εκατοστιαίες μονάδες)

	Δεκέμβριος 1992	Δεκέμβριος 1993	Ιούνιος 1994	Δεκέμβριος 1994	Μεταβολή <sup>(α)</sup> 1993	Μεταβολή <sup>(α)</sup> 1994
Βέλγιο	7,71	6,42	7,72	8,31	-1,29	1,89
Δανία	8,91	6,09	8,18	9,14	-2,82	3,05
Γερμανία	7,10	5,70	7,19	7,83	-1,40	2,13
Ελλάδα	24,50	22,25	20,00	19,00	-2,25	-3,25
Ισπανία	12,46	8,12	10,40	11,79	-4,34	3,67
Γαλλία	8,07	5,64	7,50	8,28	-2,43	2,64
Ιρλανδία	10,12	6,26	8,64	8,76	-3,86	2,50
Ιταλία	13,54	8,84	10,59	12,34	-4,70	3,50
Λουξεμβούργο <sup>(β)</sup>	8,08	6,54	6,35	6,23	-1,54	-0,31
Ολλανδία	7,22	5,50	7,06	7,76	-1,72	2,26
Πορτογαλία	13,13 <sup>(γ)</sup>	8,92	11,02	11,68	-4,21	2,76
Ηνωμ. Βασίλειο	8,17	6,07	8,91	8,85	-2,10	2,78
ΕΕ-12 <sup>(δ)</sup>	9,41	6,91	8,80	9,58	-2,50	2,67
Αυστρία	7,45	5,99	7,13	7,62	-1,46	1,63
Φιλανδία	10,65	6,71	9,67	10,09	-3,94	3,38
Σουηδία <sup>(ε)</sup>	9,91	7,35	9,78	10,68	-2,56	3,33
ΗΠΑ	6,68	5,83	7,34	7,84	-0,85	2,01
Ιαπωνία	4,52	3,04	4,31	4,59	-1,48	1,55

Πηγή: Εθνικά στοιχεία.

\* Είτε των πλησιέστερης διάρκειας από τα διαθέσιμα ομόλογα.

(α) Εκατοστιαίες μονάδες, διαφορά μεταξύ τέλους των ετών.

(β) Εβδομαδιαία στοιχεία για το σύνολο της περιόδου.

(γ) Βλ. υποσημείωση στο Διάγραμμα 2.

(δ) Μέσα μηνιαία στοιχεία για το σύνολο της περιόδου.

(ε) Για την Πορτογαλία αποδόσεις ομολόγων με διάρκεια 3,5 ετών.

Αρκετοί ήταν οι βαθύτεροι λόγοι της δραματικής αναθεώρησης των προσδοκιών παγκοσμίως στις αρχές του 1994. Πρώτον, η ύψωση των επιτοκίων των κεφαλαίων της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ από 3% σε 3,25% στις 4 Φεβρουαρίου 1994 έγινε δεκτή ως το σημείο στροφής στον κύκλο των επιτοκίων. Δεύτερον, η διακοπή των εμπορικών συνομιλιών μεταξύ ΗΠΑ και Ιαπωνίας στις αρχές Φεβρουαρίου 1994 και η συνακόλουθη εξασθένιση του δολαρίου αύξησαν το συναλλαγματικό κίνδυνο για τους κατόχους ομολόγων των ΗΠΑ. Τρίτον, η δημοσίευση αναθεωρημένων στοιχείων το Μάρτιο, από τα οποία προέκυπτε αύξηση κατά 7,5%, σε ετήσια βάση, του ΑΕΠ των ΗΠΑ στα τέλη

του 1993, ενδέχεται να αναζωπύρωσε τις προσδοκίες ότι η οικονομία των ΗΠΑ θα αντιμετώπιζε πληθωριστική πίεση κατά τη διάρκεια του 1994. Όλοι αυτοί οι παράγοντες συνέβαλαν στην περαιτέρω έντονη κάμψη των τιμών των ομολόγων στις ΗΠΑ, γεγονός που είχε αντίκτυπο σε άλλες αγορές ομολόγων – ιδιαίτερα στην Ευρώπη – παρά το γεγονός ότι οι περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες ήταν πίσω από τις ΗΠΑ όσον αφορά τον οικονομικό κύκλο. Το 1994, οι αποδόσεις των 10ετών ομολόγων ΗΠΑ ανήλθαν κατά 201 εκατοστά της ποσοστιαίας μονάδας. Η διαφορά της καμπύλης αποδόσεων αυξήθηκε κατά τι λιγότερο, λόγω της αύξησης των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων καθώς η νομισματική πολιτική γινόταν προοδευτικά αυστηρότερη.

Οι συγκριτικές αποδόσεις των ομολόγων στην ΕΕ αυξήθηκαν, κατά μέσον όρο, κατά 267 εκατοστά της ποσοστιαίας μονάδας περίπου – με σημαντικές όμως διαφοροποιήσεις από χώρα σε χώρα – και η καμπύλη αποδόσεων απέκτησε αρκετά πιο απότομη κλίση και έγινε θετική σε χώρες όπου προηγουμένως εμφάνιζε αντίστροφη κλίση. Αρκετοί παράγοντες ενδέχεται να συνέβαλαν στη στενή συσχέτιση των αποδόσεων στις αγορές ομολόγων των ΗΠΑ και της Ευρώπης (βλ. Διάγραμμα 5). Η συσχέτιση αυτή πιθανόν να αντανακλούσε εν μέρει τη γενική τάση προς αυξανόμενη ενοποίηση των αγορών κεφαλαίου, τη μεγάλη αύξηση των διασυνοριακών ροών κεφαλαίων, καθώς και τη μεγαλύτερη επιθυμία για διεθνή διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων. Ειδικότερα, μερικές πράξεις αγοράς ευρωπαϊκών ομολόγων το 1993 είχαν χρηματοδοτηθεί με δανεισμό σε δολάρια ΗΠΑ όταν τα επιτόκια στις ΗΠΑ ήταν χαμηλότερα, ενώ υπήρξε ασφάλιση κατά του συναλλαγματικού κινδύνου. Όταν τα επιτόκια των ΗΠΑ υψώθηκαν, η διατήρηση τέτοιων θέσεων έγινε δαπανηρότερη και οι τελευταίες έκλεισαν σε αρκετές περιπτώσεις. Πάντως, παρόλο που τέτοιοι τεχνικοί ή κερδοσκοπικοί παράγοντες πιθανόν να ερμηνεύουν τη βραχυπρόθεσμη επίπτωση που είχαν οι αυξήσεις των επιτοκίων των ομολόγων ΗΠΑ στα αντίστοιχα ευρωπαϊκά επιτόκια, δεν εξηγούν την επιμονή της τάσης αυτής καθ' όλη τη διάρκεια του έτους.

Αρκετοί υπήρξαν οι βαθύτεροι παράγοντες της αύξησης παγκοσμίως των μακροπρόθεσμων επιτοκίων ομολόγων το 1994, η οποία, στις περισσότερες περιπτώσεις, ήταν γενικά όμοιου μεγέθους με την πτώση το 1993. Σημειώθηκε γενική ανοδική κίνηση των πραγματικών επιτοκίων, τα οποία, σε ένα περιβάλλον ενοποιημένων, σε μεγάλο βαθμό, χρηματοπιστωτικών αγορών, είχαν την τάση να αλληλοσυσχετίζονται παγκοσμίως. Η τάση αυτή καθοδηγήθηκε από τη συνέχιση της επίδρασης των μακροπρόθεσμων παραγόντων και των κυκλικών εξελίξεων. Τα τέλη της δεκαετίας του 1980 ήταν μια περίοδος που χαρακτηρίστηκε διεθνώς από χαμηλή ροπή προς αποταμίευση, γεγονός που εν μέρει αντανακλούσε την επίπτωση της χρηματοπιστωτικής απελευθέρωσης και άρσης των διοικητικών περιορισμών η οποία άμβλυσε τα προβλήματα, για λόγους ρευστότητας, στις δανειοδοτήσεις και οδήγησε στην εγκατάλειψη της πολιτικής χορήγησης πιστώσεων με μη τραπεζικά κριτήρια και στην πρόκριση της πολιτικής της αξιολόγησης των κινδύνων της αγοράς. Εξ άλλου, οι προσδοκώμενες αποδόσεις των επενδύσεων αυξήθηκαν παγκοσμίως, αντανακλώντας τις διαρθρωτικές μεταβολές και το περιβάλλον σχετικά χαμηλότερου πληθωρισμού στις χώρες του ΟΟΣΑ, τις οικονομικές εξελίξεις στην ανατολική Ευρώπη, τη Λατινική Αμερική και την Απω Ανατολή, καθώς και την απελευθέρωση του διεθνούς εμπορίου. Γενικώς, αυτό συνέβαλε σε αναμενόμενη ανισορροπία στην αποταμίευση και τις επενδύσεις.

Οι κυκλικοί παράγοντες έπαιξαν επίσης σπουδαίο ρόλο στην αύξηση των πραγματικών επιτοκίων. Η μη αναμενόμενη ισχύς της ανάκαμψης στην Ευρώπη, η δυναμική οικονομική μεγέθυνση στις ΗΠΑ και η γενική βελτίωση των προοπτικών στις βιομηχανικές χώρες πιθανόν άσκησαν ανοδική πίεση στα πραγματικά επιτόκια, αντανακλώντας μια αναμενόμενη μελλοντική έλλειψη κεφαλαίου. Στο ίδιο διάστημα, τα υψηλά τρέχοντα και τα σχετικά υψηλά προβλεπόμενα ελλείμματα του δημόσιου τομέα τροφοδότησαν αυτές τις προσδοκίες. Μια απόδειξη της γενικής αύξησης των πραγματικών επιτοκίων κατά το 1994 παρέχεται από τις αποδόσεις των ομολόγων, με ρήτρα τιμαρίθμου, του Ηνωμένου Βασιλείου και της Δανίας, στις οποίες δεν περιλαμβάνονται ασφάλιστρα πληθωρισμού. Οι αποδόσεις αυτές παρουσιάζουν αύξηση περίπου 90 εκατοστών της ποσοστιαίας μονάδας.

Εκτός από την αύξηση των πραγματικών επιτοκίων, δύο πρόσθετοι παράγοντες εξηγούν τη γενική άνοδο των αποδόσεων των ομολόγων και την περισσότερο απότομη κλίση της καμπύλης αποδόσεων. Ο πρώτος συνίστατο στην αναθεώρηση των προσδοκιών της αγοράς σχετικά με το μελλοντικό πληθωρισμό. Η αναθεώρηση αυτή πιθανόν να προκλήθηκε μερικώς από την ισχύ της οικονομικής ανάκαμψης και την επίπτωση των προβλέψεων σχετικά με τα ελλείμματα του δημόσιου τομέα. Τα μεγάλα ελλείμματα, πέραν της επεκτατικής επίδρασής τους στη συνολική ζήτηση, μπορούν να αυξήσουν τα κίνητρα στις κυβερνήσεις να επιτρέψουν στον πληθωρισμό να ανέλθει ή/και στα νομίσματά τους να εξασθενήσουν. Ο δεύτερος παράγοντας ήταν η αβεβαιότητα τόσο για τον αναμενόμενο μελλοντικό πληθωρισμό όσο και για το αναμενόμενο πραγματικό επιτόκιο, η οποία είναι τυπικό αίτιο γένεσης ασφαλιστρου κινδύνου.

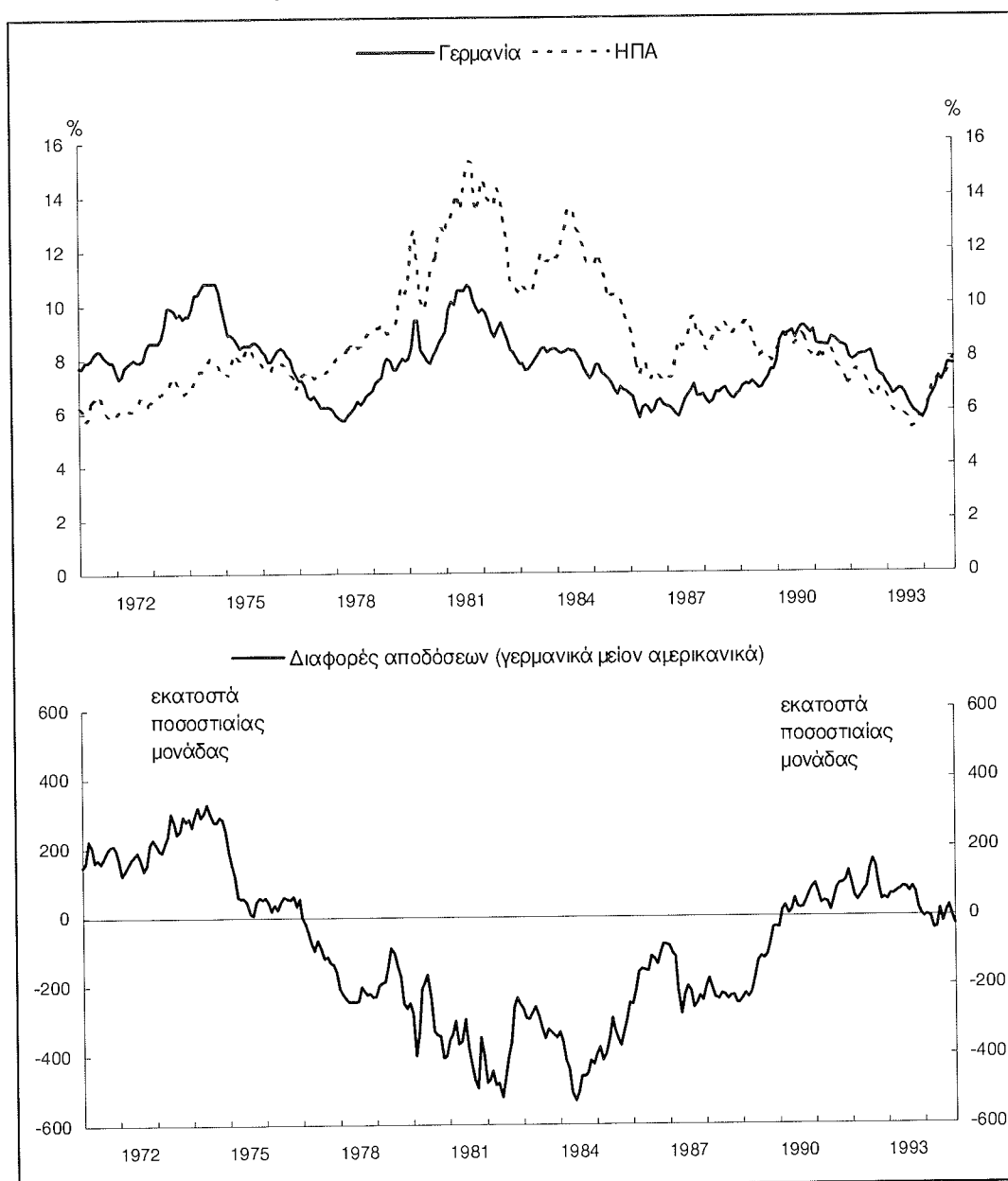
Η σχετικά υψηλή αστάθεια στις ευρωπαϊκές αγορές ομολόγων το 1994, που καταδεικνύεται από δείκτες των προθεσμιακών αγορών, οδηγεί στην υπόθεση ότι η αβεβαιότητα ενδέχεται να έπαιξε σοβαρό ρόλο στην άνοδο των αποδόσεων των ομολόγων. Αρκετές σχετικές επιδράσεις μπορούν να εντοπιστούν. Πρώτον, όταν οι οικονομίες φθάνουν σε σημείο στροφής στον οικονομικό κύκλο, η αβεβαιότητα σχετικά με τις μελλοντικές εξελίξεις στην πραγματική οικονομία και τον πληθωρισμό τείνει να αυξάνει. Δεύτερον, εάν αναμένεται ότι ο πληθωρισμός θα είναι υψηλότερος στο μέλλον, η αβεβαιότητα για τον πληθωρισμό επίσης έχει την τάση να είναι υψηλότερη, αντανακλώντας την εμπειρία του παρελθόντος όπου υψηλός και ευμετάβλητος πληθωρισμός συμβαδίζουν. Τρίτον, η πολιτική αβεβαιότητα φαίνεται ότι υπήρξε βασικός παράγοντας σε μερικές χώρες. Τέλος, όπως φαίνεται ότι ήταν η περίπτωση στις ΗΠΑ στη διάρκεια του έτους, η αβεβαιότητα ως προς την ανταπόκριση των νομισματικών αρχών στις προσδοκίες μελλοντικού πληθωρισμού ενδέχεται επίσης να υπήρξε ένα από τα αίτια.

Πάντως, οι προσδοκίες ανόδου του πληθωρισμού στην Ευρώπη δεν είχαν υλοποιηθεί μέχρι τα τέλη του 1994. Αν και η οικονομική ανάκαμψη το 1994 ήταν περισσότερο εύρωστη από ό,τι αρχικά αναμενόταν, δεν προέκυψε απόδειξη γενικής ανόδου του πληθωρισμού, ούτε από τις έρευνες των προσδοκιών της αγοράς ως προς την πραγματική οικονομία, ούτε από οικονομικές προβλέψεις.

Οι ανωτέρω ερμηνείες συνδέονται κυρίως με θεμελιώδεις οικονομικούς παράγοντες και βασίζονται, σε μεγάλο βαθμό, στην υπόθεση ότι οι αγορές ομολόγων συμπεριφέρονται πάντοτε ορθολογικά και λαμβάνουν υπόψη όλες τις πληροφορίες σχετικά με την αποτίμηση των ομολόγων. Ωστόσο, οι τιμές των ομολόγων μπορούν να αποσυνδεθούν από βαθύτερα οικονομικά δεδομένα για σύντομες περιόδους. Για παράδειγμα, φαίνεται πιθανό ότι η μεγάλη μείωση των αποδόσεων των ομολόγων το 1993 αντανάκλωσε μια τέτοια μερική αποσύνδεση, δεδομένου ότι οι προβλέψεις με βάση τη τεχνική ανάλυση για μελλοντική μείωση των αποδόσεων των ομολόγων εκπληρώθηκαν αφ' εαυτών. Όπως προαναφέρθηκε, η συσάρευση αρνητικών πληροφοριών σχετικά με τις αγορές ομολόγων στις ΗΠΑ στις αρχές του 1994 είχε ως αποτέλεσμα τη διόρθωση των τιμών των ομολόγων, γεγονός που είχε αντίκτυπο στις ευρωπαϊκές αγορές ομολόγων. Θα μπορούσε να προβληθεί ο ισχυρισμός ότι μια από τις πλευρές αυτής της διόρθωσης συνίστατο στο ότι ένας αυξανόμενος αριθμός διαπραγματευτών αποσύρθηκε από τις αγορές και ότι αυτό ενδέχεται με τη σειρά του να οδήγησε σε έντονη άνοδο της αστάθειας.

Παρόλο που η εξέλιξη των αποδόσεων των ευρωπαϊκών ομολόγων στη διάρκεια του 1994 μπορεί να αποδοθεί, σε κάποιο βαθμό, σε διεθνείς παράγοντες, οι ιδιαίτεροι κατά χώρα παράγοντες έπαιξαν επίσης σπουδαίο ρόλο, όπως υποδεικνύεται από το γεγονός ότι οι μεταβολές των αποδόσεων των ομολόγων εποικίλλαν μεταξύ των διαφόρων χωρών. Για παράδειγμα, το 1993 οι αποδόσεις έπεσαν περίπου κατά, ή περισσότερο από, τέσσερις εκατοστιαίες μονάδες στην Ισπανία, την Ιρλανδία και την Ιταλία, και περισσότερο από δύο εκατοστιαίες μονάδες στη Δανία, τη Γαλλία και το Ηνωμένο Βασίλειο. Σε άλλες χώρες της ΕΕ, οι κάμψεις ήταν μικρότερες.

**Διάγραμμα 5** Αποδόσεις αμερικανικών και γερμανικών ομολόγων διάρκειας 10 ετών και διαφορές αποδόσεων

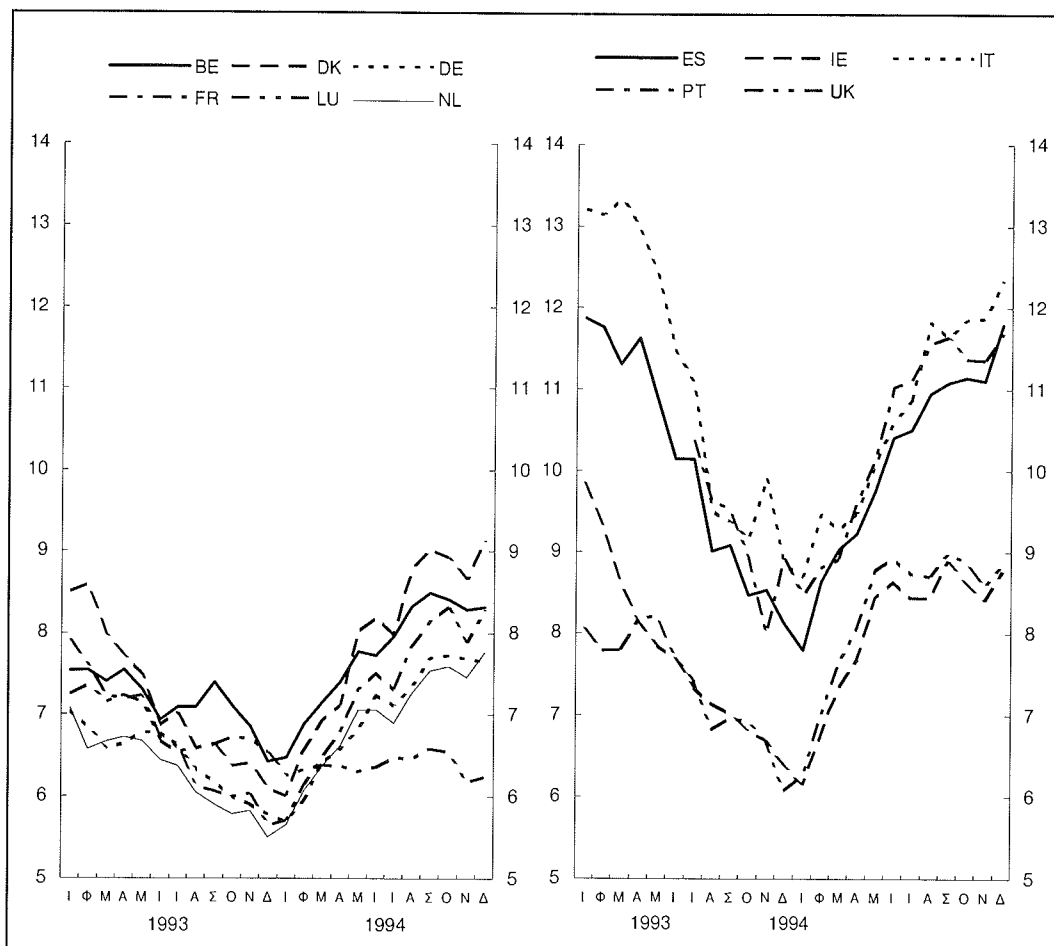


Πηγή: Εθνικά στοιχεία.

Το 1994, οι αποδόσεις των βελγικών, γερμανικών και ολλανδικών μακροπρόθεσμων ομολόγων αυξήθηκαν κατά 189, 213 και 226 εκατοστά της ποσοστιαίας μονάδας, αντίστοιχα, ενώ αυτές στην Ισπανία και την Ιταλία αυξήθηκαν κατά 367 και 350 εκατοστά της ποσοστιαίας μονάδας, αντίστοιχα. Μεταξύ των νέων μελών, οι ανάλογες αποδόσεις αυξήθηκαν στη Σουηδία κατά 333 και στη Φιλανδία κατά 338 εκατοστά της ποσοστιαίας μονάδας. Τα αίτια των διαφορών αυτών πιθανόν να ποικίλλουν μεταξύ των διαφόρων χωρών. Όμως, γενικά φαίνεται ότι οι σχετικές αυξήσεις στις αποδόσεις των ομολόγων των περισσότερων χωρών το 1994 μπορούν, σε μεγάλο βαθμό, να ερμηνευθούν με βάση την πληθωριστική επίδοση στο παρελθόν, τις προηγούμενες εξελίξεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών και την εξέλιξη των δημοσιονομικών θέσεων. Όλοι αυτοί οι παράγοντες πιθανόν να επηρεάζουν τον κίνδυνο που θεωρείται ότι υπάρχει ως προς την αξία των ομολόγων των επιμέρους χωρών. Για το λόγο αυτό, χώρες όπως η Ιταλία και η Ισπανία – καθώς και η

Σουηδία και η Φιλανδία – οι οποίες έχουν ιστορικά υψηλούς ρυθμούς πληθωρισμού ή/και προηγούμενες υποτιμήσεις ή διολισθήσεις, καθώς και σχετικά υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα κατά το 1993 και το 1994, παρουσίασαν μεγαλύτερες αυξήσεις των μακροπρόθεσμων αποδόσεων το 1994. Συνεπές με την εξήγηση αυτή, είναι το γεγονός ότι χώρες όπως το Βέλγιο, η Ολλανδία, η Γερμανία και η Γαλλία – όπως και η Αυστρία – με καλύτερες επιδόσεις ως προς την πορεία του πληθωρισμού, σταθερότερες συναλλαγματικές ισοτιμίες και χαμηλότερα τρέχοντα δημοσιονομικά ελλείμματα, παρουσίασαν σημαντικά χαμηλότερες διακυμάνσεις των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων ομολόγων (βλ. Διάγραμμα 6).

**Διάγραμμα 6** **Μακροπρόθεσμες αποδόσεις ομολόγων\***  
(μέσες μηνιαίες, σε ποσοστά %)



Πηγή: Εθνικά στοιχεία.

\* Αποδόσεις ομολόγων 10ετούς διάρκειας ή πλησιέστερης διαθέσιμης διάρκειας. Λόγω διαφοράς στην κλίμακα, δεν εμφανίζονται επιτόκια για την Ελλάδα. Τα στοιχεία για τα έτη 1993 και 1994 είναι εκείνα που παρουσιάζονται στον Πίνακα 3.

Ενώ η γενική άνοδος των αποδόσεων των ευρωπαϊκών ομολόγων το 1994 συνδεόταν στενά με την αξιολόγηση των βασικών οικονομικών μεγεθών με τα πραγματικά επιτόκια και την αυξημένη αβεβαιότητα, οι προσδοκίες σημαντικής ανόδου του μελλοντικού πληθωρισμού δεν ενισχύθηκαν για την Ευρώπη ως σύνολο, από τις τάσεις των τιμών, από τις προβλέψεις των κεντρικών τραπεζών για τον πληθωρισμό ή από έρευνες που διεξήχθησαν στα πλαίσια της πραγματικής οικονομίας. Επιπροσθέτως, οι πρόσφατες διαρθρωτικές αλλαγές στις ευρωπαϊκές αγορές εργασίας για την αύξηση της ευκαμψίας των πραγματικών μισθών, οι θεσμικές μεταβολές σε μερικές χώρες προς την κατεύθυνση

μεγαλύτερης ανεξαρτησίας των κεντρικών τραπεζών, και η μεγαλύτερη σημασία που αποδίδεται στη διατήρηση χαμηλού πληθωρισμού, θα έπρεπε να έχουν περιορίσει τις πληθωριστικές προσδοκίες σε όλο το εύρος της ΕΕ. Εντούτοις, οι προβλέψεις των χρηματοπιστωτικών αγορών για τον πληθωρισμό φαίνεται ότι υπήρξαν διαφορετικές από τις επίσημες προβλέψεις μερικών χωρών, αντανακλώντας τόσο το μήκος χρόνου που απαιτείται για να κερδηθεί η αξιοπιστία έναντι των χρηματοπιστωτικών αγορών όσο και τις συναφείς ανησυχίες σχετικά με τα δημοσιονομικά ελλείμματα. Τέλος, ενδέχεται να έπαιξαν ρόλο μη θεμελιακοί παράγοντες, ενώ η αυξανόμενη ενοποίηση των αγορών κεφαλαίων μαζί με τις στρατηγικές αγοραπωλησιών μέσω δανεισμού φαίνεται ότι έχουν οδηγήσει σε ισχυρή σύζευξη των αγορών ομολόγων των ΗΠΑ και της Ευρώπης.

### **2.3 Εξελίξεις στις αγορές άλλων αξιών**

Το 1993, η γενική τάση των τιμών στις ευρωπαϊκές αγορές μετοχών υπήρξε ανοδική. Στις αρχές του 1994, οι δείκτες των εθνικών χρηματιστηριακών αγορών βρίσκονταν στις, ή πλησίον των, προηγούμενων ανώτατων τιμών τους. Αυτή η ανοδική τάση, η οποία ήταν σχετικά ταυτόχρονη στις μεγαλύτερες ευρωπαϊκές χρηματιστηριακές αγορές, χαρακτήρισε τη συνέχιση μιας διαδικασίας που καθιερώθηκε περί τα τέλη του 1992, καθώς προβλέφθηκαν τα χαμηλότερα σημεία και η μεταγενέστερη ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας. Οι ισχυρότερες ενδείξεις οικονομικής ανάκαμψης και η ανοδική πορεία των επιχειρηματικών κερδών ήταν το κύριο υπόβαθρο της αύξησης, ενισχυόμενα από κάμψεις των μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Σε μερικές χώρες η αύξηση των τιμών των μετοχών δέχτηκε περαιτέρω ώθηση το 1993 λόγω της διολίσθησης των συναλλαγματικών ισοτιμιών κατά τη διάρκεια του προηγούμενου έτους. Ωστόσο, στη διάρκεια του 1994, η ανοδική τάση έφθασε στο τέλος της σε όλη την Ευρώπη και οι τιμές ακόμη και έπεσαν σε αρκετές αγορές. Σε κάποιο βαθμό, οι πτώσεις πιθανόν να αντανακλούσαν εκτιμήσεις ως προς την διάρθρωση των χαρτοφυλακίων, δεδομένου ότι οι υψηλότερες αποδόσεις ομολόγων επιβάλλουν υψηλότερη απόδοση των μετοχών, ώστε να ενθαρρυνθούν οι επενδυτές να κρατήσουν τις τελευταίες. Με βάση τα παραπάνω, η έκταση της κάμψης των τιμών των μετοχών ήταν σχετικά περιορισμένη σε σύγκριση με τις τιμές των ομολόγων και, στις περισσότερες περιπτώσεις, απλώς αντιστάθμισε τις αυξήσεις το 1994 πριν από την καθοδική πορεία. Γενικώς, οι ευρωπαϊκές χρηματιστηριακές αγορές έκλεισαν το έτος πλησίον των επιπέδων που είχαν φθάσει στα τέλη του 1993.

Οι εξελίξεις στις αγορές κατοικίας και επαγγελματικών ακινήτων έπαιξαν βασικό ρόλο στη διάρκεια του πρόσφατου οικονομικού κύκλου τόσο σε αρκετές ευρωπαϊκές χώρες όσο και αλλού. Συγκεκριμένα, η έκταση της κάμψης των ονομαστικών τιμών των ακινήτων είχε σοβαρές συνέπειες για την οικονομική κατάσταση των νοικοκυριών, των εταιριών πώλησης ακινήτων και των τραπεζών. Στα περισσότερα Κράτη Μέλη για τα οποία υπάρχουν στοιχεία, οι τιμές των κατοικιών ήταν σταθερές το 1993-1994. Όμως, σημειώθηκαν μερικές αυξήσεις στη Δανία και την Ολλανδία, αντανακλώντας παράγοντες που χαρακτηρίζουν τις χώρες αυτές. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, οι τιμές των κατοικιών σταθεροποιήθηκαν το 1993-1994 μετά από μεγάλη και παρατεταμένη κάμψη. Οι τιμές εμπορικών ακινήτων σταδιακά σταθεροποιήθηκαν μετά την πτώση των τελευταίων ετών (όπως μετρείται με τους δείκτες τιμών ακίνητης περιουσίας, βάσει των πωλήσεων στις καλύτερες περιοχές της πόλης). Επί παραδείγματι, οι τιμές στην Ισπανία και το Ηνωμένο Βασίλειο παρουσίασαν κάποια αύξηση μετά από αρκετά έτη κάμψης.

## **3. Εξελίξεις πολιτικής στην ΕΕ**

Όπως αναφέρθηκε στα Τμήματα 1 και 2 ανωτέρω, οι υπεύθυνοι για τη διαμόρφωση της νομισματικής πολιτικής στις χώρες της ΕΕ αντιμετώπισαν βελτιούμενες οικονομικές συνθήκες το 1993-1994, ενώ, την ίδια περίοδο, υπήρξαν δύσκολες προκλήσεις λόγω των εξελίξεων στις αγορές συναλλάγματος και ομολόγων. Παράλληλα, η εξέλιξη των

δημοσιονομικών μεγεθών παρέμεινε αντικείμενο σοβαρού προβληματισμού. Στο Τμήμα 3.1 παρουσιάζεται το υπόβαθρο της δημοσιονομικής πολιτικής και ακολουθούν εκτιμήσεις για τη νομισματική πολιτική (Τμήμα 3.2) και το μείγμα μακροοικονομικής πολιτικής (Τμήμα 3.3). Τα στοιχεία που χρησιμοποιούνται για τους δημοσιονομικούς δείκτες παρασχεθήκαν από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή κατά την πρόβλεψή της του φθινοπώρου του 1994, ενώ τα στοιχεία για το 1994 είναι εκτιμήσεις.

### 3.1 Δημοσιονομική πολιτική

Η αρχή της δεκαετίας του 1990 χαρακτηρίστηκε από έντονη αντιστροφή των τάσεων των ελλειμμάτων του ευρύτερου δημόσιου τομέα στην ΕΕ. Μετά από μια παρατεταμένη περίοδο κάμψης των ελλειμμάτων, τα δημοσιονομικά αποτελέσματα χειροτέρευσαν σημαντικά από το 1989 και εξής. Τα ελλείμματα, αφού παρέμειναν στο 5% του ΑΕΠ το 1992, έφθασαν στο 6% το 1993, δηλαδή στο υψηλότερο καταγεγραμμένο επίπεδο από την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας. Το 1994 το συνολικό δημόσιο έλλειμμα μειώθηκε, αν και οριακά, στο 5,6% του ΑΕΠ (βλ. Πίνακα 4).

Οι εξελίξεις στις επιμέρους χώρες ακολούθησαν, σε αδρές γραμμές, τα ανωτέρω γενικά πρότυπα. Ενώ το 1993 το δημόσιο έλλειμμα αυξήθηκε σχεδόν σε όλα τα Κράτη Μέλη, τα ελλείμματα εμφάνισαν πτωτική τάση το 1994, αν και όχι αρκετή ώστε να αντισταθμιστούν οι σημαντικές αυξήσεις του 1993. Για το λόγο αυτό, οι εξελίξεις στο σύνολο της διετίας σηματοδοτούν μια επιδείνωση στις περισσότερες χώρες σε σχέση με το μέγεθος που λαμβάνεται ως σημείο αναφοράς (3% του ΑΕΠ) στη Συνθήκη του Μάαστριχτ. Παράλληλα παρουσιάστηκαν σημαντικές διαφορές μεταξύ των χωρών ως προς τους λόγους ελλείμματος/ΑΕΠ το 1994. Στο ανώτερο σημείο της κλίμακας, η Ελλάδα και η Ιταλία συνέχισαν να εμφανίζουν τα μεγαλύτερα ελλείμματα, ενώ η πλειονότητα των Κρατών Μελών παρουσίασε ανισορροπίες της τάξης του 4% έως 6% περίπου. Μόνο η Γερμανία και η Ιρλανδία είχαν ελλείμματα κατώτερα του 3%, ενώ το Λουξεμβούργο εμφάνισε πλεόνασμα.

Κατά τη λεπτομερέστερη αξιολόγηση των πρόσφατων τάσεων των δημόσιων ελλειμμάτων μπορούν να χρησιμοποιηθούν ποικίλες εκτιμήσεις διεθνών οργανισμών σχετικά με τα κυκλικά και διαρθρωτικά συστατικά στοιχεία των πραγματικών ελλειμμάτων του προϋπολογισμού. Παρά τις σοβαρές μεθοδολογικές ενστάσεις, οι οποίες συνηγορούν στην προσεκτική χρήση τέτοιων εκτιμήσεων, οι τελευταίες μπορούν να παράσχουν χρήσιμες πληροφορίες, ιδίως για την αξιολόγηση των μεταβολών της διαρθρωτικής ισορροπίας (σε αντίθεση με τα επίπεδα).

Βάσει πρόσφατων εκτιμήσεων της Επιτροπής σχετικά με τα διαρθρωτικά ελλείμματα στην ΕΕ, φαίνεται ότι οι δημοσιονομικές εξελίξεις στην ΕΕ ως σύνολο το 1993-1994 υπήρξαν αντανάκλαση κυρίως, αν όχι πλήρως, κυκλικών παραγόντων. Το 1994 το διαρθρωτικό έλλειμμα σε γενικό επίπεδο παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο, οδηγώντας στην υπόθεση ότι η βελτίωση του συνολικού ελλείμματος οφειλόταν στην επανάληψη των διαδικασιών της οικονομικής μεγέθυνσης. Η χειροτέρευση, επίσης, των ελλειμματικών θέσεων το 1993 φαίνεται ότι επηρεάστηκε έντονα από την ύφεση, ενώ τα διαρθρωτικά ελλείμματα κάμφθηκαν ελαφρά, κατά μέσον όρο.

Η εξέταση των διαρθρωτικών και κυκλικών συστατικών στοιχείων των δημοσιονομικών ελλειμμάτων θέτει το θέμα του βαθμού στον οποίο οι μελλοντικές βελτιώσεις των ελλειμμάτων αυτών στις χώρες της ΕΕ θα σχετίζεται με την προσδοκώμενη συνέχιση της διαδικασίας οικονομικής μεγέθυνσης. Όπως παρατηρήθηκε το 1993-1994, η οικονομική ανταπόκριση του κρατικού προϋπολογισμού στον οικονομικό κύκλο είναι μάλλον άμεση και λειτουργεί μέσω αυτόματων σταθεροποιητών. Σε φάση ανόδου, στους τελευταίους συμπεριλαμβάνονται οι μεγαλύτερες εισπράξεις άμεσων φόρων, οι οποίες πηγάζουν από την εντονότερη δραστηριότητα, καθώς και η περιορισμένη ανάγκη εκταμίευσης επιδομάτων ανεργίας, ενώ η κατάσταση είναι αντίστροφη σε περίοδο ύφεσης.



Πάντως, οι παράγοντες αυτοί μπορούν να αντισταθμίσουν μόνο προσωρινά τη χειροτέρευση των διαρθρωτικών στοιχείων του ελλείμματος. Οι βελτιώσεις των τελευταίων είναι αναγκαίες όχι μόνο για να καταστήσουν δυνατή τη διατήρηση της δημοσιονομικής θέσης, αλλά και για να βοηθήσουν στην αντιμετώπιση των μακροπρόθεσμων προβλημάτων των Κρατών Μελών. Ειδικότερα, το πρόβλημα της δημογραφικής γήρανσης ασκεί ανοδική πίεση στις δαπάνες επί παραδείγματι, για συντάξεις και ιατρική περίθαλψη, οι οποίες τείνουν να χρηματοδοτούνται από τα τρέχοντα έσοδα. Δεδομένου ότι η ύφεση έχει φθάσει στο τέρμα της και η οικονομική δραστηριότητα έχει αυξηθεί σημαντικά, φαίνεται ότι οι γενικές οικονομικές συνθήκες είναι σήμερα ευνοϊκές για την επίτευξη δημοσιονομικής εξυγίανσης.

#### Πίνακας 4 Δημοσιονομικοί δείκτες για τα Κράτη Μέλη της ΕΕ

(ως ποσοστό του ΑΕΠ)

	Χορήγηση (+) / λήψη (-) δανείων από τον ευρύτερο δημόσιο τομέα				
	1990	1991	1992	1993	1994 <sup>(α)</sup>
Βέλγιο	-5,4	-6,5	-6,7	-6,6	-5,5
Δανία	-1,5	-2,1	-2,5	-4,4	-4,3
Γερμανία <sup>(β)</sup>	-2,1	-3,2	-2,6	-3,3	-2,9
Ελλάδα	-14,0	-13,0	-11,7	-13,3	-14,1
Ισπανία	-3,9	-4,9	-4,2	-7,5	-7,0
Γαλλία	-1,6	-2,2	-3,9	-5,8	-5,6
Ιρλανδία	-2,2	-2,1	-2,2	-2,5	-2,4
Ιταλία	-10,9	-10,2	-9,5	-9,5	-9,6
Λουξεμβούργο	5,9	2,3	0,3	1,1	1,3
Ολλανδία	-5,1	-2,9	-3,9	-3,3	-3,8
Πορτογαλία	-5,5	-6,6	-3,3	-7,2	-6,2
Ηνωμ. Βασίλειο	-1,5	-2,6	-6,2	-7,8	-6,3
ΕΕ-12 <sup>(α)</sup>	-4,0	-4,6	-5,0	-6,0	-5,6
Υπόμνηση: κυκλικά προ- σαρμοσμένο έλλειμμα της ΕΕ	-5,5	-5,6	-5,3	-5,0	-4,9
	Ακαθάριστο χρέος του ευρύτερου δημόσιου τομέα				
	1990	1991	1992	1993	1994 <sup>(α)</sup>
Βέλγιο	130,8	132,9	133,8	138,9	140,1
Δανία <sup>(α)</sup>	59,6	64,6	68,8	79,5	78,0
Γερμανία <sup>(β)</sup>	43,8	42,1	44,8	48,1	51,0
Ελλάδα	82,6	86,1	92,3	115,2	121,3
Ισπανία	45,1	45,9	48,2	59,8	63,5
Γαλλία	35,4	35,8	39,6	45,8	50,4
Ιρλανδία	96,8	96,2	93,4	96,1	89,0
Ιταλία	97,9	101,3	108,4	118,6	123,7
Λουξεμβούργο	5,4	4,9	6,0	7,8	9,2
Ολλανδία	78,8	78,9	79,9	81,4	78,8
Πορτογαλία	67,7	69,3	61,7	66,9	70,4
Ηνωμ. Βασίλειο	...	35,8	42,0	48,3	50,4
ΕΕ-12 <sup>(α)</sup>	...	57,0	60,8	66,1	68,9

Πηγή: Υπηρεσίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, βάσει στοιχείων των Κρατών Μελών, προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Φθινόπωρο 1994).

(α) Προσωρινά στοιχεία.

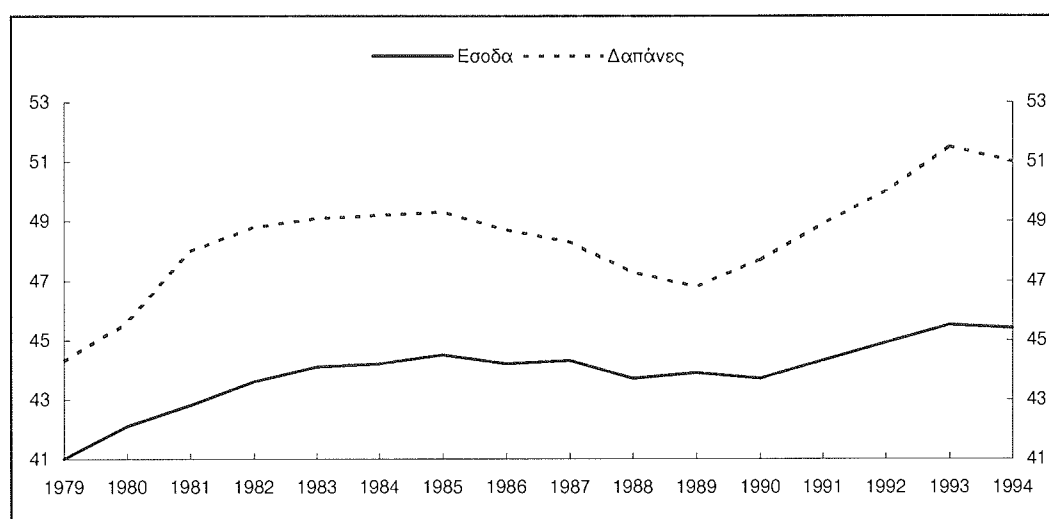
(β) Δυτική Γερμανία το 1990, ολόκληρη η Γερμανία κατόπιν.

(γ) Βλ. υποσημείωση στο διάγραμμα 2.

(δ) Βλέπε υποσημείωση (ε), στον πίνακα 9.

Είναι επίσης επιθυμητές οι συνεχείς προσπάθειες για τον περιορισμό του μεγέθους του δημόσιου τομέα. Η γενική αύξηση των ελλειμμάτων από την αρχή της δεκαετίας συνοδεύθηκε από σημαντική επέκταση της δημόσιας δαπάνης και των δημόσιων εσόδων, τα οποία θα χρειαστεί να περιοριστούν (βλ. Διάγραμμα 7). Το 1993 η συνολική δημόσια δαπάνη και τα συνολικά δημόσια έσοδα έφθασαν σε νέα πρωτοφανή επίπεδα στην ΕΕ ως σύνολο, δηλαδή περί το 51,5% και το 45,5% του ΑΕΠ αντίστοιχα. Το 1994 ο λόγος της δαπάνης μειώθηκε ελαφρά σε 51%, ενώ διατηρήθηκε το επίπεδο των δημόσιων εσόδων. Η άνοδος της δαπάνης το 1993 μπορεί να αποδοθεί σε μεγάλο βαθμό, στην αύξηση της δημόσιας κατανάλωσης και των μεταβιβαστικών πληρωμών. Ως συνέπεια, το πρωτογενές αποτέλεσμα (έλλειμμα ή πλεόνασμα) του ευρύτερου δημόσιου τομέα (δημόσια ελλείμματα προ των πληρωμών τόκων επί του δημόσιου χρέους) χειροτέρευσε και έφθασε το 0,6% του ΑΕΠ το 1993, για να βελτιωθεί μόνο ελαφρά το 1994.

**Διάγραμμα 7**      **Εσοδα και δαπάνες του Δημοσίου στην ΕΕ**  
(ως ποσοστά του ΑΕΠ της Ένωσης)



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Είναι σημαντικό να προστεθεί ότι οι ανωτέρω αριθμοί σχετικά με τις δαπάνες και τα έσοδα αποκρύπτουν και πάλι μερικές μάλλον χαρακτηριστικές αποκλίσεις μεταξύ των διαφόρων χωρών. Για παράδειγμα, οι αυξήσεις των λόγων δαπάνης το 1993 υπερέβαιναν το μέσο όρο στη Δανία, την Ελλάδα, την Ισπανία, τη Γαλλία και την Ιταλία, ενώ οι πρώτες εκτιμήσεις για το 1994 δείχνουν ότι, κατά μέσον όρο, σημειώθηκε κάμψη, με την εξαίρεση της Δανίας, της Ελλάδος, της Γαλλίας και της Πορτογαλίας. Σε μεσοπρόθεσμη βάση, όμως, οι περισσότερες χώρες της ΕΕ έχουν αυξήσει σημαντικά τους λόγους δαπάνης και εσόδων, και μόνο σε μερικές περιπτώσεις έλαβαν χώρα, πιο πρόσφατα, διορθωτικές παρεμβάσεις. Μια μακροπρόθεσμη τάση αύξησης των λόγων της δαπάνης προς το ΑΕΠ θα είναι γενικά δύσκολο να αντισταθμιστεί μέσω της αύξησης των λόγων των πραγματικών εσόδων, ιδιαίτερα σε εκείνες τις χώρες όπου οι λόγοι των πραγματικών εσόδων είναι συγκριτικά υψηλοί. Ειδικότερα, καθώς αυξάνονται οι φορολογικές πιέσεις, εμφανίζεται συχνά αυξημένη φοροδιαφυγή καθώς και δυσμενείς συνέπειες για τα κίνητρα και την οικονομική αποτελεσματικότητα.

Γενικώς, αποτελεί στοιχείο ανησυχίας το γεγονός ότι η αύξηση των ελλειμμάτων συνοδεύτηκε από σημαντική διόγκωση της δημόσιας δαπάνης. Αυτή είναι η αιτία αρκετών διαρθρωτικών δυσκαμψιών στις οικονομίες των χωρών της ΕΕ, οι οποίες με τη σειρά τους, συμβάλλουν στη μείωση της ανταγωνιστικότητας έναντι των άλλων χωρών της υφηλίου. Παίρνοντας υπόψη αυτά τα δεδομένα, η δημοσιονομική εξυγίανση στα περισσότερα Κράτη

Μέλη θα έπρεπε να επικεντρωθεί κυρίως στην περικοπή της τρέχουσας δημόσιας δαπάνης παρά στην περαιτέρω αύξηση του φορολογικού βάρους του ιδιωτικού τομέα.

Ως αποτέλεσμα των εξελίξεων που τονίσθηκαν παραπάνω, ο λόγος του ακαθάριστου δημόσιου χρέους στην ΕΕ αυξήθηκε περισσότερο από πέντε εκατοστιαίες μονάδες το 1993 και έφθασε στο 66%, και κατά τρεις περίπου εκατοστιαίες μονάδες το 1994, φθάνοντας στο 69% (βλ. Πίνακα 4). Η ραγδαία αύξηση του λόγου του χρέους και κατά τα δύο έτη αντανάκλωσε τις μεγάλες νέες καθαρές δανειακές ανάγκες του δημόσιου τομέα των Κρατών Μελών, ενώ το 1993 ενισχύθηκε επίσης από τη βραδεία μεγέθυνση του ονομαστικού ΑΕΠ κατά τη διάρκεια της ύφεσης. Ωστόσο, σε μερικές χώρες, ειδικοί παράγοντες, όπως οι καταθέσεις του Δημοσίου στις κεντρικές τράπεζες και οι συναλλαγματικές διαφορές που συνδέονται με τη διολίσθηση των συναλλαγματικών ισοτιμιών (για χρέος εκφρασμένο σε ξένο νόμισμα), θα πρέπει να ληφθούν υπόψη, καθώς εξηγούν μερικές σημαντικές διαφοροποιήσεις του λόγου του χρέους. Τέτοια ήταν ιδιαίτερα η περίπτωση της Δανίας, της Ελλάδος, της Ισπανίας, της Ιταλίας και της Πορτογαλίας. Μεταξύ του 1992 και του 1994 οι λόγοι του χρέους αυξήθηκαν σε όλες τις χώρες της ΕΕ εκτός της Ιρλανδίας και της Ολλανδίας. Στην Ελλάδα ο λόγος έφθασε στο 121% από 92%, στην Ιταλία στο 124% από 108%, στην Ισπανία στο 64% από 48%, στη Δανία στο 78% από 69%, στη Γαλλία στο 50% από 40%, στο Ηνωμένο Βασίλειο στο 50% από 42% και στη Γερμανία στο 51% από 45%. Γενικώς, υπήρξε μια τάση για τις χώρες (με την εξαίρεση του Λουξεμβούργου) με λόγους χρέους χαμηλότερους από το όριο του 60% που προβλέπεται στη Συνθήκη του Μάαστριχτ να προσεγγίσουν ραγδαία την τιμή αυτή, ενώ άλλες χώρες (με την εξαίρεση της Ιρλανδίας) με λόγους χρέους αρκετά υψηλότερους από 60% απέκλιναν ακόμη περισσότερο.

Από αναλυτικής πλευράς, η εξέλιξη των λόγων του χρέους εξαρτάται από τη διαφορά μεταξύ της αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ και του επιτοκίου που ισχύει για το συσσωρευμένο χρέος, καθώς και από την εξέλιξη του πρωτογενούς αποτελέσματος. Ενώ η εντονότερη αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ και τα χαμηλότερα επιτόκια ενδεχομένως βοηθούν στη βελτίωση του λόγου του χρέους, είναι αδήριτη η ανάγκη μεγαλύτερων προσπαθειών για την αντιμετώπιση των πρωτογενών ελλειμμάτων.

Η συνεχιζόμενη ανισορροπία στο χαρακτήρα της δημοσιονομικής πολιτικής, στην έκταση που παρατηρείται σήμερα, εγκυμονεί σοβαρούς κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών καθώς και για τις αναπτυξιακές προοπτικές σε μακροπρόθεσμη βάση. Επίσης, το μεγάλο μερίδιο του δημόσιου τομέα στην οικονομία δημιουργεί λιγότερο ευνοϊκό περιβάλλον για την άσκηση νομισματικών πολιτικών με σταθεροποιητικό προσανατολισμό. Το ζήτημα του μείγματος νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής γίνεται αντικείμενο συζήτησης στο Τμήμα 3.3.

### **3.2 Νομισματική πολιτική**

Στο Τμήμα αυτό γίνεται επισκόπηση των νομισματικών εξελίξεων στα Κράτη Μέλη της ΕΕ, με έμφαση στα θέματα των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, των νομισματικών μεγεθών και άλλων νομισματικών δεικτών. Εξ άλλου, λαμβάνονται υπόψη οι μεταβολές και η συνέχεια των στρατηγικών νομισματικής πολιτικής μετά τη διεύρυνση των ζωνών διακύμανσης του ΜΣΙ.

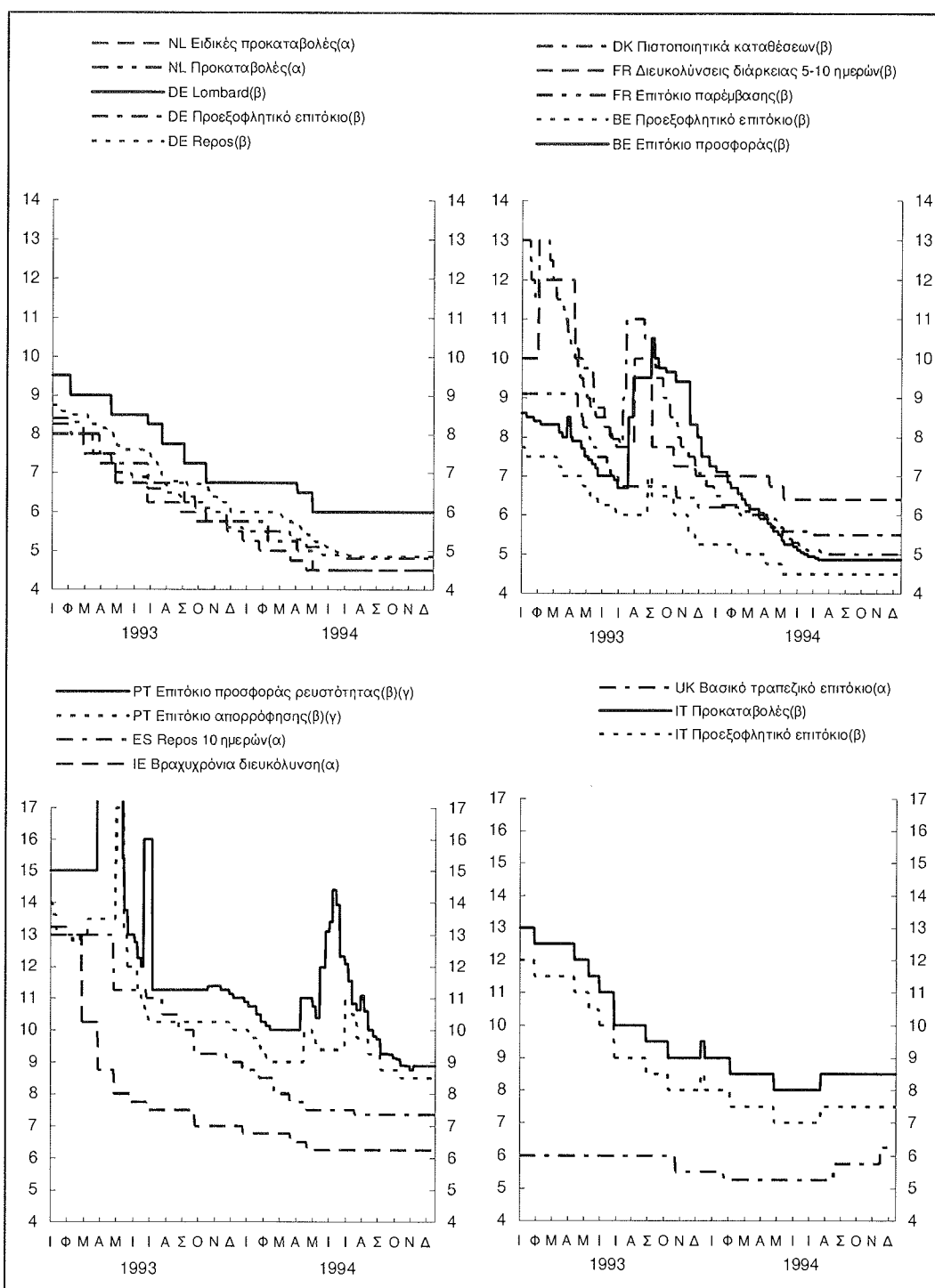
#### *Βραχυπρόθεσμα επιτόκια*

Κατά το μεγαλύτερο μέρος του 1993-1994, οι κεντρικές τράπεζες των χωρών της ΕΕ συνέχισαν την πολιτική της σταδιακής μείωσης των επίσημων ή των βασικών επιτοκίων, καθιστώντας έτσι εφικτή την περαιτέρω κάμψη των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων της

## Διάγραμμα 8

## Βασικά επιτόκια στα Κράτη Μέλη της ΕΕ\*

(ποσοστά %)



Πηγή: Εθνικά στοιχεία.

\* Λόγω διαφοράς στην κλίμακα, δεν εμφανίζονται επιτόκια για την Ελλάδα. Το επιτόκιο Lombard στην Ελλάδα ήταν 30% στο τέλος Δεκεμβρίου 1994. Επίσης, το επιτόκιο Προσφοράς ρευστότητας της Πορτογαλίας ήταν πάνω από 17% στην περίοδο Μαρτίου-Μαΐου 1993. Για το παραπάνω διάστημα η γραμμή έχει μείνει ασυμπλήρωτη.

(α) Στοιχεία τέλους του μηνός.

(β) Στοιχεία τέλους εβδομάδας.

(γ) Επιτόκια περιστασιακών πράξεων (διάρκειας έως μία εβδομάδα).

αγοράς (βλ. Διάγραμμα 8). Εντούτοις, σε μερικά Κράτη Μέλη τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αυξήθηκαν απότομα για βραχείες περιόδους, αντανακλώντας τις συναλλαγματικές πιέσεις οι οποίες έγιναν αντικείμενο συζήτησης στο Τμήμα 2.1. Γενικώς, η διαδικασία μείωσης των επίσημων ή των βασικών επιτοκίων συνεχίστηκε μέχρι το θέρος του 1994. Μόνο η Ελλάδα και η Πορτογαλία μείωσαν τα επίσημα επιτόκιά τους αργότερα εντός του έτους σε σχέση με τα υψηλά επίπεδα που είχαν διατηρήσει στα τέλη της άνοιξης του 1994, όταν προάσπιζαν τα νομίσματά τους έναντι κερδοσκοπικών πιέσεων.

Παρόλο που τα επίσημα ή τα βασικά επιτόκια μειώθηκαν με μικρά μόνο, διαδοχικά βήματα, έχει επιτευχθεί σημαντική γενική μείωση. Το γερμανικό προεξοφλητικό επιτόκιο, για παράδειγμα, μειώθηκε κατά 4,25 εκατοστιαίες μονάδες σε σχέση με το ανώτατο σημείο του τον Ιούλιο του 1992 και σταθεροποιήθηκε στο επίπεδο του 4,5% από το Μάιο του 1994. Στη διάρκεια των δύο ετών μέχρι τον Ιούλιο του 1994, το γερμανικό επιτόκιο των *geros* έπεσε κατά 4,85 εκατοστιαίες μονάδες και, μετά ταύτα, διατηρήθηκε στο επίπεδο του 4,85% για το υπόλοιπο του 1994.

Γενικώς, και εν μέρει λόγω του προσεκτικού τρόπου με τον οποίο οι συμμετέχοντες στο ΜΣΙ χαλάρωσαν τις νομισματικές πολιτικές τους, υποχώρησαν οι συναλλαγματικές πιέσεις του Ιουλίου του 1993, οι οποίες είχαν οδηγήσει στη διεύρυνση των ζωνών διακύμανσης τον Αύγουστο του 1993. Τα συμμετέχοντα νομίσματα επέστρεψαν στα προηγούμενα όρια παρέμβασης ή κυμάνθηκαν πλησίον των προηγούμενων χαμηλότερων διμερών ορίων τους έναντι του γερμανικού μάρκου. Σε πολλές χώρες, η αποκατάσταση της σταθερότητας στα πλαίσια του ΜΣΙ συνοδεύθηκε από επιστροφή στις διαφορές των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων που ίσχυαν έναντι της Γερμανίας πριν από την κρίση (βλ. επίσης Διάγραμμα 4), καθώς και από μείωση της αστάθειας. Τα βελγικά τρίμηνα διατραπεζικά επιτόκια αυξήθηκαν σημαντικά το θέρος του 1993, αλλά έπεσαν απότομα κατόπιν και εξισώθηκαν και πάλι με τα γερμανικά επιτόκια προς το τέλος του 1994. Τα ολλανδικά βραχυπρόθεσμα επιτόκια διακυμάνθηκαν ελαφρά χαμηλότερα από τα αντίστοιχα γερμανικά αλλά έφθασαν στο επίπεδο των τελευταίων στα μέσα του 1994. Τα επιτόκια των γαλλικών χρηματαγορών διατήρησαν σχετικά σταθερή διαφορά έναντι των αντίστοιχων γερμανικών για το μεγαλύτερο μέρος του 1994. Στο τέλος του έτους σημειώθηκε κάποια διολίσθηση του γαλλικού φράγκου και αύξηση της διαφοράς του βραχυπρόθεσμου επιτοκίου λόγω πολιτικών εξελίξεων. Παρόμοιοι αλλά εντονότεροι παράγοντες προκάλεσαν σχετική αστάθεια των συναλλαγματικών ισοτιμιών και των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων σε άλλες χώρες, ιδιαίτερα στην Ισπανία.

Εκτός των πλαισίων του ΜΣΙ, οι κεντρικές τράπεζες της Ιταλίας και του Ηνωμένου Βασιλείου, μετά από ενδείξεις χειροτέρευσης των προοπτικών του πληθωρισμού, αποφάσισαν ως προληπτικά μέτρα την ύψωση των επίσημων επιτοκίων τους στο δεύτερο εξάμηνο του 1994, υπογραμμίζοντας, έτσι, τη δέσμευσή τους για την επίτευξη και τη διατήρηση σταθερότητας των τιμών.

#### *Νομισματικά μεγέθη*

Κατά τη διάρκεια των ετών 1993-1994 σημειώθηκαν ουσιαστικές αποκλίσεις μεταξύ των επιμέρους χωρών ως προς το ρυθμό της νομισματικής επέκτασης. Σε σημαντικό βαθμό, πάντως, οι αποκλίσεις αυτές μπορούν να δικαιολογηθούν από εξαιρετικούς ή προσωρινούς παράγοντες, κυρίως στη Γερμανία και τη Γαλλία, όπου τα νομισματικά μεγέθη παραμορφώθηκαν προς αντίθετες κατευθύνσεις. Η κατάσταση αυτή κατέστησε περιπλοκότερη την άσκηση της νομισματικής πολιτικής από εκείνες τις κεντρικές τράπεζες που όρισαν νομισματικούς στόχους ή όρια παρακολούθησης και οδήγησε μερικές χώρες να επικεντρώσουν την προσοχή του σε ευρύτερη ποικιλία δεικτών.

Η νομισματική μεγέθυνση στη Γερμανία συνέχισε να τροφοδοτείται από τη ραγδαία πιστωτική επέκταση και υπερέβη τα όρια του στόχου για το μεγαλύτερο μέρος του 1993. Μετά από τη σημαντική υπέρβαση στις αρχές του 1994, η οποία σε μεγάλο βαθμό

προκλήθηκε από τις μεταβολές της φορολογικής νομοθεσίας και την αύξουσα αβεβαιότητα στις αγορές ομολόγων παγκοσμίως, ο ρυθμός αύξησης του M3 επιβραδύνθηκε αισθητά τους επόμενους μήνες και εισήλθε στα όρια του στόχου περί τα τέλη του έτους (βλ. Πίνακα 5). Η επιβράδυνση του γερμανικού M3 οφειλόταν κυρίως στην αναδιάρθρωση των χαρτοφυλακίων των μη τραπεζικών ιδρυμάτων με μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις των τραπεζών, οι οποίες δεν περιλαμβάνονταν στο μέγεθος που είχε οριστεί ως στόχος μετά την ομαλοποίηση της καμπύλης αποδόσεων και τον καθορισμό υψηλότερων μακροπρόθεσμων επιτοκίων. Η ελαττούμενη επίδραση ειδικών παραγόντων σχετικών με τη φορολογία καθώς και των εκρών κεφαλαίου συνέβαλαν περαιτέρω στην εξέλιξη αυτή. Οι επενδύσεις του κοινού σε αμοιβαία κεφάλαια τα οποία επενδύουν στην εγχώρια χρηματαγορά (επετράπησαν το 1994 και δεν συμπεριελήφθησαν στο M3) επίσης έπαιξαν ρόλο.

**Πίνακας 5 Νομισματικά μεγέθη - στόχοι και όρια παρακολούθησης**  
(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές\*)

	Μεταβλητή στόχου	1993		1994		1995
		Στόχος	Απο-τέλεσμα	Στόχος	Απο-τέλεσμα	Στόχος
Γερμανία	M3	4,5-6,5	7,5	4-6	5,7	4-6
Ελλάδα	M3	9-12	15,0	8-11	8,1	7-9
Ισπανία	ALP	4,5-7,5	8,6	-	-	-
Γαλλία	M3 <sup>(α)</sup>	4-6,5	-2,1	5	1,2	5
Ιταλία	M2	5-7	7,9	5-7	2,9	5
	Μεταβλητή παρακολούθησης	Κλίμακα	Απο-τέλεσμα	Κλίμακα	Απο-τέλεσμα	Κλίμακα
Ισπανία	ALP <sup>(α)</sup>	-	-	3-7	8,2	<8
Ηνωμένο	M0	0-4	4,5	0-4	4,5	0-4
	M4	3-9	3,3	3-9	5,6	3-9
Βασιλείο						

Πηγή: Εθνικές κεντρικές τράπεζες.

\* Από τελευταίο σε τελευταίο τρίμηνο του έτους (Ηνωμένο Βασίλειο: από Μάρτιο σε Μάρτιο).

(α) Μεσοπρόθεσμος στόχος για το 1994.

(β) Μεσοπρόθεσμη αναφορά από το 1995.

Άλλες χώρες, οι οποίες είχαν ορίσει νομισματικούς στόχους ή είχαν θέσει όρια παρακολούθησης αντιμετώπισαν επίσης μερικές δυσκολίες στη συγκράτηση της αύξησης της προσφοράς χρήματος σε ορθή τροχιά το 1993 και το 1994. Στη Γαλλία, ο ρυθμός νομισματικής επέκτασης έγινε αρνητικός το θέρους του 1993, καθώς τα ιδιωτικά νοικοκυριά, ενθαρρυμένα από τις δημοσιονομικές μεταβολές, προέβησαν σε σημαντικές μεταφορές από βραχυπρόθεσμα χρηματοδοτικά μέσα (ιδιαίτερα επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια τα οποία περιλαμβάνονται στο γαλλικό M3) σε ένα ειδικό κρατικό ομόλογο και σε μετοχές ιδιωτικοποιημένων εταιριών. Ενα από τα βαθύτερα αίτια της κάμψης του M3 ήταν η στασιμότητα της αύξησης των ιδιωτικών πιστώσεων. Κατά τη διάρκεια του 1994, η αύξηση του M3 επιταχύνθηκε αλλά παρέμεινε αρκετά χαμηλότερα από το μεσοπρόθεσμο στόχο της. Το ακαθάριστο συνολικό εσωτερικό χρέος χρησιμοποιήθηκε ως συμπληρωματικός νομισματικός δείκτης μετά τις αρχές του 1994. Η αύξηση του μεγέθους αυτού επιβραδύνθηκε επίσης ουσιαδώς το 1994, αλλά παρέμεινε θετική λόγω της ισχυρής ζήτησης πιστώσεων από το Δημόσιο.

Η ζήτηση χρήματος στην Ισπανία υπήρξε σχετικά ασταθής το 1993 και το 1994 λόγω της μεταβολής της σύνθεσης των χαρτοφυλακίων εν όψει των συνεχιζόμενων χρηματοπιστωτικών νεωτερισμών και της αύξουσας αβεβαιότητας στις αγορές ομολόγων.

Το νομισματικό μέγεθος ALP (ρευστά διαθέσιμα κατεχόμενα από το κοινό) υπερέβη τα όρια αναφοράς τόσο το 1993 όσο και το 1994. Αυτή ήταν επίσης η περίπτωση της Ιταλίας το 1993, εν μέρει λόγω των πλεονασμάτων του ισοζυγίου πληρωμών. Κατά τη διάρκεια του 1994, η αύξηση της προσφοράς χρήματος με ευρεία έννοια (M2) στην Ιταλία υπερέβη τα όρια του στόχου στο πρώτο εξάμηνο του έτους αλλά παρουσίασε έντονη επιβράδυνση στο δεύτερο εξάμηνο, φθάνοντας κατά το τελευταίο τρίμηνο σε αύξηση σαφώς χαμηλότερη από το κατώτερο όριο του στόχου που είχε τεθεί για το έτος. Στο Ηνωμένο Βασίλειο ο ρυθμός αύξησης της προσφοράς χρήματος με τη στενή έννοια (M0) υπερέβη αρκετά τα όρια παρακολούθησης το 1994. Αυτό μπορεί να συνδέεται με τις μειώσεις επιτοκίων στο παρελθόν, οι οποίες περιόρισαν το κόστος ευκαιρίας της διακράτησης χρήματος, καθώς και με τη σχετικά ισχυρή άνοδο των λιανικών πωλήσεων. Η αύξηση του M4 στο Ηνωμένο Βασίλειο παρέμεινε περί το μέσον μεταξύ των ορίων παρακολούθησης. Μετά από μια αρχική ανοδική πορεία, η νομισματική μεγέθυνση στην Ελλάδα άρχισε να επιβραδύνεται και κινήθηκε εντός των ορίων του στόχου περί τα τέλη του έτους.

