



ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

ΕΤΗΣΙΑ ΕΚΘΕΣΗ 2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

ΕΤΗΣΙΑ ΕΚΘΕΣΗ  
2004

ECB EZB EKT EKP



50



ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ



ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ



## ΕΤΗΣΙΑ ΕΚΘΕΣΗ 2004

Το 2005  
σε όλες τις εκδόσεις  
της ΕΚΤ θα  
απεικονίζεται  
λεπτομέρεια από το  
τραπεζογραμμάτιο  
των 50 ευρώ.

© Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2005

**Διεύθυνση**  
Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main, Germany

**Ταχυδρομική θυρίδα**  
Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main, Germany

**Τηλέφωνο**  
+49 69 1344 0

**Δικτυακός τόπος**  
<http://www.ecb.int>

**Φαξ**  
+49 69 1344 6000

**Τέλεξ**  
411 144 ecb d

*Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος.  
Επιτρέπεται η αναπαραγωγή για εκπαι-  
δευτικούς και μη εμπορικούς σκοπούς,  
εφόσον αναφέρεται η πηγή.*

*Φωτογραφίες:  
Claudio Hils  
Martin Joppen  
Stefan Laub  
Constantin Meyer  
Marcus Thelen  
Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο*

*Η τελευταία ημερομηνία για τα στοιχεία  
που περιλαμβάνονται στην παρούσα έκθεση  
ήταν η 25η Φεβρουαρίου 2005.*

ISSN 1561-4514 (έντυπη μορφή)  
ISSN 1725-2857 (ηλεκτρονική μορφή)

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΠΡΟΛΟΓΟΣ</b>	<b>12</b>	<b>3 ΤΡΑΠΕΖΟΓΡΑΜΜΑΤΙΑ ΚΑΙ ΚΕΡΜΑΤΑ</b>	<b>111</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1</b>		3.1 Η κυκλοφορία τραπεζογραμμάτων και κερμάτων ευρώ	111
<b>ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ</b>		3.2 Η παραχάραξη τραπεζογραμμάτων ευρώ και η αποτροπή της	112
<b>1 ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ</b>	<b>18</b>	3.3 Έκδοση και παραγωγή τραπεζογραμμάτων	114
<b>2 ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ, ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ</b>	<b>22</b>	<b>4 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ</b>	<b>117</b>
2.1 Το παγκόσμιο μακροοικονομικό περιβάλλον	22	4.1 Περαιτέρω βελτιώσεις του στατιστικού πλαισίου για τη ζώνη του ευρώ	117
2.2 Νομισματικές και χρηματοπιστωτικές εξελίξεις	26	4.2 Νέα ή επαυξημένα στατιστικά στοιχεία	118
2.3 Η εξέλιξη των τιμών	49	4.3 Στατιστικά στοιχεία για τα δημόσια οικονομικά	119
2.4 Η παραγωγή, η ζήτηση και η αγορά εργασίας	58	<b>5 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ</b>	<b>120</b>
2.5 Δημοσιονομικές εξελίξεις	68	5.1 Η θεματολογία της έρευνας	121
2.6 Συναλλαγματικές ισοτιμίες και ισοζύγιο πληρωμών	76	5.2 Ερευνητικά δίκτυα	121
<b>3 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΑ ΕΚΤΟΣ ΤΗΣ ΖΩΝΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΚΡΑΤΗ-ΜΕΛΗ ΤΗΣ ΕΕ</b>	<b>82</b>	5.3 Κατασκευή μακροοικονομικών υποδειγμάτων της ζώνης του ευρώ	123
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2</b>		<b>6 ΛΟΙΠΑ ΚΑΘΗΚΟΝΤΑ ΚΑΙ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</b>	<b>124</b>
<b>ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ ΚΑΙ ΑΛΛΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ</b>		6.1 Συμμόρφωση προς την απαγόρευση νομισματικής χρηματοδότησης και προνομιακής πρόσβασης	124
<b>1 ΠΡΑΞΕΙΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ, ΠΡΑΞΕΙΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</b>	<b>96</b>	6.2 Συμβουλευτικές λειτουργίες	124
1.1 Πράξεις νομισματικής πολιτικής	96	6.3 Διαχείριση των δανειοληπτικών και δανειοδοτικών πράξεων της Ευρωπαϊκής Κοινότητας	125
1.2 Πράξεις συναλλάγματος	102	<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3</b>	
1.3 Επενδυτικές δραστηριότητες	103	<b>ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΕΝΟΠΟΙΗΣΗ</b>	
<b>2 ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ ΤΙΤΛΩΝ</b>	<b>105</b>	<b>1 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ</b>	<b>130</b>
2.1 Το σύστημα TARGET	105	1.1 Παρακολούθηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας	130
2.2 TARGET2	107	1.2 Συνεργασία σε καταστάσεις κρίσεως	133
2.3 Διασυννοριακή χρήση ασφαλειών	109		

<b>2 ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΗ ΡΥΘΜΙΣΗ ΚΑΙ ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ</b>	<b>134</b>	<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 ΕΞΩΤΕΡΙΚΗ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑ</b>	
2.1 Τράπεζες	134	<b>1 ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ</b>	<b>170</b>
2.2 Κινητές αξίες	135	<b>2 ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</b>	<b>172</b>
2.3 Λογιστική	135		
<b>3 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΕΝΟΠΙΩΣΗ</b>	<b>136</b>	<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 ΔΙΕΥΡΥΝΣΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ</b>	
<b>4 ΕΠΙΒΛΕΨΗ ΤΩΝ ΥΠΟΔΟΜΩΝ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ</b>	<b>142</b>	<b>1 ΕΠΙΤΥΧΗΣ ΕΝΤΑΞΗ ΔΕΚΑ ΝΕΩΝ ΚΡΑΤΩΝ-ΜΕΛΩΝ</b>	<b>176</b>
4.1 Επίβλεψη των συστημάτων και των υποδομών για τις πληρωμές μεγάλων ποσών σε ευρώ	142	<b>2 ΣΧΕΣΕΙΣ ΜΕ ΤΙΣ ΥΠΟΨΗΦΙΕΣ ΧΩΡΕΣ ΓΙΑ ΕΝΤΑΞΗ ΣΤΗΝ ΕΕ</b>	<b>181</b>
4.2 Υπηρεσίες πληρωμών μικρής αξίας	144		
4.3 Συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων	144		
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ΕΥΡΩΠΑΪΚΕΣ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΣΧΕΣΕΙΣ</b>		<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ, ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΕΤΗΣΙΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ</b>	
<b>1 ΕΥΡΩΠΑΪΚΑ ΘΕΜΑΤΑ</b>	<b>152</b>	<b>1 ΟΡΓΑΝΑ ΛΗΨΗΣ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΤΗΣ ΕΚΤ</b>	<b>184</b>
1.1 Θέματα οικονομικής πολιτικής	152	1.1 Το Ευρωσύστημα και το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών	184
1.2 Θεσμικά θέματα	154	1.2 Το Διοικητικό Συμβούλιο	186
<b>2 ΔΙΕΘΝΗ ΘΕΜΑΤΑ</b>	<b>156</b>	1.3 Η Εκτελεστική Επιτροπή	189
2.1 Οι σημαντικότερες εξελίξεις στο διεθνές νομισματικό και χρηματοπιστωτικό σύστημα	156	1.4 Το Γενικό Συμβούλιο	192
2.2 Συνεργασία με χώρες εκτός της ΕΕ	159	1.5 Οι Επιτροπές του Ευρωσυστήματος/ του ΕΣΚΤ και η Επιτροπή Προϋπολογισμού	194
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ΛΟΓΟΔΟΣΙΑ</b>		1.6 Εταιρική διακυβέρνηση	194
<b>1 ΛΟΓΟΔΟΣΙΑ ΠΡΟΣ ΤΟ ΚΟΙΝΟ ΚΑΙ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ</b>	<b>164</b>	<b>2 ΟΡΓΑΝΩΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ</b>	<b>197</b>
<b>2 ΑΠΟΨΕΙΣ ΤΗΣ ΕΚΤ ΕΠΙ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΘΕΜΑΤΩΝ ΠΟΥ ΣΥΖΗΤΗΘΗΚΑΝ ΣΤΙΣ ΣΥΝΑΝΤΗΣΕΙΣ ΜΕ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ</b>	<b>165</b>	2.1 Ανθρώπινο δυναμικό	197
		2.2 Νέες κτιριακές εγκαταστάσεις της ΕΚΤ	199
		<b>3 Ο ΚΟΙΝΩΝΙΚΟΣ ΔΙΑΛΟΓΟΣ ΤΟΥ ΕΣΚΤ</b>	<b>201</b>
		<b>4 ΕΤΗΣΙΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΗΣ ΕΚΤ</b>	<b>203</b>
		Έκθεση διαχείρισης	204
		Ισολογισμός της 31ης Δεκεμβρίου 2004	208

Αποτελέσματα χρήσεως 1.1.2004-31.12.2004	210	3 Κοινές τάσεις μεταξύ των τμημάτων της χρηματοπιστωτικής αγοράς ως προς την τεκμαρτή μεταβλητότητα	38
Λογιστικές πολιτικές	211	Διάγραμμα Α: Τεκμαρτή μεταβλητότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών στη ζώνη του ευρώ	39
Σημειώσεις επί του ισολογισμού	215	Διάγραμμα Β: Τεκμαρτή μεταβλητότητα της αγοράς ομολόγων και της χρηματιστηριακής αγοράς στη ζώνη του ευρώ και στις ΗΠΑ	40
Σημειώσεις επί των αποτελεσμάτων χρήσεως	224		
Σημείωση επί του επιμερισμού της ζημίας	227		
Έκθεση των ελεγκτών	229		
<b>5 ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΤΗΣ 31ΗΣ ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2004</b>	<b>230</b>	4 Οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις αντιμετώπισαν λιγότερο ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης από ό,τι οι μεγάλες επιχειρήσεις της ζώνης του ευρώ το 2004;	46
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ</b>	<b>234</b>	Διάγραμμα Α: Μεταβολή των πιστοδοτικών κριτηρίων των τραπεζών για χορηγήσεις προς επιχειρήσεις	47
<b>ΝΟΜΙΚΕΣ ΠΡΑΞΕΙΣ ΠΟΥ ΥΙΟΘΕΤΗΘΗΚΑΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΚΤ</b>	<b>234</b>	Διάγραμμα Β: Διαφορές επιτοκίων των NXI μεταξύ δανείων μικρού και μεγάλου ύψους	47
<b>ΓΝΩΜΟΔΟΤΗΣΕΙΣ ΤΗΣ ΕΚΤ</b>	<b>238</b>	5 Οι τιμές του πετρελαίου και η οικονομία της ζώνης του ευρώ	52
<b>ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΑΠΟ ΤΟΝ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟ ΤΟΥ 2004 ΚΑΙ ΕΞΗΣ</b>	<b>241</b>	Διάγραμμα Α: Τιμές αργού πετρελαίου τύπου Brent	52
<b>ΧΡΟΝΟΛΟΓΙΟ ΜΕΤΡΩΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ</b>	<b>247</b>	Πίνακας: Αυξήσεις των τιμών πετρελαίου (Brent) σε επιλεγμένες περιόδους	53
<b>ΓΛΩΣΣΑΡΙΟ</b>	<b>249</b>	Διάγραμμα Β: Τιμές πετρελαίου και η συμβολή των τιμών της ενέργειας στον πληθωρισμό βάσει του ΕνΔΤΚ	53
<b>ΠΛΑΙΣΙΑ</b>		Διάγραμμα Γ: Τιμές πετρελαίου και η συμβολή των τιμών των συγκοινωνιών στον πληθωρισμό βάσει του ΕνΔΤΚ	53
1 Οι χρηματοοικονομικές επενδύσεις του μη χρηματοπιστωτικού τομέα της ζώνης του ευρώ το 2004	29	6 Η πρόοδος των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στις αγορές εργασίας και προϊόντων της ΕΕ	60
Πίνακας: Χρηματοοικονομικές επενδύσεις του μη χρηματοπιστωτικού τομέα της ζώνης του ευρώ	29		
2 Πιθανές συνέπειες της πλεονάζουσας ρευστότητας στη ζώνη του ευρώ	32		
Διάγραμμα: Σχηματική παρουσίαση των πιθανών χρήσεων της πλεονάζουσας ρευστότητας	33		

7	Δυνητικές επιδράσεις των δημογραφικών μεταβολών στη ζώνη του ευρώ	64	4	Εξελίξεις στην αγορά εργασίας	62
	Διάγραμμα: Κυριότερες δημογραφικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ	65	5	Δημοσιονομική κατάσταση των χωρών της ζώνης του ευρώ	68
8	Η εξέλιξη των χρεογράφων της γενικής κυβέρνησης στη ζώνη του ευρώ	70	6	Αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ στις εκτός της ζώνης του ευρώ χώρες της ΕΕ και στη ζώνη του ευρώ	82
	Διάγραμμα Α: Κυκλοφορούντες τίτλοι του Δημοσίου χωρών της ζώνης του ευρώ στο τέλος του 2004 ανά εκδότες χώρα	70	7	Πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ στις εκτός της ζώνης του ευρώ χώρες της ΕΕ και στη ζώνη του ευρώ	84
	Πίνακας: Διάρθρωση των κυκλοφορούντων χρεογράφων που έχουν εκδοθεί από τις κυβερνήσεις των χωρών της ζώνης του ευρώ	70	8	Δημοσιονομική κατάσταση των εκτός της ζώνης του ευρώ χωρών της ΕΕ και της ζώνης του ευρώ	86
	Διάγραμμα Β: Διαφορές αποδόσεων μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων έναντι της Γερμανίας	71	9	Ισοζύγιο πληρωμών των εκτός της ζώνης του ευρώ χωρών της ΕΕ και της ζώνης του ευρώ	87
	Διάγραμμα Γ: Μεταβολές των σχετικών λόγων χρέους/ΑΕΠ έναντι της Γερμανίας και των διαφορών αποδόσεων μεταξύ 2001 και 2004	72	10	Εξελίξεις στον ΜΣΙ Π	89
9	Δημοσιονομική πολιτική και μακροοικονομική σταθερότητα	74	11	Επίσημη στρατηγική νομισματικής πολιτικής στα εκτός της ζώνης του ευρώ κράτη-μέλη	90
10	Βασικά χαρακτηριστικά του μηχανισμού συναλλαγματικών ισοτιμιών ΙΙ	88	12	Όγκος και αξία πληρωμών μέσω TARGET	106
11	Υπηρεσίες διαχείρισης συναλλαγματικών διαθεσίμων από το Ευρωσύστημα	126	13	Συνολική διαθεσιμότητα του TARGET	106
12	Ερευνητικό δίκτυο για τις αγορές κεφαλαίων και τη χρηματοπιστωτική ενοποίηση στην Ευρώπη	137	14	Πλαστά τραπεζογραμμάτια κατά ονομαστική αξία	112
13	Χρηματοπιστωτική ενοποίηση στην αγορά πιστώσεων της ζώνης του ευρώ	141	15	Κατανομή της παραγωγής τραπεζογραμμάτων ευρώ το 2004	115
14	Πρότυπα για τα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων στην Ευρωπαϊκή Ένωση	146	16	Κύρια χαρακτηριστικά της οικονομίας της ΕΕ με και χωρίς τα νέα κράτη-μέλη	177
15	Η αποστολή του Ευρωσυστήματος	185	<b>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ</b>		
<b>ΠΙΝΑΚΕΣ</b>			1	Επιτόκια της ΕΚΤ και της αγοράς χρήματος	18
1	Η εξέλιξη των τιμών	50	2	Κυριότερες εξελίξεις στις μεγάλες βιομηχανικές οικονομίες	22
2	Δείκτες κόστους εργασίας	57	3	Κυριότερες εξελίξεις στις αγορές βασικών εμπορευμάτων	26
3	Σύνθεση της αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ	58	4	Μ3 και Μ3 διορθωμένο ως προς την εκτιμώμενη επίδραση των αναδιαρθρώσεων χαρτοφυλακίων	27
			5	Συμβολή στην ετήσια αύξηση του Μ3	27
			6	Βραχυπρόθεσμα επιτόκια των ΝΧΙ επί καταθέσεων	28
			7	Κινήσεις του Μ3 και των παραγόντων μεταβολής του	30
			8	Εκτιμήσεις της απόκλισης της ποσότητας χρήματος	31
			9	Βραχυπρόθεσμα επιτόκια και η κλίση της καμπύλης αποδόσεων της αγοράς χρήματος	35



10	Επιτόκια συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί EURIBOR τριών μηνών και τεκμαρτή μεταβλητότητα με βάση δικαιώματα προαίρεσης	35	32	Μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι νομισμάτων της ΕΕ που δεν συμμετέχουν στον ΜΣΙ ΙΙ	89
11	Αποδόσεις μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων	36	33	Ύψος προσφορών και κατανομηθείσα ρευστότητα στις εβδομαδιαίες ΠΚΑ το 2004	97
12	Πραγματικές αποδόσεις μακροπρόθεσμων ομολόγων και πληθωρισμός νεκρού σημείου στη ζώνη του ευρώ	36	34	Παράγοντες ρευστότητας και η εξέλιξη των τραπεζογραμματίων στη ζώνη του ευρώ το 2004	99
13	Κυριότεροι χρηματιστηριακοί δείκτες	41	35	Εμπορεύσιμα αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία	100
14	Πραγματοποιηθέντα και αναμενόμενα εταιρικά κέρδη	41	36	Χρήση εμπορεύσιμων ασφαλειών	100
15	Τιμές κατοικιών και στεγαστικά δάνεια στις χώρες της ζώνης του ευρώ	43	37	Συνολική αξία των τραπεζογραμματίων σε κυκλοφορία μεταξύ 2000 και 2004	111
16	Επιτόκια των ΝΧΙ επί δανείων προς νοικοκυριά και μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις	43	38	Συνολικός αριθμός τραπεζογραμματίων ευρώ σε κυκλοφορία μεταξύ 2002 και 2004	111
17	Λόγος χρέους/ΑΕΠ των νοικοκυριών και αύξηση των δανείων προς τα νοικοκυριά	44	39	Αριθμός τραπεζογραμματίων ευρώ σε κυκλοφορία μεταξύ 2002 και 2004	112
18	Δείκτες του κόστους χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων από την αγορά	45	40	Αριθμός πλαστών τραπεζογραμματίων ευρώ που αποσύρθηκαν από την κυκλοφορία μεταξύ 2002 και 2004	113
19	Συμβολή στον ετήσιο ρυθμό αύξησης του χρέους των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων	48	41	Σειρά Working Papers της ΕΚΤ (ταξινόμηση του Journal of Economic Literature)	120
20	Δείκτες χρέους των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων βάσει λογιστικών καταστάσεων	49			
21	Πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ): ανάλυση σε συνιστώσες	51			
22	Συμβολή στην αύξηση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ)	51			
23	Εξέλιξη των τιμών των κατοικιών στη ζώνη του ευρώ	56			
24	Τιμές παραγωγού βιομηχανικών προϊόντων: ανάλυση σε συνιστώσες	56			
25	Μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό: ανάλυση κατά τομέα	57			
26	Συμβολή στην ανά τρίμηνο αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ	59			
27	Παραγωγικότητα της εργασίας	63			
28	Ανεργία	63			
29	Ονομαστική και πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ	78			
30	Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και οι συνιστώσες του	79			
31	Το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών και οι συνιστώσες του	79			



## ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

### ΧΩΡΕΣ

ΒΕΛ	Βέλγιο
ΤΣΕ	Τσεχία
ΔΑΝ	Δανία
ΓΕΡ	Γερμανία
ΕΣΘ	Εσθονία
ΕΛΛ	Ελλάδα
ΙΣΠ	Ισπανία
ΓΑΛ	Γαλλία
ΙΡΛ	Ιρλανδία
ΙΤΑ	Ιταλία
ΚΥΠ	Κύπρος
ΛΕΤ	Λετονία
ΛΙΘ	Λιθουανία
ΛΟΥ	Λουξεμβούργο
ΟΥΓ	Ουγγαρία
ΜΑΛ	Μάλτα
ΟΛΛ	Ολλανδία
ΑΥΣ	Αυστρία
ΠΟΛ	Πολωνία
ΠΟΡ	Πορτογαλία
ΣΛΝ	Σλοβενία
ΣΛΚ	Σλοβακία
ΦΙΝ	Φινλανδία
ΣΟΥ	Σουηδία
ΗΒ	Ηνωμένο Βασίλειο
ΙΑΠ	Ιαπωνία
ΗΠΑ	Ηνωμένες Πολιτείες

### ΆΛΛΕΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

ΑΕΠ	ακαθάριστο εγχώριο προϊόν
ΔΝΤ	Διεθνές Νομισματικό Ταμείο
ΔΟΕ	Διεθνής Οργάνωση Εργασίας
ΔΤΚ	Δείκτης Τιμών Καταναλωτή
ΔΤΠ	Δείκτης Τιμών Παραγωγού
ΕΕ	Ευρωπαϊκή Ένωση Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης
ΕθνΚΤ	εθνικές κεντρικές τράπεζες
ΕΚΤ	Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
ΕνΔΤΚ	Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή
ΕΝΙ	Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ίδρυμα
ΕΣΚΤ	Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών
ΕΣΛ 95	Ευρωπαϊκό Σύστημα Λογαριασμών του 1995
EUR	ευρώ
NXI	Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα
ΟΝΕ	Οικονομική και Νομισματική Ένωση
ΣΣΙ	σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία
ΤΔΔ	Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών

Σύμφωνα με την πρακτική της Κοινότητας, τα κράτη-μέλη της ΕΕ και οι υπό ένταξη χώρες αναφέρονται στην παρούσα έκθεση με την αλφαβητική σειρά του ονόματός τους στην αντίστοιχη εθνική γλώσσα.

Από το 1998 η ΕΚΤ διοργανώνει σειρά εκθέσεων με το γενικό τίτλο “Σύγχρονη τέχνη από τα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης”. Στόχος κάθε έκθεσης είναι να φέρει το προσωπικό και τους επισκέπτες της ΕΚΤ σε επαφή με την εικαστική σκηνή μιας συγκεκριμένης χώρας της ΕΕ. Προτιμήθηκε η σύγχρονη τέχνη επειδή αντικατοπτρίζει την περίοδο κατά την οποία έγινε πραγματικότητα η Νομισματική Ένωση.

Ορισμένα από τα έργα αγοράζονται από την ΕΚΤ για να εμπλουτίσουν την καλλιτεχνική συλλογή της. Οι οκτώ σελίδες που διαχωρίζουν τα κεφάλαια της παρούσας Ετήσιας Έκθεσης απεικονίζουν μερικά από τα έργα αυτής της συλλογής.

**Δημιουργός: Stephan Jung**

Τίτλος: P.WP1, 2002

Τεχνική: Λάδι σε μουσαμά, Διαστάσεις: 230 × 265 εκ. 16

**Δημιουργός: Isa Dahl**

Τίτλος: “eben still”, 2004

Τεχνική: Λάδι σε μουσαμά, Διαστάσεις: ø 190 εκ. 94

**Δημιουργός: Jacob Dahlgren**

Τίτλος: Krakow, 2002

Τεχνική: Κατασκευή από κεσεδάκια γιαουρτιού και αλουμίνιο, Διαστάσεις: 184 × 148 × 10 εκ. 128

**Δημιουργός: Ana Luisa Ribeiro**

Τίτλος: Χωρίς τίτλο, 2002

Τεχνική: Λάδι σε μουσαμά, Διαστάσεις: 150 × 230 εκ. 150

**Δημιουργός: Xenia Hausner**

Τίτλος: Traumspiel, 2004

Τεχνική: Χρωμολιθογραφία σε χειροποίητο χαρτί (16/25), Διαστάσεις: 96 × 129 εκ. 162

**Δημιουργός: Philippe Cognée**

Τίτλος: Foule, Place St Pierre de Rome, Râques, 2004

Τεχνική: Εγκαυστική σε μουσαμά, Διαστάσεις: 154 × 153 εκ. 168

**Δημιουργός: Jan Fabre**

Τίτλος: Χωρίς τίτλο, 1987

Τεχνική: Μελάνη σε χαρτί, Διαστάσεις: 200 × 158 εκ. 174

**Δημιουργός: Reinhold A. Goelles**

Τίτλος: Χωρίς τίτλο

Τεχνική: Ακρυλικό σε μουσαμά, Διαστάσεις: 152 × 100 εκ. 182



# ΠΡΟΛΟΓΟΣ



Από τα γεγονότα της περασμένης χρονιάς, αυτό που ξεχώρισε ως κοσμοϊστορικό επίτευγμα ήταν η διεύρυνση της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) την 1η Μαΐου 2004. Είχαμε προετοιμαστεί γι' αυτή τη διεύρυνση αρκετό καιρό πριν στους τομείς των αρμοδιοτήτων μας, δίνοντας, όσο το δυνατόν νωρίτερα, τη δυνατότητα στους διοικητές των κεντρικών τραπεζών των νέων κρατών-μελών να παρίστανται στις συνεδριάσεις του Γενικού Συμβουλίου με την ιδιότητα του παρατηρητή, ενώ παράλληλα η ΕΚΤ και τα στελέχη της εργάζονταν εντατικά για την επιτυχία της διεύρυνσης. Επίσης με την ιδιότητα του παρατηρητή, εμπειρογνώμονες από τις εν λόγω κεντρικές τράπεζες συμμετείχαν στις επιτροπές του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ). Χάρη σ' αυτές τις προσεκτικά μελετημένες προετοιμασίες και στην αгаστή συνεργασία όλων, πραγματοποιήθηκε ομαλά η ένταξη των εν λόγω χωρών στην ΕΕ και των κεντρικών τραπεζών τους στο ΕΣΚΤ. Η πρώτη συνεδρίαση του Γενικού Συμβουλίου μετά τη διεύρυνση ήταν μια συγκινητική στιγμή για όλους μας, ενώ η

πρώτη τηλεδιάσκεψη του Γενικού Συμβουλίου αποτέλεσε ένα ακόμη σημαντικό ορόσημο, καθώς είχαμε την ευκαιρία να διαπιστώσουμε ότι το νέο ασφαλές δίκτυο επικοινωνίας λειτουργεί άψογα και ότι μπορούμε να αναπτύξουμε ουσιαστικό διάλογο σε πανευρωπαϊκό επίπεδο μέσω τηλεδιάσκεψης.

Τα δέκα νέα κράτη-μέλη εντάχθηκαν στην ΕΕ χωρίς ρήτρα εξαίρεσης. Ως εκ τούτου, ανέλαβαν τη δέσμευση να ενταχθούν κάποια στιγμή στη ζώνη του ευρώ. Όλοι συμφωνούμε ότι, όπως άλλωστε προβλέπει και η Συνθήκη, αυτά τα κράτη-μέλη θα πρέπει να προετοιμαστούν όσο το δυνατόν καλύτερα για την υιοθέτηση του ευρώ, επιτυγχάνοντας υψηλό βαθμό διατηρήσιμης σύγκλισης σύμφωνα με τα κριτήρια του Μάαστριχτ.

Εντός του 2004, τρία ακόμη νομίσματα, της Εσθονίας, της Λιθουανίας και της Σλοβενίας, εντάχθηκαν στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών ΙΙ (ΜΣΙ ΙΙ), ο οποίος μέχρι τότε περιλάμβανε το ευρώ (ως νόμισμα αναφοράς) και την κορώνα Δανίας. Οι τρεις αυτές χώρες έχουν δεσμευθεί να συμμετέχουν στον ΜΣΙ ΙΙ κατά τρόπο που θα διασφαλίζει την ομαλή λειτουργία του συστήματος και θα συμβάλλει όσο το δυνατόν περισσότερο στην επίτευξη διατηρήσιμης σύγκλισης.

\*\*\*

Μετά την υπογραφή της Συνθήκης για τη θέσπιση του Συντάγματος της Ευρώπης, έχει ήδη ξεκινήσει η διαδικασία κύρωσης από τα κράτη-μέλη της ΕΕ. Το Σύνταγμα διατρωνώνει τη βούληση της Ευρώπης να δημιουργήσει ισχυρότερους δεσμούς εντός της ΕΕ, παράλληλα με τη διεύρυνσή της. Το Ευρωσύστημα, του οποίου ο πρωταρχικός σκοπός είναι η σταθερότητα των τιμών, έχει πλήρη επίγνωση του ρόλου τον οποίο θα διαδραματίσει στη διαδικασία αυτή, όπως επιβεβαιώνεται από το Σύνταγμα. Το Σύνταγμα επίσης επιβεβαιώνει όλα τα ουσιώδη στοιχεία που απαρτίζουν το πλαίσιο άσκησης πολιτικής για την ΟΝΕ, τόσο ως προς το νομισματικό όσο και ως προς το οικονομικό και

δημοσιονομικό σκέλος. Η ΕΚΤ προσβλέπει στην κύρωση του Συντάγματος από τα κράτη-μέλη.

\*\*\*

Το 2004 σημειώθηκαν μέτριοι ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ. Στο σύνολο του έτους, το πραγματικό ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε κατά 1,8%, έναντι 0,5% το 2003. Όσον αφορά τις εξελίξεις στη διάρκεια του έτους, το πρώτο εξάμηνο ο ρυθμός ανάπτυξης ήταν σχετικά δυναμικός, ενώ στη συνέχεια, το γ' και το δ' τρίμηνο, ήταν βραδύς. Συνολικά πάντως επαληθεύθηκε ότι, εν μέσω αρκετών στοιχείων αβεβαιότητας για τις εσωτερικές και διεθνείς εξελίξεις, συντελείται σταδιακή ανάκαμψη.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διατήρησε το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης στο εξαιρετικά χαμηλό επίπεδο του 2% σε όλη τη διάρκεια του 2004. Η νομισματική του πολιτική απέβλεπε στη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών σε ένα περίπλοκο διεθνές περιβάλλον, όπως διαμορφωνόταν από τις αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου, τις έντονες κατά καιρούς διακυμάνσεις στις αγορές συναλλάγματος, τις σημαντικές και επίμονες ανισορροπίες παγκοσμίως και τη σημαντική συμβολή της ραγδαίας ανάπτυξης πολλών αναδυόμενων οικονομιών στην άνοδο του παγκόσμιου ΑΕΠ. Σε όλη τη διάρκεια του έτους, ένα από τα κυριότερα μηνύματα του Διοικητικού Συμβουλίου ήταν η επαγρύπνηση όσον αφορά τους πληθωριστικούς κινδύνους που συνδέονταν με το ενδεχόμενο εκδήλωσης δευτερογενών επιδράσεων μέσω αυξήσεων των μισθών και των τιμών, μετά τις εξάρσεις του πληθωρισμού τις οποίες προκάλεσαν ειδικότερα οι διαταραχές των τιμών του πετρελαίου και άλλων βασικών εμπορευμάτων. Οι δευτερογενείς επιδράσεις παραμένουν συγκρατημένες, γεγονός που οφείλεται κατά βάση στο ότι οι οικονομικές μονάδες και οι κοινωνικοί εταίροι έχουν αντιληφθεί σαφώς το μήνυμά μας.

Το πρώτο εξάμηνο του 2004, παρατηρήθηκε κάποια ανοδική τάση στις μεσομακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό, όπως αυτές εκτιμώνται με βάση ποικίλες δειγματοληπτικές έρευνες και τα τιμαριθμοποιημένα ομόλογα. Η δυσμενής αυτή τάση ανακόπηκε περί τα μέσα του 2004, και κατά το δεύτερο εξάμηνο άρχισε να αναστρέφεται. Κατά την περίοδο αυτή το Διοικητικό Συμβούλιο εξέφραζε αποφασιστικά την επαγρύπνησή του, γεγονός που ασφαλώς συνέβαλε στην εν γένει συγκράτηση των προσδοκιών για τον πληθωρισμό σε επίπεδο συμβατό με τη σταθερότητα των τιμών όπως την ορίζει η ΕΚΤ, δηλ. κάτω αλλά πλησίον του 2%.

Η συγκράτηση των μεσομακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ είναι σημαντικότερη και αντανάκλα την αξιοπιστία του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ. Αυτή η αξιοπιστία επιτρέπει στην ΕΚΤ να εξασφαλίζει σταθερότητα τιμών, σύμφωνα με την εντολή που της έχει δοθεί από τη Συνθήκη, ακόμη και υπό αντίξοες περιστάσεις, παρέχοντας στις οικονομικές μονάδες ένα σαφές σημείο αναφοράς κατά τη διαδικασία καθορισμού των τιμών και των μισθών. Επίσης επιτρέπει στη ζώνη του ευρώ να επωφελείται από ένα χρηματοπιστωτικό περιβάλλον που ευνοεί την οικονομική ανάπτυξη και τη δημιουργία θέσεων εργασίας, χάρη στα ιστορικά χαμηλά μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς, τα οποία ενσωματώνουν προσδοκίες για τον πληθωρισμό συμβατές προς τη σταθερότητα των τιμών όπως την ορίζει η ΕΚΤ.

\*\*\*

Η άσκηση ορθής νομισματικής πολιτικής είναι αναγκαία αλλά όχι ικανή συνθήκη για διατηρήσιμη οικονομική ανάπτυξη και άνοδο της απασχόλησης. Θα πρέπει επίσης να συνοδεύεται από υγιή δημοσιονομική πολιτική και από ένα σύνολο κατάλληλων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

Γι' αυτό ακριβώς το λόγο το Ευρωσύστημα ανέκαθεν υποστήριζε ένθερμα τη σωστή εφαρμογή του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης και τόνιζε ότι πρέπει να διατηρηθεί πλήρως η ακεραιότητα του διορθωτικού σκέλους του Συμφώνου, ιδίως ως προς την τιμή αναφοράς 3% του ΑΕΠ για τα δημοσιονομικά ελλείμματα, αλλά και της ίδιας της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος.

Για τον ίδιο λόγο το Ευρωσύστημα έχει απευθύνει έκκληση στις χώρες της ζώνης του ευρώ να προωθήσουν με αποφασιστικότητα διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις σε τομείς όπως η αγορά εργασίας, η εκπαίδευση και η επαγγελματική κατάρτιση, η έρευνα και ανάπτυξη, οι αγορές αγαθών και υπηρεσιών, καθώς και η διαχείριση των δαπανών για κοινωνικές παροχές. Οι μεταρρυθμίσεις αυτές είναι υψίστης σημασίας προκειμένου να αυξηθεί το αναπτυξιακό δυναμικό της ευρωπαϊκής οικονομίας, να ευνοηθεί η δημιουργία νέων θέσεων εργασίας και να μειωθεί σημαντικά η ανεργία. Σε όλη τη διάρκεια του 2004 η ΕΚΤ υποστήριζε τις πρωτοβουλίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του Συμβουλίου της ΕΕ με στόχο να δοθεί νέα πνοή στο πρόγραμμα της Λισσαβώνας και να υλοποιηθούν ταχύτερα οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που προβλέπονται σ' αυτό. Επίσης χαιρέτισαμε τις προτάσεις που διατυπώθηκαν στην έκθεση της ομάδας υψηλού επιπέδου υπό την προεδρία του κ. Wim Kok, η οποία δημοσιεύθηκε στο τέλος του 2004. Σύμφωνα με την έκθεση αυτή, το πρόγραμμα της Λισσαβώνας θα πρέπει να επικεντρωθεί σε έναν περιορισμένο αριθμό τομέων προτεραιότητας που ευνοούν την ταχύτερη ανάπτυξη και την άνοδο της απασχόλησης.

\*\*\*

Όσον αφορά την οργάνωση και τη λειτουργία της ΕΚΤ, το 2004 ήταν ένα έτος προκλήσεων για το ίδρυμα. Η ΕΚΤ σημείωσε καθαρή ζημία ύψους 1.636 εκατ. ευρώ, έναντι καθαρής ζημίας ύψους 477 εκατ. ευρώ το 2003. Αυτή η καθαρή ζημία οφειλόταν και πάλι στην εξέλιξη των συναλλαγματικών ισοτιμιών, η οποία επηρέασε

την αξία, σε όρους ευρώ, των συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ που είναι εκφρασμένα σε ξένα νομίσματα. Οι λογιστικές μας πρακτικές βασίζονται στην αρχή της μέγιστης δυνατής συντηρητικότητας. Γι' αυτό και οι εν λόγω μη πραγματοποιηθείσες συναλλαγματικές ζημίες αντιμετωπίζονται ως πραγματοποιηθείσες και μεταφέρονται στα αποτελέσματα χρήσεως στο τέλος του έτους. Το 2004 η ανατίμηση του ευρώ προκάλεσε καθαρές συναλλαγματικές ζημίες ύψους σχεδόν 2,1 δισεκ. ευρώ. Αντίθετα, τα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη από συναλλαγματικές διαφορές και από αποτίμηση περιουσιακών στοιχείων με βάση τις τιμές της αγοράς δεν αναγνωρίζονται ως κέρδη, αλλά μεταφέρονται απευθείας σε λογαριασμούς αναπροσαρμογής.

Το τακτικό εισόδημα της ΕΚΤ προκύπτει κυρίως από την επένδυση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της και του καταβεβλημένου κεφαλαίου της, το οποίο ανέρχεται σε 4,1 δισεκ. ευρώ, καθώς και από πιστωτικούς τόκους επί του μεριδίου της (8%) στα τραπεζογραμμάτια ευρώ σε κυκλοφορία. Οι πιστωτικοί τόκοι ήταν και το 2004 χαμηλοί, κυρίως λόγω του εξαιρετικά χαμηλού επιπέδου των επιτοκίων (το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης παρέμεινε στο 2% σε όλη τη διάρκεια του 2004). Οι καθαροί πιστωτικοί τόκοι της ΕΚΤ ανήλθαν συνολικά σε 690 εκατ. ευρώ, έναντι 715 εκατ. ευρώ το 2003. Οι διοικητικές δαπάνες της ΕΚΤ για μισθούς και συναφή έξοδα, μισθώματα κτιρίων και προμήθεια αγαθών και υπηρεσιών ανήλθαν σε 340 εκατ. ευρώ. Στο τέλος του 2004, η ΕΚΤ απασχολούσε 1.314 υπαλλήλους, έναντι 1.217 στο τέλος του 2003.

Κατά το προηγούμενο έτος ολοκληρώθηκε το πρόγραμμα "Η ΕΚΤ σε κίνηση", το οποίο στόχευε στη βελτίωση της αποτελεσματικότητας και της αποδοτικότητας της ΕΚΤ, την ενίσχυση της διαχείρισης του ανθρώπινου δυναμικού και την καλλιέργεια αξιών που αρμόζουν σε μια κεντρική τράπεζα μεταξύ όλων των μελών του προσωπικού. Τα περισσότερα από τα μέτρα που περιλαμβάνονταν στο πρόγραμμα και εγκρίθηκαν από την Εκτελεστική Επιτροπή έχουν ήδη ολοκληρωθεί, ενώ



τα υπόλοιπα βρίσκονται στο στάδιο της υλοποίησης. Το πρόγραμμα “ΗΕΚΤ σε κίνηση” ήταν ένα σημαντικό εγχείρημα, που μας βοήθησε να βελτιώσουμε την εργασιακή μας νοοτροπία και να εδραιώσουμε ομαδικό πνεύμα στους κόλπους της ΕΚΤ. Η Εκτελεστική Επιτροπή είναι αποφασισμένη να υλοποιήσει το πρόγραμμα “Η ΕΚΤ σε κίνηση” και να διαφυλάξει το πνεύμα του.

Κατά το 2004 σημειώθηκαν άλλες δύο σημαντικές εξελίξεις. Πρώτον, εγκρίθηκαν επίσημα οι αξίες της ΕΚΤ: ικανότητα, αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα, ακεραιότητα, ομαδικό πνεύμα, διαφάνεια και λογοδοσία και εργασία για την Ευρώπη. Δεύτερον, αποφασίστηκε να εφαρμοστεί πρόγραμμα εκτίμησης του προϋπολογισμού σε μηδενική βάση. Από την ίδρυσή της την 1η Ιουνίου 1998, η ΕΚΤ αναπτύχθηκε πολύ γρήγορα ώστε να ανταποκριθεί με επιτυχία στις ιστορικές προκλήσεις. Αφού απέδειξε την αποτελεσματικότητά της, ήταν πλέον καιρός η ΕΚΤ να επανεξετάσει την αποδοτικότητα της λειτουργίας της. Γι’ αυτό, η Εκτελεστική Επιτροπή ανέλαβε το εν λόγω πρόγραμμα με στόχο την εξέταση όλων των καθηκόντων του ιδρύματος και της αντίστοιχης κατανομής του προσωπικού. Το πρόγραμμα βρίσκεται σε εξέλιξη και θα ολοκληρωθεί έως τα μέσα του 2005.

\*\*\*

Η Εκτελεστική Επιτροπή, το Διοικητικό Συμβούλιο και το Γενικό Συμβούλιο της ΕΚΤ εμφορούνται από ένα σπάνιο ομαδικό πνεύμα. Στη ζώνη του ευρώ, η ΕΚΤ και οι 12 εθνικές κεντρικές τράπεζες αποτελούν μια ενιαία ομάδα, το Ευρωσύστημα. Κατά το 2004 διατυπώθηκε η Δήλωση σχετικά με

την Αποστολή του Ευρωσυστήματος (βλ. το Πλαίσιο 15 της παρούσας Έκθεσης), μια κοινή δήλωση για τα 13 ιδρύματα και το προσωπικό τους σε όλη τη ζώνη του ευρώ. Με τη δήλωση αυτή διακηρύσσεται η συλλογική μας βούληση να ενδυναμώσουμε περαιτέρω την ομάδα μας, το Ευρωσύστημα, ταγμένοι στην υπηρεσία της Ευρώπης και του ενιαίου νομίσματός της. Η ΕΚΤ είναι υπερήφανη που πρωτοστατεί σ’ αυτή την απαραίτητη ομάδα.

Φραγκφούρτη, Μάρτιος 2005



Jean-Claude Trichet

**Δημιουργός**  
Stephan Jung  
**Τίτλος**  
P.WP1, 2002  
**Τεχνική**  
Λάδι σε μουσαμά  
**Διαστάσεις**  
230 × 265 εκ.  
© VG Bild-Kunst, Βόννη 2005



ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ  
ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

## I ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Το 2004 συνεχίστηκε η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ, η οποία είχε ξεκινήσει το δεύτερο εξάμηνο του 2003. Ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ επιταχύνθηκε το πρώτο εξάμηνο του έτους, υπό την ευνοϊκή επίδραση της έντονης επέκτασης της παγκόσμιας οικονομίας, ενώ κατά το δεύτερο εξάμηνο παρουσίασε ελαφρά επιβράδυνση, εν μέρει λόγω των αυξημένων τιμών του πετρελαίου. Συνολικά το 2004 ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ – μετά από διόρθωση ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών – επιταχύνθηκε σε 1,8%, από 0,5% το 2003 και 0,9% το 2002.

Καθώς η οικονομική ανάκαμψη ήταν σταδιακή, οι εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις παρέμειναν περιορισμένες, σε σημαντικό βαθμό χάρη στις συγκρατημένες μισθολογικές αυξήσεις. Η ελαφρά ανατίμηση του ευρώ, σε όρους ονομαστικής σταθμισμένης ισοτιμίας, συνέβαλε επίσης ώστε να υποχωρήσουν κάπως οι πληθωριστικές πιέσεις. Ωστόσο, οι ρυθμοί

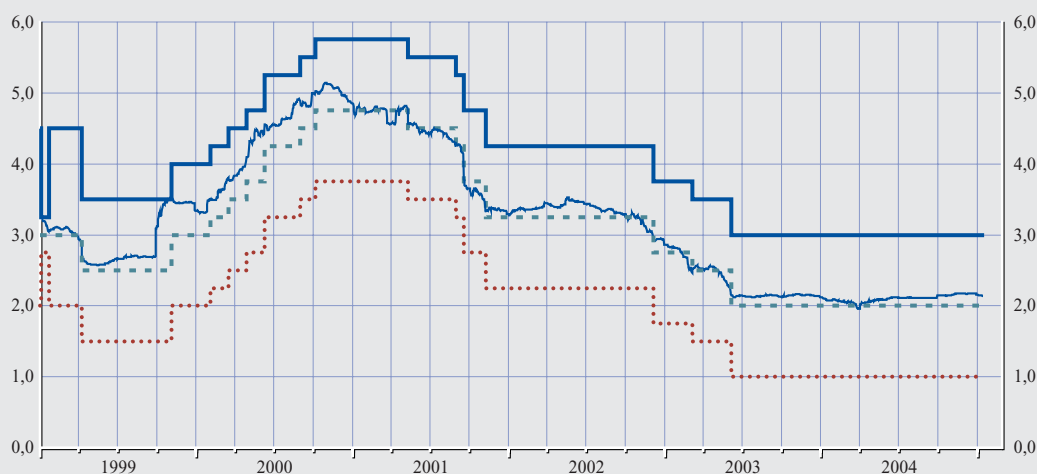
πληθωρισμού το 2004 επηρεάστηκαν σημαντικά από τις αυξήσεις των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών και των άμεσων φόρων και, ιδίως το δεύτερο εξάμηνο του έτους, από την άνοδο των τιμών του πετρελαίου. Ο ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ το 2004 διαμορφώθηκε στο 2,1%, παραμένοντας αμετάβλητος σε σχέση με το προηγούμενο έτος.

Λαμβάνοντας υπόψη τις συγκρατημένες εγχώριες πιέσεις επί των τιμών και τις θετικές προοπτικές για σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διατήρησε αμετάβλητα τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ καθ' όλη τη διάρκεια του 2004, σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης παρέμεινε στο 2%, ενώ τα επιτόκια της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων και της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης διατηρήθηκαν στο 1% και 3% αντίστοιχα (βλ. Διάγραμμα 1).

Διάγραμμα 1 Επιτόκια της ΕΚΤ και της αγοράς χρήματος

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)

- επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης
- επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων
- - - ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης
- EURIBOR τριών μηνών



Πηγή: ΕΚΤ.

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

Αναλυτικότερα, τους πρώτους μήνες του 2004 τα στοιχεία επιβεβαίωναν ότι συνεχιζόταν η σταδιακή ανάκαμψη της οικονομίας, η οποία είχε ξεκινήσει το δεύτερο εξάμηνο του 2003. Όσον αφορά το εξωτερικό περιβάλλον, ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγών ήταν υψηλός, υποβοηθούμενος από την έντονη δυναμική της παγκόσμιας οικονομίας. Επιπλέον, οι επενδύσεις δέχονταν θετική επίδραση από τις πολύ ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης εντός της ζώνης του ευρώ και τη βελτίωση των προοπτικών κερδοφορίας των εταιριών, η οποία αντανάκλωνε τις προσαρμογές βασικών μεγεθών του ισολογισμού τους. Αναμενόταν επίσης σταδιακή ανάκαμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης, λόγω της προβλεπόμενης αύξησης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος και της βαθμιαίας βελτίωσης των συνθηκών στις αγορές εργασίας. Όσον αφορά τις τιμές, ο ρυθμός πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ μειώθηκε σε επίπεδα κάτω του 2% στις αρχές του 2004, κυρίως λόγω της υποχώρησης των πληθωριστικών πιέσεων που συνδέονταν με την ανατίμηση του ευρώ κατά τους τελευταίους μήνες του 2003, αλλά και για τεχνικούς λόγους, δηλ. επιδράσεις της βάσης σύγκρισης εξαιτίας των έντονων αυξήσεων των τιμών της ενέργειας στις αρχές του 2003.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του Μ3 το α' τρίμηνο του 2004 συνέχισε την πτωτική τάση που είχε ξεκινήσει το καλοκαίρι του 2003. Η εξέλιξη αυτή αντανάκλωνε κυρίως την αναστροφή προγενέστερων μετατοπίσεων χαρτοφυλακίων. Ειδικότερα, οι επενδυτές στρέφονταν σταδιακά προς πιο μακροπρόθεσμα και πιο ριψοκίνδυνα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία που δεν περιλαμβάνονται στο Μ3, μετά από μια περίοδο έντονης προτίμησης για ρευστά διαθέσιμα, η οποία σχετιζόταν με την αυξημένη αβεβαιότητα (από το 2001 έως τα μέσα του 2003) σχετικά με τις εξελίξεις στην οικονομική δραστηριότητα και τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Παρά την παρατηρούμενη εξομάλυνση της αύξησης του Μ3, στη ζώνη του ευρώ εξακολούθησε να υπάρχει πολύ περισσότερη ρευστότητα από ό,τι χρειαζόταν για τη χρηματοδότηση μη πληθωριστικής οικονο-

μικής ανάπτυξης. Αν και η εξέλιξη αυτή υποδήλωνε ότι έπρεπε να παρακολουθούνται προσεκτικά οι ανοδικοί κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών, το Διοικητικό Συμβούλιο έκρινε ότι, σε γενικές γραμμές, οι προοπτικές για τη σταθερότητα των τιμών ήταν ευνοϊκές το α' τρίμηνο του 2004.

Οι οικονομικές εξελίξεις κατά το β' τρίμηνο του 2004 προμήνυαν δύο διαφορετικά πιθανά σενάρια. Αφενός, τα διαθέσιμα στοιχεία υποδήλωναν συνέχιση της ισχυρής ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας και ιδιαίτερα ευνοϊκή πορεία των εξαγωγών της ζώνης του ευρώ. Αφετέρου, οι τιμές του πετρελαίου άρχισαν να αυξάνονται έντονα μετά το Μάρτιο του 2004, δημιουργώντας σταδιακά κινδύνους επιβράδυνσης της ανάκαμψης. Όσο προχωρούσε το β' τρίμηνο, υπερίσχυε το πρώτο σενάριο και οι οικονομικοί δείκτες όλο και περισσότερο επιβεβαίωναν ότι η ανάκαμψη ενισχυόταν. Μάλιστα, στο τέλος του β' τριμήνου, τα στοιχεία που δημοσιεύθηκαν μαρτυρούσαν ότι η οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ κατά το πρώτο εξάμηνο του 2004 ήταν εντονότερη από ό,τι αναμενόταν, καλλιεργώντας κλίμα αισιοδοξίας σχετικά με τις προοπτικές της οικονομικής ανάπτυξης. Ο τριμηνιαίος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ διαμορφώθηκε, κατά μέσο όρο, σε 0,6% το πρώτο εξάμηνο του έτους, δηλ. στο υψηλότερο επίπεδο που είχε σημειωθεί στη ζώνη του ευρώ από το πρώτο εξάμηνο του 2000. Η δυναμική της ανάκαμψης αντανάκλωνε κυρίως την επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των εξαγωγών και, μετά από μακρά περίοδο στασιμότητας, τη σταδιακή ενίσχυση της ιδιωτικής κατανάλωσης. Στο πλαίσιο αυτό, οι προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος που δημοσιεύθηκαν τον Ιούνιο του 2004 εκτιμούσαν ότι ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ θα επιταχυνθεί μεταξύ 1,4% και 2,0% κατά μέσο όρο το 2004 και περαιτέρω σε 1,7%-2,7% το 2005. Οι προβλέψεις διεθνών και ιδιωτικών οργανισμών συμβάδιζαν επίσης με τις προσδοκίες για ενίσχυση της οικονομικής ανάκαμψης το δεύτερο εξάμηνο του 2004.

Η αύξηση των τιμών του πετρελαίου άσκησε αρκετά έντονες βραχυπρόθεσμες ανοδικές πιέσεις στις τιμές καταναλωτή και επηρέασε σημαντικά τον πληθωρισμό. Οι ετήσιοι ρυθμοί πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ επιταχύνθηκαν εκ νέου το β' τρίμηνο του 2004, εξαιτίας και των αυξήσεων των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών και των έμμεσων φόρων. Ωστόσο, κατά την αξιολόγηση των μεσοπρόθεσμων τάσεων των τιμών, το Διοικητικό Συμβούλιο εκτίμησε ότι οι πληθωριστικές πιέσεις θα παραμείνουν μάλλον συγκρατημένες, λαμβάνοντας υπόψη τις υποτονικές συνθήκες που επικρατούσαν στις αγορές εργασίας, καθώς και τις προσδοκίες ότι οι μισθολογικές αυξήσεις θα παραμείνουν μέτριες, σε περιβάλλον σταδιακής μόνο βελτίωσης των αγορών εργασίας και βαθμιαίας οικονομικής ανάκαμψης. Οι εκτιμήσεις αυτές ήταν συμβατές τόσο με τις προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος (Ιούνιος 2004), σύμφωνα με τις οποίες ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ αναμενόταν να διαμορφωθεί μεταξύ 1,9% και 2,3% το 2004 και μεταξύ 1,1% και 2,3% το 2005, όσο και με τις προβλέψεις των διεθνών και ιδιωτικών οργανισμών. Ωστόσο, επισημάνθηκαν ορισμένοι κίνδυνοι προς τα άνω απόκλισης σε σχέση με τις προβολές αυτές, ειδικότερα κίνδυνοι που προέρχονταν από την εξέλιξη των τιμών του πετρελαίου, από την αβεβαιότητα σχετικά με τις μεταβολές των έμμεσων φόρων και των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών και από το ενδεχόμενο δευτερογενών επιδράσεων κατά τον καθορισμό των μισθών και των τιμών. Επιπλέον, την ίδια περίοδο αυξήθηκαν κάπως οι μεσομακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M3 συνέχισε σε γενικές γραμμές την καθοδική τάση του το β' τρίμηνο του 2004, αντανακλώντας την περαιτέρω εξομάλυνση της συμπεριφοράς των επενδυτών ως προς τη διακράτηση χρήματος. Ωστόσο, η εξομάλυνση αυτή ήταν μάλλον βραδεία και ο ρυθμός αύξησης του M3 παρέμεινε σχετικά υψηλός, μεταξύ άλλων και διότι τα χαμηλά επιτόκια ενίσχυαν τη ζήτηση ρευστών διαθεσίμων. Ως εκ τούτου, το

Διοικητικό Συμβούλιο εξακολούθησε να εκφράζει ανησυχίες για την επίμονα υψηλή πλεονάζουσα ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ, η οποία, σε περίπτωση επιτάχυνσης της οικονομικής δραστηριότητας, θα μπορούσε να προκαλέσει πληθωριστικές πιέσεις μεσοπρόθεσμα.

Ενώ το βασικό σενάριο που υποδήλωνε συνέχιση της ανάκαμψης δεν μεταβλήθηκε ουσιαστικά το δεύτερο εξάμηνο του 2004, γινόταν όλο και περισσότερο εμφανές ότι η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ θα προχωρούσε με κάπως βραδύτερο ρυθμό από ό,τι αναμενόταν. Αυτή η εξέλιξη οφειλόταν κυρίως στην πρόσκαιρη επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης, στην περαιτέρω μεγάλη αύξηση των τιμών του πετρελαίου το γ' τρίμηνο και στη σημαντική ανατίμηση του ευρώ το δ' τρίμηνο. Πράγματι, στη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου του 2004, τα στοιχεία επιβεβαίωναν ότι οι υψηλότερες τιμές του πετρελαίου εξακολουθούσαν να επηρεάζουν αρνητικά την αύξηση της ζήτησης τόσο εντός όσο και εκτός της ζώνης του ευρώ. Ο τριμηνιαίος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ ήταν μόλις 0,2% το γ' και το δ' τρίμηνο του 2004. Οι προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος που δημοσιεύθηκαν το Δεκέμβριο του 2004 εκτιμούσαν ότι ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ θα ήταν 1,4%-2,4% το 2005 και 1,7%-2,7% το 2006. Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο υπογράμμισε ότι υπήρχαν κίνδυνοι προς τα κάτω απόκλισης σε σχέση με αυτές τις προβολές, οι οποίοι σχετίζονταν με πιθανές δυσμενείς εξελίξεις στην αγορά του πετρελαίου.

Όσον αφορά την εξέλιξη των τιμών, οι ετήσιοι ρυθμοί πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ εξακολούθησαν να βρίσκονται μόλις άνω του 2% το δεύτερο εξάμηνο του 2004, κυρίως λόγω της αύξησης των τιμών του πετρελαίου. Ωστόσο, δεν υπήρχαν ενδείξεις ότι συσσωρεύονται ισχυρότερες εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις. Οι μισθολογικές αυξήσεις παρέμεναν συγκρατημένες από το δ' τρίμηνο του 2003 και εξής και η τάση αυτή

αναμενόταν να συνεχιστεί, σε περιβάλλον μέτρων ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης και υποτονικών εξελίξεων στην αγορά εργασίας. Στο πλαίσιο αυτό, οι προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος που δημοσιεύθηκαν το Δεκέμβριο του 2004 εκτιμούσαν ότι ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΕνΔΤΚ θα ήταν 1,5%-2,5% το 2005 και 1,0%-2,2% το 2006. Εντούτοις υπήρχαν κίνδυνοι προς τα άνω απόκλισης σε σχέση με τις παραπάνω προβολές, συνδεδεμένοι κυρίως με την εξέλιξη των τιμών του πετρελαίου, την αβεβαιότητα σχετικά με τις περαιτέρω αυξήσεις των έμμεσων φόρων και των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών και τις πιθανές δευτερογενείς επιδράσεις κατά τη διαδικασία καθορισμού των μισθών και των τιμών.

Οι κίνδυνοι αυτοί επισημαίνονταν όλο και περισσότερο από τη νομισματική ανάλυση της ΕΚΤ. Το δεύτερο εξάμηνο του 2004 η ανοδική επίδραση που ασκούσαν τα επίμονα χαμηλά επιτόκια στην αύξηση του M3 – ιδίως των πιο ρευστών συνιστωσών του – υπερίσχυσε της σταδιακής καθοδικής επίδρασης από την εξομάλυνση της επενδυτικής συμπεριφοράς. Επίσης, τα χαμηλά επιτόκια ενίσχυαν τη ζήτηση πιστώσεων εκ μέρους του ιδιωτικού τομέα. Συγκεκριμένα, η ήδη υψηλή ζήτηση δανείων για αγορά κατοικίας αυξήθηκε περαιτέρω, συμβάλλοντας στην έντονη δυναμική των τιμών των κατοικιών σε αρκετές χώρες της ζώνης του ευρώ. Στο πλαίσιο αυτό, το Διοικητικό Συμβούλιο εκτιμούσε ότι η επίμονα υψηλή πλεονάζουσα ρευστότητα και η έντονη πιστωτική επέκταση όχι μόνο συνεπάγονταν κινδύνους ανόδου των τιμών, αλλά και θα μπορούσαν να προκαλέσουν μη διατηρήσιμες αυξήσεις των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, ιδίως στις αγορές ακινήτων. Τους πρώτους μήνες του 2005, η εικόνα αυτή δεν παρουσίασε σημαντικές μεταβολές. Συνεχίστηκε η ταχεία νομισματική επέκταση που παρατηρείται από τα μέσα του 2004 και εξής, ενώ η διαθέσιμη ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ εξακολούθησε να είναι σημαντικά περισσότερη από ό,τι χρειάζεται για τη χρηματοδότηση μη πληθωριστικής ανάπτυξης.

Συνολικά, το δεύτερο εξάμηνο του 2004 και στις αρχές του 2005, το Διοικητικό Συμβούλιο συνέχισε να εκφράζει τον προβληματισμό του σχετικά με τις δυσμενείς βραχυχρόνιες εξελίξεις του πληθωρισμού. Παράλληλα, σημείωνε ότι δεν υπήρχαν ενδείξεις συσσώρευσης εγχώριων πληθωριστικών πιέσεων. Στο πλαίσιο αυτό, τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ παρέμειναν αμετάβλητα καθ' όλη την περίοδο. Ωστόσο, το Διοικητικό Συμβούλιο τόνιζε ότι υπάρχουν κίνδυνοι διατάραξης της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα και γι' αυτό το λόγο απαιτείται επαγρύπνηση.



## 2 ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ, ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

### 2.1 ΤΟ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

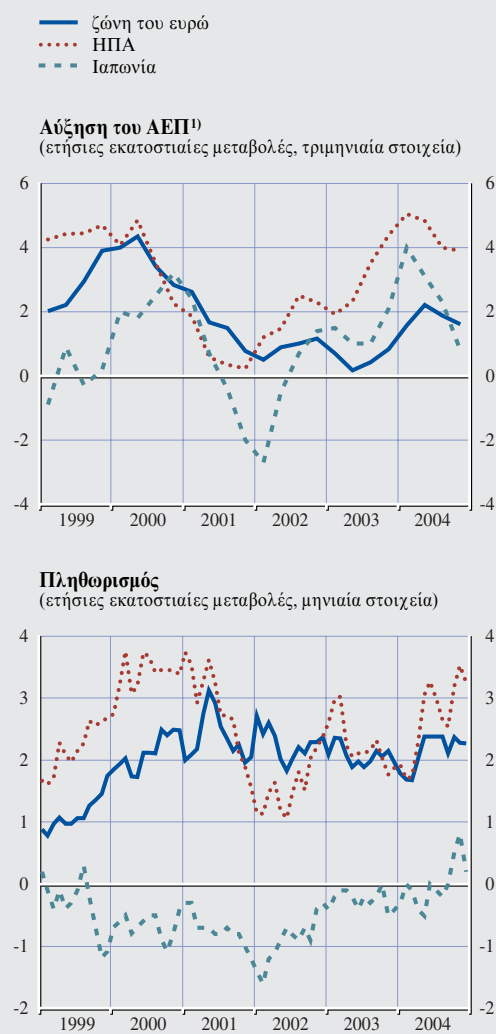
#### Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΚΑΤΕΓΡΑΦΕ ΤΗΝ ΥΨΗΛΟΤΕΡΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΩΝ ΤΕΛΕΥΤΑΙΩΝ ΤΡΙΑΝΤΑ ΠΕΡΙΠΟΥ ΕΤΩΝ

Το 2004 η ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας ήταν η υψηλότερη που έχει καταγραφεί από το 1976 και εξής και προερχόταν από όλες σχεδόν τις κύριες οικονομικές περιοχές του κόσμου (βλ. Διάγραμμα 2). Ιδιαίτερα έντονη οικονομική ανάπτυξη σημειώθηκε στην περιφέρεια της Ασίας, η οικονομία της Κίνας μάλιστα παρουσίασε ενδείξεις υπερθέρμανσης. Στις υψηλές αναπτυξιακές επιδόσεις της παγκόσμιας οικονομίας συνέβαλαν οι ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης και οι επεκτατικές μακροοικονομικές πολιτικές που ασκήθηκαν σε πολλές χώρες. Παράλληλα, αυξήθηκαν έντονα και οι διεθνείς εμπορικές συναλλαγές, οι οποίες το 2004 έφθασαν στο υψηλότερο επίπεδό τους από το 2000 και εξής.

Η επέκταση της παγκόσμιας οικονομίας ήταν γοργή τους πρώτους μήνες του έτους, ενώ στη συνέχεια επιβραδύνθηκε στις περισσότερες χώρες. Η επιβράδυνση αυτή εν μέρει αποτελούσε επάνοδο σε πιο φυσιολογικά επίπεδα, μετά την ιδιαίτερα έντονη δυναμική που είχε παρατηρηθεί τα προηγούμενα τρίμηνα, αλλά εν μέρει αντανάκλασε και τη σταδιακή άρση των μέτρων πολιτικής που είχαν ληφθεί με σκοπό την τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας. Η σημαντική αύξηση των τιμών του πετρελαίου, οι οποίες έφθασαν σε πρωτοφανή επίπεδα τον Οκτώβριο του 2004, συνέβαλε επίσης σ' αυτή την επιβράδυνση. Η άνοδος των τιμών του πετρελαίου προκάλεσε μέτρια επιτάχυνση των ρυθμών πληθωρισμού σε πολλές χώρες, επηρεάζοντας κυρίως τις τιμές των ενεργειακών αγαθών. Οι τάσεις του πληθωρισμού όμως παρέμειναν σχετικά σταθερές, πράγμα που υποδηλώνει ότι οι δευτερογενείς επιδράσεις συγκρατήθηκαν σε ικανοποιητικό βαθμό (βλ. Διάγραμμα 2).

Η συνεχιζόμενη ταχύρρυθμη ανάπτυξη της αμερικανικής οικονομίας (σε σύγκριση με ορισμένους εμπορικούς εταίρους της) συνέβαλε

Διάγραμμα 2 Κυριότερες εξελίξεις στις μεγάλες βιομηχανικές οικονομίες



Πηγές: Εθνικά στοιχεία, ΤΔΔ, Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

1) Για τη ζώνη του ευρώ χρησιμοποιούνται στοιχεία της Eurostat. Για τις ΗΠΑ και την Ιαπωνία χρησιμοποιούνται εθνικά στοιχεία. Για όλες τις χώρες, έχει γίνει εποχική διόρθωση του ΑΕΠ.

στην περαιτέρω διεύρυνση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ. Η εξέλιξη αυτή, σε συνδυασμό με την αβεβαιότητα σχετικά με τις προοπτικές της δημοσιονομικής πολιτικής των ΗΠΑ, αναζωπύρωσε τις ανησυχίες των αγορών σχετικά με τη διατηρησιμότητα των παγκόσμιων οικονομικών ανισορροπιών. Αντανάκλωντας εν μέρει αυτές τις ανησυχίες, το δολάριο ΗΠΑ υποτιμήθηκε

έναντι πολλών νομισμάτων τους τελευταίους μήνες του 2004.

Στις ΗΠΑ, η οικονομική ανάπτυξη συνεχίστηκε με γενικώς έντονους ρυθμούς το 2004. Στο σύνολο του έτους το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 4,4% (σύμφωνα με προκαταρκτικές εκτιμήσεις). Η επέκταση αυτή κατέστησε δυνατή την επί μακρόν αναμενόμενη βελτίωση στην αγορά εργασίας. Η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ προήλθε κυρίως από την υψηλή κατανάλωση των νοικοκυριών και τις επιχειρηματικές επενδύσεις (ιδίως για εξοπλισμό και λογισμικό), ενώ το εμπορικό ισοζύγιο είχε αρνητική συμβολή.

Η ιδιωτική κατανάλωση αυξανόταν με υψηλούς ρυθμούς κατά το μεγαλύτερο μέρος του έτους, αντανakλώντας τις συνεχιζόμενες επιδράσεις της επεκτατικής μακροοικονομικής πολιτικής, την έντονη άνοδο των τιμών των κατοικιών, καθώς και τη βελτίωση της μισθωτής απασχόλησης. Μολονότι η αύξηση της απασχόλησης επιταχύνθηκε μετά από αρκετά χρόνια χαμηλών ρυθμών, οι ανοδικές πιέσεις επί των μισθών παρέμειναν γενικά συγκρατημένες, κυρίως διότι εξακολούθησαν σε κάποιο βαθμό να υπάρχουν χαλαρές συνθήκες στην αγορά εργασίας. Η υποτονική αύξηση του κόστους εργασίας, σε συνδυασμό με τις υψηλές τιμές του πετρελαίου, επέδρασε ανασταλτικά στην άνοδο του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος το δεύτερο εξάμηνο του 2004. Μάλιστα, αν το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα δεν ενισχυόταν από την καταβολή ασυνήθιστα υψηλών μερισμάτων το Δεκέμβριο του 2004, η εξέλιξη αυτή θα συμπίεζε ακόμη περισσότερο το ποσοστό της αποταμίευσης των νοικοκυριών. Παράλληλα, το χρέος των νοικοκυριών ως ποσοστό του διαθέσιμου εισοδήματός τους έφθασε σε ιστορικά υψηλό επίπεδο το 2004.

Οι επιχειρηματικές επενδύσεις αυξήθηκαν με υψηλούς ρυθμούς το 2004, λόγω των αυξημένων επενδύσεων σε εξοπλισμό και λογισμικό, σε περιβάλλον ευνοϊκών συνθηκών χρηματοδότησης, πρόσκαιρων φορολογικών κινήτρων και χαμηλών επιπέδων των

αποθεμάτων, σε συνδυασμό με την ισχυρή ζήτηση. Παρότι η άνοδος των τιμών του πετρελαίου συνέβαλε στην αύξηση του κόστους των πρώτων υλών, η κερδοφορία των επιχειρήσεων παρέμεινε υψηλή. Αντανακλώντας εν μέρει τη βελτίωση στην αγορά εργασίας, ο ρυθμός αύξησης της παραγωγικότητας επιβραδύνθηκε σταδιακά στη διάρκεια του 2004, αν και παρέμεινε σχετικά υψηλός για το σύνολο του έτους.

Το ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών των ΗΠΑ εξακολούθησε να επιδεινώνεται το 2004. Το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου και του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ έφθασαν σε ιστορικά υψηλά επίπεδα ως ποσοστό του ΑΕΠ. Σε πραγματικούς όρους, η αύξηση των εισαγωγών συνέχισε να υπερβαίνει την αύξηση των εξαγωγών, παρά τη σωρευτική υποτίμηση του δολαρίου ΗΠΑ από τις αρχές του 2002 και εξής, καθώς η εγχώρια ζήτηση στις ΗΠΑ ήταν πολύ υψηλότερη από τη ζήτηση εκ μέρους των σημαντικών εμπορικών εταιρών της αμερικανικής οικονομίας. Συναφής με αυτή την εξέλιξη ήταν η υστέρηση των εγχώριων αποταμιεύσεων σε σχέση με τις επενδύσεις, η οποία αντανakλούσε τη συνεχιζόμενη μείωση της αποταμίευσης του δημόσιου τομέα και το ιστορικά χαμηλό ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών.

Ο πληθωρισμός των τιμών καταναλωτή άρχισε πάλι να επιταχύνεται το 2004, κυρίως λόγω των αυξημένων τιμών της ενέργειας, και ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΔΤΚ διαμορφώθηκε σε 3,3% στο τέλος του έτους. Ο ΔΤΚ χωρίς τις τιμές των ειδών διατροφής και της ενέργειας αντέστρεψε την καθοδική τάση που ακολουθούσε τα τελευταία χρόνια και αυξήθηκε σε 2,2%. Ωστόσο, οι ανοδικές πιέσεις επί των τιμών παρέμειναν σχετικά συγκρατημένες, χάρη στη βαθμιαία απορρόφηση της πλεονάζουσας προσφοράς εργασίας, τη συνεχιζόμενη έντονη αύξηση της παραγωγικότητας και την περιορισμένη μόνο επίδραση της υποτίμησης του δολαρίου ΗΠΑ στις τιμές καταναλωτή. Ως εκ τούτου, παρέμειναν συγκρατημένες και οι μακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον

πληθωρισμό, όπως αποτυπώνονται σε δείκτες που καταρτίζονται βάσει ερευνών και σε δείκτες της αγοράς, παρότι οι τελευταίοι παρουσίασαν κάποια άνοδο.

Μετά από μια περίοδο ιστορικά χαμηλών επιτοκίων, η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (FOMC) του Ομοσπονδιακού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών των ΗΠΑ αύξησε το επιτόκιο-στόχο της κεντρικής τράπεζας κατά 125 μονάδες βάσης συνολικά το 2004 (αρχής γενομένης από τον Ιούνιο, πραγματοποιήθηκαν πέντε διαδοχικές αυξήσεις, κατά 25 μονάδες βάσης κάθε φορά) σε 2,25% στο τέλος του έτους και περαιτέρω σε 2,5% στις αρχές Φεβρουαρίου του 2005. Η FOMC δήλωσε ότι μπορεί να προχωρήσει στην άρση των χαλαρών νομισματικών συνθηκών με μικρά και σταθερά βήματα, αλλά παράλληλα τόνισε ότι θα αντιδρά στις μεταβολές των προοπτικών της οικονομίας όπως και όταν χρειάζεται ώστε να εκπληρώσει την υποχρέωσή της για διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Όσον αφορά τη δημοσιονομική πολιτική, το έλλειμμα του ομοσπονδιακού προϋπολογισμού αυξήθηκε σε 3,6% του ΑΕΠ κατά το δημοσιονομικό έτος 2004, παρά την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας.

Στην Ιαπωνία, η οικονομική ανάκαμψη εξασθένησε σταδιακά στη διάρκεια του 2004. Μετά από έντονη επέκταση το α' τρίμηνο του έτους, τους υπόλοιπους μήνες η οικονομική δραστηριότητα επιβραδύνθηκε σημαντικά, αντανακλώντας τη μείωση των δημόσιων δαπανών, την υποχώρηση του ρυθμού ανόδου της εγχώριας ιδιωτικής ζήτησης και την κάμψη του δυναμισμού των εξαγωγών. Παρ' όλα αυτά, λόγω της επίδρασης της βάσης σύγκρισης και του υψηλού ρυθμού που σημειώθηκε το α' τρίμηνο, το 2004 ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ έφθασε στο υψηλότερο επίπεδο του από το 1996 (2,6%). Οι συνθήκες στην αγορά εργασίας παρουσίασαν κάποια σταδιακή βελτίωση. Παράλληλα, η αναδιάρθρωση των ισολογισμών των εταιριών, σε συνδυασμό με τις προσπάθειες περικοπής των δαπανών, συνέβαλαν στην έντονη ανάκαμψη της κερδοφορίας των εταιριών, ενώ στον τραπεζικό

τομέα μειώθηκε το υπόλοιπο των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Οι ανησυχίες σχετικά με φαινόμενα μείωσης του γενικού επιπέδου των τιμών μετριάστηκαν κάπως στη διάρκεια του έτους, αλλά δεν εξαλείφθηκαν πλήρως. Οι τιμές χονδρικής αυξήθηκαν, αντανακλώντας κυρίως την άνοδο των τιμών των πρώτων υλών, ενώ οι τιμές των τελικών αγαθών εξακολούθησαν να μειώνονται ελαφρά. Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών καταναλωτή για το σύνολο του έτους διαμορφώθηκε σε 0%, έναντι -0,3% το 2003. Τον Οκτώβριο, με βάση ενδείξεις ότι υποχωρούσαν οι πιέσεις που ωθούσαν προς μείωση του γενικού επιπέδου των τιμών, ορισμένα μέλη του Συμβουλίου Πολιτικής της Τράπεζας της Ιαπωνίας προέβλεψαν ελαφρά αύξηση του ΔΤΚ εκτός των τιμών των νωπών ειδών διατροφής κατά το δημοσιονομικό έτος 2005. Προς το τέλος του 2004 όμως επανεμφάνιστηκαν καθοδικές πιέσεις στο γενικό επίπεδο των τιμών, λόγω της μείωσης των τιμών στις απελευθερωμένες αγορές υπηρεσιών κοινής ωφέλειας. Η Τράπεζα της Ιαπωνίας αύξησε το στόχο της για το υπόλοιπο των τρεχούμενων λογαριασμών των πιστωτικών ιδρυμάτων σ' αυτήν σε 30-35 τρισεκ. γιεν τον Ιανουάριο του 2004. Η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής παρέμεινε αμετάβλητη για το υπόλοιπο του έτους.

Διατηρώντας το δυναμισμό που είχε παρουσιάσει το προηγούμενο έτος, η οικονομία των χωρών της Ασίας εκτός της Ιαπωνίας κατέγραψε και το 2004 υψηλή ανάπτυξη, που οφειλόταν ιδίως στην ισχυρή ζήτηση από το εξωτερικό, την ανάκαμψη της εγχώριας ζήτησης και τη θεαματική αύξηση των επενδύσεων της Κίνας. Η περιφερειακή ενοποίηση στην Ασία ενισχύθηκε, όπως μαρτυρεί η ραγδαία αύξηση των εμπορικών συναλλαγών και των επενδύσεων μεταξύ των χωρών της περιφέρειας. Ωστόσο, ο ρυθμός της οικονομικής ανάπτυξης επιβραδύνθηκε προς το τέλος του 2004 λόγω της μείωσης της ζήτησης από το εξωτερικό, καθώς και εξαιτίας των υψηλών τιμών του πετρελαίου. Σε επίπεδο χωρών, η οικονομία της Κίνας εξακολούθησε να

αναπτύσσεται με υψηλούς ρυθμούς, παρουσίασε μάλιστα ενδείξεις υπερθέρμανσης το πρώτο εξάμηνο του έτους. Τα μέτρα οικονομικής πολιτικής επιβράδυναν την άνοδο των επενδύσεων το δεύτερο εξάμηνο του έτους, αλλά δεν επηρέασαν τη συνολική οικονομική δραστηριότητα. Για το σύνολο του έτους, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ της Κίνας ήταν 9,5%.

Στη Λατινική Αμερική, η οικονομική κατάσταση παρουσίασε σημαντική βελτίωση, υποβοηθούμενη από την εξαγωγική δραστηριότητα και την εγχώρια ζήτηση. Ο ρυθμός ανάπτυξης στη Βραζιλία και το Μεξικό επιταχύνθηκε σταδιακά στη διάρκεια του έτους, κυρίως λόγω της συνεχιζόμενης ταχείας αύξησης των εξαγωγών και της ενίσχυσης του ρυθμού της επενδυτικής δραστηριότητας. Στην Αργεντινή, η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας παρέμεινε έντονη, αν και μετριάστηκε κάπως στη διάρκεια του έτους.

### **ΟΙ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΒΑΣΙΚΩΝ ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΩΝ ΑΥΞΗΘΗΚΑΝ ΕΝΤΟΝΑ ΤΟ 2004**

Οι τιμές του πετρελαίου αυξάνονταν κατά το μεγαλύτερο μέρος του έτους, παρουσιάζοντας σημαντικές διακυμάνσεις. Η τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent κορυφώθηκε στα 51 δολ. ΗΠΑ στο τέλος Οκτωβρίου, από 30 δολ. ΗΠΑ στην αρχή του έτους (βλ. Διάγραμμα 3). Για το σύνολο του 2004, η τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent ήταν κατά μέσο όρο 38 δολ. ΗΠΑ, δηλ. κατά 33% υψηλότερη σε σχέση με το 2003, ενώ μετρούμενη σε ευρώ αυξήθηκε κατά 20% την ίδια περίοδο. Το κύμα αυξήσεων των τιμών του πετρελαίου το 2004 οφειλόταν κυρίως στην έντονη παγκόσμια ζήτηση πετρελαίου, στην ανησυχία για την ασφάλεια των αποθεμάτων πετρελαίου και στην αναντιστοιχία προσφοράς και ζήτησης για ορισμένες ποιότητες πετρελαίου.

Η ζήτηση πετρελαίου εκτινάχθηκε στα ύψη, ιδίως στην Ασία και τη Νότιο Αμερική, και εξακολούθησε να υπερβαίνει τις προσδοκίες καθ' όλη τη διάρκεια του 2004, σε περιβάλλον υψηλής παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης. Σύμφωνα με τη Διεθνή Επιτροπή Ενέργειας, η παγκόσμια ζήτηση πετρελαίου αυξήθηκε κατά

3,4% το 2004, δηλ. με τον υψηλότερο ρυθμό εδώ και μία τριακονταετία περίπου.

Όσον αφορά τις συνθήκες της προσφοράς, στις αρχές του 2004 οι συμμετέχοντες στην αγορά ανέμεναν – μετά τις σχετικές δηλώσεις του ΟΠΕΚ – μείωση της παραγωγής πετρελαίου, πράγμα που τελικά δεν συνέβη. Απεναντίας οι παραγωγοί, εντός και εκτός ΟΠΕΚ, αύξησαν σημαντικά την παραγωγή αργού πετρελαίου το 2004. Καθώς αυξήθηκε η παγκόσμια προσφορά πετρελαίου, συρρικνώθηκε η πλεονάζουσα δυναμικότητα των εγκαταστάσεων παραγωγής και διύλισης, αφήνοντας πολύ στενά περιθώρια σε περίπτωση αιφνιδίων προβλημάτων προσφοράς πετρελαίου. Ως εκ τούτου, οι τιμές του πετρελαίου το 2004 έγιναν πολύ ευπαθείς στις απροσδόκητες μεταβολές της ισορροπίας μεταξύ προσφοράς και ζήτησης, στις εκτιμήσεις της αγοράς σχετικά με την ασφάλεια του εφοδιασμού με αργό πετρέλαιο και στις ανησυχίες σχετικά με την επάρκεια των αποθεμάτων πετρελαίου. Επιπλέον, το γεγονός ότι η ζήτηση τελικών προϊόντων πετρελαίου αυξανόταν ραγδαία και παράλληλα αυξάνονταν τα αποθέματα αργού πετρελαίου προκάλεσε αναντιστοιχία μεταξύ προσφερόμενης και ζητούμενης ποιότητας, με αποτέλεσμα να ζητούνται πρωτοφανείς προσαυξήσεις τιμών (premium) για τύπους αργού πετρελαίου υψηλής ποιότητας όπως το Brent.

Οι τιμές των βασικών εμπορευμάτων πλην της ενέργειας, οι οποίες ακολουθούσαν ανοδική πορεία από το δεύτερο εξάμηνο του 2003 και εξής, κορυφώθηκαν το πρώτο εξάμηνο του 2004 (βλ. Διάγραμμα 3), λόγω της έντονης ανάκαμψης της παγκόσμιας οικονομίας. Συνολικά, οι τιμές των μη ενεργειακών εμπορευμάτων μετριάστηκαν κάπως το δεύτερο εξάμηνο του 2004, καθώς οι τιμές των ειδών διατροφής και των γεωργικών πρώτων υλών μειώθηκαν σε σχέση με τα ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα των προηγούμενων μηνών του έτους. Οι τιμές των μετάλλων όμως εξακολούθησαν να αυξάνονται. Σε δολάρια ΗΠΑ, οι τιμές των μη ενεργειακών εμπορευμάτων το 2004 ήταν κατά μέσο όρο 22% υψηλότερες από ό,τι το προηγούμενο έτος.

### Διάγραμμα 3 Κυριότερες εξελίξεις στις αγορές βασικών εμπορευμάτων



## 2.2 ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

### Η ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ Μ3 ΕΠΗΡΕΑΣΤΗΚΕ ΑΠΟ ΔΥΟ ΑΝΤΙΡΡΟΠΟΥΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ

Υπό τις συνθήκες που διαμόρφωναν η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής και οι εξελίξεις στις αγορές κεφαλαίων, η αύξηση της ποσότητας χρήματος το 2004 επηρεάστηκαν από δύο αντίρροπους παράγοντες: αφενός από το χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων και αφετέρου από την εξομάλυνση της επενδυτικής συμπεριφοράς των κατοίκων της ζώνης του ευρώ, μετά την έντονη προτίμηση για ρευστά διαθέσιμα που είχε παρατηρηθεί από το 2001 έως τα μέσα του 2003. Το πρώτο εξάμηνο του 2004 η αύξηση του Μ3 επιβραδύνθηκε, λόγω της εξομάλυνσης της επενδυτικής συμπεριφοράς, και ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του Μ3, συνεχίζοντας την καθοδική τάση που είχε ξεκινήσει το καλοκαίρι του 2003, διαμορφώθηκε σε 5,3% τον Ιούνιο του 2004. Το δεύτερο εξάμηνο του 2004 ο ρυθμός αυτός άρχισε και πάλι να επιταχύνεται και διαμορφώθηκε σε 6,4% στο τέλος του έτους, καθώς η επίδραση του χαμηλού επιπέδου των επιτοκίων και του συνεπαγόμενου χαμηλού κόστους ευκαιρίας της διακράτησης χρήματος,

ενισχυμένη από τη νέα πτώση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων, έτεινε να επικρατήσει. Παράλληλα, η εξέλιξη του Μ3 το 2004 αντανακλούσε και τον υψηλότερο ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ σε σχέση με το προηγούμενο έτος.

Η εξομάλυνση της επενδυτικής συμπεριφοράς το 2004 πραγματοποιήθηκε με αργούς ρυθμούς. Μολονότι υποχώρησε η εξαιρετικά υψηλή αβεβαιότητα σχετικά με τις προοπτικές της οικονομίας και τις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές που επικρατούσε τα προηγούμενα έτη, τα νοικοκυριά της ζώνης του ευρώ – μεταξύ των άλλων οικονομικών μονάδων – φαίνεται ότι εξακολούθησαν να είναι απρόθυμα να αναλάβουν κινδύνους μετά τις συνεχείς ζημιές που είχαν υποστεί από τις χρηματιστηριακές αγορές την περίοδο από το 2000 έως τα μέσα του 2003. Έτσι εξηγείται ίσως η προτίμηση των επενδυτών για ρευστά διαθέσιμα, η οποία ήταν εντονότερη από ό,τι θα αναμενόταν κανονικά σ' αυτή τη φάση του οικονομικού κύκλου. Επιπλέον, η αυξητική επίδραση των χαμηλών επιπέδων των επιτοκίων στη διακράτηση χρήματος ενδέχεται να είναι ιδιαίτερη ισχυρή υπό συνθήκες τόσο χαμηλών επιτοκίων. Αυτό μπορεί να οφείλεται στο ότι η μετατόπιση κεφαλαίων από ρευστά διαθέσιμα προς λιγότερο ρευστές τοποθετήσεις συνεπάγεται κάποιο κόστος συναλλαγών, οπότε μειώνεται ακόμη περισσότερο το κόστος ευκαιρίας των ρευστών διαθεσίμων.

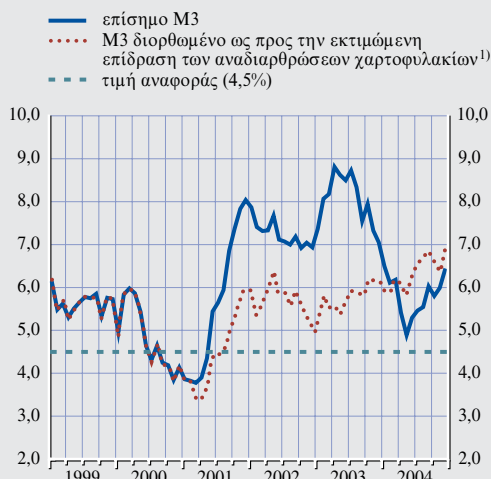
Ο αυξανόμενος ρόλος του χαμηλού επιπέδου των επιτοκίων στην εξέλιξη του Μ3 διαπιστώνεται σαφέστερα εάν γίνει διόρθωση του Μ3<sup>1</sup> ως προς την εκτιμώμενη επίδραση των αναδιαρθρώσεων των χαρτοφυλακίων υπέρ στοιχείων που περιλαμβάνονται στο Μ3 κατά την περίοδο μεγάλης αβεβαιότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές από το 2001 έως τα μέσα του 2003. Εξ ορισμού, η διορθωμένη αυτή σειρά του Μ3 δεν επηρεάζεται από τη μεταγενέστερη εξομάλυνση επενδυτικής συμπεριφοράς και, κατά συνέπεια, παρέχει

1 Περισσότερες λεπτομέρειες βλ. στην ενότητα 4 του άρθρου με τίτλο "Νομισματική ανάλυση σε πραγματικό χρόνο" στο τεύχος Οκτωβρίου 2004 του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ.



#### Διάγραμμα 4 M3 και M3 διορθωμένο ως προς την εκτιμώμενη επίδραση των αναδιαρθρώσεων χαρτοφυλακίων

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές, με εποχική και ημερολογιακή διόρθωση)

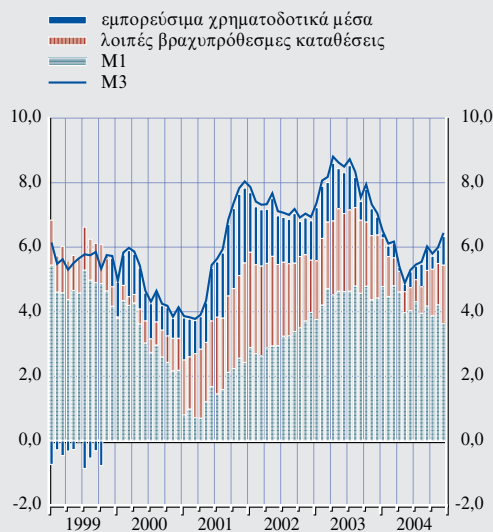


Πηγή: ΕΚΤ.

1) Το μέγεθος των αναδιαρθρώσεων χαρτοφυλακίων εκτιμήθηκε όπως περιγράφεται στο άρθρο "Νομισματική ανάλυση σε πραγματικό χρόνο" (Ενότητα 4) στο τεύχος Οκτωβρίου 2004 του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ.

#### Διάγραμμα 5 Συμβολή στην ετήσια αύξηση του M3

(σε εκατοστιαίες μονάδες, ρυθμός αύξησης του M3 σε ποσοστά %, με εποχική και ημερολογιακή διόρθωση)



Πηγή: ΕΚΤ.

σαφέστερες ενδείξεις για την επίδραση των επιτοκίων από ό,τι η σειρά του επίσημου M3. Τονίζεται πάντως ότι οι εκτιμήσεις του διορθωμένου M3 χαρακτηρίζονται από σημαντική αβεβαιότητα και, ως εκ τούτου, θα πρέπει να ερμηνεύονται με επιφύλαξη. Τα τρία τελευταία τρίμηνα του 2004, ο ρυθμός αύξησης του επίσημου M3 ήταν χαμηλότερος από τον ετήσιο ρυθμό αύξησης της σειράς του διορθωμένου M3, άρα η εξομάλυνση της επενδυτικής συμπεριφοράς επέδρασε καθοδικά. Ωστόσο, το γεγονός ότι ο ρυθμός αύξησης τόσο της σειράς του επίσημου M3 όσο και της σειράς του διορθωμένου M3 ενισχύθηκε το δεύτερο εξάμηνο του 2004 ενδέχεται να υποδηλώνει ότι η εξέλιξη του M3 οφειλόταν κυρίως στην αυξητική επίδραση του χαμηλού επιπέδου των επιτοκίων, και όχι τόσο στην εξομάλυνση της επενδυτικής συμπεριφοράς (βλ. Διάγραμμα 4).

Όπως συνέβη και το 2003, η σημαντικότερη συμβολή στον ετήσιο ρυθμό αύξησης του M3 το 2004 προήλθε από τις πιο ρευστές συνιστώσες του, δηλ. αυτές που περιλαμβάνονται στο στενό νομισματικό μέγεθος M1 (βλ. Διάγραμμα 5), και

κυρίως από το νόμισμα σε κυκλοφορία και τις καταθέσεις μίας ημέρας. Η αύξηση του νομίσματος σε κυκλοφορία αντανάκλωσε την συνεχώς υψηλή ζήτηση τραπεζογραμματίων ευρώ εντός και εκτός της ζώνης του ευρώ (βλ. επίσης την ενότητα 3 του Κεφαλαίου 2 σχετικά με τα τραπεζογραμμάτια και τα κέρματα).

Ο ρυθμός αύξησης των καταθέσεων μίας ημέρας παρέμεινε μάλλον υψηλός το 2004 και ενισχύθηκε από το πολύ χαμηλό κόστος ευκαιρίας των εν λόγω καταθέσεων. Τα μέσα επιτόκια καταθέσεων μίας ημέρας από νοικοκυριά και μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις παρέμειναν σε γενικές γραμμές αμετάβλητα σε σύγκριση με το τέλος του 2003 και διαμορφώθηκαν σε επίπεδα 0,73% και 0,90% αντίστοιχα στο τέλος του 2004 (βλ. Διάγραμμα 6), αντανάκλωντας την εξέλιξη των επιτοκίων της αγοράς χρήματος το 2004.

Η συμβολή των λοιπών βραχυπρόθεσμων καταθέσεων εκτός των καταθέσεων μίας ημέρας στον ετήσιο ρυθμό αύξησης του M3 ήταν περίπου 1,1 εκατοστιαία μονάδα το 2004, δηλ.

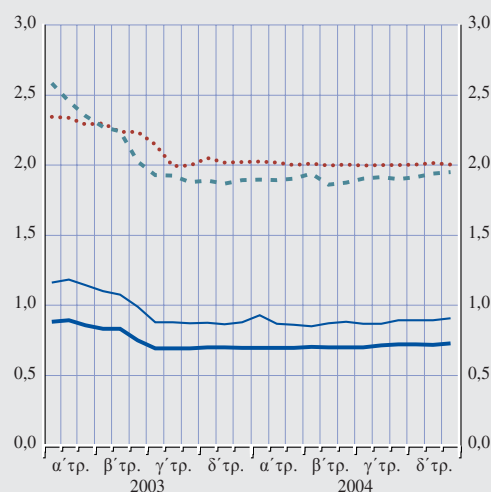
σημαντικά χαμηλότερη από ό,τι το 2003. Αυτή η μικρότερη συμβολή αντανάκλωσε κυρίως την εξέλιξη των βραχυπρόθεσμων καταθέσεων προθεσμίας (δηλ. των καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια έως και δύο ετών), ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των οποίων ήταν αρνητικός, ενώ οι βραχυπρόθεσμες καταθέσεις ταμιευτηρίου (δηλ. οι καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως και τριών μηνών) παρουσίασαν έντονη άνοδο. Η διαφορετική εξέλιξη αυτών των δύο κατηγοριών καταθέσεων ενδέχεται να οφείλεται στο ότι το πλεονέκτημα αποδόσεων που διαθέτουν κατά κανόνα οι καταθέσεις προθεσμίας έως και ενός έτους έναντι των καταθέσεων ταμιευτηρίου δεν υπήρχε το 2004 (βλ. Διάγραμμα 6). Στην περίπτωση αυτή, οι βραχυπρόθεσμες καταθέσεις ταμιευτηρίου είναι σχετικά ελκυστικές, καθώς χαρακτηρίζονται από υψηλότερο βαθμό ρευστότητας.

Τέλος, η συμβολή των εμπορεύσιμων χρηματοδοτικών μέσων στον ετήσιο ρυθμό αύξησης του M3 υποχώρησε σε 0,4 της εκατοστιαίας μονάδας το 2004, από 1,2 εκατοστιαία μονάδα το προηγούμενο έτος. Η εξέλιξη αυτή προήλθε κυρίως από την έντονη επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος. Τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις προτιμούν συχνά αυτά τα μερίδια ως ασφαλείς αποταμιευτικές επιλογές σε περιόδους αβεβαιότητας και η εν λόγω επιβράδυνση αντανάκλωσε την εξομάλυνση της επενδυτικής συμπεριφοράς των κατοίκων της ζώνης του

### Διάγραμμα 6 Βραχυπρόθεσμα επιτόκια των ΝΧΙ επί καταθέσεων

(σταθμισμένα<sup>1)</sup> επιτόκια για νέες καταθέσεις, σε ποσοστά % ετησίως)

- καταθέσεις μίας ημέρας από νοικοκυριά
- ..... καταθέσεις νοικοκυριών με προειδοποίηση έως 3 μηνών
- - - καταθέσεις νοικοκυριών με συμφωνημένη διάρκεια έως 1 έτος
- καταθέσεις μίας ημέρας από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις



Πηγή: ΕΚΤ.

1) Για την περίοδο από το Δεκέμβριο του 2003 και εξής, τα επιτόκια των ΝΧΙ σταθμίζονται με βάση τον κινητό μέσο όρο 12 μηνών του όγκου των νέων εργασιών σε κάθε χώρα. Για την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2003, η στάθμιση βασίζεται στο μέσο όρο του όγκου των νέων εργασιών το 2003. Περισσότερες λεπτομέρειες βλ. στο Πλαίσιο "Ανάλυση των επιτοκίων των ΝΧΙ σε επίπεδο ζώνης ευρώ" στο τεύχος Αυγούστου 2004 του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ.

ευρώ το 2004 (βλ. επίσης το Πλαίσιο 1 "Οι χρηματοοικονομικές επενδύσεις του μη χρηματοπιστωτικού τομέα της ζώνης του ευρώ το 2004").



## ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΤΟΥ ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ ΤΗΣ ΖΩΝΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΤΟ 2004

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των χρηματοοικονομικών επενδύσεων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2004 παρέμεινε ουσιαστικά αμετάβλητος σε σχέση με το μέσο ρυθμό που παρατηρήθηκε το 2003 (βλ. τον πίνακα). Η σταθερότητα αυτή προέκυψε ως η συνισταμένη κάπως ανομοιογενών εξελίξεων στις διάφορες κατηγορίες χρηματοοικονομικών επενδύσεων: μεταξύ 2003 και 2004, ο ρυθμός αύξησης των επενδύσεων σε μακροπρόθεσμα χρεόγραφα και εισηγμένες μετοχές επιταχύνθηκε, ενώ ο ρυθμός αύξησης των επενδύσεων σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος υποχώρησε σημαντικά. Επίσης, οι επενδύσεις σε μετοχές και μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια αυξήθηκαν ταχύτερα το 2004 από ό,τι τα προηγούμενα έτη, ενώ οι επενδύσεις σε ομόλογα και σε μερίδια ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσίασαν ελαφρά επιβράδυνση. Συνολικά, οι εξελίξεις αυτές επιβεβαιώνουν τη σταδιακή εξομάλυνση της επενδυτικής συμπεριφοράς των κατοίκων της ζώνης του ευρώ, καθώς οι οικονομικές μονάδες έδειξαν και πάλι προτίμηση για επενδύσεις σε πιο μακροπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία υψηλότερου κινδύνου.

### Χρηματοοικονομικές επενδύσεις του μη χρηματοπιστωτικού τομέα της ζώνης του ευρώ

	Υπόλοιπο ως ποσοστό % του συνόλου των χρηματοοικονομικών επενδύσεων <sup>1)</sup>	Ετήσιοι ρυθμοί αύξησης									
		1999	2000	2001	2002	2003	2004 α' τρ.	2004 β' τρ.	2004 γ' τρ.	2004 δ' τρ.	
<b>Χρηματοοικονομικές επενδύσεις</b>	<b>100</b>	<b>5,6</b>	<b>6,5</b>	<b>4,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,5</b>	.	
Νόμισμα και καταθέσεις	37,8	3,0	3,3	4,6	4,9	5,5	5,3	5,3	5,6	.	
Τίτλοι πλην μετοχών	12,2	8,0	9,0	8,1	0,7	-2,4	-0,6	3,7	3,2	.	
<i>εκ των οποίων:</i> βραχυπρόθεσμοι	1,2	2,8	29,8	4,9	-13,8	-16,1	-4,7	15,4	11,9	.	
<i>εκ των οποίων:</i> μακροπρόθεσμοι	11,0	4,4	6,4	8,6	2,7	-0,7	-0,2	2,6	2,4	.	
Μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων	11,9	2,3	6,3	6,0	4,6	6,9	4,6	2,3	1,3	.	
<i>εκ των οποίων:</i> μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων πλην αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος	9,2	4,7	7,1	4,1	3,4	6,5	5,2	2,4	1,6	.	
<i>εκ των οποίων:</i> μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος	2,6	13,1	0,1	21,4	12,0	8,5	2,8	1,7	0,5	.	
Εισηγμένες μετοχές	13,0	14,4	8,5	-0,9	-0,1	1,1	1,3	3,3	2,6	.	
Τεχνικά αποθεματικά ασφαλιστικών εταιριών	25,2	2,7	8,5	7,2	6,2	6,6	6,3	5,9	5,8	.	
<b>M3<sup>2)</sup></b>		<b>5,6</b>	<b>4,1</b>	<b>8,0</b>	<b>7,0</b>	<b>7,1</b>	<b>6,2</b>	<b>5,3</b>	<b>6,0</b>	<b>6,4</b>	
Ετήσια αύξηση/μείωση των τοποθετήσεων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα σε τίτλους (ως ποσοστό του ΑΕΠ)		10,7	-2,4	-9,1	-14,1	4,1	7,9	3,8	3,6	.	

Πηγή: ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Βλ. επίσης την ενότητα 3.1 στο τμήμα “Στατιστικά στοιχεία για τη ζώνη του ευρώ” του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ. Ετήσια στοιχεία στο τέλος της περιόδου.

1) Στο τέλος του δεύτερου τριμήνου του 2004. Το άθροισμα των επιμέρους στοιχείων ενδέχεται να μη συμφωνεί με το σύνολο λόγω στρογγυλοποιήσεων.

2) Στο τέλος της περιόδου. Το νομισματικό μέγεθος M3 περιλαμβάνει νομισματικά μέσα που διακρατούνται από κατοίκους της ζώνης του ευρώ πλην των ΝΧΙ (δηλ. από το μη χρηματοπιστωτικό τομέα και τα μη νομισματικά ιδρύματα του χρηματοπιστωτικού τομέα) και τηρούνται σε ΝΧΙ της ζώνης του ευρώ και στην κεντρική κυβέρνηση.

Τα νοικοκυριά εξακολούθησαν να επενδύουν μεγάλο ποσοστό των αποταμιευτικών τους πόρων σε αποθεματικά ασφαλιστικών εταιριών, αν και με χαμηλότερο ρυθμό από ό,τι το 2003. Το ενδιαφέρον για τα προϊόντα αυτά παραμένει υψηλό εδώ και αρκετά χρόνια και ίσως υπαγορεύεται από λόγους πρόνοιας για εξασφάλιση εισοδήματος μετά τη συνταξιοδότηση στο πλαίσιο της γήρανσης του πληθυσμού ή από ανησυχίες για τα δημόσια συστήματα συντάξεων.

### ΕΥΡΥΤΕΡΗ ΑΥΞΗΣΗ ΤΩΝ ΠΙΣΤΩΣΕΩΝ ΤΩΝ ΝΧΙ ΠΡΟΣ ΤΟΝ ΙΔΙΩΤΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

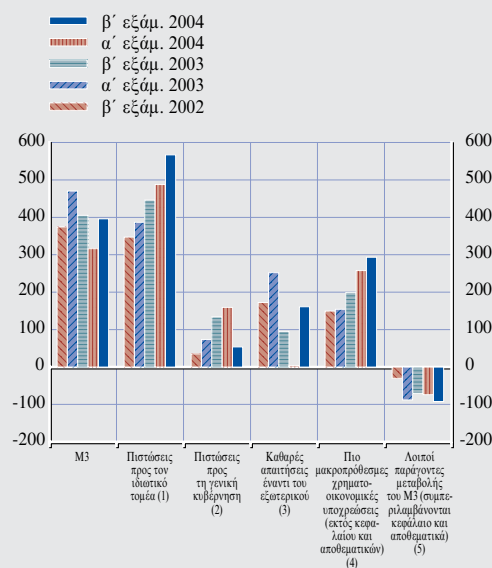
Η εξέλιξη των κυριότερων παραγόντων μεταβολής του M3 επιβεβαίωσε την επίδραση των δύο αντίρροπων παραγόντων, όπως προαναφέρθηκε, στην τάση του M3. Αφενός, η ταχύτερη αύξηση των πιο μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων των ΝΧΙ και, το πρώτο εξάμηνο του έτους, οι μικρότερες αυξήσεις των καθαρών απαιτήσεων έναντι του εξωτερικού αντανakλούσαν την εξάλειψη της επίδρασης από τις προηγούμενες αναδιάρθρωσεις χαρτοφυλακίων υπέρ στοιχείων του M3. Αφετέρου, η εντονότερη αύξηση των δανείων των ΝΧΙ προς τον ιδιωτικό τομέα αντανakλούσε το χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων.