Υπολογιζόμενη συνολικά, η αύξηση της προσφοράς χρήματος με την ευρεία έννοια (εναρμονισμένο M3) στο επίπεδο της ΕΕ επιβραδύνθηκε σταδιακά το 1993 και σταθεροποιήθηκε σε ετήσιο μέσο ρυθμό μόλις υψηλότερο από 5,0% το 1994. Αυτή η επιβράδυνση του ρυθμού νομισματικής επέκτασης συνοδεύθηκε από πτώση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων και ανάκαμψη της μεγέθυνσης του ονομαστικού εισοδήματος στην ΕΕ. Οι εξελίξεις αυτές, πάντως, θα πρέπει να εξεταστούν υπό το πρίσμα των αποκλινοσών τάσεων στις επιμέρους χώρες.

#### *Άλλοι νομισματικοί δείκτες*

Τα βραχυπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια στην ΕΕ, υπολογιζόμενα ως η διαφορά μεταξύ των βραχυπρόθεσμων ονομαστικών επιτοκίων της αγοράς και της αύξησης των τιμών καταναλωτή τους τελευταίους δώδεκα μήνες, ήταν υψηλότερα από ό,τι συνήθως το 1993, λαμβανομένης υπόψη της φάσης του οικονομικού κύκλου. Όμως, στην ΕΕ ως σύνολο, μειώθηκαν αισθητά σε σχέση με το ανώτατο σημείο του 8% το φθινόπωρο του 1992 και έφθασαν στο 3,5% τον Αύγουστο του 1994. Σημειώθηκε πάντως ελαφρά άνοδος των βραχυπρόθεσμων πραγματικών επιτοκίων μετά την ισχυρή ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας.

Η καμπύλη αποδόσεων παρουσίασε ουσιαστική μεταστροφή στη διάρκεια του 1993-1994 και η κλίση της, από καθοδική, έγινε ομαλότερη και ανοδική στα περισσότερα Κράτη Μέλη (προηγήθηκαν χρονικά οι μεταστροφές στην Ιταλία και το Ηνωμένο Βασίλειο), αν και, αντίθετα με την ιστορική εμπειρία, η οικονομική ανάκαμψη στην ηπειρωτική Ευρώπη άρχισε πριν η καμπύλη αποδόσεων μεταστραφεί σε θετική. Η θετική αυτή μεταβολή αρχικώς αντανάκλωσε τη σταδιακή χαλάρωση των νομισματικών συνθηκών που περιγράφηκε πιο πάνω, πριν προκύψει ως κυρίαρχος παράγοντας η απότομη άνοδος των μακροπρόθεσμων επιτοκίων.

Παρόλο που σε μερικές χώρες οι αγορές ακινήτων εμφάνιζαν ανοδική τάση, οι τιμές των αγαθών γενικώς ήταν συμπιεσμένες το 1994, προκαλώντας έτσι μικρή μόνο ανησυχία σχετικά με τον πληθωρισμό (βλ. Τμήμα 2.3). Οι τιμές των προθεσμιακών συμβάσεων (futures) βραχυπρόθεσμου επιτοκίου, πάντως, αποτέλεσαν ένδειξη μεγαλύτερης ανησυχίας ως προς την προοπτική του πληθωρισμού. Το πρώτο τρίμηνο του 1994, οι προθεσμιακές συμβάσεις με τρίμηνο επιτόκιο ευρωμάρκου παρουσίασαν μεταστροφή αντανακλώντας τη μεταβολή των προσδοκίων, όταν, αντί της προοπτικής περαιτέρω χαλάρωσης, η γερμανική νομισματική πολιτική έγινε πιο περιοριστική. Οι προθεσμιακές συμβάσεις με τρίμηνο επιτόκιο στερλίνας Μεγάλης Βρετανίας αποτέλεσαν ένδειξη ακόμη μεγαλύτερης μεταστροφής ως προς τα προσδοκώμενα βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Πάντως, τέτοιες σιωπηρές προσδοκίες θα πρέπει να εξετάζονται με προσοχή, αφού φαίνεται ότι ως προς αυτές τις προθεσμιακές συμβάσεις σημειώνεται υπερβολική αντίδραση σε νέες πληροφορίες και οι συμβάσεις αυτές ενδεχομένως αντανακλούν επίσης υψηλότερα ασφάλιστρα κινδύνου εν όψει της αύξουσας αβεβαιότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές γενικώς.

## Πλαίσιο 2 Διαφορές μεταξύ των διαδικασιών νομισματικής μετάδοσης

Μια κεντρική τράπεζα, ως μονοπωλιακός προμηθευτής χρήματος, είναι σε θέση να επηρεάζει έντονα, αν όχι να ελέγχει, τα επιτόκια της χρηματαγοράς, μέσω του προσδιορισμού των όρων υπό τους οποίους προσφέρει ή απορροφά ρευστότητα. Οι ποικίλοι δίαυλοι μέσω των οποίων τέτοιες μεταβολές των επίσημων ή των βασικών επιτοκίων μεταδίδονται στην παραγωγή και τον πληθωρισμό συνιστούν από κοινού τη διαδικασία νομισματικής μετάδοσης. Παρόλο που, σε αδρές γραμμές, υπάρχει ομοιότητα των διαύλων αυτών μεταξύ των χωρών της ΕΕ, η ύπαρξη διαφορών μεταξύ των διαδικασιών μετάδοσης σημαίνει ότι μια δεδομένη μεταβολή του επιτοκίου θα επηρεάσει τις τιμές και την παραγωγή κατά διαφορετικό τρόπο, διαχρονικώς, στα διάφορα Κράτη Μέλη. Στο Δεύτερο Στάδιο, οι διαφορές των διαδικασιών μετάδοσης θα μπορούσαν να αποτελέσουν πηγή σύγκρουσης πολιτικών μεταξύ των επιμέρους Κρατών Μελών εάν η πολιτική επιτοκίων που είναι αναγκαία για τη διατήρηση της συναλλαγματικής σταθερότητας επρόκειτο να διαφέρει από αυτήν που θεωρείται συνεπής με τους στόχους της πολιτικής για την εγχώρια οικονομία. Οι διαφορές αυτές θα έχουν επίσης σοβαρή σημασία για τη μελλοντική Νομισματική Ένωση, όπως εξετάζεται στο Κεφάλαιο II.

Μερικά σημαντικά πεδία αποκλίσεων μεταξύ των Κρατών Μελών είναι :

- η σχετική σπουδαιότητα της χρηματοδότησης με μακροπρόθεσμα σταθερά επιτόκια έναντι μεταβλητών ή βραχυπρόθεσμων επιτοκίων,
- το μέγεθος και η σύνθεση των ισολογισμών των μη χρηματοπιστωτικών τομέων,
- ο βαθμός κατά τον οποίο η οικονομία είναι ανοικτή και η σημασία της συναλλαγματικής ισοτιμίας,
- η ταχύτητα με την οποία τα επιτόκια της χρηματαγοράς και οι μεταβολές των επίσημων επιτοκίων επιδρούν στα επιτόκια χορηγήσεων και καταθέσεων,
- οι διαφορές στο μηχανισμό μισθών-τιμών.

Ποικίλα προβλήματα ενδέχεται να δημιουργηθούν για τη νομισματική πολιτική όταν υπάρχουν αποκλίσεις στα πεδία αυτά. Όταν κυριαρχεί η χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα με βραχυπρόθεσμα ή μεταβλητά επιτόκια, η νομισματική πολιτική θα έχει μεγαλύτερη επίπτωση για μια οικονομία με δεδομένη τη σύνθεση των ισολογισμών του ιδιωτικού τομέα. Στην ΕΕ, η παροχή δανείων με βραχυπρόθεσμα επιτόκια είναι σχετικά ελάσσονος σημασίας τόσο για τα νοικοκυριά όσο και για τις επιχειρήσεις στη Δανία, τη Γερμανία, την Ολλανδία και τη Σουηδία και, σε μικρότερο βαθμό, στο Βέλγιο, τη Γαλλία και την Αυστρία.

Το μέγεθος και η σύνθεση των ισολογισμών του ιδιωτικού τομέα επηρεάζουν το βαθμό στον οποίο αυτοί οι δυναμικοί παράγοντες επιδρούν στη συμπεριφορά. Ενα υψηλό ποσοστό δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα, σε συνδυασμό με βραχυπρόθεσμα ή μεταβλητά επιτόκια (όπως στο Ηνωμένο Βασίλειο και την Ιρλανδία) συμβάλλει στη σχετικά ταχεία και έντονη μετακύλιση των μεταβολών των επίσημων επιτοκίων στη συνολική δαπάνη. Ακόμη και αν το χρέος είναι σε μεγάλο βαθμό μακροπρόθεσμο και με σταθερό επιτόκιο, τα υψηλά χρέη (όπως στη Σουηδία) ενδέχεται να επηρεάσουν τη μετάδοση.

Εάν μεγάλο ποσοστό του δημόσιου χρέους είναι βραχυπρόθεσμο ή με μεταβλητό επιτόκιο, όπως στην Πορτογαλία, την Ιταλία και την Ελλάδα, αυτό σημαίνει ότι η νομισματική συρρίκνωση πιθανόν να αντισταθμιστεί σχετικά γρήγορα από τη δημοσιονομική επέκταση, για όσο χρόνο οι αυξημένες πληρωμές επιτοκίων επί του υπάρχοντος χρέους γίνονται προς κατοίκους της χώρας αυτής. Το αποτέλεσμα αυτό θα ποικίλλει ανάλογα με το ύψος της χρέωσης του δημόσιου τομέα (βλ. Πίνακα 4). Όμως, μεσοπρόθεσμα, πιθανόν να υπάρξει συρρίκνωση, καθώς οι αυξανόμενες πληρωμές τόκων και η απειλή σπειροειδούς εξέλιξης των υποχρεώσεων από τόκους αναγκάζουν το δημόσιο τομέα να καταστήσει πιο περιοριστική τη δημοσιονομική πολιτική. Στα πλαίσια αυτά, υπάρχει ισχυρή σχέση μεταξύ της δυνατότητας των κυβερνήσεων να εκδίδουν μακροπρόθεσμα ομόλογα σταθερού επιτοκίου και του προηγούμενου επιπέδου πληθωρισμού. Εξάλλου, το υψηλό ποσοστό του χρέους σε συνάλλαγμα δημιουργεί σύνδεσμο νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής μέσω της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Ο βαθμός κατά τον οποίο είναι ανοικτή η οικονομία των Κρατών Μελών προσδιορίζει, μεταξύ άλλων, την ταχύτητα και το μέγεθος της μετακύλισης στην παραγωγή και τον πληθωρισμό των μεταβολών των συναλλαγματικών ισοτιμιών που προκαλούνται από ενέργειες νομισματικής πολιτικής. Ο συνολικός βαθμός κατά τον οποίο είναι ανοικτή η οικονομία και η εξ αυτού, ευαισθησία στις εξωτερικές εξελίξεις τείνουν να αυξάνονται σε μερικές χώρες της ΕΕ, σε παράλληλη πορεία με τη διαδικασία ενοποίησης. Πάντως, στο μέτρο που τα Κράτη Μέλη



## Πλαίσιο 2 (συνέχεια)

επιτυγχάνουν τη διατήρηση σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών εντός της ΕΕ, οι διαφορές στις εμπορικές ροές εκτός της ΕΕ αποτελούν το καλύτερο δείκτη της έκτασης των διαφορών ως προς τη μετάδοση μέσω της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ο βαθμός στον οποίο οι οικονομίες είναι ανοικτές προς χώρες εκτός της ΕΕ είναι ιδιαίτερα υψηλός – οι εξαγωγές μαζί με τις εισαγωγές υπερβαίνουν το 25% του ΑΕΠ – στο Βέλγιο, το Λουξεμβούργο και την Ιρλανδία, ενώ είναι ουσιαστικά μεγαλύτερης σημασίας στη Γερμανία και το Ηνωμένο Βασίλειο από ό,τι στη Γαλλία και την Ιταλία.

Η μετάδοση ενδέχεται επίσης να διαφέρει μεταξύ των χωρών της ΕΕ, τόσο επειδή ποικίλλει η ταχύτητα με την οποία τα επιτόκια των χρηματοαγορών μετακλύονται στα επιτόκια τραπεζικών χορηγήσεων και καταθέσεων, όσο και επειδή οι διαφορές στη συμπεριφορά της σχέσης μισθών - τιμών επηρεάζουν το βαθμό στον οποίο οι μεταβολές της υπερβάλλουσας ζήτησης που οφείλονται στη νομισματική πολιτική έχουν επίπτωση στην παραγωγή και τον πληθωρισμό.

Ενώ είναι σχετικά εύκολο να εντοπιστούν οι επιμέρους διαρθρωτικές διαφορές, είναι λιγότερο εύκολη η άμεση εκτίμηση του βαθμού στον οποίο οι διαφορές αυτές, όταν ενοποιηθούν σε μακροοικονομικό επίπεδο, έχουν σημαντική επίπτωση στη γενική διαδικασία μετάδοσης. Το σημαντικότερο συμπέρασμα που προκύπτει από τη σύγκριση των προσομοιώσεων με τη χρήση μακροοικονομικών υποδειγμάτων συνίσταται στο ότι, μεταξύ των τεσσάρων μεγαλύτερων Κρατών Μελών, η μετακύλιση των αλλαγών των επίσημων επιτοκίων στο ονομαστικό ΑΕΠ είναι ταχύτερη και εντονότερη στο Ηνωμένο Βασίλειο από ό,τι στη Γερμανία, τη Γαλλία ή την Ιταλία. Όμως, δεν μπορούν να αποκλειστούν διαρθρωτικές τομές στις εμπειρικές σχέσεις, οι οποίες θα μπορούσαν να μεταβάλουν ή να υπονομεύσουν τη δυνατότητα εφαρμογής των συμπερασμάτων αυτών στην τρέχουσα κατάσταση.

Μερικές από αυτές τις διαφορές μεταξύ των διαδικασιών μετάδοσης είναι πιθανό να περιοριστούν τα επόμενα έτη ως συνέπεια της αυξανόμενης σύγκλισης των ρυθμών πληθωρισμού ανάμεσα στα επιμέρους Κράτη Μέλη (γεγονός που ενδέχεται να ενθαρρύνει, για παράδειγμα, τη χρηματοδότηση με μακροπρόθεσμο σταθερό επιτόκιο), καθώς και ως συνέπεια του εντεινόμενου διεθνούς ανταγωνισμού και της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης (τα οποία ενδέχεται να καταστήσουν περισσότερο ομοίμορφη τη μετακύλιση από τα επιτόκια των χρηματοαγορών στα επιτόκια τραπεζικού δανεισμού). Επιπροσθέτως, έχουν επέλθει ποικίλες θεσμικές μεταβολές που επηρεάζουν τελευταία τις χρηματοπιστωτικές αγορές και τις αγορές εργασίας, γεγονός που πιθανόν να αυξήσει και τη σύγκλιση (για τις αγορές εργασίας, βλ. Πλαίσιο 1). Όμως, είναι πιθανόν ότι θα παραμείνουν μερικές διαφορές ως προς το βαθμό στον οποίο οι οικονομίες είναι ανοικτές και ως προς τις καθαρές περιουσιακές θέσεις, ιδιαίτερα δε οι διαφορές που πηγάζουν από αποκλίσεις μεταξύ των προτιμήσεων των οικονομικών μονάδων.

### *Μεταβολή και συνέχεια των στρατηγικών νομισματικής πολιτικής*

Μετά τη διεύρυνση των ζωνών διακύμανσης στο ΜΣΙ στις 2 Αυγούστου 1993 (βλ. Τμήμα 2.1), οι κεντρικές τράπεζες των συμμετεχουσών χωρών είχαν, κατ' αρχήν, την ευκαιρία να χρησιμοποιήσουν τις αυξημένες δυνατότητες ελιγμών για να καθορίσουν νομισματικές πολιτικές με μικρότερη έμφαση στη συναλλαγματική ισοτιμία. Πολλοί σχολιαστές διέγνωσαν στην ευκαιρία αυτή μια λύση του παρατηρούμενου διλήμματος πολιτικής σε αρκετές χώρες – το οποίο προέκυπτε από την ανάγκη να διατηρηθούν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια σε επίπεδο που εθεωρείτο ότι αφ' ενός ήταν σε διάσταση με την υποτονική οικονομική μεγέθυνση και το χαμηλό ή επιβραδυνόμενο πληθωρισμό και αφ' ετέρου ήταν ακατάλληλο, στα πλαίσια των διαφορών μεταξύ των διαδικασιών νομισματικής μετάδοσης (βλ. Πλαίσιο 2). Πάντως η λύση της υποβάθμισης της συναλλαγματικής ισοτιμίας σαν ονομαστικής "άγκυρας" δεν ακολουθήθηκε γενικά και, έτσι, επιβεβαιώθηκε ότι ο ΜΣΙ συνέχιζε να λειτουργεί ως συντονιστικό πλαίσιο των εθνικών νομισματικών πολιτικών. Όμως, σε αρκετές χώρες της ΕΕ επήλθαν μερικές μεταβολές των στρατηγικών νομισματικής πολιτικής το 1993-1994.

Αυτό που δεν έχει μεταβληθεί είναι ο τελικός στόχος της νομισματικής πολιτικής, δηλαδή η σταθερότητα των τιμών, η οποία είναι προϋπόθεση για την επίτευξη σταθερής οικονομικής ανάπτυξης και αύξησης της απασχόλησης. Αυτός ο πρωταρχικός στόχος μπορεί να οριστεί ως η επίτευξη ενός ρυθμού πληθωρισμού, ο οποίος δεν θα παραμορφώνει πλέον τις αποφάσεις των ιδιωτικών φορέων σχετικά με την αποταμίευση και τις επενδύσεις.

Στα πλαίσια του ΜΣΙ, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Γερμανίας συνέχισε το 1993-1994 να καθοδηγείται από έναν ενδιάμεσο στόχο προσφοράς χρήματος για το Μ3. Οι κεντρικές τράπεζες των περισσότερων συμμετεχουσών χωρών διατήρησαν τη συναλλαγματική ισοτιμία ως βασικό ενδιάμεσο στόχο για την επίτευξη του πρωταρχικού σκοπού ή, όπως στην περίπτωση της Τράπεζας της Γαλλίας, διατήρησαν έναν ενδιάμεσο στόχο τόσο ως προς την εξωτερική αξία του νομίσματος όσο και ως προς το ρυθμό αύξησης του Μ3. Μερικές άλλες χώρες του ΜΣΙ είχαν θεωρήσει χρήσιμο στο παρελθόν να δημοσιοποιούν έναν ενδιάμεσο νομισματικό στόχο με σκοπό την παροχή πρόσθετης στήριξης στο στόχο σχετικά με τη συναλλαγματική ισοτιμία. Πιο πρόσφατα, πάντως, αντιμετώπισαν το πρόβλημα του εάν και πως θα έπρεπε να προσαρμόσουν τις στρατηγικές νομισματικής πολιτικής στην απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών και της διεθνούς κίνησης κεφαλαίων, τη διαρκώς μεγαλύτερη οικονομική και χρηματοπιστωτική ενοποίηση, τις παραμορφώσεις λόγω των χρηματοπιστωτικών νεωτερισμών και τη νέα διαμόρφωση του ΜΣΙ.

Οι κεντρικές τράπεζες ορισμένων μεγαλύτερων και λιγότερο ανοικτών οικονομιών του ΜΣΙ εμφάνισαν την τάση να προσαρμόζουν τις πρακτικές τους ως προς τους νομισματικούς στόχους ή επέλεξαν εναλλακτικές πρακτικές. Από το 1994 η Τράπεζα της Γαλλίας έθεσε τον στόχο της ως προς το Μ3 σε ένα μεσοπρόθεσμο πλαίσιο ρυθμού αύξησης 5% και συμπλήρωσε το στόχο αυτό χρησιμοποιώντας το συνολικό εγχώριο χρέος ως σημαντικό δείκτη των χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Επιπροσθέτως, ελήφθησαν υπόψη οι εξελίξεις των μακροπρόθεσμων επιτοκίων και του ισοζυγίου πληρωμών. Μετά την απελευθέρωση των διασυνοριακών ροών κεφαλαίων το Φεβρουάριο του 1992, η Τράπεζα της Ισπανίας αντιμετώπισε σημαντικές δυσκολίες στον έλεγχο του ALP που είναι το κεντρικό νομισματικό της μέγεθος. Η εμφάνιση νέων χρηματοδοτικών μέσων (κυρίως αμοιβαίων κεφαλαίων) και η συχνή μεταβολή των χαρτοφυλακίων του κοινού προσέθεσαν νέα στα υπάρχοντα προβλήματα σταθερότητας. Υπό τις συνθήκες αυτές έγινε παραδεκτό από το 1994 και εξής ότι το ALP θα μπορούσε να παράσχει μόνο ένα ποσοτικό πλαίσιο αναφοράς για την αξιολόγηση του κατά πόσον οι νομισματικές συνθήκες είναι συμβατές με την πρόοδο προς τη σταθερότητα των τιμών. Από το 1995 η Τράπεζα της Ισπανίας αντικατέστησε το νομισματικό της στόχο με ένα μεσοπρόθεσμο στόχο πληθωρισμού (βλ. Πίνακα 6), ενώ επαναβεβαίωσε τη δέσμευσή της σχετικά με τη συναλλαγματική ισοτιμία και συνέχισε να εξετάζει διάφορους συμπληρωματικούς δείκτες μεταξύ των οποίων το ALP κατέχει εξέχουσα θέση. Τέλος, από τις αρχές του 1993, μερικές μικρότερες ανοικτές οικονομίες, όπως η Δανία, η Ολλανδία και η Πορτογαλία προέκριναν την εγκατάλειψη των αντίστοιχων ενδιάμεσων στόχων τους σχετικά με τη νομισματική επέκταση.

**Πίνακας 6** **Δημοσιευμένοι στόχοι πληθωρισμού**  
(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	Μεταβλητή πληθωρισμού <sup>(α)</sup>	1993		1994		1995	Μεσο-πρόθεσμος στόχος
		Στόχος	Αποτέλεσμα	Στόχος	Αποτέλεσμα	Στόχος	
Ισπανία	CPI	-	4,6	-	4,7	-	<3 <sup>(β)</sup>
Γαλλία	CPI	-	2,1	≤2	1,6	≤2	≤2
Ιταλία	CPI	4-5	4,3	3,5	3,9	2,5	-
Φιλανδία	CPIX	-	2,6	-	1,3	2	2
Σουηδία	CPI	- <sup>(γ)</sup>	4,7	- <sup>(γ)</sup>	2,4	1-3	1-3
Ηνωμ. Βασίλειο	RPIX	1-4	3,0	1-4	2,4	1-4	1-2,5 <sup>(δ)</sup>

Πηγή: Εθνικά στοιχεία.

(α) CPI = Δείκτης Τιμών Καταναλωτή. CPIX = Δ.Τ.Κ. χωρίς το αποτέλεσμα των έμμεσων φόρων, των επιδοτήσεων και της δαπάνης κεφαλαίου σε κατοικίες. RPIX= Δείκτης τιμών λιανικής χωρίς τις πληρωμές τόκων για υποθήκες.

(β) Στόχος για το 1997.

(γ) Ο στόχος πληθωρισμού για το 1993 και το 1994 ήταν να αποτραπεί η αύξηση του υποβόσκοντος πληθωρισμού.

(δ) Μέχρι τη λήξη της θητείας του παρόντος Κοινοβουλίου (το αργότερο τον Απρίλιο του 1997).

Οι χώρες που ανέστειλαν τη συμμετοχή τους στο ΜΣΙ το 1992 έπρεπε να επανακαθορίσουν ριζικώς τις στρατηγικές νομισματικής πολιτικής και να προσπαθήσουν να εξεύρουν νέους τρόπους για να μεταδώσουν στο κοινό τη δέσμευσή τους για σταθερότητα των τιμών. Για το σκοπό αυτό, οι νομισματικές αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου ανέπτυξαν ένα πλαίσιο νομισματικής πολιτικής επικεντρωμένο γύρω από ένα άμεσο στόχο πληθωρισμού (βλ. Πίνακα 6). Οι αποφάσεις για τα επιτόκια βασίζονται στην προσεκτική αξιολόγηση των μεσοπρόθεσμων προοπτικών του πληθωρισμού, λαμβάνοντας υπόψη τις πληροφορίες που περιέχονται σε όλους τους διαθέσιμους δείκτες, περιλαμβανομένων των στενών και ευρέων νομισματικών μεγεθών (για τα οποία έχουν τεθεί όρια παρακολούθησης), της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας και των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Στην Ιταλία, ένας ποσοτικός νομισματικός στόχος απέκτησε βαρύτητα μετά τη διακύμανση της ιταλικής λίρας, παρόλο που παρακολουθείτο σε συνδυασμό με άλλους δείκτες, δηλαδή ένα πιστωτικό μέγεθος και τη συναλλαγματική ισοτιμία. Πάντως, με υπόβαθρο την πρόσφατη αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές, η οποία επηρέασε την αύξηση του M2 και έκανε δυσκολότερη την ερμηνεία της τελευταίας, η Τράπεζα της Ιταλίας αποφάσισε να εξαγγείλει για το 1995 ένα κεντρικό στόχο αναφοράς για το M2 – αύξηση κατά 5% – και να χρησιμοποιήσει μια ποικιλία δεικτών για τις μελλοντικές πληθωριστικές πιέσεις, μεταξύ των οποίων η συναλλαγματική ισοτιμία συνέχισε να παίζει σημαντικό ρόλο.

Η Τράπεζα της Ελλάδος έθεσε ένα ενδιάμεσο στόχο, συνεπή με το μειούμενο πληθωρισμό, ως προς την επέκταση του M3. Επιπροσθέτως, ακολούθησε αντιπληθωριστική συναλλαγματική πολιτική, επιτρέποντας στις σταθμισμένες διολισθήσεις να καλύψουν μόνο μερικώς τον υψηλότερο πληθωρισμό έναντι των ανταγωνιστριών χωρών. Μετά τη σταδιακή απελευθέρωση των κινήσεων κεφαλαίων, η οποία ολοκληρώθηκε το Μάιο του 1994, απέκτησε μεγαλύτερη βαρύτητα ο στόχος σχετικά με τη συναλλαγματική ισοτιμία, ενώ δόθηκε μικρότερη έμφαση στο νομισματικό στόχο.

Από τις νεοεισελθούσες χώρες, η Αυστρία έχει παραδοσιακά διατηρήσει στενό σύνδεσμο με το γερμανικό μάρκο, ως ονομαστική "άγκυρα", ενώ η Σουηδία και η Φιλανδία ανήγγειλαν σαφείς στόχους πληθωρισμού, μετά την απόφασή τους να επιτρέψουν τη διακύμανση των νομισμάτων τους.

### *Καταλληλότητα των νομισματικών πολιτικών στην ΕΕ*

Η καταλληλότητα του χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής δεν μπορεί να εκτιμηθεί επαρκώς μόνο σε επίπεδο ΕΕ ως συνόλου, αλλά απαιτεί ανάλυση της κατάστασης στις επιμέρους χώρες. Είναι σαφείς οι λόγοι γι' αυτό. Πρώτον, οι εθνικές κεντρικές τράπεζες παραμένουν υπεύθυνες για το χαρακτήρα της δικής τους νομισματικής πολιτικής στο Δεύτερο Στάδιο. Δεύτερον, εκτός από τις κυκλικές διαφορές, συνεχίζουν να υπάρχουν διαρθρωτικές διαφορές μεταξύ των χωρών της ΕΕ – οι οποίες, για παράδειγμα, επηρεάζουν τους μηχανισμούς νομισματικής μετάδοσης (βλ. Πλαίσιο 2) – και είναι πιθανό ότι θα περιοριστούν μόνο πολύ σταδιακά. Επί του παρόντος, συνεπώς, οι κεντρικές τράπεζες θα αντιμετωπίζουν διαφορετικά πλαίσια λειτουργίας.

Στη Γερμανία, οι οικονομικές συνθήκες το 1993-1994 ήταν τέτοιες ώστε κατέστη δυνατό να προχωρήσει η πολιτική της Ομοσπονδιακής Τράπεζας για την προσεκτική μείωση των επίσημων και των βασικών επιτοκίων, η οποία είχε εγκαινιαστεί το Σεπτέμβριο του 1992. Οι βελτιούμενες προοπτικές σχετικά με τον πληθωρισμό – στις οποίες συνέβαλαν σημαντικά το ισχυρό γερμανικό μάρκο, η προοπτική δημοσιονομικής εξυγίανσης και η σύναψη συμφωνιών για περιορισμένες μισθολογικές αυξήσεις – υπήρξαν η σημαντικότερη δικαίωση της πολιτικής αυτής. Εξ άλλου, η σταθερή κάμψη των γερμανικών μακροπρόθεσμων επιτοκίων το 1993 και στις αρχές του 1994 φάνηκε να επιβεβαιώνει ότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές είχαν την πεποίθηση ότι, σε περισσότερο μακροπρόθεσμη προοπτική, ο πληθωρισμός θα μειωνόταν. Παρόλο που ο ρυθμός αύξησης του M3 υπερέβαινε για μεγάλο διάστημα τα όρια του στόχου, σημαντικό μέρος της υπέρβασης

αυτής θεωρήθηκε ως προσωρινό φαινόμενο, οφειλόμενο σε διάφορους εξαιρετικούς παράγοντες, και όχι ως ένδειξη υψηλότερου πληθωρισμού στο μέλλον. Ομως, δεδομένης της δυσκολίας να αξιολογηθούν οι βαθύτερες νομισματικές συνθήκες, ακολουθήθηκε η προσεκτική προσέγγιση όσον αφορά τη πολιτική επιτοκίων ώστε να μην τεθεί σε κίνδυνο η αξιοπιστία και να μην αυξηθεί η αβεβαιότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Εκ των υστέρων προκύπτει ότι η Ομοσπονδιακή Τράπεζα πέτυχε τόσο να περιορίσει τη νομισματική επέκταση εντός των ορίων του στόχου όσο και να μειώσει τον πληθωρισμό, ενώ διατήρησε την αξιοπιστία της στρατηγικής της ως προς τους στόχους της νομισματικής πολιτικής και δεν έθεσε σε κίνδυνο την οικονομική ανάκαμψη.

Υπάρχουν ορισμένες αποδείξεις ότι οι κεντρικές τράπεζες άλλων χωρών της ΕΕ κέρδισαν σε αξιοπιστία στις χρηματοπιστωτικές αγορές κατά τα δύο τελευταία έτη, ως προς την αποφασιστικότητά τους για τη διατήρηση πολιτικής αντιπληθωριστικού χαρακτήρα. Στο δεύτερο εξάμηνο του 1993 και στις αρχές του 1994 οι κεντρικές τράπεζες των χωρών του ΜΣΙ μείωσαν με προσοχή τα επίσημα και τα βασικά επιτόκια και κατόρθωσαν να περιορίσουν τις διαφορές των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων σε σχέση με τη Γερμανία, ενώ απέφυγαν σοβαρές συναλλαγματικές πιέσεις για το μεγαλύτερο μέρος της περιόδου αυτής. Εκτός της προόδου που επιτελέστηκε σχετικά με τη σύγκλιση των ρυθμών πληθωρισμού, ο συγχρονισμένος χαρακτήρας της οικονομικής ανόδου φαίνεται να έπαιξε και αυτός ευνοϊκό ρόλο. Από την άλλη πλευρά, υπήρξαν μερικές σύντομες περιόδους συναλλαγματικής αστάθειας, χαρακτηριστικά σχετιζόμενες με τις εσωτερικές πολιτικές αβεβαιότητες, οι οποίες αύξησαν προσωρινά τις διαφορές των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Επιπλέον, οι διαφορές των μακροπρόθεσμων επιτοκίων έναντι της Γερμανίας είχαν την τάση να αυξάνουν στη διάρκεια του 1994, παρέχοντας ένδειξη, μεταξύ άλλων, για την ύπαρξη των βαθύτερων οικονομικών προβλημάτων (βλ. Τμήμα 2.2).

Εκτός του ΜΣΙ, οι νομισματικές αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου αύξησαν την αξιοπιστία τους μετά την απόφασή τους να υψώσουν δύο φορές τα επιτόκια το 1994 προκειμένου να αποτρέψουν πληθωριστικούς κινδύνους. Όπως προαναφέρθηκε, κατά τη στάθμιση των κινδύνων πληθωρισμού, οι νομισματικές αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου χρησιμοποιούν ευρύ φάσμα δεικτών και τους συνδυάζουν για την παραγωγή μιας πρόβλεψης πληθωρισμού για τα επόμενα δύο έτη, βασισμένης στην υπόθεση ότι οι πολιτικές θα παραμείνουν αμετάβλητες. Όταν η πρόβλεψη αυτή αποκάλυψε μεγαλύτερη πιθανότητα να υπάρξει υπέρβαση των ορίων του στόχου που είχε τεθεί για το τέλος της θητείας του παρόντος Κοινοβουλίου (1-2,5%), κρίθηκε ότι ήταν δικαιολογημένο να ληφθούν έγκαιρα μέτρα για την ύψωση των επίσημων βραχυπρόθεσμων επιτοκίων - παρόλο που ο ρυθμός πληθωρισμού ήταν ο χαμηλότερος των τελευταίων 27 ετών. Στην Ιταλία η νομισματική πολιτική έγινε επίσης πιο περιοριστική μετά από ενδείξεις ανόδου του πληθωρισμού. Ακριβώς όπως και στην περίπτωση της Ελλάδος, οι νομισματικές αρχές ήταν υποχρεωμένες να επωμισθούν και το φορτίο των δημοσιονομικών ανισορροπιών, οι οποίες διατάραξαν σοβαρά το κατάλληλο μείγμα πολιτικής.

Συνοψίζοντας, η αβεβαιότητα που προκλήθηκε από την αναταραχή του ΜΣΙ το 1992-1993 είχε καταστήσει αναγκαίο να συνεχίσει η νομισματική πολιτική να συνιστά αξιόπιστη "άγκυρα" για την ονομαστική σταθερότητα. Η πολιτική επιτοκίων, συνεπώς, έπρεπε να ασκηθεί προσεκτικά, χωρίς να αναλαμβάνονται περιττοί κίνδυνοι, ιδιαίτερα επειδή παρέμενε ασαφές σε πολλές χώρες κατά πόσον η δημοσιονομική και η εισοδηματική πολιτική θα ακολουθούσαν την ίδια σταθεροποιητική πορεία. Η αποκατάσταση της σταθερότητας στα πλαίσια του ΜΣΙ, σε συνδυασμό με τη σημαντική επιβράδυνση του ρυθμού πληθωρισμού σε ολόκληρη την ΕΕ, θα μπορούσε να θεωρηθεί εκ πρώτης όψεως απόδειξη του ότι η κατεύθυνση των νομισματικών πολιτικών στις επιμέρους χώρες και στην ΕΕ ως σύνολο ήταν, σε αδρές γραμμές, η κατάλληλη. Στο Τμήμα 4.1 του κεφαλαίου γίνεται επανεκτίμηση της έννοιας της καταλληλότητας εν όψει των μελλοντικών εξελίξεων.

### Πλαίσιο 3 Η οικονομική κατάσταση των νέων Κρατών Μελών της ΕΕ

Η Αυστρία, η Φιλανδία και η Σουηδία εισήλθαν στην Ευρωπαϊκή Ένωση την 1η Ιανουαρίου 1995, μετά τα θετικά αποτελέσματα των δημοψηφισμάτων που διεξήχθησαν στις 12 Ιουνίου, 16 Οκτωβρίου και 13 Νοεμβρίου του 1994, αντιστοίχως.

Όπως στις περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες, η Αυστριακή οικονομία παρουσίασε ανάπτυξη το 1994 μετά τη στασιμότητα του 1993, ενώ ο πληθωρισμός, βάσει των τιμών καταναλωτή, μειώθηκε. Σε σύγκριση με τα άλλα δύο νέα Κράτη Μέλη, τα δημόσια οικονομικά της Αυστρίας φαίνονται περισσότερο ισορροπημένα, παρόλο που είναι αναγκαία η περαιτέρω πρόοδος προκειμένου να επιτευχθούν οι επιδόσεις που τίθενται από τα κριτήρια της Συνθήκης του Μάαστριχτ για τα δημόσια οικονομικά.

Οι οικονομίες της Φιλανδίας και της Σουηδίας ανακάμπτουν ήδη από σοβαρές υφέσεις και σημείωσαν θετικούς ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης το 1994 μετά από τις μειώσεις της παραγωγής τα προηγούμενα έτη. Η σοβαρότητα της ύφεσης στην Φιλανδία οφειλόταν σε μεγάλο βαθμό στην απώλεια εξαγωγικών αγορών λόγω της κατάρρευσης της Σοβιετικής Ένωσης. Και στις δύο χώρες, η αύξηση των εξαγωγών βοήθησε τις οικονομίες να εξέλθουν από την ύφεση μετά από σημαντικές υποτιμήσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Σημαντικά δημόσια ελλείμματα προέκυψαν και στις δύο χώρες ως συνέπεια των επιδομάτων ανεργίας, τα οποία λειτούργησαν ως αυτόματοι σταθεροποιητές. Στη Σουηδία, το σχέδιο φορολογικής μεταρρύθμισης, το οποίο ψηφίστηκε από το Κοινοβούλιο το 1989-1990 και τέθηκε σε πλήρη εφαρμογή το 1991, συνέβαλε στην αύξηση των ελλειμμάτων. Τα δημοσιονομικά ελλείμματα έχουν οδηγήσει κατά τα τελευταία έτη σε μεγάλες αυξήσεις του δημόσιου χρέους στη Φιλανδία και τη Σουηδία. Στην αρχή της δεκαετίας του 1990, μια τραπεζική κρίση και η οικονομική βοήθεια από τις κυβερνήσεις συνέβαλαν επίσης στην αύξηση του δημόσιου χρέους. Εξ άλλου, τα μακροπρόθεσμα επιτόκια στη Φιλανδία και τη Σουηδία ήταν υψηλότερα από το μέσο όρο στην ΕΕ το 1994, παρά τους χαμηλούς ρυθμούς πληθωρισμού. Στη Σουηδία ο πληθωρισμός έφθασε στο κατώτατο σημείο την άνοιξη του 1994. Για να αντιδράσει στις αυξανόμενες πληθωριστικές πιέσεις, η Βασιλική Τράπεζα της Σουηδίας ύψωσε τα επισημα επιτόκια το φθινόπωρο του 1994. Η Τράπεζα της Φιλανδίας ύψωσε το επιτόκιο προσφοράς κατά 50 εκατοστά της ποσοστιαίας μονάδας το Δεκέμβριο του 1994.

#### Βασικοί οικονομικοί δείκτες για τα νέα Κράτη Μέλη της ΕΕ

		Πραγματικό ΑΕΠ <sup>(α)</sup>	Πληθωρισμός <sup>(β)</sup>	Ονομαστική σταθμισμένη συναλ. ισοτιμία (1991=100)	Μακροπρόθεσμο επιτόκιο <sup>(γ)</sup>	Χορήγηση (+) ή λήψη (-) δανείων του ευρύτερου δημόσιου τομέα <sup>(δ)</sup>	Ακαθάριστο χρέος του ευρύτερου δημόσιου τομέα <sup>(ε)</sup>
Αυστρία	1993	-0,3	3,6	103,2	6,8	-4,1	63,5
	1994	2,8	3,0	103,8	7,0	-4,4	65,0
	1995	3,1	2,5	105,0	...	-4,9	...
Φιλανδία	1993	-2,6	2,2	75,0	8,8	-7,2	61,8
	1994	3,7	1,1	81,2	9,1	-4,7	70,0
	1995	5,0	2,0	85,8	...	-5,0	76,0
Σουηδία	1993	-2,1	4,7	81,1	8,6	-13,3	74,4
	1994	2,2	2,4	80,2	9,5	-11,7	81,0
	1995	2,7	2,9	80,5	...	-9,6	...

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή (πραγματικό ΑΕΠ, χορήγηση ή λήψη δανείων του ευρύτερου δημόσιου τομέα, ακαθάριστο χρέος του ευρύτερου δημόσιου τομέα), εθνικά στοιχεία (πληθωρισμός (Δ.Τ.Κ.), μακροπρόθεσμο επιτόκιο), ΟΟΣΑ (σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες). Τα στοιχεία για το 1995 προέρχονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή - Προβλέψεις του φθινοπώρου 1994 και, ενδεχομένως, υπόκεινται σε αναθεώρηση. (α) Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές. (β) Ετήσιοι ρυθμοί. (γ) Σε εκατοστιαίες μονάδες, ετήσιος μέσος όρος. (δ) Ως ποσοστό του ΑΕΠ. (ε) Στοιχεία όχι απολύτως εναρμονισμένα με τον ορισμό της Συνθήκης του Μάαστριχτ.

### Πλαίσιο 3 (συνέχεια)

Όλα τα νέα Κράτη Μέλη της ΕΕ συμμετέχουν στο Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα αλλά μόνο η Αυστρία αποφάσισε να εισέλθει στο ΜΣΙ από τον Ιανουάριο του 1995. Το αυστριακό σελλίνι επέδειξε υψηλό βαθμό συναλλαγματικής σταθερότητας, η οποία και διατηρήθηκε για μεγάλο διάστημα, έναντι του γερμανικού μάρκου. Η Φιλανδία και η Σουηδία εγκατέλειψαν την πολιτική της σύνδεσης των νομισμάτων τους με το ECU το φθινόπωρο του 1992 μετά από μια περίοδο σοβαρών πιέσεων επί του φιλανδικού μάρκου και της σουηδικής κορώνας. Μετά την απόφαση για διακύμανση των νομισμάτων τους, οι αρχές και των δύο χωρών υιοθέτησαν ένα νέο πλαίσιο νομισματικής πολιτικής βασισμένο στους στόχους πληθωρισμού, χωρίς να αποτελεί ενδιάμεσο στόχο η συναλλαγματική ισοτιμία. Λόγω των τρεχουσών μακροοικονομικών ανισορροπιών στις οικονομίες της Φιλανδίας και της Σουηδίας, οι αρχές των χωρών αυτών αποφάσισαν να αναβάλουν τη συμμετοχή τους στο ΜΣΙ. Η διεύρυνση του αριθμού των μελών του ΕΝΣ και του ΜΣΙ δεν οδήγησε σε καμία μεταβολή του υφιστάμενου πλέγματος ισοτιμιών ή της σύνθεσης του ECU (η τελευταία είναι καθορισμένη βάσει της Συνθήκης).

### 3.3 Το μείγμα μακροοικονομικής πολιτικής

Η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών απαιτεί συνεργασία και υποστήριξη από πλευράς δημοσιονομικής πολιτικής, ώστε να προκύψει ένα ισόρροπο μείγμα πολιτικής. Στα πλαίσια αυτά, το έργο των νομισματικών αρχών τα τελευταία έτη δεν υπήρξε εύκολο και περιεπλόκη λόγω των αυξανόμενων δημόσιων ελλειμμάτων και του υψηλού δημόσιου χρέους πολλών Κρατών Μελών.

Πρώτον, οι επίμονα υψηλές δανειακές ανάγκες του Δημοσίου θα μπορούσαν να γεννήσουν αμφιβολίες ως προς τη δυνατότητα διατήρησης του αντιπληθωριστικού χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής και να οδηγήσουν σε προσδοκίες αυξημένου πληθωρισμού και διολίσθησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Είναι πιθανό τέτοιες προσδοκίες να παρακινούν τους οικονομικούς φορείς να ενσωματώνουν τις προσδοκίες αυτές στις τιμές και τις μισθολογικές διαπραγματεύσεις. Δεύτερον, το αυξανόμενο δημόσιο χρέος ως αποτέλεσμα τέτοιων ελλειμμάτων πιέζει τις αγορές κεφαλαίων και καθιστά τη δημοσιονομική κατάσταση περισσότερο ευαίσθητη στις διακυμάνσεις των επιτοκίων, δυσχεραίνοντας το έργο των κεντρικών τραπεζών.

Η δημοσιονομική πολιτική στην ΕΕ δημιούργησε, στις αρχές της δεκαετίας του 1990, ένα περιβάλλον που δεν συνέβαλλε στη σταθερότητα των τιμών. Με δεδομένη την έλλειψη προόδου στον τομέα της δημοσιονομικής εξυγίανσης, η νομισματική πολιτική επιβαρύνθηκε υπερβολικά. Οι κεντρικές τράπεζες δεν είχαν άλλη επιλογή από το να διατηρήσουν πολιτική αντιπληθωριστικού χαρακτήρα, ορίζοντας υψηλότερα βραχυπρόθεσμα επιτόκια επί διάστημα αρκετά μεγαλύτερο από όσο θα ήταν αναγκαίο εάν η δημοσιονομική πολιτική παρείχε μεγαλύτερη υποστήριξη. Εκ των υστέρων θεωρούμενο, το μη ισόρροπο μείγμα πολιτικής διατήρησε τον πληθωρισμό υπερβολικά υψηλό για μεγάλο διάστημα και ασφαλώς δεν υπήρξε το άριστο για την επίτευξη οικονομικής μεγέθυνσης. Εάν η εμπιστοσύνη στο πλαίσιο της νομισματικής πολιτικής είχε συνδυαστεί με μια δημοσιονομική πολιτική που θα παρείχε μεγαλύτερη υποστήριξη, τα αποτελέσματα θα ήταν πιθανόν καλύτερα για τον πληθωρισμό και την οικονομική δραστηριότητα.

## 4. Προοπτικές και προκλήσεις

Κατά την αξιολόγηση των παραγόντων που είναι πιθανό να επηρεάσουν τις νομισματικές πολιτικές το 1995 είναι σημαντικό να εξεταστούν τόσο οι ευρύτερες μακροοικονομικές προοπτικές για το έτος αυτό όσο και η κατάλληλη (υπό το πρίσμα αυτών των προοπτικών) νομισματική πολιτική για την ΕΕ ως σύνολο, πριν αξιολογηθούν οι κύριες προκλήσεις – δηλαδή οι κίνδυνοι ως προς τις κεντρικές προβλέψεις, η διατήρηση της συναλλαγματικής σταθερότητας, οι εξελίξεις στις αγορές ομολόγων και ζητήματα

δημοσιονομικής πολιτικής. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι και το τμήμα αυτό αναφέρεται κυρίως στην Κοινότητα των δώδεκα, όταν γίνεται αναφορά στην Ένωση ή στην ΕΕ. Βασικές πληροφορίες σχετικά με τα νέα Κράτη Μέλη παρέχονται στο Πλαίσιο 3.

#### 4.1 Προοπτικές

##### *Βραχυπρόθεσμες οικονομικές προοπτικές*

Σύμφωνα με τις τελευταίες οικονομικές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, του ΟΟΣΑ και του ΔΝΤ, οι πραγματικές οικονομικές εξελίξεις εντός της ΕΕ είναι πιθανό να συνεχίσουν να συνιστούν ευνοϊκό κίνητρο για οικονομική ανάκαμψη στην Ευρώπη. Η παραγωγή των ΗΠΑ αναμένεται να αυξηθεί κατά 3% περίπου το 1995, ενώ, συγχρόνως, η ιαπωνική οικονομία εισέρχεται σταδιακά σε περίοδο ανάκαμψης, με προβλεπόμενο ρυθμό μεγέθυνσης 2,5% το 1995. Δεν είναι ακόμη σαφές εάν και σε ποια έκταση η οικονομική καταστροφή που προκλήθηκε από το σεισμό στο Κόμπε θα καθυστερήσει την ανάκαμψη. Σε άλλες περιοχές, όπως στη Νοτιοανατολική Ασία, αναμένεται επίσης η συνέχιση της μεγέθυνσης. Το παγκόσμιο εμπόριο αναμένεται να αυξηθεί κατά 6%. Ως προς τις εξωτερικές επιδράσεις επί του πληθωρισμού, προβλέπεται να συνεχιστούν οι αυξήσεις των τιμών των αγαθών όλων των κατηγοριών. Η επίπτωση των εξελίξεων αυτών επί των τιμών στην ΕΕ θα εξαρτηθεί επίσης από το πρότυπο των συναλλαγματικών ισοτιμιών το 1995.

**Πίνακας 7 Προβλέψεις ως προς τις κύριες οικονομικές εξελίξεις στην ΕΕ**  
(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	1995			1996	
	ΕΕ	ΟΟΣΑ	ΔΝΤ	ΕΕ	ΟΟΣΑ
Πραγματικό ΑΕΠ	2,9	3,0	2,9	3,2	3,2
Επενδύσεις <sup>(α)</sup>	5,7	5,3	4,9	6,3	5,9
Απασχόληση	0,8	0,9	0,7	1,1	1,1
Αποπληθωριστής ΑΕΠ	2,8	2,5	2,7	3,0	2,6
Έλλειμμα ευρύτερου δημόσιου τομέα <sup>(β)</sup>	-4,7	-5,1	-5,1	-3,9	-4,2
Λογαριασμός τρεχουσών συναλλαγών <sup>(β)</sup>	0,5	0,5	...	0,6	0,6

Πηγές: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ΟΟΣΑ, ΔΝΤ.

(α) Πραγματική αύξηση των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου.

(β) Ως ποσοστό του ΑΕΠ, στοιχεία των Εθνικών Λογαριασμών της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

Οι οικονομικές προοπτικές για τις χώρες της ΕΕ το 1995 πρέπει να εξεταστούν και σε σχέση με το υπόβαθρο των διαρκώς ευνοϊκότερων τάσεων το 1994, οπότε η οικονομική δραστηριότητα επιταχύνθηκε και η άνοδος των ποσοστών ανεργίας έφθασε στο τέλος της.

Βάσει των προβλέψεων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, του ΔΝΤ και του ΟΟΣΑ (βλ. Πίνακα 7), το 1995 αναμένεται να αυξηθεί η δραστηριότητα σε όλα τα Κράτη Μέλη της ΕΕ των 12 και η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ να φθάσει κατά μέσον όρο το 3% περίπου. Προβλέπεται έντονος συγχρονισμός της μεγέθυνσης: μόνο στην Ιρλανδία και τη Δανία (καθώς και στη Φιλανδία) αναμένεται να αυξηθεί η μεγέθυνση με ρυθμό κατά τι ταχύτερο από το μέσο όρο, ενώ στην Ελλάδα προβλέπεται συνέχιση της μεγέθυνσης με σχετικά βραδύ ρυθμό. Ως προς τη σύνθεση της οικονομικής μεγέθυνσης, το πλεόνασμα του εμπορικού ισοζυγίου – κυρίως αύξηση των εξαγωγών – αναμένεται να συνεχίσει να παρέχει ισχυρή ώθηση. Δεδομένου ότι το επιχειρηματικό κλίμα βελτιώνεται σταθερά, η επενδυτική δραστηριότητα αναμένεται να επεκταθεί έντονα το 1995. Η ιδιωτική κατανάλωση, η οποία

ήταν περιορισμένη το 1994, είναι πιθανό να εμφανίσει ισχυρότερη ανοδική τάση επειδή έχει βελτιωθεί η εμπιστοσύνη του καταναλωτή τους τελευταίους μήνες και η αύξηση των ποσοστών ανεργίας έχει σταματήσει. Από την άλλη πλευρά, η κατανάλωση ενδέχεται να επηρεαστεί αρνητικά από τις αυξήσεις φόρων, οι οποίες είτε έχουν ήδη εξαγγελθεί είτε πρόκειται να ξεκινήσει η εφαρμογή τους σε πολλές χώρες.

Αντανακλώντας την κυριαρχία της εξωτερικής ζήτησης, το εμπορικό ισοζύγιο και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ΕΕ ως συνόλου αναμένεται να βελτιωθούν περαιτέρω το 1995. Μεταξύ των επιμέρους χωρών, η πιο αξιοσημείωτη βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών το 1995 αναμένεται να σημειωθεί στην Ιταλία, ενώ προβλέπεται κάποια χειροτέρευση για τη Δανία, αντανακλώντας την ιδιαίτερα μεγάλη αύξηση της εγχώριας ζήτησης.

Στην ΕΕ ως σύνολο προβλέπεται μικρή επιβράδυνση του πληθωρισμού (σε επίπεδο μόλις χαμηλότερο του 3%) μεταξύ 1994 και 1995. Ως προς την πραγματική μεγέθυνση, αναμένεται περαιτέρω σύγκλιση των ρυθμών πληθωρισμού: σύμφωνα με τις προβλέψεις, ο πληθωρισμός θα κινηθεί περί το 2-3% στα περισσότερα Κράτη Μέλη, με κύριες εξαιρέσεις την Ελλάδα και, σε μικρότερο βαθμό, την Ισπανία, την Ιταλία και την Πορτογαλία.

Βασικός παράγοντας που συμβάλλει στην κεντρική πρόβλεψη του πληθωρισμού αναμένεται να είναι η συμπεριφορά των μισθών. Παρόλο που προβλέπεται μικρή αύξηση του πληθωρισμού μισθών και του εργατικού κόστους ανά μονάδα προϊόντος το 1995, οι αυξήσεις στις περισσότερες χώρες είναι πιθανό να παραμείνουν αρκετά χαμηλότερα από εκείνες που σημειώθηκαν σε προηγούμενες περιόδους ανάκαμψης. Στις περισσότερες χώρες, αναμένονται το 1995 μειώσεις των ποσοστών ανεργίας και θετική μεταβολή της απασχόλησης. Πάντως, προβλέπεται ότι τα επίπεδα ανεργίας θα παραμείνουν αρκετά υψηλότερα από αυτά που έχουν παρατηρηθεί σε παρόμοια φάση προηγούμενων περιόδων ανάκαμψης, γεγονός που αποτελεί ένδειξη ανόδου του επιπέδου διαρθρωτικής ανεργίας στο μεσοδιάστημα. Επιπλέον, υπάρχουν σημαντικοί κίνδυνοι για τον πληθωρισμό, όπως αναλύεται παρακάτω.

Στα επόμενα τμήματα αξιολογείται η νομισματική πολιτική στα πλαίσια των ανωτέρω προβλέψεων.

#### *Νομισματικοί στόχοι στις επιμέρους χώρες*

Έχει γίνει σειρά εξαγγελιών σχετικά με τους ενδιάμεσους στόχους και τους τελικούς σκοπούς των νομισματικών αρχών το 1995. Στα πλαίσια της αντίστοιχης εθνικής νομισματικής πολιτικής, όλες οι εξαγγελίες αποβλέπουν στο να στηρίξουν το στόχο της σταθερότητας των τιμών τόσο κατά τη φάση της επανάληψης της οικονομικής μεγέθυνσης όσο και μεσοπρόθεσμα.

Μεταξύ των χωρών του ΜΣΙ, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Γερμανίας εξήγγειλε στόχο αύξησης του γερμανικού Μ3 κατά 4-6%, πανομοιότυπο με αυτόν που υιοθετήθηκε το 1994, και ο οποίος θεωρείται συμβατός με τη δυνατότητα μεγέθυνσης και σταθερότητας των τιμών. Ο στόχος προϋποθέτει έναν απαιτούμενο ρυθμό πληθωρισμού 2%, μαζί με αύξηση 2,75% του παραγωγικού δυναμικού και πτώση 1% της μακροχρόνιας τάσης της ταχύτητας κυκλοφορίας του νομίσματος. Με το στόχο αυτό επιδιώκεται επίσης να αντισταθμιστεί το μεγαλύτερο μέρος της υπερβολικής νομισματικής επέκτασης που σημειώθηκε το 1994 κατά μέσο όρο. Η Τράπεζα της Γαλλίας, πέραν των δεσμεύσεων της στα πλαίσια του ΜΣΙ, έθεσε μεσοπρόθεσμο στόχο αύξησης 5% του γαλλικού Μ3 και ανώτατο όριο πληθωρισμού 2% τόσο για το 1995 όσο και μεσοπρόθεσμα. Η Τράπεζα της Ισπανίας, παράλληλα με την επιβεβαίωση της δέσμευσης για σταθερότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας, έχει θέσει ως στόχο την επίτευξη μέχρι το 1997 πληθωρισμού χαμηλότερου από 3%. Άλλες χώρες του ΜΣΙ προτίθενται να βασιστούν αποκλειστικά στη συναλλαγματική ισοτιμία για να διασφαλίσουν τη σταθερότητα των τιμών.



Μεταξύ των χωρών που δεν μετέχουν στο ΜΣΙ, οι αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου επιβεβαίωσαν το στόχο τους για πληθωρισμό 1-4%, με πρόθεση ο ρυθμός αυτός να βρεθεί στο κατώτερο ήμισυ της κλίμακας αυτής το αργότερο μέχρι τον Απρίλιο του 1997, ενώ η Τράπεζα της Ιταλίας θα καθορίσει τη νομισματική πολιτική κατά τέτοιο τρόπο ώστε να επιδιωχθεί η επίτευξη του στόχου της Κυβέρνησης για τον πληθωρισμό το 1995, ο οποίος ορίστηκε σε 2,5% στα τέλη Σεπτεμβρίου 1994.

Εάν υπάρξουν ενδείξεις πληθωριστικών πιέσεων στα Κράτη Μέλη καθώς αυξάνουν οι ρυθμοί οικονομικής μεγέθυνσης, και με δεδομένη την καθυστέρηση της οικονομίας ως προς την ανταπόκριση στη νομισματική πολιτική, είναι σημαντικό να καταστεί η τελευταία πιο περιοριστική στο αρχικό στάδιο. Αυτό ισχύει για όλα τα Κράτη Μέλη αλλά επιβάλλεται ιδιαίτερη επαγρύπνηση από εκείνα στα οποία ο πληθωρισμός είναι σχετικά υψηλός και, για το λόγο αυτό, η σύγκλιση είναι ατελής.

#### *Η αμοιβαία συμβατότητα των εθνικών νομισματικών πολιτικών και των συνθηκών στην ΕΕ.*

Για χώρες οι οποίες δίνουν προτεραιότητα στις σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, οι εθνικές νομισματικές πολιτικές πιθανόν να θεωρηθούν συμβατές εάν συμβάλλουν στη σύγκλιση προς τη σταθερότητα των τιμών χωρίς να προκύπτουν μείζονες πιέσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Για άλλες χώρες εμφανίζεται ορθότερο οι εθνικές νομισματικές πολιτικές να θεωρηθούν συμβατές εάν προάγουν τη σύγκλιση προς τη σταθερότητα των τιμών.

Σύμφωνα με τα κριτήρια αυτά, οι στόχοι της νομισματικής πολιτικής ενδέχεται να θεωρηθούν, σε γενικές γραμμές, συμβατοί το 1995. Όμως, συνεχίζουν να υπάρχουν μερικές κυκλικές διαφορές κατά το χρόνο συγγραφής της Έκθεσης. Ορισμένες χώρες είναι περισσότερο προωθημένες από άλλες στον οικονομικό κύκλο. Εκτός τούτου, μερικές οικονομίες άρχισαν να ανακάμπτουν, ξεκινώντας με μικρότερη υστέρηση παραγωγής σε σχέση με άλλες και με υψηλότερα επιτόκια αγοράς.

Στην τρέχουσα συγκυρία, οι διαρθρωτικές διαφορές πιθανό να συνιστούν μεγαλύτερη απειλή για την αμοιβαία συμβατότητα από ό,τι οι κυκλικές διαφορές. Πράγματι, η ύπαρξη διαρθρωτικών διαφορών μεταξύ των Κρατών Μελών (στο επίπεδο και τη διάρθρωση του δημόσιου και του ιδιωτικού χρέους, τα ποσοστά ανεργίας, το ρυθμό πληθωρισμού κ.λπ.) σημαίνει ότι οι κεντρικές τράπεζες λειτουργούν σε διαφορετικό περιβάλλον (βλ. Πλαίσιο 2). Συνεπώς, οι δυσμενείς εξελίξεις, όπως η έλλειψη δημοσιονομικής εξυγίανσης σε χώρες με κρίσιμη δημοσιονομική κατάσταση, θα μπορούσαν να επηρεάσουν τη σταθερότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών των χωρών αυτών. Σε περισσότερο μακροπρόθεσμη βάση, η αμοιβαία συμβατότητα πιθανόν να μπορεί να επιτευχθεί ευκολότερα καθώς προχωρεί η διαρθρωτική σύγκλιση.

Ως προς τη σημασία, για την αμοιβαία συμβατότητα, της αύξησης των μακροπρόθεσμων αποδόσεων κατά το 1994, η επίπτωση της αλλαγής των μακροπρόθεσμων επιτοκίων διαφέρει μεταξύ των επιμέρους χωρών, εξαρτώμενη και πάλι από τη χρηματοπιστωτική διάρθρωση των οικονομιών. Μερικές χώρες όπου η αύξηση των αποδόσεων των ομολόγων υπήρξε εντονότερη έχουν ιδιωτικούς τομείς των οποίων ο μακροπρόθεσμος δανεισμός με σταθερό επιτόκιο είναι σχετικά περιορισμένος και, συνεπώς, οι υψηλότερες αποδόσεις είναι ήσσονος σημασίας. Αυτή είναι η περίπτωση της Ισπανίας και της Ιταλίας. Εν τούτοις, μια εντονότερη διαφοροποίηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων μεταξύ των επιμέρους χωρών θα μπορούσε να δημιουργήσει προβλήματα συμβατότητας, επειδή θα μπορούσε να επηρεάσει δυσμενώς τις επενδύσεις και τη δυναμική παραγωγή μεσοπρόθεσμα και να περιπλέξει τη δημοσιονομική εξυγίανση, ιδιαίτερα σε χώρες με υψηλό δημόσιο χρέος.

## 4.2 Προκλήσεις για το μέλλον

### *Πληθωριστικοί κίνδυνοι ως προς την οικονομική προοπτική*

Η κεντρική πρόβλεψη για τον πληθωρισμό φαίνεται ευνοϊκή, με δεδομένη την ένταση της ανοδικής πορείας. Αυτό συνδέεται σε κάποιο βαθμό με την προηγούμενη ύφεση η οποία είχε προκαλέσει σημαντικές υστερήσεις παραγωγής σε αρκετές χώρες. Σε μερικές χώρες, η πραγματική αύξηση του ΑΕΠ αναμένεται να είναι κατώτερη ή ελαφρά μόνο ανώτερη της δυναμικής αύξησης το 1995, γεγονός που θα μπορούσε να σημαίνει ότι η υστέρηση παραγωγής μειώνεται με βραδύ ρυθμό. Σε άλλες χώρες, η υστέρηση παραγωγής φαίνεται να είναι ήδη μάλλον μικρή. Πάντως, είναι δύσκολο να εκτιμηθεί επακριβώς η έκταση της στασιμότητας. Η δυναμική παραγωγή ενδέχεται να έχει επηρεαστεί αρνητικά από την άνοδο της διαρθρωτικής ανεργίας και τις χαμηλές επενδύσεις. Εξ άλλου, οι αυξήσεις των τιμών θα μπορούσαν επίσης να προέλθουν από δυσχέρειες που αντιμετωπίζει η παραγωγή σε επιμέρους τομείς της οικονομίας. Η μεγαλύτερη από ό,τι στο παρελθόν ευελιξία στη χρήση του κεφαλαίου θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί ως επιχείρημα για να αντισταθμιστούν οι ανησυχίες σχετικά με τις υστερήσεις παραγωγής.

Η συμπεριφορά των μισθών είναι σημαντικό στοιχείο αβεβαιότητας ως προς τις προοπτικές του πληθωρισμού. Μετά από δύο έτη περιορισμένων μισθολογικών αυξήσεων, υπάρχει κίνδυνος ισχυρότερης πίεσης από πλευράς μισθών κατά την ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου. Από την άλλη πλευρά, η ανεργία είναι υψηλή και σε μερικές χώρες η ευκαμψία των μισθών πιθανό να αυξήθηκε ως συνέπεια των πρόσφατων συμφωνιών μεταξύ των κοινωνικών εταίρων ή/και των μεταρρυθμίσεων στις αγορές εργασίας.

Η επιτυχής άσκηση πολιτικών με προσανατολισμό προς τη σταθερότητα ενδέχεται να αντιμετωπίσει και άλλους κινδύνους λόγω της λειτουργίας της αγοράς εργασίας. Υπάρχουν έντονα αποδεικτικά στοιχεία ότι η διαρθρωτική ανεργία συνεχίζει την ανοδική της πορεία τα τελευταία έτη, γεγονός που σημαίνει ότι η οικονομική άνοδος που συνδέεται με τον οικονομικό κύκλο θα είναι σε θέση να επιλύσει μόνο εν μέρει το πρόβλημα της ανεργίας. Συνεπώς, παρόλο που τα ποσοστά ανεργίας είναι υψηλά, η συνέχιση της πολιτικής περιορισμένων μισθολογικών αυξήσεων δεν μπορεί να θεωρείται δεδομένη, καθώς οι οικονομίες ενδέχεται ν' αντιμετωπίσουν δυσχέρειες στην αύξηση της παραγωγής ή ελλείψεις εξειδικευμένου προσωπικού. Εξ άλλου, εάν επρόκειτο να συνεχίσει να υπάρχει υψηλό ποσοστό ανεργίας σε φάση οικονομικής ανόδου, θα εδημιουργείτο και ο κίνδυνος να παύσει η υποστήριξη του κοινού σε πολιτικές που αποβλέπουν στην επίτευξη και διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Για την επίλυση του προβλήματος της διαρθρωτικής ανεργίας απαιτούνται μέτρα από την πλευρά της προσφοράς, με τα οποία κυρίως αντιμετωπίζονται οι δυσκαμψίες στην αγορά εργασίας. Η επίτευξη προόδου στον τομέα αυτό είναι ζωτικής σημασίας για την εξασφάλιση της σταθερότητας των τιμών.

Υπάρχουν περαιτέρω κίνδυνοι ως προς τις προοπτικές του πληθωρισμού σε χώρες τα νομίσματα των οποίων έχουν υποτιμηθεί τα τελευταία έτη. Μέχρι σήμερα, η επίδραση των πρόσφατων μεταβολών των συναλλαγματικών ισοτιμιών στις εγχώριες τιμές καταναλωτή υπήρξε μικρότερη από ό,τι θα μπορούσε να αναμένεται βάσει της εμπειρίας του παρελθόντος. Πάντως, καθώς η διολίσθηση των συναλλαγματικών ισοτιμιών έχει οδηγήσει σε μείωση των πραγματικών εισοδημάτων, υπάρχει ο κίνδυνος αυτοί που έχουν ζημιωθεί να προσπαθήσουν να χρησιμοποιήσουν το ευνοϊκότερο οικονομικό κλίμα για να αποκαταστήσουν τις απώλειες εισοδήματος.

Ανοδική πληθωριστική πίεση πιθανόν επίσης να προέλθει από εξελίξεις εκτός της ΕΕ. Για παράδειγμα, η αύξηση των τιμών των αγαθών θα μπορούσε να καταστεί σοβαρός λόγος ανησυχίας.

*Διατήρηση της σταθερότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών στα πλαίσια του ΜΣΙ.*

Η διεύρυνση των ζωνών διακύμανσης τον Αύγουστο του 1993 εξυπηρέτησε τον επιθυμητό στόχο του περιορισμού της κερδοσκοπίας προς τη μία κατεύθυνση ("one-way bets") επί των συναλλαγματικών ισοτιμιών, εισάγοντας, αντίθετα κίνδυνο μεταβολής της ισοτιμίας και προς τις δύο κατευθύνσεις. Καθώς προχωρεί η σύγκλιση των ρυθμών πληθωρισμού προς χαμηλά επίπεδα και διασφαλίζεται ότι οι ανταγωνιστικές θέσεις δεν θα παρεκκλίνουν έντονα, αυτό θα αποτελέσει την καλύτερη εγγύηση για τον περιορισμό των συναλλαγματικών πιέσεων στο μέλλον. Εξ άλλου, η προσδοκώμενη έντονη σύγκλιση των ρυθμών οικονομικής μεγέθυνσης το 1995 θα μειώσει τις πιέσεις μεταξύ των οικονομιών οι οποίες αναπτύσσονται με βραδύτερο ρυθμό και εκείνων οι οποίες σημειώνουν ραγδαία ανάπτυξη – πιέσεις, οι οποίες το 1992 προκάλεσαν σύγκρουση εσωτερικών και εξωτερικών στόχων σε μερικές χώρες της πρώτης κατηγορίας. Γενικότερα, η πρόοδος της διαδικασίας σταθερής σύγκλισης και οι αισιόδοξες οικονομικές προοπτικές ενισχύουν την κοινή αντίληψη ότι η οικονομική πολιτική είναι συνεπής.

Ωστόσο, δεν θα πρέπει να λησμονείται ότι υπήρξαν περίοδοι συναλλαγματικών πιέσεων, ιδιαίτερα περί τα τέλη του 1994. Οι πιέσεις αυτές υπογράμμισαν το γεγονός ότι οι αγορές είναι σε εγρήγορση για τυχόν συγκρούσεις πολιτικής, ιδιαίτερα σε χώρες με υψηλό δημόσιο χρέος ή/και πολιτικές αβεβαιότητες.