Το πρώτο εξάμηνο του 2004, οι καθαρές εκροές κεφαλαίων από τη ζώνη του ευρώ συνέχισαν να αυξάνονται με υψηλούς ρυθμούς. Από την άλλη πλευρά, οι εισροές κεφαλαίων προς τη ζώνη του ευρώ παρουσίασαν επιβράδυνση, με αποτέλεσμα να μειωθούν σε ετήσια βάση οι ροές των καθαρών απαιτήσεων του τομέα των ΝΧΙ της ζώνης του ευρώ έναντι του εξωτερικού (βλ. Διάγραμμα 7). Οι εκροές κεφαλαίων αφορούσαν επενδύσεις κατοίκων της ζώνης του ευρώ σε περιουσιακά στοιχεία του εξωτερικού – στο πλαίσιο της εξομάλυνσης της επενδυτικής συμπεριφοράς τους. Στο βαθμό που οι εν λόγω συναλλαγές διακανονίζονται μέσω του τομέα των ΝΧΙ της ζώνης του ευρώ, μειώνονται οι καθαρές απαιτήσεις του τομέα των ΝΧΙ έναντι του εξωτερικού και οι καταθέσεις των κατοίκων της ζώνης του ευρώ. Παράλληλα, το πρώτο εξάμηνο του 2004 σημειώθηκε συνεχής αύξηση των πιο μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων των ΝΧΙ (εκτός του κεφαλαίου και των αποθεματικών), επίσης στο πλαίσιο της σταδιακής εξομάλυνσης της επενδυτικής

συμπεριφοράς, λόγω της μερικής υποκατάστασης ρευστών στοιχείων που περιλαμβάνονται στο M3 με τοποθετήσεις μεγαλύτερης διάρκειας. Οι παραπάνω εξελίξεις στις καθαρές απαιτήσεις έναντι του εξωτερικού και τις πιο μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις των ΝΧΙ αποτελούσαν ουσιαστικά συνέχιση των τάσεων που είχαν παρατηρηθεί το δεύτερο εξάμηνο του 2003. Ωστόσο, ήδη το πρώτο εξάμηνο του 2004 η καθοδική επίδραση των εν λόγω παραγόντων στο ρυθμό αύξησης του M3 αντισταθμίστηκε εν μέρει από την έντονη αύξηση των πιστώσεων των ΝΧΙ προς τους κατοίκους της ζώνης του ευρώ, σε περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων και βελτιωμένων οικονομικών συνθηκών.

### Διάγραμμα 7 Κινήσεις του M3 και των παραγόντων μεταβολής του

(ετήσιες μεταβολές υπολοίπων στο τέλος της περιόδου, δισκ. ευρώ, με εποχική και ημερολογιακή διόρθωση)



Πηγή: ΕΚΤ.  
M3 = 1+2+3-4+5.

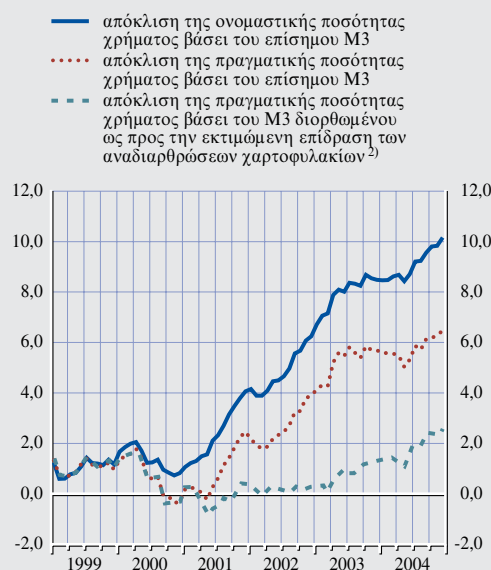
Το δεύτερο εξάμηνο του 2004, ο ρυθμός αύξησης των πιστώσεων των ΝΧΙ προς τον ιδιωτικό τομέα συνέχισε να επιταχύνεται, επηρεάζοντας αποφασιστικά την εξέλιξη του Μ3. Επιπλέον, η έντονη αύξηση των δανείων των ΝΧΙ προς τον ιδιωτικό τομέα έγινε ευρύτερη, καθώς συμπεριέλαβε περισσότερους από τους κύριους μη χρηματοπιστωτικούς τομείς. Οι ανοδικές πιέσεις στο Μ3 σχετιζόνταν επίσης με την αναστροφή της προηγούμενης καθοδικής τάσης της ετήσιας ροής των καθαρών απαιτήσεων έναντι του εξωτερικού. Η αναστροφή αυτή οφειλόταν σε εισροές κεφαλαίων, οι οποίες με τη σειρά τους αντανάκλυσαν το ανανεωμένο ενδιαφέρον των μη κατοίκων της ζώνης του ευρώ για επενδύσεις σε μετοχές και ομόλογα της ζώνης του ευρώ, καθώς και προσδοκίες για περαιτέρω ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ. Η μέση συμβολή των καθαρών απαιτήσεων έναντι του εξωτερικού στην ετήσια αύξηση του Μ3 διευρύνθηκε από 1,1 εκατοστιαία μονάδα το β' τρίμηνο του 2004 σε 2,2 εκατοστιαίες μονάδες το δ' τρίμηνο. Παράλληλα, ο ρυθμός αύξησης των πιο μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων των ΝΧΙ (εκτός του κεφαλαίου και των αποθεματικών) ενισχύθηκε περαιτέρω, υποδηλώνοντας την προοδευτική εξομάλυνση της επενδυτικής συμπεριφοράς των κατοίκων της ζώνης του ευρώ και τη στροφή τους σε περιουσιακά στοιχεία εκτός του Μ3.

## Η ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΠΑΡΕΜΕΙΝΕ ΑΦΘΟΝΗ

Η έντονη αύξηση του Μ3 στη διάρκεια του 2004 είχε ως αποτέλεσμα την περαιτέρω άνοδο των δεικτών πλεονάζουσας ρευστότητας, η οποία ορίζεται ως η διαθέσιμη ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ που είναι υψηλότερη από όση χρειάζεται για τη χρηματοδότηση μη πληθωριστικής ανάπτυξης (βλ. Διάγραμμα 8). Οι δείκτες αυτοί είναι: α) η απόκλιση της ονομαστικής ποσότητας χρήματος, δηλ. η διαφορά του Μ3 από το επίπεδο στο οποίο θα διαμορφωνόταν αν αυξανόταν σταθερά με ρυθμό ίσο προς την τιμή αναφοράς (4,5%) από το Δεκέμβριο του 1998 (που χρησιμοποιείται ως περίοδος βάσης), β) η απόκλιση της πραγματικής ποσότητας χρήματος, η οποία είναι η απόκλιση της ονομαστικής ποσότητας

## Διάγραμμα 8 Εκτιμήσεις της απόκλισης της ποσότητας χρήματος<sup>1)</sup>

(ως ποσοστό του αντίστοιχου δείκτη του Μ3, με εποχική και ημερολογιακή διόρθωση, Δεκέμβριος 1998 = 0)



Πηγή: ΕΚΤ.

1) Η απόκλιση της ονομαστικής ποσότητας χρήματος μετρείται ως η διαφορά του Μ3 από το επίπεδο στο οποίο θα διαμορφωνόταν αν αυξανόταν με σταθερό ρυθμό ίσο προς την τιμή αναφοράς (4,5%) από το Δεκέμβριο του 1998 (ο οποίος λαμβάνεται ως περίοδος βάσης). Η απόκλιση της πραγματικής ποσότητας χρήματος ορίζεται ως η διαφορά του Μ3, αποπληθωρισμένου με τον ΈνΔΤΚ, από το επίπεδο στο οποίο θα διαμορφωνόταν σε πραγματικούς όρους αν αυξανόταν με σταθερό ρυθμό ίσο προς την τιμή αναφοράς (4,5%) και με πληθωρισμό συμβατό προς τον ορισμό που δίνει η ΕΚΤ στη σταθερότητα των τιμών, και πάλι με περίοδο βάσης το Δεκέμβριο του 1998.

2) Το μέγεθος των αναδιαρθρώσεων χαρτοφυλακίων εκτιμήθηκε όπως περιγράφεται στο άρθρο "Νομισματική ανάλυση σε πραγματικό χρόνο" (Ενότητα 4) στο τεύχος Οκτωβρίου 2004 του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ.

χρήματος διορθωμένη ως προς το μέρος της πλεονάζουσας ρευστότητας που απορροφήθηκε από την εξέλιξη των τιμών (δηλ. τη σωρευτική απόκλιση των ρυθμών πληθωρισμού από τον ορισμό της ΕΚΤ για τη σταθερότητα των τιμών), και γ) ένας εναλλακτικός δείκτης της απόκλισης της πραγματικής ποσότητας χρήματος όπου, αντί του επίσημου Μ3, λαμβάνεται υπόψη η διορθωμένη (ως προς τις αναδιαρθρώσεις χαρτοφυλακίων) σειρά του Μ3.

Κατά την αξιολόγηση των εν λόγω δεικτών πλεονάζουσας ρευστότητας, πρέπει να λαμβάνεται υπόψη ότι η επιλογή του Δεκεμβρίου 1998 ως περιόδου βάσης είναι αυθαίρετη, γι' αυτό και τα επίπεδα των

δεικτών πρέπει να ερμηνεύονται με επιφύλαξη. Επιπλέον, όπως προαναφέρθηκε, οι εκτιμήσεις για τη σειρά του διορθωμένου M3 χαρακτηρίζονται από σημαντικό βαθμό αβεβαιότητας.<sup>2</sup> Με την επιφύλαξη των ανωτέρω, και οι τρεις δείκτες αυξήθηκαν περαιτέρω το δεύτερο εξάμηνο του 2004, αφού παρουσίασαν ενδείξεις σταθεροποίησης το πρώτο εξάμηνο του έτους. Η μεγάλη διαφορά μεταξύ του δείκτη της απόκλισης της πραγματικής ποσότητας χρήματος που βασίζεται στη σειρά του επίσημου M3 και του αντίστοιχου δείκτη που βασίζεται στο διορθωμένο M3 υποδηλώνει ότι μεγάλο μέρος της πλεονάζουσας ρευστότητας αντανάκλασε την προηγηθείσα στροφή των επενδύσεων προς στοιχεία του M3. Ωστόσο, στο Διάγραμμα 8 φαίνεται επίσης ότι ο δείκτης που βασίζεται στη διορθωμένη σειρά του M3 αυξήθηκε σημαντικά από τα μέσα του 2003 και εξής, συνεπώς η πλεονάζουσα ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ δεν αντανάκλα πλέον μόνο τις αναδιαρθρώσεις των χαρτοφυλακίων.

Αυτά τα επίπεδα της πλεονάζουσας ρευστότητας σηματοδοτούν κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα. Σε περίπτωση που σημαντικό μέρος αυτής της πλεονάζουσας ρευστότητας διοχετευθεί σε συναλλαγές, ιδίως σε περίοδο ενίσχυσης της εμπιστοσύνης και της οικονομικής δραστηριότητας, μπορεί να δημιουργήσει πληθωριστικές πιέσεις (βλ. Πλαίσιο 2 με τίτλο “Πιθανές συνέπειες της πλεονάζουσας ρευστότητας στη ζώνη του ευρώ”). Επιπλέον, η άφθονη ρευστότητα και η ισχυρή πιστωτική επέκταση ενδέχεται να προκαλέσουν έντονες αυξήσεις των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, ιδίως στις αγορές κατοικιών.

<sup>2</sup> Περισσότερες λεπτομέρειες βλ. στην ενότητα 4 του άρθρου με τίτλο “Νομισματική ανάλυση σε πραγματικό χρόνο” στο τεύχος Οκτωβρίου 2004 του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ.

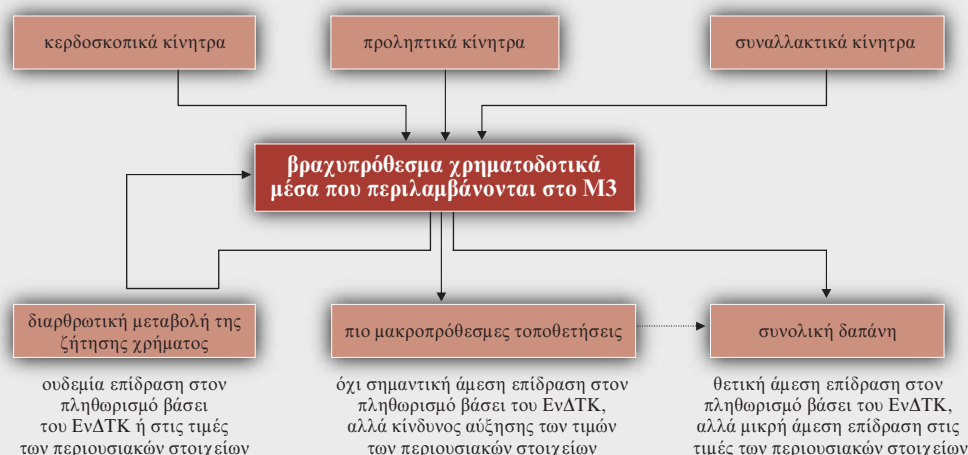
## Πλαίσιο 2

### ΠΙΘΑΝΕΣ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΗΣ ΠΛΕΟΝΑΖΟΥΣΑΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Η ταχεία αύξηση του M3 από τα μέσα του 2001 και εξής οδήγησε σε διαρκή άνοδο των δεικτών πλεονάζουσας ρευστότητας στη ζώνη του ευρώ, οι οποίοι έφθασαν σε πρωτοφανή υψηλά επίπεδα, υποδηλώνοντας ότι το 2004 υπήρχε στη ζώνη του ευρώ σημαντικά περισσότερη ρευστότητα από όση θα χρειαζόταν για τη χρηματοδότηση μη πληθωριστικής οικονομικής ανάπτυξης. Πάντως, τα επίπεδα αυτών των δεικτών θα πρέπει να ερμηνεύονται με επιφύλαξη.

Κατά την αξιολόγηση των πιθανών συνεπειών της πλεονάζουσας ρευστότητας, πρέπει να ληφθούν υπόψη οι παράγοντες που ευθύνονται για τη δημιουργία της. Αυτοί οι παράγοντες είναι κυρίως δύο: Πρώτον, η παρατεταμένη (από τα μέσα του 2001 έως τα μέσα του 2003) αβεβαιότητα σχετικά με τις οικονομικές εξελίξεις, τις συνθήκες στις χρηματοπιστωτικές αγορές και τις γεωπολιτικές εντάσεις οδήγησε σε σημαντικά αυξημένη προτίμηση, κατά την εν λόγω περίοδο, για ασφαλή και ρευστά χρηματοδοτικά μέσα που περιλαμβάνονται στο M3. Δεύτερον, το χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων σε όλες τις διάρκειες και κατ' επέκταση το χαμηλό κόστος ευκαιρίας των ρευστών διαθέσιμων ενίσχυσαν τη ζήτηση χρήματος, ιδίως την πιο πρόσφατη περίοδο. Με βάση αυτούς τους παράγοντες, η έντονη ζήτηση βραχυπρόθεσμων χρηματοδοτικών μέσων που περιλαμβάνονται στο M3 ενδέχεται να αντανάκλα ένα συνδυασμό κερδοσκοπικών και προληπτικών κινήτρων, και όχι τόσο συναλλακτικών κινήτρων. Καθένα από αυτά τα κίνητρα μπορεί, με τη σειρά του, να συνεπάγεται διαφορετικούς τρόπους χρήσης της πλεονάζουσας

## Σχηματική παρουσίαση των πιθανών χρήσεων της πλεονάζουσας ρευστότητας



ρευστότητας στο μέλλον και, ως εκ τούτου, διαφορετικούς βαθμούς κινδύνου διατάραξης της σταθερότητας των τιμών (βλ. το διάγραμμα παραπάνω).

Η μία πιθανότητα είναι οι οικονομικές μονάδες να επενδύσουν τα ρευστά τους διαθέσιμα σε μακροπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία, δηλ. σε μετοχές, χρεόγραφα ή ακίνητα, είτε άμεσα είτε έμμεσα, μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα. Για να επιτευχθεί συνολική μείωση της πλεονάζουσας ρευστότητας, αντισυμβαλλόμενοι στις συναλλαγές αυτές πρέπει να είναι είτε ο εγχώριος τομέας των ΝΧΙ είτε πρόσωπα και φορείς εκτός της ζώνης του ευρώ. Αυτή η χρήση της πλεονάζουσας ρευστότητας δεν έχει άμεση επίδραση στον πληθωρισμό βάσει του ΕνΔΤΚ, αλλά η αναπροσαρμογή των χαρτοφυλακίων ενδέχεται, υπό ορισμένες περιστάσεις, να έχει επιπτώσεις στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων οι οποίες, με τη σειρά τους, μπορεί να επηρεάσουν έμμεσα τον πληθωρισμό σε μεταγενέστερο χρόνο μέσω των επιδράσεων του πλούτου.

Η δεύτερη πιθανότητα είναι η πλεονάζουσα ρευστότητα να χρησιμοποιηθεί κάποια στιγμή για συναλλακτικούς σκοπούς. Αυτό είναι πιο πιθανό να συμβεί σε περίοδο κατά την οποία ενισχύεται η εμπιστοσύνη στις προοπτικές της οικονομίας. Στο βαθμό που τα ποσά αυτά χρησιμοποιούνται για να αυξηθεί η ζήτηση εγχώριων αγαθών και υπηρεσιών, ενδέχεται σταδιακά να εξαλειφθούν τα υπάρχοντα σήμερα περιθώρια αχρησιμοποίητου παραγωγικού δυναμικού. Αν η έντονη αύξηση της κατανάλωσης συνεχιστεί επί αρκετό χρόνο, μπορεί να προκαλέσει στενότητα του παραγωγικού δυναμικού, με πιθανούς κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών.

Τέλος, δεν μπορεί να αποκλειστεί και μια τρίτη πιθανότητα, δηλ. η τρέχουσα κατάσταση πλεονάζουσας ρευστότητας να αντανakλά σε κάποιο βαθμό μια μόνιμη μεταβολή της συμπεριφοράς των οικονομικών μονάδων όσον αφορά τη ζήτηση χρήματος, δηλ. μια διαρθρωτικά υψηλότερη προτίμηση για ρευστότητα και, ως εκ τούτου, αύξηση του επιθυμητού επιπέδου διακράτησης χρήματος. Μια τέτοια μόνιμη μεταβολή μπορεί να οφείλεται π.χ. σε διαρθρωτικά μεγαλύτερη τάση αποφυγής κινδύνων εκ μέρους των νοικοκυριών όσον αφορά τις χρηματοοικονομικές επενδύσεις, μετά τις σημαντικές ζημιές που υπέστησαν στη

χρηματιστηριακή αγορά την περίοδο 2000-2003. Στο βαθμό που ο παράγοντας αυτός διαδραματίζει κάποιο ρόλο, η πλεονάζουσα ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ θα είναι χαμηλότερη από ό,τι υποδηλώνουν οι τρέχοντες δείκτες και δεν θα επηρεάσει τον πληθωρισμό.

Στην πραγματικότητα, μάλλον ισχύει ένας συνδυασμός αυτών των τριών πιθανοτήτων. Στην παρούσα συγκυρία, είναι δύσκολο να προσδιοριστεί αν έχει σημειωθεί μόνιμη αύξηση της προτίμησης για ρευστότητα τα τελευταία έτη. Παράλληλα, η επίμονα έντονη προτίμηση για επενδύσεις σε ακίνητα μπορεί να σχετίζεται με τις μεγάλες αυξήσεις των τιμών των ακινήτων. Επιπλέον, υπάρχουν ενδείξεις ότι οι οικονομικές μονάδες αναπροσάρμοσαν την επενδυτική συμπεριφορά τους, ευνοώντας περισσότερο τα πιο μακροπρόθεσμα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Όσον αφορά το μέλλον, δεν αποκλείεται μέρος της πλεονάζουσας ρευστότητας να χρησιμοποιηθεί για υψηλότερες (σε ονομαστικούς όρους) συναλλαγές, ιδίως σε περίοδο μεγαλύτερης εμπιστοσύνης στις προοπτικές της οικονομίας, οπότε θα συμβάλει σε άνοδο του πληθωρισμού.

Συνεπώς, ακόμη και αν μέρος της πλεονάζουσας ρευστότητας αντανάκλα μεγαλύτερη προτίμηση των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ για ρευστότητα, τα υψηλά επίπεδα του 2004 παραμένουν πηγή ανησυχίας για την ΕΚΤ και απαιτούν επαγρύπνηση. Για να διαπιστώσει τη σχετική εμπειρική σημασία των πιθανών σεναρίων για τη χρήση της πλεονάζουσας ρευστότητας και συνεπώς τους κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα, η ΕΚΤ θα συνεχίσει να παρακολουθεί προσεκτικά τις εξελίξεις σε όλα τα μέτωπα, ιδίως οποιεσδήποτε ενδείξεις: α) για αναστροφή των αναδιαρθρώσεων χαρτοφυλακίων και κινδύνους εμφάνισης αφύσικα υψηλών τιμών των περιουσιακών στοιχείων, β) για υψηλότερη από τη συνηθισμένη κατανάλωση και γ) για διαρθρωτική μεταβολή της ζήτησης χρήματος.

#### **ΤΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΠΑΡΕΜΕΙΝΑΝ ΣΤΑΘΕΡΑ ΣΕ ΓΕΝΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ**

Κατά το 2004, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διατήρησε αμετάβλητα τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ. Κατόπιν τούτου, τα επιτόκια της αγοράς χρήματος για τις μικρότερες διάρκειες παρέμειναν σε γενικές γραμμές σταθερά καθ' όλο το έτος.

Τα επιτόκια της αγοράς χρήματος για τις μεγαλύτερες διάρκειες μειώθηκαν σημαντικά το 1<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2004, συνεχίζοντας την καθοδική τάση που είχε ξεκινήσει από τα μέσα Δεκεμβρίου 2003 (βλ. Διάγραμμα 9). Στα τέλη Μαρτίου του 2004, καθώς αναμενόταν μείωση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, η καμπύλη αποδόσεων της αγοράς χρήματος απέκτησε αρνητική κλίση. Η κλίση αυτή μάλιστα, μετρούμενη ως η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου EURIBOR δώδεκα μηνών και ενός μηνός, διαμορφώθηκε στη χαμηλότερη τιμή της στις 26 Μαρτίου 2004 (-7 μονάδες βάσης).

Ωστόσο, μεταξύ Απριλίου και Ιουνίου του 2004, η κλίση της καμπύλης αποδόσεων φάνηκε να επανέρχεται σε πιο φυσιολογικά επίπεδα, αφού τα επιτόκια στις μεγαλύτερες διάρκειες αυξήθηκαν σημαντικά και στις μικρότερες διάρκειες παρέμειναν ουσιαστικά σταθερά. Τους επόμενους μήνες, τα επιτόκια για τις μεγαλύτερες διάρκειες παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητα, με πολύ μικρές διακυμάνσεις (της τάξεως των 10 μονάδων βάσης). Στο τέλος του έτους τα επιτόκια EURIBOR ενός μηνός και δώδεκα μηνών διαμορφώθηκαν σε 2,12% και 2,35% αντίστοιχα, δηλ. παραπλήσια όπως στο τέλος του 2003.

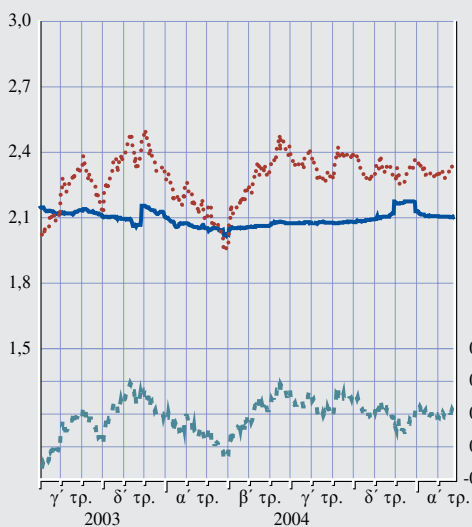
Το πρώτο δίμηνο του 2005, τα επιτόκια EURIBOR για τις μεγαλύτερες διάρκειες παρέμειναν ουσιαστικά αμετάβλητα, καθώς οι συμμετέχοντες στην αγορά ανέμεναν σταθερότητα των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων για το μεγαλύτερο μέρος του 2005, και τα συναφή ασφάλιστρα κινδύνου παρέμειναν



**Διάγραμμα 9 Βραχυπρόθεσμα επιτόκια και η κλίση της καμπύλης αποδόσεων της αγοράς χρήματος**

(ποσοστά % ετησίως, εκατοστιαίες μονάδες, ημερήσια στοιχεία)

- EURIBOR ενός μηνός (αριστερή κλίμακα)
- ..... EURIBOR δώδεκα μηνών (αριστερή κλίμακα)
- - - διαφορά μεταξύ EURIBOR ενός μηνός και EURIBOR δώδεκα μηνών (δεξιά κλίμακα)

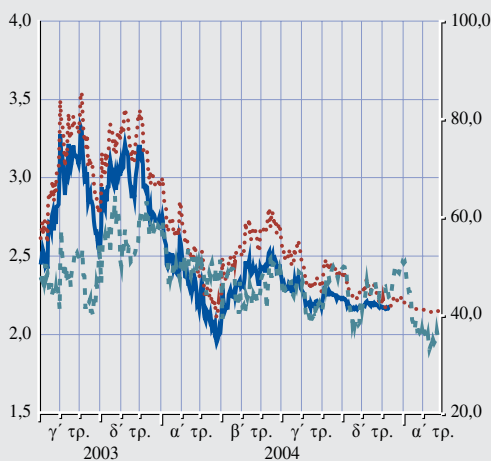


Πηγή: Reuters.

**Διάγραμμα 10 Επιτόκια συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί EURIBOR τριών μηνών και τεκμαρτή μεταβλητότητα με βάση δικαιώματα προαίρεσης**

(ποσοστά % ετησίως, μονάδες βάσης, ημερήσια στοιχεία)

- συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί EURIBOR τριών μηνών, που λήγουν το Δεκέμβριο του 2004 (αριστερή κλίμακα)
- ..... συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί EURIBOR τριών μηνών, που λήγουν το Μάρτιο του 2005 (αριστερή κλίμακα)
- - - τεκμαρτή μεταβλητότητα με σταθερή διάρκεια έξι μηνών έως τη λήξη (δεξιά κλίμακα)



Πηγές: Bloomberg, Reuters και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

συγκρατημένα. Στις 24 Φεβρουαρίου 2005 τα επιτόκια EURIBOR ενός μηνός και δώδεκα μηνών διαμορφώθηκαν σε 2,10% και 2,34% αντίστοιχα.

Οι μεταβολές των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων της αγοράς χρήματος στη διάρκεια του 2004 αντικατοπτρίστηκαν και στην εξέλιξη των τεκμαρτών προθεσμιακών επιτοκίων EURIBOR τριών μηνών. Η τεκμαρτή μεταβλητότητα του επιτοκίου EURIBOR τριών μηνών που προκύπτει από τα δικαιώματα προαίρεσης επί των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης μειώθηκε σημαντικά καθ' όλο το έτος, υποδηλώνοντας ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά είχαν ελάχιστη αβεβαιότητα ως προς την αναμενόμενη μελλοντική πορεία των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων (βλ. Διάγραμμα 10).

### ΟΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΚΡΑΤΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΥΠΟΧΩΡΗΣΑΝ ΣΗΜΑΝΤΙΚΑ ΤΟ 2004

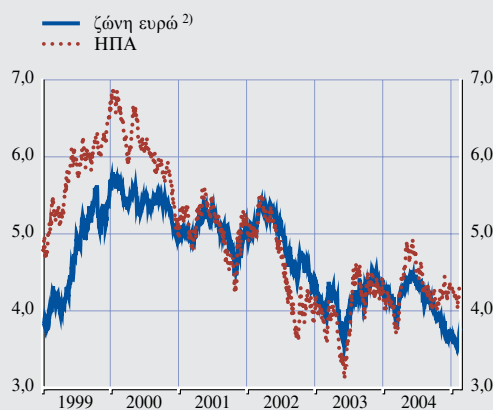
Στο τέλος του 2004, οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ έφθασαν σε ιστορικούς χαμηλά επίπεδα. Ενώ το πρώτο εξάμηνο του έτους τα δεκαετή κρατικά ομόλογα σημείωσαν κάποιες διακυμάνσεις αλλά όχι σημαντική μεταβολή συνολικά, το δεύτερο εξάμηνο του 2004 ακολούθησαν συνεχή καθοδική πορεία και στο τέλος του έτους διαμορφώθηκαν σε 3,7%, δηλ. αρκετά χαμηλότερα σε σχέση με το τέλος του 2003 (βλ. Διάγραμμα 11).

Οι παραπάνω εξελίξεις των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων ομολόγων της ζώνης του ευρώ αντανακλούσαν τις εκάστοτε εκτιμήσεις των συμμετεχόντων στην αγορά όσον αφορά τις πληθωριστικές πιέσεις και τις προοπτικές της οικονομίας της ζώνης του ευρώ. Οι εκτιμήσεις αυτές άλλαζαν, με τη σειρά τους, σε στενή



### Διάγραμμα 11 Αποδόσεις μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων<sup>1)</sup>

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



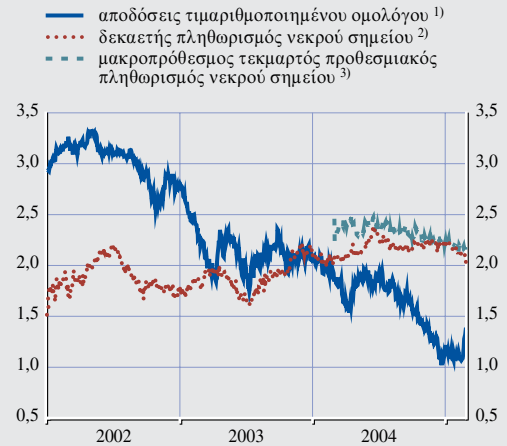
Πηγές: Reuters, Bloomberg και Thomson Financial Datastream.

1) Ομόλογα με δεκαετή διάρκεια ή με την πλησιέστερη διαθέσιμη διάρκεια

2) Από 1ης Ιανουαρίου 2001, τα στοιχεία περιλαμβάνουν και την Ελλάδα.

### Διάγραμμα 12 Πραγματικές αποδόσεις μακροπρόθεσμων ομολόγων και πληθωρισμός νεκρού σημείου στη ζώνη του ευρώ

(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



Πηγές: Reuters, Υπουργείο Οικονομικών της Γαλλίας και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

1) Υπολογίζονται με βάση τις τρέχουσες τιμές της αγοράς για τα ομόλογα που εκδίδονται από το Γαλλικό Δημόσιο με τιμαριθμική ρήτρα (ΕνΔΤΚ της ζώνης του ευρώ χωρίς τις τιμές του καπνού) και με λήξη το 2012.

2) Λεπτομέρειες για τον υπολογισμό βλ. στο τεύχος Φεβρουαρίου 2002 (σελ. 16-17) του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ.

3) Υπολογίστηκε με βάση τιμαριθμοποιημένα ομόλογα της ζώνης του ευρώ τα οποία λήγουν το 2008 και το 2014.

συνάρτηση με τις μεταβολές των παγκόσμιων μακροοικονομικών προοπτικών κατά τη διάρκεια του έτους και ιδίως με τις προσδοκίες των συμμετεχόντων στην αγορά σχετικά με τον αντίκτυπο της αύξησης των τιμών του πετρελαίου. Ωστόσο, οι προσδοκίες αυτές φαίνεται ότι μεταβάλλονταν κατά διαστήματα, ανάλογα με τις δημοσιεύσεις μακροοικονομικών στοιχείων. Συγκεκριμένα, ενώ την άνοιξη οι συμμετέχοντες στην αγορά φάνηκε να ανησυχούν κυρίως για τις πληθωριστικές επιπτώσεις της απότομης αύξησης των τιμών του πετρελαίου, στη συνέχεια οι ανησυχίες αφορούσαν περισσότερο την πιθανή επίδραση των υψηλών τιμών του πετρελαίου στην οικονομική δραστηριότητα.

Το α' τρίμηνο του 2004, οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων της ζώνης του ευρώ μειώθηκαν, αντανακλώντας ανάλογες εξελίξεις στην αγορά των ΗΠΑ, εν μέσω αυξανόμενης ανησυχίας για την ένταση της ανάκαμψης της αμερικανικής οικονομίας. Παρά τη σταδιακή

ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ, οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων τιμαριθμοποιημένων ομολόγων στη ζώνη του ευρώ μειώθηκαν το α' τρίμηνο του έτους, όπως και οι αποδόσεις των συγκρίσιμων αμερικανικών τίτλων, καθώς οι προσδοκίες των συμμετεχόντων στην αγορά σχετικά με τη μελλοντική παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα φάνηκε να επηρεάζονται κυρίως από τις ανησυχίες σχετικά με τη διατηρησιμότητα της οικονομικής ανάκαμψης στις ΗΠΑ.

Η υποχώρηση των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων ομολόγων της ζώνης του ευρώ το α' τρίμηνο του 2004 αντιστράφηκε γρήγορα από τις αρχές Απριλίου και μετά. Η αύξηση που επακολούθησε φαίνεται ότι οφειλόταν κυρίως σε δύο παράγοντες. Πρώτον, η εμπιστοσύνη των συμμετεχόντων στην αγορά στην προοπτική ότι θα συνεχιστεί η οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε, στο πλαίσιο και των βελτιωμένων προοπτικών για την παγκόσμια οικονομία. Δεύτερον, κλιμακώθηκε η ανησυχία

των συμμετεχόντων στις αγορές σχετικά με την ενδεχόμενη πληθωριστική επίδραση της αύξησης των τιμών του πετρελαίου, υπό συνθήκες ανάκαμψης της παγκόσμιας οικονομίας. Πράγματι, την άνοιξη οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων και οι ρυθμοί πληθωρισμού νεκρού σημείου αυξήθηκαν, καθώς οι επενδυτές άρχισαν και πάλι να ανησυχούν για πιθανή άνοδο του πληθωρισμού (βλ. Διάγραμμα 12). Ωστόσο, οι ανησυχίες αυτές ήταν λιγότερο έντονες στη ζώνη του ευρώ από ό,τι στις ΗΠΑ, όπου οι αποδόσεις των ομολόγων και οι ρυθμοί πληθωρισμού νεκρού σημείου αυξήθηκαν περισσότερο.

Μεταξύ Απριλίου και Ιουνίου 2004, οι προσδοκίες των συμμετεχόντων στην αγορά για τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ φαίνεται ότι αυξήθηκαν περισσότερο για τους μικρότερους χρονικούς ορίζοντες, ενώ οι πιο μακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό, όπως μετρούνται από τους τεκμαρτούς προθεσμιακούς ρυθμούς νεκρού σημείου, ήταν κάπως σταθερότερες, αν και παρέμειναν σε σχετικά υψηλά επίπεδα.<sup>3</sup> Η επιτάχυνση των ρυθμών πληθωρισμού νεκρού σημείου στη ζώνη του ευρώ ενδέχεται να αντανakλά, σε κάποιο βαθμό, το υψηλότερο ασφάλιστρο έναντι του κινδύνου πληθωρισμού το οποίο απαιτούν οι επενδυτές λόγω της αβεβαιότητας σχετικά με την επίδραση των εξελίξεων των τιμών του πετρελαίου. Υπέρ της ερμηνείας αυτής συνηγορούν και πρόσθετες πληροφορίες προερχόμενες από δείκτες που καταρτίζονται με βάση δειγματοληπτικές έρευνες και καταγράφουν τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ. Από τους δείκτες αυτούς δεν προκύπτει ότι αυξήθηκαν οι εκτιμήσεις σημείου για τις μεσοπρόθεσμες προσδοκίες σχετικά με τον πληθωρισμό.

Οι εξελίξεις των τιμών του πετρελαίου εξακολούθησαν να ασκούν σημαντική επίδραση στις αποδόσεις των ομολόγων το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Ωστόσο, την περίοδο αυτή οι αγορές ανησυχούσαν περισσότερο για τις πιθανές επιπτώσεις των τιμών του πετρελαίου στην οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ και

παγκοσμίως. Το γεγονός αυτό αντανakλάται στη σταδιακή μείωση, από τα μέσα Ιουνίου και εξής, των αποδόσεων των μακροπρόθεσμων ονομαστικών και τιμαριθμοποιημένων ομολόγων, η οποία υποδήλωνε ότι οι αγορές ανέμεναν επιβράδυνση, σε κάποιο βαθμό, της οικονομικής ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ. Η περαιτέρω υποτίμηση του δολαρίου ΗΠΑ έναντι του ευρώ, ιδίως το δ' τρίμηνο του 2004, φαίνεται ότι συνέβαλε στην υποχώρηση των εκτιμήσεων των συμμετεχόντων στην αγορά σχετικά με τις προοπτικές ανάπτυξης της ζώνης του ευρώ στο εγγύς μέλλον. Η μείωση των αποδόσεων των ονομαστικών και των τιμαριθμοποιημένων μακροπρόθεσμων ομολόγων στη ζώνη του ευρώ αντανakλούσε επίσης τις αναθεωρημένες προσδοκίες των αγορών σχετικά με τη νομισματική πολιτική σε έναν βραχυπρόθεσμο έως μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, σύμφωνα με τις οποίες η υιοθέτηση πιο περιοριστικής κατεύθυνσης φαινόταν να τοποθετείται αργότερα από ό,τι αναμενόταν.

Λόγω των εξελίξεων αυτών, οι αποδόσεις των ονομαστικών μακροπρόθεσμων ομολόγων της ζώνης του ευρώ μειώθηκαν σημαντικά το 2004, κατά 60 μονάδες βάσης περίπου, και στο τέλος του έτους διαμορφώθηκαν στο 3,7%, πλησιάζοντας τα ιστορικά κατώτατα επίπεδά τους. Η διαφορά επιτοκίων μεταξύ της ζώνης του ευρώ και των ΗΠΑ παρέμεινε σχετικά σταθερή κατά το μεγαλύτερο μέρος του έτους, αντανakλώνοντας το σημαντικό βαθμό συγχρονισμού που παρουσίασαν οι μεταβολές των μακροοικονομικών προοπτικών των δύο οικονομιών. Προς το τέλος του 2004 όμως, οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων σημείωσαν κάπως διαφορετικές εξελίξεις μεταξύ των δύο οικονομιών, καθώς η διαφορά αποδόσεων των δεκαετών κρατικών ομολόγων

3 Το Διάγραμμα 12 δείχνει ότι την άνοιξη του 2004 η άνοδος του ρυθμού πληθωρισμού νεκρού σημείου του 2012, ο οποίος αντανakλά μεταξύ άλλων τις προσδοκίες για το μέσο πληθωρισμό μεταξύ 2004 και 2012, ήταν μεγαλύτερη από ό,τι του μακροπρόθεσμου τεκμαρτού προθεσμιακού ρυθμού πληθωρισμού νεκρού σημείου, ο οποίος αντανakλά τις προσδοκίες για το μέσο πληθωρισμό μεταξύ 2008 και 2014. Αυτό υποδηλώνει μεγαλύτερη αύξηση των προσδοκιών για τον πληθωρισμό στους μικρότερους χρονικούς ορίζοντες.

μεταξύ των ΗΠΑ και της ζώνης του ευρώ διευρύνθηκε ελαφρώς και έφθασε στις 60 σχεδόν μονάδες βάσης.

Οι ρυθμοί πληθωρισμού νεκρού σημείου μετριάστηκαν ελαφρά το δεύτερο εξάμηνο του 2004. Ωστόσο, οι μακροπρόθεσμοι ρυθμοί πληθωρισμού νεκρού σημείου στη ζώνη του ευρώ στο τέλος του έτους εξακολουθούσαν να υπερβαίνουν το μέσο όρο της περιόδου από τα τέλη του 2001, αφότου δηλαδή εκδόθηκαν για πρώτη φορά τιμαριθμοποιημένα ομόλογα συνδεδεμένα με τον ΕνΔΤΚ της ζώνης του ευρώ εκτός των τιμών του καπνού. Ο δεκαετής ρυθμός πληθωρισμού νεκρού σημείου στο τέλος του έτους ήταν 2,2% περίπου, αυξημένος κατά 10 και

πλέον μονάδες βάσης σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2003.

Μια άλλη αξιοσημείωτη εξέλιξη το 2004 ήταν ότι μειώθηκε περαιτέρω η τεκμαρτή μεταβλητότητα της αγοράς ομολόγων – ένας δείκτης των εκτιμήσεων της αγοράς σχετικά με το εύρος των διακυμάνσεων που αναμένεται να παρουσιάσουν οι αποδόσεις των ομολόγων βραχυπρόθεσμα. Μάλιστα, η εκ των υστέρων παρατηρηθείσα μεταβλητότητα επιβεβαίωσε τις προσδοκίες της αγοράς για χαμηλότερη μεταβλητότητα της αγοράς ομολόγων (βλ. το Πλαίσιο 3 με τίτλο “Κοινές τάσεις μεταξύ των τμημάτων της χρηματοπιστωτικής αγοράς ως προς την τεκμαρτή μεταβλητότητα”).

### Πλαίσιο 3

#### ΚΟΙΝΕΣ ΤΑΣΕΙΣ ΜΕΤΑΞΥ ΤΩΝ ΤΜΗΜΑΤΩΝ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΤΕΚΜΑΡΤΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑ

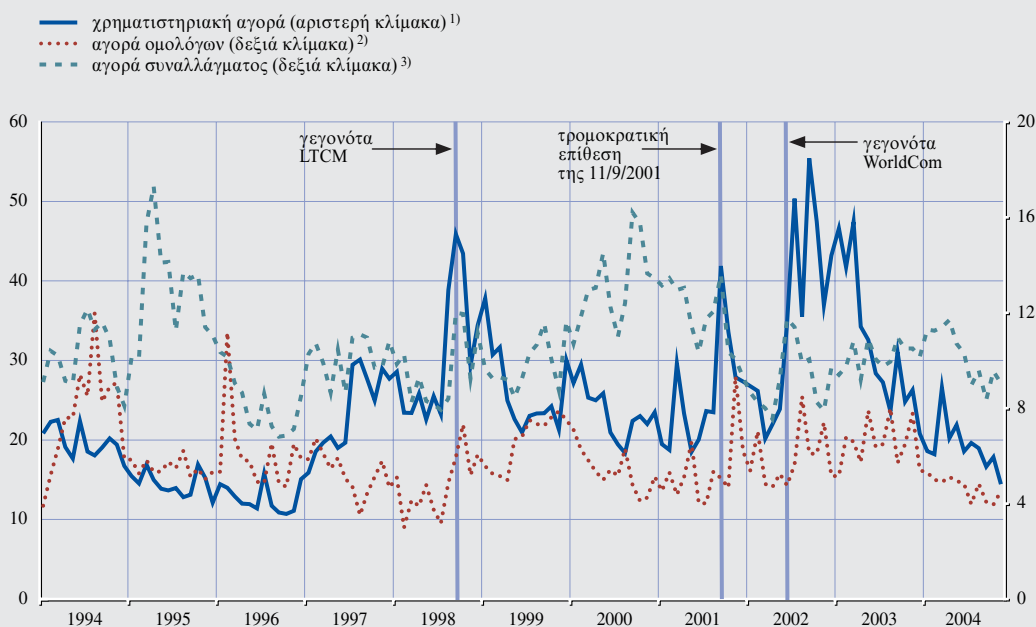
Το 2004 παρατηρήθηκε μεγάλη μείωση της τεκμαρτής μεταβλητότητας σε διάφορα τμήματα της χρηματοπιστωτικής αγοράς στη ζώνη του ευρώ και σε άλλες προηγμένες οικονομίες. Η τεκμαρτή μεταβλητότητα – η οποία προκύπτει από τις τιμές των δικαιωμάτων προαίρεσως – συνήθως θεωρείται δείκτης της αβεβαιότητας των συμμετεχόντων στην αγορά σχετικά με τις βραχυπρόθεσμες εξελίξεις στις επιμέρους χρηματοπιστωτικές αγορές. Το 2004, εκφράστηκαν ανησυχίες μήπως τα σχετικά χαμηλά επίπεδα της τεκμαρτής μεταβλητότητας δεν είναι απόλυτα δικαιολογημένα, στο βαθμό που ήταν πιθανό να αντανakλούν άλλους παράγοντες και όχι τις προσδοκίες των συμμετεχόντων στην αγορά σχετικά με τη μελλοντική μεταβλητότητα. Μια τέτοια πιθανή “εσφαλμένη εκτίμηση” της μεταβλητότητας θα μπορούσε να αποτελέσει, μεταξύ άλλων, κίνδυνο για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Αν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα π.χ. ανταποκριθούν στη χαμηλότερη μεταβλητότητα με ανάλογη αύξηση των κινδύνων που αναλαμβάνουν, τα χαρτοφυλάκια περιουσιακών στοιχείων τους μπορεί να υποστούν μεγάλες ζημιές σε περίπτωση ανοδικής διόρθωσης της μεταβλητότητας. Σύμφωνα με τα εμπειρικά στοιχεία, δεν διαπιστώθηκε τέτοιου είδους εσφαλμένη εκτίμηση, αλλά αντίθετα, μετά τη μείωση της τεκμαρτής μεταβλητότητας στις διάφορες χρηματοπιστωτικές αγορές, μειώθηκε όντως η παρατηρούμενη μεταβλητότητα.<sup>1</sup> Η μειωμένη αυτή μεταβλητότητα, με τη σειρά της, μπορεί να αποδοθεί π.χ. στη διαδικασία εξομάλυνσης, ιδίως στις παγκόσμιες αγορές μετοχών μετά από ιδιαίτερα ταραχώδεις εξελίξεις επί σειρά ετών.

Το Διάγραμμα Α παρουσιάζει την τεκμαρτή μεταβλητότητα (α) του γερμανικού δείκτη DAX, όπως μετρείται από το δείκτη μεταβλητότητας VDAX, (β) των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων, όπως προκύπτει από δικαιώματα προαίρεσως για συμβόλαια μελλοντικής

1 Βλ. τα πλαίσια με τίτλο “Πρόσφατες τάσεις της τεκμαρτής μεταβλητότητας της αγοράς μετοχών” και “Πρόσφατες τάσεις της τεκμαρτής μεταβλητότητας της αγοράς ομολόγων” στα τεύχη Νοεμβρίου και Δεκεμβρίου 2004 του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ, αντίστοιχα.

## Διάγραμμα Α Τεκμαρτή μεταβλητότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών στη ζώνη του ευρώ

(ποσοστά % ετησίως, μηνιαία στοιχεία)



Πηγές: Bloomberg και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

1) Δείκτης που καταγράφει την τεκμαρτή μεταβλητότητα του γερμανικού δείκτη DAX κατά τις επόμενες 45 ημέρες.

2) Τεκμαρτή μεταβλητότητα δικαιωμάτων προαίρεσης επί συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης για ομόλογα του Γερμανικού Δημοσίου, με διάστημα 22 εργάσιμων ημερών μέχρι τη λήξη τους.

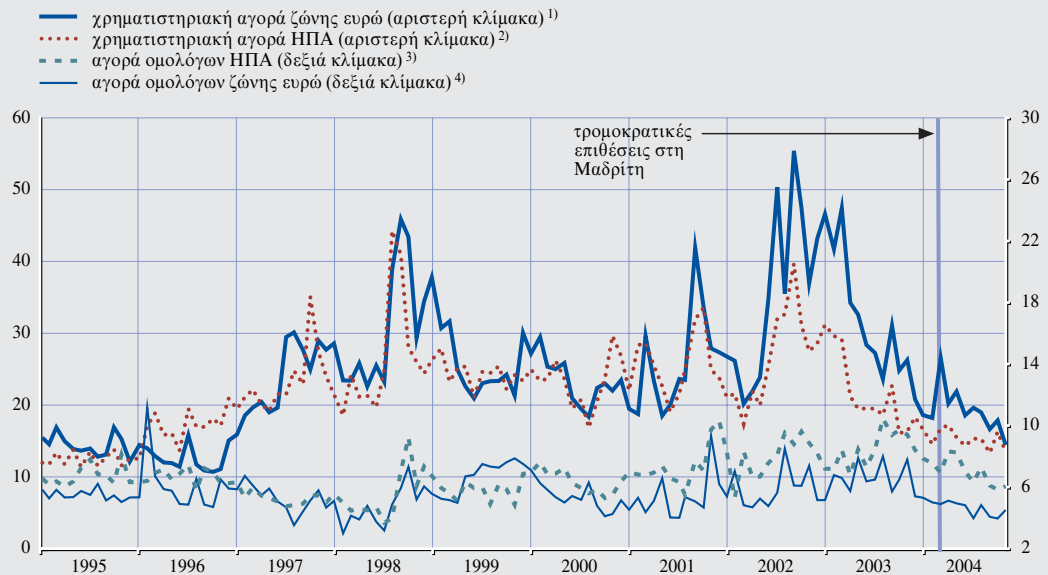
3) Τεκμαρτή μεταβλητότητα συμβολαίων δικαιωμάτων προαίρεσης επί της συναλλαγματικής ισοτιμίας δολαρίου ΗΠΑ/ευρώ, με διάστημα ενός μηνός περίπου μέχρι τη λήξη τους.

εκπλήρωσης επί του γερμανικού ομολόγου με 22 εργάσιμες ημέρες έως τη λήξη τους και (γ) της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, όπως προκύπτει από τα δικαιώματα προαίρεσης νομισμάτων με λήξη σε ένα μήνα περίπου. Εφόσον όλα τα δικαιώματα προαίρεσης αφορούν την ίδια ημέρα και έχουν σχεδόν την ίδια εναπομένουσα διάρκεια, η σειρά της τεκμαρτής μεταβλητότητας που παρουσιάζεται στο διάγραμμα μετρά την αβεβαιότητα των συμμετεχόντων στην αγορά και στους τρεις τομείς της αγοράς στη διάρκεια παρόμοιου βραχυπρόθεσμου χρονικού ορίζοντα.

Στο παρελθόν, φαίνεται ότι υπήρχε μάλλον χαμηλός βαθμός συσχέτισης μεταξύ των διαφόρων τμημάτων της αγοράς ως προς την αναμενόμενη μεταβλητότητα στο άμεσο μέλλον, με εξαίρεση τις περιστασιακές αναταραχές σε ολόκληρη την αγορά, οι οποίες οφείλονταν πιθανώς σε δυσμενείς εξελίξεις που αφορούσαν όλο το φάσμα της αγοράς και όχι συγκεκριμένα τμήματά της. Πιο πρόσφατα, η μείωση της μεταβλητότητας τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2004 ήταν παρόμοια και στις τρεις αγορές. Εφόσον δεν υπάρχουν ενδείξεις για εσφαλμένη εκτίμηση της μεταβλητότητας, αυτή η κοινή τάση υποδηλώνει την ευρέως διαδεδομένη και σταδιακά αυξανόμενη πεποίθηση των συμμετεχόντων στη χρηματοπιστωτική αγορά ότι στο άμεσο μέλλον θα επικρατήσουν συνθήκες ηρεμίας. Τους τελευταίους μήνες του 2004 όμως, η μεγάλη μείωση της τεκμαρτής μεταβλητότητας της συναλλαγματικής ισοτιμίας δολαρίου ΗΠΑ/ευρώ ανακόπηκε, στο πλαίσιο της νέας υποτίμησης του δολαρίου.

## Διάγραμμα Β Τεκμαρτή μεταβλητότητα της αγοράς ομολόγων και της χρηματιστηριακής αγοράς στη ζώνη του ευρώ και στις ΗΠΑ

(ποσοστά % ετησίως, μηνιαία στοιχεία)



Πηγές: Bloomberg και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

- 1) Δείκτης που μετρά την τεκμαρτή μεταβλητότητα του γερμανικού δείκτη DAX κατά τις επόμενες 45 ημέρες.
- 2) Δείκτης που μετρά την τεκμαρτή μεταβλητότητα του δείκτη Standard & Poor's 500 κατά τις επόμενες 30 ημέρες.
- 3) Τεκμαρτή μεταβλητότητα δικαιωμάτων προαίρεσης επί συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης για ομόλογα του Αμερικανικού Δημοσίου με διάστημα 22 εργάσιμων ημερών μέχρι τη λήξη τους.
- 4) Τεκμαρτή μεταβλητότητα δικαιωμάτων προαίρεσης επί συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης για ομόλογα του Γερμανικού Δημοσίου, με διάστημα 22 εργάσιμων ημερών μέχρι τη λήξη τους.

Σήμερα οι αγορές κεφαλαίων χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό ενοποίησης και πιθανότατα υπάρχει σημαντική διεθνής συσχέτιση της μεταβλητότητας για κάθε επιμέρους τμήμα της αγοράς. Το Διάγραμμα Β παρουσιάζει την τεκμαρτή μεταβλητότητα των αγορών μετοχών τόσο στις ΗΠΑ όσο και στη ζώνη του ευρώ, όπως μετρείται από τους δείκτες VIX και VDAX αντίστοιχα, καθώς και την τεκμαρτή μεταβλητότητα στις αντίστοιχες αγορές μακροπρόθεσμων ομολόγων, όπως προκύπτει από δικαιώματα προαίρεσης επί συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης για ομόλογα του Αμερικανικού και του Γερμανικού Δημοσίου αντίστοιχα.

Όπως φαίνεται στο διάγραμμα, σε καθεμία από τις δύο αγορές (μετοχών και ομολόγων) η τεκμαρτή μεταβλητότητα παρουσιάζει υψηλό βαθμό συμμεταβολής μεταξύ των ΗΠΑ και της ζώνης του ευρώ. Επιπλέον, η διεθνής συσχέτιση φαίνεται να είναι κάπως εντονότερη στις αγορές μετοχών από ό,τι στις αγορές μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων. Παρ' όλα αυτά, παράγοντες που σχετίζονται με επιμέρους χώρες και αγορές διαδραματίζουν πολλές φορές κυρίαρχο ρόλο. Παραδείγματος χάριν, οι τρομοκρατικές επιθέσεις της 11ης Μαρτίου 2004 στη Μαδρίτη άσκησαν μεγαλύτερη, αν και πρόσκαιρη, επίδραση στην αναμενόμενη μεταβλητότητα της αγοράς μετοχών της ζώνης του ευρώ από ό,τι στις ΗΠΑ. Το διάγραμμα παρέχει επίσης περαιτέρω ενδείξεις ότι η συνολική μείωση της τεκμαρτής μεταβλητότητας τα προηγούμενα χρόνια δεν παρατηρήθηκε μόνο στη ζώνη του ευρώ.

Τελικά, η συσχέτιση μεταξύ των διαφόρων γεωγραφικών περιοχών ως προς συγκεκριμένες κατηγορίες χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων είναι αρκετά έντονη, ιδίως στην περίπτωση των αγορών μετοχών. Υπό κανονικές συνθήκες, δεν παρατηρείται γενική τάση της

τεκμαρτής μεταβλητότητας να εξελίσσεται παράλληλα στα διάφορα τμήματα της αγοράς, σε περιόδους διαταραχών όμως φαίνεται ότι υπάρχει υψηλότερη συσχέτιση. Η πρόσφατη ευθυγράμμιση της τεκμαρτής μεταβλητότητας για τις τρεις κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων είναι αξιοσημείωτη, επειδή δεν συνδέεται με αναταραχή στις αγορές και, ως εκ τούτου, ενισχύει την ευρέως διαδεδομένη προσδοκία μεταξύ των συμμετεχόντων στην αγορά ότι οι συνθήκες στις χρηματοπιστωτικές αγορές στο εγγύς μέλλον θα είναι πιο ομαλές από ό,τι στην αρχή του 2004.

Στις αρχές του 2005, οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων στις αγορές ανά τον κόσμο αρχικά εξακολούθησαν να υποχωρούν και κατόπιν ανέκαμψαν απότομα στα μέσα Φεβρουαρίου του 2005. Ως εκ τούτου, στις 24 Φεβρουαρίου οι αποδόσεις των δεκαετών κρατικών ομολόγων, τόσο στη ζώνη του ευρώ όσο και στις ΗΠΑ, διαμορφώθηκαν σε επίπεδα παρόμοια με αυτά που επικρατούσαν στο τέλος του 2004.

### ΣΥΝΕΧΙΣΤΗΚΕ Η ΕΝΤΟΝΗ ΑΝΟΔΟΣ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΣΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΖΩΝΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΤΟ 2004

Το 2004 οι τιμές των μετοχών της ζώνης του ευρώ συνέχισαν την ανοδική τάση που είχε ξεκινήσει στις αρχές του 2003 (βλ. Διάγραμμα 13). Ο δείκτης

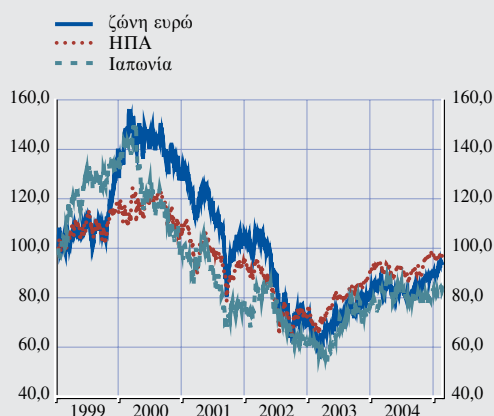
Dow Jones EURO STOXX στο τέλος του έτους ήταν υψηλότερος κατά 10% περίπου σε σύγκριση με το τέλος του προηγούμενου έτους και κάπως υψηλότερος από τους δείκτες Standard & Poor's 500 και Nikkei 225.

Αυτές οι συνολικές αυξήσεις των τιμών των μετοχών στη ζώνη του ευρώ φαίνεται ότι αντανακλούσαν την επίδραση διαφόρων παραγόντων, ιδίως τη μείωση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων και την υψηλή άνοδο των κερδών και των μερισματικών αποδόσεων (βλ. Διάγραμμα 14).

Η σημαντική υποχώρηση της μεταβλητότητας της χρηματιστηριακής αγοράς, η οποία υποδήλωνε τη μείωση της αβεβαιότητας των

**Διάγραμμα 13 Κυριότεροι χρηματιστηριακοί δείκτες<sup>1)</sup>**

(1 Ιανουαρίου 1999 = 100, ημερήσια στοιχεία)



Πηγές: Reuters, Thomson Financial Datastream και υπολογισμοί της ΕΚΤ.  
1) Ευρώς δείκτης Dow Jones EURO STOXX για τη ζώνη του ευρώ, δείκτης Standard & Poor's 500 για τις ΗΠΑ και δείκτης Nikkei για την Ιαπωνία. Από 1ης Ιανουαρίου 2001, τα στοιχεία για τη ζώνη του ευρώ περιλαμβάνουν και την Ελλάδα.

**Διάγραμμα 14 Πραγματοποιηθέντα και αναμενόμενα εταιρικά κέρδη**

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές, μηνιαία στοιχεία)



Πηγή: Thomson Financial Datastream (εκτιμήσεις αναλυτών από το Institutional Brokers Estimate System, IBES).



συμμετεχόντων στην αγορά σχετικά με τις μελλοντικές χρηματιστηριακές εξελίξεις, φαίνεται ότι συνέβαλε θετικά στην αύξηση των τιμών των μετοχών το προηγούμενο έτος (βλ. Πλαίσιο 3). Οι δυνητικά αρνητικοί παράγοντες, όπως οι κάπως λιγότερο αισιόδοξες προοπτικές της παγκόσμιας ανάπτυξης λόγω της ανόδου των τιμών του πετρελαίου και – ιδίως προς το τέλος του 2004 – η εξέλιξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας, φαίνεται ότι απλώς επιβράδυναν το ρυθμό αύξησης των τιμών των μετοχών.

Αναλυτικά κατά τομέα, η αύξηση των τιμών των μετοχών της ζώνης του ευρώ το 2004 ήταν σχεδόν γενικευμένη, αφού μόνο ένας τομέας (της τεχνολογίας) από τους δέκα οικονομικούς τομείς που περιλαμβάνει ο δείκτης Dow Jones EURO STOXX κατέγραψε χαμηλότερες τιμές μετοχών στο τέλος του 2004 από ό,τι στο τέλος του 2003. Τη μεγαλύτερη αύξηση κατέγραψαν οι τομείς της υγείας και των υπηρεσιών κοινής ωφελείας, ενώ το 2004 ανέκαμψε και ο τομέας των τηλεπικοινωνιών. Επιπλέον, ο τομέας της ενέργειας είχε καλύτερες επιδόσεις από ό,τι ο γενικός δείκτης, δεδομένου ότι τα έσοδά του συνδέονται θετικά με την εξέλιξη των τιμών του πετρελαίου. Στον ίδιο παράγοντα οφείλονται εν μέρει και οι επιδόσεις του τομέα των υπηρεσιών κοινής ωφελείας, καθώς η μετατόπιση της ζήτησης προς εναλλακτικές πηγές ενέργειας, όπως το φυσικό αέριο, είναι συνηθισμένη σε περιόδους υψηλών τιμών του πετρελαίου. Αντίθετα, οι επιδόσεις του τομέα των καταναλωτικών αγαθών και υπηρεσιών ήταν χαμηλότερες από ό,τι του γενικού δείκτη το 2004, τόσο για τα κυκλικά όσο και για τα μη κυκλικά αγαθά και υπηρεσίες. Αυτό μπορεί να αντανακλά τις ανησυχίες των επενδυτών σχετικά με την εγχώρια ζήτηση, και ειδικότερα την ιδιωτική κατανάλωση, στη ζώνη του ευρώ.

Η ανοδική τάση που χαρακτήριζε τις τιμές των μετοχών παγκοσμίως συνεχίστηκε το πρώτο δίμηνο του 2005. Ο δείκτης Dow Jones EURO STOXX αυξήθηκε κατά 3% και πλέον από το τέλος του 2004 έως τις 24 Φεβρουαρίου, ενώ οι δείκτες Standard & Poor's 500 και Nikkei 225 σημείωσαν μικρή αύξηση την ίδια περίοδο. Οι αυξήσεις αυτές φαίνεται ότι ενισχύθηκαν

κυρίως από την περαιτέρω σημαντική βελτίωση της κερδοφορίας των εταιριών.

## **ΥΨΗΛΗ ΖΗΤΗΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΚ ΜΕΡΟΥΣ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ**

Η ζήτηση χρηματοδότησης εκ μέρους του τομέα των νοικοκυριών ήταν υψηλή το 2004, όπως μαρτυρεί ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων των ΝΧΙ προς νοικοκυριά, ο οποίος επιταχύνθηκε στο 7,8%, συνεχίζοντας την ανοδική τάση που παρατηρείται από το α' τρίμηνο του 2002 και συνδέεται κυρίως με την έντονη αύξηση των μακροπρόθεσμων δανείων. Τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2004 ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των συνολικών δανείων των νοικοκυριών ήταν υψηλότερος από ό,τι των συνολικών δανείων που χορηγήθηκαν από τα ΝΧΙ προς τα νοικοκυριά, ένδειξη ότι παραμένει υψηλός ο ρυθμός αύξησης των δανείων από λοιπά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στο πλαίσιο της τιτλοποίησης στεγαστικών δανείων σε ορισμένες χώρες.

Τα μακροπρόθεσμα δάνεια των ΝΧΙ προς τα νοικοκυριά αφορούσαν κυρίως δάνεια για αγορά κατοικίας. Στην έντονη ανοδική τάση που παρατηρήθηκε σ' αυτή την κατηγορία δανείων συνέβαλε η ιδιαίτερα υψηλή αύξηση των τιμών των κατοικιών σε αρκετές χώρες της ζώνης του ευρώ, ενώ και στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο οι τιμές των κατοικιών εξακολούθησαν να αυξάνονται με ετήσιο ρυθμό άνω του 7% το πρώτο εξάμηνο του 2004. Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία, ο ρυθμός αύξησης των δανείων των νοικοκυριών για αγορά κατοικίας παρέμεινε υποτονικός στις περισσότερες από τις χώρες στις οποίες οι εξελίξεις στις τιμές των κατοικιών ήταν συγκρατημένες, ενώ ήταν έντονος σε χώρες όπου οι τιμές των κατοικιών αυξάνονταν ραγδαία (βλ. Διάγραμμα 15). Σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ, οι εξελίξεις των τιμών των κατοικιών και των στεγαστικών δανείων ενδέχεται επίσης να τροφοδότησαν αύξηση της κατανάλωσης. Η άνοδος των τιμών των κατοικιών δημιούργησε μεγαλύτερες δανειακές ανάγκες, αλλά ενδέχεται επίσης να βελτίωσε την πρόσβαση των νοικοκυριών σε πιστώσεις, εφόσον αυξήθηκε η αξία των εμπράγματων ασφαλειών τους.



### Διάγραμμα 15 Τιμές κατοικιών και στεγαστικά δάνεια στις χώρες της ζώνης του ευρώ

(μέση ετήσια αύξηση για την περίοδο 1998-2003, σε ποσοστά %)



Πηγή: Υπολογισμοί της ΕΚΤ με βάση στοιχεία των ΝΧΙ για τα δάνεια και τα πιο πρόσφατα εθνικά στοιχεία για τις τιμές των κατοικιών.

Παράλληλα, ο υψηλός ρυθμός αύξησης των δανείων για αγορά κατοικίας μπορεί να είναι αυτοτελής πηγή αυξήσεων των τιμών των κατοικιών.

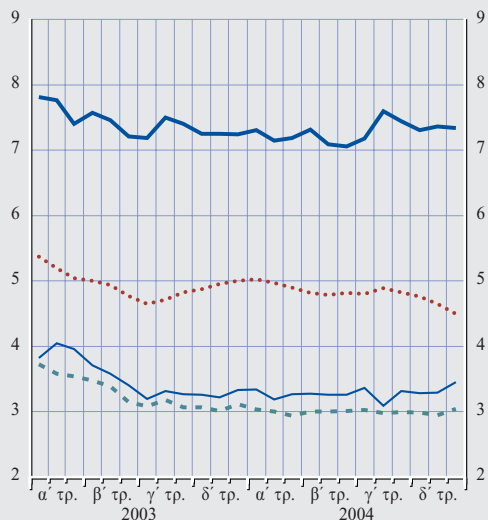
Ο υψηλός ρυθμός αύξησης των δανείων για αγορά κατοικίας ενισχύθηκε και από το χαμηλό κόστος των στεγαστικών δανείων, το οποίο μειώθηκε περαιτέρω το 2004 από τα ήδη χαμηλά επίπεδα του 2003, με αποτέλεσμα η απόκτηση κατοικίας να γίνει πιο προσιτή. Τα επιτόκια των ΝΧΙ για τα νέα στεγαστικά δάνεια με αρχική περίοδο καθορισμού επιτοκίου 5-10 έτη μειώθηκαν κατά 52 μονάδες βάσης στη διάρκεια του έτους και διαμορφώθηκαν σε 4,49% το Δεκέμβριο του 2004 (βλ. Διάγραμμα 16), αντανakλώντας ανάλογες εξελίξεις στα συγκρίσιμα επιτόκια της αγοράς για τα μεσοπρόθεσμα κρατικά ομόλογα. Φαίνεται επίσης ότι η συνολική διαθεσιμότητα χρηματοδότησης προς τα νοικοκυριά βελτιώθηκε το 2004. Πράγματι, σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας του Ευρωσυστήματος για τις τραπεζικές χορηγήσεις ("Bank lending survey"), οι τράπεζες εφάρμοσαν κάπως λιγότερο αυστηρά κριτήρια πιστοδοτικής πολιτικής για την έγκριση στεγαστικών δανείων τα τρία τελευταία τρίμηνα του 2004.

Το 2004 επιταχύνθηκε και ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της καταναλωτικής πίστης, αν και

### Διάγραμμα 16 Επιτόκια των ΝΧΙ επί δανείων προς νοικοκυριά και μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις

(σταθμισμένα<sup>1)</sup> επιτόκια για νέες χορηγήσεις, πλην υπεραναλήψεων, σε ποσοστά % ετησίως)

- καταναλωτικά δάνεια προς νοικοκυριά με κυμαινόμενο επιτόκιο και αρχική περίοδο καθορισμού επιτοκίου έως ένα έτος
- ... στεγαστικά δάνεια προς νοικοκυριά με αρχική περίοδο καθορισμού επιτοκίου 5-10 έτη
- - - ύψους άνω του 1 εκατ. ευρώ προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις με κυμαινόμενο επιτόκιο και αρχική περίοδο καθορισμού επιτοκίου έως ένα έτος
- ύψους άνω του 1 εκατ. ευρώ προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις με αρχική περίοδο καθορισμού επιτοκίου 5-10 έτη



Πηγή: ΕΚΤ.  
1) Για την περίοδο από το Δεκέμβριο του 2003 και εξής, τα επιτόκια των ΝΧΙ σταθμίζονται με βάση τον κινητό μέσο όρο 12 μηνών του όγκου των νέων εργασιών σε κάθε χώρα. Για την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2003, η στάθμιση βασίζεται στο μέσο όρο του όγκου των νέων εργασιών το 2003. Περισσότερες λεπτομέρειες βλ. στο Πλαίσιο "Ανάλυση των επιτοκίων των ΝΧΙ σε επίπεδο ζώνης ευρώ" στο τεύχος Αυγούστου 2004 του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ.

ξεκίνησε από χαμηλότερο επίπεδο και με χρονική υστέρηση σε σύγκριση με την εξέλιξη των στεγαστικών δανείων. Η επιτάχυνση αυτή ενδέχεται να αντανakλά τη σταδιακή βελτίωση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών, σύμφωνα με το δείκτη που καταρτίζεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, αλλά και τα χαμηλά επιτόκια των καταναλωτικών δανείων. Τα αποτελέσματα της έρευνας του Ευρωσυστήματος για τις τραπεζικές χορηγήσεις υποδηλώνουν επίσης ότι βελτιώθηκε η διαθεσιμότητα καταναλωτικών δανείων και άλλων μορφών χρηματοδότησης, καθώς χαλάρωσαν τα κριτήρια πιστοδοτικής πολιτικής των τραπεζών στη διάρκεια του 2004.

### Διάγραμμα 17 Λόγος χρέους/ΑΕΠ των νοικοκυριών και αύξηση των δανείων προς τα νοικοκυριά

(λόγος χρέους/ΑΕΠ και ετήσιος ρυθμός αύξησης σε ποσοστά %, συμβολή σε εκατοστιαίες μονάδες)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημείωση: Ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ εμφανίζεται κάπως χαμηλότερος με βάση τους τριμηνιαίους χρηματοπιστωτικούς λογαριασμούς από ό,τι με βάση τους ετήσιους, κυρίως επειδή δεν περιλαμβάνονται δάνεια που χορηγούνται από μη χρηματοπιστωτικούς τομείς και τράπεζες εκτός της ζώνης του ευρώ.

### ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ

Ο αυξανόμενος δανεισμός των νοικοκυριών προκάλεσε περαιτέρω άνοδο του λόγου του χρέους των νοικοκυριών προς το ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα 17). Η άνοδος αυτή αντανάκλα εν μέρει την εδραίωση ενός περιβάλλοντος σταθερότητας των τιμών και χαμηλότερων επιτοκίων σε αρκετές χώρες της ζώνης του ευρώ μετά την υιοθέτηση του ευρώ. Πράγματι, το κόστος εξυπηρέτησης των δανείων (δηλ. ο λόγος του αθροίσματος των τόκων και του κεφαλαίου προς το διαθέσιμο εισόδημα) παρέμεινε αρκετά συγκρατημένο λόγω των χαμηλών επιτοκίων. Ο λόγος χρέους/ΑΕΠ των νοικοκυριών παρέμεινε επίσης σχετικά χαμηλός στη ζώνη του ευρώ σε σύγκριση π.χ. με το Ηνωμένο Βασίλειο και τις ΗΠΑ. Ωστόσο, η αύξηση του χρέους των νοικοκυριών εμπεριέχει κινδύνους, διότι έχει καταστήσει τα νοικοκυριά περισσότερο ευπαθή στις μεταβολές των επιτοκίων, του εισοδήματος και των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Μεγαλύτερο κίνδυνο ευπάθειας διατρέχουν μάλιστα όσα νοικοκυριά, υπό συνθήκες ιστορικών χαμηλών επιτοκίων, συνομολόγησαν στεγαστικά δάνεια

με μεταβλητά επιτόκια και με χαμηλές τοκοχρεολυτικές δόσεις στα πρώτα έτη της διάρκειας των δανείων. Οι εκτιμήσεις αυτής της ευπάθειας χαρακτηρίζονται από σημαντική αβεβαιότητα, π.χ. επειδή το ποσοστό των στεγαστικών δανείων που επηρεάζεται από τις μεταβολές των επιτοκίων εξαρτάται από τα χαρακτηριστικά των αντίστοιχων δανειακών συμβάσεων. Τα χαρακτηριστικά αυτά ποικίλλουν σημαντικά μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ, καθώς αντανάκλαν εθνικές ιδιαιτερότητες ως προς τη διάρθρωση της αγοράς στεγαστικών δανείων, πολιτισμικούς και ιστορικούς παράγοντες, καθώς και κανονιστικά και φορολογικά ζητήματα.<sup>4</sup>

### ΧΑΜΗΛΟ ΚΟΣΤΟΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΩΝ ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Οι συνθήκες χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στη ζώνη του ευρώ, όπως αντικατοπτρίζονταν στις αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων και τα τραπεζικά επιτόκια, παρέμειναν ιδιαίτερα ευνοϊκές καθ' όλη τη διάρκεια του 2004. Οι επιχειρήσεις είχαν χαμηλό κόστος χρηματοδότησης και γενικώς ακόλυτη πρόσβαση σε πηγές χρηματοδότησης.

Όσον αφορά τη χρηματοδότηση μέσω της έκδοσης χρεογράφων, οι αποδόσεις των ομολόγων που εξέδωσαν μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις έφθασαν σε ιστορικούς χαμηλά επίπεδα σε ονομαστικούς και πραγματικούς όρους (βλ. Διάγραμμα 18). Παράλληλα, οι πραγματικές μερισματικές αποδόσεις (οι οποίες θεωρούνται δείκτης του πραγματικού κόστους χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης μετοχών), ενώ παρέμειναν κάπως υψηλότερες από το μέσο όρο της τελευταίας δεκαετίας, μειώθηκαν από τα ανώτατα επίπεδα όπου είχαν φθάσει το 2003.

Το χαμηλό κόστος χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης ομολόγων αποτελεί, σε μεγάλο βαθμό, συνέπεια των ιστορικά χαμηλών επιτοκίων για

<sup>4</sup> Περισσότερες λεπτομέρειες βλ. στο πλαίσιο με τίτλο "Χαρακτηριστικά των συμβάσεων ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων στη ζώνη του ευρώ" στο τεύχος Νοεμβρίου 2004 του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ.

### Διάγραμμα 18 Δείκτες του κόστους χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων από την αγορά

(ποσοστά % ετησίως)



Πηγές: EKT, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch και Consensus Economics Forecasts.

1) Οι αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων βασίζονται σε δείκτη της Merrill Lynch ο οποίος αφορά ομολογιακά δάνεια μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων που χαρακτηρίζονται ως επενδυτικής αξίας (investment grade), καθώς και σε δείκτη που αφορά ομόλογα υψηλών αποδόσεων. Πριν από τον Απρίλιο του 1998, υπήρχαν μόνο εθνικά στοιχεία (για το Βέλγιο, τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ιταλία, την Ολλανδία και την Ισπανία). Οι αποδόσεις σταθμίζονται ως προς το ΑΕΠ σε όρους ισοτιμίας αγοραστικών δυνάμεων του 2001. Ως αποπληθωριστής χρησιμοποιούνται οι μέσες προσδοκίες για τον πληθωρισμό (Consensus Economics Forecasts) σε χρονικό ορίζοντα ίσο με τη μέση διάρκεια των ομολόγων.  
 2) Οι μερισματικές αποδόσεις είναι το αναμενόμενο ετήσιο μέρισμα, ως ποσοστό επί της τιμής της μετοχής. Ως αποπληθωριστής χρησιμοποιείται ο ΕΝΔΤΚ.

όλες τις διάρκειες, αλλά επίσης αντανακλά την ευνοϊκότερη αξιολόγηση του συναφούς πιστωτικού κινδύνου εκ μέρους των επενδυτών. Οι διαφορές αποδόσεων μεταξύ των εταιρικών ομολόγων και των κρατικών ομολόγων, ιδίως για τα ομόλογα κατηγορίας AA και BBB, μειώθηκαν περαιτέρω το 2004 από τα ήδη χαμηλά επίπεδά τους. Η μείωση αυτή μπορεί να αποδοθεί σε παράγοντες που αφορούν τα θεμελιώδη μεγέθη, όπως η σημαντική

υποχώρηση της μεταβλητότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές (βλ το Πλαίσιο 3 με τίτλο “Κοινές τάσεις μεταξύ των τμημάτων της χρηματοπιστωτικής αγοράς ως προς την τεκμαρτή μεταβλητότητα”) και η βελτίωση της κερδοφορίας των εταιριών. Παράλληλα, δεν αποκλείεται η εκτεταμένη αναζήτηση αποδόσεων εκ μέρους των επενδυτών, σε περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων, να εξακολούθησε να διαδραματίζει κάποιο ρόλο στη μείωση των αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων.

Όσον αφορά το κόστος του τραπεζικού δανεισμού, ο οποίος αποτελεί την κυριότερη μορφή χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, τα επιτόκια χορηγήσεων των NXI παρέμειναν ουσιαστικά αμετάβλητα το 2004 (βλ. Διάγραμμα 16), μετά από μειώσεις το 2002-2003, και διαμορφώθηκαν γενικά σε πολύ χαμηλά επίπεδα.

Οι επιχειρήσεις πιθανώς είχαν ευκολότερη πρόσβαση και σε τραπεζικές πιστώσεις το 2004. Από την έρευνα του Ευρωσυστήματος για τις τραπεζικές χορηγήσεις διαπιστώνεται σταδιακή ελάττωση του καθαρού ποσοστού των τραπεζών που δήλωσαν ότι εφαρμόζουν αυστηρότερα πιστοδοτικά κριτήρια για δάνεια προς επιχειρήσεις το πρώτο εξάμηνο του 2004 και χαλάρωση (με βάση τη διαφορά ποσοστών απαντήσεων) των πιστοδοτικών κριτηρίων το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Παράλληλα, υπήρχαν διαφορές μεταξύ των μεγάλων και των μικρομεσαίων επιχειρήσεων όσον αφορά το κόστος χρηματοδότησης (βλ. το Πλαίσιο 4 με τίτλο “Οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις αντιμετώπισαν λιγότερο ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης από ό,τι οι μεγάλες επιχειρήσεις της ζώνης του ευρώ το 2004;”).

### **ΟΙ ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΑΝ ΛΙΓΟΤΕΡΟ ΕΥΝΟΪΚΕΣ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΑΠΟ Ο,ΤΙ ΟΙ ΜΕΓΑΛΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΤΗΣ ΖΩΝΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΤΟ 2004;**

Οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις μπορεί γενικώς να αντιμετωπίζουν μεγαλύτερους περιορισμούς από ό,τι οι μεγάλες εταιρίες όσον αφορά το κόστος χρηματοδότησης και την πρόσβαση σε εξωτερική χρηματοδότηση. Αντίθετα με τις μεγαλύτερες εταιρίες, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις συνήθως δεν μπορούν να αντλήσουν χρηματοδότηση από τις αγορές κεφαλαίων και, ως εκ τούτου, βασίζονται κυρίως στις τραπεζικές πιστώσεις ή σε πιο δαπανηρές μορφές εξωτερικής χρηματοδότησης (όπως είναι οι εμπορικές πιστώσεις, η χρηματοδοτική μίσθωση, η πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων κ.λπ.). Επίσης, οι μικρότερες επιχειρήσεις αναμένεται, κατά μέσο όρο, να αντιμετωπίζουν περισσότερα προβλήματα που συνδέονται με την ανεπαρκή πληροφόρηση των δυνητικών πιστωτών, επειδή είναι συνήθως νεότερες και υπάγονται σε λιγότερο αυστηρές απαιτήσεις δημοσιότητας (π.χ. δημοσιεύουν λιγότερο λεπτομερείς λογιστικές καταστάσεις). Επιπλέον, κατά κανόνα οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις είναι σε θέση να προσφέρουν λιγότερες εξασφαλίσεις (π.χ. πάγια περιουσιακά στοιχεία), οι οποίες θα μπορούσαν να μετριάσουν τα προβλήματα ανεπαρκούς πληροφόρησης. Ως εκ τούτου, οι τράπεζες συχνά είναι πιθανό να εφαρμόζουν αυστηρότερα πιστοδοτικά κριτήρια για τις μικρότερες και νεότερες επιχειρήσεις, διότι συνήθως διαθέτουν λιγότερες πληροφορίες γι' αυτές.

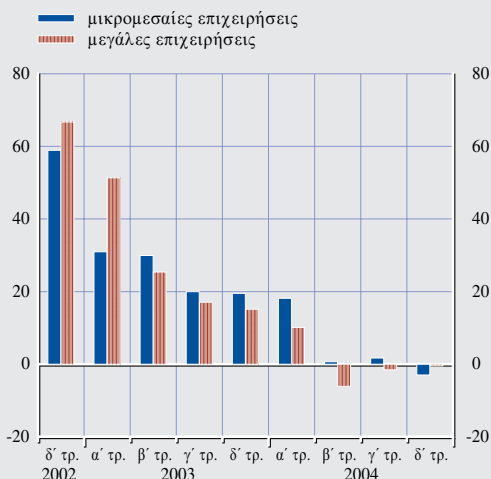
Εξάλλου, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν συχνά υψηλότερο κόστος χρηματοδότησης (π.χ. δυσμενέστερα τραπεζικά επιτόκια) από ό,τι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις. Τα σχετικά υψηλότερα επιτόκια των μικρών δανείων οφείλονται σε διάφορους παράγοντες. Μπορεί π.χ. να υπάρχει πάγιο κόστος και όχι ποσοστιαίο επί του ύψους του δανείου. Επιπλέον, οι μικρές επιχειρήσεις ενδέχεται να είναι πιο ριψοκίνδυνες από τις μεγαλύτερες και εδραιωμένες (αν και οι επιδράσεις της διασποράς του κινδύνου για τις τράπεζες μπορεί να είναι μεγαλύτερες όσον αφορά τα δάνεια προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις). Επίσης, ενδέχεται να υπάρχει έλλειψη ανταγωνισμού μεταξύ των πιστωτών, οι οποίοι μπορούν έτσι να “εγκλωβίσουν” τους μικρομεσαίους δανειολήπτες αυξάνοντας το κόστος μετακίνησής τους σε άλλη τράπεζα. Επιπλέον, λόγω της σχετικά πιο περιορισμένης πρόσβασής τους σε εξωτερική χρηματοδότηση και του υψηλότερου κόστους της, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις βασίζονται παραδοσιακά περισσότερο σε εσωτερικές πηγές χρηματοδότησης διακρατώντας, κατά μέσο όρο, περισσότερα ρευστά στοιχεία ενεργητικού. Επειδή η διακράτηση ρευστότητας είναι δαπανηρή, αυτό μπορεί να αποτελεί πρόσθετη επιβάρυνση για τις μικρές επιχειρήσεις.<sup>1</sup>

Εν όψει των ανωτέρω, οι συνθήκες χρηματοδότησης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στη ζώνη του ευρώ αποτελούν τελευταία όλο και περισσότερο αντικείμενο μελέτης. Η έρευνα για τις τραπεζικές χορηγήσεις (“Bank lending survey”), η οποία διενεργείται από το Ευρωσύστημα τέσσερις φορές το χρόνο, παρέχει ποιοτικές πληροφορίες για τις συνθήκες χρηματοδότησης των μικρομεσαίων και των μεγάλων επιχειρήσεων, ειδικότερα τις μεταβολές των πιστοδοτικών κριτηρίων για δάνεια που χορηγούνται σε μεγάλες και μικρομεσαίες επιχειρήσεις (βλ.

<sup>1</sup> Λεπτομερέστερη ανάλυση της χρηματοδότησης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην Ευρώπη βλ. στο “Europe’s changing financial landscape: The financing of small and medium-sized enterprises”, EIB Papers, Vol. 8, No 2, 2003, και στην έκδοση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής “SMEs and access to finance”, Observatory of European SMEs, 2003, No. 2.

### Διάγραμμα Α Μεταβολή των πιστοδοτικών κριτηρίων των τραπεζών για χορηγήσεις προς επιχειρήσεις

(διαφορά ποσοστών απαντήσεων)



Πηγή: ΕΚΤ.

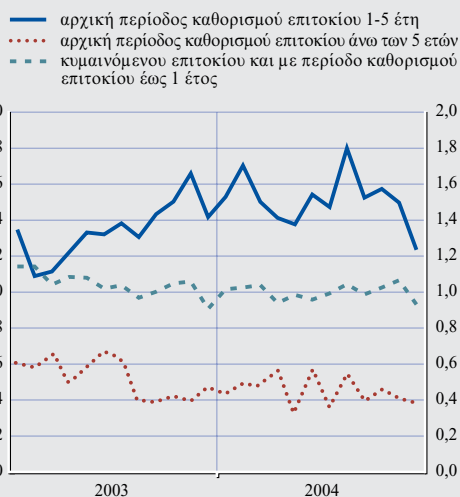
Σημείωση: Η διαφορά ποσοστών απαντήσεων είναι η διαφορά μεταξύ του ποσοστού των τραπεζών που δήλωσαν ότι εφαρμόζουν "σημαντικά αυστηρότερα" ή "κάπως αυστηρότερα" κριτήρια και του ποσοστού των τραπεζών που δήλωσαν ότι εφαρμόζουν "κάπως χαλαρότερα" ή "σημαντικά χαλαρότερα" κριτήρια.

Διάγραμμα Α). Από το δ' τρίμηνο του 2004 και εξής, τα πιστοδοτικά κριτήρια των τραπεζών για δάνεια προς μικρομεσαίες και μεγάλες επιχειρήσεις ακολούθησαν γενικά παρόμοια πορεία, δηλ. εμφάνισαν σταδιακή χαλάρωση. Τα πιστοδοτικά κριτήρια για δάνεια προς μεγάλες επιχειρήσεις έτειναν, κατά μέσο όρο, να είναι λιγότερο αυστηρά, και μάλιστα έγιναν χαλαρότερα (σε καθαρή βάση) από το β' τρίμηνο του 2004 και εξής. Το δ' τρίμηνο του 2004, η διαφορά μεταξύ του αριθμού των τραπεζών που εφαρμόσαν αυστηρότερα πιστοδοτικά κριτήρια για δάνεια προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις και του αριθμού αυτών που εφαρμόσαν χαλαρότερα κριτήρια μειώθηκε σχετικά περισσότερο και έγινε αρνητική για πρώτη φορά από την έναρξη της έρευνας για τις τραπεζικές χορηγήσεις.

Τα νέα στατιστικά στοιχεία για τα επιτόκια των ΝΧΙ (από τον Ιανουάριο του 2003 και εξής) επιτρέπουν τη σύγκριση των επιτοκίων μεταξύ δανείων διαφορετικού ύψους (κάτω και άνω του 1 εκατ. ευρώ).<sup>2</sup> Με βάση την υπόθεση ότι τα δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ χορηγούνται συχνότερα σε μεγάλες επιχειρήσεις, η σύγκριση των επιτοκίων μεταξύ δανείων διαφορετικού ύψους παρέχει πληροφορίες για το κόστος χρηματοδότησης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων σε σχέση με το αντίστοιχο κόστος των μεγάλων επιχειρήσεων, αν και αυτή η διάκριση δεν μπορεί φυσικά να είναι απόλυτα ακριβής. Σε όλο το διάστημα από τον Ιανουάριο του 2003 έως το Δεκέμβριο του 2004, το επίπεδο των επιτοκίων για δάνεια προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις (όπως μετρούνται από τα επιτόκια των ΝΧΙ για δάνεια έως 1 εκατ. ευρώ προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις) ήταν υψηλότερο (κατά 0,4-1,8 εκατοστιαία μονάδα) από ό,τι

### Διάγραμμα Β Διαφορές επιτοκίων των ΝΧΙ μεταξύ δανείων μικρού και μεγάλου ύψους<sup>1),2)</sup>

(εκατοστιαίες μονάδες, νέα επιχειρηματικά δάνεια)



Πηγή: ΕΚΤ.

1) Για την περίοδο από το Δεκέμβριο του 2003 και εξής, τα επιτόκια των ΝΧΙ σταθμίζονται με βάση τον κινητό μέσο όρο 12 μηνών του όγκου των νέων εργασιών σε κάθε χώρα. Για την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2003, η στάθμιση βασίζεται στο μέσο όρο του όγκου των νέων εργασιών το 2003. Περισσότερες λεπτομέρειες βλ. στο Πλαίσιο "Ανάλυση των επιτοκίων των ΝΧΙ σε επίπεδο ζώνης ευρώ" στο τεύχος Αυγούστου 2004 του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ.

2) Μικρού ύψους είναι τα δάνεια έως 1 εκατ. ευρώ και μεγάλου ύψους τα δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ.

2 Βλ. επίσης το Πλαίσιο 13 με τίτλο "Χρηματοπιστωτική ενοποίηση στην αγορά πιστώσεων της ζώνης του ευρώ".

των μεγαλύτερων δανείων των NXI (όπως μετρούνται από τα επιτόκια των NXI για δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις) (βλ. Διάγραμμα Β). Στο σύνολο αυτής της περιόδου, οι διαφορές επιτοκίων μεταξύ των μικρών και των μεγάλων δανείων δεν παρουσίασαν σημαντική μεταβολή. Εξετάζοντας αναλυτικότερα τις πρόσφατες εξελίξεις, διαπιστώνουμε ότι το 2004 η διαφορά των επιτοκίων των μικρών δανείων έναντι, αφενός, των μεγάλων δανείων με αρχική περίοδο καθορισμού επιτοκίου 1-5 έτη και, αφετέρου, των μεγάλων δανείων με αρχική περίοδο καθορισμού επιτοκίου άνω των 5 ετών μειώθηκε ελαφρά (κατά 10 και 15 μονάδες βάσης αντίστοιχα), ενώ παρέμεινε ουσιαστικά αμετάβλητη έναντι των δανείων με κυμαινόμενο επιτόκιο και με αρχική περίοδο καθορισμού επιτοκίου έως ένα έτος.

Είναι δύσκολο να συναχθούν ασφαλή συμπεράσματα βάσει των διαθέσιμων στοιχείων. Ενώ το κόστος χρηματοδότησης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων παρέμεινε σχετικά υψηλό σε σχέση με τις μεγάλες εταιρίες, οι εξελίξεις το 2004 ήταν παρόμοιες για τις μικρές και τις μεγάλες επιχειρήσεις. Παράλληλα, υπάρχουν ενδείξεις ότι την ίδια περίοδο η πρόσβαση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στη χρηματοδότηση βελτιώθηκε σημαντικά.

#### ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΗ ΠΡΟΣΦΥΓΗ ΣΕ ΕΞΩΤΕΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΟ 2004

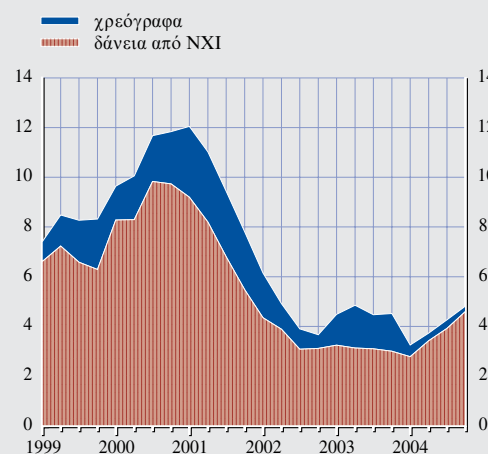
Παρότι οι συνθήκες χρηματοδότησης παρέμειναν ευνοϊκές, η προσφυγή των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σε εξωτερική χρηματοδότηση ήταν πολύ περιορισμένη το 2004. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης ήταν 4,8% στο τέλος του 2004, δηλ. ελαφρά υψηλότερος από ό,τι στο τέλος του 2003 (4,5%). Το δεύτερο εξάμηνο του 2004 επιταχύνθηκε κάπως, κυρίως λόγω της αύξησης της χρηματοδότησης μέσω δανείων από NXI (βλ. Διάγραμμα 19), ο ετήσιος ρυθμός της οποίας ανήλθε σε 5,4% στο τέλος του 2004, από 3,5% στο τέλος του 2003. Παράλληλα, ο ρυθμός αύξησης της καθαρής έκδοσης χρεογράφων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων ήταν σημαντικά χαμηλότερος το 2004 από ό,τι το προηγούμενο έτος, υποχωρώντας από 10,5% στο τέλος του 2003 σε 2,4% στο τέλος του 2004.

Το γεγονός ότι συνολικά οι ροές χρηματοδότησης παρέμειναν σχετικά συγκρατημένες μπορεί να οφείλεται σε διάφορους παράγοντες. Πρώτον, τη βελτίωση της κερδοφορίας των εταιριών, τουλάχιστον των μεγάλων επιχειρήσεων που περιλαμβάνονται στο δείκτη Dow Jones EURO STOXX (βλ. Διάγραμμα 14), η οποία είναι πιθανό να

έδωσε ώθηση στην εσωτερική αποταμίευση και έτσι να ενίσχυσε τα κίνητρα των επιχειρήσεων να μειώσουν το συνολικό χρέος τους. Δεύτερον, μπορεί επίσης να αντανακλά το σχετικά βραδύ ρυθμό με τον οποίο προχωρεί η τρέχουσα ανάκαμψη της οικονομίας, οπότε οι επιχειρήσεις φάνηκαν επιφυλακτικές ως προς τη χρηματοδότηση πρόσθετων μεγάλων κεφαλαιακών επενδύσεων.

**Διάγραμμα 19 Συμβολή στον ετήσιο ρυθμό αύξησης του χρέους των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων**

(εκατοστιαίες μονάδες)



Πηγή: ΕΚΤ.



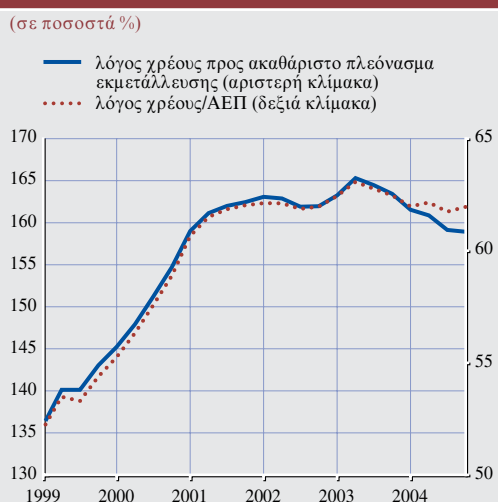
Το 2004 επιβραδύνθηκε επίσης η έμμεση χρηματοδότηση μέσω μη νομισματικών επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα. Σ' αυτές συγκαταλέγονται οι χρηματοδοτικές εταιρίες που είναι θυγατρικές επιχειρήσεων εκτός του χρηματοπιστωτικού τομέα, οι φορείς ειδικού σκοπού που διαχειρίζονται τιτλοποιήσεις απαιτήσεων και άλλες εταιρίες που αντλούν κεφάλαια για λογαριασμό τραπεζών.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της καθαρής έκδοσης χρεογράφων από μη νομισματικές επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα υποχώρησε από 22,3% στο τέλος του 2003 σε 13,2% στο τέλος του 2004, αλλά παρέμεινε υψηλός σε σύγκριση με την εκδοτική δραστηριότητα των λοιπών τομέων.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των εκδόσεων εισηγμένων μετοχών από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ ήταν 0,9% στο τέλος του 2004, ουσιαστικά αμετάβλητος στο πολύ χαμηλό επίπεδο που είχε παρατηρηθεί και τα δύο προηγούμενα έτη. Η περιορισμένη άντληση κεφαλαίων μέσω της έκδοσης μετοχών οφείλεται τόσο στη σχετικά χαμηλή ζήτηση εξωτερικής χρηματοδότησης όσο και στο πολύ χαμηλό κόστος άλλων πηγών χρηματοδότησης. Η μικρή αξία των καθαρών εκδόσεων εισηγμένων μετοχών αντανακλά επίσης, σε κάποιο βαθμό, ορισμένες εξελίξεις διαρθρωτικού χαρακτήρα, όπως διαγραφή μετοχών από το χρηματιστήριο και απόκτηση ιδίων μετοχών, κυρίως από επιχειρήσεις οι οποίες έχουν εξασφαλίσει αρκετούς πόρους ώστε να επανεπενδύσουν στις δραστηριότητές τους και να εξαγοράσουν τις μετοχές τους.

Οι ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης βοήθησαν τις επιχειρήσεις να βελτιώσουν τη χρηματοοικονομική τους θέση το 2004 (βλ. Διάγραμμα 20). Από ιστορική σκοπιά, οι δείκτες χρέους των επιχειρήσεων παρέμειναν σε μάλλον υψηλά επίπεδα, αλλά, λόγω της γενικής πτώσης των επιτοκίων των NXI, δεν προκάλεσαν μεγάλη αύξηση του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις τα τελευταία χρόνια.

**Διάγραμμα 20 Δείκτες χρέους των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων**



Πηγές: EKT και Eurostat.  
Σημείωση: Για το πιο πρόσφατο τρίμηνο, εκτιμήσεις βάσει των συναλλαγών που καταγράφονται στη στατιστική για το νόμισμα, τις τράπεζες και τις εκδόσεις τίτλων. Οι λόγοι του χρέους εμφανίζονται κάπως χαμηλότεροι με βάση τους τριμηνιαίους λογαριασμούς από ό,τι με βάση τους ετήσιους, κυρίως επειδή δεν περιλαμβάνονται δάνεια που χορηγούνται από μη χρηματοπιστωτικούς τομείς και τράπεζες εκτός της ζώνης του ευρώ.

### 2.3 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ

Ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ στη ζώνη του ευρώ διαμορφώθηκε σε 2,1% κατά μέσο όρο το 2004, παραμένοντας αμετάβλητος σε σχέση με το 2003 (βλ. Πίνακα 1). Η άνοδος των τιμών του πετρελαίου και οι νέες αυξήσεις των έμμεσων φόρων και των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών ήταν οι κυριότεροι παράγοντες που άσκησαν ανοδική πίεση στις τιμές, αλλά αντισταθμίστηκαν από την περαιτέρω ενίσχυση του ευρώ, τις υποτονικές συνθήκες της ζήτησης και τη σημαντική επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των τιμών των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής. Όμως, παρά την έντονη ανοδική επίδραση των τιμών του πετρελαίου στις τιμές καταναλωτή στη ζώνη του ευρώ, δεν παρατηρήθηκαν σημαντικές ενδείξεις συσσώρευσης πληθωριστικών πιέσεων στην οικονομία της ζώνης του ευρώ. Οι τιμές παραγωγού αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 2,3% το 2004 (2003: 1,4%), στον οποίο συνέβαλαν κυρίως τα ενεργειακά και τα ενδιάμεσα αγαθά. Ωστόσο, οι ενδείξεις



## Πίνακας Ι Η εξέλιξη των τιμών

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

	2002	2003	2004	2003 δ' τρ.	2004 α' τρ.	2004 β' τρ.	2004 γ' τρ.	2004 δ' τρ.	2004 Δεκ.	2005 Ιαν.
<b>ΕνΔΤΚ και συνιστώσες του</b>										
Συνολικός δείκτης	2,3	2,1	2,1	2,0	1,7	2,3	2,2	2,3	2,4	1,9
Ενέργεια	-0,6	3,0	4,5	1,6	-1,5	4,8	6,3	8,5	6,9	6,2
Επεξεργασμένα είδη διατροφής	3,1	3,3	3,4	3,8	3,5	3,9	3,6	2,8	3,2	2,8
Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	3,1	2,1	0,6	3,6	2,2	1,5	-0,3	-0,7	0,0	-0,6
Βιομηχανικά αγαθά εκτός ενέργειας	1,5	0,8	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8	0,5
Υπηρεσίες	3,1	2,5	2,6	2,4	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,4
<b>Άλλοι δείκτες τιμών και κόστους</b>										
Τιμές παραγωγού βιομηχανικών προϊόντων <sup>1)</sup>	-0,1	1,4	2,3	1,0	0,2	2,0	3,1	3,8	3,5	.
Τιμές πετρελαίου (ευρώ/βαρέλι) <sup>2)</sup>	26,5	25,1	30,5	24,5	25,0	29,3	33,3	34,5	30,0	33,6
Τιμές βασικών εμπορευμάτων <sup>3)</sup>	-0,9	-4,5	10,8	-1,2	9,8	20,9	11,9	1,3	-0,2	-1,9

Πηγές: Eurostat, Thomson Financial Datastream και HWWA.

1) Πλην των κατασκευών.

2) Αργό Brent εμπλουτισμένο (παράδοση μετά από ένα μήνα).

3) Εκτός ενέργειας. Σε ευρώ.

σημαντικών δευτερογενών επιδράσεων στις τιμές στα επόμενα στάδια της παραγωγικής αλυσίδας ήταν περιορισμένες. Ομοίως, οι αυξήσεις των μισθών παρέμειναν συγκρατημένες το 2004, καθώς οι εξελίξεις όσον αφορά την οικονομική δραστηριότητα και την αγορά εργασίας συνέχισαν να είναι υποτονικές.

Τον Ιανουάριο του 2005 ο συνολικός πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ μειώθηκε κατά 0,5 της εκατοστιαίας μονάδας σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2004 και διαμορφώθηκε σε 1,9%. Η υποχώρηση αυτή προήλθε από πολλές συνιστώσες του ΕνΔΤΚ και οφειλόταν εν μέρει στην υψηλή βάση σύγκρισης. Επίσης αντανακλούσε πρόσθετες ευνοϊκές επιδράσεις από την επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των τιμών της ενέργειας στις αρχές του έτους, τη μείωση των τιμών των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής και τις δραστικές περικοπές των τιμών κατά την περίοδο των εκπτώσεων σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ.

### Ο ΜΕΤΡΟΥΜΕΝΟΣ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ ΕΠΗΡΕΑΣΤΗΚΕ ΑΠΟ ΤΙΣ ΕΥΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΣΥΝΙΣΤΩΣΕΣ

Η εξέλιξη του μετρούμενου πληθωρισμού το 2004 οφειλόταν στις ευμετάβλητες συνιστώσες

του ΕνΔΤΚ, ιδίως τις τιμές της ενέργειας και δευτερευόντως των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής (βλ. Διάγραμμα 21).

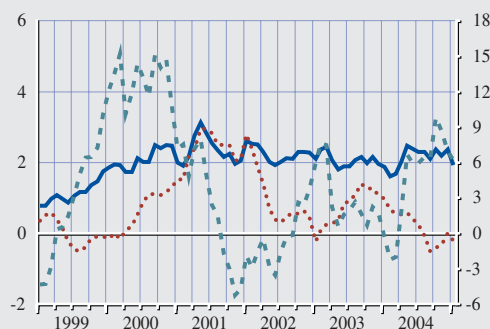
Οι τιμές του πετρελαίου ήταν το 2004 υψηλότερες από ό,τι αναμενόταν. Το Δεκέμβριο του 2004 η μέση τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent σε ευρώ ανά βαρέλι ήταν 25% υψηλότερη από ό,τι το Δεκέμβριο του 2003. Η αύξηση αυτή άσκησε σημαντική άμεση ανοδική πίεση στις τιμές καταναλωτή των ενεργειακών αγαθών στη ζώνη του ευρώ, οι οποίες αυξήθηκαν με μέσο ρυθμό 4,5% το 2004, έναντι 3,0% το 2003 (περισσότερες λεπτομέρειες για την επίδραση των τιμών του πετρελαίου στην οικονομία της ζώνης του ευρώ βλ. στο Πλαίσιο 5). Η συμβολή των τιμών του πετρελαίου στο μέσο ετήσιο ρυθμό πληθωρισμού το 2004 ανήλθε σε 0,4 της εκατοστιαίας μονάδας και ήταν η υψηλότερη της τελευταίας τετραετίας (βλ. Διάγραμμα 22).