*Η σημασία των εξελίξεων στις αγορές ομολόγων για τη νομισματική πολιτική*

Σε συνέχεια της συζήτησης στο Τμήμα 2.2, σημειώνεται ότι η σημασία των πρόσφατων εξελίξεων στις αγορές ομολόγων για την πολιτική που θα ακολουθηθεί το 1995 εξαρτάται από την έκταση κατά την οποία οι αυξήσεις των μακροπρόθεσμων ονομαστικών αποδόσεων προκλήθηκαν από τις μεγαλύτερες πληθωριστικές προσδοκίες, τα υψηλότερα πραγματικά επιτόκια ή την αύξουσα αβεβαιότητα.

Στις περισσότερες χώρες της ΕΕ, φαίνεται ότι η γενική αύξηση των αποδόσεων των ομολόγων δεν σηματοδοτεί άμεση άνοδο του πληθωρισμού και, συνεπώς, δεν θα ήταν αρμόζουσα η ανταπόκριση από πλευράς νομισματικής πολιτικής. Πάντως, σε χώρες όπου υπάρχουν αμεσότεροι κίνδυνοι πληθωρισμού, απαιτείται πιο περιοριστική νομισματική πολιτική.

Η άνοδος των μακροπρόθεσμων επιτοκίων πιθανώς αντανακλά εν μέρει την αύξηση των πραγματικών επιτοκίων παγκοσμίως, λόγω των ευνοϊκότερων προοπτικών οικονομικής μεγέθυνσης διεθνώς και, επομένως, δεν φαίνεται να απαιτεί δράση από πλευράς πολιτικής. Πάντως, στο βαθμό κατά τον οποίο η αύξηση των πραγματικών επιτοκίων σε εθνικό επίπεδο αντανακλά και ένα αποτέλεσμα εκτόπισης, το οποίο πηγάζει από τα τρέχοντα και τα προϋπολογιζόμενα δημόσια ελλείμματα, υπάρχει σαφής κίνδυνος να επιβαρυνθεί η τρέχουσα οικονομική ανάκαμψη και να καταπνιγούν οι μελλοντικές προοπτικές ανάπτυξης.

Οι διαφορές μεταξύ των επιμέρους χωρών ως προς τις μεταβολές των αποδόσεων των ομολόγων θεωρούνται ενδείξεις σοβαρών ανησυχιών των αγορών, ιδιαίτερα για τη δημοσιονομική κατάσταση, καθώς και εντονότερου ενδιαφέροντος στις συγκριτικές μακροπρόθεσμες επιδόσεις ως προς τη συναλλαγματική ισοτιμία και τη σταθερότητα των τιμών. Πέραν του αποτελέσματος εκτόπισης που προαναφέρθηκε, η αυξημένη αβεβαιότητα ως προς τη σταθερότητα των δημοσιονομικών θέσεων και οι συναφείς φόβοι χαλάρωσης του αντιπληθωριστικού χαρακτήρα της πολιτικής φαίνεται ότι αποτέλεσαν τις κύριες πηγές ανησυχίας ως προς τη δημοσιονομική πολιτική. Το συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι η κατάλληλη αντίδραση στις υψηλότερες αποδόσεις συνίσταται σε πιο περιοριστική δημοσιονομική πολιτική. Για τον περιορισμό της αβεβαιότητας, η νομισματική πολιτική πρέπει να είναι προσανατολισμένη προς τη διασφάλιση, μακροπρόθεσμα, της αξιοπιστίας του πλαισίου αντιπληθωριστικής πολιτικής.

### Προσδοκίες σχετικά με τη δημοσιονομική πολιτική

Σύμφωνα με εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, το μέσο δημοσιονομικό έλλειμμα στην ΕΕ μειώθηκε κατά 0,4 εκατοστιαίες μονάδες το 1994 και έφθασε το 5,6%. Το 1995 αναμένεται η περιστολή των πραγματικών ελλειμμάτων σε όλες σχεδόν τις χώρες της ΕΕ, ώστε ο μέσος όρος για την ΕΕ να φθάσει το 4,7%, ενώ μόνο μερικές χώρες θα επιτύχουν το ποσοστό αναφοράς 3% (βλ. Πίνακα 8). Η βελτίωση το 1995 θα οφείλεται σε μεγάλο βαθμό σε κυκλικούς παράγοντες, αναμένονται όμως και μερικές διαρθρωτικές βελτιώσεις. Παρά ταύτα, τα διαρθρωτικά ελλείμματα πιθανόν να παραμείνουν υψηλά σε πολλές χώρες και, σύμφωνα με τις περισσότερο μακροπρόθεσμες προβλέψεις, τα πραγματικά δημόσια ελλείμματα θα παραμείνουν πολύ υψηλά σε αρκετές χώρες παρά την ευρωστότερη ανάκαμψη. Κατά μέσο όρο, οι λόγοι του χρέους ενδέχεται να χειροτερεύσουν και να φθάσουν το 73% του ΑΕΠ το 1995, σε σύγκριση με 69% το 1994. Παράλληλα, εάν διατηρηθεί το τρέχον πρότυπο των πραγματικών επιτοκίων και των ρυθμών μεγέθυνσης, θα είναι ίσως δυσχερέστερη η επίτευξη του στόχου της σταθεροποίησης ή της μείωσης του ποσοστού του χρέους, ιδιαίτερα σε χώρες με εξαιρετικά υψηλά επίπεδα ανεξόφλητου χρέους.

**Πίνακας 8** **Δημόσια οικονομικά στα Κράτη Μέλη της ΕΕ**  
(προβλέψεις για τα έτη 1995-96 ως ποσοστό % του ΑΕΠ)

	Χορήγηση (+) ή λήψη (-) δανείων από τον ευρύτερο δημόσιο τομέα		Ακαθάριστο δημόσιο χρέος του ευρύτερου δημόσιου τομέα	
	1995	1996	1995	1996
Βέλγιο	-4,7	-4,0	138,7	136,0
Δανία	-3,0	-2,2	78,0 <sup>(α)</sup>	78,2 <sup>(α)</sup>
Γερμανία	-2,4	-2,0	59,4	58,9
Ελλάδα	-13,3	-12,9	125,4	128,1
Ισπανία	-6,0	-4,7	65,8	66,1
Γαλλία	-4,9	-3,9	53,4	55,6
Ιρλανδία	-2,0	-1,5	83,7	79,1
Ιταλία	-8,6	-7,9	126,8	128,6
Λουξεμβούργο	1,6	2,0	9,8	9,9
Ολλανδία	-3,5	-2,7	78,8	78,0
Πορτογαλία	-5,8	-4,8	71,7	72,3
Ηνωμ. Βασίλειο	-4,6	-3,4	52,4	53,1
ΕΕ-12 <sup>(β)</sup>	-4,7	-3,9	72,9	73,4

Πηγή: Υπηρεσίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής βάσει στοιχείων που υποβάλλουν τα Κράτη Μέλη, προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Φθινόπωρο 1994).

(α) Βλ. υποσημείωση (ε) στον Πίνακα 9. Μετά την προσαρμογή το επίπεδο του χρέους στο τέλος του έτους προβλέπεται να είναι 54,6% του ΑΕΠ το 1995 και 55,2% του ΑΕΠ το 1996.

(β) Βλ. υποσημείωση στο Διάγραμμα 2.

Η δημοσιονομική πολιτική θα παίξει κρίσιμο ρόλο στη διασφάλιση της διάρκειας μιας μη πληθωριστικής ανάκαμψης. Σαφώς επιβάλλεται να αναληφθούν με αποφασιστικότητα από τις κυβερνήσεις των χωρών της ΕΕ μέτρα διαρθρωτικής προσαρμογής των προϋπολογισμών, αλλά υπάρχει κίνδυνος να μην υλοποιηθούν οι προσπάθειες εξυγίανσης σε μια περίοδο κατά την οποία η ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου έχει την τάση να περιορίζει τα πραγματικά ελλείμματα. Η εμπειρία στα τέλη της δεκαετίας του 1980, όταν πολλές κυβερνήσεις χαλάρωσαν στην πράξη τη δημοσιονομική πολιτική εν όψει της έντονης οικονομικής ανάκαμψης, θα πρέπει να θεωρηθεί ως μάθημα από την άποψη αυτή. Η πρόοδος προς τη δημοσιονομική εξυγίανση είναι αναγκαία όχι μόνο για να επαναφέρει τους προϋπολογισμούς σε τροχιά σταθερότητας και να βοηθήσει στην αποκατάσταση αποδεκτών επιπέδων δημόσιου χρέους αλλά και για να συμβάλει στην κάμψη των αποδόσεων των ομολόγων. Η πρόοδος αυτή είναι επίσης αναγκαία προκειμένου να

ελεγχθούν οι πληθωριστικές πιέσεις σε μια φάση του κύκλου κατά την οποία η οικονομική δραστηριότητα προσεγγίζει το δυναμικά ανώτατο σημείο. Χωρίς συνεχείς προσπάθειες να περιοριστεί το διαρθρωτικό τμήμα του δημοσιονομικού ελλείμματος, δεν μπορεί να υπάρξει πρόοδος με διάρκεια προς την επίτευξη βιώσιμης δημοσιονομικής θέσης και ενός περισσότερο ισόρροπου μείγματος πολιτικής στην ΕΕ ως σύνολο. Η δημοσιονομική εξυγίανση είναι ακόμη μεγαλύτερης σημασίας για τις χώρες όπου η νομισματική πολιτική είναι ήδη υπερβολικά επιβαρυνόμενη. Στα πλαίσια αυτά, είναι μείζονος σημασίας η τήρηση των δεσμεύσεων οι οποίες περιλαμβάνονται στα προγράμματα σύγκλισης και η απόδοση μεγαλύτερης προσοχής στις παραμορφωτικές συνέπειες των τρεχουσών ρυθμίσεων σχετικά με τη φορολογία και την κοινωνική ασφάλιση. Οι διαρθρωτικές αλλαγές στο δημόσιο τομέα και τα προγράμματα εξυγίανσης θα πρέπει να σταθμιστούν με κριτήριο κυρίως τον περιορισμό των δαπανών παρά τις αυξήσεις της φορολογίας. Αυτό θα μπορούσε να έχει θετική επίπτωση στην αποτελεσματικότητα της οικονομίας και θα συνέβαλε, έτσι, στον περιορισμό των δυναμικών πληθωριστικών πιέσεων ενώ θα βοηθούσε και στην επίτευξη διατηρήσιμης μεγέθυνσης των ευρωπαϊκών οικονομιών.

## **B. ΠΡΟΟΔΟΣ ΣΤΗΝ ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ ΤΗΣ ΣΥΓΚΛΙΣΗΣ**

### **1. Ο ρόλος του ΕΝΙ στην αξιολόγηση της σύγκλισης**

Η Συνθήκη του Μάαστριχτ για την Ευρωπαϊκή Ένωση απαιτεί από τις χώρες που συμμετέχουν στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση να έχουν εκπληρώσει προηγουμένως τους αναγκαίους όρους για την υιοθέτηση ενιαίου νομίσματος. Σύμφωνα με τη Συνθήκη, το ΕΝΙ αναλαμβάνει σημαντικό ρόλο σχετικά με την αξιολόγηση της σύγκλισης. Το Άρθρο 109I, παράγραφος 1, προβλέπει ότι το ΕΝΙ και η Επιτροπή υποβάλλουν στο Συμβούλιο της ΕΕ έκθεση, η οποία επικεντρώνεται ιδιαίτερα στην επίτευξη υψηλού βαθμού σύγκλισης με γνώμονα τα ακόλουθα κριτήρια:

- "Επίτευξη υψηλού βαθμού σταθερότητας τιμών. Αυτό καταδεικνύεται από ένα ποσοστό πληθωρισμού του κράτους αυτού που προσεγγίζει το αντίστοιχο ποσοστό των τριών, το πολύ, Κρατών Μελών με τις καλύτερες επιδόσεις από άποψη σταθερότητας τιμών.
- Σταθερότητα των δημόσιων οικονομικών. Αυτό καταδεικνύεται από την επίτευξη δημοσιονομικής κατάστασης χωρίς υπερβολικό δημοσιονομικό έλλειμμα, όπως ορίζεται από τη Συνθήκη.
- Τήρηση των κανονικών περιθωρίων διακύμανσης που προβλέπονται από το Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος επί δύο τουλάχιστον χρόνια, χωρίς υποτίμηση έναντι του νομίσματος οποιουδήποτε άλλου Κράτους Μέλους.
- Δυνατότητα διατήρησης της σύγκλισης που θα έχει επιτευχθεί από το Κράτος Μέλος και της συμμετοχής του στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών του Ευρωπαϊκού Συστήματος, αντανακλώμενη στα επίπεδα των μακροπρόθεσμων επιτοκίων."

Οι εκθέσεις της Επιτροπής και του ΕΝΙ περιλαμβάνουν επίσης την ανάπτυξη του ECU, τα αποτελέσματα της ολοκλήρωσης των αγορών, την κατάσταση και τις εξελίξεις στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών, καθώς και εξέταση των εξελίξεων στο κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και σε άλλους δείκτες που αφορούν τις τιμές.

Η έκθεση του ΕΝΙ θα αξιολογεί τη σύγκλιση των επιμέρους χωρών και θα υποβληθεί μέσα στο 1996.

Επιπλέον, σύμφωνα με το Άρθρο 7 του Καταστατικού του, το ΕΝΙ άπαξ του έτους υποβάλλει στο Συμβούλιο της ΕΕ έκθεση, η οποία, μεταξύ άλλων, περιλαμβάνει αξιολόγηση της προόδου προς τη σύγκλιση στην Κοινότητα. Η ετήσια αυτή έκθεση του ΕΝΙ ανταποκρίνεται όχι μόνο στις απαιτήσεις του Αρθρου 11 του Καταστατικού, αλλά και στις υποχρεώσεις του ΕΝΙ βάσει του Αρθρου 7 και συνεπώς πραγματεύεται θέματα σύγκλισης. Παράλληλα, θεωρείται ως πρώτο βήμα για την πλήρη έκθεση που προβλέπει το Άρθρο 7 και που αναμένεται εντός του έτους.

Το κυρίως κείμενο της ενότητας αυτής βασίζεται στις αναλύσεις που έγιναν σε προηγούμενες ενότητες σχετικά με τις τιμές, τις δημοσιονομικές εξελίξεις, τις συναλλαγματικές ισοτιμίες και τα μακροπρόθεσμα επιτόκια, και τις εξετάζει υπό την προοπτική της σύγκλισης. Τα στοιχεία αναφέρονται συνοπτικά στον Πίνακα 9. Άλλοι παράγοντες που θα ληφθούν υπόψη στην αξιολόγηση του βαθμού διαρκούς σύγκλισης θα εξεταστούν σε μελλοντικές εκθέσεις σύμφωνα με το Άρθρο 7. Τα στοιχεία αναφέρονται συνοπτικά στον Πίνακα 9. Δεδομένου ότι τα νέα Κράτη Μέλη προσχώρησαν στην Ένωση από την 1η Ιανουαρίου 1995, η παρούσα ενότητα που αφορά τη σύγκλιση στην περίοδο 1993-94 επικεντρώνεται αποκλειστικά στα τότε δώδεκα μέλη της Ένωσης. Αν και τα στατιστικά στοιχεία για την τελική αξιολόγηση της σύγκλισης στην έκθεση που προβλέπει το Άρθρο 109I, παράγραφος 1, θα δοθούν από την Επιτροπή, η παρούσα Έκθεση χρησιμοποιεί στοιχεία από διάφορες πηγές, τα οποία δεν είναι οριστικά, αλλά θεωρείται ότι εξυπηρετούν με τη μεγαλύτερη δυνατή προσέγγιση τις ανάγκες της Έκθεσης. Επιπλέον, προκειμένου να

διευκρινιστούν λεπτομερέστερα τα παραπάνω και άλλα θέματα, χρησιμοποιούνται πλαίσια για να καταδείξουν το νομικό υπόβαθρο, ορισμένα στατιστικά ζητήματα, καθώς και θέματα που χρήζουν περαιτέρω μελέτης υπό το φως των διατάξεων της Συνθήκης για τη σύγκλιση.

**Πίνακας 9 Οικονομικοί δείκτες και κριτήρια σύγκλισης της Συνθήκης του Μάαστριχτ**

		Πληθωρισμός <sup>(α)</sup>	Μακρο- πρόθεσμο επιτόκιο <sup>(β)</sup>	Χορήγηση (+) ή λήψη (-) δανείων από τον ευρύτερο δημόσιο τομέα <sup>(γ) (δ)</sup>	Ακαθάριστο δημόσιο χρέος <sup>(ε)(ς)</sup>
Βέλγιο	1993	2,8	7,2	-6,6	138,9
	1994	2,4	7,7	-5,5	140,1
Δανία	1993	* 1,3	* 7,3	-4,4	79,5 <sup>(ε)</sup>
	1994	** 2,0	** 7,8	-4,3	78,0 <sup>(ε)</sup>
Γερμανία	1993	4,1 <sup>(α1)</sup>	6,5	-3,3	# 48,1
	1994	3,0 <sup>(α2)</sup>	7,0	# -2,9	# 51,0
Ελλάδα	1993	14,5	23,4	-13,3	115,2
	1994	10,8	20,8	-14,1	121,3
Ισπανία	1993	4,6	10,2	-7,5	# 59,8
	1994	4,7	10,0	-7,0	63,5
Γαλλία	1993	2,1	6,8	-5,8	# 45,8
	1994	* 1,6	* 7,2	-5,6	# 50,4
Ιρλανδία	1993	** 1,5	** 7,7	# -2,5	96,1
	1994	2,4	7,9	# -2,4	89,0
Ιταλία	1993	4,3	11,3	-9,5	118,6
	1994	3,9	10,6	-9,6	123,7
Λουξ/γο	1993	3,6	6,9	# 1,1	# 7,8
	1994	*** 2,1	*** 6,4	# 1,3	# 9,2
Ολλανδία	1993	2,6	6,4	-3,3	81,4
	1994	2,7	6,9	-3,8	78,8
Πορτογαλία	1993	6,5	10,0	-7,2	66,9
	1994	5,2	10,4	-6,2	70,4
Ηνωμένο Βασίλειο	1993	*** 1,6 <sup>(α)</sup>	*** 7,5	-7,8	# 48,3
	1994	2,4 <sup>(α)</sup>	8,1	-6,3	# 50,4

Πηγές: Εθνικά στοιχεία (πληθωρισμός (ΔΤΚ), μακροπρόθεσμο επιτόκιο), Ευρωπαϊκή Επιτροπή (χορήγηση ή λήψη δανείων από τον ευρύτερο δημόσιο τομέα, ακαθάριστο χρέος του ευρύτερου δημόσιου τομέα). Βλ. επίσης υποσημείωση (ε) παρακάτω. Τα στατιστικά στοιχεία που θα χρησιμοποιηθούν για να αξιολογηθεί κατά πόσο τα Κράτη Μέλη ικανοποιούν τα κριτήρια σύγκλισης θα παρασχεθούν από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

\*, \*\*, \*\*\* = κράτη με την πρώτη, δεύτερη και τρίτη καλύτερη επίδοση από πλευράς σταθερότητας τιμών.

# = δημόσιο έλλειμμα που δεν υπερβαίνει το 3% του ΑΕΠ, Δημόσιο χρέος που δεν υπερβαίνει το 60% του ΑΕΠ.

(α) Ετήσιος ρυθμός.

(β) Σε ποσοστό %, μέσα ετήσια.

(γ) Ως ποσοστό του ΑΕΠ.

(δ) Προσωρινά στοιχεία για το 1994.

(ε) Ποσοστά ακαθάριστου δημόσιου χρέους, τα οποία δεν έχουν προσαρμοστεί στις απαιτήσεις του Δανικού Ταμείου Κοινωνικών Συντάξεων έναντι τομέων εκτός του ευρύτερου δημόσιου τομέα, τις καταθέσεις του Δημοσίου στην Κεντρική Τράπεζα για τη διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων και το δημόσιο χρέος από τη χρηματοδότηση των δημόσιων επιχειρήσεων. Σύμφωνα με ρητές δηλώσεις του Συμβουλίου και της Επιτροπής σχετικά με το Άρθρο 1, παράγραφος 4, του Κανονισμού του Συμβουλίου 3605/1993 της 22 Νοεμβρίου 1993 για τη Δανία, τα στοιχεία αυτά πρέπει να αναφέρονται χωριστά. Μετά την ανωτέρω προσαρμογή το επίπεδο του χρέους στα τέλη του έτους είναι 52,1% του ΑΕΠ για το 1993 και 53,5% του ΑΕΠ για το 1994.

(στ) Ρυθμός πληθωρισμού Δυτικής Γερμανίας βάσει των τιμών καταναλωτή.

(ζ) Ο στόχος πληθωρισμού του Ηνωμένου Βασιλείου τίθεται βάσει του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή, μη περιλαμβανομένων πληρωμών τόκου (PRIX). Το ανωτέρω μέγεθος αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 3,0% το 1993 και 2,4% το 1994.

Μολονότι τα κριτήρια σύγκλισης που περιέχονται στη Συνθήκη και το Πρωτόκολλο εξετάζονται ένα-ένα ξεχωριστά στην παρούσα Έκθεση, πρέπει να τονιστεί ότι όλα μαζί αποτελούν μια συνεκτική και ενοποιημένη δέσμη. Πριν από το χρόνο της τυπικής εφαρμογής τους, πρέπει να ικανοποιούνται όλα τα κριτήρια, χωρίς οι υστερήσεις σε σχέση με ορισμένες διατάξεις να αντισταθμίζονται από υπερβάσεις σε σχέση με κάποιες άλλες. Τα επιμέρους κριτήρια πρέπει να ερμηνεύονται και να εφαρμόζονται αυστηρά. Με αυτό τον τρόπο, θα συμβάλουν στην ενίσχυση της γενικότερης συνεργασίας στους τομείς της νομισματικής και οικονομικής πολιτικής στο Δεύτερο Στάδιο και θα προπαρασκευάσουν την ενιαία νομισματική πολιτική που θα αποβλέπει στη σταθερότητα στο Τρίτο Στάδιο.

## **2. Σταθερότητα τιμών**

### **2.1 Ποσοστά πληθωρισμού κατά την περίοδο 1993-94**

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 9, το 1993 και το 1994 τα ποσοστά πληθωρισμού των τριών χωρών της Ένωσης με τις καλύτερες επιδόσεις παρέμειναν σε επίπεδα παραπλήσια εκείνων που γενικώς θεωρούνται ως σταθερότητα τιμών, δηλ. σε επίπεδα ίσα ή χαμηλότερα του 2%. Το 1993, οι χώρες αυτές ήταν η Δανία, η Ιρλανδία και το Ηνωμένο Βασίλειο<sup>1</sup>, στις οποίες ο πληθωρισμός κυμάνθηκε από 1,3 έως 1,6%. Το 1994, τα χαμηλότερα ποσοστά πληθωρισμού σημειώθηκαν στη Γαλλία, τη Δανία και το Λουξεμβούργο και κυμάνθηκαν μεταξύ του 1,6% και 2,1%.

Ορισμένα Κράτη Μέλη πλησίασαν τα ποσοστά πληθωρισμού των τριών χωρών με τις καλύτερες επιδόσεις: Το 1993, τα κράτη αυτά ήταν η Γαλλία, η Ολλανδία και το Βέλγιο, με πληθωρισμό μεταξύ 2,1 και 2,8%. Το 1994, το Βέλγιο, η Ιρλανδία, η Ολλανδία και το Ηνωμένο Βασίλειο, που είχαν ποσοστά πληθωρισμού γύρω στο 2,5%, και ακολουθεί η Γερμανία με πληθωρισμό 3%.

Στις τέσσερις χώρες που προφανώς παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη υστέρηση από την άποψη της σταθερότητας των τιμών, τα ποσοστά πληθωρισμού μειώθηκαν σημαντικά τα τελευταία έτη. Στην Ιταλία, το ποσοστό πληθωρισμού μειώνεται συνεχώς από το 1990, φθάνοντας το 4,3 % το 1993 και το 3,9% το 1994, ενώ στην Ισπανία το ποσοστό πληθωρισμού παρέμεινε ελαφρώς άνω του 4,5% και τα δύο αυτά έτη. Η Πορτογαλία τα τελευταία τέσσερα έτη μείωσε το ποσοστό πληθωρισμού της κατά το ήμισυ και πλέον, στο 6,5% το 1993 και στο 5,2% το 1994. Η Ελλάδα επίσης σημείωσε πρόοδο, αλλά εξακολουθεί να παρουσιάζει διψήφιο πληθωρισμό (14,5% το 1993 και 10,8% το 1994).

### **2.2 Αξιολόγηση της σταθερότητας των τιμών**

Σε γενικές γραμμές, η διαδικασία της σύγκλισης προς τη σταθερότητα των τιμών έχει προχωρήσει σημαντικά τα δύο τελευταία έτη. Όπως αναλύεται στο Τμήμα Α, σπουδαίος παράγοντας στον οποίο οφείλεται η ευνοϊκή αυτή εξέλιξη υπήρξε ασφαλώς η ύφεση. Οι πιέσεις από την πλευρά της ζήτησης ήταν ασθενείς και οι μισθολογικές αυξήσεις μέτριες,

---

<sup>1</sup> Βάσει του Δείκτη Τιμών Λιανικής (RPI). Ο αντίστοιχος δείκτης που δεν περιλαμβάνει τις πληρωμές για τόκους ενυπόθηκων δανείων (RPIX) και προσεγγίζει περισσότερο τον εναρμονισμένο ορισμό των τιμών καταναλωτή οι οποίες εξετάζονται στο τμήμα αυτό της Έκθεσης, σημείωσε αύξηση 3,0% το 1993 και 2,4% το 1994.



### 1. Νομική βάση

Η Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Ένωσης, Άρθρο 109I, παράγραφος 1, απαιτεί:

το κριτήριο των τιμών να σταθμίζεται με βάση τη σχετική επίδοση ως προς τον πληθωρισμό, που "προσεγγίζει το αντίστοιχο ποσοστό των τριών, το πολύ, Κρατών Μελών με τις καλύτερες επιδόσεις από άποψη σταθερότητας τιμών".

Το Άρθρο 1 του Πρωτοκόλλου (αριθ. 6) σχετικά με τα κριτήρια σύγκλισης που αναφέρονται στο Άρθρο 109I, παράγραφος 1, της Συνθήκης για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Ένωσης ορίζει ότι:

"Το κριτήριο της σταθερότητας των τιμών, που αναφέρεται στο Άρθρο 109I, παράγραφος 1, της Συνθήκης, σημαίνει ότι ένα κράτος μέλος έχει σταθερές επιδόσεις στο θέμα των τιμών και μέσο ποσοστό πληθωρισμού, καταγεγραμμένο επί ένα έτος πριν από τον έλεγχο, που δεν υπερβαίνει εκείνο των τριών, το πολύ, Κρατών Μελών με τις καλύτερες επιδόσεις από άποψη σταθερότητας τιμών, περισσότερο από 1 1/2 ποσοστιαία μονάδα. Ο πληθωρισμός υπολογίζεται βάσει του δείκτη τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ) σε συγκρίσιμη βάση, λαμβάνοντας υπόψη τις διαφορές των εθνικών ορισμών".

### 2. Στατιστικά ζητήματα

Μολονότι οι μεθοδολογίες που ακολουθούνται στις επιμέρους χώρες της ΕΕ για τον υπολογισμό του δείκτη τιμών καταναλωτή παρουσιάζουν κάποια κοινά γνωρίσματα, υπάρχουν επίσης σημαντικές διαφορές. Προτού αξιολογηθεί επίσημα ποιες χώρες ικανοποιούν το εν λόγω κριτήριο χρειάζεται να προχωρήσουν σημαντικά οι εργασίες που ανέλαβε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (EUROSTAT) σχετικά με την ανάπτυξη εναρμονισμένων δεικτών τιμών καταναλωτή που να είναι συγκρίσιμοι σε επίπεδο Ένωσης, επικουρούμενη από την Ομάδα Εργασίας για την εναρμόνιση των τιμών καταναλωτή. Οι εργασίες αυτές εκτελούνται σε στενή συνεργασία με το ΕΝΙ. Για το σκοπό αυτό, η Επιτροπή υπέβαλε στο Συμβούλιο της ΕΕ πρόταση Κανονισμού. Με τον όρο ότι θα υπάρξει περαιτέρω πρόοδος, τα Κράτη Μέλη, κατ' αρχήν, θα πρέπει να είναι σε θέση να συλλέξουν τα πρώτα εναρμονισμένα μηνιαία στοιχεία ΔΤΚ για τον Ιανουάριο 1997. Όσον αφορά τις Εκθέσεις της Επιτροπής και του ΕΝΙ στη διάρκεια του 1996 πρόκειται να ακολουθηθεί μια προσωρινή λύση, η οποία θα επιτρέψει στις εκθέσεις αυτές να βασίζονται σε μεγέθη όσο το δυνατόν περισσότερο εναρμονισμένα, χρησιμοποιώντας τα διαθέσιμα στοιχεία. Προς το παρόν, οι συγκρίσεις που περιλαμβάνονται στην παρούσα ενότητα βασίζονται στους εθνικούς ΔΤΚ.

### 3. Θέματα για περαιτέρω εξέταση

Η διατύπωση του Πρωτοκόλλου αριθ. 6, Άρθρο 1, δεν ορίζει κατά τρόπο αδιαμφισβήτητο σε ποια τιμή αναφοράς πρέπει να εφαρμόζεται το κριτήριο του πληθωρισμού, δεδομένου ότι αναφέρει τη φράση "των τριών, το πολύ, Κρατών Μελών με τις καλύτερες επιδόσεις". Επιπλέον, λόγω της διατύπωσης γεννάται το ζήτημα πώς θα αξιολογηθεί η "διάρκεια" της σταθερότητας των τιμών.

ενώ, ιδίως στη διάρκεια του 1994, κατέστη δυνατή η σημαντική βελτίωση της εξουδετερώσουν τις πληθωριστικές τάσεις που δημιουργήθηκαν σε ορισμένες χώρες λόγω της σημαντικής υποτίμησης του νομίσματος. Άλλος παράγοντας, ίσως ακόμη σπουδαιότερος, ήταν η σημαντική μεταβολή απόψεων σχετικά με την οικονομική πολιτική. Η σταθερότητα των τιμών θεωρείται πλέον ως ένας από τους κύριους σκοπούς της οικονομικής πολιτικής γενικότερα και ως ο πρωταρχικός σκοπός της νομισματικής πολιτικής ειδικότερα. Πρέπει ωστόσο να σημειωθεί ότι το μέσο ποσοστό πληθωρισμού της Ευρωπαϊκής Ένωσης, δηλ. το 3%, απέχει ακόμη από το ποσοστό που θεωρείται ότι συντελεί στη σταθερότητα των τιμών.

Προκειμένου να καταστούν περισσότερο αξιόπιστες οι πολιτικές που είναι προσανατολισμένες στην επίτευξη του παραπάνω στόχου, ό,τι κατακτήθηκε στο παρελθόν πρέπει να διατηρηθεί και να διευρυνθεί στο μέλλον. Όσο οι οικονομίες των χωρών της ΕΕ θα εμφανίζουν ανάκαμψη, τόσο θα αυξάνονται οι κίνδυνοι πληθωριστικών πιέσεων και η πρόοδος προς χαμηλότερο πληθωρισμό θα καθίσταται σημαντικά δυσχερέστερη από ό,τι στο πρόσφατο παρελθόν. Συνεπώς, είναι σημαντικό οι κοινωνικοί εταίροι να συμφωνήσουν

σε μισθολογικές ρυθμίσεις που δεν θα υπονομεύουν τη σταθερότητα των τιμών, οι επιχειρήσεις να συνεχίσουν προσπάθειες προσαρμογής προς τη κατεύθυνση βελτίωσης της παραγωγικότητας και η δημοσιονομική πολιτική να αξιοποιήσει πλήρως την ευκαιρία που της παρέχεται λόγω της οικονομικής ανάκαμψης για τη λήψη διαρθρωτικών μέτρων μείωσης του ελλείμματος, αντί να στηριχθεί σε κυκλικές βελτιώσεις των δημόσιων οικονομικών ή σε αύξηση των άμεσων φορολογικών βαρών, επηρεάζοντας έτσι τις πληθωριστικές προσδοκίες.

Ως εκ τούτου, το αμέσως προσεχές μέλλον θα είναι περίοδος δοκιμασίας για την ικανότητα των Κρατών Μελών να διατηρήσουν και να εντείνουν τη δέσμευσή τους στη σταθερότητα των τιμών. Απαιτείται υψηλός βαθμός επαγρύπνησης από πλευράς των νομισματικών πολιτικών. Καθήκον όλων των κεντρικών τραπεζών της ΕΕ είναι να διασφαλίσουν ότι δεν θα επιτρέπονται οι παρεκβάσεις σε άλλους τομείς της οικονομίας και ότι θα λαμβάνονται εγκαίρως μέτρα σε περίπτωση εκδήλωσης πληθωριστικών πιέσεων ή επιδείνωσης των πληθωριστικών προσδοκιών. Ωστόσο, η νομισματική πολιτική, θα επωμιστεί μόνη της δυσανάλογα μεγάλο βάρος εάν δεν υποστηριχθεί από συνεπή συμπεριφορά σε άλλους τομείς της οικονομικής πολιτικής.

### **3. Το διατηρήσιμο της δημοσιονομικής κατάστασης**

#### **3.1 Η δημοσιονομική κατάσταση την περίοδο 1993-94**

Τα δημοσιονομικά στοιχεία που παρατίθενται στον Πίνακα 9 προήλθαν από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και ενδέχεται να υπάρξουν ορισμένες αναθεωρήσεις. Όπως προκύπτει από τα στοιχεία αυτά, το 1994 ο λόγος του ελλείμματος προς το ΑΕΠ σημείωσε ελαφρά βελτίωση σε πολλές χώρες της ΕΕ, αν και εξακολούθησε να βρίσκεται σε ανησυχητικά επίπεδα. Στις περισσότερες χώρες, ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ αυξήθηκε δραματικά μεταξύ 1993 και 1994.

Το 1993, δύο χώρες (η Ιρλανδία και το Λουξεμβούργο) διατήρησαν το λόγο ελλείμματος/ΑΕΠ σε επίπεδο χαμηλότερο από την τιμή αναφοράς, δηλ. το 3%, ενώ το 1994 οι χώρες αυξήθηκαν σε τρεις (Γερμανία, Ιρλανδία και Λουξεμβούργο). Μεταξύ των υπόλοιπων χωρών εξακολούθησαν να υπάρχουν ουσιαστικές διαφορές. Το 1994, η Ολλανδία και η Δανία σημείωσαν λόγο 3,8 και 4,3%, ενώ ορισμένα άλλα Κράτη Μέλη συνέχισαν να εμφανίζουν έλλειμμα μεταξύ 5,5 και 7% του ΑΕΠ (Βέλγιο, Ισπανία, Γαλλία, Πορτογαλία και Ηνωμένο Βασίλειο). Τέλος, η Ιταλία και η Ελλάδα είχαν αρκετά υψηλό λόγο ελλείμματος/ΑΕΠ (9,6 και 14,1%, αντίστοιχα).

Ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ μόνο στη Γερμανία, τη Γαλλία, το Λουξεμβούργο και το Ηνωμένο Βασίλειο διατηρήθηκε σε επίπεδα χαμηλότερα του 60% το 1993 και το 1994. Η Ισπανία υπερέβη το 60% το 1994. Ορισμένες άλλες χώρες (Ιρλανδία, Ολλανδία και Πορτογαλία) κυμάνθηκαν από 70 έως 90% το 1994 και δύο από τις χώρες αυτές κατόρθωσαν να ελαττώσουν το λόγο χρέους/ΑΕΠ μεταξύ 1993 και 1994. Η Ελλάδα και η Ιταλία σημείωσαν λόγο μεταξύ 115% και 124%, που αυξήθηκε ακόμη περισσότερο στη διάρκεια της περιόδου αναφοράς ενώ στο Βέλγιο ο αντίστοιχος λόγος ήταν κοντά στο 140% και στα δύο παραπάνω έτη.

#### **3.2 Αξιολόγηση της σταθερότητας της δημοσιονομικής κατάστασης**

Η Συνθήκη του Μάαστριχτ αναγνωρίζει τους σοβαρούς κινδύνους που ενέχει η μη ισόρροπη κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής. Γι' αυτό, η Συνθήκη προβλέπει ότι, από την έναρξη του Δεύτερου Σταδίου της ΟΝΕ και εξής, το Συμβούλιο της ΕΕ εξετάζει σε τακτά χρονικά διαστήματα τη δημοσιονομική κατάσταση των επιμέρους Κρατών Μελών. Επίσης, από την έναρξη του Τρίτου Σταδίου και εξής, προβλέπει την επιβολή κυρώσεων στα

### 1. Νομική βάση

Η Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Ένωσης Άρθρο 109I, παράγραφος 1, ορίζει τα εξής:

"σταθερότητα των δημόσιων οικονομικών: αυτό καταδεικνύεται από την επίτευξη δημοσιονομικής κατάστασης χωρίς υπερβολικό δημοσιονομικό έλλειμμα, κατά την έννοια του Αρθρου 104Γ, παράγραφος 6". Το Πρωτόκολλο σχετικά με τα κριτήρια σύγκλισης ορίζει ότι το κριτήριο αυτό "σημαίνει ότι τη στιγμή της εξέτασης δεν έχει ληφθεί απόφαση του Συμβουλίου, για το Κράτος Μέλος, όπως αναφέρεται στο Άρθρο 104Γ, παράγραφος 6, όσον αφορά την ύπαρξη υπερβολικού ελλείμματος".

Το Άρθρο 104Γ καθορίζει τη διαδικασία διαπίστωσης του υπερβολικού ελλείμματος. Σύμφωνα με το Άρθρο 104Γ, παράγραφος 2 και 3, η Επιτροπή συντάσσει έκθεση εάν σε ένα Κράτος Μέλος:

α) "ο λόγος του προβλεπομένου ή υφιστάμενου δημοσιονομικού ελλείμματος προς το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν υπερβαίνει μια τιμή αναφοράς (σύμφωνα με το Πρωτόκολλο, ορίζεται σε 3% του ΑΕΠ), εκτός εάν:

φθάσει σε επίπεδο παραπλήσιο της τιμής αναφοράς,

είτε, εναλλακτικά, η υπέρβαση της τιμής αναφοράς είναι απλώς έκτακτη και προσωρινή και ο λόγος παραμένει κοντά στην τιμή αναφοράς,

β) "ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν υπερβαίνει μια τιμή αναφοράς (σύμφωνα με το Πρωτόκολλο ορίζεται σε 60% του ΑΕΠ), εκτός εάν ο λόγος μειώνεται επαρκώς και πλησιάζει την τιμή αναφοράς με ικανοποιητικό ρυθμό".

Επιπλέον, η έκθεση της Επιτροπής πρέπει να λαμβάνει υπόψη της "όλους τους άλλους σχετικούς παράγοντες". Η Επιτροπή μπορεί επίσης να συντάξει έκθεση εάν, μολονότι εκπληρώνονται οι όροι του κριτηρίου, θεωρεί ότι υπάρχει σε ένα Κράτος Μέλος ο κίνδυνος υπερβολικού ελλείμματος. Η Νομισματική Επιτροπή - αντίστοιχα η Οικονομική και Χρηματοπιστωτική Επιτροπή - γνωμοδοτεί σχετικά με την έκθεση της Επιτροπής. Τέλος, σύμφωνα με το Άρθρο 104Γ, παράγραφος 6, το Συμβούλιο της ΕΕ, με ειδική πλειοψηφία, μετά από σύσταση της Επιτροπής, αποφασίζει, μετά από συνολική εκτίμηση, εάν υφίσταται ή όχι υπερβολικό έλλειμμα σε ένα Κράτος Μέλος.

### 2. Στατιστικά ζητήματα

Η στατιστική βάση για την εξέταση των δημοσιονομικών εξελίξεων αποτελείται από συγκρίσιμα στοιχεία συγκεντρωμένα σε εθνολογιστική βάση, σύμφωνα με το Ευρωπαϊκό Σύστημα Λογαριασμών (2η έκδοση). Τα στοιχεία αυτά παρέχονται από την Επιτροπή, η οποία με τη σειρά της βασίζεται σε στοιχεία που δίδουν τα Κράτη Μέλη. Τα μεγέθη που παρουσιάζονται στην παρούσα Έκθεση δημοσιεύθηκαν από την Επιτροπή το Νοέμβριο 1994.

### 3. Θέματα για περαιτέρω εξέταση

Χρειάζεται περαιτέρω εξέταση για την εφαρμογή των εξής διατάξεων της Συνθήκης:

:-"ο λόγος (του ελλείμματος) σημειώνει ουσιαστική και συνεχή πτώση και έχει φθάσει σε επίπεδο παραπλήσιο της τιμής αναφοράς, είτε ..., εναλλακτικά, η ... υπέρβαση ... οφείλεται μόνο σε εξαιρετικούς και προσωρινούς λόγους και ο λόγος παραμένει κοντά στην τιμή αναφοράς,

- "εκτός εάν ο λόγος (του χρέους) μειώνεται επαρκώς και πλησιάζει την τιμή αναφοράς με ικανοποιητικό ρυθμό".

- "όλους τους άλλους σχετικούς παράγοντες".

Κράτη Μέλη που παρουσιάζουν υπερβολικά ελλείμματα. Με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία για το πρώτο εξάμηνο του 1994 και τις γνωμοδοτήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και της Νομισματικής Επιτροπής, το Σεπτέμβριο 1994 το Συμβούλιο της ΕΕ αποφάνθηκε ότι σε δέκα Κράτη Μέλη (δηλ. σε όλα, εκτός από την Ιρλανδία και το Λουξεμβούργο) υφίσταται υπερβολικό έλλειμμα. Στην περίπτωση της Ιρλανδίας, η οποία σημείωσε λόγο ελλείμματος/ΑΕΠ 2,4% και λόγο δημόσιου χρέους/ΑΕΠ σχεδόν 90% το 1994, έναντι 2,5% και 96% αντίστοιχα το 1993, ελήφθη υπόψη η πρόοδος που σημειώθηκε κατά το παρελθόν

στη μείωση του λόγου του δημόσιου χρέους. Σύμφωνα με τους όρους του Αρθρου 104Γ, παράγραφος 7 της Συνθήκης, το Συμβούλιο της ΕΕ θέσπισε συστάσεις απευθυνόμενες στα Κράτη Μέλη, με σκοπό την επάνοδο των δημόσιων οικονομικών σε τροχιά σταθερότητας.

Το ΕΝΙ ανησυχεί σοβαρά για τις δημοσιονομικές εξελίξεις στα Κράτη Μέλη. Η χειροτέρευση των δημοσιονομικών αποτελεσμάτων, η οποία άρχισε το 1990, συνεχίστηκε το 1993, ενώ το 1994 σημειώθηκε ελαφρά μόνο αντιστροφή. Στις περισσότερες περιπτώσεις, η σημαντική χειροτέρευση, που παρατηρήθηκε από το 1990 και εντεύθεν, σε μικρό μόνο βαθμό μπορεί να αποδοθεί στην ύφεση, ενώ κατά το μεγαλύτερο μέρος της οφείλεται σε παρατεταμένη χειροτέρευση διαρθρωτικής φύσεως. Εξάλλου, η βελτίωση του λόγου ελλείμματος/ΑΕΠ που παρατηρήθηκε το 1994 οφειλόταν κυρίως στην ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου, και, με ορισμένες εξαιρέσεις, δεν σημειώθηκε αξιόλογη πρόοδος στη μείωση των διαρθρωτικών ελλειμμάτων. Επίσης, είναι ανησυχητικό το γεγονός ότι η πρόσφατη διόγκωση των ελλειμμάτων συνοδεύθηκε από σημαντική αύξηση τόσο των δημόσιων δαπανών όσο και των δημόσιων εσόδων. Το γεγονός αυτό επηρεάζει αρνητικά την οικονομία από την πλευρά της προσφοράς και τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές οικονομικής ανάπτυξης.

Ακόμη και η διαρκής οικονομική ανάκαμψη δεν θα προκαλέσει ριζική βελτίωση των δημοσιονομικών αποτελεσμάτων, εάν διατηρηθούν οι βαθύτερες διαρθρωτικές ανισορροπίες. Εάν οι οικονομικές συνθήκες παρουσιάσουν επιδείνωση και τα δημόσια οικονομικά επηρεαστούν εκ νέου από κάποια κυκλική επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των εσόδων και διόγκωση των δαπανών, ενδέχεται οι υπάρχουσες διαρθρωτικές ανισορροπίες να επανεμφανιστούν ταχέως στο πραγματικό έλλειμμα. Ομως, ακόμη και αν, χάρη σε μια συνεχή και παρατεταμένη οικονομική μεγέθυνση, το πραγματικό έλλειμμα μειωνόταν σημαντικά, π.χ. γύρω στο 3% του ΑΕΠ, ένα τέτοιο επίπεδο δεν θα εθεωρείτο κατ' ανάγκην διατηρήσιμο. Σε εποχή ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας, λόγος ελλείμματος/ΑΕΠ της τάξεως του 3% θα εθεωρείτο μάλλον ανεπαρκής για την επίτευξη διαρκούς προόδου στην αποκατάσταση δημοσιονομικής ισορροπίας.

Για τους παραπάνω λόγους, η δημοσιονομική πολιτική πρέπει να στοχεύει, μέσω της επικείμενης ανάκαμψης, στην επίτευξη επαρκούς εξυγίανσης των δημόσιων οικονομικών. Η ανάκαμψη που ήδη έχει αρχίσει σε όλα τα Κράτη Μέλη της ΕΕ αποτελεί ευκαιρία για να αναστραφεί η μέχρι σήμερα τάση των δημόσιων οικονομικών. Το κλίμα διατηρήσιμης ανόδου συντελεί στη συγκράτηση των δαπανών και σε σαρωτικές μεταρρυθμίσεις στη λειτουργία και το μέγεθος του δημόσιου τομέα. Με αυτό τον τρόπο, θα μπορούσε η δημοσιονομική πολιτική να ανακτήσει την ευελιξία της, πράγμα που θα επέτρεπε τη λειτουργία των αυτόματων σταθεροποιητών σε μελλοντικές περιόδους ύφεσης, χωρίς να οδηγούνται τα δημοσιονομικά ελλείμματα σε επίπεδα υψηλότερα του 3% του ΑΕΠ. Βασικά, η έγκαιρη αντιστροφή των δυσμενών τάσεων των δημόσιων οικονομικών είναι απαραίτητη για να βελτιωθούν οι προοπτικές σταθερής ανόδου και για να καταστεί η νομισματική πολιτική αποτελεσματικότερη στην επίτευξη σταθερότητας των τιμών.

Κατά την αξιολόγηση της δημοσιονομικής σύγκλισης ανακύπτουν σημαντικά ζητήματα όταν εξετάζεται το συσσωρευμένο δημόσιο χρέος και η μακροχρόνια τάση μεταβολής του. Οι χώρες με υψηλό λόγο χρέους/ΑΕΠ απαιτείται να δώσουν σαφή δείγματα μείωσης του λόγου αυτού και να πείσουν ότι έχουν δεσμευθεί σε πολιτικές που εξασφαλίζουν ότι ο λόγος του δημόσιου χρέους, όπως προβλέπεται στη Συνθήκη, μειώνεται επαρκώς και πλησιάζει την τιμή αναφοράς με ικανοποιητικό ρυθμό. Για τις χώρες όπου ο λόγος χρέους/ΑΕΠ υπερβαίνει το 60% του ΑΕΠ, όσο υψηλότερο είναι το ποσοστό εκκίνησης για το λόγο χρέους/ΑΕΠ τόσο μικρότερος είναι ο λόγος ελλείμματος/ΑΕΠ που πρέπει να επιτευχθεί. Σε ορισμένες περιπτώσεις, αυτό προϋποθέτει την ύπαρξη υψηλών πρωτογενών πλεονασμάτων, ίσως μάλιστα και τη διατήρηση συνολικού δημοσιονομικού πλεονάσματος. Η παραπάνω εσωτερική σχέση που συνδέει την τάση του ελλείμματος με εκείνη του χρέους υπογραμμίζει την άποψη ότι η επίτευξη ελλείμματος γύρω στο 3% του ΑΕΠ δεν μπορεί να θεωρηθεί ενδεδειγμένη σε όλες τις περιπτώσεις.

## **4. Σταθερότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών**

### **4.1 Εξελίξεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών τα έτη 1993 και 1994**

Οι εξελίξεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών παρουσιάστηκαν αναλυτικά στο Τμήμα Α.2. Στο Τμήμα αυτό δίδεται πολύ σύντομη περιγραφή τους. Το Πλαίσιο περιέχει τη νομική βάση και τη γνωμοδότηση του Συμβουλίου του ΕΝΙ.

Το 1993, όπως και στο αμέσως προηγούμενο έτος, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες των νομισμάτων που συμμετέχουν στο ΜΣΙ δέχθηκαν ισχυρές πιέσεις. Το πρώτο εξάμηνο του 1993, πραγματοποιήθηκαν δύο επανευθυγραμμίσεις (η λίρα Ιρλανδίας, η ισπανική πεσέτα και το εσκούδο Πορτογαλίας υποτιμήθηκαν). Στις 2 Αυγούστου 1993, λόγω των πρωτοφανών πιέσεων στην αγορά συναλλάγματος, οι Υπουργοί Οικονομικών και οι Διοικητές των κεντρικών τραπεζών αποφάσισαν από κοινού να διευρύνουν σε +/-15% τα περιθώρια διακύμανσης του ΜΣΙ για τις υποχρεωτικές παρεμβάσεις, ενώ διατήρησαν αμετάβλητες τις κεντρικές ισοτιμίες. Βάσει διμερούς συμφωνίας, τα παλαιότερα περιθώρια διακύμανσης (+/-2,25%) εξακολούθησαν να ισχύουν μεταξύ του ολλανδικού φιορινίου και του γερμανικού μάρκου.

Αμέσως μετά τη διεύρυνση των ζωνών διακύμανσης, όλα τα νομίσματα που προηγουμένως συμμετείχαν στη στενή ζώνη διακύμανσης, εκτός από το ολλανδικό φιορίνι, κινήθηκαν έναντι του γερμανικού μάρκου σε επίπεδα χαμηλότερα από τα προηγούμενα κατώτατα όριά τους. Από τον Αύγουστο μέχρι τα μέσα Οκτωβρίου 1993, οι αποκλίσεις αυτές κυμάνθηκαν από 4% έως 8,5% για τη λίρα Ιρλανδίας, το γαλλικό φράγκο, το βελγικό φράγκο και την κορώνα Δανίας. Η ισπανική πεσέτα και το πορτογαλικό εσκούδο κυμάνθηκαν έναντι του γερμανικού μάρκου μέσα στα παλαιότερα ευρύτερα όριά τους.

Στο μεγαλύτερο μέρος του 1994, η χρήση της ευρείας ζώνης παρέμεινε στην πράξη πλησίον του 6%, εκτός από τρεις σύντομες φάσεις κατά τις οποίες έφθασε το 8%. Τον Ιανουάριο και το Δεκέμβριο του 1994 η πεσέτα παρουσίασε εξασθένηση, και την ακολούθησε το πορτογαλικό εσκούδο τον Ιούνιο. Το ολλανδικό φιορίνι και, προσωρινά, η λίρα Ιρλανδίας, υπήρξαν τα ισχυρότερα νομίσματα στις παραπάνω περιόδους.

Το 1993-94, παρέμειναν εκτός του ΜΣΙ τρεις χώρες, δηλ. η Ελλάδα, η Ιταλία και το Ηνωμένο Βασίλειο.

Όπως σημειώνεται και αλλού, η γενική εντύπωση ότι υποχωρούν οι πιέσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, μετά τη διεύρυνση των ζωνών διακύμανσης, επιβεβαιώθηκε κυρίως από την τάση μείωσης της μεταβλητότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών και των διαφορών στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια, καθώς και τη σημαντική μείωση των παρεμβάσεων για στήριξη των νομισμάτων εκείνων που δέχονταν υποτιμητικές πιέσεις.

### **4.2 Αξιολόγηση της σταθερότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών**

Η πείρα των πρόσφατων ετών μας παρέχει αρκετά διδάγματα. Τα βασικά οικονομικά μεγέθη, ιδίως όλοι οι παράγοντες που καθορίζουν την εξέλιξη του πληθωρισμού, είναι ισχυρές συνιστώσες που διαμορφώνουν τη συμπεριφορά της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Οι αγορές, όταν αντιδρούν σε ειδήσεις ή αναθεωρούν τις προσδοκίες τους, λαμβάνουν υπόψη τους τόσο την υπάρχουσα κατάσταση από πλευράς σύγκλισης όσο και την υπάρχουσα εμπειρία. Οι αγορές έχουν ανάγκη να πείθονται ότι η γενικότερη μακροοικονομική πολιτική είναι αποτελεσματικά προσανατολισμένη προς το στόχο της σταθερότητας των τιμών. Η αξιοπιστία αυτή ενισχύεται με τον πιο αποτελεσματικό τρόπο όταν ασκείται σταθερή πολιτική και προσαρμόζεται κατάλληλα το θεσμικό πλαίσιο, στο οποίο περιλαμβάνεται και η ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών. Ωστόσο, δεδομένου ότι δεν είναι δυνατόν να αποκλειστούν πολιτικοί παράγοντες ή αστάθμητα γεγονότα μείζονος σημασίας, ενδέχεται να υπάρξουν αντιδράσεις της αγοράς συναλλάγματος, στο βαθμό που τέτοια φαινόμενα συνεπάγονται αβεβαιότητα.

## Πλαίσιο 6

## Σταθερότητα συναλλαγματικών ισοτιμιών

### 1. Νομική βάση

Το Άρθρο 109I, παράγραφος 1, της Συνθήκης για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Ένωσης απαιτεί:

"τήρηση των κανονικών περιθωρίων διακύμανσης που προβλέπονται από το Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος επί δύο τουλάχιστον χρόνια, χωρίς υποτίμηση έναντι του νομίσματος άλλου Κράτους Μέλους".

Το Άρθρο 3 του Πρωτοκόλλου (αριθ. 6) σχετικά με τα κριτήρια σύγκλισης που αναφέρονται στο άρθρο 109I, παράγραφος 1, της Συνθήκης για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Ένωσης ορίζει:

"Το κριτήριο της συμμετοχής στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος, που αναφέρεται στα Άρθρα 109I παράγραφος 1, τρίτο εδάφιο, σημαίνει ότι ένα Κράτος Μέλος έχει τηρήσει τα κανονικά περιθώρια διακύμανσης που προβλέπει ο Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος χωρίς σοβαρή ένταση κατά τα δύο, τουλάχιστον, τελευταία έτη πριν από την εξέταση. Ειδικότερα, το Κράτος Μέλος δεν πρέπει να έχει υποτιμήσει την κεντρική διμερή ισοτιμία του νομίσματός του έναντι του νομίσματος οποιουδήποτε άλλου Κράτους Μέλους με δική του πρωτοβουλία μέσα στο ίδιο χρονικό διάστημα".

### 2. Αξιολόγηση

Στις 7 Οκτωβρίου 1994 το Συμβούλιο του ΕΝΙ εξέδωσε την ακόλουθη γνωμοδότηση, η οποία στη συνέχεια επικυρώθηκε από το Συμβούλιο της ΕΕ, σχετικά με τις ζώνες διακύμανσης του ΜΣΙ:

"1. Στις 2 Αυγούστου 1993, οι Υπουργοί Οικονομικών και οι Διοικητές των κεντρικών τραπεζών αποφάσισαν από κοινού να διευρύνουν σε 15% τις ζώνες διακύμανσης του ΜΣΙ για τις υποχρεωτικές παρεμβάσεις, ενώ διατήρησαν αμετάβλητες τις κεντρικές ισοτιμίες. Όπως διαπιστώθηκε έκτοτε στην πράξη, η διευρυμένη ζώνη βοήθησε να επιτευχθεί ένας διατηρήσιμος βαθμός σταθερότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών στα πλαίσια του ΜΣΙ. Αυτό οφείλεται στο ότι συγκρατήθηκαν οι κερδοσκοπικές επιθέσεις κατά των νομισμάτων που συμμετέχουν στο ΜΣΙ και έτσι αποφεύχθηκαν σημαντικές υποτιμήσεις αυτών των νομισμάτων, καθώς και οι μεγάλης έκτασης παρεμβάσεις στις αγορές συναλλάγματος με τις πιθανές πληθωριστικές επιπτώσεις τους. Υπό το φως αυτής της εμπειρίας και με τις παρούσες συνθήκες, το Συμβούλιο του ΕΝΙ κρίνει σκόπιμο να διατηρηθούν οι σημερινές ρυθμίσεις.

2. Ταυτόχρονα, το Συμβούλιο του ΕΝΙ συνιστά στις χώρες μέλη να συνεχίσουν να επιδιώκουν την αποφυγή σημαντικών διακυμάνσεων στις συναλλαγματικές τους ισοτιμίες, προσανατολίζοντας την πολιτική τους στην επίτευξη σταθερότητας τιμών και τη μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, συμβάλλοντας έτσι στην εκπλήρωση των όρων που απαιτεί το Άρθρο 109I, παράγραφος 1, της Συνθήκης και το σχετικό Πρωτόκολλο".

Με βάση αυτό το πλαίσιο, το Συμβούλιο του ΕΝΙ υπέβαλε στο Συμβούλιο της ΕΕ γνωμάτευση σχετικά με τις ζώνες διακύμανσης του ΜΣΙ (βλ. Πλαίσιο 6). Το Συμβούλιο του ΕΝΙ έκρινε σκόπιμο υπό τις επικρατούσες συνθήκες να διατηρηθούν οι σημερινές ρυθμίσεις και να συνεχίσουν τα Κράτη Μέλη να επιδιώκουν την αποφυγή σημαντικών διακυμάνσεων στις συναλλαγματικές ισοτιμίες τους, προσανατολίζοντας την πολιτική τους στους στόχους της σταθερότητας των τιμών και της μείωσης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Η άποψη αυτή επικυρώθηκε και από το Συμβούλιο της ΕΕ.

## 5. Σύγκλιση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων

### 5.1 Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια την περίοδο 1993-94

Η ενότητα αυτή αναφέρεται σε στοιχεία που παρουσιάζονται στον Πίνακα 9. Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια που χρησιμοποιούνται, αν και δεν είναι πλήρως συγκρίσιμα, θεωρούνται ως τα πλέον κατάλληλα. Συνεχίζονται οι προσπάθειες για να καταρτισθούν

σειρές μακροπρόθεσμων επιτοκίων που θα είναι αντιπροσωπευτικά και συγκρίσιμα στο μέγιστο βαθμό.

Η σύγκλιση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων παρουσίασε ανάλογη πορεία και στα δύο υπό εξέταση έτη. Το 1993 και το 1994, σε οκτώ χώρες μέλη (σε όλες εκτός από την Ελλάδα, την Ισπανία, την Ιταλία και την Πορτογαλία) τα μέσα ετήσια επίπεδα των μακροπρόθεσμων επιτοκίων κυμάνθηκαν μέσα σε ένα σχετικό μικρό εύρος, από 6,4-7,7% έως 6,4-8,1%, αντίστοιχα. Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια στην Ισπανία, την Ιταλία και την Πορτογαλία παρέμεναν σταθερά στο 10% ή ελαφρώς υψηλότερα, ενώ στην Ελλάδα ήταν άνω του 20%.

## **5.2 Αξιολόγηση της σύγκλισης των μακροπρόθεσμων επιτοκίων**

Όπως αναφέρεται στη Συνθήκη, η σύγκλιση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων πρέπει να αντανakλά την ανθεκτικότητα της σύγκλισης που θα έχει επιτύχει ένα Κράτος Μέλος και της συμμετοχής του στο ΜΣΙ. Η Συνθήκη ορίζει σχετικά ότι χρησιμοποιούνται ως τιμές αναφοράς τα μακροπρόθεσμα επιτόκια των χωρών με το χαμηλότερο πληθωρισμό. Η διάταξη αυτή συνεπάγεται ότι η διάρκεια της σύγκλισης δεν μετρείται κατ' ανάγκη με βάση το χαμηλότερο μακροπρόθεσμο επιτόκιο ή τα χαμηλότερα αντίστοιχα επιτόκια. Για παράδειγμα το 1994 το Κράτος Μέλος με τις καλύτερες επιδόσεις από την άποψη του πληθωρισμού ήταν η Γαλλία, αλλά το μέσο μακροπρόθεσμο επιτόκιο της χώρας αυτής ήταν 7,2%, δηλ. υπερέβαινε τα επίπεδα που σημειώθηκαν στο Λουξεμβούργο (6,4%), την Ολλανδία (6,9%) και τη Γερμανία (7,0%). Ετσι, ανάλογα με την πορεία του πληθωρισμού και των μακροπρόθεσμων επιτοκίων στις επιμέρους χώρες, η κατάταξη των Κρατών Μελών κατά τη σύγκριση των πραγματικών επιδόσεών τους ενδέχεται να είναι διαφορετική με βάση τα δύο κριτήρια του πληθωρισμού και των μακροπρόθεσμων επιτοκίων.

Με βάση τα αποτελέσματα της περιόδου 1993-94, οι γενικότερες μεταβολές σε σχέση με τη σύγκλιση φαίνεται να είναι μάλλον περιορισμένες. Δεδομένου ότι σε γενικές γραμμές στις περισσότερες χώρες τα μέσα μακροπρόθεσμα επιτόκια αυξήθηκαν κατά 50 εκατοστά της ποσοστιαίας μονάδας, οι διαφορές μεταξύ των επιτοκίων σημείωσαν οριακή μόνο μεταβολή. Ορισμένα Κράτη Μέλη με σχετικώς υψηλά επιτόκια (Ελλάδα, Ιταλία και Ισπανία) παρουσίασαν ακόμη και μείωση των διαφορών έναντι των κρατών που το 1994 είχαν τις καλύτερες επιδόσεις. Ωστόσο, οι παραπάνω μέσες ετήσιες τιμές υποκρύπτουν σημαντική διεύρυνση του διαφορισμού των επιτοκίων στη διάρκεια του 1994, ιδίως, αφενός, μεταξύ των χωρών που είχαν τις καλύτερες επιδόσεις και, αφετέρου, της Ισπανίας, της Ιταλίας και της Πορτογαλίας. Ετσι, εάν τα μακροπρόθεσμα επιτόκια έχουν την ίδια διάταξη όπως και στο τέλος του 1994, θα επηρεάσουν αρνητικά τη συνολική εικόνα της σύγκλισης. Το γεγονός αυτό, όπως αναλύεται λεπτομερώς στην Ενότητα 2.2, μπορεί να θεωρηθεί ότι καταδεικνύει τη σοβαρή ανησυχία των αγορών, ιδίως για την δημοσιονομική κατάσταση, καθώς και την αυξανόμενη έμφαση που δίδεται στις μακροπρόθεσμες επιδόσεις των χωρών από την άποψη της συναλλαγματικής ισοτιμίας και τη σταθερότητα των τιμών. Οι διαφορές που παρατηρήθηκαν στις επιμέρους χώρες ως προς τα παραπάνω και οδήγησαν σε διεύρυνση του διαφορισμού των αποδόσεων των ομολόγων στη διάρκεια του 1994, δείχνουν ότι η πρόοδος προς γενικότερη σύγκλιση χρειάζεται ακόμη να ενισχυθεί με διαρκείς προσπάθειες από πλευράς όλων των φορέων άσκησης της οικονομικής πολιτικής.

## **6. Γενικότερη σύγκλιση και σταθερότητα των σχετικών διαδικασιών**

Αξιολογή πρόοδος σημειώθηκε στην κατεύθυνση της σταθερότητας των τιμών, ενώ η σύγκλιση προωθήθηκε επίσης και σε ορισμένους άλλους τομείς. Αυτό αντανakλάται στο γεγονός ότι το 1994 οι συναλλαγματικές ισοτιμίες ανέκτησαν υψηλότερο βαθμό σταθερότητας. Ταυτόχρονα, όμως, εξακολουθούν να παρατηρούνται ανεπάρκειες. Σε ορισμένες χώρες το ποσοστό πληθωρισμού παραμένει σε μη ικανοποιητικά επίπεδα, ενώ η σύγκλιση δεν έχει εδραιωθεί πλήρως ώστε να αποθαρρύνει τις πιέσεις που απορρέουν από

## Πλαίσιο 7

### Μακροπρόθεσμα επιτόκια

#### 1. Νομική βάση

Η Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Ένωσης, Άρθρο 109I, παράγραφος 1, απαιτεί:

"διάρκεια της σύγκλισης που θα έχει επιτευχθεί από το Κράτος Μέλος και της συμμετοχής του στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος, αντανακλώμενη στα επίπεδα των μακροπρόθεσμων επιτοκίων".

Το Άρθρο 4 του Πρωτοκόλλου (αριθ. 6) σχετικά με τα κριτήρια σύγκλισης που αναφέρονται στο Άρθρο 109I της Συνθήκης για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας άρθρο 4, ορίζει:

"Το κριτήριο της σύγκλισης των επιτοκίων, που αναφέρεται στο Άρθρο 109I, παράγραφος 1, τέταρτη περίπτωση, σημαίνει ότι, το υπό παρατήρηση Κράτος Μέλος, επί διάστημα ενός έτους πριν από την εξέταση, έχει μέσο ονομαστικό μακροπρόθεσμο επιτόκιο το οποίο δεν υπερβαίνει εκείνο των τριών, το πολύ, Κρατών Μελών με τις καλύτερες επιδόσεις από άποψη σταθερότητας τιμών, περισσότερο από δύο ποσοστιαίες μονάδες. Τα επιτόκια υπολογίζονται βάσει μακροπρόθεσμων ομολόγων του Δημοσίου ή συγκρίσιμων χρεογράφων, λαμβάνοντας υπόψη τις διαφορές των εθνικών ορισμών".

#### 2. Στατιστικά θέματα

Από την άποψη της στατιστικής, οι διατάξεις της Συνθήκης συνεπάγονται ότι τα αντιπροσωπευτικά στατιστικά στοιχεία για τα μακροπρόθεσμα επιτόκια πρέπει να αντανakλούν με τη μεγαλύτερη δυνατή ακρίβεια τυχόν μεταβολές του αισθήματος της αγοράς ως προς τη διάρκεια της σύγκλισης που θα έχει επιτύχει ένα Κράτος Μέλος και της συμμετοχής του στο ΜΣΙ. Οι πιθανές παραμορφώσεις που οφείλονται σε άλλους παράγοντες πρέπει κατά το δυνατόν να περιοριστούν. Όσον αφορά τα λοιπά στατιστικά στοιχεία που θα χρησιμοποιηθούν για την εφαρμογή του Πρωτοκόλλου και των κριτηρίων σύγκλισης, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή είναι υπεύθυνη για την παροχή των απαιτούμενων στατιστικών δεδομένων. Λόγω της εμπειρίας του στον τομέα αυτό, το ENI συμμετέχει ήδη στην εναρμόνιση του ορισμού των στατιστικών στοιχείων που αφορούν τα επιτόκια, ώστε να πληροί τους παραπάνω όρους. Τα στοιχεία που χρησιμοποιούνται στον Πίνακα 9 αντανakλούν αυτές τις συνεχιζόμενες προσπάθειες και, προς το παρόν, θεωρούνται τα πλέον σχετικά.

#### 3. Θέματα για περαιτέρω εξέταση

Στην περίπτωση αυτού του κριτηρίου ανακύπτουν θέματα παρόμοια με εκείνα της αξιολόγησης του κριτηρίου της σταθερότητας των τιμών, δηλ. η επιλογή της χώρας ή των χωρών που θα χρησιμοποιηθούν για να υπολογιστεί η τιμή αναφοράς προκειμένου να εφαρμοστεί το εν λόγω κριτήριο.

τις εξελίξεις στις αγορές συναλλάγματος και ομολόγων. Το σπουδαιότερο πρόβλημα εξακολούθησε να είναι η ανησυχητική κατάσταση των δημόσιων οικονομικών στις περισσότερες χώρες της ΕΕ. Αν και οι κυβερνήσεις έχουν πλήρη επίγνωση των θεμάτων που διακυβεύονται και έχουν αρχίσει να μελετούν και να λαμβάνουν διορθωτικά μέτρα, τα μέτρα αυτά πρέπει να ενισχυθούν και να συνεχιστούν σε μόνιμη βάση. Χρειάζονται ορατές μειώσεις όχι μόνο των πραγματικών αλλά και των διαρθρωτικών δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Επιπλέον, η σύγκλιση είναι πιθανότερο να αποκτήσει μόνιμο χαρακτήρα εάν επιτευχθεί περαιτέρω πρόοδος ως προς τη βελτίωση, από διαρθρωτικής πλευράς, των αγορών εργασίας και αγαθών. Με βάση τις εξελίξεις που περιγράφονται ανωτέρω, φαίνεται ότι τα συνολικά επιτεύγματα ως προς τη σύγκλιση είναι ακόμη ανεπαρκή.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

### ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΩΝ ΚΑΙ ΤΟΥ ΕΝΙ

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ: ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΔΙΟΙΚΗΤΩΝ ΣΤΟ ΕΝΙ

Με την ίδρυση του ΕΝΙ την 1η Ιανουαρίου 1994, η Επιτροπή Διοικητών των κεντρικών τραπεζών της ΕΟΚ έπαψε να υπάρχει. Η Επιτροπή είχε ιδρυθεί το 1964, σύμφωνα με τις βασικές αρχές που διαπνέουν τη Συνθήκη της Ρώμης, με σκοπό να αποτελέσει το κύριο φόρουμ συνεργασίας μεταξύ των κεντρικών τραπεζών των χωρών μελών. Εκτοτε μεσολάβησαν αρκετές εξελίξεις. Το 1971, μετά από συστάσεις που διατυπώθηκαν με βάση την έκθεση Werner, το Συμβούλιο αποφάσισε την ενίσχυση της συνεργασίας μεταξύ των κεντρικών τραπεζών. Στις 10 Απριλίου 1972 οι κεντρικές τράπεζες της ΕΟΚ υπέγραψαν συμφωνία σχετικά με τον περιορισμό του εύρους των περιθωρίων διακύμανσης των συναλλαγματικών ισοτιμιών (πρόκειται για το λεγόμενο "φίδι") και το 1973 ιδρύθηκε το Ευρωπαϊκό Ταμείο Νομισματικής Συνεργασίας (ΕΤΝΣ). Εν όψει των δυσκολιών τις οποίες συνάντησε η πορεία προς την ευρωπαϊκή νομισματική ολοκλήρωση μετά την πρώτη πετρελαϊκή κρίση, η Επιτροπή Διοικητών ανέλαβε νέες αρμοδιότητες με την ίδρυση του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος (ΕΝΣ) το 1979, ιδίως σε σχέση με τη διαχείριση του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ) του ΕΝΣ. Η Επιτροπή συνέβαλε στη διαδικασία της νομισματικής ενοποίησης που ξεκίνησε στο δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του 1980 με την Ενιαία Ευρωπαϊκή Πράξη του 1985, την Έκθεση Ντελόρ, η οποία παρέσχε το περίγραμμα για τη σταδιακή εγκαθίδρυση της οικονομικής και νομισματικής ένωσης, και με τη Συνθήκη του Μάαστριχτ, η οποία τροποποίησε τη Συνθήκη της Ρώμης έτσι ώστε να επιτρέψει την επίτευξη της οικονομικής και νομισματικής ένωσης (ΟΝΕ).