Λόγω της σημαντικής επίδρασης της βάσης σύγκρισης στη συνιστώσα της ενέργειας του ΕνΔΤΚ, ο μετρούμενος πληθωρισμός μειώθηκε σε 1,7% περίπου το α' τρίμηνο του 2004 σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2003. Στη συνέχεια άρχισε να αυξάνεται, ακολουθώντας

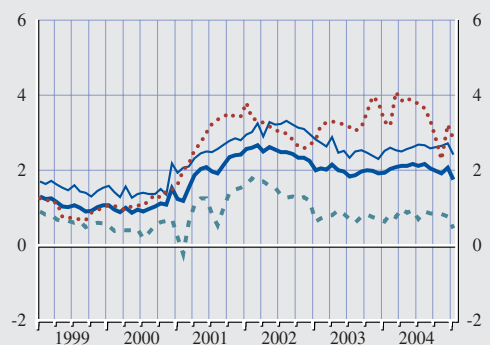
### Διάγραμμα 21 Πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) ανάλυση σε συνιστώσες

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές, μηνιαία στοιχεία)

- συνολικός ΕνΔΤΚ (αριστερή κλίμακα)
- ... μη επεξεργασμένα είδη διατροφής (δεξιά κλίμακα)
- - - ενέργεια (δεξιά κλίμακα)



- ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής
- ... επεξεργασμένα είδη διατροφής
- - - βιομηχανικά αγαθά πλην ενέργειας
- υπηρεσίες

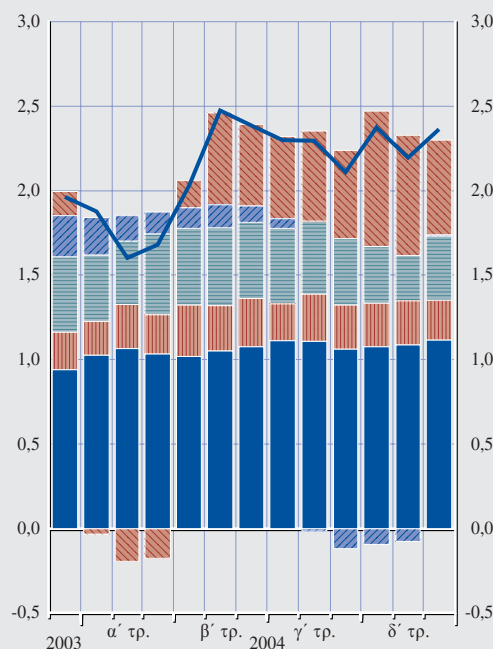


Πηγή: Eurostat.

### Διάγραμμα 22 Συμβολή στην αύξηση του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ)

(ετήσια συμβολή σε εκατοστιαίες μονάδες, μηνιαία στοιχεία)

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



Πηγή: Eurostat.

Σημείωση: Λόγω στρογγυλοποιήσεων, το άθροισμα των επιμέρους συμβολών ενδέχεται να μη συμφωνεί με το συνολικό δείκτη.

τις απροσδόκητες αυξήσεις των τιμών της ενέργειας, και κορυφώθηκε στο 2,5% το Μάιο. Αυτή η ανοδική πίεση αντιστάθμισε σε μεγάλο βαθμό την καθοδική επίδραση από τις τιμές των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των οποίων υποχώρησε από 2,1% κατά μέσο όρο το 2003 σε 0,6% το 2004. Το καλοκαίρι και το φθινόπωρο, λόγω των ευνοϊκών καιρικών συνθηκών, οι τιμές των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής ήταν συγκρατημένες και έτσι μετρίασαν την άνοδο του συνολικού ΕνΔΤΚ. Ωστόσο, ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ παρέμεινε ελαφρώς άνω του 2% μέχρι το τέλος του έτους.

Το 2004 εξωτερικές πληθωριστικές πιέσεις προήλθαν και από άλλες πηγές. Ειδικότερα, οι τιμές των βασικών εμπορευμάτων εκτός του πετρελαίου αυξήθηκαν έντονα το πρώτο εξάμηνο του έτους, ενώ στη συνέχεια υποχώρησαν. Ωστόσο, η σημαντική ανατίμηση του ευρώ αντιστάθμισε εν μέρει την πληθωριστική επίδραση των τιμών του πετρελαίου και των άλλων βασικών εμπορευμάτων.

Οι υπόλοιπες, λιγότερο ευμετάβλητες, συνιστώσες του ΕνΔΤΚ συνέβαλαν στη διατήρηση του μετρούμενου πληθωρισμού σε

σχετικά υψηλά επίπεδα το 2004, ιδίως λόγω της εξέλιξης των έμμεσων φόρων και των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών. Όπως και το 2003, σε αρκετές χώρες της ζώνης του ευρώ οι φόροι επί του καπνού αυξήθηκαν περαιτέρω, ασκώντας σημαντική ανοδική πίεση στις τιμές των επεξεργασμένων ειδών διατροφής, οι οποίες αυξήθηκαν με μέσο ρυθμό 3,4% το 2004, έναντι 3,3% το 2003. Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών διαμορφώθηκε σε 0,8% το 2004, παραμένοντας αμετάβλητος από το 2003. Λόγω της ανόδου των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών, ιδίως στους τομείς των ιατροφαρμακευτικών αγαθών, δεν υπήρξε

μείωση τιμών στη συνιστώσα αυτή. Ομοίως, ορισμένα κυβερνητικά μέτρα που αφορούσαν τις διοικητικά καθοριζόμενες τιμές στον τομέα της υγείας πυροδότησαν σημαντικές αυξήσεις στις τιμές των ιατρικών, οδοντιατρικών και νοσηλευτικών υπηρεσιών. Οι αυξήσεις αυτές προκάλεσαν επιτάχυνση του συνολικού ρυθμού ανόδου των τιμών των υπηρεσιών από 2,5% το 2003 σε 2,6% το 2004. Η ανοδική επίδραση των τιμών της ενέργειας στο κόστος των μεταφορών συνέβαλε επίσης, αν και σε μικρότερο βαθμό, στην αύξηση των τιμών των υπηρεσιών συνολικά. Το Πλαίσιο 5 αναλύει λεπτομερώς την επίδραση της εξέλιξης των τιμών του πετρελαίου στην οικονομία της ζώνης του ευρώ.

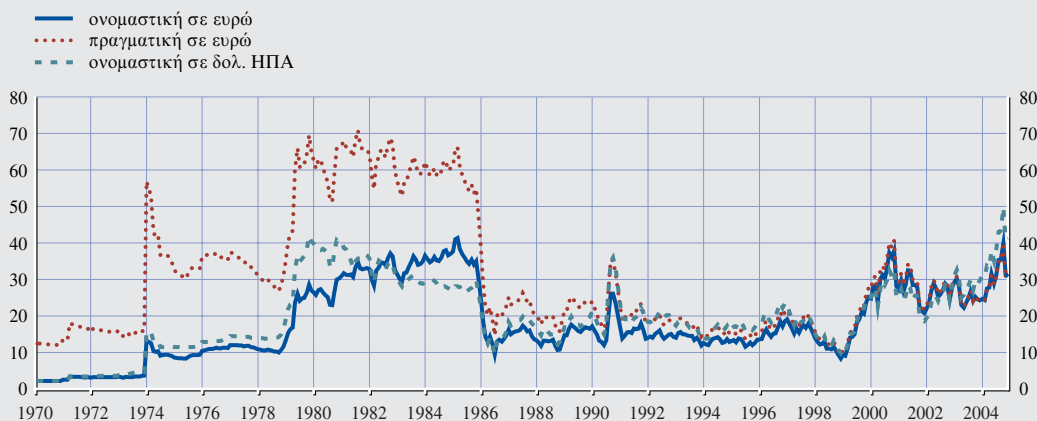
## Πλαίσιο 5

### ΟΙ ΤΙΜΕΣ ΤΟΥ ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΥ ΚΑΙ Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΤΗΣ ΖΩΝΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Το παρόν πλαίσιο περιγράφει την εξέλιξη των τιμών του πετρελαίου το 2004 και την επίδρασή της στην οικονομία της ζώνης του ευρώ. Κατά πρώτον, εξετάζει την αύξηση των τιμών του πετρελαίου το 2004 από μια μακροχρόνια σκοπιά. Στη συνέχεια, περιγράφει τους μηχανισμούς μέσω των οποίων οι τιμές του πετρελαίου επηρεάζουν τον πληθωρισμό και την άνοδο του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ. Τέλος, παρέχει μια ενδεικτική ποσοτική εκτίμηση των επιπτώσεων αυτών, αλλά τονίζει ότι τα υποδείγματα αδυνατούν να καταγράψουν ορισμένες επιδράσεις.

### Διάγραμμα Α Τιμές αργού πετρελαίου τύπου Brent

(ανά βαρέλι)



Πηγές: ΔΝΤ και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημείωση: Οι πραγματικές τιμές του πετρελαίου επιτρέπουν τη σύγκριση της επίδρασης που ασκεί διαχρονικά η εξέλιξη των τιμών πετρελαίου στην αγοραστική δύναμη. Υπολογίζονται με βάση τις ονομαστικές τιμές του πετρελαίου, αποπληθωρισμένες με τον ΕνΔΤΚ της ζώνης του ευρώ, με περίοδο βάσης το Δεκέμβριο του 2004. Για την περίοδο πριν από το 1990 χρησιμοποιούνται εθνικά στοιχεία για τον ΔΤΚ των χωρών της ζώνης του ευρώ.

## Η εξέλιξη των τιμών του πετρελαίου από πιο μακροχρόνια σκοπιά

Οι τιμές του πετρελαίου σε δολάρια ΗΠΑ αυξήθηκαν σε πρωτοφανή επίπεδα σε ονομαστικούς όρους το 2004. Ωστόσο, υπάρχουν βασικές διαφορές σε σύγκριση με παλαιότερες πετρελαϊκές κρίσεις. Πρώτον, η αύξηση το 2004 ήταν σημαντικά μικρότερη από αυτήν που είχε παρατηρηθεί σε άλλες σημαντικές διαταραχές των τιμών του πετρελαίου (βλ. τον πίνακα). Κατά μέσο όρο, η τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent το 2004 ήταν κατά 33% υψηλότερη από ό,τι το 2003. Παρ' όλα αυτά, λόγω της συνολικής ανατίμησης του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, οι τιμές του πετρελαίου σε ευρώ αυξήθηκαν κατά 20% το 2004. Δεύτερον, αν ληφθεί υπόψη ο πληθωρισμός, δηλ. σε πραγματικούς όρους, οι τιμές του πετρελαίου ήταν σημαντικά χαμηλότερες το 2004 από ό,τι σε προηγούμενες περιόδους υψηλών τιμών (βλ. Διάγραμμα Α). Τρίτον, και οι παράγοντες στους οποίους οφειλόταν η άνοδος των τιμών το 2004 διέφεραν σε σχέση με παλαιότερες πετρελαϊκές κρίσεις. Οι αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου το 1973, το 1979, το 1990 και το 1999 οφείλονταν κυρίως σε σοβαρές διαταραχές της προσφοράς πετρελαίου, ενώ αντίθετα το 2004 έπαιξαν ρόλο ποικίλοι παράγοντες, όπως η απροσδόκητα υψηλή ζήτηση πετρελαίου, το γεγονός ότι πολλοί παραγωγοί πετρελαίου λειτουργούν στα όρια της παραγωγικής τους δυναμικότητας, καθώς και ανησυχίες σχετικά με την ασφάλεια του εφοδιασμού με πετρέλαιο από ορισμένες πετρελαιοπαραγωγούς χώρες.

## Μετάδοση των μεταβολών των τιμών του πετρελαίου στον πληθωρισμό της ζώνης του ευρώ

Όσον αφορά τον αντίκτυπο της ανόδου των τιμών του πετρελαίου στις τιμές της ζώνης του ευρώ, είναι σκόπιμη η διάκριση μεταξύ άμεσων, έμμεσων και δευτερογενών επιδράσεων.<sup>1</sup> Μια

1 Βλ. επίσης το άρθρο με τίτλο "Οι τιμές του πετρελαίου και η οικονομία της ζώνης του ευρώ" στο τεύχος Νοεμβρίου 2004 του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ και το πλαίσιο με τίτλο "Πρόσφατες εξελίξεις των τιμών του πετρελαίου και η επίδρασή τους στην οικονομία της ζώνης του ευρώ" στο τεύχος Ιουλίου 2004 του ίδιου δελτίου.

## Αυξήσεις των τιμών του αργού πετρελαίου (Brent) σε επιλεγμένες περιόδους

(εκατοστιαία μεταβολή του ετήσιου μέσου όρου)

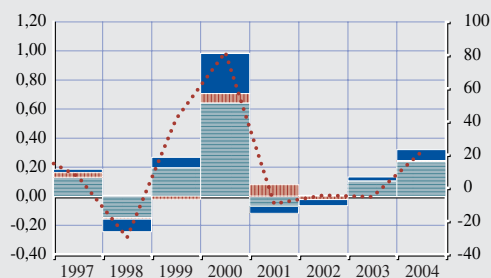
	1973-1974	1978-1979	1999-2000	2003-2004
σε δολάρια	204	125	60	33
σε ευρώ	210	110	84	20

Πηγές: ΔΝΤ και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

## Διάγραμμα Β Τιμές πετρελαίου και η συμβολή των τιμών της ενέργειας στον πληθωρισμό βάσει του ΕνΔΤΚ

(συμβολή σε εκατοστιαίες μονάδες, εκτός αν σημειώνεται διαφορετικά)

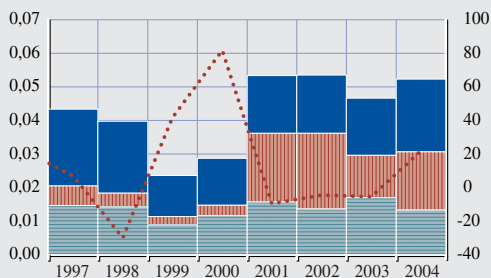
- καύσιμα αυτοκινήτων (αριστερή κλίμακα)
- πετρέλαιο θέρμανσης (αριστερή κλίμακα)
- λιπαντικά (αριστερή κλίμακα)
- τιμή πετρελαίου σε ευρώ (ετήσιος ρυθμός μεταβολής, δεξιά κλίμακα)



## Διάγραμμα Γ Τιμές πετρελαίου και η συμβολή των τιμών των συγκοινωνιών στον πληθωρισμό βάσει του ΕνΔΤΚ

(συμβολή σε εκατοστιαίες μονάδες, εκτός αν σημειώνεται διαφορετικά)

- εισιτήρια συγκοινωνιών εν γένει (αριστερή κλίμακα)
- αεροπορικά εισιτήρια (αριστερή κλίμακα)
- εισιτήρια οδικών συγκοινωνιών (αριστερή κλίμακα)
- τιμή πετρελαίου σε ευρώ (ετήσιος ρυθμός μεταβολής, δεξιά κλίμακα)



Πηγές: Eurostat, Thomson Financial Datastream και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

μεταβολή της τιμής του πετρελαίου ασκεί κατ' αρχήν άμεσες επιδράσεις στον συνολικό ΕνΔΤΚ, μέσω των τιμών καταναλωτή για τα ενεργειακά αγαθά. Οι τιμές της ενέργειας αποτελούν το 8% του συνολικού ΕνΔΤΚ και παρουσιάζουν έντονη συσχέτιση προς τις τιμές του πετρελαίου σε ευρώ. Το Διάγραμμα Β δείχνει τη συμβολή την οποία είχαν στο συνολικό ετήσιο ρυθμό ανόδου του ΕνΔΤΚ οι τιμές των κυριότερων πετρελαϊκών προϊόντων που περιλαμβάνονται στον υποδείκτη των ενεργειακών αγαθών, σε συνδυασμό με την εξέλιξη των τιμών του πετρελαίου. Από το διάγραμμα φαίνεται ότι η άμεση επίδραση γίνεται αισθητή μέσα σε ένα έτος από την αύξηση της τιμής του πετρελαίου.

Επίσης είναι δυνατόν, πέραν των άμεσων επιδράσεων, να υπάρξουν και έμμεσες επιδράσεις, δηλ. να επηρεαστούν και οι τιμές άλλων αγαθών και υπηρεσιών μέσω της αύξησης του κόστους των ενεργειακών εισροών. Σ' αυτή την περίπτωση μπορεί να προκληθεί γενικότερη άνοδος των τιμών, αν και η πιθανότητα αυτή εξαρτάται και από το κατά πόσον τα περιθώρια κέρδους μπορούν να απορροφήσουν την αύξηση του κόστους. Το Διάγραμμα Γ παρουσιάζει ένα παράδειγμα έμμεσης επίδρασης, η οποία ασκείται μέσω των τιμών των μεταφορικών υπηρεσιών. Η συμβολή αυτών των τιμών στον συνολικό ΕνΔΤΚ τείνει να αυξάνεται με κάποια χρονική υστέρηση μετά από κάθε άνοδο των τιμών του πετρελαίου. Σημειώνεται πάντως ότι αυτές οι κατηγορίες τιμών επηρεάζονται και από άλλους παράγοντες και επίσης ότι δεν είναι οι μόνες συνιστώσες του ΕνΔΤΚ που δέχονται έμμεσες επιδράσεις από τις μεταβολές των τιμών του πετρελαίου.

Τέλος, υπάρχει πιθανότητα, εκτός από τις άμεσες και έμμεσες επιδράσεις που προαναφέρθηκαν, να εκδηλωθούν και δευτερογενείς επιδράσεις, δηλ. η απροσδόκητη άνοδος των τιμών του πετρελαίου να πυροδοτήσει αυξημένες μισθολογικές διεκδικήσεις για να αντισταθμιστεί η μείωση του πραγματικού εισοδήματος, και έτσι να επηρεάσει περαιτέρω τον πληθωρισμό. Αυτές οι δευτερογενείς επιδράσεις τείνουν να εκδηλώνονται με χρονική υστέρηση. Συνήθως, η εκδήλωση δευτερογενών επιδράσεων εξαρτάται από το πόσο μακροχρόνια αναμένεται να είναι η κρίση, αλλά και από το αν το οικονομικό περιβάλλον, ιδίως η κατάσταση στην αγορά εργασίας, ενθαρρύνει τις διεκδικήσεις υψηλότερων αποδοχών. Το 2004 οι δευτερογενείς επιδράσεις από την άνοδο των τιμών του πετρελαίου ήταν περιορισμένες, λόγω της φάσης του οικονομικού κύκλου στη ζώνη του ευρώ και των συνθηκών της αγοράς εργασίας. Το γεγονός ότι η τιμαριθμική αναπροσαρμογή των αποδοχών έχει περιοριστεί σε σύγκριση με τις δεκαετίες του '70 και του '80 μπορεί επίσης να μείωσε το ρόλο που παίζει ο πληθωρισμός στη διαδικασία καθορισμού των μισθών.

#### **Μετάδοση των μεταβολών των τιμών του πετρελαίου στην αύξηση του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ**

Η πραγματική οικονομία επηρεάζεται από τις αιφνίδιες μεταβολές των τιμών του πετρελαίου με δύο κυρίως τρόπους: πρώτον, μέσω της προσφοράς, καθώς το πετρέλαιο αποτελεί σημαντικό συντελεστή παραγωγής. Μια αύξηση της τιμής του πετρελαίου συνεπάγεται, ιδίως βραχυπρόθεσμα, άνοδο του κόστους παραγωγής, καθώς οι δυνατότητες υποκατάστασης του πετρελαίου με άλλες πηγές ενέργειας είναι περιορισμένες. Σ' αυτή την περίπτωση μπορεί να μειωθεί η παραγωγή, οπότε είναι δυνατόν να μειωθεί και η ζήτηση άλλων συντελεστών παραγωγής όπως η εργασία. Δεύτερον, η πραγματική οικονομία επηρεάζεται μέσω της ζήτησης, καθώς μια άνοδος των τιμών του πετρελαίου συνεπάγεται δυσμενέστερους όρους εμπορίου για τις οικονομίες που εμφανίζουν καθαρές εισαγωγές πετρελαίου, όπως η ζώνη του ευρώ. Σ' αυτή την περίπτωση επέρχεται μείωση του πραγματικού εισοδήματος, η οποία – στο βαθμό που δεν αντισταθμίζεται από περιορισμό της αποταμίευσης ή από αύξηση του δανεισμού – οδηγεί σε μείωση της εγχώριας ζήτησης. Οι επιδράσεις μιας διαταραχής των τιμών του πετρελαίου

μεταδίδονται και μέσω ορισμένων άλλων μηχανισμών, οι οποίοι είναι πιο δύσκολο να μετρηθούν, π.χ. μέσω της εμπιστοσύνης ή των χρηματιστηριακών αγορών.

### **Ποσοτική εκτίμηση της επίδρασης της αύξησης των τιμών του πετρελαίου βάσει υποδειγμάτων**

Η επίδραση την οποία άσκησε η αύξηση των τιμών του πετρελαίου στον πληθωρισμό και την άνοδο του πραγματικού ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ μπορεί να εκτιμηθεί κατά προσέγγιση με τη χρήση διαφόρων υποδειγμάτων. Αυτές οι εκτιμήσεις γενικά υποδηλώνουν ότι αν οι τιμές του πετρελαίου αυξηθούν κατά 20%, ο πληθωρισμός της ζώνης του ευρώ αυξάνεται κατά 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας περίπου το πρώτο έτος και επιπλέον κατά 0,1 της εκατοστιαίας μονάδας περίπου τα δύο επόμενα έτη. Όσον αφορά το ρυθμό ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ, η εκτιμώμενη επίδραση ανέρχεται σε -0,1 έως -0,3 της εκατοστιαίας μονάδας το πρώτο έτος, ενώ το δεύτερο και το τρίτο έτος η επίδραση είναι ασήμαντη.<sup>2</sup>

Ωστόσο, τα αποτελέσματα αυτών των προσομοιώσεων δεν πρέπει να θεωρούνται δεδομένα. Αφενός, πρέπει να ληφθούν υπόψη ορισμένες επιφυλάξεις (π.χ. πιθανή μη γραμμικότητα, ασυμμετρίες κ.ά.) καθώς και ότι τα υποδείγματα δεν περιλαμβάνουν όλους τους πιθανούς μηχανισμούς μετάδοσης. Αφετέρου, από διαρθρωτική άποψη, υπάρχουν διάφοροι παράγοντες που υποδηλώνουν ότι η οικονομία της ζώνης του ευρώ έχει γίνει ανθεκτικότερη στις διαταραχές των τιμών του πετρελαίου τα τελευταία χρόνια, οπότε οι προσομοιώσεις βάσει των υποδειγμάτων ενδέχεται να υπερεκτιμούν τις συναφείς επιδράσεις. Πρώτον, σε σύγκριση με τη δεκαετία του '70, η εξάρτηση της παραγωγής από το πετρέλαιο και το ποσοστό της κατανάλωσης πετρελαίου στη συνολική κατανάλωση ενέργειας έχουν μειωθεί σημαντικά στη ζώνη του ευρώ. Επιπλέον, φαίνεται ότι έχει αυξηθεί σε κάποιο βαθμό η ευελιξία στις αγορές εργασίας και προϊόντων, με αποτέλεσμα η ανακατανομή των πόρων να είναι ομαλότερη και ταχύτερη, γεγονός που θα πρέπει να περιορίζει την επίδραση μιας διαταραχής των τιμών του πετρελαίου στην οικονομία. Τέλος, η αξιοπιστία και η αντίδραση της νομισματικής πολιτικής παίζουν σημαντικό ρόλο στο πώς θα επηρεαστεί η οικονομία της ζώνης του ευρώ από τις αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου και αυτός είναι ένας πρόσθετος λόγος για τον οποίο η ποσοτική εκτίμηση της επίδρασης είναι αβέβαιη.

Πάντως, είναι σαφές ότι χρειάζονται περαιτέρω διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις ούτως ώστε να αυξηθεί η ικανότητα της οικονομίας της ζώνης του ευρώ να προσαρμόζεται ομαλότερα και ταχύτερα στις μελλοντικές διαταραχές. Ειδικότερα, η ουσιαστική αύξηση του ανταγωνισμού στον τομέα της ενέργειας θα ωφελήσει πολύ, καθώς θα καταστήσει δυνατή την απορρόφηση των υψηλότερων τιμών του πετρελαίου χωρίς σημαντικές στρεβλώσεις. Προς το σκοπό αυτό, δεν ενδείκνυται η αντιστάθμιση των αυξήσεων των τιμών με δημοσιονομικά μέτρα, όπως μειώσεις των φόρων, διότι έτσι αυξάνονται οι υπάρχουσες στρεβλώσεις στην κατανομή των πόρων και εμποδίζονται οι οικονομικές μονάδες να προσαρμοστούν στην εξωτερική διαταραχή.

2. Περισσότερες πληροφορίες βλ. στο άρθρο που αναφέρεται στην υποσημείωση 1 του παρόντος πλαισίου.

### **ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΑΝΟΔΟΣ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΚΑΤΟΙΚΙΩΝ**

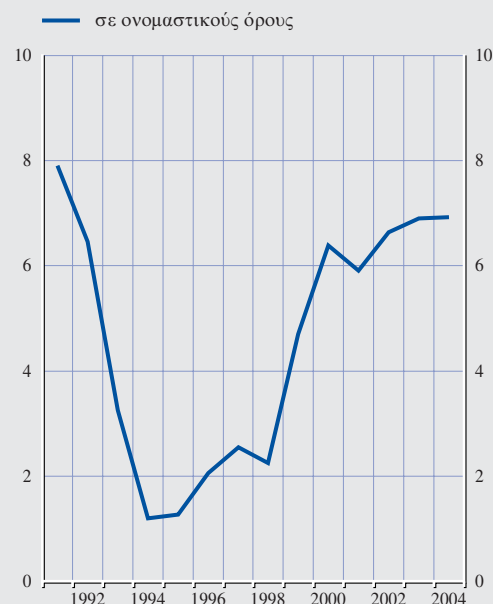
Οι τιμές των κατοικιών στη ζώνη του ευρώ, οι οποίες δεν περιλαμβάνονται στον ΕνΔΤΚ, εξακολούθησαν να αυξάνονται έντονα το 2004, κατά 6,9% το πρώτο εξάμηνο του έτους σε

σύγκριση με το πρώτο εξάμηνο του 2003. Το ποσοστό αυτό προέκυψε ως συνισταμένη διαφορετικών εξελίξεων στις επιμέρους χώρες της ζώνης του ευρώ, καθώς οι ρυθμοί ανόδου είναι διψήφιοι στην Ισπανία, την Ιρλανδία, τη Γαλλία και την Ιταλία, ενώ στη Γερμανία



### Διάγραμμα 23 Εξέλιξη των τιμών των κατοικιών στη ζώνη του ευρώ

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές, ετήσια στοιχεία)



Πηγή: Υπολογισμοί της ΕΚΤ με βάση μη εναρμονισμένα εθνικά στοιχεία.  
Σημείωση: Τα στοιχεία για το 2004 αφορούν το πρώτο εξάμηνο.

καταγράφηκε μικρή μείωση. Τα διαθέσιμα στοιχεία για το δεύτερο εξάμηνο του 2004 υποδηλώνουν συνέχιση των έντονων αυξήσεων των τιμών, οπότε το 2004 θα είναι το τέταρτο κατά σειρά έτος ανόδου των τιμών των κατοικιών κατά 6-7% περίπου (βλ. Διάγραμμα 23). Ωστόσο, αυτή η περίοδος σταθερής και έντονης αύξησης ακολούθησε μια περίοδο σχετικά μέτριας ανόδου (κάτω του 3%) στα μέσα της δεκαετίας του '90.

### ΑΥΞΗΣΗ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΟΥ ΣΤΑ ΠΡΩΤΑ ΣΤΑΔΙΑ ΤΗΣ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΗΣ ΑΛΥΣΙΔΑΣ

Ο συνολικός ετήσιος ρυθμός αύξησης των τιμών παραγωγού βιομηχανικών προϊόντων στη ζώνη του ευρώ (εκτός των κατασκευών) επιταχύνθηκε σταθερά κατά τη διάρκεια του 2004 (βλ. Διάγραμμα 24). Ο ρυθμός ενισχύθηκε το β' τρίμηνο, κυρίως λόγω αυξήσεων στις τιμές της ενέργειας και των ενδιάμεσων αγαθών. Η επιτάχυνση αυτή συμβαδίζει με την άνοδο των τιμών του πετρελαίου και των άλλων βασικών εμπορευμάτων, η οποία άσκησε πίεση στις τιμές

### Διάγραμμα 24 Τιμές παραγωγού βιομηχανικών προϊόντων: ανάλυση σε συνιστώσες

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές, μηνιαία στοιχεία)



Πηγή: Eurostat.

των συντελεστών παραγωγής στα πρώτα στάδια της παραγωγικής αλυσίδας. Κατά μέσο όρο, οι τιμές των ενδιάμεσων αγαθών αυξήθηκαν κατά 3,5% το 2004, έναντι 0,8% το 2003.

Ωστόσο, δεν υπήρξαν αξιόλογες ενδείξεις συσσώρευσης σημαντικών πιέσεων επί των τιμών στα επόμενα στάδια της παραγωγικής αλυσίδας. Το 2004 ο μέσος ρυθμός αύξησης των τιμών παραγωγού καταναλωτικών αγαθών ήταν 1,3%, δηλ. χαμηλότερος από τα μέσα ιστορικά του επίπεδα, αλλά υψηλότερος σε σχέση με το 2003 (1,1%). Σε σημαντικό βαθμό η αύξηση των τιμών παραγωγού καταναλωτικών αγαθών μεταξύ 2003 και 2004 οφειλόταν στις αναπροσαρμογές των φόρων του καπνού. Γενικότερα, καθώς μεσολαβεί κάποιο διάστημα έως ότου οι ανοδικές πιέσεις μεταδοθούν από τις τιμές των συντελεστών παραγωγής στα επόμενα στάδια της παραγωγικής αλυσίδας, οι αυξήσεις των τιμών των βασικών εμπορευμάτων, οι οποίες είχαν ήδη παρατηρηθεί στα πρώτα στάδια της παραγωγικής αλυσίδας, ίσως



## Πίνακας 2 Δείκτες κόστους εργασίας

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά)

	2002	2003	2004	2003 δ' τρ.	2004 α' τρ.	2004 β' τρ.	2004 γ' τρ.	2004 δ' τρ.
Συμβατικές αποδοχές	2,7	2,4	2,2	2,2	2,3	2,3	2,0	2,2
Συνολικό ωριαίο κόστος εργασίας	3,7	2,8	.	2,3	2,8	2,2	1,9	.
Ακαθάριστες μηνιαίες αποδοχές	3,0	2,6	.	2,5	2,6	2,5	2,3	.
Μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό	2,5	2,3	.	2,2	2,2	2,1	1,4	.
Παραγωγικότητα εργασίας	0,3	0,3	.	0,6	1,2	1,7	1,3	.
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος	2,2	2,0	.	1,5	1,0	0,4	0,1	.

Πηγές: Eurostat, εθνικά στοιχεία και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

άρχισαν να ασκούν σημαντική επίδραση στις τιμές παραγωγού καταναλωτικών αγαθών μόλις τους πρώτους μήνες του 2005. Εντούτοις, οι υποτονικές συνθήκες της ζήτησης μπορεί να εμποδίσουν τις επιχειρήσεις να μετακυλίσουν τις αυξήσεις των τιμών της ενέργειας και των ενδιάμεσων αγαθών στην κατανάλωση.

### ΜΕΤΡΙΑ ΑΝΟΔΟΣ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΤΟ 2004

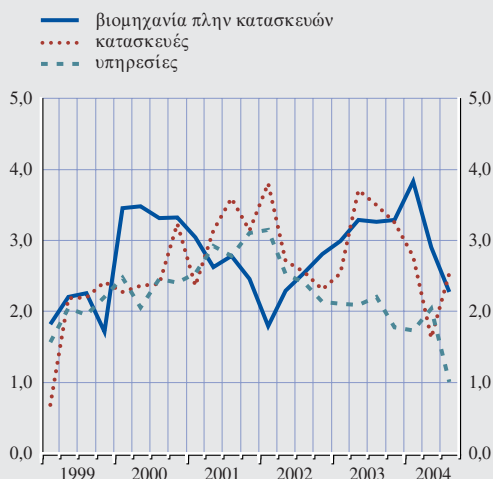
Οι δείκτες του κόστους εργασίας στη ζώνη του ευρώ συνέχισαν να υποχωρούν το 2004 σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη (βλ. Πίνακα 2). Ο ρυθμός ανόδου της μισθολογικής δαπάνης ανά μισθωτό επιβραδύνθηκε το πρώτο εξάμηνο του 2004 και σε μέσο ετήσιο επίπεδο διαμορφώθηκε σε 2,2%, έναντι 2,4% το 2003. Η επιβράδυνση αυτή προήλθε από όλους τους κύριους τομείς της οικονομίας (βλ. Διάγραμμα 25), αλλά ήταν κάπως εντονότερη στον τομέα των υπηρεσιών της αγοράς. Τα διαθέσιμα στοιχεία για τη μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό το δεύτερο εξάμηνο του 2004 καταδεικνύουν περαιτέρω υποχώρηση του ρυθμού ανόδου των αποδοχών. Το ίδιο προκύπτει και από άλλους δείκτες του κόστους εργασίας. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των συμβατικών αποδοχών διαμορφώθηκε σε 2,2% το 2004, έναντι 2,4% το 2003. Σύμφωνα με στοιχεία που αφορούν περιπτώσεις συλλογικών συμβάσεων οι οποίες υπογράφηκαν έως τα τέλη του 2004 σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ, δεν εκδηλώθηκαν δευτερογενείς επιδράσεις από την αύξηση των τιμών του πετρελαίου. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του ωριαίου κόστους εργασίας επίσης

επιβραδυνόταν σταδιακά καθ' όλη τη διάρκεια του 2004 και διαμορφώθηκε σε μέσο επίπεδο σημαντικά χαμηλότερο από ό,τι το 2003. Καθώς η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ συνεχίζει να είναι μέτρια και οι πιέσεις στις αγορές εργασίας της ζώνης του ευρώ είναι περιορισμένες, οι μισθολογικές εξελίξεις παρέμειναν υποτονικές το 2004.

Ο μέτριος ρυθμός αύξησης των αποδοχών, σε συνδυασμό με την ανάκαμψη της ανόδου της παραγωγικότητας σε 1,4% κατά μέσο όρο τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2004, οδήγησε σε σημαντική επιβράδυνση της ανόδου του

### Διάγραμμα 25 Μισθολογική δαπάνη ανά μισθωτό: ανάλυση κατά τομέα

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές, τριμηνιαία στοιχεία)



Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, το οποίο αυξήθηκε με μέσο ρυθμό 0,5% τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2004, έναντι 2,0% το 2003.

## 2.4 Η ΠΑΡΑΓΩΓΗ, Η ΖΗΤΗΣΗ ΚΑΙ Η ΑΓΟΡΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

### Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΚΑΜΨΗ ΣΥΝΕΧΙΣΤΗΚΕ ΤΟ 2004

Η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ, η οποία είχε αρχίσει το δεύτερο εξάμηνο του 2003 συνεχίστηκε το 2004. Ο συνολικός ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ (1,8%, ο υψηλότερος που καταγράφηκε από το 2000) ήταν γενικά συμβατός με τις προσδοκίες που υπήρχαν προς το τέλος του 2003. Η ανάκαμψη στηρίχθηκε κατά κύριο λόγο στη σημαντική αύξηση των εξαγωγών, οι οποίες ήταν το 2004

κατά 5,9% υψηλότερες από ό,τι το 2003. Επίσης υψηλότερη ήταν η εγχώρια ζήτηση, ιδίως οι επενδύσεις. Ωστόσο, διάφορες εξελίξεις, εν μέρει απροσδόκητες, εμπόδισαν την επιτάχυνση της ανάκαμψης στη διάρκεια του 2004. Ειδικότερα, ο τριμηνιαίος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ ήταν υψηλότερος το πρώτο εξάμηνο από ό,τι το δεύτερο, κατά το οποίο επηρεάστηκε δυσμενώς από τις εξελίξεις των τιμών του πετρελαίου και της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Επίσης, η σχετικά βραδεία βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας και η χαμηλή εμπιστοσύνη των καταναλωτών συνέβαλαν στην υποτονικότητα της ιδιωτικής κατανάλωσης.

Από τα μέσα του 2003 έως τα μέσα του 2004 ο κύριος προωθητικός παράγοντας της οικονομικής ανάκαμψης ήταν οι εξαγωγές, ενώ

**Πίνακας 3 Σύνθεση της αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ**

(εκατοστιαίες μεταβολές, εκτός εάν σημειώνεται διαφορετικά, με εποχική διόρθωση)

	Ετήσιοι ρυθμοί <sup>1)</sup>					Τριμηνιαίοι ρυθμοί <sup>2)</sup>							
	2002	2003	2004	2003 δ' τρ.	2004 α' τρ.	2004 β' τρ.	2004 γ' τρ.	2004 δ' τρ.	2003 δ' τρ.	2004 α' τρ.	2004 β' τρ.	2004 γ' τρ.	2004 δ' τρ.
Πραγματικό ακαθάριστο εγχώριο προϊόν <i>εκ του οποίου:</i>	0,9	0,5	1,8	0,8	1,6	2,2	1,9	1,6	0,4	0,7	0,5	0,2	0,2
Εγχώρια ζήτηση	0,4	1,2	1,9	1,5	1,2	1,7	2,6	1,9	1,0	0,3	0,3	0,9	0,3
Ιδιωτική κατανάλωση	0,7	1,0	1,1	0,6	1,2	1,2	0,9	1,3	0,0	0,8	0,0	0,1	0,5
Δημόσια κατανάλωση	3,1	1,6	1,6	1,4	1,9	1,8	1,5	1,2	0,5	0,2	0,4	0,4	0,2
Ακαθάριστες επενδύσεις													
πάγιου κεφαλαίου	-2,5	-0,6	1,7	0,2	1,2	1,9	2,1	1,6	1,1	-0,1	0,5	0,6	0,6
Μεταβολές αποθεμάτων <sup>3),4)</sup>	-0,1	0,4	0,5	0,8	-0,1	0,2	1,3	0,5	0,7	-0,1	0,1	0,7	-0,1
Καθαρές εξαγωγές <sup>5)</sup>	0,5	-0,6	0,0	-0,6	0,4	0,6	-0,6	-0,3	-0,6	0,4	0,2	-0,7	-0,2
Εξαγωγές <sup>5)</sup>	1,9	0,2	5,6	0,2	3,6	7,2	5,6	6,0	0,1	1,4	2,7	1,3	0,5
Εισαγωγές <sup>5)</sup>	0,5	2,0	5,9	2,0	2,8	6,0	7,8	7,1	1,7	0,4	2,4	3,1	1,0
Πραγματική ακαθάριστη προστιθέμενη αξία <i>εκ της οποίας:</i>													
Βιομηχανία πλην κατασκευών	0,4	0,2	2,2	0,9	1,3	3,6	2,6	1,2	0,8	0,8	1,1	-0,1	-0,6
Κατασκευές	-0,2	-1,5	0,8	-1,0	0,8	1,1	0,6	0,8	0,1	0,6	0,5	-0,7	0,3
Αμιγώς υπηρεσίες αγοράς <sup>6)</sup>	1,0	0,9	1,9	0,9	1,5	2,4	1,8	2,0	0,1	0,8	0,8	0,2	0,3

Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

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

2) Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του προηγούμενου τριμήνου.

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

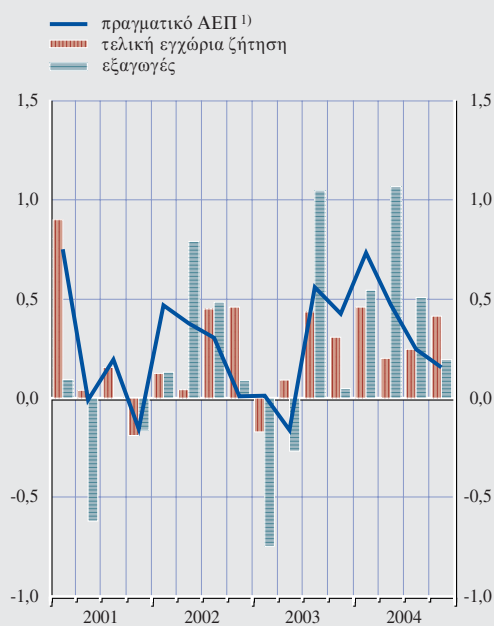
4) Συμπεριλαμβάνεται η κτήση (μείον διάθεση) τιμαλφών.

5) Οι εξαγωγές/εισαγωγές καλύπτουν αγαθά και υπηρεσίες και συμπεριλαμβάνουν τις εμπορικές συναλλαγές μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ. Επειδή οι ενδοκοινοτικές εμπορικές συναλλαγές δεν απαλείφονται από τα στοιχεία που χρησιμοποιούνται για την κατάρτιση των εθνικών λογαριασμών, τα στοιχεία αυτά δεν είναι πλήρως συγκρίσιμα με τα στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών.

6) Περιλαμβάνουν: εμπόριο, μεταφορές, επισκευές, ξενοδοχεία-εστιατόρια, επικοινωνίες, χρηματοοικονομικές, επιχειρηματικές, κτηματομεσιτικές και μισθωτικές υπηρεσίες.

## Διάγραμμα 26 Συμβολή στην ανά τρίμηνο αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ

(συμβολή ανά τρίμηνο σε εκατοστιαίες μονάδες, με εποχική διόρθωση)



Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

1) Εκατοστιαία μεταβολή έναντι του προηγούμενου τριμήνου.

η συμβολή της τελικής εγχώριας ζήτησης (δηλ. χωρίς τις μεταβολές των αποθεμάτων) ήταν συγκριτικά μικρή (βλ. Διάγραμμα 26). Η επιβράδυνση του τριμηνιαίου ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ το δεύτερο εξάμηνο του 2004 οφειλόταν κυρίως στην αξιοσημείωση υποχώρηση της συμβολής του εξωτερικού τομέα, η οποία αντισταθμίστηκε μόνο εν μέρει από τη σταδιακά αυξανόμενη τελική εγχώρια ζήτηση. Η συμβολή των αποθεμάτων ήταν σχετικά σημαντική ορισμένα τρίμηνα της περιόδου ανάκαμψης, αλλά και ασταθής. Με εξαίρεση τις μεταβολές των αποθεμάτων, οι εξελίξεις αυτές είναι γενικά συμβατές με τα χαρακτηριστικά άλλων περιπτώσεων ανάκαμψης που έχουν παρατηρηθεί τις τελευταίες δεκαετίες στη ζώνη του ευρώ.

Όσον αφορά τον εσωτερικό τομέα, ο τριμηνιαίος ρυθμός ανόδου της ιδιωτικής

κατανάλωσης ήταν κατά μέσο όρο σχετικά χαμηλός το 2004, αντανακλώντας όχι μόνο τις υποτονικές εξελίξεις στην αγορά εργασίας, αλλά και την παρατεινόμενη αβεβαιότητα ως προς την υλοποίηση των αναγκαίων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων (περισσότερες λεπτομέρειες για την πρόοδο των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων βλ. στο Πλαίσιο 6). Η αβεβαιότητα αυτή πιθανόν επηρέασε δυσμενώς την εμπιστοσύνη των καταναλωτών. Οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου αυξήθηκαν σημαντικά το 2004, παρότι επηρεάστηκαν αρνητικά από τη σημαντική επιβράδυνση της ανόδου των επενδύσεων σε κατασκευές στη Γερμανία το πρώτο εξάμηνο και τη μείωση των επενδύσεων της γενικής κυβέρνησης το δεύτερο εξάμηνο.

Η πορεία της οικονομικής ανάπτυξης το 2004 επηρεάστηκε επίσης από ειδικούς εξωτερικούς παράγοντες, μεταξύ των οποίων οι εξελίξεις των τιμών του πετρελαίου και των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ επηρεάστηκε όχι μόνο άμεσα από τις αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου, στο βαθμό που αυτές προκάλεσαν άνοδο του κόστους παραγωγής και μείωση της αγοραστικής δύναμης του εισοδήματος των καταναλωτών, αλλά και έμμεσα, μέσω της επίδρασης στο διεθνές περιβάλλον. Η έντονη επέκταση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας που παρατηρήθηκε στις αρχές του 2004 επιβραδύνθηκε το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν, μεταξύ άλλων, οι αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου που καταγράφηκαν από τα μέσα του 2004 και εξής και οι οποίες προκάλεσαν επιβράδυνση της ανόδου της εξωτερικής ζήτησης για εξαγωγές της ζώνης του ευρώ το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Επίσης, η σημαντική ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ που παρατηρήθηκε στο μεγαλύτερο μέρος του 2003, παρόλο που μείωσε το κόστος του πετρελαίου για τους εισαγωγείς της ζώνης του ευρώ, άσκησε, με χρονική υστέρηση, αρνητική επίδραση στην ανταγωνιστικότητα της ζώνης του ευρώ.

## Η ΠΡΟΟΔΟΣ ΤΩΝ ΔΙΑΡΘΡΩΤΙΚΩΝ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΩΝ ΣΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΚΑΙ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ ΤΗΣ ΕΕ

Οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στις αγορές προϊόντων και εργασίας είναι απαραίτητες για την ενίσχυση του αναπτυξιακού δυναμικού της Ευρώπης, τη διευκόλυνση της προσαρμογής της οικονομίας και την αύξηση της ανθεκτικότητάς της στους κλονισμούς. Τα μέτρα που ενισχύουν το δυνητικό ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης αποκτούν ολοένα μεγαλύτερη σημασία, εν όψει της καθοδικής επίδρασης που αναμένεται να ασκήσει μελλοντικά η γήρανση του πληθυσμού στην προσφορά εργασίας. Το Μάρτιο του 2000 το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Λισσαβώνας εισήγαγε ένα φιλόδοξο πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων με σκοπό να γίνει η Ευρωπαϊκή Ένωση η ανταγωνιστικότερη και δυναμικότερη οικονομία της γνώσης ανά την υφήλιο έως το 2010. Η έκθεση που καταρτίστηκε το Νοέμβριο του 2004 από ομάδα εμπειρογνομόνων υπό την προεδρία του Wim Kok<sup>1</sup> αποτέλεσε την αφετηρία για την ενδιάμεση επανεξέταση της στρατηγικής αυτής. Το Φεβρουάριο του 2005 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, στην έκθεσή της προς το Εαρινό Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, κάλεσε τα κράτη-μέλη να ενστερνιστούν τη Στρατηγική της Λισσαβώνας και ζήτησε την απλούστευση και τον εκσυγχρονισμό του Προγράμματος της Λισσαβώνας, καθώς και μεγαλύτερη έμφαση στην ανάπτυξη και την απασχόληση. Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ολοκλήρωσε την ενδιάμεση επανεξέταση της στρατηγικής το Μάρτιο του 2005. Στο παρόν πλαίσιο γίνεται σύντομος απολογισμός της προόδου ως προς την υλοποίηση του προγράμματος μεταρρυθμίσεων τα τελευταία χρόνια και ειδικότερα το 2004.

Η ΕΕ ορίζει τις κύριες προτεραιότητες για τους διάφορους τομείς της οικονομικής πολιτικής στους Γενικούς Προσανατολισμούς της Οικονομικής Πολιτικής (ΓΠΟΠ). Με βάση αυτές τις προτεραιότητες, διατυπώνονται εν συνεχεία οι συστάσεις πολιτικής προς τα επίμερους κράτη-μέλη της ΕΕ. Στον τομέα των αγορών εργασίας, οι ΓΠΟΠ για την περίοδο 2003-2005, ύστερα και από την επικαιροποίηση των ΓΠΟΠ που έγινε το 2004 ώστε να συμπεριληφθούν τα νέα κράτη-μέλη, τονίζουν την ανάγκη (α) να βελτιωθούν οι επιδράσεις των κινήτρων που δημιουργούνται από τα συστήματα φορολογίας και κοινωνικών παροχών ώστε να καταστεί συμφέρουσα η εργασία, (β) να ασκηθούν αποτελεσματικές και ενεργητικές πολιτικές στην αγορά εργασίας οι οποίες θα στοχεύουν στις πιο μειονεκτούσες ομάδες, (γ) να αυξηθεί η ευελιξία της οργάνωσης της εργασίας και να επανεξεταστούν οι κανονιστικές διατάξεις που διέπουν τις συμβάσεις εργασίας, (δ) να διευκολυνθεί η γεωγραφική και επαγγελματική κινητικότητα και (ε) να εξασφαλιστεί ότι τα συστήματα συλλογικών διαπραγματεύσεων συμβάλλουν ώστε οι μισθοί να αντανακλούν την παραγωγικότητα.

Τα τελευταία χρόνια ορισμένες χώρες έθεσαν σε εφαρμογή μεταρρυθμίσεις των συστημάτων φορολογίας και κοινωνικών παροχών, με σκοπό να περιορίσουν το μη μισθολογικό κόστος εργασίας και να ενθαρρύνουν την προσφορά εργασίας. Οι συντελεστές φορολογίας εισοδήματος μειώθηκαν για τα χαμηλά και τα ενδιάμεσα εισοδηματικά κλιμάκια και ελαττώθηκαν οι κοινωνικοασφαλιστικές εισφορές των εργοδοτών και των εργαζομένων, ιδίως για τους χαμηλόμισθους. Επιπλέον, σημειώθηκε πρόοδος ως προς την αύξηση του ποσοστού απασχόλησης των ατόμων που βρίσκονται στο περιθώριο της αγοράς εργασίας. Ορισμένα κράτη-μέλη ενίσχυσαν το ρόλο των γραφείων προσωρινής απασχόλησης και χαλάρωσαν τη νομοθεσία που προστατεύει την απασχόληση ως προς τις συμβάσεις προσωρινής απασχόλησης. Επίσης,

1 Περισσότερες λεπτομέρειες βλ. στην ενότητα 1.1 του Κεφαλαίου 4.

έγιναν αλλαγές στους κανονισμούς που διέπουν το χρόνο εργασίας, με σκοπό τον πιο ευέλικτο υπολογισμό των ανώτατων επιτρεπόμενων ωρών εργασίας στην ΕΕ, ενώ σε κάποιες χώρες επεκτάθηκε το δικαίωμα μερικής απασχόλησης. Υπάρχουν ενδείξεις ότι οι επιχειρήσεις απέκτησαν μεγαλύτερη ευελιξία όσον αφορά τη χρήση του εργατικού δυναμικού τους χάρη στις μεταρρυθμίσεις που εφαρμόστηκαν στο παρελθόν. Παραδείγματος χάριν, πρόσφατα στοιχεία δείχνουν ότι η προσαρμογή των ωρών εργασίας έπαιξε σημαντικότερο ρόλο κατά την επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας που σημειώθηκε την περίοδο 2001-2003 στη ζώνη του ευρώ από ό,τι σε προηγούμενες φάσεις επιβράδυνσης.<sup>2</sup>

Τα περισσότερα κράτη-μέλη της ΕΕ εξήγγειλαν περαιτέρω μεταρρυθμίσεις της αγοράς εργασίας το 2004, οι οποίες αφορούσαν μεταξύ άλλων τη συνεχιζόμενη αναμόρφωση των συστημάτων φορολογίας εισοδήματος, τη αναδιάρθρωση των συστημάτων κοινωνικής ασφάλισης και παροχών και μέτρα για την αύξηση της μέσης ηλικίας συνταξιοδότησης. Ωστόσο, οι μεταρρυθμίσεις φαίνεται να υπολείπονται σε σχέση με τις κυβερνητικές εξαγγελίες. Η πρόοδος που σημειώθηκε ως προς την προσέλκυση περισσότερων ατόμων στην αγορά εργασίας, την επένδυση σε ανθρώπινο κεφάλαιο και την αύξηση της προσαρμοστικότητας τόσο των εργαζομένων όσο και των επιχειρήσεων στις εκάστοτε μακροοικονομικές συνθήκες υπήρξε περιορισμένη. Μέτρα που αποβλέπουν στη μείωση της μακροχρόνιας ανεργίας μέσω της επανεκπαίδευσης και στην αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας μέσω της επαγγελματικής εξέλιξης και της διά βίου μάθησης εξακολουθούν να αποτελούν τομείς προτεραιότητας στο πλαίσιο των μεταρρυθμίσεων. Επιπλέον, χρειάζονται περαιτέρω μεταρρυθμίσεις για να ενθαρρυνθεί η κινητικότητα των εργαζομένων μέσω της δυνατότητας μεταφοράς των ασφαλιστικών δικαιωμάτων και μέσω της διαφοροποίησης των μισθών ανάλογα με τις κατά τόπο, περιφέρεια και τομέα διαφορές της παραγωγικότητας.

Το πρόγραμμα διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων για τις αγορές προϊόντων καλύπτει ένα ευρύ φάσμα τομέων. Μεταξύ άλλων, οι ΓΠΟΠ παροτρύνουν τα κράτη-μέλη να ενθαρρύνουν τον ανταγωνισμό στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών (α) ενσωματώνοντας ταχύτερα στην εθνική τους νομοθεσία τις κοινοτικές οδηγίες για την εσωτερική αγορά, (β) απελευθερώνοντας περαιτέρω τις διαδικασίες κρατικών προμηθειών, (γ) παρέχοντας επαρκείς εξουσίες και πόρους στις επιτροπές ανταγωνισμού και τις ρυθμιστικές αρχές και εξασφαλίζοντας την ανεξαρτησία τους, (δ) μειώνοντας τις κρατικές ενισχύσεις και (ε) ενθαρρύνοντας την είσοδο στην αγορά και τον αποτελεσματικό ανταγωνισμό στους κλάδους δικτύων υποδομής.

Το ποσοστό της κοινοτικής νομοθεσίας για την εσωτερική αγορά που δεν έχει ακόμη μεταφερθεί στην εθνική νομοθεσία των κρατών-μελών (γνωστό ως “έλλειμμα μεταφοράς”) αυξήθηκε περαιτέρω. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει λάβει διάφορα μέτρα για τη βελτίωση της λειτουργίας της εσωτερικής αγοράς, ιδίως στον τομέα των υπηρεσιών, όπου εξακολουθούν να υπάρχουν σημαντικά εμπόδια. Πολλά από αυτά τα εμπόδια φαίνεται ότι οφείλονται σε εθνικές κανονιστικές διατάξεις, π.χ. διοικητικές επιβαρύνσεις και διαδικασίες για την ίδρυση θυγατρικών σε άλλες χώρες της ΕΕ. Στις αρχές του 2004 οι προεδρίες της Ιρλανδίας, της Ολλανδίας, του Λουξεμβούργου και του Ηνωμένου Βασιλείου συμφώνησαν και ανέλαβαν κοινή πρωτοβουλία για τον καθορισμό των προτεραιοτήτων όσον αφορά τις μεταρρυθμίσεις του κανονιστικού πλαισίου το 2004 και το 2005 και την επιτάχυνση των προσπαθειών για τη μείωση των διοικητικών επιβαρύνσεων. Πολλές χώρες έχουν λάβει μέτρα για τη βελτίωση της

<sup>2</sup> Περισσότερες λεπτομέρειες βλ. στο πλαίσιο με τίτλο “Η εξέλιξη των συνολικών πραγματικών ωρών εργασίας στη ζώνη του ευρώ” στο τεύχος Οκτωβρίου 2004 του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ.

αποτελεσματικότητας και της διαφάνειας των διαδικασιών κρατικών προμηθειών. Επίσης, ορισμένες χώρες έχουν αυξήσει τις εξουσίες και την ανεξαρτησία των επιτροπών ανταγωνισμού και των ρυθμιστικών αρχών. Επιπλέον, η τάση μείωσης των κρατικών ενισχύσεων και αναπροσανατολισμού τους προς οριζόντιους στόχους φαίνεται να συνεχίζεται τα τελευταία χρόνια, αν και οι κρατικές ενισχύσεις εξακολουθούν να παίζουν σημαντικό ρόλο σε ορισμένους τομείς, όπως οι συγκοινωνίες. Τα κράτη-μέλη συνέχισαν να εφαρμόζουν μεταρρυθμίσεις του κανονιστικού πλαισίου στους κλάδους δικτύων υποδομής, αν και το πρόγραμμα κανονιστικών μεταρρυθμίσεων στον εν λόγω τομέα δεν έχει ακόμη οριστικοποιηθεί. Ο de facto ανταγωνισμός σε άλλοτε προστατευμένες αγορές, όπως η αγορά ηλεκτρισμού και φυσικού αερίου, πρέπει να ενισχυθεί περαιτέρω.

Συνοπτικά, το 2004 σημειώθηκε πρόοδος ως προς τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, ιδίως στις αγορές εργασίας, αλλά η ταχύτητα των μεταρρυθμίσεων παρέμεινε συνολικά απογοητευτική. Ως εκ τούτου, κατά πάσα πιθανότητα η ΕΕ δεν θα μπορέσει να επιτύχει τους στόχους της Λισσαβώνας, εκτός εάν τα κράτη-μέλη εντείνουν αποφασιστικά τις προσπάθειές τους για την υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων. Αν δοθεί νέα ώθηση στη διαδικασία διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, όχι μόνο θα αυξηθεί η συνολική οικονομική αποτελεσματικότητα και θα βελτιωθούν οι προοπτικές μακροπρόθεσμης ανάπτυξης, αλλά και θα ενισχυθούν τα θεμέλια μιας διατηρήσιμης οικονομικής ανάκαμψης.

Η αύξηση της προστιθέμενης αξίας στους επιμέρους τομείς της οικονομίας έτεινε να συμβαδίζει με την εξέλιξη του συνολικού πραγματικού ΑΕΠ στη διάρκεια του οικονομικού κύκλου. Συγκεκριμένα, η προστιθέμενη αξία τόσο στη μεταποίηση όσο και στις αμιγώς υπηρεσίες αγοράς αυξανόταν

συνεχώς το πρώτο εξάμηνο του 2004, ενώ κατά το δεύτερο εξάμηνο μετριάστηκε. Φαίνεται λοιπόν ότι οι κυκλικές εξελίξεις της οικονομίας το περασμένο έτος διαμορφώθηκαν κυρίως υπό την επίδραση παραγόντων που αφορούσαν το σύνολο της οικονομίας και όχι συγκεκριμένους τομείς.

#### Πίνακας 4 Εξελίξεις στην αγορά εργασίας

(εκατοστιαίες μεταβολές έναντι της προηγούμενης περιόδου, ποσοστά %)

	2002	2003	2004	2002 γ' τρ.	2002 δ' τρ.	2003 α' τρ.	2003 β' τρ.	2003 γ' τρ.	2003 δ' τρ.	2004 α' τρ.	2004 β' τρ.	2004 γ' τρ.	2004 δ' τρ.
Εργατικό δυναμικό	1,0	0,7	.	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	.
Απασχόληση	0,6	0,2	.	-0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,0	0,1	0,2	0,2	.
Γεωργία <sup>1)</sup>	-2,1	-2,5	.	-0,8	-0,7	-0,9	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4	0,1	-0,1	.
Βιομηχανία <sup>2)</sup>	-1,2	-1,5	.	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	0,3	-0,2	.
– πλην κατασκευών	-1,3	-2,0	.	-0,4	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7	-0,6	-0,0	-0,2	.
– κατασκευές	-0,7	-0,2	.	-0,3	-0,1	0,1	0,4	-0,4	-0,0	-0,2	1,2	-0,1	.
Υπηρεσίες <sup>3)</sup>	1,4	1,0	.	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,4	0,2	0,3	.
<b>Ποσοστά ανεργίας<sup>4)</sup></b>													
Συνολικό	8,2	8,7	8,8	8,3	8,4	8,6	8,7	8,7	8,8	8,9	8,8	8,8	8,8
Κάτω των 25 ετών	16,8	17,6	17,8	16,9	16,8	17,2	17,5	17,6	18,0	18,0	18,0	17,8	17,6
25 ετών και άνω	7,0	7,4	7,6	7,1	7,2	7,4	7,4	7,5	7,5	7,6	7,6	7,6	7,6

Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

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

2) Περιλαμβάνονται: μεταποίηση, κατασκευές, ορυχεία-μεταλλεία-λατομεία, ηλεκτρισμός, φυσικό αέριο και ύδρευση.

3) Εξαιρούνται ετερόδικα όργανα και οργανισμοί.

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



Σύμφωνα με διάφορους δείκτες διασποράς, η απόκλιση των ρυθμών αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ μειώθηκε το 2004. Αντανακλώντας εν μέρει την παγκόσμια οικονομική ανάκαμψη, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ επιταχύνθηκε σε όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ το 2004 σε σύγκριση με το 2003, εκτός από την Ελλάδα, όπου όμως παρέμεινε σχετικά υψηλός.

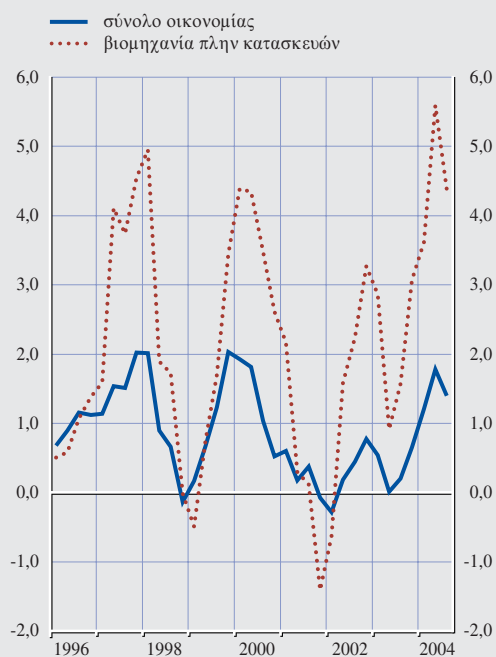
### ΒΕΛΤΙΩΣΗ ΤΩΝ ΣΥΝΘΗΚΩΝ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΚΑΙ ΤΟΥ ΡΥΘΜΟΥ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΗΣ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΟ 2004

Οι συνθήκες στην αγορά εργασίας δεν άλλαξαν σημαντικά στη ζώνη του ευρώ το 2004, αν και υπάρχουν ενδείξεις σταδιακής βελτίωσης. Η απασχόληση, η οποία είχε μείνει περίπου αμετάβλητη το 2003, αυξανόταν καθ' όλη τη

διάρκεια του 2004 (βλ. Πίνακα 4). Ωστόσο, η συνολική άνοδος υπήρξε μέτρια. Αυτό εν μέρει δικαιολογείται από τη συνήθη χρονική υστέρηση με την οποία η απασχόληση προσαρμόζεται στις εξελίξεις της οικονομικής δραστηριότητας, παράλληλα όμως αντανακλούσε και την ασυνήθιστη ανθεκτικότητα της απασχόλησης (μετρούμενης με τον αριθμό των απασχολουμένων) κατά την οικονομική επιβράδυνση της περιόδου 2001-2003, η οποία μείωσε τις ανάγκες προσλήψεων στην τρέχουσα φάση ανάκαμψης. Ενώ η εξέλιξη του αριθμού των απασχολουμένων ήταν σχετικά σταθερή στις πρόσφατες φάσεις του οικονομικού κύκλου, η απασχόληση μετρούμενη με τον πραγματικό αριθμό ωρών εργασίας ανταποκρίθηκε περισσότερο στις φάσεις του οικονομικού κύκλου, σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία. Αυτό υποδηλώνει ότι κατά

**Διάγραμμα 27 Παραγωγικότητα της εργασίας**

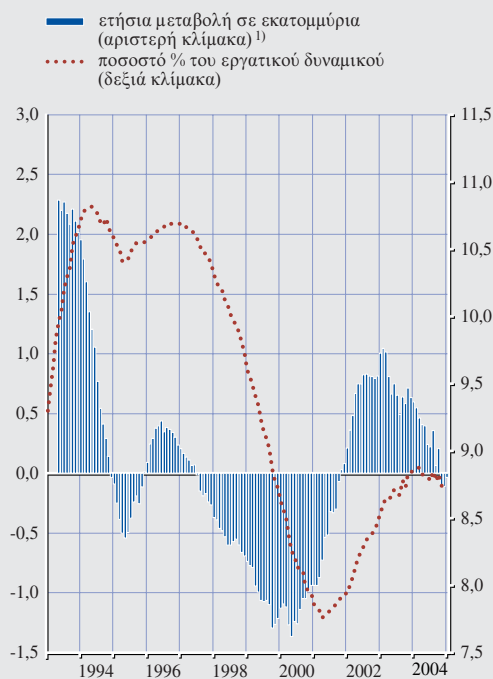
(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)



Πηγή: Eurostat.

**Διάγραμμα 28 Ανεργία**

(μηνιαία στοιχεία, με εποχική διόρθωση)



Πηγή: Eurostat.

Σημείωση: Τα στοιχεία αφορούν τις 12 χώρες της ζώνης του ευρώ (και για περιόδους πριν από το 2001).

1) Οι ετήσιες μεταβολές δεν έχουν υποστεί εποχική διόρθωση.

την πρόσφατη επιβράδυνση και την ανάκαμψη που ακολούθησε οι εργοδότες ενδεχομένως επέλεξαν να προσαρμόσουν την απασχόληση περισσότερο μέσω των ωρών εργασίας παρά μέσω του αριθμού των απασχολουμένων.

Το 2004 η απασχόληση συνέχισε να μειώνεται στη βιομηχανία (εκτός των κατασκευών), αν και με φθίνοντα ρυθμό από τρίμηνο σε τρίμηνο, ενώ σημείωσε συνεχή αύξηση στον τομέα των υπηρεσιών. Η παραγωγικότητα της εργασίας εξακολούθησε να ανακάμπτει σημαντικά το 2004, ιδίως στον τομέα της βιομηχανίας (βλ. Διάγραμμα 27). Ο ρυθμός αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας παρουσιάζει επιτάχυνση από τα μέσα του 2003, αντανακλώντας τις συνήθεις κυκλικές εξελίξεις της δραστηριότητας και της απασχόλησης.

Το ποσοστό ανεργίας στη ζώνη του ευρώ παρέμεινε σχεδόν σταθερό στο 8,8% το 2004 (βλ. Διάγραμμα 28). Επίσης, δεν καταγράφηκε

σημαντική μεταβολή στα ποσοστά ανεργίας κατά ηλικιακή ομάδα και κατά φύλο. Όμως ο αριθμός των ανέργων μειώθηκε συνολικά κατά 50.000 άτομα περίπου το 2004, μετά από σημαντική άνοδο το 2003. Αυτή η διαφαινόμενη βελτίωση, αν και συγκρατημένη, συμφωνούσε με άλλες ενδείξεις ότι η αγορά εργασίας έφθασε σε σημείο καμπής. Μεταξύ των ενδείξεων είναι η εξέλιξη του αριθμού των κενών θέσεων εργασίας, οι οποίες αυξήθηκαν το δεύτερο εξάμηνο του 2004, μετά από συνεχή πτώση από το 2001.

Το ποσοστό ανεργίας στις περισσότερες χώρες της ζώνης του ευρώ παρέμεινε ουσιαστικά αμετάβλητο κατά μέσο όρο το 2003 και το 2004, αν και τα ποσοστά ανεργίας που καταγράφηκαν σε ορισμένες χώρες επηρεάστηκαν σε κάποιο βαθμό από αλλαγές της στατιστικής μεθοδολογίας. Συνολικά, ο βαθμός διασποράς των ποσοστών ανεργίας μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ περιορίστηκε ελαφρά το 2004.

## Πλαίσιο 7

### ΔΥΝΗΤΙΚΕΣ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΩΝ ΔΗΜΟΓΡΑΦΙΚΩΝ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

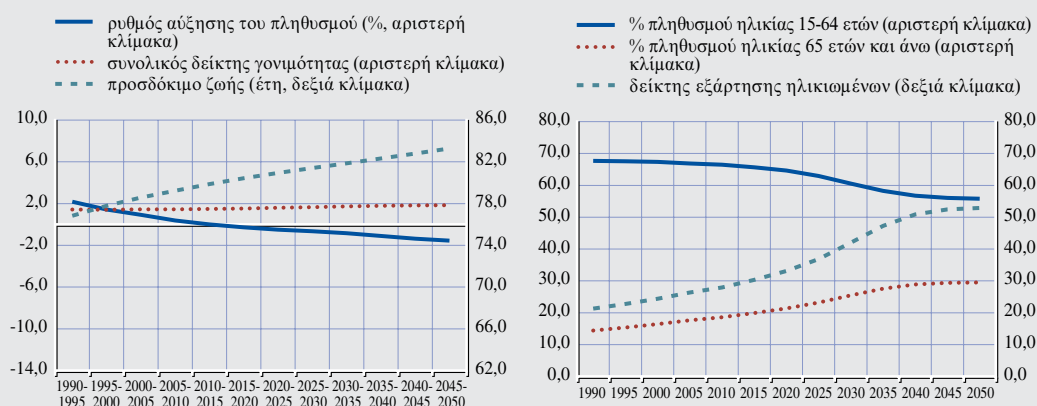
Οι πρόσφατες και οι προβλεπόμενες δημογραφικές τάσεις στη ζώνη του ευρώ, όπως και σε πολλές άλλες βιομηχανικές χώρες, χαρακτηρίζονται από επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του πληθυσμού και σταδιακή γήρανσή του. Οι εξελίξεις αυτές οφείλονται στα χαμηλά ποσοστά γονιμότητας στις περισσότερες χώρες της ζώνης του ευρώ και στη συνεχή άνοδο του προσδόκιμου ζωής. Παρότι όλες οι δημογραφικές προβολές υπόκεινται σε σημαντική αβεβαιότητα, αυτές οι τάσεις φαίνεται να είναι κοινές στις περισσότερες, συμπεριλαμβανομένων των προβολών της Eurostat και του ΟΗΕ. Το παρόν πλαίσιο εξετάζει ορισμένες από τις κυριότερες συνέπειες των εν λόγω τάσεων.

#### Δημογραφικές αλλαγές

Σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες διαθέσιμες προβολές για τις χώρες της ζώνης του ευρώ (United Nations 2002 World Population Prospects<sup>1</sup>), τα συνολικά ποσοστά γονιμότητας στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να παραμείνουν κάτω από το επίπεδο αναπλήρωσης του πληθυσμού (περίπου δύο παιδιά ανά γυναίκα) την περίοδο μέχρι το 2050. Παράλληλα, το μέσο προσδόκιμο ζωής εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 5 έτη από το 2005 έως το 2050 (βλ. αριστερό τμήμα του διαγράμματος). Ο

1 Τα αριθμητικά στοιχεία που αναφέρονται σ' αυτή την παράγραφο και στα διαγράμματα βασίζονται στις παραδοχές περί μεσαίων ποσοστών γονιμότητας ("medium fertility variant"), οι οποίες μπορούν να θεωρηθούν οι πιθανότερες. Περισσότερες πληροφορίες βλ. στο United Nations, "World Population Prospects: The 2002 Revision".

## Κυριότερες δημογραφικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ



Πηγές: Προβολές του ΟΗΕ (United Nations 2002 World Population Prospects), με βάση τις παραδοχές περί μεσαίων ποσοστών γονιμότητας (medium fertility variant), και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

συνδυασμός αυτών των δύο παραγόντων θα προκαλέσει επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του πληθυσμού της ζώνης του ευρώ και, από το 2015 περίπου, μείωση του συνολικού πληθυσμού της. Επιπλέον, η αναλογία των ηλικιωμένων (δηλ. των ατόμων 65 ετών και άνω) στον πληθυσμό προβλέπεται να αυξηθεί και η αναλογία των ατόμων σε ηλικία εργασίας (15 έως 64 ετών) να μειωθεί (βλ. δεξιό τμήμα του διαγράμματος), στην αρχή βαθμιαία και με ταχύτερο ρυθμό από το 2015 περίπου και εξής. Αυτό συνεπάγεται αύξηση του λόγου εξάρτησης ηλικιωμένων της ζώνης του ευρώ (δηλ. του λόγου του πληθυσμού ηλικίας 65 ετών και άνω προς τον πληθυσμό ηλικίας 15 έως 64 ετών) από 26% περίπου σε σχεδόν 30% το 2015 και σε άνω του 52% το 2050, δηλ. συνολική αύξηση κατά 26 περίπου εκατοστιαίες μονάδες την περίοδο 2005-2050.

### Οικονομικές επιπτώσεις

Αυτές οι δημογραφικές μεταβολές θα έχουν βαθιές επιδράσεις στις οικονομίες της ζώνης του ευρώ. Π.χ. η σύνθεση της προσφοράς εργασίας θα αλλάξει, καθώς θα αυξάνεται η αναλογία των εργαζομένων μεγαλύτερης ηλικίας, ή μπορεί ακόμη και να μειωθεί η προσφορά εργασίας εάν οι εργαζόμενοι συνεχίσουν να συνταξιοδοτούνται πρόωρα και οι νεοεισερχόμενοι στην αγορά εργασίας είναι πολύ λίγοι για να αναπληρώσουν αυτούς που αποχωρούν. Η προβλεπόμενη μείωση του πληθυσμού σε ηλικία εργασίας θα ασκήσει καθοδική πίεση στο δυνητικό ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ, εκτός αν αντισταθμιστεί από τη συμβολή άλλων παραγόντων της ανάπτυξης, π.χ. από την αύξηση της συμμετοχής στην αγορά εργασίας, της παραγωγικότητας ή/και της παραγωγικής χρήσης άλλων πόρων όπως το κεφάλαιο. Πολλές μελέτες έχουν ήδη διερευνήσει κατά πόσον η μετανάστευση μπορεί να συμβάλει στην αύξηση της προσφοράς εργασίας. Από τις περισσότερες προκύπτει ότι ο ρόλος της μετανάστευσης στην αντιμετώπιση της δημογραφικής πρόκλησης που αντιμετωπίζει η Ευρώπη θα είναι μάλλον μικρός και παροδικός, καθώς ο αριθμός των δυνητικών μεταναστών είναι μικρός σε σχέση με το μέγεθος του προβλήματος και υπάρχουν πρακτικοί και πολιτικοί περιορισμοί.

Η χρηματοδότηση των συστημάτων κοινωνικής ασφάλισης, ιδίως των δημόσιων συστημάτων συντάξεων διανεμητικού τύπου, θα υποστεί επίσης πίεση καθώς θα αυξάνεται η αναλογία του αριθμού των συνταξιούχων προς τον αριθμό των εργαζομένων που καταβάλλουν εισφορές στα

συστήματα συντάξεων και υγείας. Οι δημόσιες δαπάνες για την υγεία και τη μακροχρόνια φροντίδα αναμένεται να αυξηθούν καθώς συνεχίζεται η πρόοδος της ιατρικής τεχνολογίας και η ζήτηση των υπηρεσιών αυτών αυξάνεται παράλληλα με τον αριθμό των ηλικιωμένων. Το μέγεθος αυτών των δυνητικών επιδράσεων μπορεί να είναι σημαντικό. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Ομάδας Εργασίας για τη Γήρανση του Πληθυσμού της Επιτροπής Οικονομικής Πολιτικής της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, οι δαπάνες για συντάξεις θα αυξηθούν κατά 3% έως 6% του ΑΕΠ μέχρι το 2050 στις περισσότερες χώρες της ζώνης του ευρώ. Η άνοδος του κόστους των υπηρεσιών υγείας και μακροχρόνιας φροντίδας μπορεί να αυξήσει περαιτέρω τις δαπάνες κατά 2% έως 4% του ΑΕΠ.

Η γήρανση του πληθυσμού ενδέχεται να προκαλέσει αλλαγές στη διάρθρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών και τις τιμές των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Τα νοικοκυριά που ανήκουν σε διαφορετικές γενεές συνήθως διακρατούν διαφορετικές ποσότητες χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και επενδύουν σε περιουσιακά στοιχεία με διαφορετικά χαρακτηριστικά κινδύνου. Δεδομένου ότι μακροχρόνια η ζήτηση κατοικιών εξαρτάται, μεταξύ άλλων, από τον αριθμό των νοικοκυριών μιας οικονομίας, οι δημογραφικές μεταβολές μπορεί να επηρεάσουν και τις τιμές των ακινήτων. Επιπλέον, οι μεταρρυθμίσεις των συστημάτων συντάξεων, ιδίως προς την κατεύθυνση της ιδιωτικής χρηματοδότησης, πιθανόν να ασκήσουν σημαντική επίδραση στις χρηματοπιστωτικές αγορές καθώς θα αυξάνεται ο ρόλος θεσμικών επενδυτών όπως τα ταμεία συντάξεων και οι ασφαλιστικές εταιρίες. Η περιορισμένη διαθεσιμότητα μακρών στατιστικών σειρών για τις τιμές των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, τα προβλήματα μέτρησης και το γεγονός ότι συνήθως ένα μικρό μόνο μέρος του πληθυσμού διακρατεί μετοχές δυσχεραίνουν την ποσοτική εκτίμηση των πιθανών επιδράσεων των δημογραφικών μεταβολών στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ωστόσο, προσομοιώσεις μέσω υποδειγμάτων που βασίζονται στη θεωρία του “κύκλου ζωής” καταλήγουν γενικώς στο συμπέρασμα ότι η γήρανση του πληθυσμού θα οδηγήσει σε μείωση των τιμών των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων (τόσο των μετοχών όσο και των ομολόγων) και σε αύξηση του απαιτούμενου ασφαλιστικού κινδύνου που ενσωματώνεται στις τιμές των μετοχών, όταν θα συνταξιοδοτηθούν οι σημερινοί εν ενεργεία απασχολούμενοι.

### **Η ανάγκη συνολικών μεταρρυθμίσεων**

Για να αντιμετωπίσουν επιτυχώς τις επιδράσεις αυτής της δημογραφικής μεταβολής, οι κυβερνήσεις χρειάζεται να προβούν σε συνολικές μεταρρυθμίσεις, οι οποίες θα πρέπει να αποβλέπουν στην επίλυση συγκεκριμένων προβλημάτων των συστημάτων συντάξεων και υγείας, στη μείωση του συνολικού δημόσιου χρέους και στην ενίσχυση των παραγόντων που συμβάλλουν στην οικονομική ανάπτυξη. Εντός της ΕΕ, έχει συμφωνηθεί μια στρατηγική που διατυπώθηκε για πρώτη φορά στους Γενικούς Προσανατολισμούς της Οικονομικής Πολιτικής (ΓΠΟΠ) για το 2001 και περιλαμβάνει τρεις βασικούς στόχους: αύξηση των ποσοστών απασχόλησης, μείωση του δημόσιου χρέους και μεταρρύθμιση των συστημάτων συντάξεων (μεταξύ άλλων και με επέκταση του κεφαλαιοποιητικού σκέλους τους).

Στις χώρες της ζώνης του ευρώ υπάρχει επιτακτική ανάγκη να αυξηθούν η συμμετοχή στην αγορά εργασίας και η απασχόληση για όλες τις ομάδες του πληθυσμού σε ηλικία εργασίας, ιδίως αυτές που παρουσιάζουν ιδιαίτερα χαμηλά ποσοστά συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό (π.χ. τα άτομα ηλικίας άνω των 55 ετών). Ένα πρώτο βήμα είναι η περαιτέρω μείωση των αντικινήτρων που εξακολουθούν να υφίστανται σε ορισμένες αγορές εργασίας της ζώνης του ευρώ ως αποτέλεσμα της αλληλεπίδρασης των συστημάτων φορολογίας και κοινωνικών παροχών και της

ύπαρξης προγραμμάτων πρόωρης συνταξιοδότησης. Τα συστήματα αυτά δημιουργούν αντικίνητρα για εργασία και δεύτερου μέλους εκτός του αρχηγού του νοικοκυριού, των χαμηλόμισθων, των πιο νέων και των πιο ηλικιωμένων ατόμων και των γυναικών. Οι πολιτικές για την αύξηση της συμμετοχής των γυναικών στην αγορά εργασίας πρέπει να βοηθούν τις γυναίκες να συνδυάζουν τις οικογενειακές τους υποχρεώσεις με την εργασία, αυξάνοντας την ευελιξία των ωρών εργασίας και βελτιώνοντας τις υπηρεσίες φροντίδας των παιδιών και των ηλικιωμένων. Επιπλέον, σε ορισμένες περιπτώσεις μπορεί να είναι χρήσιμο να βελτιωθούν τα κίνητρα για τη συνέχιση της εργασίας σε μεγαλύτερη ηλικία, π.χ. μέσω πολιτικών σταδιακής εξόδου από την εργασία και μέσω της αύξησης της προσφοράς θέσεων μερικής ή προσωρινής απασχόλησης για εργαζομένους μεγαλύτερης ηλικίας. Ωστόσο, πρέπει επίσης οι εργοδότες να έχουν επαρκή κίνητρα για την πρόσληψη ή/και διατήρηση εργαζομένων μεγαλύτερης ηλικίας. Εξάλλου, πολλές χώρες θα πρέπει να αποδυθούν σε μια προσπάθεια για συνεχή επένδυση σε ανθρώπινο κεφάλαιο και σε έρευνα και ανάπτυξη για να αντισταθμίσουν τις πιθανές επιδράσεις της γήρανσης του πληθυσμού στην παραγωγικότητα της εργασίας και τη συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών.

Η μείωση του δημόσιου χρέους θα συμβάλει στη βελτίωση της βιωσιμότητας των δημόσιων οικονομικών καθιστώντας τα λιγότερο ευπαθή στις επιπτώσεις των δημογραφικών μεταβολών. Ειδικότερα, η μείωση των επιπέδων του χρέους μπορεί να δώσει στις κυβερνήσεις πρόσθετο περιθώριο κινήσεων σε εποχές αυξημένης δημοσιονομικής επιβάρυνσης λόγω της γήρανσης του πληθυσμού. Ομοίως, ο περιορισμός των δαπανών για τόκους εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους θα απελευθερώσει δημοσιονομικούς πόρους και θα δώσει στις κυβερνήσεις μεγαλύτερη ευελιξία για την αντιμετώπιση τυχόν απροσδόκητων εξελίξεων. Εν προκειμένω, οι διατάξεις του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, ιδίως η απαίτηση για διατήρηση σχεδόν ισοσκελισμένων ή πλεονασματικών δημοσιονομικών θέσεων, δημιουργούν κίνητρα προς τη σωστή κατεύθυνση ώστε να προετοιμαστούν οι κυβερνήσεις για τη δημοσιονομική επιβάρυνση λόγω της γήρανσης του πληθυσμού.

Το μέγεθος των προβλεπόμενων πιέσεων στα συστήματα συντάξεων καθιστά αναγκαίο να εφαρμοστούν δύο στρατηγικές όσον αφορά τη μεταρρύθμιση των συστημάτων αυτών. Πρώτον, χρειάζονται περαιτέρω προσαρμογές της διάρθρωσης των παροχών και των εισφορών στο πλαίσιο των υφιστάμενων συστημάτων διανεμητικού χαρακτήρα (παραμετρικές μεταρρυθμίσεις), μεταξύ άλλων αναθεώρηση των τύπων υπολογισμού των παροχών και της τιμαριθμικής αναπροσαρμογής των συντάξεων. Συμπληρωματικά, οι περισσότερες χώρες είναι απαραίτητο να επεκτείνουν την κεφαλαιοποιητική χρηματοδότηση των παροχών και να διαφοροποιήσουν τις μεθόδους χρηματοδότησης (συστημικές μεταρρυθμίσεις). Αντί να χρηματοδοτούνται με τρέχουσες μεταβιβάσεις από το εισόδημα της εργασίας, οι συντάξεις θα χρηματοδοτούνται από ήδη συσσωρευμένο κεφάλαιο μέσω των ταμείων συντάξεων. Έτσι, θα πρέπει να εφαρμοστούν πολιτικές που αφενός θα διευκολύνουν την ανάπτυξη μιας υποδομής ώστε τα ταμεία συντάξεων να μπορούν να κατανέμουν αποτελεσματικά τους αποταμιευτικούς πόρους των ασφαλισμένων και να διαχειρίζονται τους σχετικούς κινδύνους και αφετέρου θα διαφυλάσσουν το μη κερδοσκοπικό χαρακτήρα των εν λόγω πόρων.

Συμπερασματικά, οι προβολές για τον πληθυσμό δείχνουν ότι οι δημογραφικές μεταβολές στη ζώνη του ευρώ θα είναι εμφανέστερες περίπου από το 2015 και εξής, αν και οι εξελίξεις στις επιμέρους χώρες κινούνται με διαφορετικούς ρυθμούς και σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ ο συνολικός πληθυσμός έχει ήδη αρχίσει να μειώνεται. Μολονότι πολλές χώρες έχουν αρχίσει να βελτιώνουν τα κίνητρα που παρέχουν τα συστήματα φορολογίας και κοινωνικών

παροχών και τη διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών τους, χρειάζονται περαιτέρω εκτεταμένες μεταρρυθμίσεις στο εγγύς μέλλον. Για να προετοιμαστούν οι χώρες για τις δημογραφικές μεταβολές, χρειάζεται έγκαιρη εφαρμογή συνολικών μεταρρυθμίσεων που θα αυξάνουν τα κίνητρα για εργασία.

## 2.5 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

### ΤΑ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΔΕΝ ΒΕΛΤΙΩΘΗΚΑΝ ΤΟ 2004

Οι δημοσιονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ το 2004 δεν ήταν ικανοποιητικές. Σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα στοιχεία που διατέθηκαν από την Eurostat, το δημοσιονομικό έλλειμμα της ζώνης του ευρώ παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο στο 2,7% του ΑΕΠ (βλ. Πίνακα 5). Το αποτέλεσμα αυτό αντανάκλυνε την ελαφρά

χαλάρωση της δημοσιονομικής πολιτικής, ενώ η επίδραση του οικονομικού κύκλου ήταν ήσσονος σημασίας. Οι περισσότερες χώρες της ζώνης του ευρώ δεν επέτυχαν τους στόχους τους οποίους είχαν θέσει στα επικαιροποιημένα προγράμματα σταθερότητας που υπέβαλαν στο τέλος του 2003 και στις αρχές του 2004. Κατά μέσο όρο στη ζώνη του ευρώ, σημειώθηκε απόκλιση κατά 0,3 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ από τους στόχους, κυρίως διότι οι χώρες που έχουν σημαντικές ανισορροπίες δεν

**Πίνακας 5 Δημοσιονομική κατάσταση των χωρών της ζώνης του ευρώ**

(ως ποσοστό του ΑΕΠ)

**Πλεόνασμα (+)/έλλειμμα (-) της γενικής κυβέρνησης**

	2001	2002	2003	2004
<b>Ζώνη ευρώ</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,7</b>
Βέλγιο	0,4	0,1	0,4	0,1
Γερμανία	-2,8	-3,7	-3,8	-3,7
Ελλάδα	-4,1	-4,1	-5,2	-6,1
Ισπανία	-0,5	-0,3	0,3	-0,3
Γαλλία	-1,6	-3,2	-4,2	-3,7
Ιρλανδία	0,9	-0,5	0,2	1,3
Ιταλία	-3,0	-2,6	-2,9	-3,0
Λουξεμβούργο	6,2	2,3	0,5	-1,1
Ολλανδία	-0,1	-1,9	-3,2	-2,5
Αυστρία	0,3	-0,2	-1,1	-1,3
Πορτογαλία	-4,4	-2,7	-2,9	-2,9
Φινλανδία	5,2	4,3	2,5	2,1

**Ακαθάριστο χρέος της γενικής κυβέρνησης**

	2001	2002	2003	2004
<b>Ζώνη ευρώ</b>	<b>69,6</b>	<b>69,5</b>	<b>70,8</b>	<b>71,3</b>
Βέλγιο	108,0	105,4	100,0	95,6
Γερμανία	59,4	60,9	64,2	66,0
Ελλάδα	114,8	112,2	109,3	110,5
Ισπανία	57,8	55,0	51,4	48,9
Γαλλία	57,0	59,0	63,9	65,6
Ιρλανδία	35,8	32,6	32,0	29,9
Ιταλία	110,7	108,0	106,3	105,8
Λουξεμβούργο	7,2	7,5	7,1	7,5
Ολλανδία	52,9	52,6	54,3	55,7
Αυστρία	67,1	66,7	65,4	65,2
Πορτογαλία	55,9	58,5	60,1	61,9
Φινλανδία	43,8	42,5	45,3	45,1

Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημείωση: Τα στοιχεία βασίζονται στον ορισμό της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος. Το πλεόνασμα/έλλειμμα του προϋπολογισμού δεν περιλαμβάνει έσοδα από την πώληση αδειών κινητής τηλεφωνίας τρίτης γενεάς (UMTS).



κατόρθωσαν να εφαρμόσουν φιλόδοξα προγράμματα διαρθρωτικής προσαρμογής.

Ορισμένες χώρες κατέγραψαν λόγους ελλείμματος ίσους με την τιμή αναφοράς (3%) ή και υψηλότερους, ενώ τέσσερεις χώρες (Γερμανία, Ελλάδα, Γαλλία και Ολλανδία) παρουσίασαν υπερβολικό έλλειμμα. Επί τρίτο κατά σειρά έτος, τα ελλείμματα υπερέβησαν σημαντικά το 3% του ΑΕΠ στη Γερμανία και τη Γαλλία. Μετά από εκτεταμένες αναθεωρήσεις των στατιστικών στοιχείων, κατέστη σαφές ότι, σύμφωνα με τη μεθοδολογία του ΕΣΛ 95, η Ελλάδα είχε καταγράψει ελλείμματα πάνω από την τιμή αναφοράς από το 1997. Για το 2004 το δημοσιονομικό έλλειμμα της Ελλάδος ήταν 6,1% του ΑΕΠ. Η Ιταλία σημείωσε έλλειμμα 3,0% του ΑΕΠ και η Πορτογαλία είχε έλλειμμα ελάχιστα κάτω του 3% του ΑΕΠ, παρότι συνεχίζει να εφαρμόζει (αν και με βραδύτερο ρυθμό) σημαντικά μέτρα προσωρινού χαρακτήρα.

Το δημοσιονομικό αποτέλεσμα για τη ζώνη του ευρώ ως σύνολο αντανάκλασε την ελαφρά επεκτατική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής, όπως μετρείται από τη μεταβολή του κυκλικά διορθωμένου πρωτογενούς δημοσιονομικού πλεονάσματος/ελλείμματος σύμφωνα με εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Εφόσον οι δαπάνες για τόκους παρέμειναν ουσιαστικά αμετάβλητες, η διαμόρφωση του ελλείμματος οφειλόταν κυρίως στην επιδείνωση του πρωτογενούς αποτελέσματος. Ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ εκτιμάται ότι ήταν παραπλήσιος του δυνητικού και ως εκ τούτου το οικονομικό περιβάλλον άσκησε κατά μέσο όρο πολύ μικρή επίδραση στην κυκλική συνιστώσα του προϋπολογισμού. Διαρθρωτική προσαρμογή επιτεύχθηκε σε λίγες μόνο περιπτώσεις. Για τις τρεις χώρες που έχουν υψηλό χρέος (Βέλγιο, Ελλάδα και Ιταλία), η μείωση των δαπανών για τόκους επηρέασε θετικά τις συνολικές δημοσιονομικές τους θέσεις, αντισταθμίζοντας έτσι εν μέρει την επιδείνωση των πρωτογενών αποτελεσμάτων τους.

Οι δημοσιονομικές εξελίξεις αντανάκλουν το γεγονός ότι, κατά μέσο όρο στη ζώνη του

ευρώ, οι μειώσεις των φόρων και η σταδιακή κατάργηση των μέτρων προσαρμογής προσωρινού χαρακτήρα δεν χρηματοδοτήθηκαν στον αναγκαίο βαθμό από τον περιορισμό των πρωτογενών δαπανών. Μεταξύ των παραγόντων που μείωσαν τα έσοδα ήταν οι περικοπές των άμεσων φόρων και των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης, καθώς και η πτώση των κεφαλαιακών εσόδων λόγω της σταδιακής κατάργησης των μέτρων προσωρινού χαρακτήρα. Οι επιδράσεις αυτές αντισταθμίστηκαν εν μέρει από αυξήσεις των έμμεσων φόρων. Στην πλευρά των δαπανών, υπάρχουν κάποιες ενδείξεις συγκράτησης (κυρίως στην περίπτωση των καταναλωτικών δαπανών του Δημοσίου και των δαπανών για κοινωνικές παροχές) παρά τη μερική κατάργηση των μέτρων προσωρινού χαρακτήρα. Η συγκράτηση αυτή αντανάκλα την αντιστροφή των χαλαρότερων πολιτικών στον τομέα των δαπανών που είχαν ασκηθεί τα τελευταία έτη, αλλά δεν επαρκούσε για να αντισταθμίσει πλήρως τη μείωση των εσόδων.

Ο λόγος χρέους/ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε επί δεύτερο κατά σειρά έτος και διαμορφώθηκε σε 71,3% το 2004. Η επιδείνωση αυτή αντανάκλα κυρίως τον χαμηλό (και φθίνοντα) λόγο του πρωτογενούς πλεονάσματος, την υστέρηση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης σε σχέση με τα μέσα επιτόκια της εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους και τις – σημαντικές σε ορισμένες περιπτώσεις – αποκλίσεις μεταξύ των εξελίξεων του ελλείμματος και του χρέους, γνωστές ως προσαρμογές ελλείμματος-χρέους. Από τις επτά χώρες που κατέγραψαν λόγο χρέους πάνω από 60% του ΑΕΠ, μόνο το Βέλγιο παρουσίασε σημαντική μείωση του λόγου του χρέους σε επίπεδο κάτω του 100% του ΑΕΠ, έχοντας επιτύχει σχεδόν ισοσκελισμένο προϋπολογισμό. Η Ελλάδα και η Ιταλία συνέχισαν να παρουσιάζουν λόγο χρέους πάνω από 100% του ΑΕΠ, με ελάχιστες αλλαγές από το 2001. Η Γερμανία, η Γαλλία, η Αυστρία και η Πορτογαλία κατέγραψαν λόγους χρέους/ΑΕΠ ελαφρώς υψηλότερους από την τιμή αναφοράς 60% και όλες εκτός της Αυστρίας κατέγραψαν αύξηση του λόγου χρέους έναντι του 2003. Η

συνεχιζόμενη επιδείνωση των δημοσιονομικών αποτελεσμάτων και η άνοδος του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ αντικατοπτρίζονται επίσης

στην αξία των κυκλοφορούντων κρατικών χρεογράφων (βλ. Πλαίσιο 8).

## Πλαίσιο 8

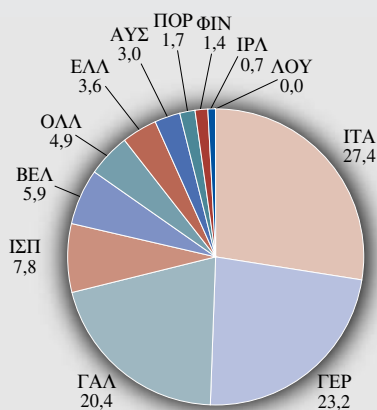
### Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ ΤΗΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Υπό συνθήκες αυξανόμενων ελλειμμάτων της γενικής κυβέρνησης στη ζώνη του ευρώ τα τελευταία χρόνια, η συνολική αξία των κυκλοφορούντων χρεογράφων της γενικής κυβέρνησης αυξήθηκε την ίδια περίοδο. Η εξέλιξη αυτή αντανακλάται τόσο στην άνοδο των λόγων χρέους/ΑΕΠ όσο και στην επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των χρεογράφων που εκδίδουν οι γενικές κυβερνήσεις των χωρών της ζώνης του ευρώ, από 3,3% στο τέλος του 2001 σε 5,0%, 5,5% και 5,4% στο τέλος του 2002, του 2003 και του 2004 αντίστοιχα.<sup>1</sup>

Με βάση τη συνολική αξία των κυκλοφορούντων χρεογράφων της γενικής κυβέρνησης στο τέλος του 2004, οι χώρες που δραστηριοποιούνται περισσότερο σ' αυτό το τμήμα της αγοράς κεφαλαίων της ζώνης του ευρώ είναι η Ιταλία, η Γερμανία και η Γαλλία, με μερίδια που κυμαίνονται από 20% έως 30% του συνόλου της αγοράς (βλ. Διάγραμμα Α).

**Διάγραμμα Α Κυκλοφορούντες τίτλοι του Δημοσίου χωρών της ζώνης του ευρώ στο τέλος του 2004 ανά εκδότρια χώρα**

(ως ποσοστά %)



Πηγή: ΕΚΤ.

### Διάρθρωση των κυκλοφορούντων χρεογράφων που έχουν εκδοθεί από τις κυβερνήσεις των χωρών της ζώνης του ευρώ

(ως ποσοστά % των συνολικών χρεογράφων που εκδίδει η γενική κυβέρνηση, στοιχεία τέλους περιόδου)

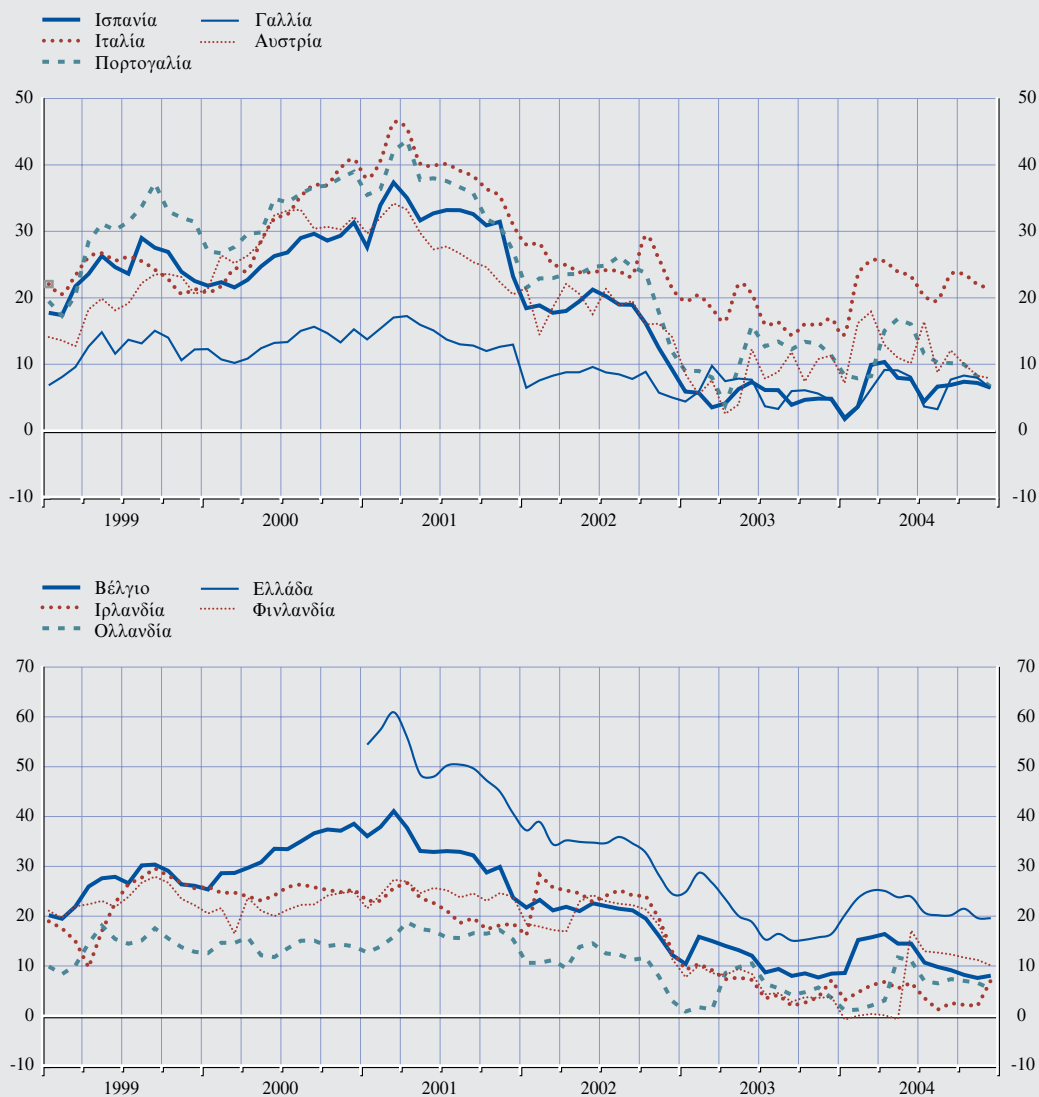
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Κεντρική κυβέρνηση	96,9	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3
Μακροπρόθεσμοί τίτλοι	87,5	89,3	89,9	89,0	87,2	85,8	36,0
Βραχυπρόθεσμοί τίτλοι	9,4	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,3
Λοιποί τομείς της γενικής κυβέρνησης	3,1	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7
Μακροπρόθεσμοί τίτλοι	3,0	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6
Βραχυπρόθεσμοί τίτλοι	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Σύνολο χρεογράφων γενικής κυβέρνησης							
Μακροπρόθεσμοί τίτλοι	90,5	92,3	93,0	92,6	91,7	91,1	91,6
με σταθερό επιτόκιο	75,4	79,3	81,2	82,5	82,1	82,2	82,9
με κυμαινόμενο επιτόκιο	12,3	10,5	10,0	8,7	8,0	7,5	7,6
Βραχυπρόθεσμοί τίτλοι	9,5	7,7	7,0	7,4	8,3	8,9	8,4
Σύνολο γενικής κυβέρνησης σε δισεκ. ευρώ	3.304,9	3.450,5	3.546,4	3.764,6	3.939,3	4.141,2	4.362,5

Πηγή: ΕΚΤ.

<sup>1</sup> Οι ρυθμοί αύξησης βασίζονται στις χρηματοοικονομικές συναλλαγές και έχουν διορθωθεί για σφάλματα ταξινόμησης, αναπροσαρμογές αξίας, διακυμάνσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών και άλλες μεταβολές που δεν οφείλονται σε συναλλαγές. Λεπτομέρειες βλ. στην τεχνική σημείωση για τις ενότητες 4.3 και 4.4 του τμήματος "Στατιστικά στοιχεία για τη ζώνη του ευρώ" του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ.

## Διάγραμμα Β Διαφορές αποδόσεων μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων έναντι της Γερμανίας<sup>1)</sup>

(σε μονάδες βάσης, μηνιαία στοιχία)



Πηγές: ΤΑΔ και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

1) Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων αφορούν ομόλογα με δεκαετή διάρκεια ή με την πλησιέστερη διαθέσιμη διάρκεια.

Η εξέλιξη της διάρθρωσης των κυκλοφορούντων χρεογράφων της γενικής κυβέρνησης στη ζώνη του ευρώ παρουσιάζει τρία χαρακτηριστικά. Πρώτον, η συντριπτική πλειοψηφία των κρατικών χρεογράφων εκδίδεται από την κεντρική κυβέρνηση (94,3% της συνολικής αξίας των κυκλοφορούντων χρεογράφων το 2004), ενώ στους λοιπούς τομείς της γενικής κυβέρνησης αντιστοιχεί το υπόλοιπο 5,7% (βλ. Πίνακα Α). Παρ' όλα αυτά, και οι άλλοι τομείς της γενικής κυβέρνησης δραστηριοποιούνται σταδιακά περισσότερο, καθώς το μερίδιο των χρεογράφων της

κεντρικής κυβέρνησης μειώνεται σταθερά από το 1998, ενώ το μερίδιο των λοιπών τομέων της γενικής κυβέρνησης σχεδόν διπλασιάστηκε μεταξύ 1998 και 2004.