Στο πρώτο στάδιο της ΟΝΕ, το οποίο άρχισε την 1η Ιουλίου 1990, ο ρόλος της Επιτροπής Διοικητών ενισχύθηκε περαιτέρω, ιδίως ως προς την ενθάρρυνση του συντονισμού των νομισματικών πολιτικών στα Κράτη Μέλη με σκοπό την προώθηση της σταθερότητας των τιμών. Επίσης, η Επιτροπή Διοικητών άρχισε τις προπαρασκευαστικές εργασίες που θα επιτρέψουν στο ΕΝΙ να εκπληρώσει τα καθήκοντά του στη διάρκεια του Δεύτερου Σταδίου, το οποίο άρχισε την 1η Ιανουαρίου 1994.

Εν όψει του σχετικά περιορισμένου διαθέσιμου χρόνου και της πολυπλοκότητας των καθηκόντων, η Επιτροπή Διοικητών άρχισε το προπαρασκευαστικό έργο για το Τρίτο Στάδιο της ΟΝΕ. Όπως αναφέρθηκε στην Ετήσια Έκθεση της Επιτροπής Διοικητών για το έτος 1992, το πρώτο βήμα ήταν να επισημανθούν όλα τα θέματα που πρέπει να εξεταστούν σε μια πρώιμη φάση, να καταρτιστεί πρόγραμμα εργασίας μέχρι το τέλος του 1993 και να καθοριστούν σύμφωνα με αυτό οι αρμοδιότητες των τριών σημερινών υποεπιτροπών και των πέντε ομάδων εργασίας που έχουν συσταθεί για το σκοπό αυτό.

Στις 29 Οκτωβρίου 1993, οι Κυβερνήσεις των Κρατών Μελών σε επίπεδο αρχηγών κρατών ή κυβερνήσεων συμφώνησαν ως προς την έδρα του ΕΝΙ -- τη Φραγκφούρτη -- και πρότειναν τον Πρόεδρο του Ιδρύματος. Την 1η Νοεμβρίου τέθηκε σε ισχύ η Συνθήκη, καθώς επίσης και το προσαρτώμενο σ' αυτήν Πρωτόκολλο που περιέχει το Καταστατικό του ΕΝΙ. Την 1η Ιανουαρίου 1994 ιδρύθηκε το ΕΝΙ και ανέλαβε τα καθήκοντα που του ανατέθηκαν βάσει της Συνθήκης. Επειδή παρατηρήθηκαν καθυστερήσεις στη διαδικασία επικύρωσης της Συνθήκης και αναβλήθηκε η λήψη απόφασης σχετικά με την έδρα και τον Πρόεδρο του ΕΝΙ, χρειάστηκε να γίνουν προσωρινές ρυθμίσεις που θα επέτρεπαν στο ΕΝΙ να ασκήσει τα καθήκοντά του στην πρώτη φάση της λειτουργίας του. Μέχρι το Νοέμβριο 1994, οι κύριες λειτουργίες διεκπεραιώνονταν στη Βασιλεία, με τη συνεργασία της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών και από τις κτιριακές εγκαταστάσεις της, όπου φιλοξενείτο η Γραμματεία της πρώην Επιτροπής Διοικητών. Το Μάρτιο του 1994 αποφασίστηκε να εγκατασταθεί το ΕΝΙ στον "Ευρωπύργο" στη Φραγκφούρτη και στους επόμενους μήνες συνεχίστηκαν οι προετοιμασίες για τη μεταφορά της έδρας στη Φραγκφούρτη και την πρόσληψη προσωπικού. Το Συμβούλιο του ΕΝΙ συνεδρίασε για πρώτη φορά στο κτίριο της Φραγκφούρτης στις 15 Νοεμβρίου 1994.

Οι ενότητες που ακολουθούν είναι μια συνοπτική αναφορά στα κύρια καθήκοντα και τις λειτουργίες του ΕΝΙ, καθώς και στην οργανωτική του δομή.

## **A. Ο ΡΟΛΟΣ ΚΑΙ Η ΔΟΜΗ ΤΟΥ ENI**

### **1. Σκοποί, καθήκοντα και αρμοδιότητες του ENI**

Η Συνθήκη (Άρθρο 109ΣΤ) και το προσαρτώμενο Πρωτόκολλο που περιέχει το Καταστατικό του ENI καθορίζουν τους σκοπούς, τα καθήκοντα και τις αρμοδιότητες του ENI.

Ο γενικότερος σκοπός του ENI είναι να συντελέσει στην πραγμάτωση της οικονομικής και νομισματικής ένωσης, ιδίως μέσω της δημιουργίας των αναγκαίων συνθηκών για τη μετάβαση στο τρίτο στάδιο. Μέσα στο γενικό αυτό πλαίσιο, το ENI:

- ενισχύει τη συνεργασία μεταξύ των κεντρικών τραπεζών και το συντονισμό των εθνικών νομισματικών πολιτικών, με σκοπό τη βελτίωση της σύγκλισης και τη διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών,
- εκτελεί τις απαιτούμενες προπαρασκευαστικές εργασίες για την εγκαθίδρυση του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ), την άσκηση ενιαίας νομισματικής πολιτικής και τη δημιουργία ενιαίου νομίσματος, στο τρίτο στάδιο.

Ορισμένες λειτουργικές και συμβουλευτικές αρμοδιότητες απορρέουν άμεσα ή έμμεσα από τους παραπάνω στόχους. Συγκεκριμένα, το ENI:

- διευκολύνει τη χρήση του ECU και εποπτεύει την ανάπτυξή του, συμπεριλαμβανομένης της ομαλής λειτουργίας του Συστήματος Συμφηφισμού και Διακανονισμού του ECU,
- παρακολουθεί τη λειτουργία του ΕΝΣ και αναλαμβάνει τα καθήκοντα που προηγούμενως ανήκαν στο Ευρωπαϊκό Ταμείο Νομισματικής Συνεργασίας (ΕΤΝΣ),
- διεξάγει διαβουλεύσεις για θέματα της αρμοδιότητας των εθνικών κεντρικών τραπεζών που επηρεάζουν τη σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και αγορών,
- ερωτάται από το Συμβούλιο σχετικά με προτεινόμενες νομοθετικές ρυθμίσεις, και από τις εθνικές αρχές επί σχεδίων νόμου εσωτερικού δικαίου που υπάγονται στην αρμοδιότητα του ENI,
- υποβάλλει στο Συμβούλιο ετήσια έκθεση για την πρόοδο που σημειώνουν τα Κράτη Μέλη ως προς την εκπλήρωση των υποχρεώσεών τους σε σχέση με την επίτευξη της ΟΝΕ,
- έχει τη δυνατότητα να κατέχει και να διαχειρίζεται συναλλαγματικά αποθέματα αιτήσεως των εθνικών κεντρικών τραπεζών, ως αντιπρόσωπός τους.

#### **1.1 Ενίσχυση της συνεργασίας των κεντρικών τραπεζών και του συντονισμού της νομισματικής πολιτικής**

Στη διάρκεια του Δεύτερου Σταδίου, το ENI υποχρεούται να ενισχύει το συντονισμό της πολιτικής με σκοπό την προώθηση υψηλού βαθμού μακροοικονομικής σύγκλισης. Κατά την εκπλήρωση αυτής της αποστολής του, το ENI ενεργεί σύμφωνα με τις επιδιώξεις και τις αρχές που έχουν καθοριστεί για το ΕΣΚΤ, και ειδικότερα σύμφωνα με την αρχή ότι πρωταρχικός σκοπός της νομισματικής πολιτικής είναι η προαγωγή της σταθερότητας των τιμών.

Κατά την εκπλήρωση των καθηκόντων του, το ENI αποτελεί ένα φόρουμ διαβουλεύσεων και ανταλλαγής απόψεων και πληροφοριών επί θεμάτων πολιτικής, ενώ η τελική ευθύνη για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής εξακολουθεί να ανήκει στις εθνικές αρχές. Το ENI δύναται να διατυπώνει γνώμες ή συστάσεις για το γενικότερο

προσανατολισμό της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής, καθώς και για τα σχετικά μέτρα που λαμβάνει κάθε Κράτος Μέλος. Το ENI δύναται να υποβάλλει στις κυβερνήσεις και το Συμβούλιο γνώμες ή συστάσεις σχετικά με πολιτικές που ενδεχομένως επηρεάζουν την εσωτερική ή εξωτερική νομισματική κατάσταση στην Κοινότητα και ειδικότερα τη λειτουργία του ΕΝΣ. Διεξάγει διαβουλεύσεις σχετικά με θέματα που υπάγονται στην αρμοδιότητα των εθνικών κεντρικών τραπεζών και επηρεάζουν τη σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και αγορών.

## 1.2 Προετοιμασία για την εγκαθίδρυση του ΕΣΚΤ

Σύμφωνα με το Άρθρο 109 ΣΤ, παράγραφος 3, της Συνθήκης, το ENI έχει αναλάβει μία σαφή αρμοδιότητα: "Το αργότερο ως τις 31 Δεκεμβρίου 1996, το ENI προσδιορίζει το κανονιστικό, οργανωτικό και υλικοτεχνικό πλαίσιο που χρειάζεται το ΕΣΚΤ για να ασκεί τα καθήκοντά του κατά το τρίτο στάδιο".

Το κανονιστικό, οργανωτικό και υλικοτεχνικό πλαίσιο που χρειάζεται το ΕΣΚΤ για να ασκεί τα καθήκοντά του καλύπτει, μεταξύ άλλων, τους εξής τομείς:

- τον καθορισμό των κατευθυντήριων γραμμών και του πλαισίου εφαρμογής της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, καθώς και την προετοιμασία των κανόνων λειτουργίας και διαδικασιών του ΕΣΚΤ,
- την άσκηση ενιαίας πολιτικής συναλλαγματικής ισοτιμίας,
- την προώθηση της αποτελεσματικότητας των συστημάτων διασυνωριακών πληρωμών,
- τη έγκαιρη συλλογή και εναρμόνιση, όπου είναι αναγκαίο, αξιόπιστων στατιστικών στοιχείων που θα στηρίζουν την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής,
- την εποπτεία του τεχνικού σχεδιασμού της εκτύπωσης και έκδοσης ευρωπαϊκού τραπεζογραμματίου,
- την εναρμόνιση των λογιστικών κανόνων και προτύπων των εθνικών κεντρικών τραπεζών και τη δημιουργία επαρκούς δομής συστημάτων πληροφορικής για το ΕΣΚΤ.

Εν όψει της πολυπλοκότητας του έργου, της αλληλεξάρτησης των διαφόρων τομέων δραστηριότητας και των ιδρυμάτων, καθώς και του σύντομου χρόνου που διατίθεται για τις προπαρασκευαστικές εργασίες, το Συμβούλιο του ENI οργάνωσε τις εν λόγω εργασίες με βάση ένα γενικό σχέδιο που θέτει τις βασικές κατευθύνσεις δράσης. Το σχέδιο αυτό αποτελεί οδηγό για την οργάνωση, την παρακολούθηση και την αξιολόγηση των δραστηριοτήτων που ασκούνται από τους υπαλλήλους του ENI, τις Υποεπιτροπές και τις Ομάδες Εργασίας, και καλύπτει τα κύρια θέματα που πρέπει να αντιμετωπιστούν στα πλαίσια των προπαρασκευαστικών εργασιών. Επίσης, καθορίζει σε γενικές γραμμές τα χρονοδιαγράμματα εργασίας των διαφόρων Υποεπιτροπών και Ομάδων Εργασίας και τη χρονική προτεραιότητα σύμφωνα με την οποία θα συζητούνται τα παραπάνω θέματα στο Συμβούλιο του ENI.

Το ENI πρέπει να μεριμνά ώστε η προετοιμασία για το Τρίτο Στάδιο, η οποία έχει αναληφθεί σε διάφορους τομείς, να δημιουργεί ένα συνεκτικό πρόγραμμα με εσωτερική συνέπεια και ανάλογη εφαρμογή. Η εφαρμογή πρέπει να καταστεί δυνατή, σύμφωνα με τη Συνθήκη, μέχρι το τέλος του 1996. Για το σκοπό αυτό, απαιτείται να επινοηθούν εφικτές λύσεις, ενώ ενδεχομένως πρέπει να μελετηθούν και μηχανισμοί αντιμετώπισης απροόπτων, ιδίως εν όψει των ενίοτε μακρών καθυστερήσεων εφαρμογής. Προκειμένου να διασφαλίζεται ότι οι προπαρασκευαστικές εργασίες προχωρούν σύμφωνα με το χρονοδιάγραμμα, από πλευράς όχι μόνο περιεχομένου αλλά και καταληκτικών ημερομηνιών, η πρόοδος των εργασιών θα παρακολουθείται συνεχώς.

Οι εκθέσεις για την πρόοδο των προπαρασκευαστικών εργασιών θα ανακοινώνονται σε τρίτους, ειδικότερα την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, τη Νομισματική Επιτροπή και, άπαξ του έτους, στο Συμβούλιο Υπουργών σύμφωνα με το Άρθρο 7.1 του Καταστατικού του ENI.

### **1.3 Εποπτεία της ανάπτυξης του ECU**

Σύμφωνα με το Άρθρο 4.1 του Καταστατικού του, το ENI "διευκολύνει τη χρήση του ECU και εποπτεύει την ανάπτυξή του". Η αποστολή αυτή περιλαμβάνει κυρίως την αξιολόγηση του νομικού πλαισίου στις χώρες της ΕΕ για να εξεταστούν τα κανονιστικά εμπόδια στην ιδιωτική χρήση του ECU. Το ENI συνεργάζεται εν προκειμένω με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Τα κανονιστικά εμπόδια στη χρήση του ECU πρέπει να αρθούν. Ωστόσο, έχει γίνει γενικότερα δεκτό ότι το ECU δεν θα έπρεπε να έχει τις ιδιότητες εθνικού νομίσματος κατά το Δεύτερο Στάδιο, έτσι ώστε να μη θίγονται τα κυριαρχικά δικαιώματα των Κρατών Μελών ως προς τη νομισματική πολιτική.

Επίσης, το ENI προβαίνει σε ετήσια επισκόπηση των εξελίξεων τόσο στη χρηματοοικονομική όσο και στη μη χρηματοοικονομική χρήση του ECU. Επιπλέον, το ENI έχει αναλάβει ρόλο συμβουλευτικό, είτε με δική του πρωτοβουλία, είτε αιτήσει άλλων κοινοτικών οργάνων και των Κρατών Μελών. Στα πλαίσια αυτού του ρόλου, το ENI ειδικότερα παρέχει διευκρινίσεις σχετικά με τη μετάβαση στο ενιαίο νόμισμα κατά το Τρίτο Στάδιο και τη συνέχιση της χρήσης συμβάσεων και μέσων πληρωμής εκφρασμένων σε ECU.

### **1.4 Άλλα καθήκοντα**

Στο ENI έχουν ανατεθεί και άλλα λειτουργικά και συμβουλευτικά καθήκοντα, τα οποία περιγράφονται στο Κεφάλαιο II, Τμήμα Β. Σύμφωνα με το Άρθρο 6.4 του Καταστατικού του, το ENI δικαιούται να κατέχει και να διαχειρίζεται συναλλαγματικά αποθέματα αιτήσεως των εθνικών κεντρικών τραπεζών, ως αντιπρόσωπός τους. Εντούτοις, τέτοιο αίτημα δεν έχει υποβληθεί μέχρι στιγμής.

Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι, σύμφωνα με το Άρθρο 109ΣΤ, παράγραφος 7, της Συνθήκης, το Συμβούλιο Υπουργών μπορεί να αναθέσει στο ENI πρόσθετα καθήκοντα για την προπαρασκευή του Τρίτου Σταδίου.

## **2. Η οργανωτική δομή του ENI**

Το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ίδρυμα είναι όργανο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, με νομική προσωπικότητα, και έχει ιδρυθεί σύμφωνα με τις διατάξεις της Συνθήκης. Μέλη του ENI είναι οι κεντρικές τράπεζες των Κρατών Μελών. Κατά την άσκηση των καθηκόντων του, το προσωπικό του ENI συνεργάζεται στενά με τις τρεις υποεπιτροπές και τις πέντε ομάδες εργασίας επί ειδικών θεμάτων. Η δομή του ENI περιγράφεται κατωτέρω.

### **2.1 Το Συμβούλιο του ENI**

Το όργανο λήψης αποφάσεων του ENI είναι το Συμβούλιο του ENI. Σύμφωνα με το Άρθρο 109ΣΤ, παράγραφος 1, της Συνθήκης και το Άρθρο 9 του Καταστατικού του ENI, το Συμβούλιο έχει τη διεύθυνση και τη διαχείριση του ENI. Το Συμβούλιο απαρτίζεται από τον Πρόεδρο του ENI και τους Διοικητές των κεντρικών τραπεζών των Κρατών Μελών. Ο Πρόεδρος του Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης και ένα μέλος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής δύνανται να συμμετέχουν στις συνεδριάσεις του Συμβουλίου του ENI, χωρίς δικαίωμα ψήφου. Το Συμβούλιο του ENI, οι εργασίες του οποίου έχουν εμπιστευτικό χαρακτήρα, συνεδριάζει τουλάχιστον 10 φορές το χρόνο.

Κατά την άσκηση των εξουσιών και των καθηκόντων που τους ανατέθηκαν βάσει της Συνθήκης και του Καταστατικού, τα μέλη του Συμβουλίου του ENI, τα οποία εκπροσωπούν τα ιδρύματα από τα οποία προέρχονται, ενεργούν με δική τους ευθύνη. Το Συμβούλιο του ENI δεν επιτρέπεται να ζητεί ή να δέχεται υποδείξεις από άλλα κοινοτικά όργανα ή οργανισμούς ή από τις κυβερνήσεις των Κρατών Μελών. Τα κοινοτικά όργανα και οργανισμοί, καθώς και οι κυβερνήσεις των Κρατών Μελών, αναλαμβάνουν την υποχρέωση να τηρούν αυτή την αρχή της ανεξαρτησίας. Κάθε μέλος του Συμβουλίου έχει μία ψήφο και οι αποφάσεις του Συμβουλίου λαμβάνονται κατά κανόνα με απλή πλειοψηφία των μελών του. Ειδική πλειοψηφία των δύο τρίτων των μελών απαιτείται, μεταξύ άλλων, προκειμένου να θεσπιστούν γνωμοδοτήσεις ή συστάσεις που αφορούν τη νομισματική ή συναλλαγματική πολιτική, να ληφθούν αποφάσεις για τους οικονομικούς πόρους ή να υιοθετηθούν κατευθυντήριες αρχές για τις μεθόδους με τις οποίες θα εκπληρωθούν οι αναγκαίοι όροι, ώστε το ΕΣΚΤ να επιτελέσει το έργο του. Ομοφωνία απαιτείται ιδίως για αποφάσεις που αφορούν τον καθορισμό του κανονιστικού, οργανωτικού και υλικοτεχνικού πλαισίου του ΕΣΚΤ, για τη δημοσίευση των γνωμοδοτήσεων και των συστάσεων ή για να αναγνωριστεί σε νομισματικές αρχές τρίτων χωρών το καθεστώς των "Λοιπών Κατόχων" επίσημων ECU.

Κατά μακρά παράδοση που έχει επικρατήσει στους κόλπους της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, μετά την υπογραφή της Πράξης Προσχώρησης από πλευράς των Αρχηγών Κρατών ή Κυβερνήσεων στην Κέρκυρα τον Ιούνιο του 1994, το ENI προσκάλεσε τις κεντρικές τράπεζες των χωρών που ζήτησαν την ένταξή τους, δηλ. της Αυστρίας, της Φιλανδίας, της Νορβηγίας και της Σουηδίας, να συμμετέχουν ως παρατηρητές στις συνεδριάσεις του Συμβουλίου, της Επιτροπής Αναπληρωτών, των Υποεπιτροπών και των Ομάδων Εργασίας. Μετά το αποτέλεσμα του νορβηγικού δημοψηφίσματος του Νοεμβρίου 1994 για την ένταξη στην Ευρωπαϊκή Ένωση, κατά το οποίο η πλειοψηφία τάχθηκε κατά της ένταξης, οι εκπρόσωποι της νορβηγικής κεντρικής τράπεζας έπαψαν πλέον να συμμετέχουν στις συνεδριάσεις του ENI. Την 1η Ιανουαρίου 1995, όταν τέθηκε σε εφαρμογή η Πράξη Προσχώρησης, η Αυστρία, η Φιλανδία και η Σουηδία προσχώρησαν επίσημα στην Ευρωπαϊκή Ένωση και οι Διοικητές των κεντρικών τραπεζών τους έγιναν μέλη του Συμβουλίου του ENI.

## **2.2 Ο Πρόεδρος του ENI**

Σύμφωνα με τις διατάξεις της Συνθήκης και του Καταστατικού του ENI, ο Πρόεδρος του ENI διορίζεται για τριετή θητεία κατόπιν κοινής συμφωνίας των κυβερνήσεων των Κρατών Μελών σε επίπεδο Αρχηγών Κρατών ή Κυβερνήσεων, με πρόταση της Επιτροπής Διοικητών ή του Συμβουλίου του ENI και αφού ζητηθεί η γνώμη του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της ΕΕ. Στα καθήκοντα του Προέδρου περιλαμβάνονται η προετοιμασία και η προεδρία των συνεδριάσεων του Συμβουλίου, η τρέχουσα διαχείριση του ENI και η παρουσίαση των απόψεων του ENI. Σε περίπτωση απουσίας του Προέδρου, τα καθήκοντά του ασκούνται από τον Αντιπρόεδρο, ο οποίος εκλέγεται μεταξύ των Διοικητών που είναι μέλη του Συμβουλίου, επίσης για τριετή θητεία.

## **2.3 Η εσωτερική οργάνωση του ENI**

Κατά την ίδρυσή του, την 1η Ιανουαρίου 1994, το ENI ξεκίνησε με τους 28 υπαλλήλους της Γραμματείας της Επιτροπής Διοικητών. Τον Απρίλιο, μετά τη λήψη απόφασης σχετικά με το κτίριο, η Διεύθυνση Διοικητικών Υποθέσεων εγκαταστάθηκε στη Φραγκφούρτη για να οργανώσει την υποδομή των νέων γραφείων του ENI, να προσλάβει υπαλλήλους και να προετοιμάσει τη μεταφορά της έδρας από τη Βασιλεία. Από τις 31 Δεκεμβρίου 1994 ο αριθμός των υπαλλήλων ανήλθε σε 126. Οι υπάλληλοι γενικά διορίστηκαν με σύμβαση ορισμένου χρόνου, διάρκειας τριών ετών. Ο αριθμός των υπαλλήλων προγραμματίζεται ήδη να φθάσει το επίπεδο των 199 μέχρι το τέλος του 1995.

Η διοίκηση προς το παρόν περιλαμβάνει το Γενικό Διευθυντή και τέσσερις Επικεφαλής Διευθύνσεων. Οι κύριες αρμοδιότητες του Γενικού Διευθυντή είναι να επικουρεί τον Πρόεδρο στο έργο του, ιδίως στην τρέχουσα διαχείριση του ENI. Οι τέσσερις διευθύνσεις είναι: η Γενική Γραμματεία, η Διεύθυνση Νομισματικών, Οικονομικών και Στατιστικών Υποθέσεων, η Διεύθυνση Διοικητικών Υποθέσεων και η Διεύθυνση Συστημάτων Πληροφορικής και Επικοινωνίας.

Η Γενική Γραμματεία αποτελείται από δύο Τμήματα. Το Τμήμα Πολιτικής είναι υπεύθυνο για: (α) την προετοιμασία των συνεδριάσεων του Συμβουλίου, τη διατήρηση των διοργανικών σχέσεων, την υποστήριξη της κατάρτισης και της διανομής των εκθέσεων του ENI και την τήρηση του αρχείου του ENI, (β) την εποπτεία του Συστήματος Συμφηφισμού και Διακανονισμού του ECU, την παρακολούθηση των συστημάτων πληρωμών των Κρατών Μελών και την προετοιμασία των πανευρωπαϊκών συστημάτων πληρωμών στο Τρίτο Στάδιο, (γ) την υποστήριξη των εργασιών των Ομάδων Παρακολούθησης και Συντονισμού, την παρακολούθηση της λειτουργίας του ΕΝΣ, τη διευκόλυνση της χρήσης του ECU και την εποπτεία της ανάπτυξής του, την πραγματοποίηση εργασιών που αφορούν το ΕΝΣ, καθώς και την προετοιμασία πράξεων επί συναλλάγματος που θα εκτελούνται από το ΕΣΚΤ στο Τρίτο Στάδιο, (δ) την εκπόνηση προκαταρκτικών αναλύσεων για τις διαβουλεύσεις επί θεμάτων που επηρεάζουν τη σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και αγορών, και (ε) το συντονισμό των προπαρασκευαστικών εργασιών για το Τρίτο Στάδιο, την παρακολούθηση, αξιολόγηση και σύνταξη εκθέσεων για την πρόοδο που σημειώνεται σε σχέση με το χρονοδιάγραμμα της Συνθήκης. Η Διεύθυνση αυτή συνεργάζεται στενά και παρέχει υποστήριξη στις Υποεπιτροπές Συναλλαγματικής Πολιτικής και Τραπεζικής Εποπτείας, στην Ομάδα Εργασίας για τα Ευρωπαϊκά Συστήματα Πληρωμών, την Ομάδα Εργασίας για Λογιστικά Θέματα και την Ομάδα Εργασίας για την έκδοση του Ευρωπαϊκού Τραπεζογραμματίου.

Το Τμήμα Νομικών Υποθέσεων είναι υπεύθυνο για το χειρισμό όλων των νομικών θεμάτων στα πλαίσια του ENI. Αυτά περιλαμβάνουν την επικουρία προς το ENI κατά την εκπλήρωση των καθηκόντων του, ιδίως όσον αφορά τις νομικές πτυχές της προπαρασκευής του κανονιστικού και θεσμικού πλαισίου του ΕΣΚΤ, καθώς και για θέματα σχετικά με την ερμηνεία της Συνθήκης. Επιπλέον, το Τμήμα Νομικών Υποθέσεων βοηθεί στην κατάρτιση των γνωμοδοτήσεων του ENI οσάκις ζητείται η γνώμη του είτε από το Συμβούλιο Υπουργών είτε από τις εθνικές αρχές επί νομοσχεδίων κοινοτικού ή εσωτερικού δικαίου της αρμοδιότητάς του. Οι υπάλληλοι του Τμήματος αυτού παρέχουν στη διοίκηση του ENI νομικές συμβουλές επί διοικητικών θεμάτων. Η Γενική Γραμματεία είναι υπεύθυνη και για την Υπηρεσία Τύπου και Μεταφράσεων του ENI.

Η Διεύθυνση Νομισματικών, Οικονομικών και Στατιστικών Υποθέσεων αποτελείται από τρία τμήματα, παρέχει γραμματειακή υποστήριξη στην Υποεπιτροπή Νομισματικής Πολιτικής και είναι υπεύθυνη για τη βιβλιοθήκη του ENI. Το Τμήμα Δεύτερου Σταδίου προβαίνει σε οικονομικές αναλύσεις επί θεμάτων που αφορούν την ενίσχυση της νομισματικής συνεργασίας μεταξύ των κεντρικών τραπεζών και το συντονισμό των νομισματικών πολιτικών με σκοπό την προώθηση της σταθερότητας των τιμών κατά το Δεύτερο Στάδιο. Επίσης μπορεί να επικουρεί το Συμβούλιο στη διατύπωση γνωμών και συστάσεων επί των μακροοικονομικών πολιτικών, συμπεριλαμβανομένων και των πολιτικών που αφορούν τα κριτήρια σύγκλισης, καθώς και να προβαίνει σε αναλύσεις επί θεμάτων που αφορούν τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Οι παραπάνω αρμοδιότητες υποστηρίζονται από τις οικονομικές μελέτες του τμήματος, που επικεντρώνονται κυρίως στις βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες πλευρές της οικονομικής και χρηματοοικονομικής συμπεριφοράς στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, καθώς και σε συγκρίσεις μεταξύ των επιμέρους χωρών. Το Τμήμα Τρίτου Σταδίου είναι υπεύθυνο για την εκπόνηση αναλύσεων σχετικά με τις κατευθυντήριες γραμμές, το πλαίσιο και τους κανόνες της ενιαίας νομισματικής πολιτικής κατά το Τρίτο Στάδιο της ΟΝΕ, ιδίως όσον αφορά τον καθορισμό των μέσων, των διαδικασιών και των ενδιάμεσων στόχων της νομισματικής πολιτικής. Συμβάλλει επίσης στην ανάλυση της πρακτικής εφαρμογής της συναλλαγματικής πολιτικής

στο Τρίτο Στάδιο. Επιπλέον, εκπονεί οικονομικές μελέτες με σκοπό την ανάλυση των μακροπρόθεσμων τάσεων και στρατηγικών και παρέχει συμβουλές για λειτουργικά θέματα που αφορούν την προετοιμασία και την έναρξη του Τρίτου Σταδίου σε όλο το εύρος της Ένωσης. Και τα δύο τμήματα συνεργάζονται στενά με τις Υποεπιτροπές Νομισματικής Πολιτικής και Συναλλαγματικής Πολιτικής.

Το Τμήμα Στατιστικής έχει ως κύριο καθήκον να συμβάλει στη βελτίωση της αναγκαίας στατιστικής πληροφόρησης για την προώθηση του συντονισμού των νομισματικών πολιτικών στο Δεύτερο Στάδιο και να προετοιμάσει τις εναρμονισμένες κατευθυντήριες αρχές και προσεγγίσεις, καθώς και να καθορίσει το κανονιστικό, οργανωτικό και υλικοτεχνικό πλαίσιο για τα στατιστικά δεδομένα που θα χρειαστούν για την εκτέλεση της αποστολής του ΕΣΚΤ. Κατά την εκπλήρωση των παραπάνω καθηκόντων του, το Τμήμα Στατιστικής συνεργάζεται στενά με την Ομάδα Εργασίας για τη Στατιστική. Επίσης, το Τμήμα αυτό έχει την ευθύνη να διασφαλίζει ότι γενικά υπάρχει η δυνατότητα παροχής των στατιστικών δεδομένων και των διευκολύνσεων που θα χρειάζονται σε όλο το φάσμα του ΕΜΙ.

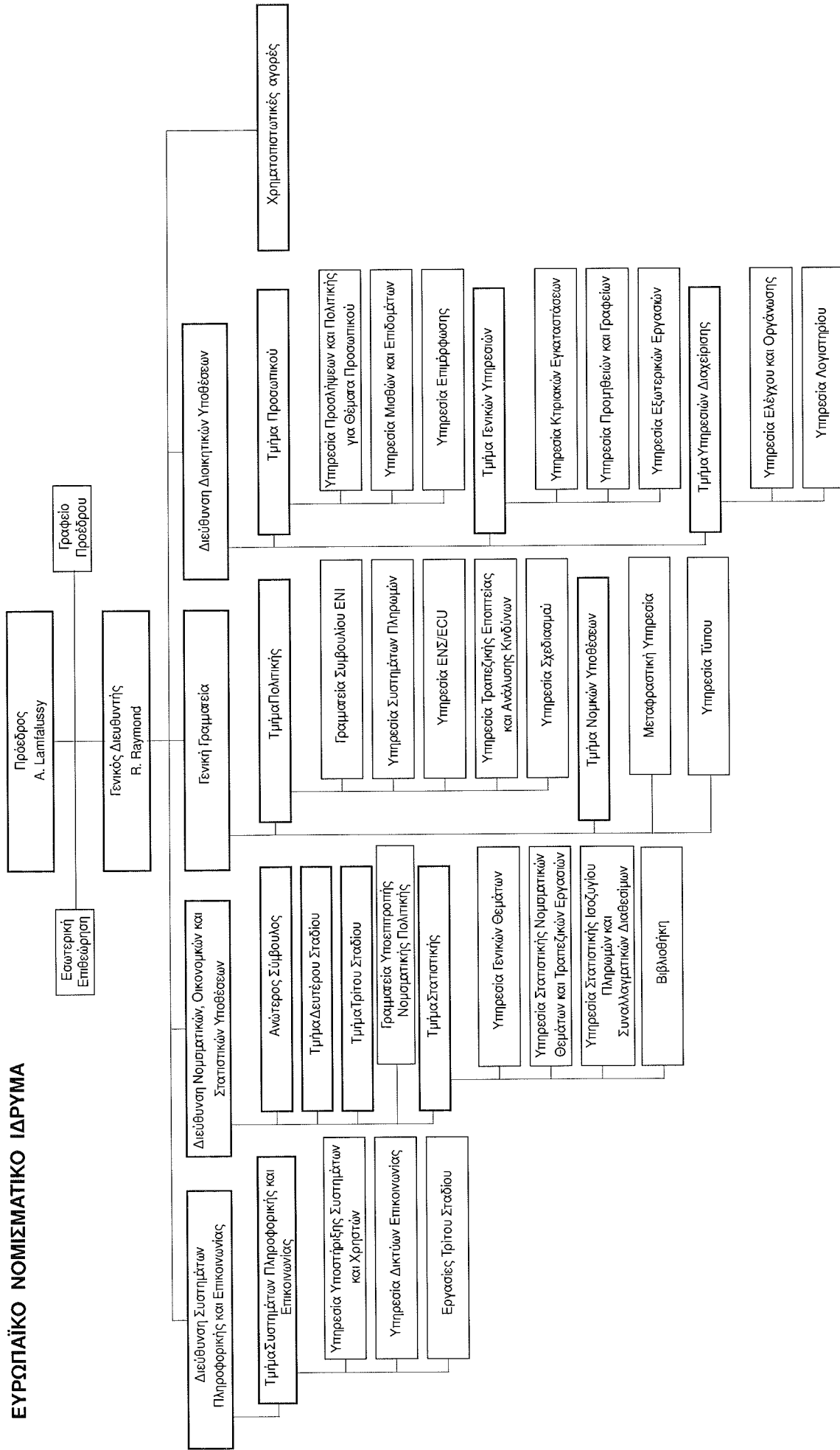
Η Διεύθυνση Συστημάτων Πληροφορικής και Επικοινωνίας (ΔΣΠΕ) προς το παρόν περιλαμβάνει ένα τμήμα, υποδιαιρούμενο σε τρεις υπηρεσιακές μονάδες, και είναι υπεύθυνη για τη χάραξη και εφαρμογή μιας τεχνολογικής στρατηγικής για τα συστήματα πληροφορικής και επικοινωνίας για λογαριασμό του ΕΜΙ και, μελλοντικά, του ΕΣΚΤ. Το έργο αυτό εκτελείται σε στενή συνεργασία με την Ομάδα Εργασίας για τα Συστήματα Πληροφορικής, της οποίας το γραμματειακό σκέλος καλύπτει η ΔΣΠΕ. Επιπλέον, η ΔΣΠΕ είναι υπεύθυνη για την παροχή τεχνικής υποστήριξης στους χρήστες των συστημάτων πληροφορικής και επικοινωνίας μέσα στο ίδιο το ΕΝΙ και, υπό την εποπτεία της Ομάδας Εργασίας επί Συστημάτων Πληροφορικής, για την παρακολούθηση, το συντονισμό και την περαιτέρω ανάπτυξη των συστημάτων επικοινωνίας τα οποία ήδη συνδέουν το ΕΝΙ με τις κεντρικές τράπεζες.

Η Διεύθυνση Διοικητικών Υποθέσεων αποτελείται από τρία τμήματα: Το Τμήμα Προσωπικού είναι υπεύθυνο για: (α) τις προσλήψεις και την πολιτική που ακολουθείται σε θέματα προσωπικού, (β) θέματα μισθοδοσίας και γ) την επιμόρφωση. Το Τμήμα Γενικών Υπηρεσιών είναι υπεύθυνο για: (α) τις κτιριακές εγκαταστάσεις, (β) τις προμήθειες και τη γενικότερη εξυπηρέτηση των γραφείων και (γ) την οργάνωση διασκέψεων, συνεδριάσεων και ταξιδιών. Το Τμήμα Υπηρεσιών Διαχείρισης ασχολείται με: (α) τους εσωτερικούς οικονομικούς λογαριασμούς του ΕΝΙ και (β) τη λογιστική διαχείριση και γενικά οργανωτικά θέματα.

Εφόσον το Άρθρο 6.4 του Καταστατικού του ΕΝΙ του παρέχει το δικαίωμα να κατέχει και να διαχειρίζεται συναλλαγματικά αποθέματα αιτήσεως των εθνικών κεντρικών τραπεζών, ως αντιπρόσωπός τους, το ΕΝΙ θα συστήσει Διεύθυνση Χρηματοοικονομικών Θεμάτων, εάν παραστεί τέτοια ανάγκη.

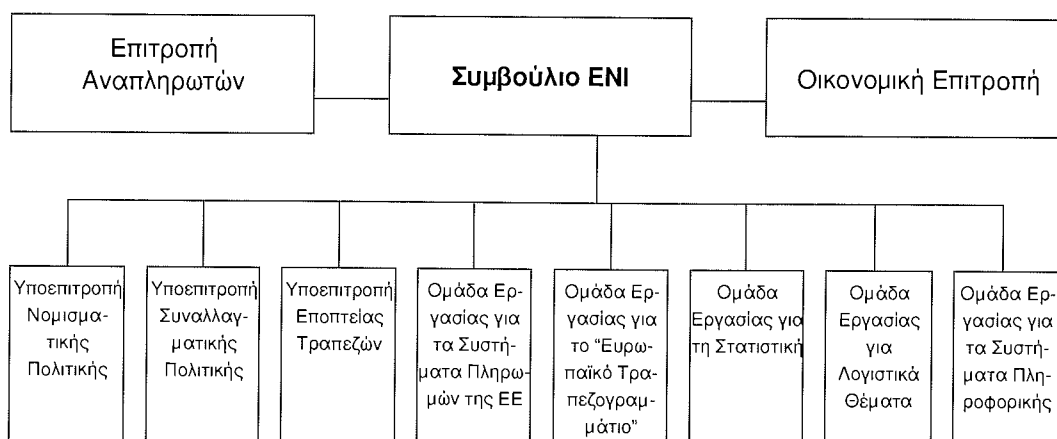


# ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ



## 2.4 Επιτροπές, υποεπιτροπές και ομάδες εργασίας

Κατά την άσκηση των καθηκόντων του, το Συμβούλιο του ENI επικουρείται από διάφορες επιτροπές και ομάδες εργασίας, σύμφωνα με την ακόλουθη δομή:



Η Επιτροπή Αναπληρωτών, με πρόεδρο το Γενικό Διευθυντή του ENI, αποτελείται από ανώτατα στελέχη-εκπροσώπους των κεντρικών τραπεζών της ΕΕ, οι οποίοι διορίζονται από τους αντίστοιχους Διοικητές ως Αναπληρωτές τους στο Συμβούλιο του ENI. Η βασική αποστολή της Επιτροπής αυτής είναι να συμβάλλει στην προετοιμασία των συνεδριάσεων του Συμβουλίου του ENI.

Η Οικονομική Επιτροπή, στην οποία προεδρεύει ο Αντιπρόεδρος του ENI, περιλαμβάνει επίσης και τα δύο αρχαιότερα μέλη του Συμβουλίου του ENI, τα οποία εναλλάσσονται κατ' έτος. Η κύρια αρμοδιότητα της Επιτροπής είναι να εξετάζει για λογαριασμό του Συμβουλίου τις προτάσεις του Προέδρου του ENI που αφορούν τον ετήσιο προϋπολογισμό και τους ετήσιους λογαριασμούς, καθώς και περιοδικές καταστάσεις δαπανών που πραγματοποιεί το ENI κατά τη διάρκεια της χρήσεως και να γνωμοδοτεί σχετικά προς το Συμβούλιο του ENI. Οι υποεπιτροπές και οι ομάδες εργασίας, αποτελούμενες από εμπειρογνώμονες προερχόμενους από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες, ιδρύθηκαν επί των ημερών της Επιτροπής Διοικητών και το Συμβούλιο του ENI αποφάσισε να συνεχίσουν τις εργασίες τους. Καθένας από τους προέδρους των υποεπιτροπών και των ομάδων εργασίας έχει διοριστεί για τριετή θητεία που άρχισε από την 1η Ιανουαρίου 1994.

Η Υποεπιτροπή Νομισματικής Πολιτικής επικουρεί το Συμβούλιο στην ενίσχυση του συντονισμού των νομισματικών πολιτικών στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Για το σκοπό αυτό, στα πλαίσια της *ex ante* και *ex post* ανάλυσης των οικονομικών δεδομένων, συμβάλλει στις περιοδικές διαβουλεύσεις σχετικά με την παρακολούθηση των νομισματικών πολιτικών, ιδίως εξετάζοντας τους στόχους της νομισματικής πολιτικής και τις στρατηγικές που χαράζουν τα Κράτη Μέλη και τη συμβατότητά τους με την επίτευξη του στόχου της σταθερότητας των τιμών σε ολόκληρη την Ένωση. Επιπλέον, η Υποεπιτροπή προβαίνει σε ετήσια επισκόπηση των δημοσιονομικών εξελίξεων. Η Υποεπιτροπή επίσης εκπονεί τις αναγκαίες μελέτες προκειμένου να διευκολύνει το έργο του ENI σε σχέση με τις απαιτούμενες προετοιμασίες για την άσκηση ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Ειδικότερα, μελετά τις μεθόδους και τις οργανωτικές πλευρές της εφαρμογής της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, με σκοπό την προπαρασκευή των αναγκαίων μέσων και διαδικασιών για την εκπλήρωση της αποστολής του ΕΣΚΤ στον τομέα της νομισματικής πολιτικής, κατά το Τρίτο Στάδιο.

Η Υποεπιτροπή Συναλλαγματικής Πολιτικής επικουρεί το Συμβούλιο στην προετοιμασία των συζητήσεων για τις εξελίξεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών, για τη λειτουργία του ΕΝΣ και τις εξελίξεις στη χρήση του ιδιωτικού ECU. Επίσης, η Υποεπιτροπή σε τακτά χρονικά διαστήματα ανταλλάσσει πληροφορίες με κεντρικές τράπεζες τρίτων

χωρών στο πλαίσιο της "διαδικασίας συντονισμού", στην οποία συμμετέχουν εκπρόσωποι κεντρικών τραπεζών δεκαεννέα βιομηχανικών χωρών και η οποία προβλέπει την ανταλλαγή πληροφοριών για τις εξελίξεις της αγοράς, τις παρεμβάσεις και άλλες επίσημες πράξεις συναλλάγματος. Επιπλέον, η Υποεπιτροπή επικουρεί το ENI στην εκτέλεση της προεργασίας για τις αρμοδιότητες του ΕΣΚΤ στον τομέα του συναλλάγματος.

Η Υποεπιτροπή Εποπτείας των Τραπεζών διεξάγει τακτικές διαβουλεύσεις για θέματα που επηρεάζουν τη σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και αγορών. Σε περιπτώσεις κατά τις οποίες οι εθνικές κεντρικές τράπεζες δεν είναι κατά νόμον αρμόδιες για την εποπτεία των τραπεζών, στην Υποεπιτροπή συμμετέχει εκπρόσωπος της αντίστοιχης εθνικής εποπτεύουσας αρχής.

Η Ομάδα Εργασίας για τα Συστήματα Πληρωμών της ΕΕ, υπό την αιγίδα του Συμβουλίου του ENI, είναι αρμόδια για το συντονισμό των δραστηριοτήτων των κεντρικών τραπεζών στον τομέα των συστημάτων πληρωμών, για την ανάλυση τρόπων διευκόλυνσης των διασυννοριακών πληρωμών στο πλαίσιο της Ενιαίας Αγοράς και της προετοιμασίας για το Τρίτο Στάδιο, καθώς και για την κατάρτιση των αποφάσεων του ENI σχετικά με την εποπτεία του Συστήματος Συμφηφισμού και Διακανονισμού του ECU.

Η Ομάδα Εργασίας για την Εκτύπωση και Εκδοση Ευρωπαϊκού Τραπεζογραμματίου επικουρεί το ENI στο έργο της επιτήρησης της τεχνικής προεργασίας για την εισαγωγή τραπεζογραμματίων ECU. Οι εργασίες αυτές περιλαμβάνουν τη μελέτη διαφόρων πιθανών επιλογών για το σχεδιασμό και την παραγωγή των ευρωπαϊκών τραπεζογραμματίων, καθώς και την έκδοση, τη διανομή, τη διαλογή και τη διαχείριση των εν λόγω τραπεζογραμματίων όταν πλέον θα έχουν παραχθεί.

Η Ομάδα Εργασίας για τη Στατιστική συμβάλλει στη βελτίωση της αναγκαίας στατιστικής πληροφόρησης για την προώθηση του συντονισμού των νομισματικών πολιτικών στο Δεύτερο Στάδιο, καθώς επίσης και για την ανάπτυξη της στατιστικής βάσης που απαιτείται για την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στο Τρίτο Στάδιο.

Η Ομάδα Εργασίας για Λογιστικά Θέματα ανέπτυξε τη λογιστική μεθοδολογία που εφαρμόζει το ENI (βλ. συνημμένους Ετήσιους Λογαριασμούς). Έχει την ευθύνη να προετοιμάζει το έδαφος για τη διατύπωση συστάσεων σχετικά με την εναρμόνιση των λογιστικών κανόνων και προτύπων στα πλαίσια του ΕΣΚΤ, ιδίως όσον αφορά τις διατάξεις του καταστατικού του για το νομισματικό εισόδημα, την καταβολή του κεφαλαίου και τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων.

Η Ομάδα Εργασίας για τα Συστήματα Πληροφορικής επικουρεί το ENI στη χάραξη και εφαρμογή της τεχνολογικής στρατηγικής του ENI και του ΕΣΚΤ για τα συστήματα πληροφορικής και επικοινωνίας.

### **3. Οι οικονομικοί πόροι του ENI**

Σύμφωνα με το άρθρο 16 του Καταστατικού του, το ENI διαθέτει δικούς του πόρους, που ανέρχονται σε 615,6 εκατομμύρια ECU (βλ. σημειώσεις στους συνημμένους Ετήσιους Λογαριασμούς). Το ύψος των απαιτούμενων πόρων καθορίστηκε από το Συμβούλιο του ENI βάσει των τόκων που πρέπει να αποφέρουν κατ' έτος, ώστε να καλύπτονται οι εκτιμώμενες μέγιστες τρέχουσες δαπάνες σε ένα ομαλό έτος λειτουργίας (περίπου 44 εκατ. ECU), μαζί με ένα κονδύλιο για αρχική επένδυση σε εξοπλισμό του ENI και ταμειακό απόθεμα κίνησης. Η διαχείριση τυχόν πλεονασμάτων στο τέλος της χρήσης θα γίνεται ως εξής: Πρώτον, ένα ποσό, που θα καθορίζεται από το Συμβούλιο του ENI θα μεταφέρεται σε λογαριασμό αποθεματικού, το οποίο πρέπει να αποδοθεί, μαζί με τις αρχικές εισφορές, στις κεντρικές τράπεζες κατά την εκκαθάριση του ENI. Δεύτερον, τυχόν απομένον πλεόνασμα που δεν μεταφέρεται στα αποθεματικά του ENI θα αποδίδεται στις κεντρικές τράπεζες.

**Πίνακας 10 Συμμετοχή των κεντρικών τραπεζών στους οικονομικούς πόρους του ENI**  
(ως ποσοστό %)

	1994	από 1995
Γερμανική Ομοσπονδιακή Τράπεζα	24,20	22,55
Τράπεζα της Γαλλίας	18,30	17,00
Τράπεζα της Ιταλίας	17,05	15,85
Τράπεζα της Αγγλίας	16,45	15,35
Τράπεζα της Ισπανίας	9,50	8,85
Ολλανδική Τράπεζα	4,55	4,25
Εθνική Τράπεζα του Βελγίου	3,00	2,80
Τράπεζα της Ελλάδος	2,15	2,00
Τράπεζα της Πορτογαλίας	1,95	1,85
Εθνική Τράπεζα της Δανίας	1,80	1,70
Κεντρική Τράπεζα της Ιρλανδίας	0,90	0,80
Νομισματικό Ίδρυμα του Λουξεμβούργου	0,15	0,15
Βασιλική Τράπεζα της Σουηδίας	-	2,90
Εθνική Τράπεζα της Αυστρίας	-	2,30
Φιλανδική Τράπεζα	-	1,65

Πηγή: Αποφάσεις του Συμβουλίου ENI 2/94 και 3/95

Οι οικονομικοί πόροι του ENI παρασχέθηκαν από τις συμμετέχουσες κεντρικές τράπεζες σύμφωνα με μια κλειδα κατανομής, βάσει της συμμετοχής του πληθυσμού και του ΑΕΠ κάθε χώρας, με την ίδια μέθοδο που θα ακολουθηθεί και για την ΕΚΤ στο Τρίτο Στάδιο.

Από τον εκτιμώμενο ετήσιο προϋπολογισμό, περίπου 40% κατανέμεται στις δαπάνες προσωπικού και 25% στη μίσθωση και συντήρηση των κτιριακών εγκαταστάσεων. Το υπόλοιπο 35% καλύπτει προμήθεια αγαθών, υπηρεσιών και εφοδίων. Από το ποσό αυτό, το ένα τρίτο απορρέει άμεσα από τις αναγκαίες διευκολύνσεις για την υποστήριξη των εργασιών των πολυάριθμων διεθνών συνεδριάσεων τις οποίες πραγματοποιούν στα πλαίσια του ENI οι ομάδες που περιγράφονται κατωτέρω, καθώς και από την τακτική σύνδεση με εθνικούς και διεθνείς οργανισμούς που σχετίζονται με τις εργασίες του ENI.

## **B. ΟΙ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΤΟΥ ΕΝΙ**

### **1. Συντονισμός των νομισματικών και συναλλαγματικών πολιτικών**

Στο ΕΝΙ έχει ανατεθεί η ενίσχυση του συντονισμού των νομισματικών πολιτικών των Κρατών Μελών με σκοπό τη διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών. Στο πλαίσιο αυτό, το ΕΝΙ πρέπει να πραγματοποιεί σε τακτά χρονικά διαστήματα διαβουλεύσεις για την πορεία της νομισματικής πολιτικής, η οποία αποτελεί ευθύνη των εθνικών αρχών στο Δεύτερο Στάδιο. Οι εθνικές νομισματικές αρχές κατά κανόνα ζητούν την άποψη του ΕΝΙ πριν λάβουν αποφάσεις για την πορεία της νομισματικής πολιτικής τους, μέσα στο κοινό πλαίσιο του *ex ante* συντονισμού. Το ΕΝΙ παρακολουθεί επίσης τις εξελίξεις στο ΕΝΣ.

Για το σκοπό αυτό, το ΕΝΙ συνεχίζει, και μάλιστα εντείνει, το έργο που αναλήφθηκε και πραγματοποιήθηκε στο πρώτο στάδιο της ΟΝΕ από την Επιτροπή Διοικητών. Στο πλαίσιο αυτό, οι οικονομικές και νομισματικές εξελίξεις και πολιτικές παρακολουθούνται τακτικά έτσι ώστε να προάγονται από κοινού αξιολογήσεις των επικρατούσων συνθηκών και κατάλληλα μέτρα πολιτικής. Η διαδικασία αυτή περιλαμβάνει την εβδομαδιαία επισκόπηση, σε επίπεδο εμπειρογνομόνων, των τρεχουσών εξελίξεων στις αγορές συναλλάγματος και στα επιτόκια. Αξιολογούνται οι κύριοι παράγοντες που ενδεχομένως επηρεάζουν την εξέλιξη των συναλλαγματικών ισοτιμιών, τόσο στα επιμέρους Κράτη Μέλη όσο και στο επίπεδο του ΕΝΣ συνολικά, και εξετάζονται οι πρόσφατες οικονομικές εξελίξεις ή προοπτικές, οι αποφάσεις οικονομικής πολιτικής που λαμβάνονται στο νομισματικό και το δημοσιονομικό τομέα και οι προσδοκίες των χρηματοπιστωτικών αγορών για τις μελλοντικές κινήσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών και των επιτοκίων. Στη διάρκεια των τακτικών μηνιαίων συνεδριάσεών του, το Συμβούλιο του ΕΝΙ επισκοπεί την οικονομική και χρηματοπιστωτική κατάσταση των επιμέρους Κρατών Μελών, καθώς και τις τρέχουσες εξελίξεις στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές.

Εξάλλου, κάθε φθινόπωρο, προτού οι εθνικές αρχές ανακοινώσουν τις αποφάσεις τους για τη μελλοντική πορεία της νομισματικής πολιτικής, διεξάγεται τακτικά μια ανάλυση των προβλεπόμενων εξελίξεων, η *ex ante* άσκηση. Στο πλαίσιο αυτό, το ΕΝΙ αναλύει τις οικονομικές, νομισματικές και χρηματοπιστωτικές τάσεις και συζητά την καταλληλότητα των κατευθύνσεων της νομισματικής πολιτικής στα επιμέρους Κράτη Μέλη. Εξετάζεται η γενικότερη κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής στην Ένωση, καθώς και η αμοιβαία συμβατότητα των εθνικών νομισματικών και συναλλαγματικών πολιτικών. Μετά την *ex ante* ανάλυση, ακολουθεί μια *ex post* ανάλυση των οικονομικών δεδομένων, η οποία κανονικά διεξάγεται προς το τέλος της άνοιξης. Η *ex post* ανάλυση επισκοπεί τις νομισματικές πολιτικές, συγκρίνοντας τις πρόσφατες οικονομικές εξελίξεις με τις προηγηθείσες προβλέψεις και εξετάζοντας τις προοπτικές της οικονομικής και νομισματικής πολιτικής κατά τους υπόλοιπους μήνες του έτους.

Η θεωρητική θεμελίωση του πλαισίου παρακολούθησης υπόκειται διαρκώς σε αναθεώρηση και εκσυγχρονισμό. Το 1994, δόθηκε ιδιαίτερη έμφαση στη διαδικασία μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής και στις συνέπειες που έχουν οι διαφορές μεταξύ των αντίστοιχων διαδικασιών κάθε χώρας για το συντονισμό των νομισματικών πολιτικών στην Ένωση.

Το ΕΝΙ δικαιούται επίσης να διατυπώνει γνώμες και συστάσεις για το γενικότερο προσανατολισμό της νομισματικής πολιτικής, καθώς και να υποβάλλει συστάσεις στις νομισματικές αρχές των Κρατών Μελών σχετικά με την άσκηση της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής τους. Μέχρι στιγμής, δεν έχει παραστεί ανάγκη να κάνει χρήση το ΕΝΙ αυτής της διάταξης. Επίσης, το ΕΝΙ συνέχισε το 1994 την πρακτική που είχε ακολουθηθεί από την Επιτροπή Διοικητών, δηλ. να μελετά λεπτομερώς, άπαξ του έτους, τις δημοσιονομικές εξελίξεις και τις επιπτώσεις τους στο συντονισμό των νομισματικών

πολιτικών. Το ENI αναγνωρίζει ότι τα υγιή δημόσια οικονομικά έχουν ζωτική σημασία για την άσκηση σταθεροποιητικής νομισματικής πολιτικής. Την άνοιξη του 1994, το ENI εξέφρασε την ανησυχία του στο Συμβούλιο σε δύο περιπτώσεις σχετικά με την κατάσταση των δημόσιων οικονομικών στην Ένωση.

## **2. Προπαρασκευαστικές εργασίες για το Τρίτο Στάδιο**

Ένα από τα κύρια καθήκοντα του ENI είναι να προετοιμάσει το έδαφος, ώστε το ΕΣΚΤ να μπορέσει να εκπληρώσει την αποστολή του από την έναρξη του Τρίτου Σταδίου. Αυτό περιλαμβάνει τη διεξαγωγή προπαρασκευαστικών εργασιών σε πολλούς τομείς δραστηριότητας των κεντρικών τραπεζών, ιδίως τη νομισματική πολιτική, τη συναλλαγματική πολιτική, τη στατιστική, τα συστήματα πληρωμών και την έκδοση τραπεζογραμμάτων.

### **2.1 Νομισματική πολιτική**

Η Συνθήκη θεσπίζει το Καταστατικό του υπό ίδρυση ΕΣΚΤ και θέτει ως πρωταρχικό σκοπό του τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Ωστόσο, όσον αφορά τον τρόπο λειτουργίας της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, το Καταστατικό εξαγγέλλει μόνο γενικές αρχές, π.χ. την αρχή της οικονομίας της ανοικτής αγοράς με ελεύθερο ανταγωνισμό, την απαγόρευση της χρηματοδότησης των ελλειμμάτων του Δημοσίου από τις κεντρικές τράπεζες και την πιθανή αποκέντρωση της εκτέλεσης των εργασιών του ΕΣΚΤ, έτσι ώστε να καθιστάται δυνατή η προσφυγή στις εθνικές κεντρικές τράπεζες "εφόσον κρίνεται δυνατόν και εύλογο".

Οι προπαρασκευαστικές εργασίες περιλαμβάνουν λεπτομερή τεχνική ανάλυση των ποικίλων μέσων που είναι δυναμικώς διαθέσιμα ή ήδη χρησιμοποιούνται στις χώρες μέλη, για την επισήμανση θεσμικών διαφορών μεταξύ των χωρών (περιγραφή των σημερινών στρατηγικών και των μέσων νομισματικής πολιτικής στα Κράτη Μέλη της ΕΕ δίδεται στο Παράρτημα 1). Επίσης, περιλαμβάνουν γενική επισκόπηση των κύριων αρχών οι οποίες διέπουν τη χάραξη και εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στην Ευρωπαϊκή Ένωση, οδηγώντας σε αποφάσεις για θέματα που συνεπάγονται στρατηγικές επιλογές. Οι τελικές απαντήσεις στα περισσότερα από τα παραπάνω ερωτήματα θα δοθούν σε μεταγενέστερο στάδιο, καθώς θα εξαρτηθούν σε μεγάλο βαθμό από τις οικονομικές και χρηματοπιστωτικές συνθήκες που θα επικρατούν κατά τη χρονική στιγμή της μετάβασης στο Τρίτο Στάδιο. Ωστόσο, ο χρόνος που απαιτείται για την εισαγωγή ενός νέου λειτουργικού πλαισίου επιβάλλει να προχωρήσουν οι προετοιμασίες. Οι εργασίες που αφορούν αυτόν τον ευρύ τομέα βρίσκονται ήδη σε εξέλιξη.

Βασικό θέμα ως προς την άσκηση της νομισματικής πολιτικής στο Τρίτο Στάδιο είναι κατά πόσον το ΕΣΚΤ πρέπει να στοχεύσει άμεσα στη σταθερότητα των τιμών ή να υιοθετήσει μια στρατηγική βασισμένη στην υιοθέτηση ενός ενδιάμεσου στόχου. Η αποτελεσματικότητα και των δύο παραπάνω στρατηγικών απαιτεί υψηλό βαθμό διαφάνειας και αξιοπιστίας και προϋποθέτει την ύπαρξη μιας επαρκώς προβλέψιμης σχέσης μεταξύ των μέτρων νομισματικής πολιτικής και των εξελίξεων στις τιμές. Για την επιλογή στρατηγικής απαιτείται εμπειρική αξιολόγηση, η οποία θα καταστεί πλήρως εφικτή μόνο σε κάποιο μεταγενέστερο στάδιο, θα πρέπει, ωστόσο, να βασίζεται, σε μεγάλο βαθμό, στην εμπειρία του παρελθόντος και στα διαθέσιμα στοιχεία. Πρέπει να τονιστεί ότι, ανεξάρτητα από την επιλογή μεταξύ της άμεσης και της έμμεσης προσέγγισης καθώς και μεταξύ των διαφόρων ενδιάμεσων στόχων, το ΕΣΚΤ θα πρέπει να παρακολουθεί άλλους δείκτες που θα μπορούσαν να αποτελέσουν πηγή πληροφοριών για τις τρέχουσες και μελλοντικές νομισματικές, οικονομικές και χρηματοπιστωτικές συνθήκες και για την καταλληλότητα της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής. Υπάρχει πρόθεση να επανεξεταστούν τα παραπάνω θέματα το 1996.

Για την αξιολόγηση των επιπτώσεων της ενιαίας νομισματικής κατεύθυνσης στις τιμές και την παραγωγή είναι χρήσιμη η ανάλυση των διαφορών μεταξύ των χωρών στη διαδικασία μετάδοσης, οι οποίες ενδέχεται να καταστήσουν πολυπλοκότερη την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Όπως προκύπτει από μια προκαταρκτική μελέτη (βλ. Πλαίσιο 2, του Κεφαλαίου Ι), οι εν λόγω διαφορές έχουν στενή σχέση με διαρθρωτικούς και θεσμικούς παράγοντες. Ενώ η αυξανόμενη ολοκλήρωση των αγορών και η μετάβαση στο Τρίτο Στάδιο θα οδηγήσει σε μεγαλύτερη σύγκλιση στα χρηματοπιστωτικά θέματα, δεν είναι ούτε επιθυμητό ούτε εφικτό να εξλειφθούν όλες οι άλλες διαρθρωτικές διαφορές μεταξύ των χωρών. Τέτοιες διαφορές παρατηρούνται και μέσα στα εθνικά σύνορα.

Κατά την καθημερινή εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής, το ΕΣΚΤ θα επικεντρώνει την προσοχή του σε ένα ή περισσότερα βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Προκειμένου να επηρεάσει αυτό το επιτόκιο (ή αυτά τα επιτόκια) θα διαβιβάζει πληροφορίες στους συμμετέχοντες στην αγορά. Το ΕΣΚΤ πρέπει συνεπώς να είναι σε θέση να σηματοδοτεί την πολιτική με σαφή και αδιαμφισβήτητο τρόπο. Οι σηματοδοτήσεις αυτές δεν θα πρέπει να παρακωλύονται από διαφορές στα επιτόκια που επικρατούν σε κάθε χώρα.

Οι προϋποθέσεις για μια κοινή νομισματική κατεύθυνση αφορούν τόσο τον τομέα των μέσων και διαδικασιών όσο και την ολοκλήρωση των διατραπεζικών αγορών και των συστημάτων πληρωμών. Υψηλός βαθμός εναρμόνισης των μέσων και των διαδικασιών είναι απαραίτητος, προκειμένου να παρέχονται ομοιόμορφα μηνύματα νομισματικής πολιτικής σε κάθε χώρα. Άλλη βασική προϋπόθεση είναι οι τράπεζες να διαθέτουν επαρκείς δυνατότητες για πράξεις αρμπιτράζ. Μόνον όταν οι τράπεζες μπορούν να μεταβιβάσουν ελεύθερα αυθημερόν στο εξωτερικό τα διαθέσιμα των κεντρικών τραπεζών θα είναι δυνατόν οι μεταβολές των επιτοκίων να μεταδίδονται ταχέως και ομοιόμορφα σε ολόκληρη την Ένωση. Τούτο έχει σοβαρές επιπτώσεις στον απαιτούμενο βαθμό ολοκλήρωσης των συστημάτων πληρωμών και διακανονισμού (βλ. 2.4 κατωτέρω).

Η αξιολόγηση των εναλλακτικών μέσων νομισματικής πολιτικής και των λειτουργικών διαδικασιών πρέπει να βασίζεται σε μια σειρά βασικών αρχών:

- αποτελεσματικότητα: τα μέσα και οι διαδικασίες νομισματικής πολιτικής πρέπει να επιτρέπουν στο ΕΣΚΤ να ελέγχει τους στόχους του κατά τρόπο αποτελεσματικό. Σημαντικό στοιχείο ενός αποτελεσματικού λειτουργικού πλαισίου είναι να διασφαλίζεται ότι τα μηνύματα νομισματικής πολιτικής που σηματοδοτεί το ΕΣΚΤ θα είναι ομοιόμορφα και συνεπή,
- συμμόρφωση με τις αρχές της αγοράς: η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής θα πρέπει να είναι "σύμφωνη με την αρχή της οικονομίας της ανοικτής αγοράς με ελεύθερο ανταγωνισμό, που ευνοεί την αποτελεσματική κατανομή των πόρων" (Συνθήκη του Μάαστριχτ, Άρθρο 105),
- ίση μεταχείριση: το ΕΣΚΤ θα πρέπει να αντιμετωπίζει ισότιμα όλες τις ομάδες χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν πρόσβαση στις διευκολύνσεις του, ανεξαρτήτως της χώρας καταγωγής τους,
- απλότητα και διαφάνεια: η νομισματική πολιτική και οι διαδικασίες πρέπει να είναι απλές και να εφαρμόζονται με σαφήνεια, ώστε να συμβάλλουν στην ικανοποίηση των κριτηρίων της ίσης μεταχείρισης και της συμμόρφωσης με τις αρχές της ελεύθερης αγοράς σε ένα αποκεντρωμένο σύστημα κεντρικών τραπεζών,
- αποκέντρωση: το ΕΣΚΤ θα προσφεύγει στις εθνικές κεντρικές τράπεζες για την εκτέλεση ορισμένων πράξεων "εφόσον κρίνεται δυνατόν και εύλογο" (Άρθρο 12 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ). Η τήρηση αυτής της αρχής ενδέχεται να έχει πρακτική σημασία, ιδίως στο βαθμό που η ΕΚΤ μπορεί να αξιοποιήσει την πείρα των εθνικών κεντρικών τραπεζών και τις γνώσεις τους για τις εγχώριες αγορές,

- συνέχεια: η μετάβαση στο νέο λειτουργικό πλαίσιο κατά την έναρξη του Τρίτου Σταδίου μπορεί να καταστεί ευκολότερη εάν βασίζεται όσο το δυνατόν περισσότερο στην αρχική υποδομή και χρησιμοποιεί μέσα που μπορούν να προσαρμόζονται στο μεταβαλλόμενο περιβάλλον.

Οι συζητήσεις σχετικά με το λειτουργικό πλαίσιο εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής από το ΕΣΚΤ (επιλογή των μέσων πολιτικής που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν, καθορισμός των επιθυμητών χαρακτηριστικών τους και των συναφών λειτουργικών διαδικασιών) βρίσκονται ήδη σε εξέλιξη. Με αφετηρία την προσεκτική εξέταση των επιμέρους μέσων πολιτικής, με βάση την εμπειρία κάθε χώρας, θα πρέπει να γίνει σύγκριση μεταξύ των πιθανών εναλλακτικών επιλογών ως προς το γενικότερο λειτουργικό πλαίσιο, ενόψει των αναμενόμενων χαρακτηριστικών του οικονομικού και χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος στο Τρίτο Στάδιο.

Τα χαρακτηριστικά ενός πιθανού συστήματος υποχρεωτικών δεσμεύσεων θα πρέπει να καθοριστούν σε ένα αρχικό στάδιο έτσι ώστε, αν χρειαστεί, να μπορούν να προσαρμοστούν τα υπάρχοντα συστήματα και εν καιρώ να εισαχθούν νέα. Το ίδιο ισχύει και για τα γενικά χαρακτηριστικά των πάγιων διευκολύνσεων και των πράξεων ανοικτής αγοράς. Θα πρέπει επίσης να καθοριστούν οι τύποι χρεογράφων που θα γίνονται δεκτοί ως ενέχυρο για τις πάγιες διευκολύνσεις και ως υποκείμενα χρεόγραφα για πράξεις ανοικτής αγοράς. Εξάλλου, χρειάζεται τεχνική ανάλυση του εφικτού και των χαρακτηριστικών της αποκεντρωμένης διενέργειας πράξεων ανοικτής αγοράς. Τέλος, τα πορίσματα αυτών των επιμέρους μελετών θα πρέπει να ληφθούν υπόψη από κοινού, ώστε να επιτρέψουν συζητήσεις για το γενικότερο λειτουργικό πλαίσιο του ΕΣΚΤ. Οι παραπάνω αναλύσεις, όμως, σε καμιά περίπτωση δεν θα περιορίσουν την ευχέρεια του ΕΣΚΤ να αποφασίζει κατά πόσο και πώς θα χρησιμοποιεί τα εν λόγω μέσα.

## 2.2 Συναλλαγματική πολιτική

Από την έναρξη του Τρίτου Σταδίου της ΟΝΕ, το ΕΣΚΤ πρέπει να είναι έτοιμο να ασκήσει ενιαία συναλλαγματική πολιτική. Για να μπορέσει το ΕΣΚΤ να ασκήσει αυτά τα καθήκοντα, ορισμένα θέματα πρέπει να ετοιμαστούν αρκετό χρόνο πριν. Τα θέματα αυτά περιλαμβάνουν, ειδικότερα, τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες προς την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), τη διαχείριση των αποθεματικών της ΕΚΤ και των εθνικών κεντρικών τραπεζών, την οργάνωση της παρέμβασης στις αγορές συναλλάγματος και τις σχέσεις, από άποψη συναλλαγματικών ισοτιμιών, με τα νομίσματα των Κρατών Μελών που δεν μετέχουν στο Τρίτο Στάδιο.

Το ΕΝΙ έχει προγραμματίσει να εξετάσει τα παραπάνω θέματα στη διάρκεια του 1995 και του 1996. Το 1994 άρχισε προκαταρκτική ανάλυση για την οργάνωση της παρέμβασης στις αγορές συναλλάγματος. Κατ' αναλογία με την ενιαία νομισματική πολιτική, μολονότι οι κύριες αποφάσεις θα λαμβάνονται από το ΕΚΤ, η οργάνωση της εκτέλεσης των πράξεων επί συναλλάγματος πρέπει να καθοριστεί και να ετοιμαστεί πριν από την έναρξη του Τρίτου Σταδίου.

Ειδικότερα, θα πρέπει να διαπιστωθεί εάν και κατά πόσον οι πράξεις επί συναλλάγματος πρέπει να είναι συγκεντρωμένες ή αποκεντρωμένες. Το τεχνικώς εφικτό των εναλλακτικών οργανωτικών πλαισίων, καθώς και η αντίστοιχη αποτελεσματικότητά τους ως προς την εφαρμογή της πολιτικής, θα αξιολογηθεί προτού υιοθετηθεί οριστική λύση. Άλλο θέμα προς εξέταση είναι οι επιπτώσεις στην οργάνωση της συναλλαγματικής πολιτικής από τις σχέσεις του νέου ενιαίου νομίσματος αφενός με άλλα νομίσματα, ιδίως χωρών που δεν ανήκουν στην ΕΕ, και αφετέρου με νομίσματα Κρατών Μελών για τα οποία ισχύει παρέκκλιση.



## 2.3 Στατιστική

Σύμφωνα με τη Συνθήκη, το ENI πρέπει να "προωθεί, όπου χρειάζεται, την εναρμόνιση των κανόνων και πρακτικών που διέπουν τη συλλογή, επεξεργασία και την παροχή των στατιστικών στοιχείων στους τομείς της αρμοδιότητάς του". Το έργο αυτό περιλαμβάνει τη μέριμνα ώστε να είναι διαθέσιμα κατάλληλα διαμορφωμένα στατιστικά στοιχεία της Νομισματικής Ένωσης στο Τρίτο Στάδιο, καθώς και τη στήριξη των προσπαθειών του ENI για την "ενίσχυση του συντονισμού των νομισματικών πολιτικών με στόχο τη διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών".

Λόγω του μακρού χρόνου που απαιτείται για την ανάπτυξη στατιστικών σειρών, το 1992 η Επιτροπή Διοικητών άρχισε τις προπαρασκευαστικές εργασίες για το Τρίτο Στάδιο. Στη συνέχεια συμφωνήθηκε με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να γίνει μια προσωρινή ρύθμιση, ώστε η Επιτροπή και ο διάδοχός της, το ENI, να έχει ως κύρια αρμοδιότητα σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης την εννοιολογική ανάπτυξη των στατιστικών των νομισματοπιστωτικών μεγεθών γενικότερα, καθώς και των στατιστικών που αφορούν τις χρηματοπιστωτικές ροές στο ισοζύγιο πληρωμών και τα σχετικά αποθέματα. Η σημερινή ρύθμιση τελεί υπό αναθεώρηση, από κοινού με τις ρυθμίσεις για συνεργασία επί στατιστικών θεμάτων σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης. Υπάρχει πρόθεση μέσα στο 1995 να οριοθετηθούν οι αρμοδιότητες και οι ευθύνες του μελλοντικού ΕΣΚΤ και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (EUROSTAT) στους διάφορους τομείς της στατιστικής.

Το πρώτο μέλημα ήταν να διαπιστωθούν οι πιθανές στατιστικές ανάγκες στο Τρίτο Στάδιο. Η έρευνα κατέδειξε ότι η άσκηση ενιαίας νομισματικής πολιτικής απαιτεί ευρύ φάσμα στατιστικών στοιχείων, στους τομείς των νομισματικών και χρηματοπιστωτικών εξελίξεων και του ισοζυγίου πληρωμών. Τα στοιχεία αυτά περιλάμβαναν κατάλληλα διαμορφωμένες νομισματικές στατιστικές που θα κάλυπταν τη Νομισματική Ένωση και θα παρέχονταν σε μηνιαία βάση σύμφωνα με ένα σαφές χρονοδιάγραμμα, καθώς και έγκαιρα μηνιαία στοιχεία ισοζυγίου πληρωμών για τη Νομισματική Ένωση, που θα κάλυπταν τουλάχιστον τα βασικά μεγέθη των συναλλαγών με τρίτες χώρες.

Ως δεύτερο βήμα, το Σεπτέμβριο 1993 η Επιτροπή Διοικητών συμφώνησε να αξιοποιούν όλες οι κεντρικές τράπεζες τα υπάρχοντα περιθώρια για την βελτίωση της χρονικής εγκυρότητας των "βασικών" στατιστικών στοιχείων για το χρήμα, τις τράπεζες και το ισοζύγιο πληρωμών. Επίσης συμφώνησε ότι, προκειμένου να διασφαλιστεί ότι από την έναρξη του Τρίτου Σταδίου θα μπορούν να συγκεντρώνονται μηνιαίες νομισματικές στατιστικές κατάλληλα διαμορφωμένες, σε κάθε Κράτος Μέλος θα πρέπει να λαμβάνεται μέριμνα ώστε οι εξωτερικές θέσεις των τραπεζών να μπορούν να αναλύονται σε εκείνες που αφορούν τις σχέσεις τους με Κράτη Μέλη της Νομισματικής Ένωσης και εκείνες έναντι άλλων χωρών.

Καταγράφηκαν τα στατιστικά στοιχεία που ήταν ήδη διαθέσιμα στις χώρες μέλη, καθώς και τα στατιστικά στοιχεία που ίσως δεν ήταν διαθέσιμα αλλά ήταν ήδη προγραμματισμένα ή μπορούσαν να καταστούν διαθέσιμα σχετικά εύκολα. Η σύγκριση των πορισμάτων από τις ενέργειες αυτές βοήθησε να επισημανθούν τα κενά και κατέδειξε τα σημεία όπου χρειαζόταν εναρμόνιση. Αποδείχθηκε ότι υπήρχαν πολλά κοινά στοιχεία στις στατιστικές χωρών μελών που ανταποκρίνονται ικανοποιητικά στις καθορισμένες απαιτήσεις της Νομισματικής Ένωσης. Εντούτοις, υπάρχουν πολλές διαφορές σε λεπτομέρειες, αλλά και ορισμένες πιο ουσιαστικές διαφορές, που αντανακλούν διαφορές έμφασης στην πολιτική, καθώς και ποικίλες χρηματοπιστωτικές δομές και πρακτικές.

Εως το τέλος του 1994, το Συμβούλιο του ΕΜΙ είχε συμφωνήσει ως προς την έννοια του "Νομισματικού Χρηματοπιστωτικού Ίδρυματος", του οποίου ο ισολογισμός θα πρέπει να ενσωματωθεί στον ενοποιημένο ισολογισμό του τραπεζικού συστήματος της Νομισματικής Ένωσης, και ως προς τη μορφή που θα έχει ο ενοποιημένος αυτός ισολογισμός. Επίσης, το Συμβούλιο συμφώνησε ως προς την ανάγκη μηνιαίων στατιστικών στοιχείων ισοζυγίου πληρωμών που θα καλύπτουν τη Νομισματική Ένωση καθώς και ως προς το περιεχόμενο των όρων "μόνιμος κάτοικος" και "τομέας της οικονομίας".

Πρέπει να τηρείται μια σαφής αλλά ευέλικτη άποψη περί της ανάγκης εναρμόνισης, η οποία δεν σημαίνει απαραίτητως πανομοιότυπη προσέγγιση. Σε ορισμένους τομείς που αφορούν άμεσα την ΕΚΤ, ίσως αρκεί μια εύλογη συγκρισιμότητα μεταξύ των χωρών της υπό δημιουργία Νομισματικής Ένωσης, δεδομένου μάλιστα ότι η δομή και η λειτουργία των εθνικών χρηματοπιστωτικών αγορών ενδέχεται (ακόμη) να διαφέρει σημαντικά. Ωστόσο, σε τομείς όπου τα στατιστικά δεδομένα πρέπει να εμφανίζονται ομαδοποιημένα, και ειδικά όταν είναι αναγκαία η διασυννοιακή ενοποίηση, απαιτείται να υπάρχει μια όσο το δυνατόν μεγαλύτερη σύμπτωση. Τέτοια ζητήματα θα επηρεάσουν την προτεραιότητα που δίδεται σε επιμέρους εργασίες εναρμόνισης.

Όσον αφορά τις περαιτέρω εργασίες, απομένει ακόμη να εξεταστούν ορισμένες πλευρές των καθορισμένων απαιτήσεων, π.χ. οι ισολογισμοί των κεντρικών τραπεζών, τα επιτόκια, οι στατιστικές των χρηματοπιστωτικών αγορών και οι οικονομικοί λογαριασμοί, τα αμοιβαία κεφάλαια και η διεθνής επενδυτική θέση. Τα παραπάνω, μαζί με τεχνικά θέματα όπως οι διαδικασίες συγκέντρωσης, πρόκειται να εξεταστούν σύντομα. Και, ενώ υπεύθυνη για την παροχή των στοιχείων που απαιτούνται για την εφαρμογή των κριτηρίων σύγκλισης είναι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, το ΕΝΙ πρέπει να επιδείξει έντονο ενδιαφέρον προκειμένου να υποβάλει σχετικές εκθέσεις, όπως ορίζεται στη Συνθήκη. Συνεπώς θα καταβληθεί αυξημένη προσπάθεια για την εξέταση των στατιστικών στοιχείων που χρειάζονται για την αξιολόγηση της σύγκλισης.

Αν και το στατιστικό έργο του ΕΝΙ πρέπει να επικεντρώνεται στις λειτουργικές ανάγκες για στατιστικά στοιχεία, οι οποίες θα προκύπτουν από την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στο Τρίτο Στάδιο (και από το συντονισμό των νομισματικών πολιτικών στο Δεύτερο Στάδιο), το ΕΝΙ αποδέχεται τα στατιστικά πρότυπα που ισχύουν διεθνώς και στην ΕΕ, ενώ επιδιώκει να επηρεάσει την ανάπτυξή τους. Εξάλλου, το ΕΝΙ έχει επίγνωση του κόστους το οποίο συνεπάγεται για τα επιμέρους ιδρύματα η παροχή στατιστικών στοιχείων και επιθυμεί να αποφύγει, κατά το δυνατόν, να επιβάλει πρόσθετες επιβαρύνσεις. Γι' αυτό, το ΕΝΙ αποδίδει μεγάλη σημασία στη στενή συνεργασία, όχι μόνο με τις στατιστικές αρχές των χωρών μελών αλλά και με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (EUROSTAT) και με διεθνείς οργανισμούς, σε στατιστικά θέματα. Η συνεργασία αυτή προάγεται μέσω της συμμετοχής στην Επιτροπή Νομισματικής και Χρηματοπιστωτικής Στατιστικής και Στατιστικής Ισοζυγίου Πληρωμών, η οποία απαρτίζεται από εκπροσώπους των κεντρικών τραπεζών και στατιστικών ιδρυμάτων του ΕΟΧ, της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του ΕΝΙ, αλλά και μέσω της συμμετοχής σε άλλες διεθνείς επιτροπές, ομάδες εργασίας και ομάδες υποστήριξης.

## **2.4 Συστήματα πληρωμών**

Ενα από τα κύρια καθήκοντα του ΕΝΙ είναι να προετοιμάσει το πλαίσιο που θα επιτρέψει στο ΕΣΚΤ να προωθήσει την αποτελεσματικότητα και την ασφάλεια των διασυννοιακών πληρωμών από την έναρξη του Τρίτου Σταδίου. Η Συνθήκη δεν κάνει διάκριση μεταξύ πληρωμών μεγάλης αξίας και λιανικών πληρωμών. Οι προπαρασκευαστικές εργασίες, όμως, μέχρι σήμερα, επικεντρώνονται στις πληρωμές μεγάλης αξίας, οι οποίες αποτελούν τον πυρήνα των συστημάτων πληρωμών στις σύγχρονες οικονομίες. Στις λιανικές πληρωμές δόθηκε λιγότερη προσοχή (καθώς υπόκεινται σε μικρότερο κίνδυνο), ενώ το ίδιο συνέβη μέχρι τούδε και με τα συστήματα διακανονισμού χρεογράφων.

Η ανάλυση των επιπτώσεων της μετάβασης στο Τρίτο Στάδιο για τον τομέα των συστημάτων πληρωμών άρχισε υπό την αιγίδα της Επιτροπής Διοικητών το 1992 και συνεχίζεται από το ΕΝΙ. Το Νοέμβριο 1994, το ΕΝΙ εξέδωσε υπόμνημα για τις "Προθέσεις του ΕΝΙ σχετικά με τις διασυννοιακές πληρωμές στο Τρίτο Στάδιο", το οποίο κοινοποιήθηκε, μέσω των κεντρικών τραπεζών, στα εθνικά τραπεζικά συστήματα.

Προς το παρόν, οι σχέσεις πληρωμών μεταξύ των χωρών της ΕΕ στηρίζονται κυρίως σε τραπεζικές εργασίες μέσω ανταποκριτών. Παρόλο που τα παραδοσιακά μειονεκτήματα σχετικά με την ταχύτητα και τον κίνδυνο έχουν περιοριστεί (και ίσως εξακολουθήσουν να μειώνονται παράλληλα με την τεχνολογική πρόοδο και την προσεκτική παρακολούθηση των κινδύνων), μόνες οι τραπεζικές εργασίες μέσω ανταποκριτών δεν επαρκούν για το μελλοντικό χειρισμό διατραπεζικών πληρωμών μεγάλης αξίας ή πληρωμών που προκύπτουν από εργασίες εμπίπτουσες στη νομισματική πολιτική του ΕΣΚΤ.

Όπως συμβαίνει και στα πλαίσια των σημερινών εθνικών συστημάτων, πρέπει να είναι δυνατή μέσα στην επικράτεια της ΟΝΕ η διενέργεια πληρωμών μεγάλης αξίας με χρήματα των κεντρικών τραπεζών, μέσω συστημάτων που ανταποκρίνονται σε πολύ υψηλές προδιαγραφές ασφαλείας, ταχύτητας και αποτελεσματικότητας. Σύμφωνα με τις αρχές που υιοθετήθηκαν σε εθνικό επίπεδο, στο Τρίτο Στάδιο οι πληρωμές μεγάλης αξίας θα διενεργούνται κατά πολύ μεγάλο ποσοστό με χρήματα των κεντρικών τραπεζών με ακαθάριστο διακανονισμό σε πραγματικό χρόνο, έτσι ώστε να ελαχιστοποιούνται οι κίνδυνοι των συμμετεχόντων και του όλου συστήματος πληρωμών. Πρέπει να καθιερωθεί ένα σύστημα σε όλο το εύρος της ΟΝΕ που θα επιτρέψει την ταχεία και αποτελεσματική μετάδοση των επιδράσεων των αποφάσεων της νομισματικής πολιτικής προς όλους όσοι συμμετέχουν στην ενιαία αγορά χρήματος, η οποία θα καλύπτει όλα τα Κράτη Μέλη που θα μετάσχουν στην ΟΝΕ.

Είναι προφανές ότι ο σχεδιασμός και η εφαρμογή οποιουδήποτε νέου συστήματος απαιτούν τόσο χρόνο και πόρους που οι προπαρασκευαστικές εργασίες πρέπει να αρχίσουν αρκετά χρόνια ενωρίτερα. Το ΕΝΙ και οι κεντρικές τράπεζες της ΕΕ θα πρέπει να δώσουν στον ιδιωτικό τομέα γενικές κατευθύνσεις που θα του επιτρέψουν να κάνει τις επιλογές του και να προγραμματίσει τις επενδύσεις του εν όψει του Τρίτου Σταδίου.

Η ανάπτυξη συστήματος ακαθάριστου διακανονισμού σε πραγματικό χρόνο (ΑΔΠΧ) για όλο το εύρος της ΟΝΕ θα πρέπει να ακολουθήσει τρεις βασικές αρχές που απορρέουν από τη Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση, δηλ. την αποτελεσματικότητα, τον προσανατολισμό προς την ελεύθερη αγορά και την αποκέντρωση. Οι νέες ρυθμίσεις πληρωμών που θα προσφέρει το ΕΣΚΤ θα πρέπει, ειδικότερα, να ενισχύουν την τεχνική αποτελεσματικότητα, να ελαχιστοποιούν τους θεσμικούς κινδύνους και, να είναι κατά το δυνατόν, οικονομικώς συμφέρουσες. Για να είναι προσανατολισμένη στην ελεύθερη αγορά, η συμμετοχή στο σύστημα ΑΔΠΧ σε όλο το εύρος της ΟΝΕ δεν θα είναι υποχρεωτική για τα πιστωτικά ιδρύματα. Μόνο οι συναλλαγές που αφορούν πράξεις νομισματικής πολιτικής χρειάζεται να περνούν από το προτεινόμενο σύστημα TARGET (Διευρωπαϊκό Αυτόματοποιημένο Σύστημα Άμεσης Διαβίβασης Ακαθάριστου Διακανονισμού σε Πραγματικό Χρόνο). Για τις λιανικές πληρωμές, ενδεχομένως και για τις πληρωμές μεγάλης αξίας, θα εξακολουθήσουν να υπάρχουν άλλα συστήματα, υπό τον όρο ότι ανταποκρίνονται σε επαρκείς προδιαγραφές ασφαλείας που δεν είναι σημαντικά χαμηλότερες από εκείνες του συστήματος ΑΔΠΧ ολόκληρης της ΟΝΕ. Τέλος, σύμφωνα με την αρχή της αποκέντρωσης, το μελλοντικό σύστημα θα είναι οργανωμένο με βάση υποδομές και λογαριασμούς διακανονισμού οι οποίοι θα τηρούνται στο επίπεδο των εθνικών κεντρικών τραπεζών.

Σύμφωνα με αυτές τις αρχές, οι κεντρικές τράπεζες της ΕΕ και το ΕΝΙ υιοθέτησαν στρατηγική που στηρίζεται σε ελάχιστη εναρμόνιση των εθνικών συστημάτων και σε κοινή υποδομή που είναι αναγκαία για την εφαρμογή μιας νέας ρύθμισης πληρωμών για το Τρίτο Στάδιο, του συστήματος TARGET. Η υποδομή αυτή θα περιλαμβάνει ένα σύστημα ΑΔΠΧ σε κάθε χώρα και ένα σύστημα "διασύνδεσης" -- ένα πλέγμα υποδομών και διαδικασιών που θα χρησιμοποιείται για να συνδέει τα συστήματα ΑΔΠΧ για τη διενέργεια διασυνοριακών πληρωμών.

Τα λειτουργικά χαρακτηριστικά του συστήματος θα καθοριστούν στη διάρκεια του 1995 από το ΕΝΙ σε στενή συνεργασία με τις κεντρικές τράπεζες της ΕΕ και άλλους ενδιαφερόμενους φορείς (π.χ. πιστωτικά ιδρύματα).

## 2.5 Προετοιμασία των ευρωπαϊκών τραπεζογραμματίων

Στο τρίτο στάδιο της ΟΝΕ, το ΕΣΚΤ θα εκδίδει ενιαίο νόμισμα, ιδίως με τη μορφή τραπεζογραμματίων που θα αντικαταστήσουν τα υπάρχοντα εθνικά τραπεζογραμμάτια. Το ΕΝΙ έχει αναλάβει ειδικότερα να επιβλέπει την τεχνική προετοιμασία των εν λόγω τραπεζογραμματίων.

Η διαδικασία της εκτύπωσης και της έκδοσης τραπεζογραμματίων είναι μακρά και απαιτεί σημαντικό χρόνο προεργασίας μέχρις ότου μια νέα σειρά τραπεζογραμματίων ετοιμαστεί για να κυκλοφορήσει σε αντικατάσταση ήδη υπάρχουσας σειράς. Η αντικατάσταση όλων των εθνικών τραπεζογραμματίων με τραπεζογραμμάτια εκφρασμένα σε ενιαίο νόμισμα αποτελεί ακόμη δυσχερέστερο εγχείρημα, από την άποψη του κατάλληλου χρόνου και των προβλημάτων που θα αντιμετωπιστούν. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι στο τέλος του 1994 τα τραπεζογραμμάτια που κυκλοφορούσαν στα δεκαπέντε Κράτη Μέλη ανέρχονταν σε 12 δισεκατομμύρια, ενώ υπήρχε απόθεμα από άλλα 8 δισεκατομμύρια τεμάχια. Το 1994 εκτυπώθηκαν 6,5 δισεκατομμύρια τεμάχια για λογαριασμό των κεντρικών τραπεζών της ΕΕ.

Ορισμένα ζητήματα που αφορούν την προετοιμασία των ευρωπαϊκών τραπεζογραμματίων έχουν ήδη επιλυθεί από το ΕΝΙ, ιδίως σε σχέση με τον αριθμό και την ονομαστική αξία των τραπεζογραμματίων και το όριο μεταξύ των κερμάτων και των τραπεζογραμματίων του ενιαίου νομίσματος. Πρώτον, όσον αφορά το όριο μεταξύ κερμάτων και τραπεζογραμματίων, συμφωνήθηκε η ανώτατη ονομαστική αξία κέρματος να είναι τα 2 ECU και η κατώτατη ονομαστική αξία τραπεζογραμματίου τα 5 ECU. Την άποψη αυτή συμμερίζεται και η Ομάδα Εργασίας των Διευθυντών των Νομισματοκοπειών, με την οποία το ΕΝΙ βρίσκεται σε στενή συνεργασία. Δεύτερον, όσον αφορά την ακολουθία, τον αριθμό και την ονομαστική αξία των επιμέρους τραπεζογραμματίων, υιοθετήθηκε κατ' αρχήν η ακολουθία 1:2:5, αποδίδοντας μια κλίμακα επτά τραπεζογραμματίων από τα 5 ECU έως τα 500 ECU. Τρίτον, οι επιλογές για την εμφάνιση των ευρωπαϊκών τραπεζογραμματίων περιορίστηκαν στις εξής δύο, δηλ. είτε να εκδοθεί εντελώς πανομοιότυπο τραπεζογραμμάτιο για όλο τον ενιαίο νομισματικό χώρο είτε να εκδοθούν τραπεζογραμμάτια τα οποία στη μία όψη θα είναι πανομοιότυπα ενώ στην άλλη θα φέρουν ένα μικρό εθνικό διακριτικό. Λόγω της μακράς προεργασίας που απαιτείται για την παραγωγή τραπεζογραμματίων, η επιλογή μεταξύ των παραπάνω δύο προτάσεων θα γίνει μέσα στο 1995.

Περαιτέρω εργασίες έχουν προγραμματιστεί σε σχέση με τις νομικές, θεσμικές και οργανωτικές πλευρές της έκδοσης και εν συνεχεία της διαχείρισης των τραπεζογραμματίων. Επίσης έχουν αρχίσει εργασίες για την επιλογή των θεμάτων στα οποία θα βασίζονται οι παραστάσεις κάθε σειράς τραπεζογραμματίων. Για το σκοπό αυτό, το ΕΝΙ συγκρότησε συμβουλευτική επιτροπή από ιστορικούς, ψυχολόγους και γραφίστες.

Οι τεχνικές προδιαγραφές των ευρωπαϊκών τραπεζογραμματίων θα ενσωματώνουν τα πιο προηγμένα χαρακτηριστικά ασφαλείας, ώστε να αποτρέπεται η παραχάραξη και να διευκολύνονται οι διάφορες ομάδες χρηστών να αναγνωρίζουν τα πλαστά τραπεζογραμμάτια. Ο συγκεκριμένος σκοπός τον οποίο εξυπηρετεί κάθε χαρακτηριστικό ασφαλείας θα μελετηθεί προσεκτικά, έτσι ώστε να περιληφθούν στη σχεδίαση εκείνα τα οποία θα εγγυώνται κατά τον καλύτερο και αποτελεσματικότερο τρόπο την ασφάλεια των ενιαίων τραπεζογραμματίων.

Επίσης, συνεχίζονται οι προπαρασκευαστικές εργασίες σχετικά με τις πρακτικές πλευρές της κυκλοφορίας των νέων ευρωπαϊκών τραπεζογραμματίων. Μελετώνται ήδη διάφορες προτάσεις και λαμβάνονται υπόψη θέματα, όπως η επιλογή του κατάλληλου χρόνου, το τεχνικώς εφικτόν, το κόστος, η αποδοχή τους από το κοινό, καθώς και οι πολιτικές διαστάσεις του όλου θέματος. Δεδομένου ότι πρόκειται για τομέα με κρίσιμη σημασία για την αξιοπιστία και τη αποδοχή του ενιαίου νομίσματος, το ΕΝΙ επιδιώκει στενή συνεργασία με τους λοιπούς αρμόδιους φορείς.

## 2.6 Εγκαθίδρυση του ΕΣΚΤ

Η εγκαθίδρυση της ΕΚΤ και του ΕΣΚΤ απαιτεί σημαντικές προπαρασκευαστικές εργασίες σε διαφόρους τεχνικούς και θεσμικούς τομείς. Ένας τομέας όπου οι εργασίες έχουν ήδη αρχίσει είναι εκείνος που αφορά την εναρμόνιση των λογιστικών διαδικασιών που θα καταστήσουν δυνατή την κατάρτιση ενός ενοποιημένου ισολογισμού του ΕΣΚΤ από την έναρξη του Τρίτου Σταδίου. Πράγματι, η εναρμόνιση των λογιστικών κανόνων και προτύπων αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για την άσκηση ενιαίας νομισματικής πολιτικής και την εφαρμογή των διατάξεων του Καταστατικού του ΕΣΚΤ ως προς την κατανομή του νομισματικού εισοδήματος των εθνικών κεντρικών τραπεζών και τις μεταβιβάσεις συναλλάγματος.

Ως πρώτο βήμα, συντάχθηκε κατάλογος των λογιστικών μεθόδων που ακολουθούνται από τις κεντρικές τράπεζες της ΕΕ. Η εργασία αυτή έθεσε τις βάσεις για την ανάπτυξη λογιστικής μεθοδολογίας για το ΕΝΙ. Η μεθοδολογία αυτή ανέπτυξε λεπτομερέστερα, μεταξύ άλλων, τις αρχές που διέπουν την αποτίμηση των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού και την αναγνώριση του εισοδήματος, διάγραμμα λογαριασμών, κανόνες κεφαλαιοποίησης και αποσβέσεων, λογιστικές τεχνικές και διαδικασίες ελέγχου.

Σε εξέλιξη βρίσκονται ήδη οι προπαρασκευαστικές εργασίες για την εναρμόνιση των λογιστικών κανόνων και προτύπων στο ΕΣΚΤ. Κατά τη δημιουργία ενός κατάλληλου πλαισίου λογιστικών αρχών, πρέπει να δοθεί η πρέπουσα προσοχή στις αναλυτικές και λειτουργικές προϋποθέσεις για την ορθή εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής, αφού ληφθεί παράλληλα υπόψη ότι η ύπαρξη ευελιξίας και διαφάνειας είναι επιθυμητή για όλες τις εθνικές κεντρικές τράπεζες. Επίσης, εξετάστηκαν νομικά θέματα που ανακύπτουν κατά την εφαρμογή των προταθέντων εναρμονισμένων λογιστικών κανόνων και προτύπων σε κάθε Κράτος Μέλος. Διεξάγονται προπαρασκευαστικές εργασίες σχετικά με τη μέθοδο υπολογισμού του νομισματικού εισοδήματος, ώστε να διασφαλιστεί ένα δίκαιο, ελεγχόμενο και διαφανές σύστημα.

Το χρονοδιάγραμμα των προπαρασκευαστικών εργασιών παρέχει επαρκή περιθώρια στις εθνικές κεντρικές τράπεζες να εφαρμόσουν τις συστάσεις που υιοθετούνται από το Συμβούλιο του ΕΝΙ, ακόμη και μέσω τροποποιήσεων στο εσωτερικό δίκαιο των αντίστοιχων χωρών, εφόσον παραστεί ανάγκη.

Ένας άλλος τομέας όπου έχουν αρχίσει προπαρασκευαστικές εργασίες για την εγκαθίδρυση του ΕΣΚΤ είναι το σύστημα πληροφορικής και επικοινωνιών που απαιτείται μεταξύ της ΕΚΤ και των εθνικών κεντρικών τραπεζών. Έχουν επισημανθεί ορισμένες εργασίες της ΕΚΤ και του ΕΣΚΤ, για τις οποίες πρέπει να δημιουργηθούν αντίστοιχα συστήματα πληροφορικής και επικοινωνίας.

Πρώτον, για την άσκηση όλων των δραστηριοτήτων του ΕΣΚΤ στο Τρίτο Στάδιο θα απαιτηθεί η δημιουργία μιας ευέλικτης και αποτελεσματικής εγκατάστασης για τηλεευσκέψεις. Η υπάρχουσα εγκατάσταση που χρησιμοποιεί σήμερα της ΕΝΙ έχει περιορισμένες δυνατότητες, κυρίως λόγω αδυναμίας επέκτασής της. Δεύτερον, τα συστήματα πληροφορικής πρέπει να παρέχουν υποστήριξη στην ανταλλαγή μη στατιστικών δεδομένων μέσα στο ΕΣΚΤ, όπως αυτών που είναι αναγκαία για αποφάσεις πολιτικής της ΕΚΤ και για τη διασφάλιση της αποτελεσματικής άσκησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στο Τρίτο Στάδιο. Επίσης, πρέπει να μπορούν να υποστηρίζουν την ανταλλαγή στατιστικών πληροφοριών, όπως στοιχεία από πράξεις νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής, καθώς και στοιχεία που αφορούν λογιστικές και εκδοτικές λειτουργίες και τα χρηματοοικονομικά στοιχεία που απαιτούνται για την άσκηση της κοινής νομισματικής πολιτικής. Τρίτον, απαιτείται τεχνική ανάλυση σχετικά με το βαθμό στον οποίο μπορούν να αποκεντρωθούν η εκτέλεση των πράξεων ανοικτής αγοράς και οι παρεμβάσεις στις αγορές συναλλάγματος. Τα συστήματα πληροφορικής που θα εξυπηρετούν τέτοιου είδους πράξεις θα πρέπει να σχεδιαστούν κατάλληλα. Τέταρτον, απαιτείται ο κατάλληλος σχεδιασμός των συστημάτων πληροφορικής για τη διαχείριση αποθεμάτων συναλλάγματος και για πράξεις επί συναλλάγματος της ΕΚΤ. Τέλος, για να καταστεί δυνατή η ασφαλής και

αποτελεσματική διενέργεια πληρωμών μεγάλης αξίας στο Τρίτο Στάδιο -- ιδίως εκείνων που απορρέουν από την εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής -θα πρέπει να εφαρμοστούν επαρκή συστήματα πληροφορικής και επικοινωνίας, ώστε να υποστηρίξουν το σύστημα TARGET, που θα δημιουργηθεί μέσω της διασύνδεσης των εθνικών συστημάτων ΑΔΠΧ.

Με εξαίρεση τη μελέτη σχετικά με την αντικατάσταση της εγκατάστασης για τηλεσυσκευείς, οι συγκεκριμένες εργασίες ανάπτυξης για όλα τα προγράμματα που αναφέρονται παραπάνω μπορούν να αρχίσουν μόνο αφού θα έχουν καθοριστεί οι σχετικές επιχειρησιακές απαιτήσεις. Υπάρχει πρόθεση να καθοριστούν οι απαιτήσεις αυτές από τις αρμόδιες υποεπιτροπές και ομάδες εργασίας του ENI το συντομότερο δυνατόν.

### **3. Χρήση του ECU και παρακολούθηση του Συστήματος Συμψηφισμού και Διακανονισμού σε ECU**

#### **3.1 Χρήση του ιδιωτικού ECU κατά το 1993 και 1994**

Η χρήση του ιδιωτικού ECU κατά το 1993 και 1994 επηρεάστηκε έντονα από τις εξελίξεις στο οικονομικό, νομικό και θεσμικό περιβάλλον. Οι πιέσεις στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ) κατά το πρώτο εξάμηνο του 1993 προκάλεσαν αβεβαιότητα ως προς τις εξελίξεις των επιτοκίων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών των νομισμάτων που συμμετέχουν στο καλάθι, επομένως και του ECU, τόσο στο άμεσο όσο και στο απώτερο μέλλον. Η διεύρυνση των ζωνών διακύμανσης στο ΜΣΙ σε +/-15% στις 2 Αυγούστου 1993 οδήγησε σε μεγαλύτερη συνειδητοποίηση των κινδύνων αυτών από τις αγορές. Εντούτοις, η επακολούθησα σταδιακή επιστροφή σε ομαλότερες συνθήκες αγοράς και η επάνοδος των περισσότερων νομισμάτων σε επίπεδα που βρισκόνταν μέσα ή πολύ κοντά στα προηγούμενα όριά τους συνέβαλαν σε σταθερότερες προσδοκίες στην αγορά.

Στο νομικό και θεσμικό επίπεδο, το τέλος της αβεβαιότητας ως προς την επικύρωση της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση και η έναρξη ισχύος της Συνθήκης από 1ης Νοεμβρίου 1993 επανέφεραν στο προσκήνιο τις προοπτικές για την Οικονομική και Νομισματική Ένωση. Σύμφωνα με το Άρθρο 109Z της Συνθήκης του Μάαστριχτ, η σύνθεση του καλάθιού ECU "πάγωσε" από την έναρξη ισχύος της Συνθήκης, περιορίζοντας την ανασφάλεια σχετικά με τη μελλοντική αξία του ECU. Τον Απρίλιο του 1994, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υιοθέτησε τρία νομικά κείμενα που απέβλεπαν στην καθυσύχαση των αγορών σχετικά με το τρέχον και το μελλοντικό νομικό καθεστώς του ECU σε χρηματοδοτικές και άλλες συμβάσεις. Το πακέτο περιελάμβανε πρόταση για την έκδοση Κανονισμού του Συμβουλίου, ο οποίος θα ενοποιήσει την ισχύουσα νομοθεσία σχετικά με τη σύνθεση του καλάθιού νομισμάτων του ECU, που υιοθετήθηκε κατόπιν από το Συμβούλιο, Σύσταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σχετικά με τη νομική μεταχείριση του ECU και των συμβάσεων που συνάπτονται σε ECU, και Διευκρινιστικό Σημείωμα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τις νέες ρήτρες στα ενημερωτικά φυλλάδια της σχετικά με ομολογιακά δάνεια, ώστε να διασφαλιστεί η συνέχεια, από νομικής πλευράς, μεταξύ του καλάθιού ECU και του μελλοντικού ενιαίου νομίσματος.

Παρά την πρόοδο που συντελέστηκε στο νομικό και θεσμικό πλαίσιο, οι αβεβαιότητες που παρέμειναν και οι δυσμενείς εξελίξεις στις αγορές ομολόγων διεθνώς κατά το μεγαλύτερο μέρος του 1994, εμπόδισαν την επάνοδο στις ευνοϊκότερες συνθήκες που υπήρχαν πριν από την αναταραχή στο ΜΣΙ. Συνολικά, όμως, οι αγορές ECU επέδειξαν κάποια ανθεκτικότητα μπροστά στη δύσκολη περίοδο των πιέσεων επί του ΜΣΙ, στις μεταβαλλόμενες αντιλήψεις της αγοράς ως προς το χρονοδιάγραμμα της ONE και, πιο πρόσφατα, έναντι της ύφεσης στις αγορές ομολόγων παγκοσμίως.

Πίνακας 11

## Χρηματαγορές σε ECU

(Υπόλοιπα στο τέλος της περιόδου, σε δισεκατομμύρια ECU)

	1991	1992	1993	1994			
	3ο τρ.	3ο τρ.	3ο τρ.	1ο τρ.	2ο τρ.	3ο τρ.	4ο τρ.
Ομολογίες	111,4	130,3	126,5	125,1	125,4	124,4	124,6
εκ των οποίων:							
- διεθνείς	72,3	86,3	80,2	75,6	73,5	71,6	70,6
- εγχώριες	39,1	44,0	46,3	49,5	51,9	52,8	54,0
(Εγχώρια) έντοκα γραμμάτια	7,9	6,9	8,3	6,2	5,4	4,7	3,5
Ευρωπαϊκά εμπορικά ομόλογα και γραμμάτια	9,5	8,6	6,5	6,1	6,1	6,4	6,7
Κατ' εκτίμηση τραπεζικός δανεισμός <sup>(α)</sup>	60,7	66,5	66,6	65,4	61,9	59,9	...
Σύνολο:	189,5	213,3	207,9	202,8	198,8	195,4	...
Κατ' εκτίμηση διπλή μέτρηση <sup>(β)</sup>	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	...
Κατ' εκτίμηση συνολικός όγκος αγοράς	169,5	193,3	187,9	182,8	178,8	175,4	...
Απατήσεις τραπεζών, εκ των οποίων:	175,7	198,0	196,0	188,2	182,4	176,4	...
- έναντι μη τραπεζικών ιδρυμάτων <sup>(γ)</sup>	46,1	61,6	61,0	59,0	55,4	54,6	...
Υποχρεώσεις τραπεζών εκ των οποίων:	180,9	200,7	191,9	186,3	180,3	173,1	...
- έναντι μη τραπεζικών ιδρυμάτων <sup>(δ)</sup>	28,7	34,9	30,9	28,4	27,5	26,9	...
Υπομνήσεις:							
Διαθέσιμα κεντρικών τραπεζών σε ιδιωτικά ECU	28,8	18,9	19,1	24,1	24,8	24,0	23,7
Κύκλος εργασιών σε χρεόγραφα σε ECU <sup>(ε)</sup>	1143,7	1473,6	333,6	370,3	395,0	402,0	...
% συνολικού κύκλου εργασιών σε όλα τα νομίσματα	16,0	13,3	6,1	5,5	6,6	6,9	...

Πηγή : Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών, Euroclear και Cedel.

(α) Τελικός δανεισμός και δανεισμός προς τράπεζες εκτός της περιοχής που καλύπτεται από την έκθεση.

(β) Υπάρχει επικάλυψη μεταξύ των αγορών χρεογράφων και των τραπεζικών αγορών λόγω του ρόλου των τραπεζών ως εκδοτών και κατόχων χρεογράφων σε ECU. Επειδή δεν υπάρχουν ακριβή στοιχεία η επικάλυψη αυτή μπορεί να υπολογιστεί μόνο κατ' εκτίμηση.

(γ) Μόνο αναγνωρισμένα μη τραπεζικά ιδρύματα.

(δ) Πρωτογενής και δευτερογενής αγορά. Ευρ. ωπαικές και εγχώριες ομολογίες, μετατρέψιμα χρεόγραφα, γραμμάτια κυμαινόμενου επιτοκίου, πιστοποιητικά καταθέσεων, βραχυπρόθεσμα και μεσοπρόθεσμα γραμμάτια.

Το κατ' εκτίμηση μέγεθος των χρηματοπιστωτικών αγορών σε ECU, μετά την κάμψη του κατά 2,8% μεταξύ του Σεπτεμβρίου 1992 και του Σεπτεμβρίου 1993, περιορίστηκε περαιτέρω (κατά 6,6%) στο δωδεκάμηνο μέχρι το Σεπτέμβριο του 1994. Οι ανωτέρω αγορές συρρικνώθηκαν κατά 9,2% σε σχέση με το ανώτατο σημείο στο οποίο είχαν φθάσει το Σεπτέμβριο του 1992, παρόλο που ήταν 3,5% μεγαλύτερες από ό,τι το Σεπτέμβριο του 1991.

Στον τραπεζικό τομέα, η δανειοδοτική και δανειοληπτική δραστηριότητα σε ECU δεν έχει ακόμη ανακάμψει από την ύφεση που παρατηρήθηκε στο δεύτερο εξάμηνο του 1992. Μετά τη στασιμότητα κατά τους πρώτους εννέα μήνες του 1993, τα συνολικά ποσά του ενεργητικού και παθητικού των τραπεζών σε ECU διεθνώς μειώθηκαν κατά 9,9% και 9,7% αντίστοιχα στο δωδεκάμηνο μέχρι το τέλος Σεπτεμβρίου 1994. Οι διατραπεζικές συναλλαγές παρέμειναν δεσπόζουσες, αντιπροσωπεύοντας σχεδόν 70% του ενεργητικού και περίπου 85% του παθητικού των τραπεζών σε ECU. Με δεδομένη την επέκταση της διεθνούς δανειοδοτικής και δανειοληπτικής δραστηριότητας, το μερίδιο του ECU στην αγορά έπεσε στο 2,7%, από 3,0% στο τέλος Σεπτεμβρίου 1992. Αυτή η πτωτική τάση σημειώθηκε παρά τη σημαντική αύξηση των διαθεσίμων των κεντρικών τραπεζών σε ιδιωτικά ECU.

Η αγορά ομολόγων σε ECU επίσης υπέστη τις συνέπειες της αναταραχής στο ΜΣΙ το 1992 και 1993. Εντούτοις, η εκδοτική δραστηριότητα, που είχε σχεδόν σταματήσει στα τέλη του 1992 και τις αρχές του 1993, επανελήφθη μετά ταύτα. Στη εκδοτική δραστηριότητα, της οποίας αρχικά ηγήθηκαν Κράτη Μέλη της ΕΕ και ιδρύματα που έχουν αναλάβει την ανάπτυξη των αγορών ECU και τη διατήρηση ικανοποιητικών συνθηκών ρευστότητας, τελευταία άρχισε να συμμετέχει και ο ιδιωτικός τομέας. Ωστόσο, η δραστηριότητα αυτή παρέμεινε υποτονική σε σύγκριση με τα επίπεδα στα οποία είχε φθάσει πριν από την κρίση στο ΜΣΙ. Οι ακαθάριστες εκδόσεις μόλις που κάλυψαν τις εξοφλήσεις κατά τη διάρκεια του 1993 και τους πρώτους εννέα μήνες του 1994, και, έτσι, το συνολικό ανεξόφλητο απόθεμα παρέμεινε στάσιμο, περίπου στα επίπεδα του τέλους Σεπτεμβρίου 1992. Η ρευστότητα της δευτερογενούς αγοράς ομολόγων, που είχε δοκιμαστεί κατά το δεύτερο εξάμηνο του 1992, σημείωσε μερική ανάκαμψη μετά ταύτα. Ο αριθμός των μεγάλων χρηματιστών που ασχολούνται με συναλλαγές ομολόγων σε ECU μειώθηκε, ως αποτέλεσμα των υποτονικών συνθηκών της αγοράς. Μόνο ορισμένες μεγάλες εκδόσεις ομολόγων σε ECU μπορεί να θεωρηθεί ότι ήταν πραγματικά ρευστοποιήσιμες στα τέλη του 1994. Οι επενδυτές είτε μείωσαν τη διάρκεια των ομολόγων σε ECU είτε έκλεισαν τις θέσεις τους σε ECU, για να στραφούν προς άλλα, μεγαλύτερης ρευστότητας ομόλογα, και ιδιαίτερα προς ομόλογα σε γερμανικά μάρκα, γαλλικά φράγκα και δολάρια ΗΠΑ.

Η σχετικά μικρή αγορά βραχυπρόθεσμων και μεσοπρόθεσμων χρεογράφων σε ECU στους κόλπους της Ευρωαγοράς έμεινε, γενικά, στάσιμη σε απόλυτα μεγέθη καθόλη τη διάρκεια της επισκοπούμενης περιόδου, σε σύγκριση με την έντονη δραστηριότητα σε άλλα νομίσματα, με αποτέλεσμα να μειωθεί το μερίδιό της στην αγορά. Οι επενδύσεις σε εγχώρια έντοκα γραμμάτια σε ECU έμειναν αμετάβλητες στο Ηνωμένο Βασίλειο και σημείωσαν κάμψη στην Ιταλία.

Η εξέλιξη των αγορών παραγώγων σε ECU αντικατόπτρισε εξελίξεις στις υποκείμενες αγορές. Ο κύκλος εργασιών σε προθεσμιακά συμβόλαια MATIF επί ομολόγων σε ECU με μακροπρόθεσμο επιτόκιο είχε ήδη μειωθεί στις αρχές του 1993, σε σχέση με το ανώτατο σημείο στο οποίο είχε φθάσει το 1992, και πλησίαζε και πάλι, στο δεύτερο τρίμηνο του 1994, στα επίπεδα πριν από την αναταραχή στο ΜΣΙ πριν σταθεροποιηθεί έκτοτε. Στο LIFFE, τα προθεσμιακά συμβόλαια με τρίμηνο επιτόκιο σημείωσαν ιστορικά υψηλό κύκλο εργασιών στους μήνες πριν και μετά τη διεύρυνση των ζωνών διακύμανσης του ΜΣΙ. Ακολούθως, ο κύκλος εργασιών μειώθηκε και πάλι, αλλά σταθεροποιήθηκε στο δεύτερο εξάμηνο του 1994 σε επίπεδα σημαντικά υψηλότερα από αυτά που είχαν παρατηρηθεί πριν εκδηλωθούν οι πιέσεις στο ΜΣΙ.



Σε αντίθεση με το δεύτερο εξάμηνο του 1992, οι πιέσεις στο ΜΣΙ το πρώτο εξάμηνο του 1993 δεν οδήγησαν σε σημαντική διαφορά μεταξύ της θεωρητικής αξίας του ECU στο καλάθι και της συναλλαγματικής του ισοτιμίας στην αγορά, εκτός από την περίοδο πριν και μετά τη διεύρυνση των ζωνών διακύμανσης του ΜΣΙ, οπότε η διαφορά έφθασε στα 150 εκατοστά της ποσοστιαίας μονάδας. Η σταδιακή επάνοδος σε ηρεμότερες συνθήκες στην αγορά συναλλάγματος βοήθησε να μειωθούν σημαντικά οι διαφορές προς το τέλος του 1993. Από το δεύτερο τρίμηνο του 1994 και εφεξής, οι διαφορές διευρύνθηκαν και πάλι σε 50 εκατοστά της ποσοστιαίας μονάδας και παρέμειναν στο επίπεδο αυτό μέχρι το τέλος του Σεπτεμβρίου 1994. Στο τελευταίο τρίμηνο του 1994 οι διαφορές ξαναπεριορίστηκαν εν μέρει. Η προαναφερόμενη πώληση των ομολόγων ECU σε χαμηλότερη τιμή, σε συνθήκες σχετικής έλλειψης ρευστότητας στην αγορά, ενδεχομένως διευκολύνει να εξηγηθεί η τελευταία αυτή εξέλιξη.

Οι διαφορές μεταξύ των επιτοκίων της αγοράς και των θεωρητικών επιτοκίων παρέμειναν μέσα σε σχετικά στενά όρια καθ' όλο το 1993 και το 1994. Για βραχείες διάρκειες (τρίμηνα επιτόκια ευρωκαταθέσεων), η διαφορά έλαβε άλλοτε θετικές και άλλοτε αρνητικές τιμές, παραμένοντας μέσα στα όρια των 50 εκατοστών της ποσοστιαίας μονάδας. Για μεγαλύτερες διάρκειες, οι μεταβολές των διαφορών μεταξύ των αποδόσεων της αγοράς και των θεωρητικών αποδόσεων παρακολούθησαν στενότερα από ό,τι στο παρελθόν παράλληλες εξελίξεις των διαφορών στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Μέχρι και το πρώτο εξάμηνο του 1994, τα επιτόκια της αγοράς ήταν λίγο χαμηλότερα (από 10 έως 50 εκατοστά της ποσοστιαίας μονάδας) από τις θεωρητικές αποδόσεις, ενώ στο τρίτο τρίμηνο του 1994 δεν παρατηρήθηκε σχεδόν καμία διαφορά.

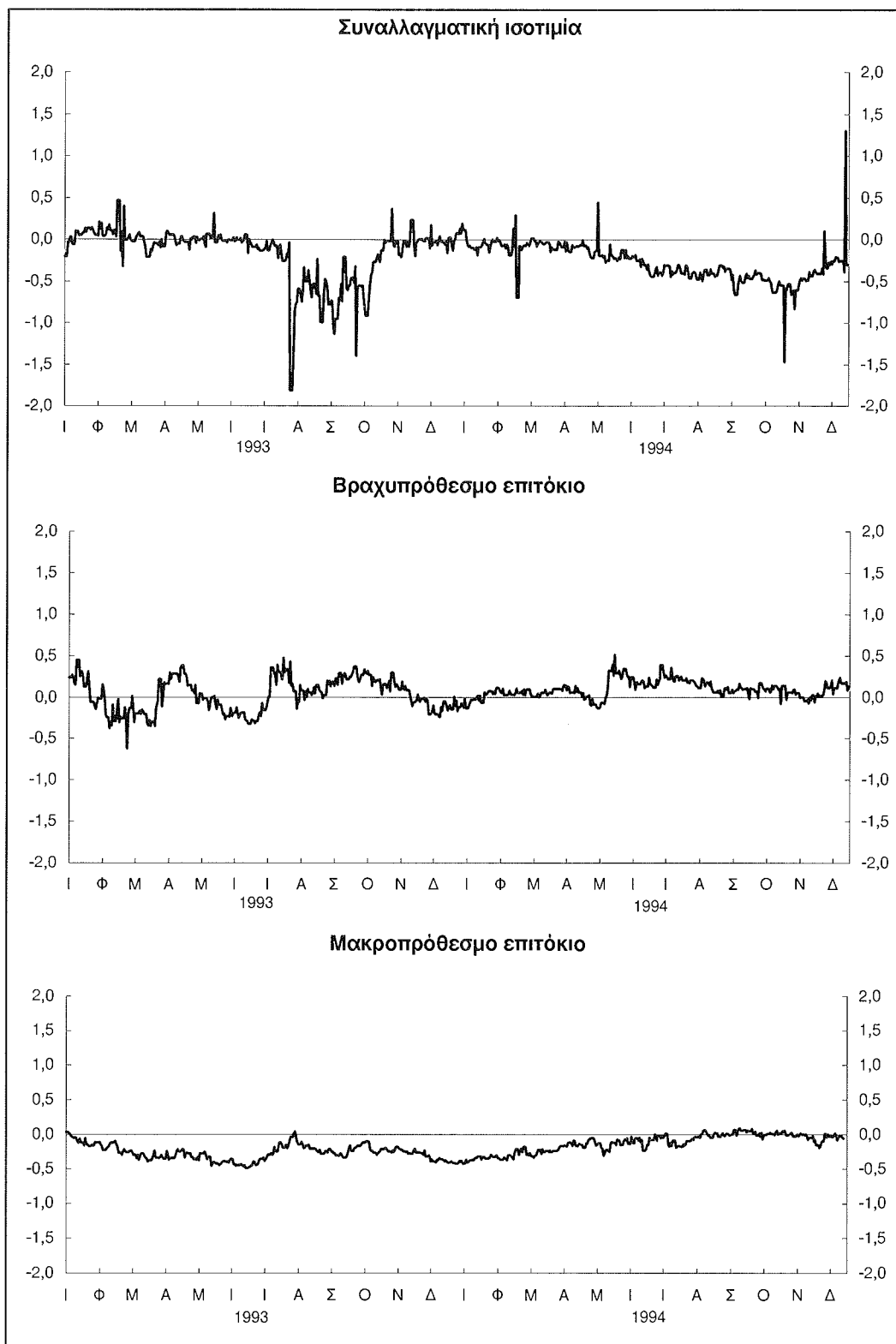
Σχετικά με το νομικό καθεστώς του ECU, μια έρευνα που διεξήχθη από την πρώην Επιτροπή Διοικητών το Νοέμβριο του 1993, μετά από μια λεπτομερή επισκόπηση της Επιτροπής της Ε.Ε. σχετικά με την ύπαρξη κανονιστικών εμποδίων στη χρήση του ECU, επιβεβαίωσε ότι σε όλα τα Κράτη Μέλη της ΕΕ εκτός από δύο το ECU θεωρείται επίσημα ξένο νόμισμα. Επιπλέον, η άρση των τελευταίων συναλλαγματικών περιορισμών στις ροές κεφαλαίων έχει περιορίσει τη διαφορετική μεταχείριση των ξένων νομισμάτων, συμπεριλαμβανομένου του ECU, σε σχέση με τα εθνικά νομίσματα.

Πρόσφατα, έχουν αναληφθεί αρκετές πρωτοβουλίες για τη βελτίωση της στατιστικής κάλυψης της χρήσης του ECU σε μη χρηματοδοτικές συναλλαγές, της αξίας των επιμέρους χρηματοδοτικών ροών στα πλαίσια του προϋπολογισμού της ΕΕ, και των συναλλαγών σε ECU που περιλαμβάνονται στη στατιστική του ισοζυγίου πληρωμών. Μια από τις πρωτοβουλίες αυτές, στα τέλη του 1994, συνίστατο στη διενέργεια από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή μιας επισκόπησης, η οποία βασιζόταν στην ανάλυση των συναλλαγών που οδηγούν σε διακανονισμούς των οποίων η επεξεργασία γίνεται από το Σύστημα Συμψηφισμού και Διακανονισμού σε ECU. Τα δειγματοληπτικά αποτελέσματα δείχνουν ότι ο ετήσιος όγκος μη χρηματοδοτικών συναλλαγών σε ECU ισοδυναμεί με περίπου 88 δισεκ. ECU, ποσό που αντιστοιχεί στο 1% περίπου όλων των συναλλαγών σε ECU που διακανονίζονται μέσω του Συστήματος Συμψηφισμού και Διακανονισμού σε ECU.

### **3.2 Παρακολούθηση του Συστήματος Συμψηφισμού και Διακανονισμού σε ECU**

Το Σύστημα Συμψηφισμού και Διακανονισμού σε ECU καθιερώθηκε το Φεβρουάριο του 1986 και τέθηκε σε πλήρη εφαρμογή τον Απρίλιο του 1987. Είναι ένα ιδιωτικό σύστημα που επινοήθηκε και αναπτύχθηκε για να αντικαταστήσει το παλαιό σύστημα συμψηφισμού για το διακανονισμό υπολοίπων σε ECU, το οποίο βασιζόταν σε λογαριασμούς αμοιβαίου διακανονισμού τηρούμενους στα νομίσματα που απάρτιζαν το καλάθι και είχε εγκατασταθεί το 1982 από μια μικρή ομάδα εμπορικών τραπεζών που είχαν δραστηριοποιηθεί στην αγορά του ECU. Είναι το μόνο σύστημα που επεξεργάζεται και συμψηφίζει συναλλαγές σε ECU. Οι τράπεζες που συμμετέχουν στο συμψηφισμό επεξεργάζονται τις δικές τους εντολές πληρωμής καθώς και εκείνες που εκτελούνται για λογαριασμό των ανταποκριτριών

**Διάγραμμα 9** Διαφορές μεταξύ τιμής αγοράς και θεωρητικής τιμής του ECU: ισοτιμία και επιτόκιο  
(σε εκατοστιαίες μονάδες)



Πηγή: Εθνικά στοιχεία.

τραπεζών, οι οποίες τηρούν λογαριασμούς σε ECU στις τράπεζες αυτές. Οι τράπεζες που προβαίνουν σε συμψηφισμό διακανονίζουν τις πολυμερείς καθαρές θέσεις τους μέσω λογαριασμών που τηρούνται στην Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών.

Το 1994, 45 τράπεζες συμψηφισμού συμμετείχαν στο Σύστημα, το οποίο επεξεργαζόταν ημερησίως 6.000 περίπου συναλλαγές, με μέσο ημερήσιο κύκλο εργασιών 50 δισεκ. ECU. Το Σύστημα Συμψηφισμού και Διακανονισμού σε ECU είναι το τρίτο σε μέγεθος αυτοματοποιημένο σύστημα καθαρού διακανονισμού στην Ευρωπαϊκή Ένωση μετά το EAF στη Γερμανία και το CHAPS στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Η παρακολούθηση του Συστήματος Συμψηφισμού και Διακανονισμού σε ECU άρχισε το 1992 στα πλαίσια της Επιτροπής Διοικητών. Από 1ης Ιανουαρίου 1994, το έργο αυτό ανέλαβε το ENI βάσει των καθηκόντων που του ανατέθηκαν από τη Συνθήκη. Η εποπτεία του Συστήματος Συμψηφισμού και Διακανονισμού σε ECU έχει ως βασικό στόχο να διαβεβαιώνει τις κεντρικές τράπεζες των χωρών της ΕΕ ότι: α) οι εργασίες συμψηφισμού δεν θα προξενούν μη αποδεκτούς θεσμικούς κινδύνους στην αγορά ECU ή στις εγχώριες αγορές των Κρατών Μελών της ΕΕ και β) θα ελέγχονται οι κίνδυνοι που διατρέχουν οι τράπεζες λόγω της συμμετοχής τους στο σύστημα.

Στα πλαίσια αυτά, το ENI επιδιώκει να διασφαλίσει ότι η Τραπεζική Ένωση για το ECU (ΤΕΕ), η οποία χειρίζεται το Σύστημα, θα λάβει μέτρα για να περιορίσει σημαντικά τους συναφείς θεσμικούς κινδύνους. Η πολιτική αυτή είναι συνεπής με τις πολιτικές περιορισμού των κινδύνων οι οποίες ακολουθούνται από τις κεντρικές τράπεζες σε κάθε χώρα της ΕΕ. Το ENI, μέσω τακτικών επαφών με τη Γραμματεία της ΤΕΕ, δέχεται πληροφορίες σε τακτική βάση σχετικά με τη λειτουργία του συμψηφισμού και τηρεί ενήμερες τις κεντρικές τράπεζες των χωρών της ΕΕ σχετικά με τις διαπιστώσεις του. Απευθείας συζητήσεις μεταξύ των τραπεζών συμψηφισμού και των αντίστοιχων κεντρικών τραπεζών συμπληρώνουν τη δράση του ENI.

Επί μακρό χρόνο διεξήχθη διεξοδικός διάλογος με την ΤΕΕ και έγιναν αρκετά βήματα για να βελτιωθεί ο βαθμός συμμόρφωσης με τα πρότυπα ασφαλείας που παρατέθηκαν στην Έκθεση του 1990 σχετικά με τα Προγράμματα Διατραπεζικού Συμψηφισμού. Το πρώτο μέτρο που εφαρμόστηκε το 1993 είναι ένα σύστημα ορίων των πολυμερών καθαρών θέσεων τις οποίες οι συμμετέχοντες επιτρέπεται να έχουν στο τέλος κάθε εργάσιμης ημέρας. Ο σκοπός του μέτρου αυτού είναι να ενθαρρύνει τις τράπεζες να διαχειρίζονται καλύτερα τις ροές πληρωμών τους ώστε να περιορίζουν τους κινδύνους που διατρέχουν και εκείνους που προκαλούν σε άλλους συμμετέχοντες. Τα ανωτέρω όρια παρέχουν τη βάση για μια συμφωνία μερισμού ρευστότητας και ζημιών, η οποία σχεδιάστηκε για να διασφαλίσει το διακανονισμό των συμψηφισμών στο τέλος της ημέρας, ακόμη και όταν η τράπεζα με τις μεγαλύτερες οφειλές αδυνατεί να διακανονίσει τις υποχρεώσεις της στο τέλος της ημέρας.

Οι παρούσες ρυθμίσεις προβλέπουν μόνο χρηματικές ποινές όταν παραβιάζονται τα όρια αλλά δεν εμποδίζουν το Σύστημα να δεχθεί μια πληρωμή με την οποία μια τράπεζα συμψηφισμού θα υπερέβαινε τα όρια. Για το λόγο αυτό, η ΤΕΕ δέχτηκε ότι είναι ανάγκη να θεσμοθετηθούν δεσμευτικά όρια εντός της εργάσιμης ημέρας, τα οποία θα εφαρμόζονται από τον Ιούνιο του 1996 σε συνεχή βάση κατά τη διάρκεια της ημέρας αυτής. Επίσης, αν και η τεχνική διευκόλυνση για όρια εντός της ημέρας δεν θα εφαρμοστεί πλήρως πριν από τον Ιούνιο του 1996, η δυνατότητα παρακολούθησης των εντός της ημέρας θέσεων θα υπάρχει ενωρίτερα και θα μπορούσε να επιτρέψει στις τράπεζες συμψηφισμού να συμφωνήσουν οικειοθελώς για μη υπέρβαση των ορίων. Εκτός από τα μέτρα αυτά, το Συμβούλιο του ENI επέστησε επίσης την προσοχή της ΤΕΕ στην ανάγκη να εισαχθούν διευκολύνσεις παροχής εγγυήσεων στη διαδικασία διακανονισμού και να βελτιωθεί η νομική βάση του συμψηφισμού μέσω συμβατικών ρυθμίσεων.

Ως προς το μέλλον του Συστήματος Συμψηφισμού και Διακανονισμού στο Τρίτο Στάδιο της ONE, το Σύστημα ενδέχεται να συνεχίσει να λειτουργεί στο Στάδιο αυτό ως

ιδιωτικό σύστημα καθαρού διακανονισμού, παράλληλα και σε ανταγωνισμό με άλλα συστήματα, εφόσον θα τηρεί τις αποδεκτές προδιαγραφές ασφαλείας.

## **4. Συνεργασία μεταξύ κεντρικών τραπεζών**

### **4.1. Συστήματα πληρωμών**

Η συνεργασία μεταξύ των εθνικών κεντρικών τραπεζών στον τομέα των συστημάτων πληρωμών έχει επικεντρωθεί σε τρία κύρια θέματα: α) την από κοινού παρακολούθηση των συστημάτων πληρωμών, β) την επίτευξη ελάχιστων κοινών χαρακτηριστικών των εγχώριων συστημάτων πληρωμών και γ) τις προπληρωμένες κάρτες.

#### *Από κοινού παρακολούθηση των συστημάτων πληρωμών*

Οι κεντρικές τράπεζες των Κρατών Μελών παρακολουθούν τις εξελίξεις στις αντίστοιχες εγχώριες διατραπεζικές αγορές και στα συστήματα πληρωμών και διακανονισμών που υποστηρίζουν τις αγορές αυτές. Το έργο αυτό απορρέει άμεσα από την πρωταρχική λειτουργία των κεντρικών τραπεζών ως προμηθευτών χρήματος, δηλαδή του τελικού μέσου πληρωμής στην οικονομία. Ο βασικός στόχος της παρακολούθησης είναι να επιδιωχθεί η διασφάλιση της ομαλής λειτουργίας των συστημάτων πληρωμών και να προστατευθεί το χρηματοπιστωτικό σύστημα από πιθανά "αλυσιδωτά αποτελέσματα" ("domino effects") τα οποία ενδέχεται να επέλθουν όταν ένας ή περισσότεροι συμμετέχοντες στα συστήματα πληρωμών έχουν προβλήματα πίστωσης ή ρευστότητας. Σε αντίθεση με την τραπεζική εποπτεία, η παρακολούθηση των συστημάτων πληρωμών ασχολείται περισσότερο με ένα δεδομένο σύστημα (π.χ. ένα σύστημα μεταφοράς κεφαλαίων) παρά με τους επιμέρους συμμετέχοντες.

Οι γενικές αρχές σχετικά με την από κοινού παρακολούθηση της διασυνοριακής συμμετοχής σε εγχώρια συστήματα πληρωμών καθιερώθηκαν από τις κεντρικές τράπεζες των χωρών της ΕΕ για να αντιμετωπιστούν οι προκλήσεις που πήγασαν από την εφαρμογή της 2ης Τραπεζικής Οδηγίας (2η ΤΟ) που υιοθετήθηκε από το Συμβούλιο της ΕΚ το 1988. Η Οδηγία καθόριζε ότι η πρωταρχική ευθύνη για την εποπτεία των υποκαταστημάτων πιστωτικών ιδρυμάτων τα οποία έχουν λάβει άδεια λειτουργίας σε άλλη χώρα της ΕΕ επρόκειτο να ανατεθεί στις αρχές της "χώρας καταγωγής" (δηλαδή του Κράτους Μέλους όπου έχει συσταθεί το πιστωτικό ίδρυμα), ενώ περιορισμένες αρμοδιότητες επρόκειτο να δοθούν στις αρχές της "χώρας υποδοχής" (δηλαδή του Κράτους Μέλους στο οποίο εδρεύει το σύστημα πληρωμών). Από το τέλος Νοεμβρίου 1994, 162 υποκαταστήματα ξένων πιστωτικών ιδρυμάτων συμμετέσχαν απευθείας σε άλλα συστήματα μεταφοράς κεφαλαίων μεγάλης αξίας της ΕΕ, συμπεριλαμβανομένων 107 υποκαταστημάτων τραπεζών χωρών της ΕΕ και 55 υποκαταστημάτων τραπεζών τρίτων χωρών. Χωρίς από κοινού παρακολούθηση, η κεντρική τράπεζα κάθε "χώρας υποδοχής" θα αντιμετώπιζε έλλειψη των αναγκαίων πληροφοριών για την παρακολούθηση του συστήματος πληρωμών της χώρας αυτής, πληροφορίες τις οποίες προηγουμένως αντλούσε από την άμεση εποπτεία αυτών των ξένων υποκαταστημάτων.

Οι ρυθμίσεις για τη συνεργασία μεταξύ των διαφόρων αρχών καθιερώθηκαν το 1993 στα πλαίσια της Επιτροπής Διοικητών. Περιλάμβαναν γενικές συμφωνίες για την ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των κεντρικών τραπεζών και άλλων οργάνων τραπεζικής εποπτείας μέσα στα όρια που θέτει η υποχρέωση των εποπτικών οργάνων για τήρηση του απορρήτου. Συμφωνήθηκε ότι, υπό ομαλές συνθήκες, η διασυνοριακή ανταλλαγή πληροφοριών θα λαμβάνει χώρα μόνο μεταξύ κεντρικών τραπεζών ή μεταξύ οργάνων τραπεζικής εποπτείας και ότι θα ιδρυθεί στο ΕΝΙ ένα "Παρατηρητήριο" των Συστημάτων Πληρωμών της ΕΕ.

Το Παρατηρητήριο, που ιδρύθηκε το Σεπτέμβριο του 1994, συλλέγει και αποστέλλει πληροφορίες με χαμηλό βαθμό εμπιστευτικότητας και τηρεί ενημερωμένα αρχεία σχετικά με: τους κανόνες λειτουργίας που διέπουν τα διατραπεζικά συστήματα μεταφοράς κεφαλαίων των Κρατών Μελών, τον κατάλογο ανώτερων διευθυντικών στελεχών των κεντρικών τραπεζών των κρατών της ΕΕ με τα οποία θα μπορούσε να υπάρξει επαφή σε περίπτωση προβλημάτων στον τομέα των συστημάτων πληρωμών προκειμένου να διευκολυνθεί η ροή πληροφοριών μεταξύ των κεντρικών τραπεζών, ιδιαίτερα σε περιόδους κρίσης, καθώς και τους διασυνοριακούς συμμετέχοντες (και τυχόν τηλεσυμμετέχοντες) στα διατραπεζικά συστήματα μεταφοράς κεφαλαίων της ΕΕ.

#### *Καθορισμός των ελάχιστων κοινών χαρακτηριστικών των συστημάτων πληρωμών της ΕΕ*

Η Επιτροπή των Διοικητών προέβη το 1992 σε συγκριτική ανάλυση των συστημάτων πληρωμών της ΕΕ, η οποία περιέχεται σε έκθεση που δημοσιεύθηκε το Σεπτέμβριο του 1992 με τον τίτλο "Συστήματα Πληρωμών στα Κράτη Μέλη της Ευρωπαϊκής Κοινότητας" και είναι γνωστή και ως "Κυανή Βίβλος" (νέα έκδοση της έκθεσης αυτής θα δημοσιευθεί το 1996). Η έκθεση αποκάλυψε σημαντικές διαφορές μεταξύ των συστημάτων μεταφοράς κεφαλαίων μεγάλης αξίας των χωρών της ΕΕ, ιδιαίτερα ως προς τις συνθήκες πρόσβασης, τα μέτρα ελέγχου κινδύνων, τα νομικά και τεχνικά θέματα, τις τιμολογιακές πολιτικές και τα ωράρια λειτουργίας.

Οι διαφορές μεταξύ των εγχώριων διατραπεζικών συστημάτων πληρωμών μπορούν να επηρεάσουν την ομαλότητα των διασυνοριακών πληρωμών και να αλλοιώσουν τις συνθήκες ανταγωνισμού. Ενδέχεται επίσης να προκαλέσουν κινδύνους για την ακεραιότητα και σταθερότητα των ρυθμίσεων για τις εγχώριες και διασυνοριακές πληρωμές, δεδομένου ότι η ακεραιότητα του όλου συστήματος εξαρτάται από το ασθενέστερο στοιχείο του. Τέλος, οι διαφορές πιθανόν να αποτελέσουν αίτιο ανταγωνισμού μεταξύ ρυθμιστικών πλαισίων, παρακινώντας τους συμμετέχοντες να διενεργούν τις πληρωμές τους μέσω φθηνότερων αλλά, πιθανόν, ανεπαρκώς προστατευόμενων συστημάτων. Οι συνέπειες των αλλοιώσεων αυτών ενδέχεται να διογκωθούν μέσα σε ένα ενοποιημένο νομισματικό χώρο. Για την αποτροπή των κινδύνων αυτών, είναι αναγκαίο τα διατραπεζικά συστήματα μεταφοράς κεφαλαίων να έχουν ορισμένα ελάχιστα κοινά χαρακτηριστικά από τα οποία εξαρτάται η ακεραιότητα και η ασφάλεια των όλων συστημάτων. Οι στόχοι των κεντρικών τραπεζών των χωρών της ΕΕ στον τομέα αυτό περιγράφονται στην έκθεση για τα "Ελάχιστα κοινά χαρακτηριστικά των εγχώριων συστημάτων πληρωμών", που δημοσιεύθηκε από την Επιτροπή Διοικητών το Νοέμβριο του 1993. Η έκθεση παραθέτει δέκα αρχές για την εναρμόνιση των εγχώριων συστημάτων ως προς την πρόσβαση, τον έλεγχο κινδύνων και τα νομικά, τεχνικά και λειτουργικά χαρακτηριστικά.