Δεύτερον, όσον αφορά τη σύνθεση των χρεογράφων της γενικής κυβέρνησης με βάση τη διάρκειά τους, τα μακροπρόθεσμα χρεόγραφα αποτελούσαν περίπου το 91,6% των κυκλοφορούντων χρεογράφων στο τέλος του 2004. Όπως φαίνεται από τον πίνακα, το μερίδιο των βραχυπρόθεσμων χρεογράφων μειώθηκε από το 1998 έως το 2000, αλλά στη συνέχεια αυξήθηκε πάλι.

Τρίτον, από τον πίνακα φαίνεται επίσης ότι η συντριπτική πλειοψηφία των μακροπρόθεσμων χρεογράφων της γενικής κυβέρνησης είναι τίτλοι σταθερού επιτοκίου. Με την πάροδο του χρόνου, η σχετική σημασία των τίτλων με κυμαινόμενο επιτόκιο έχει μειωθεί σημαντικά, από 12,3% του συνόλου το 1998 σε 7,6% το 2004, καθώς από τα τέλη της δεκαετίας του '90, σε περιβάλλον σταθερότητας των τιμών, μειώθηκε σταδιακά το ασφάλιστρο κινδύνου με το οποίο επιβαρύνονται μερικές κυβερνήσεις όταν εκδίδουν μακροπρόθεσμα χρεόγραφα σταθερού επιτοκίου. Η Ιταλία, όπου το ποσοστό των τίτλων κυμαινόμενου επιτοκίου ανέρχεται σε 20,7%, είναι η μόνη χώρα που υπερβαίνει σημαντικά το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ.

Η μείωση των ασφαλιστρών κινδύνου αντανακλάται στο ευνοϊκότερο κόστος χρηματοδότησης του Δημοσίου τα τελευταία χρόνια. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι, κατά μέσο όρο στη ζώνη του ευρώ, οι αποδόσεις των δεκαετών κρατικών ομολόγων ευρώ μειώθηκαν από 7% την περίοδο 1994-1998 σε 4,7% την περίοδο 1999-2004. Ωστόσο, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα Β, μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ παρατηρούνται διαφορές αποδόσεων, οι οποίες μπορεί να αντανακλούν διαφοροποιήσεις ως προς τη ρευστότητα των τίτλων και τον πιστωτικό κίνδυνο.

Τις χαμηλότερες αποδόσεις στη ζώνη του ευρώ κατέγραψαν τα μακροπρόθεσμα ομόλογα του Γερμανικού Δημοσίου, κυρίως λόγω της υψηλής ρευστότητάς τους. Το χρηματοδοτικό πλεονέκτημα της γερμανικής κυβέρνησης έναντι των λοιπών κυβερνήσεων της ζώνης του ευρώ, μετρούμενο σε μονάδες βάσης, ήταν διψήφιο μέχρι τις αρχές του 2001. Έκτοτε οι διαφορές αποδόσεων μεταξύ των δεκαετών κρατικών ομολόγων των άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ και των συγκρίσιμων γερμανικών ομολόγων μειώνονταν συνεχώς και έφθασαν στο χαμηλότερο επίπεδο τους στο τέλος του 2003. Οι σημαντικότερες μειώσεις των διαφορών αποδόσεων σε σχέση με τη Γερμανία σημειώθηκαν στο Βέλγιο, την Ελλάδα, την Ιταλία, την Πορτογαλία και την Ισπανία. Πιθανόν μία από τις αιτίες που

**Διάγραμμα Γ Μεταβολές των σχετικών λόγων χρέους/ΑΕΠ έναντι της Γερμανίας<sup>1)</sup> και των διαφορών αποδόσεων<sup>2)</sup> μεταξύ 2001 και 2004**

(οριζόντιος άξονας: σε εκατοστιαίες μονάδες, κατακόρυφος άξονας: σε μονάδες βάσης)



Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.  
1) Οριζόντιος άξονας: μείωση της διαφοράς μεταξύ του λόγου χρέους/ΑΕΠ της Γερμανίας και του αντίστοιχου λόγου άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ από το 2001 έως το 2004.  
2) Κατακόρυφος άξονας: μείωση των διαφορών αποδόσεων έναντι των δεκαετών ομολόγων του Γερμανικού Δημοσίου μεταξύ Ιανουαρίου 2001 και Δεκεμβρίου 2004.  
Σημείωση: Το διάγραμμα διαβάζεται ως εξής: π.χ. στο Βέλγιο ο λόγος χρέους/ΑΕΠ ήταν 108,0% το 2001 και 95,6% το 2004, ενώ στη Γερμανία ήταν 59,4% και 66,0% αντίστοιχα. Η διαφορά μεταξύ των δύο λόγων (ο σχετικός λόγος χρέους/ΑΕΠ του Βελγίου έναντι της Γερμανίας) είναι 48,6% το 2001 και 29,6% το 2004. Η διαφορά μειώθηκε μεταξύ 2001 και 2004 κατά 19,0 εκατοστιαίες μονάδες, δηλ. βελτιώθηκε ο σχετικός λόγος χρέους/ΑΕΠ του Βελγίου έναντι της Γερμανίας, όπως φαίνεται στον οριζόντιο άξονα. Την ίδια περίοδο, η διαφορά αποδόσεων μεταξύ των βελγικών και των γερμανικών κρατικών ομολόγων μειώθηκε κατά 28 μονάδες βάσης, όπως φαίνεται στον κατακόρυφο άξονα. Η ευθεία παριστά την εκτιμώμενη γραμμή παλινδρόμησης.

προκάλεσαν αυτή τη σύγκλιση ήταν οι δημοσιονομικές εξελίξεις στη Γερμανία, όπου, μεταξύ 2001 και 2004, ο λόγος χρέους/ΑΕΠ χειροτέρευσε σε σύγκριση με όλες τις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ πλην της Γαλλίας.

Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία, όλες χώρες βελτίωσαν το λόγο του χρέους τους σε σχέση με τη Γερμανία μεταξύ 2001 και 2004 μείωσαν επίσης και τη διαφορά αποδόσεων των μακροπρόθεσμων ομολόγων τους έναντι των αντίστοιχων γερμανικών, όπως απεικονίζεται από τη θετική σχέση στο Διάγραμμα Γ. Μολονότι δεν αποκλείεται να έπαιξαν ρόλο και άλλοι παράγοντες, σχετικοί ιδίως με τη ρευστότητα των ομολόγων, αυτή η θετική σχέση δείχνει εκ πρώτης όψεως ότι οι επενδυτές, σε κάποιο βαθμό, λαμβάνουν υπόψη τη δημοσιονομική κατάσταση των χωρών της ζώνης του ευρώ κατά την τιμολόγηση των ομολόγων.

Συνολικά, οι πρόσφατες τάσεις όσον αφορά τη διάρθρωση της χρηματοδότησης του Δημοσίου μέσω της έκδοσης χρεογράφων αντανακλούν το σημαντικό μακροοικονομικό πλεονέκτημα που έχει δημιουργηθεί την τελευταία δεκαετία, σε συνδυασμό με την άσκηση πολιτικών που είναι περισσότερο προσανατολισμένες προς τη σταθερότητα. Το ορατό όφελος για το κοινό είναι ότι έχουν μειωθεί οι δαπάνες για τόκους ως ποσοστό των συνολικών δαπανών του προϋπολογισμού του Δημοσίου.

#### **ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΑ ΣΧΕΔΙΑ ΓΙΑ ΤΟ 2005**

Τα πιο πρόσφατα προγράμματα σταθερότητας υποδηλώνουν ότι, παρά κάποια πρόοδο, δεν προβλέπονται επαρκή μέτρα για την αντιμετώπιση του προβλήματος των δημοσιονομικών ελλειμμάτων ούτε έχουν καταστρωθεί συνολικά προγράμματα διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Για το 2005, το μέσο έλλειμμα για τη ζώνη του ευρώ ως σύνολο αναμένεται να υποχωρήσει κατά 0,5% του ΑΕΠ, χάρη στην οριακή μείωση των δαπανών για τόκους και στη μέτρια βελτίωση του πρωτογενούς αποτελέσματος του προϋπολογισμού. Ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης προβλέπεται ότι θα παραμείνει κοντά στον δυνητικό. Ωστόσο, οι μισές χώρες της ζώνης του ευρώ, δηλ. η Γερμανία, η Ελλάδα, η Γαλλία, η Ιταλία, η Ολλανδία και η Πορτογαλία, προβλέπεται ότι θα εξακολουθήσουν να καταγράφουν ελλείμματα 3% ή παραπλήσια. Λίγες μόνο χώρες της ζώνης του ευρώ αναμένεται να καταγράψουν σχεδόν ισοσκελισμένη ή πλεονασματική δημοσιονομική θέση. Ο λόγος χρέους/ΑΕΠ προβλέπεται ότι θα μειωθεί κατά μισή περίπου εκατοστιαία μονάδα του ΑΕΠ.

#### **ΧΡΕΙΑΖΕΤΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΕΞΥΓΙΑΝΣΗ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΙΣ ΑΝΕΙΛΗΜΜΕΝΕΣ ΔΕΣΜΕΥΣΕΙΣ**

Τα δημόσια οικονομικά στη ζώνη του ευρώ βρίσκονται αντιμέτωπα με τρεις προκλήσεις. Πρώτον, υπάρχει ανάγκη για σημαντική δημοσιονομική εξυγίανση, δεδομένου ότι η μακροοικονομική σταθερότητα εξαρτάται σε σημαντικό βαθμό από τη διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών, δηλ. από την ικανότητα του Δημοσίου να εκπληρώνει τις οικονομικές υποχρεώσεις του (βλ. Πλαίσιο 9). Η συμμόρφωση προς το δημοσιονομικό πλαίσιο της ΕΕ και η αυστηρή εφαρμογή των κανόνων έχουν αποφασιστική σημασία, διότι συμβάλλουν στη διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών στην ΟΝΕ. Ειδικότερα, το όριο 3% του ΑΕΠ για το έλλειμμα – εφόσον εφαρμόζεται αξιόπιστα – παρέχει ένα σημείο αναφοράς για τις προσδοκίες σχετικά με τη δημοσιονομική πειθαρχία και τη μελλοντική εξέλιξη του χρέους. Ως εκ τούτου, διαμηνύει στις χρηματοπιστωτικές αγορές και το κοινό ότι τα δημόσια οικονομικά είναι υγιή.

Το γεγονός ότι το μέσο έλλειμμα της ζώνης του ευρώ βρίσκεται κοντά στην τιμή αναφοράς (3%) και ορισμένες χώρες έχουν ελλείμματα που προσεγγίζουν ή υπερβαίνουν την τιμή αυτή

τονίζει την επείγουσα ανάγκη για ενίσχυση των δημόσιων οικονομικών. Το βελτιωμένο οικονομικό περιβάλλον προσφέρει μια καλή ευκαιρία για να επιταχυνθεί η διαδικασία δημοσιονομικής προσαρμογής. Το “μέρισμα ανάπτυξης”, με τη μορφή υψηλότερων φορολογικών εσόδων, θα πρέπει να αξιοποιηθεί για τη μείωση των δημοσιονομικών ανισορροπιών. Οι χώρες με υπερβολικά ελλείμματα πρέπει να διορθώσουν την κατάσταση αυτή το ταχύτερο δυνατόν και να τηρήσουν τις δεσμεύσεις που έχουν αναλάβει. Επιπλέον,

πρέπει να αποφεύγεται η επανεμφάνιση υπερβολικών ελλειμμάτων. Είναι επίσης επιθυμητό οι χώρες της ζώνης του ευρώ που δεν έχουν σχεδόν ισοσκελισμένη ή πλεονασματική δημοσιονομική θέση, αλλά και δεν παρουσιάζουν υπερβολικό έλλειμμα, να προωθήσουν τη δημοσιονομική προσαρμογή, όπως προβλέπεται στην απόφαση που έλαβε η Ευρωζώνη τον Οκτώβριο του 2002, σύμφωνα με την οποία το διαρθρωτικό έλλειμμα θα πρέπει να μειώνεται κατά 0,5% του ΑΕΠ τουλάχιστον ετησίως.

## Πλαίσιο 9

### ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ

Το κείμενο που ακολουθεί εξετάζει τις κυριότερες επιδράσεις της δημοσιονομικής πολιτικής στη μακροοικονομική σταθερότητα και στην εξέλιξη των τιμών και πώς οι επιδράσεις αυτές αντανακλώνται στο δημοσιονομικό πλαίσιο της ΕΕ.

Η δημοσιονομική πολιτική είναι σε θέση να ασκήσει επίδραση στο μακροοικονομικό περιβάλλον βραχυπρόθεσμα, αφενός με τη λήψη μέτρων δημοσιονομικής πολιτικής και αφετέρου μέσω των αυτόματων σταθεροποιητών. Τα μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής, δηλ. οι “ενεργητικές” μεταβολές των δημόσιων εσόδων ή δαπανών, μπορούν να επηρεάσουν την οικονομική ανάπτυξη και τις τιμές μέσω της επίδρασης που ασκούν τόσο στη συνολική ζήτηση όσο και στη συνολική προσφορά. Η εμπειρία των τελευταίων δεκαετιών όμως έχει δείξει ότι η λήψη δημοσιονομικών μέτρων επηρεασμού της οικονομικής δραστηριότητας με σκοπό τη σταθεροποίηση της οικονομίας συχνά εντείνει τις επιδράσεις του οικονομικού κύκλου. Επιπλέον, η ασύμμετρη χρήση αυτών των μέτρων (κυρίως χρησιμοποιούνται σε φάσεις ύφεσης και σε πολύ μικρότερο βαθμό σε φάσεις ανάκαμψης) έχει οδηγήσει σε υψηλότερα δημοσιονομικά ελλείμματα με την πάροδο του χρόνου. Από την άλλη πλευρά, η ελεύθερη λειτουργία των αυτόματων σταθεροποιητών μπορεί να βοηθήσει στην εξομάλυνση των διακυμάνσεων της οικονομικής δραστηριότητας μέσω της σταθεροποιητικής επίδρασης που ασκούν οι φόροι και τα επιδόματα ανεργίας στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών. Επειδή ακριβώς είναι “αυτόματοι”, η επίδρασή τους είναι πιο άμεση και προβλέψιμη, ενώ η συμμετρική λειτουργία τους αφήνει το επίπεδο του δημόσιου χρέους ανεπηρέαστο στη διάρκεια του οικονομικού κύκλου.

Όσον αφορά τις μεσοπρόθεσμες επιδράσεις, το πλαίσιο άσκησης της δημοσιονομικής πολιτικής έχει ιδιαίτερη σημασία για τη διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών και τη δυναμική οικονομική ανάπτυξη. Η διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών ορίζεται ως η ικανότητα μιας κυβέρνησης να εκπληρώνει τις οικονομικές υποχρεώσεις της. Ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ δίνει ένα μέτρο αυτής της ικανότητας, παρόλο που χρειάζεται να λαμβάνονται υπόψη και άλλα στοιχεία, όπως οι ενδεχόμενες και οι αφανείς υποχρεώσεις της κυβέρνησης. Η διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών ασκεί θετική επίδραση στο μακροοικονομικό περιβάλλον, καθώς οι καταναλωτές και τα νοικοκυριά δεν αναμένουν



σημαντικές αυξήσεις των φόρων ούτε οικονομική δυσχέρεια των κυβερνήσεων. Έτσι ενισχύεται η εμπιστοσύνη στις προοπτικές της οικονομίας, διευκολύνεται η λήψη μακροπρόθεσμων αποφάσεων (π.χ. επενδυτικών αποφάσεων του ιδιωτικού τομέα) και οι συνθήκες χρηματοδότησης είναι ευνοϊκότερες. Όσον αφορά τη δυνητική οικονομική ανάπτυξη, τα δημοσιονομικά μέτρα που βελτιώνουν την “ποιότητα” των δημόσιων οικονομικών μπορούν να επιδράσουν θετικά στο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης με τρόπο συμβατό προς τη σταθερότητα των τιμών. Παραδείγματος χάριν, οι δημόσιες δαπάνες για επενδύσεις σε υλικό και ανθρώπινο κεφάλαιο μπορούν να βελτιώσουν την ποιότητα των συντελεστών της παραγωγής. Επιπλέον, οι φορολογικοί συντελεστές επηρεάζουν τα κίνητρα για εργασία, αποταμίευση, επενδύσεις και καινοτομίες. Οι υψηλότεροι ρυθμοί ανάπτυξης, με τη σειρά τους, ενισχύουν τη διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών, καθώς το υπάρχον χρέος εξυπηρετείται από ευρύτερη οικονομική βάση.

Η άσκηση της δημοσιονομικής πολιτικής σύμφωνα με κανόνες είναι γενικώς προτιμότερη από τη λήψη μέτρων κατά περίπτωση. Οι κανόνες μπορούν να αποθαρρύνουν τις επιλογές που αποβλέπουν σε βραχυπρόθεσμα οφέλη παραβλέποντας το μακροπρόθεσμο κόστος. Επιπλέον, οι κανόνες μπορούν να χρησιμεύσουν ως σημείο αναφοράς για τις προσδοκίες, καθοδηγώντας έτσι τις οικονομικές μονάδες σχετικά με τη μελλοντική δημοσιονομική πολιτική που θα ασκηθεί σε περίπτωση διαταραχών και διευκολύνοντας το μακροπρόθεσμο προγραμματισμό του ιδιωτικού τομέα. Βεβαίως, για να αποκομιστούν αυτά τα οφέλη, πρέπει να τηρούνται οι κανόνες. Τα πλεονεκτήματα της τήρησης κανόνων είναι ακόμη μεγαλύτερα σε μια νομισματική ένωση όπως η ΟΝΕ, όπου οι στρεβλώσεις των δημοσιονομικών κινήτρων μπορεί να επιδεινωθούν. Παραδείγματος χάριν, μπορεί να προκύψει τάση προς ελλειμματική διαχείριση, καθώς με δεδομένα το ενιαίο νόμισμα και τη μεγαλύτερη ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών, η αύξηση του χρέους μιας χώρας δεν επηρεάζει πλέον τα επιτόκια στον ίδιο βαθμό όσο άλλοτε. Οι δημοσιονομικοί κανόνες σε μια νομισματική ένωση πρέπει να είναι απλοί στην εφαρμογή τους, ώστε να εφαρμόζονται ομοιόμορφα σε όλες τις χώρες-μέλη και να εξασφαλίζεται ίση μεταχείριση. Η διαφάνεια του δημοσιονομικού πλαισίου συμβάλλει επίσης στην ευαισθητοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών και του κοινού γενικότερα και μπορεί να βοηθήσει στην επιβολή της συμμόρφωσης προς τους κανόνες.

Το μεσοπρόθεσμο δημοσιονομικό πλαίσιο που έχει υιοθετηθεί στην ΟΝΕ βασίζεται σε κανόνες και λαμβάνει υπόψη τις ανάγκες τόσο της βραχυπρόθεσμης σταθεροποίησης όσο και της μακροπρόθεσμης διατηρησιμότητας των δημόσιων οικονομικών. Οι τιμές αναφοράς για το δημοσιονομικό έλλειμμα και το δημόσιο χρέος προάγουν την υπεύθυνη δημοσιονομική συμπεριφορά. Η επίτευξη σχεδόν ισοσκελισμένης ή πλεονασματικής δημοσιονομικής θέσης μεσοπρόθεσμα συμβάλλει στη βραχυπρόθεσμη σταθεροποίηση μέσω της ελεύθερης λειτουργίας των αυτόματων σταθεροποιητών και συνάμα αποτρέπει την εμφάνιση υπερβολικών ελλειμμάτων στο μέλλον και εξασφαλίζει τη βελτίωση της διατηρησιμότητας των δημόσιων οικονομικών, καθώς οδηγεί σε χαμηλότερους λόγους δημόσιου χρέους.

Από τη σκοπιά μιας κεντρικής τράπεζας που ο πρωταρχικός στόχος της είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, η δημοσιονομική πολιτική αναλύεται όσον αφορά την επίδρασή της στον πληθωρισμό και τη μακροοικονομική σταθερότητα, καθώς αποτελεί μέρος του περιβάλλοντος εντός του οποίου λειτουργεί η νομισματική πολιτική. Οι υγιείς δημοσιονομικές πολιτικές διευκολύνουν τη νομισματική πολιτική διαμορφώνοντας σταθερές οικονομικές συνθήκες, τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα.

### **ΟΙ ΔΙΑΡΘΡΩΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΕΞΑΚΟΛΟΥΘΟΥΝ ΝΑ ΕΧΟΥΝ ΖΩΤΙΚΗ ΣΗΜΑΣΙΑ**

Η δεύτερη πρόκληση για τα δημόσια οικονομικά στη ζώνη του ευρώ είναι η ενσωμάτωση των σχεδίων δημοσιονομικής προσαρμογής σε ένα πρόγραμμα διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που ευνοεί την ανάπτυξη, την ανταγωνιστικότητα και την απασχόληση, οι οποίες με τη σειρά τους θα βοηθήσουν τη σταθεροποίηση των δημόσιων οικονομικών, ιδίως εν όψει της αυξημένης δημοσιονομικής επιβάρυνσης που αναμένεται να προέλθει από τη γήρανση του πληθυσμού. Αποφασιστική σημασία εν προκειμένω έχουν οι μεταρρυθμίσεις στον τομέα των δαπανών, χωρίς να αποκλείονται και πιθανές βελτιώσεις στην πλευρά των εσόδων. Οι μεταρρυθμίσεις στον τομέα των δαπανών καθιστούν δυνατή τη δημοσιονομική προσαρμογή, ανοίγουν το δρόμο για περαιτέρω μειώσεις των φόρων και μπορεί επίσης να καταστήσουν τα συστήματα φορολογίας και κοινωνικών παροχών φιλικότερα προς την οικονομική ανάπτυξη. Εντός των δεδομένων ορίων των προϋπολογισμένων δαπανών, θα πρέπει να δοθεί προτεραιότητα στις παραγωγικές επενδύσεις σε υποδομές και ανθρώπινο κεφάλαιο.

### **Η ΕΓΚΥΡΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΣΥΜΒΑΛΛΕΙ ΣΤΗΝ ΑΞΙΟΠΙΣΤΙΑ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ**

Τρίτον, η ακεραιότητα των στατιστικών στοιχείων για τα δημόσια οικονομικά αποτελεί προϋπόθεση της αξιοπιστίας του ευρωπαϊκού δημοσιονομικού πλαισίου. Οι σημαντικές αναθεωρήσεις των στοιχείων για τα ελλείμματα παρελθόντων ετών – όπως π.χ. στην περίπτωση της Ελλάδος το 2004 – είναι επιζήμιες για την εμπιστοσύνη του κοινού και υπονομεύουν την αξιοπιστία του όλου πλαισίου. Επίσης υπονομεύουν την ακριβή και έγκαιρη επισήμανση των ανισορροπιών και των αναγκών προσαρμογής, γεγονός που μπορεί να δημιουργήσει σοβαρές καθυστερήσεις στην εφαρμογή κατάλληλων μέτρων πολιτικής. Αν δημιουργηθεί αβεβαιότητα ως προς την παρακολούθηση των δημόσιων οικονομικών, θα μειωθεί η αξία της πολυμερούς εποπτείας και

έτσι θα εξασθενήσει η πίεση που ασκείται από τα άλλα κράτη-μέλη. Ως εκ τούτου, είναι απολύτως απαραίτητο να γίνουν ενέργειες προκειμένου να εξασφαλιστούν η αξιόπιστη κατάρτιση και η έγκαιρη υποβολή των στατιστικών στοιχείων για τα δημόσια οικονομικά. Όλα τα κράτη-μέλη πρέπει να τηρούν τους ευρωπαϊκούς λογιστικούς κανόνες όταν υποβάλλουν στοιχεία για τις δαπάνες και τα έσοδα. Όπως ανέφερε το Συμβούλιο ECOFIN στις 2 Ιουνίου 2004, τα στατιστικά στοιχεία για τα δημόσια οικονομικά δεν πρέπει να επηρεάζονται από τον πολιτικό και τον εκλογικό κύκλο.

### **2.6 ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ ΚΑΙ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΛΗΡΩΜΩΝ**

#### **ΤΟ ΕΥΡΩ ΣΥΝΕΧΙΣΕ ΝΑ ΕΝΙΣΧΥΕΤΑΙ ΣΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΕΞΑΣΘΕΝΗΣΗΣ ΤΟΥ ΔΟΛΑΡΙΟΥ**

Στις αγορές συναλλάγματος, το πρώτο εννεάμηνο του 2004 οι κινήσεις των διμερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του ευρώ έναντι των κυριότερων άλλων νομισμάτων ήταν μάλλον μέτριες, ιδιαίτερα σε σύγκριση με τη σχετικά σημαντική ανατίμηση του ευρώ κατά την προηγούμενη διετία. Στη συνέχεια, το ευρώ σημείωσε έντονη ανατίμηση, ιδίως έναντι του δολαρίου ΗΠΑ. Στο τέλος του 2004, η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ ήταν λίγο υψηλότερη από ό,τι στην αρχή του έτους, αντανakλώντας τη σημαντική ανατίμησή του έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, των νομισμάτων της Ασίας που είναι συνδεδεμένα με το αμερικανικό νόμισμα και, σε μικρότερο βαθμό, του γιεν Ιαπωνίας. Η άνοδος αυτή αντισταθμίστηκε εν μέρει από την υποτίμηση του ευρώ έναντι των νομισμάτων ορισμένων μικρότερων εμπορικών εταίρων της ζώνης του ευρώ (του φράγκου Ελβετίας, της κορόνας Νορβηγίας και του γουόν Κορέας), καθώς και έναντι των νομισμάτων μερικών από τα νέα κράτη-μέλη της ΕΕ.

Αναλυτικότερα, τον Ιανουάριο και το Φεβρουάριο του 2004 η ανατίμηση του ευρώ ανακόπηκε, ενώ στη συνέχεια το ευρώ

υποχώρησε, αντιστρέφοντας μέρος της προηγούμενης ανατίμησής του, στο πλαίσιο της βελτίωσης των οικονομικών προοπτικών παγκοσμίως και της μεταβολής των εκτιμήσεων της αγοράς σχετικά με τους παράγοντες που επηρεάζουν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Παράλληλα, πλήθαιναν οι ενδείξεις ότι η ανάκαμψη εδραιωνόταν στις ΗΠΑ και την Ιαπωνία, ενώ οι προοπτικές για τη ζώνη του ευρώ παρέμεναν λιγότερο ευνοϊκές. Κατόπιν τούτου, η προσοχή των αγορών στράφηκε από το υψηλό και επίμονο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ προς τις αποδόσεις των αμερικανικών τίτλων. Δημιουργήθηκαν προσδοκίες ανόδου αυτών των αποδόσεων, με αποτέλεσμα να στηριχθεί το αμερικανικό νόμισμα. Από το Μάιο έως τον Οκτώβριο του 2004 το ευρώ ενισχύθηκε ελαφρά, στο πλαίσιο της σταδιακής βελτίωσης των προοπτικών για την οικονομία της ζώνης του ευρώ καθώς διαφάνηκαν ενδείξεις οικονομικής επέκτασης, πρώτα στον εξαγωγικό τομέα και στη συνέχεια στην εγχώρια ζήτηση. Παράλληλα, οι ανησυχίες των αγορών σχετικά με τις προοπτικές ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας – με αφορμή τη γεωπολιτική αβεβαιότητα και την εκτόξευση των τιμών του πετρελαίου σε υψηλά επίπεδα – φάνηκε να ασκούν νέες καθοδικές πιέσεις στο δολάριο ΗΠΑ και το γιεν Ιαπωνίας. Οι χρηματοπιστωτικές αγορές είχαν προεξοφλήσει τις αποφάσεις της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς των ΗΠΑ να αυξήσει τα επιτόκια, οπότε αυτές δεν επηρέασαν τις εξελίξεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Από τα μέσα Οκτωβρίου όμως, το ευρώ ενισχύθηκε σημαντικά έναντι του δολαρίου, καθώς και έναντι πολλών νομισμάτων της Ασίας, τα οποία είναι επίσημα ή ανεπίσημα συνδεδεμένα με το δολάριο. Η εξέλιξη αυτή συνδεόταν με την υποχώρηση του αμερικανικού νομίσματος το δ' τρίμηνο του 2004, κατά το οποίο το δολάριο ΗΠΑ διαμορφώθηκε στο χαμηλότερο επίπεδο του εδώ και πολλά χρόνια έναντι του ευρώ, της λίρας Αγγλίας και του γιεν Ιαπωνίας.

Στο τέλος του 2004, η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ – όπως μετρείται έναντι των νομισμάτων 23 εμπορικών



εταίρων της ζώνης του ευρώ – διαμορφώθηκε σε επίπεδο κατά 2,3% υψηλότερο σε σχέση με την αρχή του έτους. Αυτή η συνολική ανατίμηση το 2004 προέκυψε ως η συνισταμένη αντίρροπων κινήσεων της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι των νομισμάτων ορισμένων εμπορικών εταίρων που περιλαμβάνονται στο δείκτη της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ειδικότερα, το ευρώ ανατιμήθηκε έντονα έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, καθώς και έναντι του γιουάν Κίνας και του δολαρίου Χονγκ-Κονγκ, τα οποία είναι συνδεδεμένα με το αμερικανικό νόμισμα. Στις 31 Δεκεμβρίου 2004 το ευρώ ισοδυναμούσε με 1,36 δολ. ΗΠΑ, δηλ. ήταν ανατιμημένο κατά 8,2% περίπου σε σχέση με την αρχή του έτους. Την ίδια περίοδο το ευρώ ανατιμήθηκε επίσης έναντι του γιεν Ιαπωνίας (κατά 3,7%) και στο τέλος του έτους ισοδυναμούσε με 137,7 γιεν Ιαπωνίας, συνεπώς το γιεν Ιαπωνίας ανατιμήθηκε κατά 4% και πλέον έναντι του δολαρίου ΗΠΑ. Στο τέλος του έτους η ισοτιμία ευρώ/λίρας Αγγλίας ήταν αμετάβλητη (0,71 λίρα Αγγλίας ανά ευρώ) σε σύγκριση με τις 2 Ιανουαρίου 2004.

Παράλληλα, το ευρώ παρουσίασε συγκρατημένη υποτίμηση έναντι του φράγκου Ελβετίας, της κορώνας Νορβηγίας και σημαντικότερη υποτίμηση (κατά 6,3%) έναντι

του γουόν Κορέας. Επίσης υποτιμήθηκε έναντι των νομισμάτων ορισμένων νέων κρατών-μελών της ΕΕ, όπως η κορώνα Τσεχίας, το φιορίνι Ουγγαρίας, το ζλότυ Πολωνίας και η κορώνα Σλοβακίας (βλ. και Ενότητα 3). Η λίρα Κύπρου ανατιμήθηκε ελαφρά, ενώ το λατς Λετονίας, το οποίο ήταν τότε εν μέρει συνδεδεμένο με το δολάριο ΗΠΑ, υποτιμήθηκε έναντι του ευρώ. Όμως, με ισχύ από 1ης Ιανουαρίου 2005 το λατς Λετονίας συνδέθηκε με το ευρώ με ισοτιμία 1 ευρώ/0,702804 λατς Λετονίας και στη συνέχεια κυμάνθηκε κοντά στην ισοτιμία σύνδεσης. Η λίρα Μάλτας παρέμεινε σχετικά σταθερή έναντι του ευρώ το 2004, αντανακλώντας τον υψηλό συντελεστή στάθμισης του ευρώ στη δέσμη νομισμάτων προς τα οποία είναι συνδεδεμένη.

Εντός του ΜΣΙ ΙΙ, η κορώνα Δανίας κινήθηκε κοντά στην κεντρική της ισοτιμία, ενώ τα νομίσματα που εντάχθηκαν στον ΜΣΙ ΙΙ στις 28 Ιουνίου 2004 (η κορώνα Εσθονίας, το λίτα Λιθουανίας και το τόλαρ Σλοβενίας) είτε παρουσίασαν πολύ περιορισμένες διακυμάνσεις είτε παρέμειναν αμετάβλητα σε σχέση με την κεντρική τους ισοτιμία έναντι του ευρώ.

Το πρώτο δίμηνο του 2005 το ευρώ υποχώρησε έναντι των περισσότερων κύριων νομισμάτων, ιδίως έναντι του δολαρίου ΗΠΑ. Οι εξελίξεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών την περίοδο αυτή επηρεάστηκαν από ενδείξεις ύφεσης οικονομικής δραστηριότητας στις ΗΠΑ, ενώ οι ανησυχίες των αγορών σχετικά με το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ φαίνεται να υποχώρησαν κάπως. Στις 24 Φεβρουαρίου 2005, η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ ήταν περίπου 1,4% χαμηλότερη από ό,τι στην αρχή του έτους. Η υποτίμηση αυτή αντανακλούσε την εξασθένησή του έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, του γιουάν Κίνας και, σε μικρότερο βαθμό, της λίρας Αγγλίας, δηλ. νομισμάτων χωρών που έχουν σχετικά υψηλό συντελεστή στάθμισης στο σταθμισμένο ως προς τις εμπορικές συναλλαγές δείκτη συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ.

### Διάγραμμα 29 Ονομαστική και πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ<sup>1)</sup>

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



Πηγή: ΕΚΤ.

1) Άνοδος των δεικτών αντιστοιχεί σε ανατίμηση του ευρώ. Οι πιο πρόσφατες παρατηρήσεις για τα μηνιαία στοιχεία αφορούν το Δεκέμβριο του 2004. Για την πραγματική ΣΣΙ με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη μεταποίηση, η πιο πρόσφατη παρατήρηση αφορά το γ' τρίμηνο του 2004 και βασίζεται εν μέρει σε εκτιμήσεις.

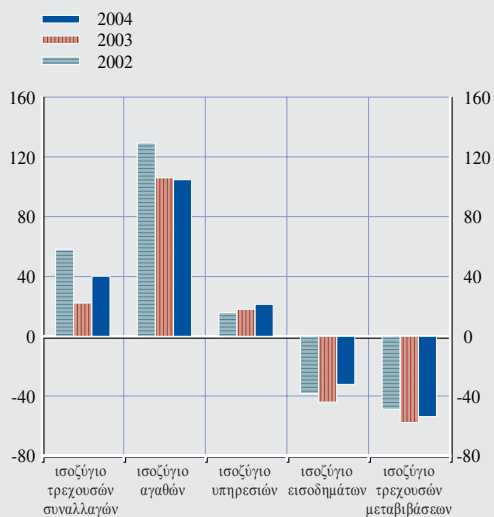
Η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ – η οποία υπολογίζεται με βάση δείκτες κόστους και τιμών – επίσης συνέχισε να αυξάνεται το 2004, παράλληλα με την άνοδο της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (βλ. Διάγραμμα 29). Το δ' τρίμηνο του 2004 οι δείκτες της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ διαμορφώθηκαν σε υψηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με το α' τρίμηνο του 1999 και οι δείκτες που βασίζονται στην εξέλιξη των τιμών καταναλωτή και παραγωγού παρέμειναν αρκετά κοντά στα ανώτατα επίπεδα που παρατηρήθηκαν την τελευταία δεκαετία.

### ΤΟ ΠΛΕΟΝΑΣΜΑ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΑΥΞΗΘΗΚΕ ΕΛΑΦΡΑ ΤΟ 2004

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε σε 40,2 δισεκ. ευρώ το 2004 (δηλ. περίπου 0,5% του ΑΕΠ), από 22,2 δισεκ. ευρώ (0,3% του ΑΕΠ) το 2003. Η άνοδος αυτή οφειλόταν κυρίως

**Διάγραμμα 30 Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και οι συνιστώσες του**

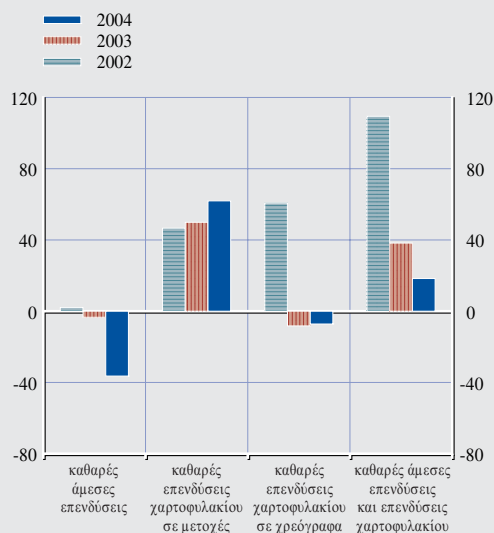
(δισεκ. ευρώ, με εποχική διόρθωση)



Πηγή: EKT.

**Διάγραμμα 31 Το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών και οι συνιστώσες του**

(δισεκ. ευρώ)



Πηγή: EKT.

στη μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου εισοδημάτων και του ισοζυγίου τρεχουσών μεταβιβάσεων, σε συνδυασμό με την οριακή αύξηση του πλεονάσματος του ισοζυγίου αγαθών (βλ. Διάγραμμα 30). Το πλεόνασμα του ισοζυγίου αγαθών παρέμεινε ουσιαστικά αμετάβλητο, δεδομένου ότι οι εισαγωγές και οι εξαγωγές (σε όρους αξίας) αυξήθηκαν σχεδόν ισόποσα.

Ωστόσο, στη διάρκεια του 2004 το σωρευτικό δωδεκάμηνο εποχικά διορθωμένο πλεόνασμα του ισοζυγίου αγαθών παρουσίασε δύο σημαντικές μεταβολές. Το πρώτο εξάμηνο του έτους αυξήθηκε (από 106 δισεκ. ευρώ το Δεκέμβριο του 2003 σε άνω των 125 δισεκ. ευρώ τον Ιούνιο του 2004), ιδίως λόγω της έντονης ανόδου των εξαγωγών. Στη συνέχεια όμως υποχώρησε σε επίπεδο παρόμοιο με εκείνο του τέλους του 2003, εξαιτίας της έντονης αύξησης των εισαγωγών κατά το β' και το γ' τρίμηνο του 2004 και της επιβράδυνσης της ανόδου των εξαγωγών που σημειώθηκε το δεύτερο εξάμηνο. Εξάλλου, η μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου εισοδημάτων αντανάκλασε

κυρίως τη σημαντική αύξηση των εισπράξεων εισοδημάτων με ρυθμό πολύ υψηλότερο από το ρυθμό ανόδου των αντίστοιχων πληρωμών. Η αύξηση των εισπράξεων εισοδημάτων φαίνεται να προήλθε κατά το μεγαλύτερο μέρος της από τη θετική εξέλιξη των αποδόσεων των επενδύσεων (στο πλαίσιο της υψηλής ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας), η οποία υπεραντιστάθμισε την αρνητική επίδραση από την ανατίμηση του ευρώ (καθώς η ανατίμηση του ευρώ μειώνει την αξία των εισπράξεων εισοδημάτων σε όρους ευρώ).

Οι εξελίξεις των εισαγωγών και εξαγωγών αγαθών μπορούν να γίνουν καλύτερα κατανοητές αν η αξία τους αναλυθεί σε τιμές και όγκους με βάση τα στατιστικά στοιχεία εξωτερικού εμπορίου που καταρτίζει η Eurostat (τα διαθέσιμα στοιχεία καλύπτουν την περίοδο μέχρι και τον Οκτώβριο του 2004). Η ανάλυση αυτή δείχνει ότι η έντονη άνοδος της αξίας των εξαγωγών το πρώτο εξάμηνο του έτους εξηγείται εν πολλοίς από τη σημαντική αύξηση του όγκου των εξαγωγών, ενώ οι τιμές των εξαγομένων δεν παρουσίασαν μεγάλες



μεταβολές. Φαίνεται λοιπόν ότι η αρνητική επίδραση της ανατίμησης τους ευρώ στους όγκους των εξαγωγών της ζώνης του ευρώ υπεραντισταθμίστηκε από την έντονη άνοδο της εξωτερικής ζήτησης κατά το πρώτο εξάμηνο του 2004. Όσον αφορά τις χώρες προορισμού των εξαγωγών, οι όγκοι των εξαγωγών προς την Ασία και τα νέα κράτη-μέλη της ΕΕ αυξήθηκαν με ιδιαίτερα ταχύ ρυθμό. Οι τιμές των εξαγομένων υπέστησαν ανοδικές πιέσεις από την αύξηση του κόστους λόγω των υψηλότερων τιμών του πετρελαίου, αυτή η επίδραση όμως είναι πιθανόν να εξουδετερώθηκε εν μέρει από κάποιες μειώσεις των περιθωρίων κέρδους, καθώς οι εξαγωγείς προσπαθούσαν να αντισταθμίσουν τη μείωση της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές την οποία συνεπαγόταν η ανατίμηση του ευρώ. Η επιβράδυνση της ανόδου των εξαγωγών της ζώνης του ευρώ το πρώτο εξάμηνο του έτους φαίνεται να οφείλεται κυρίως στην κάμψη του ρυθμού αύξησης των εξαγωγών προς την Ασία και τα νέα κράτη-μέλη της ΕΕ, μολοντί και οι εξαγωγές προς τις ΗΠΑ παρουσίασαν σημαντική επιβράδυνση. Η άνοδος της αξίας των εισαγωγών αγαθών κατά το β' και το γ' τρίμηνο του 2004 αντανακλούσε την αύξηση



τόσο των τιμών όσο και των όγκων. Στην περίπτωση των τιμών, η αύξηση οφειλόταν κατά το μεγαλύτερο μέρος της στην άνοδο της τιμής του πετρελαίου, ενώ στην περίπτωση των όγκων μπορεί να αποδοθεί εν μέρει στην ανάκαμψη της εγχώριας ζήτησης στη ζώνη του ευρώ, ιδίως στις κατηγορίες δαπανών που χαρακτηρίζονται από υψηλή εξάρτηση από τις εισαγωγές.

#### **ΟΙ ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΜΑΖΙ ΕΜΦΑΝΙΣΑΝ ΚΑΘΑΡΕΣ ΕΙΣΡΟΕΣ ΤΟ 2004**

Στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών, οι άμεσες επενδύσεις και οι επενδύσεις χαρτοφυλακίου μαζί κατέγραψαν καθαρές εισροές 18,3 δισεκ. ευρώ το 2004, έναντι καθαρών εισροών 38,3 δισεκ. ευρώ το 2003. Η μείωση των καθαρών εισροών κεφαλαίων προς τη ζώνη του ευρώ οφείλεται κυρίως στις αυξημένες καθαρές εκροές για επενδύσεις χαρτοφυλακίου (βλ. Διάγραμμα 31).

Η εξέλιξη των άμεσων επενδύσεων προήλθε κατά κύριο λόγο από τη σταδιακή μείωση των εισροών κεφαλαίων για ξένες άμεσες επενδύσεις στη ζώνη του ευρώ, καθώς οι άμεσες επενδύσεις μη κατοίκων σε μετοχικό κεφάλαιο επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ υποχώρησαν στο 1/3 σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Η υποχώρηση αυτή ήταν μεγαλύτερη από τη μείωση των άμεσων επενδύσεων από κατοίκους της ζώνης του ευρώ κατοίκων της ζώνης του ευρώ σε μετοχικό κεφάλαιο επιχειρήσεων του εξωτερικού και μπορεί να αντανακλά εν μέρει τις ευνοϊκότερες προοπτικές ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας έναντι της ζώνης του ευρώ το 2004.

Η άνοδος των καθαρών εισροών για επενδύσεις χαρτοφυλακίου προήλθε κυρίως από την αύξηση των καθαρών αγορών μετοχικών τίτλων της ζώνης του ευρώ από μη κατοίκους της ζώνης. Σύμφωνα με έρευνες συγκυρίας, ανανεώθηκε το ενδιαφέρον των ξένων επενδυτών για μετοχικούς τίτλους της ζώνης του ευρώ. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν οι ελκυστικές τιμές (σε σχετικούς όρους) των μετοχών της ζώνης του ευρώ σε συνδυασμό με τις προσδοκίες για ανατίμηση του ευρώ στη διάρκεια του 2004.



Το 2004 η αξία των διασυνοριακών ροών κεφαλαίων για επενδύσεις σε χρεόγραφα ήταν παρόμοια όπως και το 2003 (περίπου 200 δισεκ. ευρώ, τόσο στις απαιτήσεις όσο και στις υποχρεώσεις). Όσον αφορά τις υποχρεώσεις, το χαμηλό επίπεδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων της ζώνης του ευρώ αποθάρρυνε τις ξένες επενδύσεις σε τίτλους της αγοράς χρήματος της ζώνης του ευρώ. Έτσι, το 2004 οι ξένες επενδύσεις χαρτοφυλακίου αφορούσαν σχεδόν αποκλειστικά ομόλογα και γραμμάτια της ζώνης του ευρώ. Όσον αφορά τις απαιτήσεις, περίπου το 75% του διεθνούς χαρτοφυλακίου χρεογράφων των επενδυτών της ζώνης του ευρώ περιλάμβανε ομόλογα και γραμμάτια και το 25% αφορούσε τίτλους της αγοράς χρήματος. Σε σύγκριση με το 2003, η αναλογία αυτή δείχνει ότι το 2004 οι κάτοικοι της ζώνης του ευρώ έδειξαν μικρότερη προτίμηση για διεθνή ομόλογα και γραμμάτια. Αυτή η εξέλιξη μπορεί να οφείλεται σε προσδοκίες για πιθανές κεφαλαιακές ζημιές λόγω της αναμενόμενης ανόδου των μακροπρόθεσμων επιτοκίων στις ΗΠΑ. Μάλιστα, οι αγορές αμερικανικών χρεογράφων από κατοίκους της ζώνης του ευρώ μειώθηκαν από 75 δισεκ. ευρώ το 2003 σε 29 δισεκ. ευρώ τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2004.

επηρέασε τις αποφάσεις των επενδυτών της ζώνης του ευρώ όσον αφορά τις επενδύσεις χαρτοφυλακίου.

Με βάση τις σωρευτικές ροές για τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2004, η ζώνη του ευρώ κατέγραψε καθαρές εκροές στις ξένες άμεσες επενδύσεις έναντι των περισσότερων σημαντικών εμπορικών της εταίρων, με εξαίρεση τις ΗΠΑ και την Ελβετία. Το Ηνωμένο Βασίλειο και οι ΗΠΑ ήταν οι κυριότερες χώρες προορισμού και προέλευσης άμεσων επενδύσεων από και προς τη ζώνη του ευρώ.

Ως προς τη γεωγραφική κατανομή τους, οι επενδύσεις χαρτοφυλακίου της ζώνης του ευρώ στο εξωτερικό τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2004 κατευθύνονταν κυρίως προς το Ηνωμένο Βασίλειο και τις ΗΠΑ, που παραδοσιακά είναι οι βασικές χώρες προορισμού των επενδύσεων αυτού του τύπου. Επίσης, οι επενδυτές της ζώνης του ευρώ προέβησαν σε μεγάλο ύψους καθαρές αγορές ιαπωνικών μετοχών. Η βελτίωση των προοπτικών της οικονομίας στην Ιαπωνία, ιδίως στις αρχές του 2004, φαίνεται να

### 3 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΑ ΕΚΤΟΣ ΤΗΣ ΖΩΝΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΚΡΑΤΗ-ΜΕΛΗ ΤΗΣ ΕΕ

#### ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ

Σύμφωνα με προκαταρκτικούς δείκτες, ο ρυθμός ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ στα εκτός της ζώνης του ευρώ κράτη-μέλη της ΕΕ ήταν σχετικά υψηλός το 2004 και γενικώς υπερέβαινε τον αντίστοιχο μέσο ρυθμό της ζώνης του ευρώ (βλ. Πίνακα 6). Οι ταχύτεροι ρυθμοί ανάπτυξης σημειώθηκαν στα κράτη της Βαλτικής και στην Πολωνία, δηλ. στις χώρες με το χαμηλότερο κατά κεφαλήν ΑΕΠ στην ΕΕ. Στον αντίποδα, η Δανία και η Μάλτα κατέγραψαν τους χαμηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης, παρότι η άνοδος του πραγματικού ΑΕΠ τους άρχισε να ανακάμπτει σε σχέση με τα χαμηλά επίπεδα που επικρατούσαν το 2003.

Σε πολλά από τα εκτός της ζώνης του ευρώ κράτη-μέλη της ΕΕ, ο κυριότερος παράγοντας που συνέβαλε στην άνοδο του πραγματικού ΑΕΠ το 2004 ήταν η εγχώρια ζήτηση και ειδικότερα οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου. Σε πολλά νέα κράτη-μέλη, καθώς και στη Δανία και τη Σουηδία, η σταδιακή βελτίωση των επιχειρηματικών προσδοκιών στον τομέα της βιομηχανίας, ο υψηλός βαθμός χρησιμοποίησης του κεφαλαίου και οι βελτιωμένες προοπτικές για τη ζήτηση συνέβαλαν στην ανάκαμψη των επενδύσεων.

Επίσης, σε πολλά νέα κράτη-μέλη και ιδίως στις χώρες της Βαλτικής, η ισχυρή εγχώρια ζήτηση αντανάκλωσε επιπλέον και τη σημαντική άνοδο της ιδιωτικής κατανάλωσης, στην οποία συνέβαλε η αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος λόγω των έντονων μισθολογικών αυξήσεων και των ευνοϊκότερων συνθηκών στην αγορά εργασίας. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, η άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης υποστηρίχθηκε από τη θετική πορεία της αγοράς εργασίας, καθώς και από την αύξηση της αξίας των κατοικιών που επηρέασε ευνοϊκά τον πλούτο των νοικοκυριών. Η κατανάλωση των νοικοκυριών επίσης υποβοηθήθηκε από την υψηλή, και σε κάποιες περιπτώσεις εντεινόμενη, πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα που παρατηρήθηκε σε ορισμένα κράτη-μέλη εκτός της ζώνης του ευρώ, ιδίως στις βαλτικές χώρες και την Ουγγαρία. Επιπλέον, στα περισσότερα νέα κράτη-μέλη, οι προσδοκίες ανόδου των τιμών λόγω μεταβολών της φορολογίας και των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών στο πλαίσιο της ένταξης στην ΕΕ τροφοδότησε την καταναλωτική ζήτηση το πρώτο εξάμηνο του 2004. Τέλος, σε ορισμένες χώρες η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής παρέμεινε σχετικά χαλαρή.

**Πίνακας 6 Αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ στις εκτός της ζώνης του ευρώ χώρες της ΕΕ και στη ζώνη του ευρώ**

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	2000	2001	2002	2003	2004	2004 α' τρ.	2004 β' τρ.	2004 γ' τρ.	2004 δ' τρ.
Τσεχία	3,9	2,6	1,5	3,7	4,0	3,8	3,9	4,2	4,2
Δανία	2,8	1,6	1,0	0,4	2,0	1,7	2,5	1,8	2,2
Εσθονία	7,8	6,4	7,2	5,1	.	6,8	5,9	6,1	.
Κύπρος	5,0	4,1	2,1	2,0	3,7	3,7	4,1	4,0	3,1
Λετονία	6,9	8,0	6,4	7,5	8,5	8,7	7,7	9,1	8,6
Λιθουανία	3,9	6,4	6,8	9,7	6,7	7,1	7,3	5,8	6,7
Ουγγαρία	5,2	3,8	3,5	3,0	4,0	4,3	4,2	3,7	3,8
Μάλτα	6,4	-1,7	2,2	-1,8	1,5	2,3	-0,5	1,9	2,3
Πολωνία	4,0	1,0	1,4	3,8	5,3	6,9	6,1	4,8	3,9
Σλοβενία	3,9	2,7	3,3	2,5	4,6	4,1	4,9	5,0	4,3
Σλοβακία	2,0	3,8	4,6	4,5	5,5	5,4	5,5	5,3	5,8
Σουηδία	4,3	1,0	2,0	1,5	3,5	3,4	4,0	3,7	2,8
Ηνωμένο Βασίλειο	3,9	2,3	1,8	2,2	3,1	2,8	3,5	3,1	2,9
ΕΕ-10 <sup>1)</sup>	4,2	2,7	2,6	3,9	4,8	5,4	5,1	4,6	4,3
ΕΕ-13 <sup>2)</sup>	3,9	2,2	1,9	2,3	3,3	3,2	3,7	3,3	3,0
Ζώνη ευρώ	3,5	1,6	0,9	0,5	2,0	2,0	2,5	1,7	1,8

Πηγή: Eurostat.