Η σημαντικότερη μέθοδος για την ελαχιστοποίηση του θεσμικού κινδύνου που ενυπάρχει στο κύκλωμα διατραπεζικών πληρωμών συνίσταται στην καθιέρωση, σε όλα τα Κράτη Μέλη, ενός συστήματος ακαθάριστου διακανονισμού σε πραγματικό χρόνο (ΑΔΠΧ) των πληρωμών μεγάλης αξίας. Αυτή η μορφή συστήματος καθιστά εφικτή την εξάλειψη των κινδύνων που απορρέουν από τη σύμφυτη με τα συστήματα καθαρού διακανονισμού καθυστέρηση μεταξύ διαβίβασης και διακανονισμού του μηνύματος πληρωμής. Επιπλέον, παρέχει σημαντική διευκόλυνση όχι μόνο για τον τελικό διακανονισμό υποχρεώσεων που πηγάζουν από συναλλαγές οι οποίες έχουν δρομολογηθεί μέσω άλλων συστημάτων συμψηφισμού αλλά και για μια ποικιλία διαφορετικών μορφών διακανονισμών παράδοσης έναντι πληρωμής στις αγορές χρεογράφων και συναλλάγματος. Εξάλλου, τα συστήματα ακαθάριστου διακανονισμού σε πραγματικό χρόνο θα συνδεθούν μεταξύ τους έτσι ώστε να οικοδομηθεί ένα σύστημα ΑΔΠΧ για όλες τις χώρες της ΟΝΕ κατά το Τρίτο Στάδιο.

Μια δεύτερη μέθοδος είναι να επιτραπεί να λειτουργούν, παράλληλα με τα συστήματα ακαθάριστου διακανονισμού σε πραγματικό χρόνο (ΑΔΠΧ), τα συστήματα

καθαρού διακανονισμού μεγάλης αξίας πληρωμών, τα οποία προβαίνουν σε διακανονισμό μέσω λογαριασμών κεντρικών τραπεζών, υπό την προϋπόθεση ότι προβαίνουν σε διακανονισμό την ίδια ημέρα και ανταποκρίνονται πλήρως στις προδιαγραφές ασφαλείας που παρατίθενται στην Έκθεση για τα Διατραπεζικά Προγράμματα Συμψηφισμού, η οποία δημοσιεύθηκε από την Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών το 1990.

Μια τρίτη μέθοδος τονίζει την ανάγκη να τεθούν πρότυπα ελέγχου πρόσβασης στα συστήματα πληρωμών. Η πρόσβαση στα συστήματα διατραπεζικής μεταφοράς κεφαλαίων θα πρέπει να περιοριστεί αυστηρά μόνο σε πιστωτικά ιδρύματα που υπόκεινται σε εποπτεία, όπως ορίζεται στη 2η ΤΟ, ορισμένους δημόσιους οργανισμούς και μερικά επαρκώς εποπτευόμενα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, επειδή μόνο τα ιδρύματα αυτά είναι σε θέση να εκπληρώσουν τις κατάλληλες προδιαγραφές από πλευράς οικονομικής ευρωστίας, διοικητικής επάρκειας και ικανότητας να παρέχουν ρευστότητα μέσα σε πολύ σύντομο διάστημα. Στο πεδίο αυτό δεν πρέπει να υπάρξει καμία διάκριση μεταξύ πιστωτικών ιδρυμάτων που βρίσκονται στη χώρα καταγωγής τους και εκείνων που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας σε άλλη χώρα της ΕΕ. Επιπλέον, θα πρέπει να καθοριστούν με δημόσιο έγγραφο διαφανείς όροι πρόσβασης, καθώς και διαδικασίες για τον αποκλεισμό από ένα σύστημα ή την αναστολή συμμετοχής σ' αυτό. Τέλος, η ανωτέρω έκθεση πραγματεύεται άλλες αρχές που αφορούν το νομικό έρεισμα των εγχώριων συστημάτων πληρωμών, την ανάγκη συμβατών τραπεζικών προτύπων και αποδοτικών διαύλων επικοινωνίας μεταξύ των εγχώριων συστημάτων πληρωμών, τις τιμολογιακές πολιτικές των κεντρικών τραπεζών και τις ώρες λειτουργίας των σημαντικότερων συστημάτων πληρωμών της ΕΕ.

Με τη βοήθεια των κεντρικών τραπεζών των χωρών της ΕΕ, το ENI προέβη σε γενική εκτίμηση των κύριων χαρακτηριστικών των διατραπεζικών συστημάτων μεταφοράς κεφαλαίων της ΕΕ σε σχέση με τις αρχές που παρατίθενται στην έκθεση του Νοεμβρίου 1993. Τα βασικά συμπεράσματα περιέχονται σε μια έκθεση επί των "Εξελίξεων των συστημάτων πληρωμών της ΕΕ κατά το 1994", η οποία εγκρίθηκε από το Συμβούλιο του ENI στις 6 Δεκεμβρίου 1994, αποτελεί συνέχεια της έκθεσης του 1993 και δόθηκε στις τράπεζες το Φεβρουάριο του 1995.

Η έκθεση επιβεβαιώνει ότι η σημαντικότερη εν εξελίξει εργασία στον τομέα των συστημάτων πληρωμών είναι ο σχεδιασμός και η εφαρμογή συστημάτων ΑΔΠΧ σε όλες τις χώρες της ΕΕ. Παρόλο που τα συστήματα ΑΔΠΧ λειτουργούν σε έξι μόνο χώρες και οι περισσότερες πληρωμές μεγάλης αξίας διακανονίζονται μέσω συστημάτων καθαρού διακανονισμού, υπάρχει σήμερα η προοπτική να λειτουργήσουν συστήματα ΑΔΠΧ για πληρωμές μεγάλης αξίας σε όλες τις χώρες της ΕΕ (εκτός από δύο) μέχρι το τέλος του 1996. Προσδοκάται ότι, το αργότερο μέχρι αυτό το χρονικό σημείο, τα συστήματα ΑΔΠΧ θα επεξεργάζονται όλες τις πληρωμές μεγάλης αξίας σε οκτώ χώρες της ΕΕ. Συνεπώς, η συνεργασία μεταξύ πιστωτικών ιδρυμάτων και κεντρικών τραπεζών πρέπει να συνεχιστεί, προκειμένου να αποφευχθούν καθυστερήσεις κατά την εφαρμογή των συστημάτων αυτών, ιδιαίτερα ενόψει της υλοποίησης του συστήματος TARGET κατά το Τρίτο Στάδιο.

Σε μερικά συστήματα καθαρού διακανονισμού έχουν εισαχθεί μέτρα ελέγχου κινδύνων. Σε ορισμένες χώρες τα συστήματα αυτά πιθανόν θα εκλείψουν, τουλάχιστον για μεταφορές ποσών μεγάλης αξίας, όταν τεθούν σε πλήρη λειτουργία τα συστήματα ΑΔΠΧ. Εξάλλου, υπάρχει η προοπτική για νέα πεδία δράσης για το ENI και τις κεντρικές τράπεζες των χωρών της ΕΕ. Πρώτον, απαιτείται περαιτέρω μελέτη των προϋποθέσεων υπό τις οποίες τα πιστωτικά ιδρύματα που δεν έχουν φυσική παρουσία σε ένα Κράτος Μέλος μπορούν να καταστούν απευθείας συμμετοχοί στο σύστημα πληρωμών του κράτους εκείνου (το ζήτημα της "τηλεπρόσβασης"). Δεύτερον, οι εργασίες θα συνεχιστούν προκειμένου να διασφαλιστεί ότι το νομικό υπόβαθρο των εγχώριων συστημάτων πληρωμών είναι ισχυρό και έχει τη δυνατότητα να εφαρμοστεί. Οι εργασίες προχωρούν για την εξάλειψη, μέχρι το 1996, των υφιστάμενων αβεβαιοτήτων στα πλαίσια των εγχώριων νομικών συστημάτων καθώς και των ασυνεπειών μεταξύ των συστημάτων αυτών.

Τέλος, θα δοθεί μεγαλύτερη προσοχή στα θέματα που συνδέονται με τις λιανικές πληρωμές, σύμφωνα με τις διατάξεις της Συνθήκης του Μάαστριχτ, με τις οποίες ανατίθεται στο ENI το έργο της "προαγωγής της αποτελεσματικότητας των διασυνοριακών πληρωμών" πριν από την έναρξη του Τρίτου Σταδίου. Ειδικότερα, το ENI θα ενθαρρύνει τις τράπεζες να αποφεύγουν την εξάπλωση μη συμβατών προτύπων.

#### *Προπληρωμένες κάρτες*

Η πολλαπλών σκοπών προπληρωμένη κάρτα (ή ηλεκτρονικό πορτοφόλι) είναι μια πλαστική κάρτα που περικλείει ουσιαστική αγοραστική δύναμη, για την οποία ο πελάτης έχει πληρώσει προκαταβολικά. Οι κάρτες που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για ένα μόνο σκοπό (π.χ. τηλεκάρτες) ή για περιορισμένο φάσμα υπηρεσιών (π.χ. στις εγκαταστάσεις μιας εταιρίας) θεωρείται ότι δεν ανήκουν στην κατηγορία αυτή. Παρόλο που οι εξελίξεις στο χώρο των ηλεκτρονικών πορτοφολιών βρίσκονται σε πρώιμο στάδιο, είναι πολύ πιθανό να εξαπλωθεί στο μέλλον η χρήση των καρτών αυτών. Ειδικότερα, εάν τα ηλεκτρονικά πορτοφόλια χρησιμοποιηθούν για μεγάλο αριθμό λιανικών συναλλαγών, θα μπορούσαν να ανταγωνιστούν άμεσα όχι μόνο άλλα μέσα πληρωμής χωρίς μετρητά αλλά και τα τραπεζογραμμάτια και κέρματα που εκδίδουν οι κεντρικές τράπεζες και άλλες νομισματικές αρχές.

Δεδομένου ότι οι προπληρωμένες κάρτες ενδέχεται δυνητικά να τύχουν ευρείας αποδοχής, το ζήτημα έχει γίνει αντικείμενο ανάλυσης από το ENI και τις κεντρικές τράπεζες των χωρών της ΕΕ. Μια έκθεση σχετικά με τις προπληρωμένες κάρτες δόθηκε στις τράπεζες και σε άλλα ενδιαφερόμενα ιδρύματα το Μάιο του 1994. Η ανάλυση που περιλαμβανόταν στην έκθεση είχε δύο στόχους: α) να διασφαλίσει ότι η εισαγωγή αυτού του νέου μέσου πληρωμής δεν θα επηρεάσει δυσμενώς την εμπιστοσύνη του κοινού στο σύστημα και τα μέσα πληρωμών και β) να αξιολογήσει τις πρακτικές συνέπειες των πιθανών εξελίξεων των προπληρωμένων καρτών για τις δραστηριότητες των κεντρικών τραπεζών.

Το σημαντικότερο συμπέρασμα της ανάλυσης είναι ότι το δικαίωμα έκδοσης ηλεκτρονικών πορτοφολιών θα πρέπει να παρασχεθεί περιοριστικά μόνο στα πιστωτικά ιδρύματα προκειμένου: α) να προστατευθούν οι καταναλωτές από τις συνέπειες της πτώχευσης των εκδοτών, β) να προστατευθεί η ακεραιότητα των συστημάτων λιανικών πληρωμών, γ) να διευκολυνθεί η άσκηση της νομισματικής πολιτικής και δ) να αποφευχθεί ο αθέμιτος ανταγωνισμός μεταξύ των ιδρυμάτων που εκδίδουν τις κάρτες αυτές.

Προκειμένου για προγράμματα προπληρωμένων καρτών που τέθηκαν ήδη σε λειτουργία πριν από το Μάιο 1994, οι οικείες εθνικές κεντρικές τράπεζες μπορεί να συμφωνήσουν ότι οι εκδότες ηλεκτρονικών πορτοφολιών δεν χρειάζεται να είναι κανονικά πιστωτικά ιδρύματα, υπό τους εξής όρους: πρώτον, να παρέχουν υπηρεσίες πληρωμών μόνο στο εσωτερικό της χώρας τους, δεύτερον, να διέπονται από κατάλληλους κανόνες, ιδίως όσον αφορά τη ρευστότητα που πρέπει να έχουν, και τρίτον, να εποπτεύονται από την εθνική αρχή που είναι αρμόδια για την εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Υπό την αιγίδα του ENI, οι κεντρικές τράπεζες των χωρών της ΕΕ θα συνεχίσουν να ανταλλάσσουν πληροφορίες σχετικά με οποιοδήποτε σημαντικό σύστημα προπληρωμένων καρτών και να παρακολουθούν την ανάπτυξη αυτού του νέου μέσου πληρωμής.

## **4.2 Τραπεζική εποπτεία**

Σύμφωνα με το Καταστατικό του ENI, πρωταρχικό καθήκον του Ιδρύματος είναι να "διεξάγει διαβουλεύσεις για θέματα που εμπíπτουν στην αρμοδιότητα των εθνικών κεντρικών τραπεζών και επηρεάζουν τη σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των χρηματαγορών". Ενώ η ευθύνη για τη διενέργεια προληπτικής εποπτείας εξακολουθεί να αποτελεί αρμοδιότητα των εθνικών αρχών, στο ENI ανατίθεται το έργο της προαγωγής της συνεργασίας σε θέματα μακροπρόθεσμου προληπτικού ελέγχου που

επηρεάζουν τη σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των χρηματαγορών. Για την εκπλήρωση του καθήκοντος αυτού, το ΕΝΙ επικουρείται από την Υποεπιτροπή Τραπεζικής Εποπτείας, η οποία αποτελείται από αντιπροσώπους των κεντρικών τραπεζών και των ειδικών εποπτικών οργάνων. Κατά τα έτη 1993 και 1994, οι διαβουλεύσεις μεταξύ των εθνικών ελεγκτικών αρχών κάλυψαν αρκετά θέματα, συμπεριλαμβανομένων: α) της εφαρμογής της 2ης Τραπεζικής Οδηγίας, β) της διαχείρισης της κρίσης, γ) της πτώχευσης, δ) της οικονομικής δυσπραγίας και ε) των κεντρικών μητρώων πιστώσεων.

### *Η Δεύτερη Τραπεζική Οδηγία (2η ΤΟ)*

Την 1η Ιανουαρίου 1993 τέθηκε σε εφαρμογή η 2η Τραπεζική Οδηγία, η οποία καθιέρωνε την Ενιαία Αγορά για τον τραπεζικό τομέα. Η Οδηγία αυτή παρέχει στις τράπεζες που εδρεύουν σε χώρες της ΕΕ την ευχέρεια να προσφέρουν χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες σε όλο το εύρος της ΕΕ μέσω της ίδρυσης υποκαταστημάτων και σε διασυνοριακή βάση. Στα πλαίσια αυτά, η εποπτική δραστηριότητα βασιζέται στην αρχή του "ελέγχου από τη χώρα καταγωγής", σύμφωνα με την οποία η ευθύνη του ελέγχου ανήκει κυρίως στις αρχές του Κράτους Μέλους από το οποίο το πιστωτικό ίδρυμα έλαβε άδεια λειτουργίας. Η αρχή αυτή ισχύει και για πιστωτικά ιδρύματα που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας από χώρες που συμμετέχουν στη Συμφωνία ΕΟΧ (εκτός εάν υπάρχουν διαφορετικές διατάξεις για τρίτες χώρες σύμφωνα με την αρχή της αμοιβαιότητας).

Η εφαρμογή αυτής της αρχής απαιτεί στενή συνεργασία μεταξύ των εποπτικών αρχών της χώρας καταγωγής και της χώρας υποδοχής. Η επίτευξη του στόχου αυτού επιδιώχθηκε μέσω διμερών συμφωνιών (μνημόνια συνεννόησης) μεταξύ των εποπτικών αρχών των Κρατών Μελών. Κατά τις διαβουλεύσεις μεταξύ των εποπτικών οργάνων δόθηκε πολλή προσοχή στην ανάλυση διαφόρων θεμάτων πολιτικής σε σχέση με την πρακτική εφαρμογή της Οδηγίας, τα οποία ανέκυψαν ειδικότερα κατά την πορεία προς την ολοκλήρωση των μνημονίων συνεννόησης.

### *Διαχείριση της κρίσης*

Στα πλαίσια της εφαρμογής της 2ης ΤΟ και των δυσκολιών που αντιμετωπίζουν ορισμένες διεθνείς τράπεζες, εξετάστηκαν ζητήματα σχετικά με την πρόβλεψη των τραπεζικών κρίσεων και την αντιμετώπισή τους από πλευράς εποπτείας των πιστωτικών ιδρυμάτων που εδρεύουν σε χώρες της ΕΕ. Ειδικότερα, η ανταλλαγή απόψεων επικεντρώθηκε στην ανάγκη τόσο του μερισμού πληροφοριών μεταξύ των οργάνων τραπεζικής εποπτείας όσο και του συντονισμού της εποπτικής δράσης σε κατάσταση κρίσης, δεδομένου ότι τα μνημόνια συνεννόησης ασχολούνται κυρίως με ανταλλαγές πληροφοριών σε διαρκή βάση και λιγότερο με τη συνεργασία για την αντιμετώπιση κρίσεων του τραπεζικού συστήματος.

Παρόλο που κάθε κρίση έχει ιδιαίτερα χαρακτηριστικά και η αντιμετώπισή της πρέπει να γίνεται υπό το πρίσμα των εκάστοτε συνθηκών, θεωρήθηκε σκόπιμο να διατυπωθεί ένα σύνολο αρχών για την επικούρηση των οργάνων τραπεζικής εποπτείας σε περίπτωση που εκδηλώνεται κρίση σε μια τράπεζα με πολλαπλή παρουσία στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Μια βασική αρχή είναι ότι το εποπτικό όργανο της χώρας καταγωγής θα πρέπει να είναι ο συντονιστής ("πρωτεύων επόπτης") των ροών πληροφοριών και οποιασδήποτε εποπτικής εργασίας. Για να επιτευχθεί η πλήρης αποτελεσματικότητα των αρχών αυτών, θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η δράση εποπτικών οργάνων τρίτων χωρών σε περιπτώσεις που τα πιστωτικά ιδρύματα διεξάγουν εργασίες εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Στα πλαίσια της αντιμετώπισης των τραπεζικών κρίσεων, έχει αναλυθεί η διασύνδεση μεταξύ της τραπεζικής εποπτείας και της λειτουργίας του "δανειστή σε έσχατη ανάγκη", με σκοπό να γίνει μια περιγραφική επισκόπηση της σημερινής κατάστασης στα Κράτη Μέλη.



### *Ζητήματα πτώχευσης*

Στις διαβουλεύσεις τέθηκαν θέματα σχετικά με την ομαλή εκκαθάριση τραπεζών με πολλαπλή παρουσία στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Αναγνωρίστηκε ότι οι διαφορετικές δικαστικές ρυθμίσεις και διαδικασίες πτώχευσης σε κάθε Κράτος Μέλος πιθανόν να δυσχεράνουν το συντονισμό του εποπτικού έργου.

Πρώτον, υπάρχει το ζήτημα κατά πόσον η αρχή σύμφωνα με την οποία η κύρια ευθύνη για την προληπτική εποπτεία των υποκαταστημάτων ανήκει στο εποπτικό όργανο της χώρας καταγωγής είναι συνεπής με τις πτωχευτικές διαδικασίες, οι οποίες εξακολουθούν να διέπονται από την εθνική νομοθεσία. Ειδικότερα, τα εποπτικά όργανα των χωρών της ΕΕ, ως αρχές της χώρας υποδοχής, δεν έχουν όλα ταυτόσημες εξουσίες για να κινηθούν δικαστικώς εναντίον υποκαταστήματος ξένης τράπεζας, γεγονός που θα μπορούσε να αποτελέσει εμπόδιο στο συντονισμό της δραστηριότητας με τα εποπτικά όργανα σε άλλα Κράτη Μέλη. Δεύτερον, η διαδικασία κήρυξης πτώχευσης που κινείται κατά μιας τράπεζας στη χώρα καταγωγής ενδέχεται να μην αναγνωρίζεται από τις δικαστικές αρχές άλλων χωρών, όπου λειτουργούν υποκαταστήματα της τράπεζας αυτής. Τρίτον, η ύπαρξη διαφόρων καθεστώτων εκκαθάρισης, τα οποία συνεπάγονται διαφορετική μεταχείριση του ενεργητικού (οι προσεγγίσεις του "ενιαίου φορέα" και των "διακεκριμένων φορέων") πιθανόν να οδηγήσουν σε διακρίσεις μεταξύ των καταθετών στα Κράτη Μέλη.

Τα ζητήματα αυτά υποβλήθηκαν στο Συμβούλιο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων από τον Πρόεδρο της Επιτροπής Διοικητών, ο οποίος έδωσε εντολή να συνεχιστούν κατά προτεραιότητα οι εργασίες που αφορούν την πρόταση για έκδοση Οδηγίας σχετικά με την εκκαθάριση, με σκοπό να θεσπιστούν εναρμονισμένες ρυθμίσεις για την πτώχευση σε ολόκληρη την Ευρωπαϊκή Ένωση. Δεδομένου ότι στη διαδικασία κήρυξης πτώχευσης ενδέχεται να εμπλέκονται χώρες εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ελήφθη επίσης υπόψη η παράλληλη εργασία που πραγματοποίησε στον τομέα αυτό η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία.

### *Οικονομική δυσπραγία*

Η οικονομική δυσπραγία των πιστωτικών ιδρυμάτων (η ύπαρξη ή η προοπτική πιέσεων που θα μπορούσαν να υπονομεύσουν την οικονομική ευρωστία ενός ιδρύματος) αποτελεί τον πυρήνα της εποπτικής λειτουργίας. Οι δυσκολίες που αντιμετωπίζει το συγκεκριμένο ίδρυμα ενδέχεται να επηρεάσουν άλλες τράπεζες κατά τρόπο που θα μπορούσε να απειλήσει το όλο τραπεζικό σύστημα (θεσμικός κίνδυνος). Στα πλαίσια της διαδικασίας διαβούλευσης, ερευνήθηκαν οι τρόποι με τους οποίους εκδηλώνεται η οικονομική δυσπραγία στο τραπεζικό σύστημα καθώς και οι συναφείς επιπτώσεις τους. Μια από τις κύριες διαπιστώσεις της ανάλυσης αυτής είναι ότι ο βαθμός δυσπραγίας στα πλαίσια του τραπεζικού συστήματος πιθανόν να έχει αυξηθεί σημαντικά κατά τα τελευταία έτη. Ιδιαίτερη προσοχή δόθηκε στο γεγονός ότι ο πιστωτικός κίνδυνος παραμένει η κύρια κατηγορία κινδύνων στους οποίους είναι εκτεθειμένα τα πιστωτικά ιδρύματα και υπήρξε η σημαντικότερη πηγή ζημιών.

Σε ένα μεταβαλλόμενο περιβάλλον λειτουργίας, τα πιστωτικά ιδρύματα αντιμετωπίζουν εντεινόμενες ανταγωνιστικές πιέσεις όχι μόνο μέσα στο ίδιο το τραπεζικό σύστημα αλλά, σε κάποιο βαθμό, και από μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Οι παραδοσιακές δανειοδοτικές δραστηριότητες ασκούνται σε περισσότερο ανταγωνιστικά πλαίσια, γεγονός που ενδεχομένως προκαλεί, σε περισσότερο μακροπρόθεσμη βάση, μείωση της κερδοφορίας των πιστωτικών ιδρυμάτων. Εξάλλου, οι ανταγωνιστικές πιέσεις, σε συνδυασμό με τις τεχνολογικές εξελίξεις, ωθούν τα πιστωτικά ιδρύματα να απομακρύνονται από τις παραδοσιακές τραπεζικές εργασίες και να αναζητούν ευκαιρίες κέρδους σε νέα πεδία δράσης (χρεόγραφα, παράγωγα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, μη χρηματοδοτικά μέσα κ.λπ.), γεγονός που τα εκθέτει σε μεγάλο φάσμα πιθανών κινδύνων.

Η ταχεία εξέλιξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος δημιουργεί νέες προκλήσεις στην εποπτική λειτουργία, η οποία απαιτείται να αξιολογήσει την καταλληλότητα της στρατηγικής των πιστωτικών ιδρυμάτων υπό το πρίσμα των πόρων διαχείρισής τους και των γενικότερων συνθηκών της αγοράς. Στα πλαίσια αυτά, η ανωτέρω επισκόπηση τονίζει ορισμένα θέματα που πρέπει να αποτελέσουν μέλημα της εποπτείας και που πηγάζουν από την ανάλυση της ανταπόκρισης των τραπεζών στις δυνάμεις της αγοράς.

Υπό το πρίσμα των πορισμάτων της επισκόπησης, αποφασίστηκε να αναληφθούν περαιτέρω εργασίες στο πεδίο αυτό, με επίκεντρο τις αλλαγές που συνέβησαν κατά τα τελευταία έτη στους τρόπους με τους οποίους οι τράπεζες διαχειρίζονται τον πιστωτικό κίνδυνο, με ιδιαίτερη αναφορά στις μεθόδους επιλογής κινδύνων, τιμολόγησης και παρακολούθησης. Στο μέλλον, θα δοθεί προσοχή στα πρώτα προειδοποιητικά σήματα οικονομικής δυσπραγίας και στους παράγοντες που θα μπορούσαν να επηρεάσουν μακροπρόθεσμα την ανταγωνιστική βιωσιμότητα των τραπεζών.

#### *Κεντρικά μητρώα πιστώσεων*

Ενα άλλο αντικείμενο συζήτησης υπήρξε η ανάλυση των χαρακτηριστικών και των λειτουργιών των Κεντρικών Μητρώων Πιστώσεων (ΚΜΠ) στα Κράτη Μέλη και η επίπτωση της Δεύτερης Τραπεζικής Οδηγίας στη δυναμική αποτελεσματικότητα των μητρώων.

Κατά το 1994 διεξήχθη επί έξι μήνες ένα πείραμα με τα μητρώα πιστώσεων πέντε χωρών (Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία και Ισπανία) με αντικείμενο την ανταλλαγή, για εποπτικούς σκοπούς, πληροφοριών σχετικά με χρεώστες. Το πείραμα αποδείχθηκε επιτυχημένο και, κατ' ακολουθίαν, αποφασίστηκε να συνεχιστεί η ανταλλαγή των πληροφοριών σε μόνιμη βάση, συμπεριλαμβάνοντας και τις άλλες δύο χώρες της ΕΕ που διατηρούν μητρώα πιστώσεων (Αυστρία και Πορτογαλία) μόλις ξεπεράσουν ορισμένα νομικά προβλήματα.

Προκειμένου να δοθεί η δυνατότητα στα Κράτη Μέλη που δεν διαθέτουν μητρώο πιστώσεων να αξιολογήσουν τη χρησιμότητα ενός τέτοιου μέσου, θα επιτραπεί στις χώρες αυτές να έχουν πειραματικά πρόσβαση - δωρεάν, μόνο για έξι μήνες και μόνο για εποπτικούς σκοπούς - στα δεδομένα που τηρούνται στα μητρώα. Από τη δική τους πλευρά, οι χώρες αυτές θα πρέπει να παράσχουν στοιχεία για μεγάλα χρηματοδοτικά ανοίγματα, αν τους ζητηθεί από τις αντισυμβαλλόμενες χώρες.

Τα περισσότερα ΚΜΠ έχουν σχεδιαστεί ώστε να παρέχουν πληροφορίες στις τράπεζες που αποστέλλουν στοιχεία στην κεντρική τράπεζα, καθώς αυτό θεωρείται αναπόσπαστο μέρος της εποπτικής διαδικασίας. Οι πληροφορίες που περιέχονται στα μητρώα ενδέχεται να χρησιμοποιηθούν στην πράξη από τις τράπεζες για να βελτιώσουν τις διαδικασίες διαχείρισης των πιστωτικών κινδύνων τους. Για το λόγο αυτό, τα τεχνικά και νομικά προβλήματα που εμποδίζουν τις τράπεζες που υποβάλλουν στοιχεία να έχουν πρόσβαση στα μητρώα σε διασυννοριακή βάση αναλύονται ήδη για να εξευρεθούν κάποιες λύσεις.

## 5. Άλλα καθήκοντα

### 5.1 Λειτουργικά καθήκοντα (ΕΝΣ/ΕΤΝΣ)

Σύμφωνα με το Άρθρο 109ΣΤ (παράγραφος 2) της Συνθήκης, το ΕΝΙ ανέλαβε από 1ης Ιανουαρίου 1994 τα καθήκοντα τα οποία προηγουμένως ασκούσε το Ευρωπαϊκό Ταμείο Νομισματικής Συνεργασίας (ΕΤΝΣ). Τα καθήκοντα αυτά σχετίζονται με τη διαχείριση των μηχανισμών του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος (ΕΝΣ) (μηχανισμός Λίαν Βραχυπρόθεσμης Χρηματοδότησης, μηχανισμός Βραχυπρόθεσμης Νομισματικής Στήριξης, δημιουργία ECU για την εφαρμογή της Συμφωνίας του ΕΝΣ) και με τη διεύθυνση των πιστοληπτικών και πιστοδοτικών εργασιών που διεξάγονται από την Κοινότητα μέσω του μηχανισμού Μεσοπρόθεσμης Οικονομικής Ενίσχυσης.

Σύμφωνα με το Άρθρο 1.3 του Καταστατικού του ΕΝΙ, όλα τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού του Ευρωπαϊκού Ταμείου Νομισματικής Συνεργασίας (ΕΤΝΣ) μεταβιβάστηκαν αυτομάτως στο ΕΝΙ από 1ης Ιανουαρίου 1994. Εντούτοις, τις διοικητικές λειτουργίες του ΕΝΙ διεκπεραιώνει σήμερα η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (ΤΔΔ), βάσει συμφωνίας της με το ΕΝΙ. Από 1ης Μαΐου 1995, το ΕΝΙ θα αναλάβει πλήρως αυτή τη διοικητική λειτουργία.

#### *Μηχανισμοί του ΕΝΣ*

Το ΕΝΙ διεξάγει εργασίες συνδεδεμένες με τη δημιουργία, την αξιοποίηση και την αποδοτικότητα των επίσημων ECU. Στις εργασίες αυτές περιλαμβάνονται ειδικότερα συμβάσεις ανταλλαγής με τις κεντρικές τράπεζες των χωρών της ΕΕ που συμμετέχουν στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ) ή συνεισφορές διαθεσίμων έναντι επίσημων ECU σε εθελοντική βάση. Ως αποτέλεσμα αυτών των συμβάσεων ανταλλαγής, τα επίσημα ECU εκδίδονται για τις συμμετέχουσες κεντρικές τράπεζες των χωρών της ΕΕ έναντι συνεισφοράς του 20% των διαθεσίμων τους σε χρυσό και των ακαθάριστων διαθεσίμων τους σε δολάρια ΗΠΑ. Οι συμβάσεις αυτές ανανεώνονται ανά τρίμηνο, γεγονός που επιτρέπει τις αναγκαίες προσαρμογές ώστε: πρώτον, να διασφαλίζεται ότι η συνεισφορά κάθε κεντρικής τράπεζας στο ΕΝΙ εξακολουθεί να αντιπροσωπεύει τουλάχιστον το 20% των διαθεσίμων της σε χρυσό και δολάρια ΗΠΑ στο τέλος του μήνα που προηγείται της ημερομηνίας ανανέωσης, και δεύτερον, να λαμβάνονται υπόψη οι μεταβολές της τιμής του χρυσού και της συναλλαγματικής ισοτιμίας του δολαρίου ΗΠΑ έναντι του ECU. Τα αποτελέσματα των ανωτέρω εργασιών εμφανίζονται στους Ετήσιους Λογαριασμούς οι οποίοι επισυνάπτονται στην παρούσα Έκθεση.

Το ποσό των επίσημων ECU που εκδόθηκαν από το ΕΝΙ στην υπό εξέταση περίοδο στα πλαίσια της τελευταίας τρίμηνης σύμβασης ανταλλαγής, η οποία συνομολογήθηκε στις 11 Οκτωβρίου 1994, έφθασε τα 56,6 δισεκ. ECU. Σε σύγκριση με τα τέλη του 1993, το απόθεμα σε ECU που δημιουργήθηκε μέσω συμβάσεων ανταλλαγής αυξήθηκε κατά περισσότερο από 3 δισεκ. ECU. Η αύξηση αυτή οφειλόταν κυρίως στην αύξηση των συναλλαγματικών διαθεσίμων σε δολάρια ΗΠΑ των συμμετεχουσών κεντρικών τραπεζών και στην άνοδο της τιμής του χρυσού, ενώ αρνητικά συνέβαλε η πτώση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του δολαρίου ΗΠΑ έναντι του ECU.

Υπό την ιδιότητά τους ως "Λοιπών Κατόχων" ECU, η Εθνική Τράπεζα της Αυστρίας και η Εθνική Τράπεζα της Ελβετίας απέκτησαν ECU μέσω συμβάσεων ανταλλαγής με τις κεντρικές τράπεζες ορισμένων χωρών της ΕΕ. Στα τέλη του 1994, τα επίσημα ECU τα οποία κατείχαν αυτές οι δύο κεντρικές τράπεζες έφθαναν τα 60 και 63,5 εκατ. ECU, αντίστοιχα.

Μετά την ένταξη στην ΕΕ, από 1ης Ιανουαρίου 1995, της Αυστρίας, της Φιλανδίας και της Σουηδίας, η Εθνική Τράπεζα της Αυστρίας, η Τράπεζα της Φιλανδίας και η Βασιλική Τράπεζα της Σουηδίας προσχώρησαν στη Σύμβαση της 13ης Μαρτίου 1979, η οποία

καθορίζει τον κανονισμό λειτουργίας του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος, καθώς και στη Σύμβαση της 9ης Φεβρουαρίου 1970, με την οποία ιδρύθηκε ο Μηχανισμός Βραχυπρόθεσμης Νομισματικής Στήριξης (ΜΒΝΣ). Η Εθνική Τράπεζα της Αυστρίας έγινε μέλος του ΜΣΙ από τις 9 Ιανουαρίου 1995 και, έκτοτε, αφενός συμμετέχει στο μηχανισμό ανταλλαγής ECU και, αφετέρου έπαυσε η ιδιότητά της ως "Λοιπού Κατόχου". Η Τράπεζα της Φιλανδίας και η Βασιλική Τράπεζα της Σουηδίας αποφάσισαν να μη συμμετάσχουν επί του παρόντος στο ΜΣΙ, εξέφρασαν όμως την πρόθεσή τους να εισφέρουν στο ΕΝΙ, εθελοντικώς, χρυσό και δολάρια ΗΠΑ έναντι ECU. Η Τράπεζα της Φιλανδίας πραγματοποίησε την πρώτη εθελοντική εισφορά της στις 11 Ιανουαρίου 1995 με την ευκαιρία της ανά τρίμηνο ανανέωσης των συμβάσεων ανταλλαγής.

Πέραν της δημιουργίας των επίσημων ECU, το ΕΝΙ ασχολείται και με την αξιοποίηση των διαθεσίμων σε ECU των συμμετεχουσών κεντρικών τραπεζών. Αυτή αφορά μεταφορές επίσημων ECU μεταξύ των λογαριασμών διαθεσίμων σε ECU των κεντρικών τραπεζών, ιδιαίτερα σε σχέση με το διακανονισμό χρεών και απαιτήσεων που πηγάζουν από παρεμβάσεις χρηματοδοτούμενες μέσω του Μηχανισμού Λίαν Βραχυπρόθεσμης Χρηματοδότησης (ΜΛΒΧ), εθελοντικές συναλλαγές μεταξύ των κεντρικών τραπεζών που συμμετέχουν στο ΕΝΣ, την πληρωμή τόκων λογιζόμενων επί των καθαρών θέσεων (positions) σε ECU των κεντρικών τραπεζών, καθώς και εργασίες στα πλαίσια του μηχανισμού κινητοποίησης του ECU. Ο μηχανισμός αυτός δεν έχει ενεργοποιηθεί από το 1986.

Το ΕΝΙ καταχωρεί στα βιβλία του - σε ECU - τις απαιτήσεις και τα χρέη προς αυτό των κεντρικών τραπεζών χωρών της ΕΕ που συμμετέχουν στο ΜΣΙ, τα οποία πηγάζουν από παρεμβάσεις αυτών των κεντρικών τραπεζών υπέρ νομισμάτων άλλων Κρατών Μελών, οι οποίες χρηματοδοτούνται μέσω του ΜΛΒΧ. Το ΕΝΙ καταχωρεί επίσης το διακανονισμό των υπολοίπων αυτών μέσω του ΜΛΒΧ. Ο ΜΛΒΧ δεν χρησιμοποιήθηκε κατά το 1994. Μετά από μία πρόωρη εξόφληση στην οποία προέβη η Τράπεζα της Γαλλίας, όλοι οι υπόλοιποι λογαριασμοί χρεωστών και πιστωτών κλείσθηκαν τον Ιανουάριο του 1994.

Το ΕΝΙ προβαίνει σε λογιστικές εγγραφές των εργασιών που διεξήχθησαν στα πλαίσια του Μηχανισμού Βραχυπρόθεσμης Νομισματικής Στήριξης (ΜΒΝΣ), ο οποίος καθιερώθηκε για να επιτρέπει σε μια συμμετέχουσα κεντρική τράπεζα να ζητεί βραχυπρόθεσμη οικονομική στήριξη σε περίπτωση ανάγκης, λόγω προσωρινού ανοίγματός της οφειλόμενου σε απρόβλεπτες δυσκολίες ή συγκυριακές αποκλίσεις. Πάντως, η διευκόλυνση αυτή δεν έχει ενεργοποιηθεί από το 1974.

### *Κοινοτικά Δάνεια*

Σύμφωνα με το Άρθρο 10 του Κανονισμού του Συμβουλίου (ΕΟΚ) υπ' αριθ. 1969/88 της 24ης Ιουνίου 1988, το ΕΝΙ διευθύνει τις δανειοληπτικές και δανειοδοτικές εργασίες που διεξάγονται από την Κοινότητα μέσω του μηχανισμού Μεσοπρόθεσμης Οικονομικής Ενίσχυσης. Ο μηχανισμός προβλέπει τη χορήγηση δανείων σε Κράτη Μέλη που αντιμετωπίζουν ή απειλούνται σοβαρά από δυσκολίες στο ισοζύγιο πληρωμών τους (ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ή ισοζύγιο κίνησης κεφαλαίων). Το ΕΝΙ διενεργεί πληρωμές που πηγάζουν από τις ανωτέρω δανειοληπτικές και δανειοδοτικές εργασίες. Επαληθεύει τις ημερομηνίες λήξης που ορίζονται στα δανειστικά συμβόλαια για την πληρωμή τόκων και την εξόφληση του κεφαλαίου και υποβάλλει έκθεση στην Επιτροπή σχετικά με τις εργασίες που διεξάγονται για λογαριασμό της ΕΕ.

Το 1994, το ΕΝΙ συνέχισε να λαμβάνει από τις χώρες που δανειοδοτήθηκαν, δηλαδή την Ελλάδα και την Ιταλία, και να καταβάλλει στους πιστωτές της Κοινότητας τα ποσά που οφείλονται για τόκους, προμήθειες και δαπάνες επί των ανεξόφλητων δανείων. Ο ακόλουθος πίνακας δείχνει το σύνολο των δανειοδοτικών εργασιών της Κοινότητας, όπως είχαν διαμορφωθεί στις 31 Δεκεμβρίου 1994.

**Πίνακας 12****Ανεξόφλητα Κοινοτικά Δάνεια**

(στις 31 Δεκεμβρίου 1994 σε εκατομμύρια)

	Ανεξόφλητα ποσά σε γερμανικά μάρκα	Ανεξόφλητα ποσά σε ECU	Συνολικά ανεξόφλη- τα ποσά σε ECU
Ελλάδα	536	740	1 021
Ιταλία	3 900	1 975	4 022
Σύνολο	4 436	2 715	5 043

Πηγή: ENI

**5.2 Συμβουλευτικά καθήκοντα**

Το Άρθρο 109ΣΤ (παράγραφος 6) της Συνθήκης ίδρυσης της Ευρωπαϊκής Κοινότητας και το Άρθρο 5.3 του Καταστατικού του ENI απαιτούν, από το Συμβούλιο ή, κατά περίπτωση, τις αρμόδιες εθνικές αρχές να ζητούν τη γνώμη του ENI για κάθε πρόταση Κοινοτικής ή εθνικής νομοθετικής ρύθμισης που εμπίπτει στο πεδίο της αρμοδιότητάς του. Τα όρια και οι προϋποθέσεις για να ζητηθεί η γνώμη του ENI επί νομοσχεδίων των εθνικών αρχών καθορίζονται στην Απόφαση του Συμβουλίου 93/717/ΕΟΚ της 22ας Νοεμβρίου 1993. Το Άρθρο 1 της Απόφασης ορίζει ότι τα Κράτη Μέλη οφείλουν να ζητούν τη γνώμη του ENI ιδιαίτερα σχετικά με:

- νομοθεσία για το νόμισμα, το καθεστώς του ECU και τα μέσα πληρωμών,
- το καθεστώς και τις εξουσίες των εθνικών κεντρικών τραπεζών και τα μέσα νομισματικής πολιτικής,
- τη συλλογή, ταξινόμηση και διάδοση στατιστικών στοιχείων για θέματα νομισματικά, χρηματοπιστωτικά, τραπεζικά και ισοζυγίου πληρωμών,
- συστήματ συμψηφισμού και πληρωμών, ιδιαίτερα για διασυνοριακές συναλλαγές,
- κανόνες που διέπουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, στο βαθμό που επηρεάζουν τη σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και αγορών.

Το 1994 ζητήθηκε δώδεκα φορές η γνώμη του ENI: Από τις αιτήσεις αυτές, οι πέντε προέρχονταν από το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης και οι επτά από εθνικές αρχές.

Οι γνώμες που ζητήθηκαν από το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης αφορούσαν: ένα Κανονισμό Συμβουλίου σχετικά με την ενοποίηση της υφιστάμενης Κοινοτικής νομοθεσίας για τον ορισμό του ECU μετά τη θέση σε ισχύ της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση, ένα Κανονισμό Συμβουλίου σχετικά με τη δράση της Κοινότητας στον τομέα της στατιστικής, μια τροποποίηση Οδηγίας σχετικά με το συντελεστή δείκτη φερεγγυότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων, λόγω της αποδοχής διαφόρων μορφών (διμερούς) συμβατικού συμψηφισμού, μια τροποποίηση Οδηγίας σχετικά με Επιχειρήσεις Συλλογικών Επενδύσεων σε Μεταβιβάσιμα Χρεόγραφα (ΕΣΕΜΧ) και την τροποποίηση Απόφασης Συμβουλίου με την οποία ιδρύθηκε Επιτροπή Στατιστικής για θέματα Νομισματικά, Χρηματοπιστωτικά και Ισοζυγίου Πληρωμών.

Από τις επτά αιτήσεις εθνικών αρχών, τέσσερις αφορούσαν το καθεστώς και τις εξουσίες των εθνικών κεντρικών τραπεζών ή τα μέσα νομισματικής πολιτικής, ενώ δύο περιπτώσεις αφορούσαν τη σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των χρηματαγορών.

Το πρωταρχικό κριτήριο του ENI για την αξιολόγηση των αιτήσεων για γνωμοδοτήσεις ήταν η συμβατότητα της προτεινόμενης νομοθεσίας με τη Συνθήκη που ίδρυσε την Ευρωπαϊκή Κοινότητα, ενώ εξετάστηκαν επίσης οι πιθανές επιπτώσεις της νομοθεσίας στις μελλοντικές ρυθμίσεις για το Τρίτο Στάδιο της ΟΝΕ και, κατά περίπτωση,

κατά πόσον η σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των χρηματαγορών θα μπορούσε να επηρεαστεί από τη νομοθεσία.

### 5.3 Συνεργασία με άλλα ιδρύματα

Κατά την εκτέλεση των καθηκόντων του το ENI συνεργάζεται, με διάφορες μορφές και σε διάφορα επίπεδα, με άλλα όργανα της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Σύμφωνα με τα Άρθρα 11.1 και 11.2 του Καταστατικού του ENI, ο Πρόεδρος του Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης και ένα μέλος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής δύνανται να συμμετέχουν στις συνεδριάσεις του Συμβουλίου του ENI, χωρίς δικαίωμα ψήφου. Αντίστοιχα, ο Πρόεδρος του ENI πρέπει να προσκαλείται για την παρακολούθηση συνεδριάσεων του Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης οσάκις συζητούνται θέματα σχετικά με τους στόχους και τα καθήκοντα του ENI. Στις ανωτέρω προσκλήσεις περιλαμβάνεται η παρακολούθηση από τον Πρόεδρο άτυπων συνεδριάσεων του ECOFIN, οι οποίες συνήθως διεξάγονται δύο φορές το χρόνο. Ο Πρόεδρος του ENI δύναται επίσης να εμφανίζεται, με πρωτοβουλία του ή κατ' αίτηση του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου, ενώπιον των αρμόδιων επιτροπών του Κοινοβουλίου.

Στο επίπεδο των τρεχουσών εργασιών, το ENI προσκαλείται να παρακολουθεί τις συνεδριάσεις της Νομισματικής Επιτροπής ως παρατηρητής. Υπάρχουν επίσης δεσμοί συνεργασίας με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, συμπεριλαμβανομένου του EUROSTAT (της στατιστικής υπηρεσίας της Επιτροπής), και μέσω της Επιτροπής Στατιστικής επί θεμάτων Νομισματικών, Χρηματοπιστωτικών και Ισοζυγίου Πληρωμών. Επιπλέον, το ENI συνεργάζεται με τους Διευθυντές των εθνικών νομισματοκοπειών, οι οποίοι εκπροσωπούν τα ιδρύματα που είναι αρμόδια για την παραγωγή των κερμάτων που θα τεθούν σε κυκλοφορία μαζί με τα κοινά Ευρωπαϊκά τραπεζογραμμάτια στο Τρίτο Στάδιο.

Υπάρχουν επίσης επαφές με διάφορα ιδρύματα εκτός της Κοινότητας. Επί παραδείγματι, στα πλαίσια της "διαδικασίας συντονισμού", η οποία προβλέπει την ανταλλαγή πληροφοριών για τις εξελίξεις στις αγορές συναλλάγματος, τις παρεμβάσεις και άλλες επίσημες πράξεις επί συναλλάγματος, η Υποεπιτροπή Συναλλάγματος ανταλλάσσει πληροφορίες σε τακτική βάση με τις κεντρικές τράπεζες χωρών μη μελών της ΕΕ - κυρίως με τις κεντρικές τράπεζες χωρών που είναι μέλη της Ομάδας των Δέκα.

Οι δεσμοί με τις κεντρικές τράπεζες της Νορβηγίας και της Ελβετίας που είχαν καθιερωθεί στα πλαίσια της Επιτροπής Διοικητών συνεχίστηκαν, ενώ λαμβάνουν τακτικά χώρα διαβουλεύσεις επί θεμάτων κοινού ενδιαφέροντος. Εξάλλου, οι διμερείς συμβάσεις ανταλλαγής (swap agreements) με την κεντρική τράπεζα της Νορβηγίας, οι οποίες συνήφθησαν για πρώτη φορά το Δεκέμβριο του 1990 με σκοπό να δοθεί πρόσβαση σε βραχυπρόθεσμα κεφάλαια για την εφαρμογή της συναλλαγματικής πολιτικής της Νορβηγίας, παρατάθηκαν στα τέλη του 1994 για ένα ακόμη έτος.

Το ENI διατηρεί μια σειρά σημαντικών δεσμών με την Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (ΤΔΔ), η οποία από το 1964 παρέχει το ανθρώπινο δυναμικό και την τεχνογνωσία για τη λειτουργία της Γραμματεία της Επιτροπής Διοικητών, ενώ παρέσχε και τεχνική υποστήριξη για την ίδρυση του ENI. Μετά τη μεταφορά του ENI στη Φραγκφούρτη, η συνεργασία συνεχίστηκε, ιδιαίτερα στο στατιστικό τομέα. Η ΤΔΔ συνεχίζει να επιτελεί το έργο του Πράκτορα του ENI σε προσωρινή βάση (βλ. 5.1 ανωτέρω).

Το ENI έχει επίσης συνάψει δεσμούς με τα ιδρύματα που συστάθηκαν με τη συμφωνία του Bretton Woods. Έχει προσκληθεί να παρακολουθεί ως παρατηρητής τις Ετήσιες Συνεδριάσεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ) και της Διεθνούς Τράπεζας. Σε τεχνικό επίπεδο, η συνεργασία μεταξύ του ΔΝΤ και του ENI λαμβάνει χώρα στον τομέα της στατιστικής και στα πλαίσια της αυξανόμενης έμφασης την οποία το ΔΝΤ αποδίδει στην επίβλεψη των οικονομικών προβλημάτων σε περιφερειακό επίπεδο.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ**

### **ΘΕΣΜΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΕΘΝΙΚΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ**

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σύμφωνα με τη Συνθήκη, ορισμένα θεσμικών χαρακτηριστικά των εθνικών κεντρικών τραπεζών θα πρέπει να τροποποιηθούν στην πορεία προς την πραγματοποίηση της ΟΝΕ. Σύμφωνα με το Άρθρο 108 της Συνθήκης, κάθε Κράτος Μέλος εξασφαλίζει, το αργότερο μέχρι και την ημερομηνία ίδρυσης του ΕΣΚΤ, ότι η εθνική νομοθεσία του, συμπεριλαμβανομένου του καταστατικού της εθνικής κεντρικής του τράπεζας, συμφωνεί με τη Συνθήκη και το καταστατικό του ΕΣΚΤ.<sup>1</sup> Το Άρθρο 109Ε, παράγραφος 5, ορίζει ότι η διαδικασία που οδηγεί στην ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών πρέπει να τεθεί σε κίνηση κατά το Δεύτερο Στάδιο. Η απαγόρευση των υπεραναλήψεων και οποιουδήποτε άλλου είδους πιστώσεων από τις κεντρικές τράπεζες προς το δημόσιο τομέα, η οποία προβλέπεται από το Άρθρο 104 της Συνθήκης, εφαρμόζεται από την έναρξη του Δεύτερου Σταδίου (βλ. Άρθρο 109Ε, παράγραφος 3, της Συνθήκης).<sup>2</sup> Εξάλλου, κάθε μέτρο που θεσπίζει προνομιακή πρόσβαση του δημόσιου τομέα στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θα έπρεπε να έχει καταργηθεί μέχρι την 1η Ιανουαρίου 1994.

## Α. ΚΑΤΑΣΤΑΤΙΚΑ ΚΑΙ ΑΝΕΞΑΡΤΗΣΙΑ

Πριν από την έναρξη του Τρίτου Σταδίου, τα Καταστατικά των κεντρικών τραπεζών των Κρατών Μελών πρέπει να προσαρμοστούν ώστε να είναι συμβατά με το καταστατικό του ΕΣΚΤ, ιδίως ως προς τις διατάξεις που αφορούν την ανεξαρτησία και τον πρωταρχικό στόχο, της προαγωγής της σταθερότητας των τιμών. Η πρόοδος που σημειώνεται στην κατεύθυνση της εναρμόνισης με τη Συνθήκη αποτελεί θέμα για το οποίο το ΕΝΙ πρέπει να υποβάλλει εκθέσεις προς το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, σύμφωνα με το Άρθρο 109 Ι, παράγραφος 1. Το ΕΝΙ πρόκειται να υποβάλει την πρώτη του έκθεση το φθινόπωρο του 1995, βάσει του Αρθρου 7 του Καταστατικού του.

Η Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση δίδει σαφή εντολή στο ΕΣΚΤ να διατηρεί τη σταθερότητα των τιμών. Για την εκτέλεση της εντολής αυτής, είναι σημαντικό τα όργανα λήψης αποφάσεων του ΕΣΚΤ να μη δέχονται από άλλα όργανα οδηγίες που θα ήταν δυνατό να αντιστρατευθούν τον παραπάνω σκοπό.

Κατά συνέπεια, το Καταστατικό του ΕΣΚΤ θεσπίζει μια σειρά διατάξεων με τις οποίες διασφαλίζεται ότι το Σύστημα, κατά την άσκηση των καθηκόντων που του έχουν ανατεθεί, θα είναι ανεξάρτητο. Ειδικότερα, το Καταστατικό ορίζει ότι η ΕΚΤ, οι εθνικές κεντρικές τράπεζες και κάθε μέλος των οργάνων λήψης αποφάσεων τους ενεργεί χωρίς να δέχεται υποδείξεις από εθνικές ή Κοινοτικές αρχές. Επιπλέον, το Καταστατικό εγγυάται ότι τα μέλη των οργάνων λήψης αποφάσεων απολαύουν κατοχυρωμένης θητείας για την εκτέλεση των καθηκόντων τους. Εκτός από τις διατάξεις που καθορίζουν την πολιτική ή θεσμική ανεξαρτησία, η οικονομική, στην πράξη, ανεξαρτησία του Συστήματος επιβεβαιώνεται από επιχειρησιακές, λειτουργικές και χρηματοοικονομικές διατάξεις που ενσωματώνονται στο Καταστατικό.

---

<sup>1</sup> Η διάταξη αυτή δεν ισχύει για τον Ηνωμένο Βασίλειο, εφόσον δεν συμμετέχει στο Τρίτο Στάδιο της ΟΝΕ (βλ. εδάφια 5 και 11 του Πρωτοκόλλου για ορισμένες διατάξεις που αφορούν το Ηνωμένο Βασίλειο). Εξάλλου, η απόφαση που έλαβαν οι Αρχηγοί Κρατών ή Κυβερνήσεων στη Διάσκεψη Κορυφής του Εδιμβούργου στις 11 και 12 Δεκεμβρίου 1992 συνεπάγεται ότι η Δανία (η οποία γνωστοποίησε ότι δεν θα συμμετάσχει στο Τρίτο Στάδιο της ΟΝΕ) θα διατηρήσει τις σημερινές αρμοδιότητές της στον τομέα της νομισματικής πολιτικής σύμφωνα με τους εθνικούς νόμους και κανονισμούς της, συμπεριλαμβανομένων και των αρμοδιοτήτων της Εθνικής Τράπεζας της Δανίας στον τομέα της νομισματικής πολιτικής.

<sup>2</sup> Με την επιφύλαξη του εδαφίου 11 του Πρωτοκόλλου για ορισμένες διατάξεις που αφορούν το Ηνωμένο Βασίλειο, το οποίο δίδει στη Βρετανική Κυβέρνηση το δικαίωμα να διατηρήσει την ευχέρεια "Ways and Means" της Τράπεζας της Αγγλίας, εφόσον το Ηνωμένο Βασίλειο δεν συμμετέχει στο Τρίτο Στάδιο της ΟΝΕ. Επίσης, το Πρωτοκόλλο της Συνθήκης σχετικά με την Πορτογαλία προβλέπει προσωρινή εξαίρεση των Αυτόνομων Περιοχών των Αζορών και της Μαδέρας ως προς τις άτοκες υπεραναλήψεις από την Τράπεζα της Πορτογαλίας.



## 1. Κυριότερα σημεία των θεσμικών αλλαγών το 1993 και 1994

Η Ετήσια Έκθεση της Επιτροπής Διοικητών για το 1992 (Κεφάλαιο III και Παράρτημα II) περιλάμβανε περιγραφή των θεσμικών χαρακτηριστικών των κεντρικών τραπεζών, με ιδιαίτερη έμφαση στην ανεξαρτησία τους. Τα εν λόγω χαρακτηριστικά παρατίθενται συνοπτικά στον Πίνακα 7 της παραπάνω Έκθεσης. Από το 1992 και μετά, διάφορες κεντρικές τράπεζες επέφεραν αλλαγές στα θεσμικά χαρακτηριστικά τους, στα πλαίσια της προετοιμασίας για το Τρίτο Στάδιο, σε συμμόρφωση με τις απαιτήσεις της Συνθήκης.

Τα δύο σημαντικότερα παραδείγματα είναι η Τράπεζα της Γαλλίας και η Τράπεζα της Ισπανίας. Επίσης, έγιναν προσαρμογές στη νομοθεσία που αφορά την Εθνική Τράπεζα του Βελγίου, την Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Γερμανίας, την Τράπεζα της Ιταλίας και την Τράπεζα της Ολλανδίας.

Το νομικό καθεστώς της Τράπεζας της Γαλλίας τροποποιήθηκε με τις Πράξεις 93-980 της 4ης Αυγούστου 1993 και 93-1444 της 31ης Δεκεμβρίου 1993, οι οποίες τέθηκαν σε ισχύ την 1η Ιανουαρίου 1994. Οι νέοι αυτοί νόμοι αφορούν την ανεξαρτησία κατά την άσκηση της νομισματικής πολιτικής και την απαγόρευση της χρηματοδότησης των δημόσιων φορέων από την κεντρική τράπεζα. Η χάραξη και εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής αποτελεί ευθύνη του "Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής", το οποίο δεν πρέπει να ζητεί ή να λαμβάνει οδηγίες από την Κυβέρνηση. Εκπρόσωπος της Κυβέρνησης δύναται να παρευρίσκεται στις συνεδριάσεις του Συμβουλίου, αλλά χωρίς δικαίωμα ψήφου ή αρνησικυρίας. Τα μέλη του Συμβουλίου υπόκεινται στην αρχή της αποκλειστικότητας και του απορρήτου και οι διαδικασίες του διορισμού και της αντικαταστάσεώς τους καθορίζονται επακριβώς. Το Συμβούλιο ασχολείται αμιγώς με αποφάσεις νομισματικής πολιτικής, ενώ όλες οι λοιπές διαχειριστικές αρμοδιότητες στην Τράπεζα της Γαλλίας ασκούνται από το "Γενικό Συμβούλιο". Το "Γενικό Συμβούλιο" απαρτίζεται από τα μέλη του "Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής", ένα εκπρόσωπο της Κυβέρνησης και ένα εκπρόσωπο του προσωπικού.

Το νομικό καθεστώς της Τράπεζας της Ισπανίας τροποποιήθηκε με την Πράξη 13/1994 της 1ης Ιουνίου 1994 σχετικά με την αυτονομία της Τράπεζας της Ισπανίας. Ο νόμος αυτός εισάγει ρητά τις διατάξεις της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση που αφορούν τη νομισματική πολιτική και την ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών. Γι' αυτό, ο Νόμος ορίζει ως πρωταρχικό σκοπό της νομισματικής πολιτικής τη σταθερότητα των τιμών και παρέχει στην Τράπεζα πλήρη αρμοδιότητα και ανεξαρτησία για τη χάραξη και εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής. Ειδικότερα, ο νόμος ρητά απαγορεύει στην Κυβέρνηση και σε οποιαδήποτε άλλη δημόσια αρχή να δίδει στην Τράπεζα οδηγίες σχετικά με τους στόχους ή με την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής. Άλλες διατάξεις που αφορούν το διορισμό, τη διάρκεια και τη λήξη της θητείας του Διοικητή και των μελών του Συμβουλίου επίσης απηχούν γενικά παραδεκτούς όρους για την ανεξαρτησία των οργάνων λήψης αποφάσεων των κεντρικών τραπεζών. Επίσης, τίγονται ορισμένα ουσιαστικά θέματα: καθορίζεται νέο νομικό καθεστώς για τις πράξεις και τις αποφάσεις της Τράπεζας, καθώς και για τη χρηματοδότησή της. Οι αρμοδιότητες και οι λειτουργίες της Τράπεζας καθορίζονται λεπτομερώς, ιδίως όσον αφορά τη χάραξη και εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής και τις σχέσεις Τράπεζας και Κυβέρνησης ως προς την πολιτική τιμής συναλλάγματος. Ακόμη, υπάρχουν διατάξεις που αφορούν τα συστήματα πληρωμών, καθώς και θέματα σχετικά με τα τραπεζογραμμάτια. Ωστόσο, σε άλλους τομείς ο νόμος δεν επιφέρει σημαντικές μεταβολές στο καθεστώς που διέπει τις λοιπές αρμοδιότητες τις οποίες αναθέτει στην Τράπεζα η ισχύουσα νομοθεσία. Συγκεκριμένα, οι εποπτικές αρμοδιότητες της Τράπεζας θα εξακολουθήσουν να διέπονται από το Νόμο 26/1988 της 29ης Ιουλίου 1988 για την Πειθαρχία και την Παρέμβαση των Πιστωτικών Ιδρυμάτων και από τη λοιπή εφαρμοστέα νομοθεσία.

Στην Ιταλία, με το Νόμο 82 της 7ης Φεβρουαρίου 1992 δόθηκε στο Διοικητή της Τράπεζας της Ιταλίας η εξουσία να καθορίζει τα προεξοφλητικά επιτόκια (πριν από το νόμο

αυτό, τα προεξοφλητικά επιτόκια καθόριζε ο Υπουργός Οικονομικών). Επιπλέον, ο Νόμος 483 της 26ης Νοεμβρίου 1993 κατήργησε το μόνιμο πιστωτικό όριο που παρείχε η Τράπεζα της Ιταλίας στο Δημόσιο και ανέθεσε στην Τράπεζα της Ιταλίας την αρμοδιότητα να προσδιορίζει τα υποχρεωτικά αποθεματικά των τραπεζών εντός δεδομένων ορίων.

Στο Βέλγιο, ο νόμος της 22ας Μαρτίου 1993 θέσπισε διατάξεις που ρύθμισαν τις αρμοδιότητες της Κυβέρνησης όσον αφορά τον έλεγχο των αποφάσεων και των πράξεων της Εθνικής Τράπεζας του Βελγίου. Πριν από το νόμο αυτό, αν και οι πολιτικές αρχές δεν είχαν δικαίωμα να παρέχουν οδηγίες, ο Επίτροπος του Κράτους και ο Υπουργός Οικονομικών εδικοιούνται να αναστείλουν ή να αντισταθούν σε οποιαδήποτε απόφαση της Τράπεζας αντίθετη με τα συμφέροντα του Κράτους, τους νόμους ή το καταστατικό της Τράπεζας. Ο νέος νόμος έθεσε περιορισμούς στα εν λόγω δικαιώματα αναστολής και ενστάσεως σε θέματα που αφορούν τη χάραξη και την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής, τη διενέργεια πράξεων επί συναλλάγματος, την κατοχή και τη διαχείριση των επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων και την προαγωγή της ομαλής λειτουργίας των συστημάτων πληρωμών. Τα παραπάνω δικαιώματα μπορούν πλέον να ασκηθούν μόνο στην περίπτωση που οι σχετικές αποφάσεις δεν συμφωνούν με τους νόμους και το καταστατικό της Τράπεζας. Συνεπώς, στον τομέα της νομισματικής πολιτικής, η ανεξαρτησία της Τράπεζας έχει κατοχυρωθεί σε υψηλό βαθμό.

Στην Ολλανδία, ο νόμος της 9ης Δεκεμβρίου 1993 εισήγαγε διάταξη, σύμφωνα με την οποία η Κυβέρνηση πρέπει να λαμβάνει και να δημοσιοποιεί τη γνώμη της Τράπεζας της Ολλανδίας για αποφάσεις που αφορούν ρυθμίσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών ή μεταβολές των κεντρικών ισοτιμιών. Ο νόμος της 15ης Δεκεμβρίου 1994 ανέθεσε στην Τράπεζα της Ολλανδίας την εποπτεία των γραφείων ανταλλαγής συναλλάγματος.

## **2. Σημερινά χαρακτηριστικά των εθνικών κεντρικών τραπεζών της Ευρωπαϊκής Ένωσης**

Η Ετήσια Έκθεση της Επιτροπής Διοικητών για το 1992 περιλάμβανε λεπτομερή περιγραφή των τότε θεσμικών χαρακτηριστικών των εθνικών κεντρικών τραπεζών των Κρατών Μελών της Κοινότητας. Ο Πίνακας 13 κατωτέρω περιέχει τα βασικά θεσμικά χαρακτηριστικά των εθνικών κεντρικών τραπεζών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Σύμφωνα με το Άρθρο 7 του Καταστατικού του, το ΕΝΙ υποβάλλει ειδική έκθεση στην οποία αναλύει τα θεσμικά χαρακτηριστικά των εθνικών κεντρικών τραπεζών και αξιολογεί την πρόοδο προς τη σύγκλιση σε σχέση με τις καταστατικές απαιτήσεις που πρέπει να πληρούν οι εθνικές κεντρικές τράπεζες προκειμένου να καταστούν αναπόσπαστο τμήμα του ΕΣΚΤ.

## Θεσμικά χαρακτηριστικά των κεντρικών τραπεζών της Ευρωπαϊκής Ένωσης

**Πίνακας 13**

	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΟΥ ΒΕΛΓΙΟΥ	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΔΑΝΙΑΣ	ΓΕΡΜΑΝΙΚΗ ΟΜΟΣΠΟΝΔΙΑΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΙΣΠΑΝΙΑΣ
<b>ΚΥΡΙΟΣ ΚΑΤΑΣΤΑΤΙΚΟΣ ΣΤΟΧΟΣ</b>	Ουδείς, αλλά εξυπηρετείται η προστασία του νομίσματος	Η διατήρηση ισχυρού και σταθερού νομισματικού συστήματος	Η προστασία του νομίσματος	Ο έλεγχος της νομισματικής κυκλοφορίας και πίστης	Η διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών
<b>ΑΡΜΟΔΙΑ ΑΡΧΗ ΓΙΑ:</b>					
1- Καθεστώς συναλ. ισοτιμίας	1 - Κυβέρνηση	1 - Κυβέρνηση	1 - Κυβέρνηση	1 - Κυβέρνηση	1 - Κυβέρνηση μετά από συνεννόηση με την Κεντρική Τράπεζα
2- Καθορισμό στόχων για: - νομισματική επέκταση - πληθωρισμό	2 - Κεντρική Τράπεζα <sup>(a)</sup> Κεντρική Τράπεζα <sup>(a)</sup>	2 - Κεντρική Τράπεζα <sup>(a)</sup> Κεντρική Τράπεζα <sup>(a)</sup>	2 - Κεντρική Τράπεζα <sup>(a)</sup> Κεντρική Τράπεζα <sup>(a)</sup>	2 - Κεντρική Τράπεζα <sup>(a)</sup> Κυβέρνηση <sup>(b)</sup>	2 - Κεντρική Τράπεζα <sup>(a)</sup> Κεντρική Τράπεζα
3- Μεταβολή βασικών επιτοκίων	3 - Κεντρική Τράπεζα	3 - Κεντρική Τράπεζα	3 - Κεντρική Τράπεζα	3 - Κεντρική Τράπεζα	3 - Κεντρική Τράπεζα
<b>ΚΥΡΙΑ ΚΑΘΗΚΟΝΤΑ:</b>					
1- Ασφαλή νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής	1 - Ναι	1 - Ναι	1 - Ναι (η δυνατότητα της Κυβέρνησης να ζητήσει 15ήμερη αναστολή των αποφάσεων - η Κυβέρνηση δεν έχει κάνει χρήση μέχρι σήμερα)	1 - Ναι	1 - Ναι
2- Έκδοση τραπεζογραμμίων	2 - Ναι	2 - Ναι	2 - Ναι	2 - Ναι	2 - Ναι
3- Υπηρεσίες συστήματος πληρωμών	3 - Ναι	3 - Ναι	3 - Ναι	3 - Ναι	3 - Ναι
4- Τράπεζα των τραπεζών και του Δημοσίου	4 - Ναι	4 - Ναι	4 - Ναι	4 - Ναι	4 - Ναι
5- Επικελεύση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων	5 - Όχι	5 - Όχι	5 - Όχι	5 - Όχι	5 - Ναι
6- Διασφάλιση σταθερότητας χρηματοπιστωτικού συστήματος	6 - Ναι	6 - Ναι	6 - Ναι	6 - Ναι	6 - Ναι
7- Διαχείριση συναλλαγματικών διαθεσίμων	7 - Ναι	7 - Ναι	7 - Ναι	7 - Ναι	7 - Ναι
<b>ΟΡΓΑΝΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ</b>					
Διοικητής	Διοικητής	Συμβούλιο Διοικητών	Συμβούλιο Κεντρικής Τράπεζας	Γενικό Συμβούλιο	Διοικητής
Διοικητικό Συμβούλιο	Διοικητικό Συμβούλιο	Διοικητικό Συμβούλιο	Διευθυντήριο	Διοικητής	Υποδιοικητής
Συμβούλιο Αντιβασιλείας	Συμβούλιο Αντιβασιλείας	Επιτροπή Διοικητών	Συμβούλιο Περιφερειακών Κεντρικών Τραπεζών	Συμβούλιο (- Υποδιοικητές)	Διοικητικό Συμβούλιο
Συμβούλιο Ελεγκτών	Συμβούλιο Ελεγκτών	Βασιλικός Επιτροπός Τραπεζών			Εκτελεστική Επιτροπή
Γενικό Συμβούλιο	Γενικό Συμβούλιο				
<b>ΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΔΙΟΙΚΗΤΗ</b>					
Από	Στέμμις μετά από πρόταση της Κυβέρνησης	Στέμμις μετά από πρόταση της Κυβέρνησης	Ομοσπονδιακός Πρόεδρος μετά από πρόταση της Ομοσπονδιακής Κυβέρνησης και κατόπιν συνεννόησης με το Συμβούλιο Κεντρικής Τράπεζας	Πρόεδρος της Δημοκρατίας μετά από πρόταση της Κυβέρνησης. Ο υποψήφιος υποδεικνύεται από το Συμβούλιο	Στέμμις μετά από πρόταση του Προέδρου της Κυβέρνησης
Διάρκεια Θητείας	5 έτη (με δυνατότητα ανανέωσης)	Αόριστη διάρκεια	Συνήθως 8 έτη, ελάχιστη διάρκεια 2 έτη (με δυνατότητα ανανέωσης)	4 έτη (με δυνατότητα ανανέωσης)	6 έτη (χωρίς δυνατότητα ανανέωσης)
<b>ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΚΑΙ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΙΣΜΕΝΕΣ ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ</b>					
	Στις 22 Μαρτίου 1993 ψηφίστηκε νομοθεσία που διασφαλίζει την ανεξαρτησία της κεντρικής τράπεζας σε αποφάσεις νομισματικής πολιτικής.	Καμία	Καμία	Η Τράπεζα της Ελλάδος πρότεινε στην Κυβέρνηση νομισματικές μεταβολές που αποσκοπούν στην ενίσχυση της ανεξαρτησίας της κεντρικής τράπεζας και την πλήρη συμμόρφωση του καταστατικού της με τη Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση.	Ο νόμος 13/1994 της 1ης Ιουλίου 1994 σχετικά με την αυτονομία της Τράπεζας της Ισπανίας εισηγάγε τις διατάξεις της Συνθήκης της για την Ευρωπαϊκή Ένωση που αφορούν τις κεντρικές τράπεζες.

(α) Επί του παρόντος δεν θέτει στόχους, (β) Επί του παρόντος δεν θέτει στόχους, χρησιμοποιούνται μόνο όρια παρακολούθησης

**Πίνακας 13 (συνέχεια) Θεσμικά χαρακτηριστικά των κεντρικών τραπεζών της Ευρωπαϊκής Ένωσης**

	ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΓΑΛΛΙΑΣ	ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΙΡΛΑΝΔΙΑΣ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΙΤΑΛΙΑΣ	ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟΥ	ΟΛΛΑΝΔΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
<b>ΚΥΡΙΟΣ ΚΑΤΑΣΤΑΤΙΚΟΣ ΣΤΟΧΟΣ</b>	Η διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών	Η προστασία της ακεραιότητας του νομίσματος	Ουδείς αλλά εξυπακούεται η προστασία του νομίσματος	Η συμβολή στη σταθερότητα του νομίσματος	Η προστασία της αξίας του νομίσματος
<b>ΑΡΜΟΔΙΑ ΑΡΧΗ ΓΙΑ:</b> 1-Καθεστώς συναλ. ισοτιμίας 2-Καθορισμό στόχων για: - νομισματική επέκταση - πληθωρισμό	1 - Κυβέρνηση 2 - Κεντρική Τράπεζα Κεντρική Τράπεζα 3 - Κεντρική Τράπεζα	1 - Κυβέρνηση 2 - Κεντρική Τράπεζα Κεντρική Τράπεζα 3 - Κεντρική Τράπεζα	1 - Κυβέρνηση 2 - Από κοινού με την Κυβέρνηση 3 - Κεντρική Τράπεζα	1 - Κυβέρνηση 2 - Κεντρική Τράπεζα <sup>ω</sup> Από κοινού με την Κυβέρνηση <sup>ω</sup> 3 - Κεντρική Τράπεζα <sup>ω</sup>	1 - Κυβέρνηση 2 - Κεντρική Τράπεζα <sup>ω</sup> Κεντρική Τράπεζα <sup>ω</sup> 3 - Κεντρική Τράπεζα
<b>3- Μεταβολή βραχίων επιτοκίων</b>					
<b>ΚΥΡΙΑ ΚΑΘΗΚΟΝΤΑ:</b> 1- Ασκήση νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής	1 - Ναι	1 - Ναι	1 - Ναι	1 - Ναι (μερικώς)	1 - Ναι (η Κυβέρνηση διατηρεί τυπικά το δικαίωμα να δίδει οδηγίες αλλά δεν το έχει ασκήσει ποτέ)
2- Εκδosis τραπεζογραμματίων	2 - Ναι	2 - Ναι	2 - Ναι	2 - Ναι	2 - Ναι
3- Υπηρεσίες συστήματος πληρωμών	3 - Ναι	3 - Ναι	3 - Ναι	3 - Ναι	3 - Ναι
4- Τράπεζα των τραπεζών και του Δημοσίου	4 - Ναι	4 - Ναι	4 - Ναι	4 - Όχι	4 - Ναι
5-Εποπτεία χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων	5 - Ναι, μέσω της Τραπεζικής Επιτροπής	5 - Ναι	5 - Ναι	5 - Ναι	5 - Ναι
6- Διοσφάλιση σταθερότητας χρηματοπιστωτικού συστήματος	6 - Ναι	6 - Ναι	6 - Ναι	6 - Ναι	6 - Ναι
7- Διαχείριση συναλλαγματικών διαθεσίμων	7 - Ναι	7 - Ναι	7 - Ναι (από κοινού με το γραφείο συναλλάγματος της Ιταλίας)	7 - ναι	7 - Ναι
<b>ΟΡΓΑΝΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ</b>	- Συμβούλιο Νομισματικής πολιτικής - Γενικό Συμβούλιο	- Διοικητικό Συμβούλιο	- Διοικητής, Γενικός Διευθυντής, 2 Αναπληρωτές Γενικοί Διευθυντές (Διευθυντήριο) - Διοικητικό Συμβούλιο	- Διοίκηση - Συμβούλιο	- Διοικητικό Συμβούλιο - Εποπτικό Συμβούλιο
<b>ΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΔΙΟΙΚΗΤΗ</b>	Από  Διόρκεια Θητείας	- Υπουργικό Συμβούλιο  - 6 έτη (με δυνατότητα ανανέωσης)	- Διοικητικό Συμβούλιο με την έγκριση της Κυβέρνησης  - Ισόβια	- Μέγας Δούκας μετά από πρόταση του Υπουργικού Συμβουλίου  - 6 έτη (με δυνατότητα ανανέωσης)	- Προτείνεται σε κοινή συνεδρία του Διοικητικού Συμβουλίου και του Εποπτικού Συμβουλίου και διορίζεται από το Στέμμα μετά από πρόταση του Υπουργικού Συμβουλίου - 7 έτη (με δυνατότητα ανανέωσης)
<b>ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΚΑΙ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΙΣΜΕΝΕΣ ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ</b>	Οι νόμοι της 4ης Αυγούστου και της 31ης Δεκεμβρίου 1993 για το Καταστατικό της Τράπεζας της Γαλλίας εισήγαγαν τις διατάξεις της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση που αφορούν τις κεντρικές τράπεζες	Ορισμένες ήσσονος σημασίας ρυθμίσεις θα περιληφθούν σε προσεχή νομοθετικά μέτρα	Κόμια	Νομοσχέδιο το οποίο περιέχει τις αλλαγές στη νομοθεσία που απαιτούνται από τη Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση εκκρεμεί προς ψήφιση στο Κοινοβούλιο.	Ο νόμος της 9ης Δεκεμβρίου 1993 εισήγαγε τις διατάξεις της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση που αφορούν τις κεντρικές τράπεζες. Μελετώνται τελικές ρυθμίσεις με σκοπό τη συμμόρφωση με τη Συνθήκη.

(α) Επί του παρόντος δεν θέτει στόχους.

## Θεσμικά χαρακτηριστικά των κεντρικών τραπεζών της Ευρωπαϊκής Ένωσης

### Πίνακας 13 (συνέχεια)

	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΑΥΣΤΡΙΑΣ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑΣ	ΦΙΛΑΝΔΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΒΑΣΙΛΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΣΟΥΗΔΙΑΣ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΑΓΓΛΙΑΣ
<b>ΚΥΡΙΟΣ ΚΑΤΑΣΤΑΤΙΚΟΣ ΣΤΟΧΟΣ</b>	Η διατήρηση της εσωτερικής και εξωτερικής αξίας του αυστριακού νομίσματος	Η διατήρηση της εσωτερικής νομισματικής σταθερότητας και της εξωτερικής φερεγγυότητας του νομίσματος	Να διατηρεί σταθερό και ασφαλή νομισματικό σύστημα και να βοηθά και να διευκολύνει την κυκλοφορία του χρήματος στη Φιλανδία	Ουδείς, αλλά εξυπακούεται η προστασία του νομίσματος	Ουδείς, αλλά εξυπακούεται η προστασία του νομίσματος
<b>ΑΡΜΟΔΙΑ ΑΡΧΗ ΓΙΑ:</b>					
1- Καθεστώς συναλ. ισοτιμίας	1 - Κεντρική Τράπεζα σε συνεργασία με την κυβέρνηση	1 - Κυβέρνηση μετά από πρόταση της κεντρικής τράπεζας	1 - Κυβέρνηση μετά από πρόταση της κεντρικής τράπεζας	1 - Κεντρική Τράπεζα	1 - Κυβέρνηση
2- Καθορισμό στόχων για νομισματική επέκταση	2 - Κεντρική Τράπεζα <sup>(α)</sup>	2 - Κεντρική Τράπεζα <sup>(α)</sup>	2 - Κεντρική Τράπεζα <sup>(α)</sup>	2 - Κεντρική Τράπεζα <sup>(α)</sup>	2 - Κυβέρνηση <sup>(α)</sup>
- Πληρωσιμό	3 - Κεντρική Τράπεζα <sup>(α)</sup>	3 - Κεντρική Τράπεζα <sup>(α)</sup>	3 - Κεντρική Τράπεζα	3 - Κεντρική Τράπεζα	Κυβέρνηση
3- Μεταβολή βασικών επιτοκίων	3 - Κεντρική Τράπεζα	3 - Κεντρική Τράπεζα	3 - Κεντρική Τράπεζα	3 - Κεντρική Τράπεζα	3 - Κυβέρνηση
<b>ΚΥΡΙΑ ΚΑΘΗΚΟΝΤΑ:</b>					
1- Ασκηση νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής	1 - Ναι	1 - Ναι	1 - Ναι	1 - Ναι	1 - Ναι
2- Εκδόση τραπεζογραμμίων	2 - Ναι	2 - Ναι	2 - Ναι	2 - Ναι	2 - Ναι
3- Υπηρεσίες συστήματος πληρωμών	3 - Ναι	3 - Ναι	3 - Ναι	3 - Ναι	3 - Ναι
4- Τράπεζα των τραπεζών και του Δημοσίου	4 - Ναι	4 - Ναι	4 - Όχι	4 - Όχι	4 - Ναι
5- Εποπτεία χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων	5 - Όχι	5 - Ναι	5 - Όχι	5 - Όχι	5 - Ναι
6- Διασφάλιση σταθερότητας χρηματοπιστωτικού συστήματος	6 - Ναι	6 - Ναι	6 - Ναι	6 - Ναι	6 - Ναι
7- Διαχείριση συναλλαγματικών διαθεσίμων	7 - Ναι	7 - Ναι	7 - Ναι	7 - Ναι	7 - Ναι (ως εντολοδόχος του Δημοσίου)
<b>ΟΡΓΑΝΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ</b>	- Διοικητικό Συμβούλιο - Συμβούλιο Διευθυντών	- Διοικητής - Διοικητικό Συμβούλιο - Συμβούλιο Ελεγκτών - Γνωμοδοτικό Συμβούλιο	- Κοινοβουλευτικό Εποπτικό Συμβούλιο - Συμβούλιο	- Διοικητικό Συμβούλιο - Διοικητής	- Διοικητικό Συμβούλιο - Διοικητής
<b>ΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΔΙΟΙΚΗΤΗ</b>	Από  Διόρκεια Φητείας	- Πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Δημοκρατίας μετά από πρόταση της Ομοσπονδιακής Κυβέρνησης  5 έτη (με δυνατότητα ανανέωσης) Καμία	- Πρόεδρος της Δημοκρατίας μετά από πρόταση του Κοινοβουλευτικού Εποπτικού Συμβουλίου - Αορίστη	- Διοικητικό Συμβούλιο  5 έτη (με δυνατότητα ανανέωσης)	- Στέμμα μετά από πρόταση του Πρωθυπουργού  5 έτη (με δυνατότητα ανανέωσης)
<b>ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΚΑΙ ΠΡΟΤΡΑΜΜΑΤΙΣΜΕΝΕΣ ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ</b>		Μελετώνται τροπολογίες που ενδυναμώνουν την ανεξαρτησία της κεντρικής τράπεζας σύμφωνα με τα άρθρα 109ε(ε) και 108 της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση.	Μελετώνται νομοθεσία για την τήρηση των απαιτήσεων της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση	Στη διάρκεια της παρούσας νομοθετικής περιόδου θα προταθεί νομοθεσία για την τήρηση των απαιτήσεων Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση	Καμία. Αλλαγές θα απαιτηθούν εάν το Ηνωμένο Βασίλειο συμμετάσχει στο Τρίτο Στάδιο

(α) Επί του παρόντος δεν θέτει στόχους, (β) Επί του παρόντος δεν θέτει στόχους, χρησιμοποιούνται μόνο όρια παρακολούθησης.

### 3. Επικείμενες αλλαγές στη νομοθεσία

Στο Λουξεμβούργο, το Δεκέμβριο 1993 κατετέθη στο Κοινοβούλιο νομοσχέδιο σχετικά με το Νομισματικό Ίδρυμα του Λουξεμβούργου (NIA), η θέσπιση του οποίου εκκρεμεί ακόμη.

Όπως αναφέρεται στην Εισηγητική Έκθεση του νομοσχεδίου, σκοπός του είναι η υλοποίηση όλων των διατάξεων της Συνθήκης που αφορούν το Δεύτερο Στάδιο, καθώς επίσης και η εισαγωγή ορισμένων χαρακτηριστικών που πρέπει να αποκτήσουν οι εθνικές κεντρικές τράπεζες πριν από το Τρίτο Στάδιο. Πρωταρχικός σκοπός του NIA είναι η διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών και δευτερεύων στόχος η στήριξη της οικονομικής πολιτικής της Κυβέρνησης του Λουξεμβούργου. Επίσης, καθορίζονται σαφώς οι αρμοδιότητες του NIA, στις οποίες περιλαμβάνεται η χάραξη και η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής. Το NIA πρέπει να εκτελεί τις εργασίες του σύμφωνα με την αρχή της οικονομίας της αγοράς. Ωστόσο, η νομισματική σύνδεση μεταξύ του Βελγίου και του Λουξεμβούργου θα παραμείνει αμετάβλητη στη διάρκεια του Δεύτερου Σταδίου.

Το νομοσχέδιο αντανακλά το Άρθρο 107 της Συνθήκης και προβλέπει την ανεξαρτησία του NIA από την Κυβέρνηση, απαγορεύοντας στις δημόσιες αρχές να παρέχουν οδηγίες ή κατευθυντήριες γραμμές. Το Άρθρο 24 του νομοσχεδίου ενσωματώνει στην εθνική νομοθεσία το περιεχόμενο του Αρθρου 104 της Συνθήκης, απαγορεύοντας κάθε είδους χρηματοδοτικές διευκολύνσεις προς τους δημόσιους φορείς. Άλλα άρθρα του νομοσχεδίου απηχούν τα περιεχόμενα του συστήματος που προβλέπει η Συνθήκη για το ΕΣΚΤ, προσαρμόζοντας έτσι την εθνική νομοθεσία στις απαιτήσεις του Τρίτου Σταδίου. Το νομοσχέδιο δηλώνει ότι εν καιρώ θα απαιτηθούν επιπρόσθετες νομοθετικές ρυθμίσεις για το Τρίτο Στάδιο.

Στη Φιλανδία έχουν ξεκινήσει προπαρασκευαστικές εργασίες για να καταρτιστεί νόμος που θα ενσωματώνει ορισμένες διατάξεις της Συνθήκης σχετικά με τις εθνικές κεντρικές τράπεζες, δηλ. την αυτονομία τους σε νομισματικά θέματα και την απαγόρευση της νομισματικής χρηματοδότησης του δημόσιου τομέα. Η Φιλανδική Κυβέρνηση εξετάζει νομοσχέδιο, το οποίο δεν έχει ακόμη κατατεθεί στο Κοινοβούλιο. Το νομοσχέδιο αυτό ορίζει ως πρωταρχικό στόχο της Τράπεζας της Φιλανδίας "την εξασφάλιση της αξίας του νομίσματος" και ως δευτερεύοντα στόχο την επίτευξη άλλων στόχων νομισματικής πολιτικής. Επίσης, προβλέπει ανεξαρτησία απέναντι στην Κυβέρνηση, τόσο με θεσμικές αλλαγές όσο και αναφέροντας ότι απαγορεύεται να ζητούνται ή να λαμβάνονται οδηγίες από κρατικές αρχές.

Η Τράπεζα της Ολλανδίας εξετάζει, σε συνεργασία με το Υπουργείο Οικονομικών, ποιες διατάξεις της Συνθήκης απαιτούν λεπτομερέστερη ανάπτυξη ή προσαρμογή της εθνικής νομοθεσίας. Παρόμοια εξέταση διεξάγεται ήδη και στην Εθνική Τράπεζα του Βελγίου. Στην Πορτογαλία, ξεκινούν ήδη προκαταρκτικές εργασίες για τη σύνταξη τροποποιήσεων στο Καταστατικό της Τράπεζας της Πορτογαλίας, προκειμένου να ενισχυθεί η ανεξαρτησία της. Στην Ιρλανδία, αν και δεν προβλέπονται σημαντικές θεσμικές αλλαγές, ορισμένες ήσσονος σημασίας προσαρμογές θα περιληφθούν σε μελλοντικούς νόμους. Η Σουηδική Κυβέρνηση ανακοίνωσε ότι στην τρέχουσα κοινοβουλευτική περίοδο θα προταθούν νομοθετικές αλλαγές που είναι αναγκαίες για τη συμμόρφωση με τις απαιτήσεις της Συνθήκης.

## **B. ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΚΑΙ ΠΡΟΝΟΜΙΑΚΗ ΠΡΟΣΒΑΣΗ**

### **1. Γενικές παρατηρήσεις και ο ρόλος του ENI**

Όπως έχει δείξει η πείρα, τόσο η ιστορική όσο και η πρόσφατη, η νομισματική πολιτική που αποσκοπεί στη σταθερότητα των τιμών μπορεί να τεθεί σε κίνδυνο συνεπεία της ανάμιξης της κεντρικής τράπεζας στη χρηματοδότηση του κρατικού προϋπολογισμού. Γι' αυτό, η απαγόρευση στο δημόσιο τομέα να λαμβάνει νομισματική χρηματοδότηση ή να έχει προνομιακή πρόσβαση σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αποτελεί κεντρική πτυχή του θεσμικού πλαισίου της ONE (Άρθρα 104 και 104Α της Συνθήκης).

Η χρηματοδότηση από τις κεντρικές τράπεζες και η προνομιακή πρόσβαση στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα απαγορεύονται όχι μόνο στο Τρίτο Στάδιο αλλά και στο Δεύτερο Στάδιο της ONE, δεδομένου ότι κρίνονται ασυμβίβαστες με τη διαδικασία σύγκλισης προς τη νομισματική σταθερότητα.<sup>3</sup> Για το λόγο αυτό, οι εν λόγω απαγορεύσεις έχουν τεθεί σε εφαρμογή από την 1η Ιανουαρίου 1994 (βλ. Άρθρο 109Ε, παράγραφος 3, της Συνθήκης). Οι ορισμοί για την εφαρμογή των απαγορεύσεων αυτών περιέχονται στο σχετικό παράγωγο δίκαιο (Κανονισμοί του Συμβουλίου (ΕΚ) υπ' αριθμ. 3603/93 και 3604/93 της 13ης Δεκεμβρίου 1993). Οι διατάξεις που απαγορεύουν τη νομισματική χρηματοδότηση καλύπτουν, μεταξύ άλλων, την κατάργηση των υπεραναλήψεων και των άλλου είδους πιστωτικών διευκολύνσεων προς το δημόσιο τομέα, καθώς και των απευθείας αγορών χρεογράφων του δημόσιου τομέα. Οι "άλλου είδους πιστωτικές διευκολύνσεις" περιλαμβάνουν ένα ευρύ φάσμα άλλων μορφών χρηματοδότησης από τις κεντρικές τράπεζες, οι οποίες προκύπτουν από ποικίλες συναλλαγές ή υπηρεσίες που παρέχουν στο δημόσιο τομέα οι κεντρικές τράπεζες.<sup>4</sup> Οι διατάξεις για την προνομιακή πρόσβαση του δημόσιου τομέα απαγορεύουν οποιοδήποτε έννομο μέσο που υποχρεώνει τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να αποκτούν ή να κατέχουν απαιτήσεις έναντι του δημόσιου τομέα, καθώς και οποιαδήποτε έμμεσα μέτρα όπως φορολογικά πλεονεκτήματα από τα οποία μπορεί να επωφεληθούν μόνο τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, ή χρηματοοικονομικά πλεονεκτήματα που δεν συμφωνούν με την αρχή της οικονομίας της αγοράς προκειμένου να ευνοηθεί η απόκτηση ή η κατοχή τέτοιων απαιτήσεων. Παρέκκλιση από την αρχή αυτή μπορεί να δικαιολογηθεί μόνο για λόγους προληπτικής εποπτείας.

Σύμφωνα με το Άρθρο 169 της Συνθήκης, αποτελεί καθήκον της Ευρωπαϊκής Επιτροπής να διασφαλίζει ότι τα Κράτη Μέλη συμμορφώνονται νομικώς με τις διατάξεις της Συνθήκης, ενώ, σύμφωνα με τα Άρθρα 109ΣΤ, παράγραφος 9, και 180(δ) της Συνθήκης, το ENI έχει επιφορτιστεί με το καθήκον να παρακολουθεί κατά πόσον οι κεντρικές τράπεζες συμμορφώνονται με τη Συνθήκη.

Η Επιτροπή Διοικητών εξέτασε το θέμα αυτό πριν από την έναρξη του Δεύτερου Σταδίου και συμμετείχε στην προετοιμασία του παράγωγου δικαίου. Το 1994, το ENI καθόρισε τακτική διαδικασία με την οποία θα παρακολουθεί εάν οι κεντρικές τράπεζες εκπληρώνουν τις υποχρεώσεις τους βάσει των Αρθρων 104 και 104Α της Συνθήκης και του σχετικού παράγωγου δικαίου. Η παρακολούθηση αυτή διεξάγεται ανά τρίμηνο.

<sup>3</sup> Βλ. υποσημείωση 2.

<sup>4</sup> Στην περίπτωση της Ιταλίας, το Εθνικό Γραφείο Συναλλάγματος (Ufficio Italiano dei cambi) ενοποιείται, εν προκειμένω, με την Τράπεζα της Ιταλίας.

## 2. Συμμόρφωση με την απαγόρευση της παροχής πιστώσεων από τις κεντρικές τράπεζες στο δημόσιο τομέα

Τα περισσότερα Κράτη Μέλη θεώρησαν εκ των προτέρων ως δεδομένες τις προϋποθέσεις που θέτουν το Άρθρο 104 και ο Κανονισμός του Συμβουλίου (ΕΚ) 3603/93 και προέβησαν σε προσαρμογή της αντίστοιχης εθνικής τους νομοθεσίας πριν από την έναρξη του Δεύτερου Σταδίου. Η διαδικασία παρακολούθησης από πλευράς του ΕΝΙ στη διάρκεια του 1994 κατέδειξε ότι τα μέτρα που απαιτούνται για να διασφαλιστεί η τήρηση της απαγόρευσης έχουν ήδη ληφθεί σε μεγάλη έκταση. Ορισμένες ήσσονος σημασίας προσαρμογές βρίσκονται ακόμη στο στάδιο της μελέτης.

Ο Κανονισμός του Συμβουλίου επιτρέπει στις κεντρικές τράπεζες να κατέχουν απαιτήσεις έναντι του Δημοσίου, εφόσον οι σχετικές απαιτήσεις αποκτήθηκαν πριν από την 1η Ιανουαρίου 1994 και έχουν προθεσμία λήξης, ανεξαρτήτως της ημερομηνίας εξόφλησης και του αν αποφέρουν τόκο με το επιτόκιο της αγοράς. Οι περισσότερες υπάρχουσες ανεξόφλητες διαπραγματεύσιμες απαιτήσεις έχουν ήδη μετατραπεί σε απαιτήσεις σταθερής λήξης. Σε ορισμένα Κράτη Μέλη εξακολουθούν να υπάρχουν κάποιες υπολειπόμενες απαιτήσεις της κεντρικής τράπεζας έναντι του δημόσιου τομέα, οι οποίες πρέπει να μετατραπούν. Ήδη τα παραπάνω θέματα εξετάζονται. Στον Πίνακα 14 κατωτέρω δίδεται γενική εικόνα των ανεξόφλητων μη διαπραγματεύσιμων απαιτήσεων των κεντρικών τραπεζών έναντι του δημόσιου τομέα στο τέλος του 1994.

**Πίνακας 14 Απαιτήσεις των κεντρικών τραπεζών έναντι του δημόσιου τομέα\***  
(όπως είχαν στο τέλος Δεκεμβρίου 1994)

	BE	DK	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	PT	UK
Σύνολο απαιτήσεων (ως ποσοστό % του ΑΕΠ) εκ των οποίων:	...	-	0,3	27,8	3,3	0,5	0,4	4,8	1,5	-	1,4	...
απαιτήσεις χωρίς ορισμένη διάρκεια	...	-	-	-	-	0,2	-	-	1,5	-	0,03	...
Ανώτατη καθορισμένη διάρκεια	<sup>(α)</sup>	-	2033	2023	2023	2003	2000	2043	<sup>(γ)</sup>	-	2002	<sup>(δ)</sup>
Επιτόκια που ισχύουν για τις απαιτήσεις ορισμένης διάρκειας (% ετησίως)	<sup>(ε)</sup>	-	0-1	0-10	0-11	5	5,3- 5,5	1	<sup>(ε)</sup>	-	1,3- 10,5	<sup>(ε)</sup>

Πηγή: Εθνικές κεντρικές τράπεζες.

\* Μη διαπραγματεύσιμες απαιτήσεις και απαιτήσεις που δεν υπόκεινται στους όρους της αγοράς (δεν περιλαμβάνονται τα κέρματα καθώς και η χρηματοδότηση που προκύπτει από το διακανονισμό επιταγών) καθώς και απαιτήσεις έναντι κρατικών πιστωτικών ιδρυμάτων που δεν αποκτώνται στο πλαίσιο της προσφοράς διαθέσιμων από τις κεντρικές τράπεζες.

(α) Το Πρωτόκολλο της Συνθήκης σχετικά με την Πορτογαλία προβλέπει εξαίρεση των Αυτόνομων Περιοχών των Αζορών και της Μαδέρας ως προς τις άτοκες υπεραναλήψεις από την Τράπεζα της Πορτογαλίας.

(β) Το Πρωτόκολλο της Συνθήκης για ορισμένες διατάξεις που αφορούν το Ηνωμένο Βασίλειο της Μεγάλης Βρετανίας και της Βορείου Ιρλανδίας προβλέπει εξαίρεση της διευκόλυνσης "Ways and Means" της Κυβέρνησης του Ηνωμένου Βασιλείου.

(γ) Καμία μη διαπραγματεύσιμη απαίτηση δεν έχει ορισμένη διάρκεια.

(δ) Επιτόκια (μερικώς) συνδεόμενα με τα επιτόκια της αγοράς.

(ε) Επιτόκιο συνδεόμενο με το επιτόκιο της αγοράς: τον πρώτο χρόνο (1993) εφαρμόστηκε επιτόκιο ίσο με 10% του βασικού ετήσιου επιτοκίου των γραμματίων του Δημοσίου που ανακοίνωσε η Τράπεζα της Πορτογαλίας (δηλ. το σταθμισμένο μέσο ετήσιο επιτόκιο των τελευταίων δώδεκα εκδόσεων έντοκων γραμματίων). Το ποσοστό αυτό θα αυξάνεται κατά 10 εκατοστιαίες μονάδες κάθε χρόνο μέχρι τη λήξη. Το 1993 εφαρμόστηκε επιτόκιο 1,3%. Στις 31 Δεκεμβρίου 1994 το ετήσιο βασικό επιτόκιο που ανακοίνωσε η Τράπεζα της Πορτογαλίας για τα έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου ήταν 10,5%.



Η απαγόρευση των υπεραναλήψεων του δημόσιου τομέα από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες έχει γενικά τηρηθεί. Σε ορισμένες περιπτώσεις σημειώθηκαν υπεραναλήψεις, που όμως οφείλονταν κυρίως είτε στην ατελή μετάβαση στις νέες ρυθμίσεις είτε στην καθυστέρηση τρίτων στις πληρωμές τους. Ωστόσο, οι εθνικές κεντρικές τράπεζες θεώρησαν ότι οι εν λόγω υπεραναλήψεις δεν έχουν διαρθρωτικό χαρακτήρα και δεν επηρεάζουν την άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Προβλέπεται να ληφθούν μέτρα για την απάλειψη αυτών των ανωμαλιών.

Το 1994 δεν παρατηρήθηκαν αγορές τίτλων του Δημοσίου στην πρωτογενή αγορά. Η απόκτηση τίτλων του Δημοσίου στη δευτερογενή αγορά είναι σύμφωνη με τη Συνθήκη, στην έκταση που δεν πραγματοποιείται για την καταστρατήγηση του σκοπού του Αρθρου 104. Το 1994, ορισμένες κεντρικές τράπεζες πραγματοποίησαν σημαντικές αγορές τίτλων του Δημοσίου στη δευτερογενή αγορά. Οι εν λόγω αγορές κρίθηκε ότι δεν ήταν ασυμβίβαστες με την απαγόρευση των απευθείας αγορών τίτλων του Δημοσίου.

Στα πλαίσια του ρόλου τους ως "Ταμεία του Κράτους", οι κεντρικές τράπεζες δεν πρέπει να παρέχουν κανενός είδους πιστώσεις στους δημόσιους φορείς. Ο Κανονισμός του Συμβουλίου προβλέπει λίγες εξαιρέσεις από αυτό το γενικό κανόνα και επιτρέπει, μεταξύ άλλων, μέσα σε ορισμένα όρια ή υπό ορισμένες προϋποθέσεις, την χορήγηση εντός της ημέρας πιστώσεων ("intraday credit" στο δημόσιο τομέα, καθώς και πιστώσεων που δημιουργούνται από την είσπραξη επιταγών για λογαριασμό του δημόσιου τομέα ή λόγω του μεταλλικού νομίσματος το οποίο εκδίδει ο δημόσιος τομέας και διακατέχουν οι κεντρικές τράπεζες. Οι εξαιρέσεις αυτές επιτρέπονται λόγω του ότι, από οικονομικής απόψεως, δεν χρειάζεται να απαγορευθούν πλήρως οι απαιτήσεις που πηγάζουν από αυτή την πρακτική, ενώ εξάλλου η εφαρμογή ενός τέτοιου μέτρου ενδεχομένως θα αποδεικνυόταν εξαιρετικά δαπανηρή.<sup>5</sup>

Οι πιστώσεις οι οποίες χορηγούνται εντός της ημέρας επιτρέπονται από τον Κανονισμό, δεδομένου ότι βοηθούν την ομαλή λειτουργία των συστημάτων πληρωμών. Συνεπώς, οι πιστώσεις οι οποίες χορηγούνται εντός της ημέρας είναι συμβατές με το σκοπό του Αρθρου 104 της Συνθήκης, υπό τον όρο ότι δεν θα είναι δυνατή καμία παράταση μέχρι την επόμενη ημέρα. Στο πλαίσιο αυτό, σε εκείνα τα Κράτη Μέλη όπου υπάρχει η δυνατότητα για χορήγηση πιστώσεων εντός της ημέρας, έχουν τεθεί σε εφαρμογή διατάξεις που εμποδίζουν τη μετατροπή των εν λόγω πιστώσεων σε πιστώσεις overnight. Παραδείγματος χάριν, οι κυβερνήσεις τηρούν σχετικώς υψηλές καταθέσεις στις κεντρικές τράπεζες, για να αποφύγουν τον κίνδυνο εμφάνισης χρεωστικού υπολοίπου στους λογαριασμούς του Δημοσίου στο τέλος κάθε εργάσιμης ημέρας, ή έχουν συμφωνήσει με εμπορικές τράπεζες να υπάρχει δυνατότητα υπεραναλήψεων, της οποίας μπορούν να κάνουν χρήση στο τέλος κάθε εργάσιμης ημέρας.

Οι διαδικασίες για την είσπραξη επιταγών από τις κεντρικές τράπεζες μπορεί να καταλήγουν σε προσωρινή και άτοκη πίστωση προς το δημόσιο τομέα, εάν οι επιταγές πιστώνονται στο λογαριασμό του Δημοσίου προτού εισπραχθούν. Γι' αυτό, ο Κανονισμός του Συμβουλίου θέτει αυστηρά όρια στην πίστωση που δημιουργείται κατά το συμψηφισμό των επιταγών για λογαριασμό του Δημοσίου, επιτρέποντας μόνο "κατ' εξαίρεση" πίστωση "που αντιπροσωπεύει μικρό ποσό και ισοσταθμίζεται μέσα σε σύντομο χρονικό διάστημα". Στα περισσότερα Κράτη Μέλη, ήδη πριν από το τέλος του 1994 η είσπραξη επιταγών έπαψε να δημιουργεί διακύμανση υπέρ του δημόσιου τομέα.

Τέλος, πίστωση προς το δημόσιο τομέα μπορεί να δημιουργηθεί και στην περίπτωση που η κεντρική τράπεζα διακατέχει μεταλλικό νόμισμα που εκδίδει το Δημόσιο και με το οποίο η κεντρική τράπεζα πιστώνει το λογαριασμό του Δημοσίου. Ο Κανονισμός του Συμβουλίου έθεσε ανώτατο όριο στις εν λόγω πιστώσεις, ορίζοντας ότι το μεταλλικό

---

<sup>5</sup> Επίσης, ανεπιφύλακτα εξαιρείται η χρηματοδότηση από τις κεντρικές τράπεζες υποχρεώσεων του δημόσιου τομέα έναντι του ΔΝΤ ή υποχρεώσεων που απορρέουν από την εφαρμογή του μηχανισμού μεσοπρόθεσμης χρηματοδοτικής στήριξης από την Ευρωπαϊκή Ένωση.

νόμισμα που εκδίδεται από το Δημόσιο και διακατέχεται από την κεντρική τράπεζα και το οποίο πιστώνεται στο λογαριασμό του Δημοσίου θα είναι μικρότερο του 10% του κυκλοφορούντος μεταλλικού νομίσματος.<sup>6</sup> Η διάταξη αυτή τηρήθηκε σε γενικές γραμμές στη διάρκεια του 1994, αν και στο πρώτο τετράμηνο του έτους παρατηρήθηκε υπέρβαση του ορίου σε μια περίπτωση.

### **3. Συμμόρφωση με την απαγόρευση θέσπισης προνομιακής πρόσβασης στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα**

Όπως και για την απαγόρευση της νομισματικής χρηματοδότησης, τα περισσότερα Κράτη Μέλη έλαβαν εκ των προτέρων υπόψη τις απαιτήσεις που ορίζονται στο Άρθρο 104Α και στον Κανονισμό του Συμβουλίου (ΕΚ) 3604/93 σχετικά με την απαγόρευση θέσπισης προνομιακής πρόσβασης του δημόσιου τομέα στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Πριν ακόμη επικυρωθεί η Συνθήκη του Μάαστριχτ, τα Κράτη Μέλη προέβησαν στην κατάργηση μέτρων που θα μπορούσαν να εκληφθούν ως μορφές προνομιακής πρόσβασης. Αυτό έλαβε χώρα στα πλαίσια: πρώτο, της Οδηγίας για την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων, που είχε τεθεί σε εφαρμογή στην πλειονότητα των Κρατών Μελών από 1ης Ιουλίου 1990, και, δεύτερο, του αυξανόμενου ανταγωνισμού στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, εξαιτίας του οποίου η χρηματοδότηση του δημόσιου τομέα εκτέθηκε στους κανόνες της αγοράς, συμπεριλαμβανομένης και της υποχρέωσης του δημόσιου τομέα να καταβάλλει τόκους βάσει των επιτοκίων της αγοράς.

Η απαγόρευση θέσπισης προνομιακής πρόσβασης στοχεύει πρωταρχικά στη σχέση μεταξύ του δημόσιου τομέα και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Σύμφωνα με τον Κανονισμό του Συμβουλίου, οι εθνικές κεντρικές τράπεζες δεν θεωρούνται ούτε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ούτε αποτελούν μέρος του δημόσιου τομέα. Εντούτοις, οι κεντρικές τράπεζες επηρεάζονται από τον Κανονισμό, κυρίως όσον αφορά τους κανόνες τους για την προεξόφληση ("κινητοποίηση") ή ενεχυρίαση χρεογράφων. Ωστόσο, όπως προέκυψε από σχετική εξέταση που πραγματοποίησε το ENI, οι εν λόγω κανόνες δεν θεσπίζουν κανέναν είδος προνομιακή πρόσβαση.

Άλλος τομέας όπου κανόνες σχετιζόμενοι με τις κεντρικές τράπεζες θα μπορούσαν δυνητικά να θεσπίζουν προνομιακή πρόσβαση για το δημόσιο τομέα είναι εκείνος των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών. Μέχρι πρόσφατα, σε ορισμένα Κράτη Μέλη, τα κρατικά χρεόγραφα όπως τα έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου, εθεωρούντο περιουσιακά στοιχεία που γίνονταν δεκτά για την κάλυψη των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών. Οι κανόνες αυτοί δεν συμφωνούσαν με τις αντίστοιχες διατάξεις της Συνθήκης και του Κανονισμού του Συμβουλίου και τροποποιήθηκαν αναλόγως.

---

<sup>6</sup> Στην περίπτωση της Γερμανίας, μετά την ενοποίηση, το επιτρεπόμενο ανώτατο όριο είναι 15% έως το τέλος του 1996.

## **ΕΤΗΣΙΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΟΥ ΕΝΙ**

ΕΤΗΣΙΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΟΥ ΕΝΙ

Ισολογισμός της 31ης Δεκεμβρίου 1994

ECU		ECU	
<b>I Στοιχεία ενεργητικού που αφορούν το ΕΝΣ</b>		<b>I Στοιχεία παθητικού που αφορούν το ΕΝΙ</b>	
Διαθέσιμα σε χρυσό	28.624.566.048	ECU εκδιδόμενα προς τις κεντρικές τράπεζες της ΕΕ	56.575.849.005
Διαθέσιμα σε δολάρια ΗΠΑ	<u>27.951.282.957</u>		
	<u>56.575.849.005</u>		<u>56.575.849.005</u>
<b>II Λοιπά στοιχεία ενεργητικού</b>		<b>II Λοιπά στοιχεία παθητικού</b>	
(1) Μετρητά και τραπεζικοί λογαριασμοί όψεως	499.203	(1) Πιστωτές και λοιπές υποχρεώσεις	3.639.743
(2) Χρεόγραφα	12.358.418	(4) Λοιπά για συντάξεις και συναφείς υποχρεώσεις	1.277.793
(3) Ενώματα αγαθά	6.595.995	(3) Λοιπές προβλέψεις	3.566.464
(4) Λοιπά	1.277.793	(4) Συναλλαγματικές διαφορές	117.401
		(5) Εισφορές εθνικών κεντρικών τραπεζών (βάσει του άρθρου 16.2 του Καταστατικού)	13.029.998
	<u>20.731.409</u>		<u>20.731.409</u>
<b>Σύνολο ενεργητικού</b>		<b>Σύνολο παθητικού</b>	<u>56.596.580.414</u>
<i>Λογαριασμός τάξεως:</i>		<i>Λογαριασμός τάξεως:</i>	
Προθεσμιακές απαιτήσεις σε ECU (από ανακυκλούμενο τριμηνιαίο swap)	56.575.849.005	Προθεσμιακές υποχρεώσεις σε χρυσό και δολάρια ΗΠΑ	56.575.849.005

## Αποτελέσματα χρήσεως 1994

ECU

### **Εσοδα**

Τόκοι χρεογράφων	<u>341.956</u>
<b>Σύνολο εσόδων</b>	<b><u>341.956</u></b>

### **Εξοδα**

Δαπάνες προσωπικού	3.388.001
Λοιπές διοικητικές δαπάνες (συμπεριλαμβάνεται το κόστος έ- ναρξης εργασιών ύψους 6.862.916)	14.692.575
Αποσβέσεις ενσώματων αγαθών	<u>231.382</u>
<b>Σύνολο εξόδων</b>	<b><u>18.311.958</u></b>

**Ελλειμμα χρήσεως** (17.970.002)

### **Κατανομή ελλείμματος**

Εισφορές Εθνικών Κεντρικών Τραπεζών βάσει του Άρθρου 17.6 του Καταστατικού	<u><u>17.970.002</u></u>
---	--------------------------

Φραγκφούρτη,  
31 Ιανουαρίου 1995

**ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ**

A.Lamfalussy

Πρόεδρος

Πρόεδρο και Συμβούλιο  
του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος  
Φραγκφούρτη

Ελέγξαμε τις επισυναπτόμενες λογιστικές καταστάσεις του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος. Η Διεύθυνση του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος είναι υπεύθυνη για την κατάρτιση των λογαριασμών. Εμείς είμαστε επιφορτισμένοι να διαμορφώσουμε ανεπηρέαστη γνώμη σχετικά με τους λογαριασμούς αυτούς, βάσει του ελέγχου μας, και να σας την αναφέρουμε.

Διενεργήσαμε τον έλεγχό μας σύμφωνα με τα Διεθνή Ελεγκτικά Πρότυπα. Ο έλεγχος συμπεριλαμβάνει εξετάσεις, σε δοκιμαστική βάση, αποδεικτικών στοιχείων που αφορούν τα ποσά και τη δημοσίευση (disclosures) των λογαριασμών. Περιέχει επίσης μια αξιολόγηση των σημαντικών εκτιμήσεων και απόψεων οι οποίες διατυπώνονται όταν καταρτίζονται οι λογαριασμοί, ενώ παράλληλα αναφέρει κατά πόσον οι λογιστικές πολιτικές ενδείκνυνται για την περίπτωση του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος και αν είναι επαρκώς αποκαλυπτικές.

Κατά την άποψή μας, οι λογιστικές καταστάσεις, οι οποίες καταρτίστηκαν σύμφωνα με τη λογιστική πολιτική που παρατίθεται στο Τμήμα 2 των σημειώσεων για τους λογαριασμούς του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος, δίνουν την αληθή και ορθή εικόνα της οικονομικής κατάστασης του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος στις 31 Δεκεμβρίου 1994 και των Αποτελεσμάτων Χρήσεως για το οικονομικό έτος που έληξε την παραπάνω ημερομηνία.

Φραγκφούρτη, 14 Φεβρουαρίου 1995

C&L TREUARBEIT  
DEUTSCHE REVISION  
Ανώνυμος Εταιρία  
Οι εξωτερικοί ελεγκτές

(Wagener)

(Kern)

# 1 Εισαγωγή

1.1 Σύμφωνα με το Άρθρο 16 του Καταστατικού του, το ENI διαθέτει δικούς του πόρους, τους οποίους του παρέχουν οι Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες. Οι πόροι αυτοί θα χρησιμοποιούνται για να αποφέρουν τα έσοδα που κρίνονται αναγκαία για την κάλυψη των διοικητικών δαπανών του ENI. Βάσει του Αρθρου 16.2, οι πόροι αυτοί έπρεπε να καταβληθούν κατά την ίδρυση του ENI. Δεν κατέστη δυνατό να ληφθεί απόφαση σχετικά με το ακριβές ύψος των πόρων που απαιτούνται για τον παραπάνω σκοπό, παρά μόνον αφού το ENI έφθασε σε ένα επίπεδο εργασιών που επέτρεπε την εύλογη πρόβλεψη ότι οι διοικητικές δαπάνες θα διατηρούνται σε ορισμένο επίπεδο. Γι' αυτό οι Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες κατέβαλαν πληρωμές, ώστε να δώσουν τη δυνατότητα στο ENI να κάνει έναρξη των εργασιών του, να εξοπλίσει τις κτιριακές του εγκαταστάσεις, να προσλάβει προσωπικό και να καλύψει δαπάνες που επαναλαμβάνονται σε καθημερινή βάση. Συνολικό ποσό ύψους 31 εκατ. ECU κατεβλήθη εντός του 1994, σε τρεις δόσεις (σύμφωνα με την κλείδα που καθορίζεται στο Άρθρο 29.1 του Καταστατικού του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών), από τις δώδεκα Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες που τότε ήσαν πλήρη μέλη του ENI.

1.2 Από τις αρχικές αυτές εισφορές, ποσό 18,3 εκατ. ECU χρησιμοποιήθηκε για να καλυφθούν τρέχουσες διοικητικές δαπάνες και προβλέψεις, από το οποίο 6,9 εκατ. ECU αντιπροσώπευε την τότε πραγματοποιηθείσα δαπάνη για την αγορά και διαμόρφωση των χώρων, καθώς και την πρόσληψη, μετάθεση και τοποθέτηση προσωπικού στη Φραγκφούρτη. Το ENI άρχισε τη χρονιά χωρίς γενικό αποθεματικό ή δικά του έσοδα, και το μέρος των εισφορών των Εθνικών Κεντρικών Τραπεζών που χρησιμοποιήθηκε για την κάλυψη των εν λόγω δαπανών ---18,0 εκατ. ECU καθαρά, εκτός των εσόδων από τόκους επί των ταμειακών υπολοίπων -- θεωρήθηκε, βάσει του Αρθρου 17.6 του Καταστατικού, ως πληρωμή για την κάλυψη της υστέρησης των εσόδων έναντι των δαπανών.

1.3 Το υπόλοιπο ποσό, ύψους 13,0 εκατ. ECU, που κατέβαλαν οι Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες το 1994, θεωρήθηκε ως εισφορά πόρων του ENI, βάσει του Αρθρου 16.2 του Καταστατικού. Από τα χρήματα αυτά, 6,6 εκατ. ECU αντιπροσωπεύουν επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου, χωρίς αποσβέσεις, και 6,4 εκατ. ECU αδιάθετα υπόλοιπα κεφαλαίων κινήσεως.

1.4 Στη συνεδρίαση της 3ης Ιανουαρίου 1995, το Συμβούλιο του ENI κατέληξε σε απόφαση σχετικά με το πλήρες ύψος των αναγκαίων πόρων. Επιπλέον εισφορές ύψους 602,5 εκατ. ECU κατεβλήθησαν από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες στις 17 Ιανουαρίου, βάσει επανυπολογισμού της κλείδας, ώστε να λαμβάνονται υπόψη και τα νέα μέλη του Συμβουλίου (Εθνική Τράπεζα της Αυστρίας, Τράπεζα της Φιλανδίας και Βασιλική Τράπεζα της Σουηδίας) από 1ης Ιανουαρίου 1995. Οι εισφορές που κατεβλήθησαν το 1994 βάσει του Αρθρου 16.2 ανακατανεμήθηκαν σύμφωνα με τη νέα κλείδα. Το σύνολο των εν λόγω εισφορών ανέρχεται σε 615.573.495 ECU. Από τους πόρους αυτούς 597,2 εκατ. ECU τοποθετήθηκαν σε καταθέσεις προθεσμίας, ούτως ώστε να αποφέρουν τα έσοδα που κρίνονται αναγκαία για την κάλυψη των διοικητικών δαπανών του ENI. Το υπόλοιπο αποτελείται από επενδύσεις σε ενσώματα αγαθά, καθώς και κεφάλαια κινήσεως.

## 2. Λογιστικές πολιτικές

2.1 Οι ετήσιοι λογαριασμοί καταρτίστηκαν σύμφωνα με τις λογιστικές αρχές που καθορίζει το Συμβούλιο του ENI, βάσει του Αρθρου 17.3 του Καταστατικού του, και εκφράζονται σε επίσημα ECU.

2.2 Αν και το ENI, ως Κοινοτικό όργανο, δεν υπάγεται στους εθνικούς νόμους και κανονισμούς που διέπουν τη λογιστική πρακτική, η λογιστική του πολιτική ακολουθεί τις διεθνώς αποδεκτές λογιστικές αρχές, εκτός αν ειδικά θέματα του ENI απαιτούν το αντίθετο. Παρά το μικρό παρελθόν του ENI, οι λογαριασμοί καταρτίστηκαν με βάση την υπόθεση ότι βρίσκεται ήδη σε πλήρη λειτουργία.

2.3 Τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού που αφορούν το ΕΝΣ εμφανίζονται στο κόστος (κτήσεως), πλέον δεδουλευμένων τόκων. Τα χρεόγραφα, εκτός εκείνων βραχυπρόθεσμης προεξόφλησης, εμφανίζονται στην αγοραία αξία τους στο τέλος του έτους. Όλα τα λοιπά στοιχεία ενεργητικού και παθητικού εμφανίζονται στην ονομαστική τους αξία.

2.4 Τα ενσώματα αγαθά αποτιμώνται στο κόστος μείον τις αποσβέσεις. Οι αποσβέσεις υπολογίζονται με βάση τη μέθοδο του σταθερού ποσού, αρχίζοντας το πρώτο τρίμηνο μετά την απόκτηση του συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου, σε όλη την προσδοκώμενη διάρκεια ζωής του.

2.5 Εκτός από τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού που αφορούν το ΕΝΣ, η μετατροπή κονδυλίων ισολογισμού σε ECU βασίζεται στις επίσημες ισοτιμίες που δημοσιεύθηκαν από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και ίσχυαν στις 31 Δεκεμβρίου 1994. Οι πράξεις σε συνάλλαγμα που απηχούνται στα Αποτελέσματα Χρήσεως (Λογαριασμός Κερδών και Ζημιών) αποτιμώνται στη μέση επίσημη ισοτιμία που ίσχυε κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Για το 1994, οι πράξεις αυτές στα βιβλία του ENI πραγματοποιήθηκαν με έναρξη ισχύος από 18ης Απριλίου.

2.6 Τα έσοδα και οι δαπάνες αναγνωρίζονται σε λογιστική βάση (δεδουλευμένα). Τα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη που προέρχονται από την αναπροσαρμογή της αξίας των περιουσιακών στοιχείων έναντι της τιμής κτήσεως δεν αναγνωρίζονται ως έσοδα, συμπεριλαμβάνονται όμως στο λογαριασμό "αναπροσαρμογής" (revaluation account). Οι μη πραγματοποιηθείσες ζημίες συμψηφίζονται με τα προηγούμενα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη στο λογαριασμό "αναπροσαρμογής" και οι τυχόν λοιπές ζημίες συμψηφίζονται με τα κέρδη.

2.7 Σύμφωνα με το Αρθρο 17.4 του Καταστατικού, το Συμβούλιο ανέθεσε στην εταιρία C & L Treuarbeit Deutsche Revision να διενεργήσει τον έλεγχο ως ανεξάρτητος εξωτερικός ελεγκτής.



### 3. Σημειώσεις για τον Ισολογισμό

#### 3.1 Στοιχεία ενεργητικού και παθητικού που αφορούν το ΕΝΣ

Τα κονδύλια αυτά αφορούν τις τριμηνιαίες ανακυκλούμενες συμφωνίες swap επίσημων ECU, που δημιουργήθηκαν σε αντάλλαγμα των εισφορών των Εθνικών Κεντρικών Τραπεζών στο ΕΝΙ του 20% των διαθεσίμων τους σε χρυσό και δολάρια ΗΠΑ. Οι πράξεις αυτές περιγράφονται στο Κεφάλαιο II Β.5.1 της Έκθεσης. Τα αντίστοιχα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού εμφανίζονται στα βιβλία του ΕΝΙ. Οι εγγραφές δεν εξυπονούν πληρωμές ή εισπράξεις τόκων. Οι τόκοι των επίσημων διαθεσίμων που ανταλλάσσονται με ECU εξακολουθούν να λογίζονται υπέρ των αρχικών κατόχων. Οι τόκοι των διαθεσίμων σε ECU που προέρχονται από swaps οφείλονται μόνο σε περίπτωση που τα διαθέσιμα μιας κεντρικής τράπεζας υπερβαίνουν τις προθεσμιακές της υποχρεώσεις σε ECU. Σε τέτοιες περιπτώσεις, οι πληρωμές τόκων καλύπτονται από τον τόκο που οφείλουν τράπεζες των οποίων οι προθεσμιακές υποχρεώσεις σε ECU υπερβαίνουν τα διαθέσιμά τους σε ECU.

Την 1η Ιανουαρίου 1994, περιήλθε στο ΕΝΙ το ενεργητικό και το παθητικό του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ταμείου Συνεργασίας, έκαστο σκέλος ύψους 56,96 δισεκ. ECU. Από τα χρήματα αυτά, 53,48 δισεκ. ECU αφορούσαν την έκδοση ECU προς τις Κοινοτικές κεντρικές τράπεζες έναντι διαθεσίμων σε χρυσό και δολάρια ΗΠΑ, ενώ 3.48 δισεκ. ECU αφορούσαν πράξεις Λίαν Βραχυπρόθεσμης Χρηματοδότησης (Very Short Term Financing operations).

#### 3.2 Λοιπά στοιχεία ενεργητικού

II (1) Μετρητά και τραπεζικοί λογαριασμοί όψεως : Τα ταμειακά διαθέσιμα τηρήθηκαν σε τρεχούμενο λογαριασμό γερμανικών μάρκων, νόμισμα στο οποίο εκφράζονται σχεδόν όλες οι καθημερινές συναλλαγές του ΕΝΙ. Ο λογαριασμός αυτός περιέλαβε αποκλειστικά τις πληρωμές και τις εισπράξεις που αφορούν τις καθημερινές διοικητικές δαπάνες του ΕΝΙ.

II (2) Χρεόγραφα: Το ταμειακό πλεόνασμα επενδύονταν καθημερινά σε Εντοκα Γραμμάτια του Γερμανικού Δημοσίου. Κανένα άλλο είδος χρεογράφων δεν βρισκόταν στην κατοχή του Ιδρύματος στις 31 Δεκεμβρίου 1994.

II (3) Ενώματα αγαθά: Στο τέλος του έτους περιλάμβαναν τα εξής:

Εξοπλισμό	4.676.422 ECU
Η/Υ και λογισμικό	1.717.027 ECU
Λοιπά	<u>202.546 ECU</u>
Σύνολο	<u>6.595.995 ECU</u>

Ο "εξοπλισμός" περιλαμβάνει και το κεφαλαιοποιημένο κόστος ειδικών εγκαταστάσεων στους χώρους του ΕΝΙ στον Ευρωπύργο της Φραγκφούρτης, το οποίο απαιτήθηκε για την κάλυψη των ειδικών λειτουργικών αναγκών του. Τα κονδύλια αυτά, από τα οποία έχουν αφαιρεθεί οι αποσβέσεις, ανέρχονται συνολικά σε 231.382 ECU, που βαρύνουν τα Αποτελέσματα Χρήσεως του έτους 1994.

II (4) Λοιπά: Το κονδύλι αυτό αντιπροσωπεύει κυρίως μία απαίτηση κατά του Γερμανικού Ομοσπονδιακού Υπουργείου Οικονομικών, η οποία αφορά τη δυνατότητα επιστροφής του ΦΠΑ και άλλων έμμεσων φόρων επί των αγαθών και υπηρεσιών. Υπάρχει δυνατότητα επιστροφής αυτών των φόρων, βάσει του Αρθρου 3 του Πρωτοκόλλου περι

προνομίων και ασυλιών των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, το οποίο ισχύει και για το ENI, σύμφωνα με το Άρθρο 21 του Καταστατικού του.

### 3.3 Λοιπά στοιχεία παθητικού

II (1) Πιστωτές και λοιπές υποχρεώσεις : Το κονδύλι αυτό περιλαμβάνει κυρίως πληρωμές οφειλόμενες σε προμηθευτές, μαζί με φόρο μισθωτών υπηρεσιών που παρακρατείται στην πηγή και αποδίδεται στις Ευρωπαϊκές Κοινότητες, καθώς και συσσωρευμένες συνταξιοδοτικές εισφορές, μαζί με το σχετικό τόκο, που πρέπει να καταβληθούν στο προσωπικό. Σύμφωνα με τις προσωρινές ρυθμίσεις που ίσχυαν την ημερομηνία κατάρτισης του ισολογισμού, το προσωπικό συνεισφέρει στο συνταξιοδοτικό πρόγραμμα ένα ποσοστό του βασικού μισθού (ενώ το ENI καταβάλλει εισφορά ίση με το διπλάσιο του ποσού αυτού -- βλ. II (2) κατωτέρω). Η εισφορά του υπαλλήλου επιστρέφεται με τη λήξη της σύμβασης, μαζί με τους δεδουλευμένους τόκους.

II (2) Πρόβλεψη για συντάξεις και συναφείς υποχρεώσεις: Το κονδύλι αυτό περιλαμβάνει τις συσσωρευμένες εισφορές του ENI στο συνταξιοδοτικό πρόγραμμα του προσωπικού. Οι εισφορές προορίζονται να καλύψουν τυχόν δαπάνη για αποζημιώσεις λόγω απολύσεως ή αναπηρικές συντάξεις.

II (3) Λοιπές προβλέψεις: Περιλαμβάνουν κεφάλαια που προβλέπονται για την ανακαίνιση των κτιριακών εγκαταστάσεων του ENI όταν λήξει η σχετική μίσθωση (βλ. σημειώσεις για τα Αποτελέσματα Χρήσεως), τη σύνταξη της Ετήσιας Εκθεσης και την κατάρτιση των λογαριασμών για το έτος 1994, καθώς και την οφειλόμενη αμοιβή της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών για την εργασία της ως Πράκτορα του ENI.

II (4) Λογαριασμός "αναπροσαρμογής": Από την ανατίμηση του γερμανικού μάρκου έναντι του ECU το 1994 προέκυψε μη πραγματοποιηθέν κέρδος επί της καθαρής αξίας των στοιχείων ενεργητικού, που τηρούνται ή είναι εκπεφρασμένα σε γερμανικά μάρκα. Το κέρδος αυτό συμπεριλαμβάνεται στον παραπάνω λογαριασμό.

II (5) Εισφορές Εθνικών Κεντρικών Τραπεζών βάσει του Αρθρου 16.2 του Καταστατικού: Οι εισφορές αυτές αντιπροσωπεύουν το υπόλοιπο των εισφορών που κατέβαλαν οι Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες το 1994, και το οποίο εναπομένει μετά την κάλυψη του ελλείμματος εκμεταλλεύσεως το έτος αυτό (βλ. Εισαγωγή, ανωτέρω, και σημείωση "Κατανομή ελλείμματος" στα Αποτελέσματα Χρήσεως). Το ποσό θεωρήθηκε ως προκαταβολή έναντι οφειλόμενων εισφορών, βάσει του Αρθρου 16.2 του Καταστατικού.

## **4. Σημειώσεις για τα Αποτελέσματα Χρήσεως**

### **4.1 Εσοδα**

Το κονδύλι αυτό αντιπροσωπεύει τόκους που προέρχονται από την επένδυση του ταμειακού πλεονάσματος σε Εντοκά Γραμμάτια (βλ. Λοιπά Στοιχεία Ενεργητικού, Σημείωση II (2)).

### **4.2 Εξοδα**

Δαπάνες προσωπικού : Το κονδύλι αυτό αφορά μισθούς και γενικά επιδόματα, καθώς και εργοδοτικές εισφορές για συντάξεις, ιατρική περίθαλψη και ασφάλιση ατυχημάτων του προσωπικού που απασχολεί το ENI. Στις 31 Δεκεμβρίου 1994, το δυναμικό του ENI περιλάμβανε τον Πρόεδρο και 126 υπαλλήλους, πέντε από τους οποίους είχαν ανώτερες διοικητικές θέσεις. Οι δαπάνες του προσωπικού που απασχολούσε η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών στη Βασιλεία (οι υπάλληλοι αυτοί προήλθαν κυρίως από την πρώην Γραμματεία της Επιτροπής Διοικητών), πριν μετατεθεί το προσωπικό στη Φραγκφούρτη, μεταξύ Νοεμβρίου και Δεκεμβρίου, αποτελούσαν τμήμα της γενικής σύμβασης παροχής υπηρεσιών που είχε συναφθεί με την εν λόγω Τράπεζα, επειδή δεν είχε ακόμη ολοκληρωθεί η εγκατάσταση του ENI στην έδρα του, και περιλαμβάνονται στις "Λοιπές διοικητικές δαπάνες". Οι μισθοί και τα επιδόματα του προσωπικού, μαζί με τις απολαβές των ανώτερων διοικητικών στελεχών, κατά βάση ακολουθούν το μισθολόγιο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων.

Λοιπές διοικητικές δαπάνες : Οι δαπάνες αυτές καλύπτουν όλα τα υπόλοιπα τρέχοντα έξοδα, δηλ. ενοίκια, συντήρηση κτιρίων και εξοπλισμού, μη κεφαλαιακά αγαθά, αμοιβές ελεύθερων συνεργατών, καθώς και άλλες υπηρεσίες (συμπεριλαμβανομένων και αυτών που παρέχονται προσωρινά από την Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών) και προμήθειες. Από το συνολικό ποσό, το "κόστος έναρξης λειτουργίας" (initialisation cost) περιλαμβάνει τις έκτακτες δαπάνες μη κεφαλαιακής φύσεως που πραγματοποιήθηκαν εντός του έτους, κατά την εγκατάσταση του ENI στη νέα του έδρα, και κυρίως τις δαπάνες για ανακαίνιση των χώρων, αμοιβές εταιριών που μεσολάβησαν για τη μίσθωση και τον εξοπλισμό των κτιρίων, και δαπάνες για την πρόσληψη, μετάθεση και τοποθέτηση προσωπικού. Επίσης, οι δαπάνες αυτές περιλαμβάνουν και πρόβλεψη σε εκπλήρωση της συμβατικής υποχρέωσης του ENI να παραδώσει κατά τη λήξη της μισθώσεως το κτίριο στην κατάσταση στην οποία το παρέλαβε.

### **4.3 Κατανομή ελλείμματος**

Εφόσον το ENI δεν διέθετε γενικό αποθεματικό στην αρχή του έτους, το έλλειμμα εκμεταλλεύσεως καλύφθηκε αποκλειστικά από τις πληρωμές που πραγματοποιήθηκαν το 1994 από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες, βάσει των διατάξεων του Αρθρου 17.6 του Καταστατικού.

# ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

## Η ΣΗΜΕΡΙΝΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΩΝ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΜΕΣΩΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΙΣ ΕΠΙΜΕΡΟΥΣ ΧΩΡΕΣ ΤΗΣ ΕΕ

### 1. Στρατηγικές

Οι κεντρικές τράπεζες της ΕΕ συμφωνούν ότι η νομισματική πολιτική πρέπει να επιδιώκει ως τελικό στόχο την επίτευξη και διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Ωστόσο, όπως περιγράφεται στο Κεφάλαιο I.A.3.2, η ακολουθούμενη νομισματική πολιτική ποικίλλει από χώρα σε χώρα (βλ. Πίνακα 15). Οι περισσότερες από τις χώρες που μετέχουν στο ΜΣΙ ακολουθούν έμμεση στρατηγική. Η στρατηγική αυτή βασίζεται, στην περίπτωση μιας χώρας (της Γερμανίας), σε νομισματικό μέγεθος που αποτελεί ενδιάμεσο στόχο, ενώ σε ορισμένες άλλες χώρες σε στόχο που αφορά τη συναλλαγματική ισοτιμία. Από τις χώρες αυτές, μία (η Γαλλία) ταυτόχρονα θέτει νομισματικό στόχο και παρακολουθεί το συνολικό χρέος, ενώ κάποια άλλη χώρα (η Ισπανία) θέτει άμεσο στόχο για τον πληθωρισμό και παρακολουθεί την αύξηση της προσφοράς χρήματος. Οι χώρες της ΕΕ που δεν μετέχουν στο ΜΣΙ, αν και εξακολουθούν να αποδίδουν σημασία στη σταθερότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας, παράλληλα χρησιμοποιούν ενδιάμεσο νομισματικό στόχο ή άμεσο στόχο για τον—ν πληθωρισμό.

Οι παραπάνω αποκλίσεις όμως δεν πρέπει να υπερτονίζονται, δεδομένου ότι πρόσφατα έχουν εφαρμοστεί "πραγματιστικά" τόσο η έμμεση όσο και η άμεση προσέγγιση. Αφενός, στις χώρες που ακολούθησαν την άμεση προσέγγιση, τα νομισματικά μεγέθη και η συναλλαγματική ισοτιμία αποτέλεσαν αντικείμενο στενής παρακολούθησης. Αφετέρου, στις χώρες εκείνες όπου υιοθετήθηκε ενδιάμεσος νομισματικός στόχος, οι κεντρικές τράπεζες, σε κάποιο βαθμό, αξιολογούν τη σημασία των μεταβολών των νομισματικών μεγεθών υπό το φως και άλλων δεικτών που αφορούν την εξέλιξη του πληθωρισμού, λαμβάνοντας υπόψη το κόστος εργασίας, τα δημοσιονομικά ελλείμματα, τις τιμές των εισαγομένων ή τα μέτρα για την απόκλιση του πραγματικού από το δυνητικό ΑΕΠ.

### 2. Μέσα

Στις χώρες της ΕΕ χρησιμοποιείται σήμερα ένα ευρύ φάσμα μέσων νομισματικής πολιτικής. Τα μέσα αυτά μπορούν να ταξινομηθούν σε τρεις βασικές κατηγορίες: συστήματα υποχρεωτικών αποθεματικών, πάγιες πιστωτικές διευκολύνσεις και πράξεις ανοικτής αγοράς. Στα πλαίσια των συστημάτων υποχρεωτικών αποθεματικών, οι τράπεζες πρέπει να διατηρούν ένα ελάχιστο ποσό διαθεσίμων σε λογαριασμούς καταθέσεων στην κεντρική τράπεζα, που μπορεί να αμειβονται με τόκο ή και όχι. Τα εν λόγω ελάχιστα αποθεματικά συνήθως υπολογίζονται ως ποσοστό των νομισματικών υποχρεώσεων των τραπεζών. Οι πάγιες πιστωτικές διευκολύνσεις αντιπροσωπεύουν πάγιες προσφορές των κεντρικών τραπεζών για την εκτέλεση ορισμένων πράξεων (προεξόφληση, αναχρηματοδότηση, αποδοχή καταθέσεων) με πρωτοβουλία των εμπορικών τραπεζών, αλλά με όρους που έχουν ανακοινωθεί εκ των προτέρων από τις κεντρικές τράπεζες. Η πρόσβαση των επιμέρους εμπορικών τραπεζών στις διευκολύνσεις αυτές μπορεί να υπόκειται σε ποσόστωση. Οι πράξεις ανοικτής αγοράς είναι συναλλαγές που πραγματοποιεί, με δική της πρωτοβουλία, η κεντρική τράπεζα με ιδιωτικούς φορείς της αγοράς, με σκοπό την παροχή ή την απορρόφηση ρευστότητας από την αγορά. Οι πράξεις αυτές μπορεί να συνίστανται είτε σε άμεσες είτε σε πράξεις με συμφωνίες επαναγοράς ή

επαναπώλησης αντίστοιχα και να αφορούν διάφορα είδη περιουσιακών στοιχείων (κρατικά χρεόγραφα, ιδιωτικούς τίτλους, τίτλους της κεντρικής τράπεζας και συνάλλαγμα).

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 15, τα επιμέρους χαρακτηριστικά των διαφόρων μέσων και οι αντίστοιχοι ρόλοι τους ποικίλλουν από χώρα σε χώρα.

Για παράδειγμα σε ορισμένες χώρες τα συστήματα των υποχρεωτικών αποθεματικών (Γερμανία, Ισπανία, Γαλλία, Ιταλία, Αυστρία και Πορτογαλία) ή των πάγιων διευκολύνσεων (Ολλανδία) διέπονται από διατάξεις σύμφωνα με τις οποίες τα υποχρεωτικά αποθεματικά ή οι ποσοστώσεις αντίστοιχα πρέπει να τηρούνται κατά μέσον όρο με αναφορά σε μια συγκεκριμένη περίοδο, γεγονός που ενδεχομένως συντελεί στη σταθεροποίηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων στην αγορά. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να χρειάζονται σχετικά λιγότερο συχνές παρεμβάσεις της κεντρικής τράπεζας στη χρηματαγορά. Αντίθετα, σε χώρες όπου υποχρεωτικά αποθεματικά δεν επιβάλλονται ή δεν έχουν ως κύριο σκοπό τη σταθεροποίηση των επιτοκίων (π.χ. στο Βέλγιο, την Ιρλανδία και το Ηνωμένο Βασίλειο), το αντίστοιχο βάρος επωμίζεται περισσότερο είτε η κεντρική τράπεζα, η οποία καλείται να εξομαλύνει τις βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις της ρευστότητας μέσω συχνών παρεμβάσεων της, είτε οι πάγιες πιστωτικές διευκολύνσεις. Προκειμένου να περιορίσουν τις μεταβολές των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, οι περισσότερες κεντρικές τράπεζες της ΕΕ χρησιμοποιούν τις πάγιες διευκολύνσεις σε διάφορους συνδυασμούς (οριακή χρηματοδότηση, καταθέσεις ή προεξοφλήσεις), μέσω των οποίων μπορούν να απορροφούν ή να παρέχουν ρευστότητα με πρωτοβουλία των εμπορικών τραπεζών, με επιτόκια που έχει προαναγγείλει η κεντρική τράπεζα. Συνήθως ρόλος των επιτοκίων αυτών είναι επίσης να σηματοδοτούν την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής.

Σε μερικές χώρες (Βέλγιο, Γερμανία, Ελλάδα, Ιρλανδία, Ιταλία, Πορτογαλία, Φιλανδία και Σουηδία), δύο από τα επιτόκια στις πάγιες διευκολύνσεις οριοθετούν το εύρος της διακύμανσης ("διάδρομο") μέσα στο οποίο κινούνται κατά κανόνα τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς. Αν και σε ορισμένες χώρες η σπουδαιότητα των πάγιων διευκολύνσεων για την παροχή (ή απορρόφηση) ρευστότητας είναι ποσοτικά σχετικά μεγάλη, στις περισσότερες περιπτώσεις το ρόλο αυτό επιτελούν κατά κύριο λόγο οι πράξεις ανοικτής αγοράς. Ωστόσο, υπάρχουν σημαντικές διαφορές από χώρα σε χώρα ως προς το περισσότερο χρησιμοποιούμενο είδος πράξεων ανοικτής αγοράς (άμεσες συναλλαγές στην Ελλάδα και τη Φιλανδία, πράξεις με συμφωνία επαναγοράς/επαναπώλησης --repos -- στις περισσότερες άλλες χώρες), καθώς και ως προς το είδος των χρησιμοποιούμενων τίτλων, τις διαδικασίες πλειστηριασμού και τη συχνότητα των πράξεων. Εντούτοις, παρατηρείται κάποιος βαθμός σύγκλισης. Γενικά, η συμμετοχή των παρεμβάσεων ανοικτής αγοράς έχει σημειώσει αύξηση τα τελευταία χρόνια, αντανακλώντας πιθανόν και τις προσπάθειες των νομισματικών αρχών να ενθαρρύνουν την ανάπτυξη των αγορών και να βασίζονται ολοένα και περισσότερο στους μηχανισμούς της αγοράς. Εξάλλου, η τάση αυτή συνοδεύεται από την εκτεταμένη προσφυγή των εθνικών κεντρικών τραπεζών σε πράξεις με συμφωνίες επαναγοράς ή επαναπώλησης αντίστοιχα.

Μια ακριβέστερη περιγραφή των κύριων μέσων νομισματικής πολιτικής ενδεχομένως θα συνέβαλλε στην καλύτερη κατανόηση της ποικιλίας των λειτουργικών πλαισίων που υπάρχουν στα πλαίσια της ΕΕ.

## 2.1 Υποχρεωτικά αποθεματικά

Στην πλειονότητα των χωρών της ΕΕ, στο τραπεζικό σύστημα επιβάλλονται υποχρεωτικά αποθεματικά, που συνήθως αποβλέπουν στην επίτευξη ενός συνδυασμού διαφορετικών επιδιώξεων της νομισματικής πολιτικής: (α) τη διεύρυνση της ζήτησης ρευστών διαθέσιμων από πλευράς των τραπεζών, (β) τη σταθεροποίηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων μέσω διατάξεων, οι οποίες ορίζουν ότι τα υποχρεωτικά αποθεματικά τηρούνται κατά μέσο όρο σε μια συγκεκριμένη περίοδο, περιορίζοντας έτσι

την ανάγκη για συχνές παρεμβάσεις της κεντρικής τράπεζας, (γ) τη σταθεροποίηση του πολλαπλασιαστού χρήματος και τη μεταβολή του κατά τρόπο περισσότερο προβλέψιμο και (δ) την αύξηση του βαθμού ευαισθησίας της ζήτησης χρήματος ως προς τις μεταβολές των επιτοκίων, με την δημιουργία διαφοράς ("σφήνας") μεταξύ των επιτοκίων επί των περιουσιακών στοιχείων νομισματικής φύσης και εκείνων επί των μη νομισματικών περιουσιακών στοιχείων. Η έμφαση που δίδεται στις διάφορες λειτουργίες των υποχρεωτικών αποθεματικών συχνά διαφέρει από χώρα σε χώρα. Στις χώρες εκείνες όπου δεν υπάρχουν υποχρεωτικά αποθεματικά (δηλ. στο Βέλγιο, τη Δανία και τη Σουηδία) ή όπου ο πρωταρχικός τους σκοπός δεν σχετίζεται με τη νομισματική πολιτική (Ηνωμένο Βασίλειο), ορισμένες από τις αντίστοιχες λειτουργίες τους διεκπεραιώνονται με άλλα μέσα, π.χ. με τη ρύθμιση της έκτασης και της συχνότητας των πράξεων ανοικτής αγοράς.

Τα υποχρεωτικά αποθεματικά διαφέρουν σημαντικά από χώρα σε χώρα και ως προς τα τεχνικά χαρακτηριστικά τους (βλ. Πίνακα 16). Οι διαφορές αυτές αντανακλούν εν μέρει το γεγονός ότι δίδεται έμφαση σε διαφορετικές λειτουργίες και εν μέρει τη διαφορετική διάρθρωση των εθνικών χρηματοπιστωτικών συστημάτων. Οι σπουδαιότερες διαφορές εντοπίζονται σε σχέση με : α) τον καθορισμό των υποχρεώσεων των τραπεζών που υπόκεινται στα υποχρεωτικά αποθεματικά (είδη χρηματοοικονομικών μέσων, νόμισμα στο οποίο αυτά εκφράζονται, τομείς που τα διακρατούν), β) τη διάρκεια της περιόδου υπολογισμού και της περιόδου τηρήσεως και τη χρονική απόκλιση μεταξύ των δύο αυτών περιόδων, γ) την ύπαρξη ή μη διατάξεων που ορίζουν ότι τα υποχρεωτικά αποθεματικά τηρούνται κατά μέσο όρο σε μια συγκεκριμένη περίοδο, δ) το βαθμό τοκοφορίας των υποχρεωτικών αποθεματικών (σε ορισμένες χώρες υπάρχει μηδενικό επιτόκιο, σε άλλες θετικό και χαμηλότερο των επιτοκίων της αγοράς και μόνο στην Ολλανδία παραπλήσιο των επιτοκίων της αγοράς), ε) το ύψος και τη διαφοροποίηση των ποσοστών των υποχρεωτικών αποθεματικών προκειμένου για διαφορετικά είδη υποχρεώσεων και στ) το φάσμα των ιδρυμάτων που υπόκεινται στα εν λόγω υποχρεωτικά αποθεματικά. Τα τελευταία χρόνια, τα ποσοστά των υποχρεωτικών αποθεματικών τείνουν γενικά να συγκλίνουν σε επίπεδα σχετικώς χαμηλότερα, αντανακλώντας εν μέρει την ανάγκη να μειωθούν τα κίνητρα που οδηγούν σε περιορισμό της τραπεζικής διαμεσολάβησης και σε μετατόπιση των πόρων σε εναλλακτικά τραπεζικά κέντρα (delocalisation). Τα επίπεδα αυτά, όμως εξαρτώνται και από το βαθμό τοκοφορίας των υποχρεωτικών αποθεματικών. Ωστόσο, εξακολουθούν να υπάρχουν σημαντικές διαφορές από χώρα σε χώρα ως προς το συνολικό ύψος των υποχρεωτικών αποθεματικών, τόσο ως ποσοστό των υποχρεώσεων βάσει των οποίων υπολογίζονται όσο και ως ποσοστό του ΑΕΠ.

## 2.2 Πάγιες πιστωτικές διευκολύνσεις

Μολονότι οι πάγιες πιστωτικές διευκολύνσεις χρησιμοποιούνται σήμερα σε μικρότερη κλίμακα συγκριτικά με το παρελθόν, είναι πιθανόν ότι ο ρόλος τους θα εξακολουθήσει να είναι σημαντικός. Όλες οι κεντρικές τράπεζες της ΕΕ, με μοναδική εξαίρεση την Τράπεζα της Ισπανίας, χρησιμοποιούν σήμερα τις πάγιες πιστωτικές διευκολύνσεις στην εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής. Ωστόσο, υπάρχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ των χωρών ως προς το χρησιμοποιούμενο συνδυασμό διευκολύνσεων, τα κύρια χαρακτηριστικά τους και τις λειτουργίες τις οποίες επιτελούν. Γενικά, υπάρχουν τρία βασικά είδη πάγιων διευκολύνσεων: (α) διευκολύνσεις οριακής αναχρηματοδότησης με επιτόκιο ποινής, οι οποίες υπάρχουν σε όλες τις χώρες της ΕΕ εκτός από τρεις, (β) πιστωτικές διευκολύνσεις με επιτόκια κατώτερα των επιτοκίων της αγοράς, οι οποίες υπάρχουν σε έξι χώρες της ΕΕ, και (γ) διευκολύνσεις για κατάθεση (ή άλλες διευκολύνσεις με ανάλογη λειτουργία), που υπάρχουν σε έξι χώρες της ΕΕ. Μόνο στο Βέλγιο χρησιμοποιούνται σήμερα και τα τρία είδη διευκολύνσεων.

Οι διευκολύνσεις οριακής αναχρηματοδότησης συνήθως παίζουν σημαντικό ρόλο στη διευκόλυνση της λειτουργίας του συστήματος πληρωμών μέσω της χρηματοδότησης των

ανοιγμάτων που προκύπτουν κατά το συμπηφισμό στο τέλος της ημέρας, με επιτόκιο ποινής. Επίσης, οι καταθέσεις χρησιμοποιούνται για να απορροφάται η υπερβάλλουσα ρευστότητα. Σε χώρες όπου δεν υπάρχει το ένα ή και τα δύο είδη των παραπάνω διευκολύνσεων, οι αντίστοιχες λειτουργίες επιτελούνται από πράξεις ανοικτής αγοράς. Οι πιστωτικές διευκολύνσεις με επιτόκιο κατώτερο των επιτοκίων της αγοράς, όπως π.χ. οι διευκολύνσεις προεξόφλησης, χρησιμοποιούνται σε διάφορες χώρες, αν και ποσοτικώς η αναλογία τους στην όλη αναχρηματοδότηση ποικίλλει από χώρα σε χώρα. Εφόσον η εν λόγω διευκόλυνση παρέχει μία επιδοτούμενη μορφή αναχρηματοδότησης, η πρόσβαση σ' αυτήν υπόκειται κατά κανόνα σε ορισμένη ποσόστωση ανά τράπεζα.

### 2.3 Πράξεις ανοικτής αγοράς

Οι πράξεις ανοικτής αγοράς απέκτησαν αυξημένη σπουδαιότητα στις περισσότερες χώρες της ΕΕ την τελευταία δεκαετία, όπως αντανακλάται στο συνεχή περιορισμό της χρήσης των πάγιων διευκολύνσεων ως μέσων για την ενίσχυση της ρευστότητας, αλλά και στη μείωση του ύψους των υποχρεωτικών αποθεματικών. Οι περισσότερες κεντρικές τράπεζες της ΕΕ χρησιμοποιούν τις πράξεις ανοικτής αγοράς τόσο σε τακτά χρονικά διαστήματα όσο και για την εξομάλυνση βραχυπρόθεσμων διακυμάνσεων της ρευστότητας. Από τη σκοπιά των κεντρικών τραπεζών, σημαντικό πλεονέκτημα των πράξεων ανοικτής αγοράς είναι ότι λειτουργούν σύμφωνα με τις αρχές της αγοράς, διότι δεν συνεπάγονται επιδοτήσεις και δεν υποκρύπτουν επιβαρύνσεις (της μορφής "υπονοούμενων φόρων") ενώ χρησιμοποιούν το μηχανισμό της αγοράς για την κατανομή ρευστότητας και τη μετάδοση των μηνυμάτων της νομισματικής πολιτικής. Άλλη επιθυμητή πλευρά τους είναι το γεγονός ότι θεωρούνται ως παράγοντες που βοηθούν στην ανάπτυξη εθνικών χρηματαγορών με επαρκές βάθος.

Οι πράξεις επί εγχωρίων αξιογράφων με συμφωνίες επαναγοράς ή επαναπώλησης χρησιμοποιούνται σήμερα σε όλες τις χώρες της ΕΕ, στις περισσότερες μάλιστα αποτελούν το σημαντικότερο μέσο νομισματικής πολιτικής. Η διάρκεια των πράξεων κυμαίνεται συνήθως από μία ημέρα μέχρι ένα μήνα. Μόνο στην Ελλάδα είναι έως έξι μήνες. Η ελκυστικότητα των συναλλαγών αυτών πηγάζει από το γεγονός ότι μπορούν να εφαρμοστούν με μεγάλη ευελιξία και ότι η κεντρική τράπεζα διατηρεί την πρωτοβουλία να καθορίζει τη συχνότητα, τη χρονική στιγμή σύναψης και τη διάρκεια της σύμβασης και τα ποσά (ή, εναλλακτικά, το επιτόκιο). Επίσης, οι πράξεις με συμφωνίες επαναγοράς ενδέχεται να περιορίσουν σε κάποιο βαθμό το πρόβλημα της ποιοτικής αξιολόγησης των χρησιμοποιούμενων περιουσιακών στοιχείων, ενώ επηρεάζουν λιγότερο τις αγοραίες τιμές των εν λόγω στοιχείων σε σχέση με άλλα είδη περιουσιακών στοιχείων.

Οι άμεσες πράξεις ανοικτής αγοράς χρησιμοποιούνται σήμερα σε πέντε χώρες της ΕΕ, μόνο όμως στη Φιλανδία, την Ελλάδα και το Ηνωμένο Βασίλειο αποτελούν κύριο μέσο πολιτικής. Οι συναλλαγές αυτές πραγματοποιούνται κυρίως επί κρατικών χρεογράφων με εναπομένουσα διάρκεια μικρότερη των τριών μηνών, με εξαίρεση την Ιταλία, όπου αφορούν και μακροπρόθεσμους τίτλους, τη Φιλανδία, όπου πραγματοποιούνται επί τίτλων της κεντρικής τράπεζας και πιστοποιητικών τραπεζικών καταθέσεων, και το Ηνωμένο Βασίλειο, όπου δεσπόζουσα θέση κατέχουν τα εμπορικά γραμμάτια.

Στις περισσότερες χώρες της ΕΕ υπάρχει δυνατότητα πράξεων ανταλλαγής σε συνάλλαγμα (swap: πρόκειται για συνδυασμό άμεσων και προθεσμιακών συναλλαγών), η χρήση τους όμως γίνεται κυρίως περιστασιακά, για λόγους εξομάλυνσης βραχυπρόθεσμων διακυμάνσεων της ρευστότητας.

Η έκδοση βραχυπρόθεσμων τίτλων από την κεντρική τράπεζα επιτρέπεται σε επτά χώρες, μόνο σε τέσσερις όμως (Δανία, Ολλανδία, Φιλανδία και Ηνωμένο Βασίλειο) πραγματοποιούνται τέτοιες πράξεις σε κανονική βάση. Σε τέσσερις χώρες (Βέλγιο, Ελλάδα, Ολλανδία και Φιλανδία) η κεντρική τράπεζα μπορεί να εκτελεί πιστοδοτικές και



πιστοληπτικές πράξεις στη χρηματαγορά. Στην Ιρλανδία και τη Σουηδία, η κεντρική τράπεζα δύναται να αποδέχεται προθεσμιακές καταθέσεις.

\*\*\*\*\*

Η παραπάνω γενική επισκόπηση της σημερινής κατάστασης σχετικά με τις στρατηγικές, τα μέσα και τις διαδικασίες για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στις χώρες της ΕΕ καταδεικνύει ότι, αφενός, λαμβάνει χώρα σε κάποιο βαθμό σύγκλιση προς την κατεύθυνση μεγαλύτερης χρησιμοποίησης μέσων βασισμένων στην αγορά, αν και εξακολουθούν να υπάρχουν σημαντικές διαφορές τόσο στο συνδυασμό των μέσων που χρησιμοποιούνται σε κάθε χώρα όσο και στα ιδιαίτερα γνωρίσματα κάθε μέσου. Αφετέρου, οι διαφορές ως προς τη στρατηγική της νομισματικής πολιτικής που ακολουθούν οι επιμέρους κεντρικές τράπεζες, σχετίζονται σε πολλές περιπτώσεις, κυρίως με ιστορικούς παράγοντες και με διαφορές στα χρηματοπιστωτικά συστήματα και τις επικρατούσες οικονομικές συνθήκες, καθώς και με τη διαφορετική θέση κάθε χώρας στο πλαίσιο του ΕΝΣ.

Πίνακας 15

## Στρατηγικές, Μέσα και Διαδικασίες Νομισματικής Πολιτικής

	Βέλγιο	Δανία	Γερμανία	Ελλάδα	Ισπανία	Γαλλία
<b>Στρατηγική Νομισματικής πολιτικής<sup>(α)</sup></b>	ΣΙ	ΣΙ	ΝΣ (Μ 3)	ΝΣ (Μ 3)	, ΣΙ	ΣΙ ΝΣ (Μ 3)
<b>Υποχρεωτικά διαθέσιμα για λόγους άσκησης νομισματικής πολιτικής</b> - γψος (% του ΑΕΠ) <sup>(β)</sup>	όχι	όχι	ναι	ναι	ναι	ναι
- Τοκοφορία	...	...	1.3	4.3	1.4	0.1
	...	...	όχι	μερική	όχι	όχι
<b>Πάγιες πιστωτικές διευκολύνσεις<sup>(γ)</sup></b>						
- Πιστωτικές διευκολύνσεις με επιτόκια κατώτερα ή παραπλήσια των επιτοκίων της αγοράς (επιτόκιο)	<input type="checkbox"/>	...	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	...	...
	(κατώτερο επιτοκίου αγοράς)		(κατώτερο επιτοκίου αγοράς)	(κατώτερο επιτοκίου αγοράς)		
- Διευκολύνσεις καταθέσεων	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	...	...	...	...
- Οριακή αναχρηματοδότηση	<input type="checkbox"/>	...	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	...	<input type="checkbox"/>
<b>Πράξεις ανοικτής αγοράς</b>						
<b>1. Είδη<sup>(δ)</sup></b>						
- Απλές συναλλαγές <sup>(ε)</sup>	<input type="checkbox"/>	■	...	■	...	<input checked="" type="checkbox"/>
- Συναλλαγές σε εγχώριους τίτλους με συμφωνία επαναγοράς - επαναπώλησης	■	■	■	<input type="checkbox"/>	■	■
- Πράξεις swap σε συναλλαγμα	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	...
<b>2. Συχνότητα συναλλαγών<sup>(ε)</sup></b>	■	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
<b>3. Διαδικασίες πλειστηριασμού<sup>(ε)</sup></b>						
- προσφορά ποσότητας	<input checked="" type="checkbox"/>	■	<input checked="" type="checkbox"/>	...	<input type="checkbox"/>	...
- προσφορά επιτοκίου	■	...	■	<input type="checkbox"/>	■	■

Πηγή: Εθνικά στοιχεία.

(α) Όπως είχαν στο τέλος του 1994. ΣΙ = στόχος για τη συναλλαγματική ισοτιμία, ΣΠ = στόχος για τον πληθωρισμό; ΝΣ = Νομισματικός στόχος. Για τις χώρες που επιδιώκουν νομισματικούς στόχους, αναφέρεται σε παρένθεση το νομισματικό μέγεθος που αποτελεί το στόχο.

(β) Ποσοστό των συναλλαγματικών διαθέσιμων που τηρούνται στις κεντρικές τράπεζες, σε σχέση με το ονομαστικό ΑΕΠ (τα ποσοστά αφορούν το μέσον του 1994, εκτός της Πορτογαλίας για την οποία τα ποσοστά αφορούν το τέλος του 1994).

(γ) Σημασία στη δημιουργία (ή απόσυρση) ρευστότητας στην (ή από την) αγορά:  Χαμηλή,  Ενδιάμεση,  Υψηλή.

(δ) Αυτές περιλαμβάνουν εκδόσεις πιστοποιητικών καταθέσεων από την κεντρική τράπεζα στην περίπτωση της Δανίας, της Ολλανδίας και της Φιλανδίας, προθεσμιακές καταθέσεις στην περίπτωση της Ιρλανδίας και της Σουηδίας, καθώς και την τοποθέτηση ή αποδοχή καταθέσεων στη διατραπεζική αγορά στην περίπτωση του Βελγίου, της Ελλάδας, της Ολλανδίας και της Φιλανδίας.

(ε)  Περίπου μια φορά την εβδομάδα.  Αρκετές φορές την εβδομάδα.  Περισσότερες από μια φορά την ημέρα.

στις χώρες της ΕΕ\*

Ιρλανδία	Ιταλία	Ολλανδία	Αυστρία	Πορτογαλία	Φιλανδία	Σουηδία	Ην. Βα- σίλειο
ΣΙ	ΝΣ (Μ 2)	ΣΙ	ΣΙ	ΣΙ	ΣΠ	ΣΠ	ΣΠ
ναι	ναι	ναι	ναι	ναι	ναι	όχι	όχι
1.3	6.7	3.7	2.8	1.8	1.3	...	...
παραπλήσιο επιτοκίου αγοράς	μερική	παραπλήσιο επιτοκίου αγοράς	όχι	όχι	όχι	...	...
...	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	...	...	...	...
	(παραπλήσιο επιτοκίου αγοράς)	(παραπλήσιο επιτοκίου αγοράς)	(παραπλήσιο επιτοκίου αγοράς)				
<input checked="" type="checkbox"/>	...	...	...	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	...
<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	...	...	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	...	...	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	...	<input checked="" type="checkbox"/>	...	...
<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
...	...	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	...	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	...	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>

Πίνακας 16

**Χαρακτηριστικά των υποχρεωτικών αποθεματικών στα Κράτη Μέλη της ΕΕ**  
(όπως είχαν στο τέλος του 1994)

	<b>ΓΕΡΜΑΝΙΑ</b>	<b>ΕΛΛΑΔΑ</b>
<b>1. Ποσοστά υποχρεωτικών αποθεματικών</b>	- Υποχρεώσεις όψεως: 5% - Λοιπές υποχρεώσεις: 2%	- Υποχρεώσεις σε εγχώριο νόμισμα: 9% - Καταθέσεις σε ξένο νόμισμα κατοίκων και μεταναστών μέχρι 100%
<b>2. Διάρκεια περιόδου υπολογισμού</b>	1 μήνας	1 μήνας
<b>3. Διάρκεια περιόδου διατήρησης</b>	1 μήνας	1 μήνας
<b>4. Υστέρηση<sup>(α)</sup></b>	15 ημέρες	60 ημέρες
<b>5. Προβλέπεται η τήρηση σε μέσα επίπεδα</b>	ναι	όχι
<b>6. Τα μετρητά υπολογίζονται στα υποχρεωτικά αποθεματικά</b>	ναι <sup>(β)</sup>	ναι
<b>7. Προβλέπεται δυνατότητα μεταφοράς</b>	όχι	ναι <sup>(β)</sup>
<b>8. Τοκοφορία</b>	όχι	ναι <sup>(β)</sup>

	<b>ΟΛΛΑΝΔΙΑ<sup>(α)</sup></b>	<b>ΑΥΣΤΡΙΑ</b>
<b>1. Ποσοστά υποχρεωτικών αποθεματικών</b>	Αλλάζουν συχνά ανάλογα με τις συνθήκες της χρηματαγοράς	- Υποχρεώσεις όψεως: 9% - Καταθέσεις προθεσμίας/όψεως: < 1 έτος: 7% ≥ 1 έτος: 6% - Χρεόγραφα: < 2 έτη: 6%
<b>2. Διάρκεια περιόδου υπολογισμού</b>	3 μήνες <sup>(α)</sup>	1 μήνας <sup>(β)</sup>
<b>3. Διάρκεια περιόδου διατήρησης</b>	ποικίλλει	1 μήνας
<b>4. Υστέρηση<sup>(α)</sup></b>	ποικίλλει	15 ημέρες
<b>5. Προβλέπεται η τήρηση σε μέσα επίπεδα</b>	όχι	ναι
<b>6. Τα μετρητά υπολογίζονται στα υποχρεωτικά αποθεματικά</b>	όχι	ναι
<b>7. Προβλέπεται δυνατότητα μεταφοράς</b>	όχι	όχι
<b>8. Τοκοφορία</b>	ναι <sup>(α)(β)</sup>	όχι

(α) Διάστημα από τη λήξη της περιόδου υπολογισμού μέχρι τη λήξη της περιόδου διατήρησης.

(β) Τα ημερήσια υπόλοιπα δεν μπορούν να είναι χαμηλότερα από ένα ορισμένο ποσοστό (σήμερα 91%) των μέσων μηνιαίων υποχρεωτικών αποθεματικών.

(γ) Επιτρέπεται στα πιστωτικά ιδρύματα να αφαιρούν από τα υποχρεωτικά αποθεματικά, μέχρι ποσοστού 25%, τα ποσά των τραπεζογραμμάτων και κερμάτων που διακρατούν κατά την περίοδο υπολογισμού.

(δ) Κάθε πιστωτικό ίδρυμα πρέπει να πραγματοποιεί κατάθεση στην κεντρική τράπεζα στις 20 κάθε μηνός. Η κατάθεση ανέρχεται σε 3% των υποχρεώσεων του ιδρύματος, οι οποίες γίνονται δεκτές για κάλυψη των υποχρεωτικών αποθεματικών, την τελευταία ημέρα του προηγούμενου μηνός, μείον τα τραπεζογραμμάτια και τα κέρματα που βρίσκονται στην κατοχή του κατά την παραπάνω ημέρα. Από το Μάρτιο 1995, τα τραπεζογραμμάτια και τα κέρματα που διακρατούν τα πιστωτικά ιδρύματα δεν θα μπορούν να καλύπτουν τα υποχρεωτικά αποθεματικά σε ποσοστό πάνω από 20%.

(ε) Μόνο τα ελλείμματα αποθεματικών μπορούν να μεταφέρονται.

(στ) Μέχρι 90% του πλεονάσματος των διαθεσίμων μπορούν να μεταφέρονται, εφόσον είναι κάτω του 2% των υποχρεωτικών διαθεσίμων. Πάνω από αυτό το ποσοστό μπορεί να γίνει μεταφορά μέχρι 75% των επιπλέον διαθεσίμων. Τα ελλείμματα διαθεσίμων δεν μπορούν να μεταφέρονται.

(ζ) Το ήμισυ των υποχρεωτικών αποθεματικών αποφέρει τόκο με επιτόκιο 12,5%.

ΙΣΠΑΝΙΑ	ΓΑΛΛΙΑ	ΙΡΛΑΝΔΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ
2%	- Καταθέσεις όψεως και λογαριασμοί ταμειευτηρίου: 1% - Λοιπές υποχρεώσεις: 0.5%	3%	15%
10 ημέρες	1 ημέρα	1-ημέρα	1 μήνας
10 ημέρες	1 μήνας	1 μήνας	1 μήνας
2 ημέρες	15 ημέρες	50 ημέρες	45 ημέρες
ναι	ναι	όχι	ναι <sup>(η)</sup>
όχι	ναι	ναι <sup>(η)</sup>	όχι
όχι	ναι <sup>(ισ)</sup>	όχι	όχι
όχι	όχι	ναι <sup>(ισ)</sup>	ναι <sup>(η)</sup>

ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	ΦΙΛΑΝΔΙΑ	ΗΝ. ΒΑΣΙΛΕΙΟ <sup>(ισ)</sup>	Β./Δ./ΛΟΥΞ./Σ.
2%	- Καταθέσεις όψεως και προθεσμίας < 1 μήνας: 2% - Λοιπές καταθέσεις: 1,5% - Λοιπές υποχρεώσεις: 1 %	0.35% <sup>(ισ)</sup>	Προς το παρόν δεν υπάρχει σύστημα υποχρεωτικών αποθεματικών
7 ημέρες	1 ημέρα	6 μήνες <sup>(ισ)</sup>	-
7 ημέρες	1 μήνας	6 μήνες	-
3 ημέρες	60 ημέρες	περίπου 6 μήνες	-
ναι	όχι	όχι	-
όχι	όχι	όχι	-
όχι	όχι	όχι	-
όχι	όχι	όχι	-

(η) Τα υποχρεωτικά αποθεματικά αποφέρουν τόκο με επιτόκιο ίσο με το 80% της απόδοσης ορισμένων επιλεγμένων βραχυπρόθεσμων κρατικών ομολόγων με εναπομένουσα διάρκεια από ένα εξάμηνο έως τρία έτη και έξι μήνες. Το επιτόκιο αναπροσαρμόζεται στην αρχή κάθε περιόδου διατήρησης. Το επιτόκιο των υποχρεωτικών αποθεματικών συνήθως είναι χαμηλότερο του διατραπεζικού επιτοκίου ενός μηνός. Σε περίπτωση όμως θετικής καμπύλης απόδοσης με απότομη κλίση, το επιτόκιο μπορεί να υπερβεί εκείνο του ενός μηνός.

(θ) Τα υποχρεωτικά αποθεματικά αποφέρουν τόκο 5,5%, ενώ τα επιπλέον αποθεματικά 0,5%.

(ι) Τα στοιχεία αυτής της στήλης αφορούν τα ταμειακά αποθέματα της χρηματαγοράς.

(ια) Τα στοιχεία αυτής της στήλης αφορούν τις άτοκες καταθέσεις της κατηγορίας "cash ratio deposits".

(ιβ) 0,25% των υποχρεώσεων, οι οποίες γίνονται δεκτές για την κάλυψη των υποχρεωτικών αποθεματικών των καταστημάτων Βορείου Ιρλανδίας τραπεζών που εδρεύουν στο Ηνωμένο Βασίλειο.

(ιγ) Το ποσό των υποχρεώσεων που γίνονται δεκτές για την κάλυψη των υποχρεωτικών αποθεματικών είναι ίδιο με εκείνο βάσει του οποίου οι κεντρικές τράπεζες καθορίζουν τον λεγόμενο "επιτρεπτό δανεισμό" από την κεντρική τράπεζα. Ο επιτρεπτός δανεισμός καθορίζεται για κάθε τράπεζα ως ο μέσος δανεισμός που πραγματοποιείται σε ένα τρίμηνο και υπολογίζεται βάσει των μέσων υποχρεώσεων των τραπεζών στους τρεις προηγούμενους ημερολογιακούς μήνες.

(ιδ) Τα υποχρεωτικά αποθεματικά υπολογίζονται βάσει των μέσων υποχρεώσεων στις 7 και 15 κάθε μηνός και στις 23 και στο τέλος του προηγούμενου μηνός.

(ιε) Το επίπεδο των υποχρεωτικών αποθεματικών κάθε πιστωτικού ιδρύματος υπολογίζεται δύο φορές το χρόνο (τον Απρίλιο και τον Οκτώβριο), σε ποσοστό 0,35% των μέσων υποχρεώσεων του στους προηγούμενους έξι ημερολογιακούς μήνες.

(ιστ) Σταθμικό μέσο επιτόκιο επί ενεχύρω δανεισμού και επιτόκιο ειδικών προκαταβολών.

### ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ENI

Το Συμβούλιο του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος ("ENI"), εφεξής καλούμενο "Συμβούλιο",

- έχοντας υπόψη τη Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας, όπως τροποποιήθηκε από τη Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση, εφεξής καλουμένη "Συνθήκη", και ιδίως το Άρθρο 109ΣΤ
- έχοντας υπόψη το Πρωτόκολλο για το Καταστατικό του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος, εφεξής καλούμενο "Καταστατικό", και ιδίως τα Άρθρα 9 και 10,

θεσπίζει τον ακόλουθο Κανονισμό του ENI:

#### **Άρθρο 1 - Συνθήκη και Καταστατικό**

Ο παρών Κανονισμός συμπληρώνει τη Συνθήκη και το Καταστατικό και η έννοια των όρων του παρόντος Κανονισμού θα είναι η ίδια όπως και στη Συνθήκη και το Καταστατικό. Οι παραπομπές σε άρθρα αφορούν τα άρθρα του Καταστατικού, εκτός αν ορίζεται άλλως.

#### **Άρθρο 2 - Αντιπρόεδρος**

Ο Αντιπρόεδρος εκλέγεται από το Συμβούλιο, μεταξύ των Διοικητών. Εάν ο Αντιπρόεδρος δεν εξαντλήσει τη θητεία του, το Συμβούλιο εκλέγει νέο Αντιπρόεδρο για το υπόλοιπο διάστημα της θητείας.

#### **Άρθρο 3 - Χρόνος και τόπος των συνεδριάσεων του Συμβουλίου**

3.1 Το Συμβούλιο συνεδριάζει τουλάχιστον δέκα φορές το χρόνο. Η ημερομηνία των συνεδριάσεων καθορίζεται από το Συμβούλιο κατόπιν προτάσεως του Προέδρου.

3.2 Ο Πρόεδρος δύναται επίσης να συγκαλεί το Συμβούλιο:

- οσάκις το κρίνει αναγκαίο ή
- κατόπιν αιτήσεως μέλους του Συμβουλίου, μετά από συνεννόηση με τα λοιπά μέλη.

Ο Πρόεδρος συγκαλεί το Συμβούλιο εάν το ζητήσουν τουλάχιστον τρία μέλη του Συμβουλίου.

3.3 Το Συμβούλιο κατ' αρχήν συνεδριάζει στις κτιριακές εγκαταστάσεις του ENI.

3.4 Σε εξαιρετικές περιστάσεις, περί της ύπαρξης των οποίων αποφασίζει ο Πρόεδρος, οι συνεδριάσεις δύνανται να πραγματοποιούνται και μέσω τηλεσυσκέψεων.

#### **Άρθρο 4 - Παρακολούθηση των συνεδριάσεων του Συμβουλίου**

4.1 Κάθε Διοικητής δύναται να συνοδεύεται στις συνεδριάσεις του Συμβουλίου από το αντίστοιχο μέλος της Επιτροπής Αναπληρωτών του Άρθρου 7 του παρόντος Κανονισμού, καθώς και από ένα ακόμη εκπρόσωπο του ιδρύματός του. Σε ειδικές περιπτώσεις, ο Διοικητής δύναται, να αποφασίσει την αντικατάσταση του αντίστοιχου μέλους της Επιτροπής Αναπληρωτών με άλλο ανώτερο στέλεχος της επιλογής του, το οποίο θα εκπροσωπήσει την οικεία κεντρική τράπεζα καθ' όλη τη συνεδρίαση ή μέρος αυτής.

4.2 Τον Πρόεδρο δύνανται να συνοδεύουν ο Γενικός Διευθυντής, καθώς και έως τρεις Επικεφαλής Διευθύνσεων και, ανάλογα με την ημερησία διάταξη, έως τρεις ακόμη υπάλληλοι του ENI.

4.3 Ο Πρόεδρος του Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης δύναται να συνοδεύεται από το Γενικό Γραμματέα του Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης ή τον αντιπρόσωπο του τελευταίου. Το μέλος της Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων που εκπροσωπεί το ίδρυμά του δύναται να συνοδεύεται από ένα υπάλληλο της Επιτροπής.

4.4 Το Συμβούλιο δύναται να προσκαλεί τους Προέδρους των Υποεπιτροπών και των Ομάδων Εργασίας του Αρθρου 10 του παρόντος Κανονισμού να παραστούν στις συνεδριάσεις του, εφόσον το κρίνει σκόπιμο.

4.5 Το Συμβούλιο δύναται επίσης, εφόσον το κρίνει σκόπιμο, να προσκαλεί άλλα πρόσωπα στις συνεδριάσεις του, ιδίως τον Πρόεδρο της Νομισματικής Επιτροπής του Αρθρου 109Γ της Συνθήκης.

#### **Άρθρο 5 - Ψηφοφορία**

5.1 Εάν μέλος του Συμβουλίου αδυνατεί να παρευρεθεί στη συνεδρίαση ή σε τμήμα αυτής, υποδεικνύει άλλον εκπρόσωπο του ιδρύματός του για να ενεργήσει και να ψηφίσει για λογαριασμό του, ειδοποιώντας σχετικά τον πρόεδρο.

5.2 Το Συμβούλιο ψηφίζει εφόσον υπάρχει απαρτία των δύο τρίτων των μελών ή των προσώπων που αυτά έχουν υποδείξει.

5.3 Οι αποφάσεις δύνανται να λαμβάνονται και με γραπτή διαδικασία, εκτός εάν διαφωνούν τουλάχιστον τρία μέλη του Συμβουλίου. Οι εν λόγω αποφάσεις καταχωρούνται στα συνοπτικά πρακτικά, του Αρθρου 6.2 του παρόντος Κανονισμού, της αμέσως επόμενης συνεδρίασης του Συμβουλίου.

5.4 Η αποχή μελών του Συμβουλίου ή των προσώπων που αυτά έχουν υποδείξει δεν εμποδίζει την ψήφιση εκ μέρους του Συμβουλίου πράξεων για τις οποίες απαιτείται ομοφωνία.

5.5 Εάν το Συμβούλιο υιοθετεί γνώμη με την πλειοψηφία που απαιτείται βάσει της Συνθήκης και του Καταστατικού, οι μειοψηφούντες δικαιούνται να ζητήσουν τη δημοσίευση της γνώμης τους σε έγγραφο προσαρτώμενο στην απόφαση.

5.6 Μυστική ψηφοφορία επιτρέπεται μόνο για ζητήματα προσωπικής φύσεως.

#### **Άρθρο 6 - Οργάνωση των συνεδριάσεων του Συμβουλίου**

6.1 Το Συμβούλιο ψηφίζει την ημερησία διάταξη κάθε συνεδρίασης. Ο Πρόεδρος καταρτίζει προσωρινή ημερησία διάταξη και την αποστέλλει, μαζί με τα σχετικά έγγραφα, στα μέλη του Συμβουλίου, καθώς και στους μετέχοντες βάσει του Αρθρου 11, τουλάχιστον οκτώ ημέρες πριν από τη συνεδρίαση, εκτός εκτάκτων περιπτώσεων, οπότε ο Πρόεδρος ενεργεί ανάλογα με τις περιστάσεις. Το Συμβούλιο δύναται να αποφασίσει τη διαγραφή ή προσθήκη θεμάτων στην προσωρινή ημερησία διάταξη, μετά από πρόταση του Προέδρου ή μέλους του Συμβουλίου. Η διαγραφή θέματος από την ημερησία διάταξη γίνεται μετά από αίτηση τουλάχιστον τριών μελών, εφόσον τα σχετικά έγγραφα δεν έχουν σταλεί στα μέλη εγκαίρως.

6.2 Τα συνοπτικά πρακτικά των εργασιών του Συμβουλίου υποβάλλονται στα μέλη για να εγκριθούν στην προσεχή συνεδρίαση.

#### **Άρθρο 7 - Επιτροπή Αναπληρωτών**

7.1 Ιδρύεται διά του παρόντος Επιτροπή Αναπληρωτών, η οποία συμβάλλει στην προετοιμασία των συνεδριάσεων του Συμβουλίου και καταρτίζει ανάλογα την ημερησία διάταξη.

7.2 Η Επιτροπή Αναπληρωτών απαρτίζεται από ανώτερα στελέχη των κεντρικών τραπεζών, διοριζόμενα από τον αντίστοιχο Διοικητή. Κάθε μέλος της Επιτροπής δύναται να

συνοδεύεται στις συνεδριάσεις της Επιτροπής από έναν ακόμη εκπρόσωπο του ιδρύματός του.

7.3 Της Επιτροπής Αναπληρωτών προεδρεύει ο Γενικός Διευθυντής, ο οποίος δύναται να συνοδεύεται από έως τρεις Επικεφαλής Διευθύνσεων και, ανάλογα με την ημερησία διάταξη, έως τρεις ακόμη υπαλλήλους του ENI. Σε περίπτωση απουσίας του Γενικού Διευθυντή, της Επιτροπής Αναπληρωτών προεδρεύει ο αρχαιότερος Αναπληρωτής.

#### **Άρθρο 8 - Οργάνωση του ENI**

Το Συμβούλιο, ενεργώντας κατόπιν προτάσεως του Προέδρου, μετά από διαβουλεύσεις με τα μέλη του Συμβουλίου, αποφασίζει για:

- την υπηρεσιακή οργάνωση του ENI
- το διορισμό του Γενικού Διευθυντή και των Επικεφαλής Διευθύνσεων, και
- τους όρους απασχόλησης των υπαλλήλων του ENI.

#### **Άρθρο 9 - Χρηματοοικονομική Επιτροπή**

9.1 Ιδρύεται διά του παρόντος Χρηματοοικονομική Επιτροπή αποτελούμενη από τον Αντιπρόεδρο και τα δύο αρχαιότερα μέλη του Συμβουλίου. Η διάρκεια της θητείας τους είναι ένα έτος. Κατά τη λήξη της θητείας τους, γίνονται μέλη της Χρηματοοικονομικής Επιτροπής τα δύο επόμενα κατά σειρά αρχαιότητας μέλη του Συμβουλίου.

9.2 Εάν ένα μέλος της Χρηματοοικονομικής Επιτροπής δεν εξαντλήσει τη θητεία του, το Συμβούλιο διορίζει νέο μέλος για τον υπόλοιπο χρόνο της θητείας, σύμφωνα με τον ίδιο κανόνα, εκτός εάν ο υπόλοιπος χρόνος είναι μικρότερος του εξαμήνου. Στην τελευταία αυτή περίπτωση, το νέο μέλος θα υπηρετήσει για το υπόλοιπο της θητείας του προκατόχου του πλέον ενός ακόμη έτους.

9.3 Η Χρηματοοικονομική Επιτροπή προεδρεύεται από τον Αντιπρόεδρο και:

- εξετάζει τις προτάσεις τις οποίες υποβάλλει στο Συμβούλιο ο Πρόεδρος σχετικά με τον ετήσιο προϋπολογισμό και τους ετήσιους λογαριασμούς, καθώς και με περιοδικές καταστάσεις δαπανών που πραγματοποιούνται από το ENI στη διάρκεια της χρήσεως, και
- γνωμοδοτεί σχετικά στο Συμβούλιο.

#### **Άρθρο 10 - Υποεπιτροπές και Ομάδες Εργασίας**

10.1 Το Συμβούλιο, ενεργώντας κατόπιν προτάσεως του Προέδρου, δύναται να συστήσει Υποεπιτροπές και Ομάδες Εργασίας σε ειδικούς τομείς, να καθορίζει την αποστολή και να διορίζει τον Πρόεδρο αυτών.

10.2 Η διάταξη του Αρθρου 10.1 του παρόντος Κανονισμού δεν θίγει το δικαίωμα του Προέδρου να επιτρέπει ειδικές συνεδριάσεις μεταξύ του ENI και εκπροσώπων των εθνικών κεντρικών τραπεζών.

#### **Άρθρο 11 - Εμπιστευτικότητα**

11.1 Οι εργασίες του Συμβουλίου και οποιασδήποτε επιτροπής ή ομάδας που ιδρύει το Συμβούλιο είναι εμπιστευτικού χαρακτήρα, εκτός εάν το Συμβούλιο, με ομόφωνη απόφαση, εξουσιοδοτήσει τον Πρόεδρο να δημοσιοποιήσει τα πορίσματα των διαβουλεύσεών τους.

11.2 Με επιφύλαξη των Αρθρων 11.3 και 17.3, όλα τα έγγραφα που συντάσσονται από το ENI είναι εμπιστευτικά, εκτός εάν το Συμβούλιο αποφασίσει άλλως.

11.3 Οι εθνικές κεντρικές τράπεζες διασφαλίζουν ότι οι εκπρόσωποί τους, όσον αφορά τις δραστηριότητές τους στο πλαίσιο του ENI, υπόκεινται στην υποχρέωση τήρησης του απορρήτου όπως ακριβώς και οι υπάλληλοι του ENI.



### **Άρθρο 12 - Ετήσια Έκθεση**

Η ετήσια έκθεση του ENI που αναφέρεται στο Άρθρο 11.3 ψηφίζεται από το Συμβούλιο στο πρώτο τρίμηνο κάθε επόμενου οικονομικού έτους και δημοσιεύεται στις επίσημες γλώσσες της Ευρωπαϊκής Κοινότητας τον τέταρτο μήνα του εν λόγω έτους.

### **Άρθρο 13 - Τελική διάταξη**

Ο παρών Κανονισμός δύναται να τροποποιείται κατά καιρούς, εφόσον παρίσταται ανάγκη.



## ΓΛΩΣΣΑΡΙΟ

**Πράξη Προσχώρησης** είναι η Συνθήκη μεταξύ της Ευρωπαϊκής Ένωσης και των χωρών της ΕΖΕΣ που υπέβαλαν αίτηση, δηλαδή της Αυστρίας, της Φιλανδίας, της Νορβηγίας και της Σουηδίας, η οποία καθορίζει τους όρους και τις προϋποθέσεις προσχώρησης των χωρών αυτών στην ΕΚ. Οι διαπραγματεύσεις για τη διεύρυνση ολοκληρώθηκαν επίσημα τον Απρίλιο του 1994. Η Πράξη Προσχώρησης υπογράφηκε με την ευκαιρία της συνόδου του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου στην Κέρκυρα τον Ιούνιο του 1994 και τέθηκε σε ισχύ την 1η Ιανουαρίου 1995 για την Αυστρία, τη Φιλανδία και τη Σουηδία, αφού επικυρώθηκε από τα κοινοβούλια των χωρών αυτών.

**Συμφωνία Βασιλείας-Νύμποργκ:** είναι η συμφωνία η οποία συνήφθη στη Βασιλεία από τους Διοικητές των κεντρικών τραπεζών των Κρατών Μελών της ΕΟΚ στις 8 Σεπτεμβρίου 1987 και αφορά τα μέτρα για την ενίσχυση των λειτουργικών μηχανισμών του ΕΝΣ (παράταση της διάρκειας του Μηχανισμού Λίαν Βραχυπρόθεσμης Χρηματοδότησης, αυξημένη δυνατότητα παρέμβασης στους χρηματοδοτικούς μηχανισμούς και μεγαλύτερη δυνατότητα χρήσης του ECU) και για τη χρήση των χρηματοδοτικών μέσων (ευελιξία της συναλλαγματικής ισοτιμίας εντός της ζώνης διακύμανσης, μεταβολές των επιτοκίων, παρέμβαση και έγκαιρη προσαρμογή των κεντρικών ισοτιμιών) τα οποία έχουν σχεδιαστεί για την αντιμετώπιση των πιέσεων της αγοράς. Η συμφωνία αυτή προσυπογράφηκε από τους Υπουργούς Οικονομικών της ΕΟΚ και τους Διοικητές των κεντρικών τραπεζών κατά την ανεπίσημη συνάντησή τους στο Νύμποργκ στις 12 Σεπτεμβρίου 1987.

**Επιτροπή της Βασιλείας για την τραπεζική εποπτεία:** επιτροπή οργάνων τραπεζικής εποπτείας η οποία ιδρύθηκε από τους Διοικητές των κεντρικών τραπεζών των χωρών του Ομίλου των Δέκα το 1975. Αποτελείται από ανώτερα στελέχη των οργάνων τραπεζικής εποπτείας και των κεντρικών τραπεζών του Βελγίου, του Καναδά, της Γαλλίας, της Γερμανίας, της Ιταλίας, της Ιαπωνίας, του Λουξεμβούργου, της Ολλανδίας, της Σουηδίας, της Ελβετίας, του Ηνωμένου Βασιλείου και των ΗΠΑ. Συνήθως συνεδριάζει στην έδρα της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών στη Βασιλεία.

**Διμερής κεντρική ισοτιμία:** η επίσημη ισοτιμία μεταξύ οιοδήποτε ζεύγους νομισμάτων χωρών που συμμετέχουν στο Μ ΣΙ, περίξ της οποίας καθορίζεται το περιθώριο διακύμανσης.

**Κεντρικό μητρώο πιστώσεων (ΚΜΠ):** σύστημα πληροφοριών σχεδιασμένο ώστε να παρέχει στις εμπορικές τράπεζες, τις κεντρικές τράπεζες και άλλες εποπτικές αρχές στοιχεία σχετικά με το χρέος των επιχειρήσεων και των ιδιωτών έναντι του τραπεζικού συστήματος ως συνόλου.

**Επιτροπή Στατιστικής επί Θεμάτων Νομισματικών, Χρηματοπιστωτικών και Ισοζυγίου Πληρωμών:** ιδρύθηκε από το Συμβούλιο των Υπουργών για να ενισχύσει τη συνεργασία στον τομέα της στατιστικής μεταξύ, αφενός των στατιστικών ιδρυμάτων του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (ΕΟΧ) και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και, αφετέρου, των κεντρικών τραπεζών του ΕΟΧ και του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος, καθώς και για να γνωμοδοτεί επί στατιστικών θεμάτων προς όλους τους ενδιαφερομένους.

**Ομάδα Συντονισμού:** ομάδα αποτελούμενη από εμπειρογνώμονες επί συναλλαγματικών θεμάτων από τις κεντρικές τράπεζες των Κρατών Μελών της ΕΕ, της Νορβηγίας, της Ελβετίας, της Ιαπωνίας, του Καναδά και των Ηνωμένων Πολιτειών. Η ομάδα ανταλλάσσει σε τακτά χρονικά διαστήματα πληροφορίες για τις εξελίξεις στις αγορές συναλλάγματος.

**Διαδικασία συντονισμού:** πλαίσιο εντός του οποίου οι εμπειρογνώμονες που συμμετέχουν στην Ομάδα Συντονισμού ανταλλάσσουν πληροφορίες για τις εξελίξεις στις αγορές.

**Τραπεζικές εργασίες μέσω ανταποκριτών:** ρύθμιση βάσει της οποίας μια τράπεζα παρέχει σε άλλη τράπεζα υπηρεσίες πληρωμών και άλλες υπηρεσίες. Οι πληρωμές μέσω ανταποκριτών συχνά εκτελούνται μέσω αλληλόχρεων λογαριασμών (αποκαλούμενων λογαριασμών *nostro* και *loro*), στους οποίους μπορούν να τεθούν πάγια πιστωτικά όρια. Οι τραπεζικές υπηρεσίες μέσω ανταποκριτών παρέχονται κυρίως σε διεθνές επίπεδο.

**Παράδοση έναντι πληρωμής (ΠΕΠ):** όροι οι οποίοι επιτρέπουν σε δύο ή περισσότερους χρήστες να διακανονίζουν συγχρόνως δύο εντολές μεταφοράς που σχετίζονται με την ίδια συναλλαγή. Για παράδειγμα, στην περίπτωση συναλλαγής σε χρεόγραφα, οι μηχανισμοί ΠΕΠ επιτρέπουν στους συμμετέχοντες να διακανονίσουν συγχρόνως τόσο τα χρεόγραφα όσο και τα σχετικά κεφάλαια.

**Άμεσοι συμμετοχοί (άμεση πρόσβαση) σε ΔΣΜΚ:** οι συμμετέχοντες σε Διατραπεζικό Σύστημα Μεταφοράς Κεφαλαίων (ΔΣΜΚ), οι οποίοι ευθύνονται έναντι του πράκτορα διακανονισμών (ή των άλλων άμεσα συμμετεχόντων) για το διακανονισμό των πληρωμών των ιδίων, των πελατών τους και των έμμεσα συμμετεχόντων για λογαριασμό των οποίων οι άμεσα συμμετέχοντες προβαίνουν σε διακανονισμό.

**Περιθώρια διακύμανσης του ΜΣΙ:** το κατώτερο και το ανώτερο όριο διμερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, εντός του οποίου επιτρέπεται να διακυμαίνονται τα νομίσματα του ΜΣΙ.

**Πλειστηριασμός με σταθερό επιτόκιο:** πλειστηριασμός πιστώσεων των κεντρικών τραπεζών με προαναγγελθέν επιτόκιο (σε αντιδιαστολή με τους πλειστηριασμούς με μεταβλητό επιτόκιο).

**Σύστημα μεταφοράς κεφαλαίων (ΣΜΚ):** επίσημη ρύθμιση, βασισμένη σε ιδιωτική σύμβαση ή σε νόμο, με πολλαπλή συμμετοχή, κοινούς κανόνες και τυποποιημένες ρυθμίσεις για τη διαβίβαση και το διακανονισμό χρηματικών υποχρεώσεων που δημιουργούνται μεταξύ των μελών.

**Διατραπεζικό Σύστημα Μεταφοράς Κεφαλαίων (ΔΣΜΚ):** σύστημα μεταφοράς κεφαλαίων στο οποίο οι περισσότεροι (ή όλοι οι) συμμετέχοντες είναι πιστωτικά ιδρύματα.

**Οριακή Παρέμβαση:** παρέμβαση των κεντρικών τραπεζών τα νομίσματα των οποίων ευρίσκονται στο κατώτερο και το ανώτερο όριο, αντίστοιχα, των διμερών περιθωρίων διακύμανσης.

**Παρέμβαση εντός των περιθωρίων:** παρέμβαση κεντρικής τράπεζας για τη στήριξη του νομίσματός της, η συναλλαγματική ισοτιμία του οποίου παραμένει εντός των περιθωρίων διακύμανσης.

**Πληρωμές ποσών μεγάλης αξίας:** πληρωμές, γενικώς πολύ μεγάλων ποσών (ενδεικτικά αρκετά μεγαλύτερων από 100.000 ECU), οι οποίες κυρίως ανταλλάσσονται μεταξύ τραπεζών ή μεταξύ συμμετεχόντων στις χρηματοπιστωτικές αγορές και απαιτούν επείγοντα και έγκαιρο διακανονισμό. Για παράδειγμα, οι εργασίες διακανονισμού για συστήματα καθαρού διακανονισμού θεωρούνται πληρωμές ποσών μεγάλης αξίας, ανεξαρτήτως ποσού, επειδή πρέπει να διενεργούνται σε απολύτως καθορισμένο χρονικό σημείο.

**Κανόνας επιμερισμού ρευστότητας ή συμφωνία μερισμού ρευστότητας:** συμφωνία μεταξύ των συμμετεχόντων σε σύστημα συμψηφισμού, για τον επιμερισμό τυχόν κινδύνου ρευστότητας, ο οποίος προκύπτει όταν ένας ή περισσότεροι συμμετέχοντες δεν εκπληρώνουν τις υποχρεώσεις τους. Η ρύθμιση καθορίζει πώς θα επιμεριστεί ο κίνδυνος ρευστότητας μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών σε περίπτωση ενεργοποίησης της συμφωνίας.

**Κανόνας μερισμού ζημιών (ή συμφωνία μερισμού ζημιών):** συμφωνία μεταξύ των συμμετεχόντων σε σύστημα συμψηφισμού, για τον επιμερισμό τυχόν ζημιών, οι οποίες προκύπτουν όταν ένας ή περισσότεροι συμμετέχοντες δεν εκπληρώνουν τις υποχρεώσεις τους. Η ρύθμιση καθορίζει πώς θα επιμεριστεί ο κίνδυνος μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών σε περίπτωση ενεργοποίησης της συμφωνίας.

**Ομάδα Παρακολούθησης:** ομάδα αποτελούμενη από εμπειρογνώμονες επί συναλλαγματικών θεμάτων από τις κεντρικές τράπεζες των χωρών της ΕΕ, οι οποίοι επισκοπούν τις τρέχουσες οικονομικές και νομισματικές εξελίξεις και πολιτικές προκειμένου να αξιολογήσουν τη λειτουργία του ΕΝΣ.

**Σύστημα καθαρού διακανονισμού (ΣΚΔ):** Διατραπεζικό Σύστημα Μεταφοράς Κεφαλαίων, στα πλαίσια του οποίου γίνεται ανταλλαγή πληρωμών στη διάρκεια της εργάσιμης ημέρας (ή στη διάρκεια μέρους της εργάσιμης ημέρας) καθώς και καθαρός διακανονισμός των πληρωμών αυτών στο τέλος της ημέρας (ή, λιγότερο συχνά, αρκετές φορές την ημέρα).

**Επίσημο ECU:** τα επίσημα ECU δημιουργούνται μέσω συμβάσεων ανταλλαγής (swap operations) έναντι του 20% των διαθεσίμων σε δολάρια ΗΠΑ και χρυσό, τα οποία κατέχονται από τις κεντρικές τράπεζες που συμμετέχουν στο ΕΝΣ. Η αξία του ECU υπολογίζεται ως ο σταθμισμένος μέσος όρος της αξίας των νομισμάτων τα οποία συνθέτουν το ECU. Η σύνθεση νομισμάτων του ECU πάγωσε την 1η Νοεμβρίου 1993, οπότε τέθηκε σε ισχύ η Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση.

**Συστήματα ακαθάριστου διακανονισμού σε πραγματικό χρόνο (ΑΔΠΧ):** συστήματα μεταφοράς κεφαλαίων, στα πλαίσια των οποίων γίνεται επεξεργασία εντολών πληρωμής μία προς μία κατά τη σειρά που προκύπτουν, και τα οποία προβλέπουν τον άμεσο διακανονισμό όλων των πληρωμών υπό την προϋπόθεση ότι υπάρχουν αρκετά κεφάλαια ή διευκολύνσεις υπεραναλήψεων στο λογαριασμό που τηρούν οι εκδότες στο ίδρυμα διακανονισμού.

**Επανευθυγραμμίσεις:** μεταβολή της κεντρικής ισοτιμίας του ECU και των διμερών ισοτιμιών ενός ή περισσότερων νομισμάτων που συμμετέχουν στο Μ ΣΙ του ΕΝΣ.

**Τηλεπρόσβαση στα ΔΣΜ Κ:** ένα πιστωτικό ίδρυμα έχει τηλεπρόσβαση στα ΔΣΜ Κ εάν το κεντρικό κατάστημά του ή ένα από τα υποκαταστήματά του έχει άμεση πρόσβαση σε ΔΣΜ Κ εγκατεστημένο σε άλλη χώρα, χωρίς να έχει φυσική παρουσία εκεί.

**Δεύτερη Τραπεζική Οδηγία :** οδηγία που υιοθετήθηκε στις 15 Δεκεμβρίου 1989 (89/646/ΕΟΚ) και ασχολείται με το συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων που αφορούν την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας από πιστωτικά ιδρύματα που εδρεύουν σε χώρα της ΕΕ. Η οδηγία τροποποιεί την Πρώτη Τραπεζική Οδηγία η οποία υιοθετήθηκε το 1977 (77/780/ΕΟΚ).

**Κίνδυνος διακανονισμού:** γενικός όρος που χρησιμοποιείται για να προσδιορίσει τον πιστωτικό κίνδυνο και τον κίνδυνο ρευστότητας σε ένα σύστημα μεταφοράς κεφαλαίων, δηλαδή τον κίνδυνο να μην εκπληρώσει ένας συμμετέχων μία ή περισσότερες υποχρεώσεις του προς τους αντισυμβαλλομένους του ή προς πράκτορα διακανονισμών ή ίδρυμα διακανονισμών.

**Πράκτορας διακανονισμών:** ίδρυμα το οποίο προβαίνει στον τελικό διακανονισμό ενός συμψηφισμού, για λογαριασμό όλων των συμμετεχόντων.

**Επιχειρήσεις Συλλογικών Επενδύσεων σε Μεταβιβάσιμα Χρεόγραφα (ΕΣΕΜ Χ):** σύμφωνα με την Οδηγία 85/611/ΕΟΚ, οι ανωτέρω επιχειρήσεις έχουν ως αποκλειστικό σκοπό την πραγματοποίηση συλλογικών επενδύσεων, σε μεταβιβάσιμα χρεόγραφα, κεφαλαίων τα οποία αντλούν από το κοινό. Τα μερίδια τα οποία εκδίδονται από τα ΕΣΕΜ Χ επαναγοράζονται ή εξοφλούνται από τα τελευταία, άμεσα ή έμμεσα, κατόπιν εντολής των κατόχων.

**Οδηγία Εκκαθάρισης:** οδηγία σχετικά με το συντονισμό των νομοθετικών κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων που αφορούν την αναδιοργάνωση και την εκκαθάριση των πιστωτικών ιδρυμάτων. Η Οδηγία προτάθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στις 11 Ιανουαρίου 1988 (τροποποιημένη πρόταση) και εξακολουθεί να είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης από το Συμβούλιο της ΕΕ.

**Ρήτρα μηδενικής ώρας:** πρόβλεψη της πτωχευτικής νομοθεσίας η οποία καθιστά ανίσχυρες τις συναλλαγές ιδρύματος που έχει κλείσει, αναδρομικά από την 0.00 π.μ. ώρα της ημερομηνίας κατά την οποία δόθηκε εντολή να κλείσει το ίδρυμα αυτό.

## ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

### Χώρες<sup>1</sup>

BE	Βέλγιο
DK	Δανία
DE	Γερμανία
GR	Ελλάδα
ES	Ισπανία
FR	Γαλλία
IE	Ιρλανδία
IT	Ιταλία
LU	Λουξεμβούργο
NL	Ολλανδία
AT	Αυστρία
PT	Πορτογαλία
FI	Φιλανδία
SE	Σουηδία
UK	Ηνωμένο Βασίλειο
JP	Ιαπωνία
US	Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής

### Νομίσματα

BEF/LUF	Φράγκο Βελγίου/Λουξεμβούργου
DKK	Κορώνα Δανίας
DEM	Μάρκο Γερμανίας
GRD	Δραχμή
ESP	Πεσέτα Ισπανίας
FRF	Φράγκο Γαλλίας
IEP	Λίρα Ιρλανδίας
ITL	Λίρα Ιταλίας
NLG	Φιορίνι Ολλανδίας
ATS	Σελίνι Αυστρίας
PTE	Εσκούδο Πορτογαλίας
FIM	Μάρκο Φιλανδίας
SEK	Κορώνα Σουηδίας
GBP	Στερλίνα Μεγάλης Βρετανίας
JPY	Γιέν Ιαπωνίας
USD	Δολάριο ΗΠΑ

---

<sup>1</sup> Σύμφωνα με την πρακτική της Κοινότητας, οι χώρες αναφέρονται στην Έκθεση με την αλφαβητική σειρά των εθνικών γλωσσών.

## Άλλες συντομογραφίες

ΤΔΔ	Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών
ΣΑΠΓΣ	Σύστημα Αυτοματοποιημένων Πληρωμών Γραφείο Συμψηφισμού
ΚΜΠ	Κεντρικό Μητρώο Πιστώσεων
ΕΚ	Ευρωπαϊκή Κοινότητα
ΕΚΤ	Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
Συμβούλιο ECOFIN	Συμβούλιο Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών
ΤΕΕ	Τραπεζική Ένωση ECU
ΕΟΧ	Ευρωπαϊκός Οικονομικός Χώρος
ΕΟΚ	Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα
ΕΕ	Ευρωπαϊκή Ένωση
EUROSTAT	Στατιστικό Γραφείο της Ευρωπαϊκής Ένωσης
ΕΤΝΣ	Ευρωπαϊκό Ταμείο Νομισματικής Συνεργασίας
ΕΝΙ	Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ίδρυμα
ΕΝΣ	Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα
ΟΝΕ	Οικονομική Νομισματική Ένωση
ΜΣΙ	Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος
ΕΣΚΤ	Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών
ΔΣΜΚ	Διατραπεζικό Σύστημα Μεταφοράς Κεφαλαίων
ΑΕΠ	Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν
ΔΝΤ	Διεθνές Νομισματικό Ταμείο
ΝΙΛ	Νομισματικό Ίδρυμα Λουξεμβούργου
LIFFE	Διεθνές Χρηματιστήριο Προθεσμιακών Συμβάσεων του Λονδίνου
MATIF	Προθεσμιακή Αγορά Χρηματοδοτικών Μέσων
ΟΟΣΑ	Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης
Σύστημα ΑΔΠΧ	Σύστημα Ακαθάριστου Διακανονισμού σε Πραγματικό Χρόνο
ΜΒΝΣ	Μηχανισμός Βραχυπρόθεσμης Νομισματικής Στήριξης
TARGET	Διευρωπαϊκό Αυτοματοποιημένο Σύστημα Άμεσης Διαβίβασης Ακαθάριστων Διακανονισμών σε Πραγματικό Χρόνο
ΜΛΒΧ	Μηχανισμός Λίαν Βραχυπρόθεσμης Χρηματοδότησης
2η ΤΟ	Δεύτερη Τραπεζική Οδηγία



## ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΕΝΙ\*

"Πρόσφατες εξελίξεις στη χρήση του ιδιωτικού ECU: στατιστική επισκόπηση". Υποεπιτροπή Συναλλαγματικής Πολιτικής, Μάρτιος 1993.

"Ελάχιστα κοινά χαρακτηριστικά εγχώριων συστημάτων πληρωμών", Ομάδα Εργασίας για τα Συστήματα Πληρωμών, Νοέμβριος 1993

"Πρόσφατες εξελίξεις στη χρήση του ιδιωτικού ECU, στατιστική έρευνα", Υποεπιτροπή Συναλλαγματικής Πολιτικής, Φεβρουάριος 1994

"Προπληρωμένες κάρτες", Ομάδα Εργασίας για τα Συστήματα Πληρωμών, Μάιος 1994

"Πληροφοριακό Φυλλάδιο", Οκτώβριος 1994

"Υπόμνημα για τις προθέσεις του ΕΝΙ ως προς τις διασυνοριακές πληρωμές στο Τρίτο Στάδιο", Ομάδα Εργασίας για τα Συστήματα Πληρωμών, Νοέμβριος 1994

"Εξελίξεις των συστημάτων πληρωμών στην ΕΕ το 1994", Ομάδα Εργασίας για τα Συστήματα Πληρωμών, Φεβρουάριος 1995.

---

\* Μερικά από τα κείμενα αυτά δημοσιεύθηκαν το 1993 από την Επιτροπή Διοικητών των κεντρικών τραπεζών της ΕΚ.

## ΜΕΛΗ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΤΟΥ ENI

A. Lamfalussy	Πρόεδρος του ENI
L. Rojo	Τράπεζα της Ισπανίας και Αντιπρόεδρος του ENI <sup>1</sup>
A. Verplaetse	Εθνική Τράπεζα του Βελγίου
E. Hoffmeyer (μέχρι τις 31 Δεκεμβρίου 1994) B. Andersen (από 1 Ιανουαρίου 1995)	Εθνική Τράπεζα της Δανίας
H. Tietmeyer	Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Γερμανίας
Γ. Μπούτος (μέχρι τις 26 Οκτωβρίου 1994) Λ. Παπαδήμος (από 26 Οκτωβρίου 1994)	Τράπεζα της Ελλάδος
J.-C. Trichet	Τράπεζα της Γαλλίας
M. Doyle (μέχρι τις 30 Απριλίου 1994) <sup>2</sup> M. O'Connell (από 1 Μαΐου 1994)	Τράπεζα της Ιρλανδίας
A. Fazio	Τράπεζα της Ιταλίας
P. Jaans	Νομισματικό Ιδρυμα Λουξεμβούργου
W. Duisenberg	Τράπεζα της Ολλανδίας
M. Schaumayer (από 1 Ιανουαρίου 1995)	Εθνική Τράπεζα της Αυστρίας
M. Beleza (μέχρι 28 Ιουνίου 1994) A. de Sousa (από 28 Ιουνίου 1994)	Τράπεζα της Πορτογαλίας
S. Härmäläinen (από 1 Ιανουαρίου 1995)	Τράπεζα της Φιλανδίας
U. Bäckström (από 1 Ιανουαρίου 1995)	Βασιλική Τράπεζα της Σουηδίας
E. George	Τράπεζα της Αγγλίας

---

<sup>1</sup> Από τον Ιούλιο 1994.

<sup>2</sup> Αντιπρόεδρος του ENI από τον Ιανουάριο μέχρι τον Απρίλιο 1994

## ΜΕΛΗ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΤΟΥ ΕΝΙ

A. Lamfalussy	Πρόεδρος
R. Raymond	Γενικός Διευθυντής

### Επικεφαλής Διευθύνσεων

H. K. Scheller	Γενικός Γραμματέας
G. J. Hogeweg	Διευθυνση Νομισματικών και Οικονομικών Θεμάτων και Στατιστικής
P. W. Schlüter	Διεύθυνση Διοικητικών Υποθέσεων
J. S. Etherington	Διεύθυνση Συστημάτων Πληροφορικής και Επικοινωνίας

### ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ

L. Rojo	Τράπεζα της Ισπανίας
E. Hoffmeyer (μέχρι 31 Δεκεμβρίου 1994)	Εθνική Τράπεζα της Δανίας
W. Duisenberg	Τράπεζα της Ολλανδίας
A. Verplaetse (από 1 Ιανουαρίου 1995)	Εθνική Τράπεζα του Βελγίου

### ΠΡΟΕΔΡΟΙ ΥΠΟΕΠΙΤΡΟΠΩΝ ΚΑΙ ΟΜΑΔΩΝ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

A. Παπαδήμος (μέχρι 6 Ιανουαρίου 1995) J. J. Rey (από 9 Ιανουαρίου 1995)	Υποεπιτροπή Νομισματικής Πολιτικής
F. Saccomanni	Υποεπιτροπή Συναλλαγματικής Πολιτικής
B. Quinn	Υποεπιτροπή Τραπεζικής Εποπτείας
T. Padoa-Schioppa	Ομάδα Εργασίας για τα Συστήματα Πληρωμών στην ΕΕ
A. Jarvis	Ομάδα Εργασίας για την Εκτύπωση και Έκδοση Ευρωπαϊκού Τραπεζογραμματίου
K. Hanau	Ομάδα Εργασίας για Θέματα Στατιστικής
H. Heemskerck	Ομάδα Εργασίας για Λογιστικά Θέματα
Y. Barroux	Ομάδα Εργασίας για τα Συστήματα Πληροφορικής