Σημείωση: Τα τριμηνιαία στοιχεία για την Τσεχία είναι εποχικώς διορθωμένα, ενώ για το Ηνωμένο Βασίλειο είναι διορθωμένα και εποχικώς και ως προς τον αριθμό των εργάσιμων ημερών.

1) ΕΕ-10: τα 10 νέα κράτη-μέλη της ΕΕ.

2) ΕΕ-13: τα 13 κράτη-μέλη της ΕΕ που δεν συμμετέχουν στη ζώνη του ευρώ.

Όσον αφορά την εξωτερική ζήτηση, η συμβολή των καθαρών εξαγωγών στην άνοδο του πραγματικού ΑΕΠ παρουσίασε σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ που δεν συμμετέχουν στη ζώνη του ευρώ. Η εξωτερική ζήτηση είχε σημαντική συμβολή στην άνοδο του ΑΕΠ στην Πολωνία και τη Σουηδία, ενώ στα περισσότερα νέα κράτη-μέλη και στο Ηνωμένο Βασίλειο η συμβολή της ήταν αρνητική. Σημειώνεται πάντως ότι οι εξαγωγές και οι εισαγωγές αυξήθηκαν και το 2004 με σχετικά υψηλούς ρυθμούς, ιδίως στα νέα κράτη-μέλη. Ειδικότερα, η κατάργηση των φραγμών στο διεθνές εμπόριο αυτών των χωρών μετά την ένταξή τους στην ΕΕ, η αυξημένη ζήτηση εκ μέρους των εμπορικών τους εταίρων και η περαιτέρω βελτίωση της παραγωγικότητας έδωσαν ώθηση στις εμπορικές συναλλαγές επί αγαθών και υπηρεσιών.

Χάρη στην ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας, τις σημαντικές εισροές ξένων άμεσων επενδύσεων κατά τα τελευταία έτη και τις συνεχιζόμενες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, οι συνθήκες στην αγορά εργασίας παρουσίασαν σταδιακή βελτίωση κατά τη διάρκεια του 2004 στα περισσότερα εκτός της ζώνης του ευρώ κράτη-μέλη της ΕΕ, ιδίως στις βαλτικές χώρες. Ωστόσο, στα περισσότερα νέα κράτη-μέλη η άνοδος της απασχόλησης έτεινε να είναι μάλλον περιορισμένη, λόγω παλαιότερων αυξήσεων του μισθολογικού κόστους σε ορισμένα από αυτά, αλλά και εξαιτίας ενός διαρθρωτικού παράγοντα, συγκεκριμένα της αναντιστοιχίας μεταξύ προσφοράς και ζήτησης δεξιοτήτων στην αγορά εργασίας. Σε μερικές χώρες, ιδίως στην Πολωνία και τη Σλοβακία, τα ποσοστά ανεργίας παρέμειναν πολύ υψηλά. Η αγορά εργασίας στο Ηνωμένο Βασίλειο χαρακτηρίστηκε από μεγαλύτερη στενότητα σε σχέση με το προηγούμενο έτος.

## Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ

Η δυναμική των τιμών στα εκτός της ζώνης του ευρώ κράτη-μέλη της ΕΕ παρουσίασε σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ των χωρών το 2004. Η Δανία, η Λιθουανία, η Σουηδία και το Ηνωμένο Βασίλειο σημείωσαν τους

χαμηλότερους ετήσιους ρυθμούς πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ, γύρω στο 1% και αρκετά κάτω από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ. Στα περισσότερα νέα κράτη-μέλη ο πληθωρισμός ήταν υψηλότερος από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ. Στη Λετονία, την Ουγγαρία και τη Σλοβακία, οι ετήσιοι ρυθμοί πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ ήταν σχεδόν τριπλάσιοι από το μέσο πληθωρισμό της ζώνης του ευρώ.

Τα περισσότερα νέα κράτη-μέλη σημείωσαν υψηλότερους ρυθμούς πληθωρισμού το 2004 σε σχέση με το 2003 (βλ. Πίνακα 7). Η μεγαλύτερη επιτάχυνση του πληθωρισμού παρατηρήθηκε στην Τσεχία, τη Λετονία, τη Λιθουανία, την Ουγγαρία και την Πολωνία. Σε άλλα εκτός της ζώνης του ευρώ κράτη-μέλη της ΕΕ όμως, οι μέσοι ρυθμοί πληθωρισμού υποχώρησαν το 2004. Τη μεγαλύτερη επιβράδυνση του πληθωρισμού κατέγραψαν η Κύπρος και η Σλοβενία. Εξάλλου, διαφοροποιήσεις μεταξύ των χωρών παρουσίασε και η εξέλιξη του πληθωρισμού στη διάρκεια του έτους. Σε πολλές χώρες ο πληθωρισμός επιταχύνθηκε σημαντικά το πρώτο εξάμηνο του 2004, ενώ κατά το δεύτερο εξάμηνο είτε σταθεροποιήθηκε σε υψηλότερο επίπεδο είτε παρουσίασε σταδιακή επιβράδυνση. Σε μικρό αριθμό κρατών-μελών όμως οι ρυθμοί πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ παρέμειναν σχετικά σταθεροί στο σύνολο του έτους.

Η εξέλιξη του πληθωρισμού στα εκτός της ζώνης του ευρώ κράτη-μέλη της ΕΕ επηρεάστηκε εν μέρει από ορισμένους παράγοντες που ήταν κοινói για όλες τις χώρες, και ιδιαίτερα από την έντονη άνοδο των τιμών του πετρελαίου κατά το 2004. Ωστόσο, η επίδραση αυτή στον πληθωρισμό δεν είχε την ίδια έκταση σε όλες τις χώρες, κυρίως λόγω διαφορών ως προς τα καταναλωτικά πρότυπα, τη διάρθρωση των αγορών και το βαθμό εξάρτησης της παραγωγής από το πετρέλαιο. Εξάλλου, σε μερικές χώρες η πληθωριστική επίδραση από τις τιμές του πετρελαίου είναι πιθανόν να μην εκδηλώθηκε ακόμη πλήρως κατά τη διάρκεια του 2004. Κάποιες πληθωριστικές πιέσεις επίσης προήλθαν από την ταχεία αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ στις περισσότερες χώρες. Ως

**Πίνακας 7 Πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ στις εκτός της ζώνης του ευρώ χώρες της ΕΕ και στη ζώνη του ευρώ**

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	2000	2001	2002	2003	2004	2004 α' τρ.	2004 β' τρ.	2004 γ' τρ.	2004 δ' τρ.
Τσεχία	3,9	4,5	1,4	-0,1	2,6	2,0	2,5	3,0	2,7
Δανία	2,7	2,3	2,4	2,0	0,9	0,7	0,8	1,0	1,2
Εσθονία	3,9	5,6	3,6	1,4	3,0	0,6	3,2	3,9	4,4
Κύπρος	4,9	2,0	2,8	4,0	1,9	1,0	1,2	2,5	2,8
Λετονία	2,6	2,5	2,0	2,9	6,2	4,3	5,8	7,4	7,2
Λιθουανία	0,9	1,3	0,4	-1,1	1,1	-1,1	0,5	2,3	3,0
Ουγγαρία	10,0	9,1	5,2	4,7	6,8	6,8	7,4	7,0	5,9
Μάλτα	3,0	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	3,3	3,0	2,2
Πολωνία	10,1	5,3	1,9	0,7	3,6	1,8	3,4	4,7	4,5
Σλοβενία	8,9	8,6	7,5	5,7	3,6	3,7	3,8	3,6	3,5
Σλοβακία	12,2	7,2	3,5	8,5	7,4	8,2	8,0	7,2	6,0
Σουηδία	1,3	2,7	2,0	2,3	1,0	0,6	1,2	1,2	1,1
Ηνωμένο Βασίλειο	0,8	1,2	1,3	1,4	1,3	1,3	1,4	1,2	1,4
ΕΕ-10 <sup>1)</sup>	8,4	5,7	2,6	1,9	4,0	2,9	4,0	4,8	4,4
ΕΕ-13 <sup>2)</sup>	3,2	2,7	1,8	1,6	2,1	1,7	2,2	2,3	2,3
Ζώνη ευρώ	2,1	2,4	2,3	2,1	2,1	1,7	2,3	2,3	2,3

Πηγή: Eurostat.

1) ΕΕ-10: τα 10 νέα κράτη-μέλη της ΕΕ.

2) ΕΕ-13: τα 13 κράτη-μέλη της ΕΕ που δεν συμμετέχουν στη ζώνη του ευρώ.

εκ τούτου, σε ορισμένες χώρες έχουν αρχίσει να αυξάνονται και οι μισθολογικές πιέσεις.

Στα νέα κράτη-μέλη, η ένταξη στην ΕΕ προκάλεσε επίσης κάποιες πληθωριστικές πιέσεις. Οι τιμές των ειδών διατροφής αυξήθηκαν στην πλειονότητα των νέων κρατών-μελών το πρώτο εξάμηνο του έτους, με τη υπαγωγή τους στην Κοινή Αγροτική Πολιτική και την κατάργηση των φραγμών στις εμπορικές συναλλαγές σε συγκεκριμένους τομείς. Δεδομένου ότι τα είδη διατροφής αντιπροσωπεύουν σχετικά μεγάλο μερίδιο στο καλάθι του ΕνΔΤΚ των εν λόγω χωρών, η εξέλιξη αυτή είχε σημαντική επίπτωση στον πληθωρισμό βάσει του ΕνΔΤΚ στα περισσότερα νέα κράτη-μέλη. Εξάλλου, σε πολλά νέα κράτη-μέλη αυξήθηκαν ορισμένοι έμμεσοι φόροι και ειδικοί φόροι κατανάλωσης, στο πλαίσιο της εναρμόνισης προς τα ισχύοντα στην ΕΕ. Οι προσδοκίες ότι θα αυξηθούν οι τιμές λόγω μεταβολών της φορολογίας εν όψει της ένταξης στην ΕΕ οδήγησαν σε αυξημένη ζήτηση στις αρχές του 2004, προκαλώντας έτσι και υψηλότερο πληθωρισμό. Το δεύτερο εξάμηνο του 2004 όμως, η επίδραση αυτή άρχισε να αναστρέφεται σταδιακά σε ορισμένες χώρες. Επιπλέον, σε ορισμένα νέα κράτη-μέλη οι

διοικητικά καθοριζόμενες τιμές έχουν αυξηθεί σημαντικά, με στόχο την προσαρμογή των τιμολογίων των δημόσιων επιχειρήσεων ώστε να καλύπτεται το κόστος τους.

Οι εξελίξεις όσον αφορά τις ονομαστικές σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες και οι επιπτώσεις τους στις τιμές των εισαγομένων, οι οποίες εκδηλώθηκαν με χρονική υστέρηση, επίσης επηρέασαν τον πληθωρισμό το 2004. Σε ορισμένες χώρες, ιδίως την Τσεχία, την Ουγγαρία και τη Σλοβακία, οι εξελίξεις της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας συνέβαλαν σε επιβράδυνση του πληθωρισμού, ενώ σε άλλες χώρες, π.χ. στη Λετονία, προκάλεσαν πληθωριστικές πιέσεις. Στην Πολωνία η εξέλιξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας άσκησε – με χρονική υστέρηση – αυξητική επίδραση στον πληθωρισμό βάσει του ΕνΔΤΚ το πρώτο εξάμηνο του 2004, η οποία αναστράφηκε το δεύτερο εξάμηνο.

#### ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Τρία εκτός της ζώνης του ευρώ κράτη-μέλη της ΕΕ (η Εσθονία, η Δανία και η Σουηδία) εμφάνισαν δημοσιονομικό πλεόνασμα, ενώ δέκα χώρες σημείωσαν ελλείμματα το 2004. Οι αποφάσεις που έλαβε το Συμβούλιο ECOFIN

στις 5 Ιουλίου 2004 διαπίστωναν υπερβολικά ελλείμματα σε έξι χώρες (Τσεχία, Κύπρος, Ουγγαρία, Μάλτα, Πολωνία και Σλοβακία). Για τις χώρες αυτές, με εξαίρεση την Κύπρο, οι αποφάσεις του Συμβουλίου αφήνουν ένα μεσοπρόθεσμο χρονικό περιθώριο για τη διόρθωση των υπερβολικών ελλειμμάτων, διότι συντρέχουν εξαιρετικές συνθήκες και συγκεκριμένα: (α) κατά την ένταξη στην ΕΕ, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης ήταν σημαντικά υψηλότερο από την τιμή αναφοράς και (β) προκειμένου για την Τσεχία, την Ουγγαρία, την Πολωνία και τη Σλοβακία, βρίσκεται ακόμη σε εξέλιξη η διαρθρωτική μετάβαση σε μια σύγχρονη, προσανατολισμένη στις υπηρεσίες, οικονομία της αγοράς, παράλληλα με τη διαδικασία της πραγματικής σύγκλισης. Το Ηνωμένο Βασίλειο κατέγραψε λόγω ελλείμματος/ΑΕΠ υψηλότερο από την τιμή αναφοράς 3% και το 2003 και το 2004. Ο μεγάλος αριθμός των χωρών που παρουσιάζουν ακόμη υπερβολικά ελλείμματα καταδεικνύει ότι απαιτείται ισχυρότερη πολιτική δέσμευση προς την κατεύθυνση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και της δημοσιονομικής προσαρμογής.

Τα αποτελέσματα του προϋπολογισμού της γενικής κυβέρνησης βελτιώθηκαν το 2004 σε 10 χώρες από τις 13 που εξετάζονται στο παρόν κεφάλαιο, ενώ στις υπόλοιπες 3 χειροτέρευσαν (βλ. Πίνακα 8). Η βελτίωση οφειλόταν κυρίως σε έκτακτους παράγοντες, καθώς και στην ευνοϊκή επίδραση του οικονομικού κύκλου. Στην Τσεχία και τη Μάλτα, τις χώρες με τη μεγαλύτερη βελτίωση του δημοσιονομικού αποτελέσματος, οι έκτακτοι παράγοντες είχαν ασκήσει σημαντική επίδραση στη μείωση του ελλείμματος το 2003.

Το 2004 οι λόγοι δημόσιου χρέους/ΑΕΠ των περισσότερων από τις 13 χώρες παρέμειναν αρκετά κάτω του μέσου όρου της ζώνης του ευρώ. Μείωση παρατηρήθηκε σε 7 χώρες στο πλαίσιο της βελτίωσης της δημοσιονομικής τους θέσης. Στις υπόλοιπες, η αύξηση των λόγων του χρέους αντανάκλούσε κυρίως τα χαμηλά (σε σχέση με το ΑΕΠ) πρωτογενή πλεονάσματα, καθώς και επιβαρυντικές για το



χρέος προσαρμογές ελλείμματος-χρέους, δηλ. μεταβολές του δημόσιου χρέους που δεν επηρεάζουν το έλλειμμα/πλεόνασμα. Μόνο η Κύπρος και η Μάλτα συνέχισαν να παρουσιάζουν λόγους χρέους άνω της τιμής αναφοράς 60%.

Στις περισσότερες χώρες, τα αποτελέσματα του προϋπολογισμού το 2004 ήταν είτε σύμφωνα σε γενικές γραμμές με τους στόχους των προγραμμάτων σύγκλισης που είχαν υποβληθεί το Μάιο του 2004 είτε υπερακόντισαν αυτούς τους στόχους. Σε αρκετές χώρες τα δημόσια έσοδα ήταν υψηλότερα από ό,τι αναμενόταν. Η εξέλιξη των δαπανών ήταν γενικώς παραπλήσια προς την προδιαγεγραμμένη πορεία τους. Η Ουγγαρία εμφάνισε ενδείξεις σημαντικής απόκλισης των δαπανών από τους στόχους που είχε θέσει στο πρόγραμμα σύγκλισης το Μάιο του 2004. Εξάλλου, ορισμένες κυβερνήσεις (π.χ. στην Εσθονία και τη Λιθουανία) χρησιμοποίησαν τα επιπλέον έσοδα για να χρηματοδοτήσουν πρόσθετες δαπάνες και όχι για να βελτιώσουν τα αποτελέσματα του προϋπολογισμού τους.

#### **ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΛΗΡΩΜΩΝ**

Όσον αφορά το ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών, η Σουηδία και η Δανία συνέχισαν να εμφανίζουν σημαντικά πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών τους το 2004,



## Πίνακας 8 Δημοσιονομική κατάσταση των εκτός της ζώνης του ευρώ χωρών της ΕΕ και της ζώνης του ευρώ

(ως ποσοστό % του ΑΕΠ)

	Πλεόνασμα (+)/έλλειμμα (-) της γενικής κυβέρνησης				Ακαθάριστο χρέος της γενικής κυβέρνησης			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
Τσεχία	-6.2	-6.8	-11.7	-3.0	27.2	30.7	38.3	37.4
Δανία	2.9	1.7	1.2	2.8	47.8	47.2	44.7	42.7
Εσθονία	0.3	1.4	2.9	1.8	4.4	5.3	5.3	4.9
Κύπρος	-2.3	-4.5	-6.3	-4.5	61.9	65.2	69.8	71.9
Λετονία	-2.1	-2.9	-1.5	-0.8	14.9	14.1	14.4	14.4
Λιθουανία	-2.0	-1.5	-1.9	-2.5	22.9	22.4	21.4	19.7
Ουγγαρία	-3.7	-8.5	-6.2	-4.7	52.2	55.5	56.9	57.6
Μάλτα	-6.4	-5.9	-10.5	-5.2	62.4	62.7	71.8	75.0
Πολωνία	-3.9	-3.6	-4.5	-4.8	36.7	41.2	45.4	43.6
Σλοβενία	-3.3	-2.4	-2.0	-1.9	28.1	29.5	29.4	29.4
Σλοβακία	-6.0	-6.0	-3.7	-3.3	48.7	43.3	42.6	43.6
Σουηδία	2.5	-0.3	0.2	1.4	54.3	52.4	52.0	51.2
Ηνωμένο Βασίλειο <sup>1)</sup>	0.7	-1.7	-3.4	-3.2	38.8	38.3	39.7	41.6
ΕΕ-10 <sup>2)</sup>	-4.2	-4.9	-5.7	-3.9	37.3	40.1	43.5	42.7
ΕΕ-13 <sup>3)</sup>	0.2	-1.9	-3.1	-2.4	40.9	40.9	42.1	42.9
Ζώνη ευρώ	-1.8	-2.5	-2.8	-2.7	69.6	69.5	70.8	71.3

Πηγές: Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημείωση: Τα στοιχεία βασίζονται στον ορισμό της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος. Δεν περιλαμβάνονται τα έσοδα από την πώληση αδειών κινητής τηλεφωνίας τρίτης γενεάς (UMTS).

1) Εκτιμήσεις για ημερολογιακά έτη.

2) ΕΕ-10: τα 10 νέα κράτη-μέλη της ΕΕ.

3) ΕΕ-13: τα 13 κράτη-μέλη της ΕΕ που δεν συμμετέχουν στη ζώνη του ευρώ.

ενώ το Ηνωμένο Βασίλειο και τα περισσότερα νέα κράτη-μέλη κατέγραψαν ελλείμματα που σε μερικές χώρες ήταν μεγάλα (βλ. Πίνακα 9). Η μόνη εξαίρεση ήταν η Σλοβενία, η οποία κατά παράδοση έχει σχεδόν ισοσκελισμένο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Ιδιαίτερα υψηλά ελλείμματα (πλησίον ή άνω του 10% του ΑΕΠ) σημειώθηκαν στις βαλτικές χώρες και στην Ουγγαρία, ενώ η Σλοβακία και η Πολωνία εμφάνισαν πιο συγκρατημένα ελλείμματα, τα οποία έχουν μειωθεί σε σχέση με την προηγούμενη διετία.

Σε πολλά νέα κράτη-μέλη η διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών κατά το 2004 συνδεόταν με την έντονη άνοδο των εισαγωγών λόγω της υψηλής εγχώριας ζήτησης και των αυξημένων τιμών του πετρελαίου. Το έλλειμμα επηρεάστηκε και από άλλους παράγοντες, είτε διαρθρωτικούς είτε πρόσκαιρους. Ως προς τους διαρθρωτικούς παράγοντες, τα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών είναι σύνηθες φαινόμενο σε οικονομίες που βρίσκονται σε διαδικασία σύγκλισης, όπως συμβαίνει με τα

νέα κράτη-μέλη. Τα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μπορεί να αποτελούν ένδειξη ότι η εξωτερική θέση της χώρας δεν είναι διατηρήσιμη, ενώ σε πολλά νέα κράτη-μέλη συνδέονται εν μέρει και με τη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου εισοδημάτων λόγω της εκροής εισοδημάτων από παλαιότερες εισροές ξένων άμεσων επενδύσεων. Όσον αφορά τους πρόσκαιρους παράγοντες, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών πιθανόν έχει επηρεαστεί από την ίδια τη διαδικασία ένταξης στην ΕΕ, π.χ. διότι οι επιχειρήσεις αύξησαν τα αποθέματά τους εν αναμονή υψηλότερων δασμών.

Στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών, οι καθαρές εισροές άμεσων επενδύσεων από το εξωτερικό σημείωσαν ελαφρά ανάκαμψη στα περισσότερα νέα κράτη-μέλη της ΕΕ το 2004, μετά από επιβράδυνση κατά το προηγούμενο έτος (βλ. Πίνακα 9). Μεταξύ αυτών των χωρών, μόνο η Σλοβενία κατέγραψε καθαρές εκροές άμεσων επενδύσεων, αλλά όχι μεγάλου ύψους. Από τις άλλες χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ, η Δανία και η Σουηδία



## Πίνακας 9 Ισοζύγιο πληρωμών των εκτός της ζώνης του ευρώ χωρών της ΕΕ και της ζώνης του ευρώ

(ως ποσοστό % του ΑΕΠ)

	Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και ισοζύγιο κίνησης κεφαλαίων				Καθαρές ροές ΞΑΕ			
	2001	2002	2003	2004 <sup>1)</sup>	2001	2002	2003	2004 <sup>1)</sup>
Τσεχία	-5,4	-5,7	-6,2	-6,1	9,0	11,2	2,6	2,4
Δανία	3,1	2,1	3,3	2,8	-1,9	1,0	0,1	-0,6
Εσθονία	-5,6	-9,9	-12,7	-13,3	5,7	2,2	8,3	4,5
Κύπρος	-3,3	-4,5	-3,3	-4,8	7,3	5,7	3,7	4,6
Λετονία	-7,2	-6,5	-7,6	-11,0	1,4	2,7	2,4	3,5
Λιθουανία	-4,7	-4,8	-6,5	-8,7	3,6	5,0	0,8	3,2
Ουγγαρία	-5,6	-6,9	-9,0	-8,8	6,9	4,2	0,8	3,3
Μάλτα	-4,2	0,5	-5,6	-6,6	6,2	-10,3	5,7	7,3
Πολωνία	-2,8	-2,6	-2,2	-1,6	3,1	2,0	1,9	1,4
Σλοβενία	0,2	0,7	-1,0	-0,9	1,1	6,8	-0,5	-0,4
Σλοβακία	-8,0	-7,6	-0,5	-2,6	7,4	16,5	2,2	3,3
Σουηδία	4,3	5,3	6,4	7,8	2,5	0,4	-4,7	-1,7
Ηνωμένο Βασίλειο	-2,2	-1,7	-1,6	-2,0	-0,3	-0,5	-2,5	0,4
Ζώνη ευρώ	-0,1	1,0	0,5	0,8	-1,7	0,0	0,0	-0,5

Πηγή: ΕΚΤ.

1) Για το 2004, κινητός μέσος όρος τεσσάρων τριμήνων από το δ' τρίμηνο του 2003 έως το γ' τρίμηνο του 2004, με εξαίρεση τα στοιχεία για την Κύπρο (γ' τρίμηνο του 2003 έως β' τρίμηνο του 2004).

σημείωσαν καθαρές εκροές άμεσων επενδύσεων την ίδια περίοδο, ενώ στο Ηνωμένο Βασίλειο οι άμεσες επενδύσεις εμφάνισαν καθαρές εισροές, μετά από σχετικά χαμηλές εκροές τα προηγούμενα έτη. Συνολικά, οι καθαρές εισροές άμεσων επενδύσεων αποτέλεσαν σημαντική πηγή χρηματοδότησης τα τελευταία έτη για πολλές χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ, αν και στις περισσότερες περιπτώσεις δεν ήταν αρκετές ώστε να καλύψουν το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Η πρόσθετη χρηματοδότηση εξασφαλίστηκε μέσω καθαρών εισροών κεφαλαίων για επενδύσεις χαρτοφυλακίου και "λοιπές" επενδύσεις. Κατόπιν τούτου, αυξήθηκε επίσης το εξωτερικό χρέος ορισμένων χωρών.

### ΜΣΙ ΙΙ ΚΑΙ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ

Στις 28 Ιουνίου 2004 η Εσθονία, η Λιθουανία και η Σλοβενία έγιναν μέλη του ΜΣΙ ΙΙ, στον οποίο μέχρι τότε συμμετείχε μόνο η Δανία. Τα νέα μέλη εντάχθηκαν στο μηχανισμό με κανονικά περιθώρια διακύμανσης  $\pm 15\%$  γύρω από τις κεντρικές ισοτιμίες των νομισμάτων τους έναντι του ευρώ, ενώ η Εσθονία και η Λιθουανία διατήρησαν καθεστώς επιτροπής συναλλάγματος ως μονομερή δέσμευση. Για την ομαλή συμμετοχή τους στον ΜΣΙ ΙΙ, οι

χώρες έχουν δεσμευθεί να εφαρμόσουν τα αναγκαία μέτρα ώστε να διαφυλάξουν τη μακροοικονομική και συναλλαγματική σταθερότητα. Στο Πλαίσιο 10 παρουσιάζονται τα χαρακτηριστικά του ΜΣΙ ΙΙ.

Η συμμετοχή στον ΜΣΙ ΙΙ δεν συνοδεύθηκε από ένταση στην αγορά συναλλάγματος καμίας από τις συμμετέχουσες χώρες. Οι τρέχουσες συναλλαγματικές ισοτιμίες των τεσσάρων νομισμάτων του ΜΣΙ ΙΙ έναντι του ευρώ βρίσκονταν συνεχώς σε επίπεδα που ταυτίζονταν ή ήταν παραπλήσια με τις κεντρικές τους ισοτιμίες, ενώ οι διαφορές των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων έναντι της ζώνης του ευρώ ήταν μικρές στις περισσότερες χώρες (βλ. Πίνακα 10). Με την ένταξή της στον ΜΣΙ ΙΙ, η κεντρική τράπεζα της Σλοβενίας εγκατέλειψε την πολιτική σταδιακής διολίσθησης του τόλαρ έναντι του ευρώ.

Τα νομίσματα των περισσότερων από τις 13 χώρες σημείωσαν ανατίμηση έναντι του ευρώ το 2004, καθώς και σημαντική ανατίμηση σε όρους ονομαστικής σταθμισμένης ισοτιμίας. Η υποχώρηση του ευρώ ήταν ιδιαίτερα έντονη έναντι των νομισμάτων ορισμένων από τα μεγαλύτερα νέα κράτη-μέλη, στο πλαίσιο των σχετικά ευνοϊκών προοπτικών για την

## ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΥ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΙΣΟΤΙΜΙΩΝ II

Με την εισαγωγή του ευρώ την 1η Ιανουαρίου 1999, ο Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών II (ΜΣΙ II) αντικατέστησε το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα (και τον αντίστοιχο μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών) που λειτουργούσε από το 1979. Ο ΜΣΙ II είναι μία πολυμερής συμφωνία σταθερών ισοτιμιών, αλλά με δυνατότητα προσαρμογής τους, και προβλέπει διμερείς κεντρικές ισοτιμίες μεταξύ του ευρώ και των συμμετεχόντων νομισμάτων και κανονικά περιθώρια διακύμανσης  $\pm 15\%$  γύρω από τις κεντρικές ισοτιμίες.

Η συμμετοχή στον ΜΣΙ II χωρίς σοβαρή ένταση επί μία διετία τουλάχιστον πριν από την εξέταση της οικονομικής σύγκλισης είναι ένα από τα κριτήρια σύγκλισης που προβλέπονται στη Συνθήκη του Μάαστριχτ ως προϋποθέσεις για την υιοθέτηση του ευρώ. Η σχετική διάταξη βασίζεται στο σκεπτικό ότι η συμμετοχή αυτή βοηθά τα εκτός της ζώνης του ευρώ κράτη-μέλη να προσανατολίσουν τις πολιτικές τους προς τη σταθερότητα και ενισχύει τις προοπτικές για μονιμότερη σύγκλιση των βασικών οικονομικών μεγεθών.

Αυτό αντανακλά την άποψη ότι οι οικονομικές συνθήκες στα κράτη-μέλη καθώς και η οικονομική πολιτική τους θα πρέπει να είναι συμβατές με τη διατήρηση των καθορισμένων κεντρικών ισοτιμιών. Ο γενικότερος σκοπός αυτής της διαδικασίας είναι να προωθήσει τη μακροοικονομική σταθερότητα στα νέα κράτη-μέλη της ΕΕ, συμβάλλοντας έτσι με τον καλύτερο δυνατό τρόπο στη διατηρήσιμη ανάπτυξη και στην πραγματική σύγκλιση. Επιπλέον, οι υγιείς μακροοικονομικές πολιτικές και οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες συμβάλλουν στην ομαλή λειτουργία της εσωτερικής αγοράς.

Εν ολίγοις, ο μηχανισμός και ο προσανατολισμός της πολιτικής τον οποίο προϋποθέτει η συμμετοχή σ' αυτόν έχουν μελετηθεί κατά τρόπο ώστε να βοηθούν τα κράτη-μέλη εκτός της ζώνης του ευρώ στις προσπάθειές τους να υιοθετήσουν το ευρώ, ενώ παράλληλα λαμβάνουν επαρκώς υπόψη τη σύνθετη σχέση που συνδέει τα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη με τη σταθερότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών.<sup>1</sup>

Ο μηχανισμός προβλέπει μια σειρά από μέτρα που μπορούν να συνδυαστούν για την επιτυχή αντιμετώπιση τυχόν πιέσεων στην αγορά: μέτρα που αφορούν τα επιτόκια, ευελιξία της συναλλαγματικής ισοτιμίας εντός των περιθωρίων διακύμανσης, παρεμβάσεις, καθώς και πιθανή επανευθυγράμμιση της κεντρικής ισοτιμίας.

Όσον αφορά τη λειτουργική οργάνωση του μηχανισμού, οι κεντρικές ισοτιμίες και τα κανονικά περιθώρια διακύμανσης καθορίζονται με κοινή απόφαση των υπουργών των χωρών της ζώνης του ευρώ, της ΕΚΤ και των διοικητών των κεντρικών τραπεζών των χωρών που συμμετέχουν στο μηχανισμό. Το Γενικό Συμβούλιο της ΕΚΤ είναι αρμόδιο για την παρακολούθηση της λειτουργίας του ΜΣΙ II και διευκολύνει τη συνεργασία στον τομέα της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής. Επίσης, παρακολουθεί στενά και σε μόνιμη βάση τις διμερείς συναλλαγματικές ισοτιμίες μεταξύ των συμμετεχόντων νομισμάτων και του ευρώ και ελέγχει τη διατηρησιμότητά τους.

<sup>1</sup> Βλ. επίσης: "Θέση του Διοικητικού Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας σχετικά με ζητήματα συναλλαγματικών ισοτιμιών των εντασσόμενων χωρών", 18 Δεκεμβρίου 2003.

## Πίνακας 10 Εξελίξεις στον ΜΣΙ ΙΙ

(σε εκατοστιαίες μονάδες)

	DKK	EEK	LTL	SIT
<b>Μέγιστη απόκλιση από την κεντρική ισοτιμία<sup>1)</sup></b> (κινητός μέσος όρος δέκα ημερών των ημερήσιων στοιχείων εργάσιμων ημερών)				
Απόκλιση προς τα άνω	+0,5	0,0	0,0	0,0
Απόκλιση προς τα κάτω	0,0	0,0	0,0	-0,2
<b>Διαφορά βραχυπρόθεσμου επιτοκίου</b> (μηνιαία στοιχεία, μέσος όρος) δ' τρ. 2004	0,0	0,3	0,5	1,9

1) Για την Εσθονία, τη Λιθουανία και τη Σλοβενία, περίοδος αναφοράς: 28 Ιουνίου 2004 - 24 Φεβρουαρίου 2005. Για τη Δανία, περίοδος αναφοράς: 1 Νοεμβρίου 2002 - 24 Φεβρουαρίου 2005.

οικονομική ανάπτυξη των χωρών αυτών (βλ. Διάγραμμα 32). Τη μεγαλύτερη ανατίμηση έναντι του ευρώ σημείωσε το ζλότυ Πολωνίας (PLN) και ακολουθούν η κορώνα Τσεχίας (CZK), η κορώνα Σλοβακίας (SKK) και το φιορίνι Ουγγαρίας (HUF). Αντίθετα, το λατς Λετονίας (LVL), το οποίο βάσει του συναλλαγματικού καθεστώτος της χώρας κατά το 2004 ήταν εν μέρει συνδεδεμένο προς το δολάριο ΗΠΑ, υποτιμήθηκε έναντι του ευρώ. Από την αρχή του 2005, η Λετονία διέκοψε τη σύνδεση του λατς προς τα ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα και το συνέδεσε προς το ευρώ με ισοτιμία 0,702804 λατς ανά ευρώ. Μετά την αλλαγή αυτή, το λατς παρουσίασε μικρές διακυμάνσεις γύρω από την ισοτιμία σύνδεσής του προς το ευρώ. Η κορώνα Σουηδίας (SEK), η λίρα Μάλτας (MTL) και η λίρα Κύπρου (CYP) παρέμειναν σχετικά σταθερές έναντι του ευρώ. Η λίρα Αγγλίας

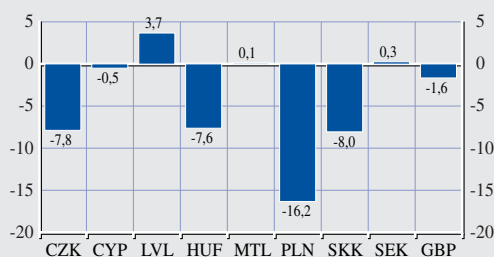
(GBP) εμφάνισε ελαφρά ανατίμηση έναντι του ευρώ στις αρχές του 2004, εν μέσω ευνοϊκών προοπτικών για την οικονομία του Ηνωμένου Βασιλείου και προσδοκιών ανόδου των επιτοκίων, ενώ κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2004 υποτιμήθηκε έναντι του ευρώ.

### ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Σε όλα τα εκτός της ζώνης του ευρώ κράτη-μέλη της ΕΕ, ο πρωταρχικός σκοπός της νομισματικής πολιτικής είναι η σταθερότητα των τιμών. Οι στρατηγικές της νομισματικής πολιτικής διαφέρουν σημαντικά από χώρα σε χώρα, λόγω ανομοιογένειας ως προς τα ονομαστικά και πραγματικά μεγέθη και τα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά των οικονομιών τους (βλ. Πίνακα 11). Κατά το 2004 τα νομισματικά και συναλλαγματικά καθεστώτα των 13 αυτών χωρών παρέμειναν εν πολλοίς αμετάβλητα, μολονότι σε ορισμένες χώρες έγιναν κάποιες τροποποιήσεις του πλαισίου άσκησης της νομισματικής πολιτικής έτσι ώστε η νομισματική πολιτική να είναι περισσότερο προσανατολισμένη προς τη μελλοντική συμμετοχή τους στη νομισματική ένωση. Ειδικότερα, η Εσθονία, η Λιθουανία και η Σλοβενία εντάχθηκαν στον ΜΣΙ ΙΙ στις 28 Ιουνίου 2004. Επιπλέον, από 1ης Ιανουαρίου 2005 η κεντρική τράπεζα της Λετονίας συνέδεσε το λατς προς το ευρώ (αντί των ειδικών τραβηκτικών δικαιωμάτων).

**Διάγραμμα 32 Μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι νομισμάτων της ΕΕ που δεν συμμετέχουν στον ΜΣΙ ΙΙ**

(σε ποσοστά %)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημείωση: Το θετικό πρόσημο αντιστοιχεί σε ανατίμηση και το αρνητικό σε υποτίμηση του ευρώ. Περίοδος αναφοράς: 2 Ιανουαρίου 2004 - 24 Φεβρουαρίου 2005.

Όσον αφορά τις αποφάσεις νομισματικής πολιτικής οι οποίες ελήφθησαν το 2004 στις χώρες που θέτουν στόχο για τη συναλλαγματική

**Πίνακας 11 Επίσημη στρατηγική νομισματικής πολιτικής στα εκτός της ζώνης του ευρώ κράτη-μέλη**

	Στρατηγική νομισματικής πολιτικής	Νόμισμα	Χαρακτηριστικά
Τσεχία	Στόχος για τον πληθωρισμό	Κορώνα Τσεχίας	Στόχος: 2%-4% έως το τέλος του 2005, έπειτα 3% ±1 εκατοστιαία μονάδα. Στρατηγική για τη συναλλαγματική ισοτιμία: (ελεγχόμενη) διακύμανση.
Δανία	Στόχος για τη συναλλαγματική ισοτιμία	Κορώνα Δανίας	Συμμετέχει στον ΜΣΙ ΙΙ με περιθώρια διακύμανσης ±2,25% γύρω από την κεντρική ισοτιμία έναντι του ευρώ (7,46038 κορόνες/ευρώ).
Εσθονία	Στόχος για τη συναλλαγματική ισοτιμία	Κορώνα Εσθονίας	Συμμετέχει στον ΜΣΙ ΙΙ με περιθώρια διακύμανσης ±15% γύρω από την κεντρική ισοτιμία έναντι του ευρώ (15,6466 κορόνες/ευρώ). Η Εσθονία διατηρεί το καθεστώς επιτροπής συναλλάγματος ως μονομερή δέσμευση.
Κύπρος	Στόχος για τη συναλλαγματική ισοτιμία	Λίρα Κύπρου	Σύνδεση με το ευρώ (0,5853 λίρες/ευρώ), με περιθώρια διακύμανσης ±15%. De facto μικρές διακυμάνσεις.
Λετονία	Στόχος για τη συναλλαγματική ισοτιμία	Λατς Λετονίας	Από το Φεβρουάριο του 1994, σύνδεση με τα ειδικά τραπεζικά δικαιώματα (συντελεστής στάθμισης του ευρώ 36,4%), με περιθώρια διακύμανσης ±1%. Από 1ης Ιανουαρίου 2005, σύνδεση με το ευρώ (0,702804 λατς/ευρώ), με περιθώρια διακύμανσης ±1%.
Λιθουανία	Στόχος για τη συναλλαγματική ισοτιμία	Λίτας Λιθουανίας	Συμμετέχει στον ΜΣΙ ΙΙ με περιθώρια διακύμανσης ±15% γύρω από την κεντρική ισοτιμία έναντι του ευρώ (3,4528 λίτας/ευρώ). Η Λιθουανία διατηρεί το καθεστώς επιτροπής συναλλάγματος ως μονομερή δέσμευση.
Ουγγαρία	Στόχος για τον πληθωρισμό με συνδυασμό με όριο για τη συναλλαγματική ισοτιμία	Φιορίνι Ουγγαρίας	Στόχος για τη συναλλαγματική ισοτιμία: σύνδεση με το ευρώ (282,36 φιορίνια/ευρώ), με περιθώρια διακύμανσης ±15%. Στόχος για τον πληθωρισμό: 3,5% (±1 εκατ. μον.) έως το τέλος του 2004, 4% (±1 εκατ. μον.) έως το τέλος του 2005 και 3,5% (±1 εκατ. μον.) έως το τέλος του 2006.
Μάλτα	Στόχος για τη συναλλαγματική ισοτιμία	Λίρα Μάλτας	Σύνδεση με δέσμη νομισμάτων (ευρώ (70%), λίρα Αγγλίας (20%) και δολάριο ΗΠΑ (10%)). Δεν προβλέπεται όριο διακύμανσης, αλλά περιθώριο αυξομειώσεως της ισοτιμίας ±0,25% στις συναλλαγές στην αγορά συναλλάγματος.
Πολωνία	Στόχος για τον πληθωρισμό	Ζλότυ Πολωνίας	Στόχος για τον πληθωρισμό: 2,5% ±1 εκατ. μον. (δωδεκάμηνη μεταβολή του ΔΤΚ) από το 2004. Ελεύθερη διακύμανση της συναλλαγματικής ισοτιμίας.
Σλοβενία	Στρατηγική δύο πυλώνων – παρακολουθούνται νομισματικοί, πραγματικοί, εξωτερικοί και χρηματοπιστωτικοί δείκτες των μακροοικονομικών συνθηκών	Τόλαρ Σλοβενίας	Συμμετέχει στον ΜΣΙ ΙΙ με περιθώρια διακύμανσης ±15% γύρω από την κεντρική ισοτιμία έναντι του ευρώ (239,640 τόλαρ/ευρώ).
Σλοβακία	Συνδυασμός στόχου για τον πληθωρισμό και ελεγχόμενης διακύμανσης <sup>1)</sup>	Κορώνα Σλοβακίας	Στόχος για τον πληθωρισμό: βραχυπρόθεσμος στόχος 3,5% (±0,5 εκατ. μον.) στο τέλος του 2005. Για την περίοδο 2006-2008: κάτω του 2,5% στο τέλος του 2006 και κάτω του 2% στο τέλος του 2007 και το 2008. Στρατηγική για τη συναλλαγματική ισοτιμία: ελεγχόμενη διακύμανση.

Πηγή: ΕΣΚΤ.

1) Κατά την κεντρική τράπεζα της χώρας, “καθορισμός στόχου για τον πληθωρισμό στις συνθήκες του ΜΣΙ ΙΙ”.

**Πίνακας 11 Επίσημη στρατηγική νομισματικής πολιτικής στα εκτός της ζώνης του ευρώ κράτη-μέλη (συνέχεια)**

	Στρατηγική νομισματικής πολιτικής	Νόμισμα	Χαρακτηριστικά
Σουηδία	Στόχος για τον πληθωρισμό	Κορώνα Σουηδίας	Στόχος για τον πληθωρισμό: αύξηση του ΔΤΚ κατά 2% με επιτρεπόμενη απόκλιση $\pm 1$ εκατ. μονάδα. Ελεύθερη διακύμανση.
Ηνωμένο Βασίλειο	Στόχος για τον πληθωρισμό	Λίρα Αγγλίας	Στόχος για τον πληθωρισμό: 2% (δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης του ΔΤΚ <sup>2)</sup> ). Σε περίπτωση απόκλισης μεγαλύτερης της 1 εκατοστιαίας μονάδας, ο Διοικητής της Τράπεζας της Αγγλίας απευθύνει ανοικτή επιστολή προς τον Υπουργό Οικονομικών. Ελεύθερη διακύμανση.

2) Ο ΔΤΚ είναι ταυτόσημος με τον ΕνΔΤΚ.

ισοτιμία, η Κεντρική Τράπεζα της Κύπρου αύξησε το βασικό της επιτόκιο κατά 100 μονάδες βάσης σε 5,5% για να στηρίξει το νόμισμά της καθώς υπήρχαν φήμες για επικείμενη υποτίμηση. Επιπλέον, θέσπισε υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά με συντελεστή 2% επί των καταθέσεων σε συνάλλαγμα. Στη Λετονία η κεντρική τράπεζα αύξησε το βασικό της επιτόκιο κατά 100 μονάδες βάσης σε 4%. Επίσης, για να περιορίσει τους κινδύνους από την έντονη οικονομική ανάπτυξη, την ταχεία πιστωτική επέκταση και τη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, αποφάσισε να αυξήσει το συντελεστή των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών από 3% σε 4% και να επεκτείνει τη βάση υπολογισμού τους ώστε να περιλαμβάνει και τις υποχρεώσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων έναντι ξένων τραπεζών και ξένων κεντρικών τραπεζών με συμφωνημένη διάρκεια ή υπό προειδοποίηση έως δύο ετών. Στη Μάλτα το επίσημο επιτόκιο παρέμεινε αμετάβλητο στο 3% σε όλη τη διάρκεια του 2004.

Μεταξύ των χωρών που ασκούν τη νομισματική τους πολιτική με βάση τον καθορισμό στόχου για τον πληθωρισμό, η Τσεχία και η Πολωνία αύξησαν τα βασικά τους επιτόκια το 2004, προκειμένου να συγκρατήσουν τις πληθωριστικές πιέσεις και να περιορίσουν τις πιθανές δευτερογενείς επιδράσεις από την άνοδο των

ρυθμών πληθωρισμού. Στην Τσεχία το βασικό επιτόκιο αυξήθηκε κατά 50 μονάδες βάσης σε 2,5% – ενώ τον Ιανουάριο του 2005 μειώθηκε σε 2,25% – και στην Πολωνία κατά 125 μονάδες βάσης σε 6,5%. Στο Ηνωμένο Βασίλειο το επιτόκιο των συμφωνιών επαναγοράς αυξήθηκε κατά 100 μονάδες βάσης σε 4,75%, κυρίως λόγω προοπτικών ανόδου του πληθωρισμού βάσει του ΔΤΚ. Αντίθετα στην Ουγγαρία, η οποία εφαρμόζει στόχο για τον πληθωρισμό σε συνδυασμό με όριο για τη συναλλαγματική ισοτιμία, τα επιτόκια μειώθηκαν κατά 300 μονάδες βάσης συνολικά το 2004 σε 9,5% και περαιτέρω σε 8,25% το Φεβρουάριο του 2005. Οι σταδιακές μειώσεις των επιτοκίων σε όλη τη διάρκεια του 2004 ανέστρεψαν την αύξηση (κατά 300 μονάδες βάσης) που είχε πραγματοποιηθεί το Νοέμβριο του 2003 μετά την αιφνίδια χειροτέρευση της εμπιστοσύνης των επενδυτών. Παράγοντες που επέτρεψαν αυτές τις μειώσεις ήταν η υποχώρηση των εκτιμώμενων βραχυπρόθεσμων κινδύνων, η βελτίωση των προοπτικών για την πορεία του πληθωρισμού και οι σχετικά συγκρατημένες μισθολογικές αυξήσεις στον ιδιωτικό τομέα. Στη Σλοβακία, κυρίως λόγω ανατιμητικών πιέσεων επί της κορώνας, η κεντρική τράπεζα μείωσε το βασικό της επιτόκιο κατά 200 μονάδες βάσης συνολικά, στο 4%. Στη Σουηδία οι πληθωριστικές πιέσεις ήταν περιορισμένες, επιτρέποντας έτσι τη μείωση των επιτοκίων κατά 75 μονάδες βάσης σε 2%.

## ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

Το 2004 οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων δεν εξελίχθηκαν προς την ίδια κατεύθυνση σε όλα τα εκτός της ζώνης του ευρώ κράτη-μέλη της ΕΕ. Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια, μετρούμενα ως οι αποδόσεις των δεκαετών κρατικών ομολόγων αναφοράς, αυξήθηκαν στην Κύπρο, την Τσεχία και την Πολωνία, αλλά προς το τέλος του 2004 άρχισαν να υποχωρούν και πάλι, με αποτέλεσμα να αυξηθούν οι διαφορές αποδόσεων μεταξύ αυτών των χωρών και της ζώνης του ευρώ. Στην Ουγγαρία, οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων σημείωσαν σχετικά έντονες διακυμάνσεις, ενώ το δεύτερο εξάμηνο του 2004 παρουσίασαν πτωτική τάση. Στη Λετονία, τη Λιθουανία, τη Σλοβενία και τη Σλοβακία τα μακροπρόθεσμα επιτόκια υποχωρούσαν καθ' όλη τη διάρκεια του έτους, με αποτέλεσμα να μειωθούν οι αντίστοιχες διαφορές έναντι της ζώνης του ευρώ, ιδίως στην περίπτωση των χωρών που συμμετέχουν στον ΜΣΙ ΙΙ. Στη Μάλτα τα μακροπρόθεσμα επιτόκια παρέμειναν σταθερά, ενώ στη Δανία, τη Σουηδία και το Ηνωμένο Βασίλειο κινήθηκαν παράλληλα προς τα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ, όπως φαίνεται από τις σταθερές διαφορές αποδόσεων έναντι της ζώνης του ευρώ.<sup>5</sup>

Οι χρηματιστηριακές αγορές στα εκτός της ζώνης του ευρώ κράτη-μέλη της ΕΕ εξακολούθησαν τη θετική τους πορεία το 2004, ενώ ορισμένοι χρηματιστηριακοί δείκτες, ιδίως στην πλειονότητα των νέων κρατών-μελών, έφθασαν σε πρωτοφανή υψηλά επίπεδα και εμφάνισαν ετήσιες αποδόσεις μεταξύ 20% και 80%. Οι τιμές των μετοχών στις χρηματιστηριακές αγορές όλων των νέων κρατών-μελών, με εξαίρεση την Κύπρο, σημείωσαν μεγαλύτερες αυξήσεις από ό,τι οι τιμές των μετοχών στη ζώνη του ευρώ, όπως καταγράφονται από το δείκτη Dow Jones EURO STOXX. Οι χρηματιστηριακές τιμές στη Δανία, τη Σουηδία και το Ηνωμένο Βασίλειο συνέχισαν να συμβαδίζουν σε γενικές γραμμές

με την εξέλιξη του Dow Jones EURO STOXX (στη Δανία και τη Σουηδία ελαφρώς άνω, ενώ στο Ηνωμένο Βασίλειο ελαφρώς κάτω του εν λόγω δείκτη).

<sup>5</sup> Η Εσθονία δεν διαθέτει ανεπτυγμένη αγορά μακροπρόθεσμων ομολόγων σε εγχώριο νόμισμα. Γι' αυτό ως προσεγγιστική μεταβλητή των μακροπρόθεσμων επιτοκίων της χρησιμοποιείται ένας δείκτης ο οποίος έχει αναπτυχθεί από κοινού από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, την ΕΚΤ και την κεντρική τράπεζα της Εσθονίας και βασίζεται στο σταθμικό μέσο όρο των επιτοκίων που εφαρμόζονται σε νέα δάνεια συνομολογούμενα σε εγχώριο νόμισμα με διάρκεια άνω των 5 ετών. Σύμφωνα με αυτό το δείκτη, τα μακροπρόθεσμα επιτόκια στην Εσθονία παρουσίασαν πτωτική τάση στη διάρκεια του 2004.





**Δημιουργός**

Isa Dahl

**Τίτλος**

“eben still”, 2004

**Τεχνική**

Λάδι σε μουσαμά

**Διαστάσεις**

ø 190 εκ.

© VG Bild-Kunst, Βόννη 2005



ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ ΚΑΙ ΑΛΛΕΣ  
ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ  
ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

# I ΠΡΑΞΕΙΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ, ΠΡΑΞΕΙΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ

## I.1 ΠΡΑΞΕΙΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Ένα από τα βασικά καθήκοντα του Ευρωσυστήματος είναι η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής. Προς το σκοπό αυτό, το Ευρωσύστημα έχει θεσπίσει ένα λειτουργικό πλαίσιο το οποίο περιλαμβάνει τρεις κατηγορίες μέσων: πράξεις ανοικτής αγοράς, πάγιες διευκολύνσεις και το σύστημα υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών. Όλες οι πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος πρέπει να καλύπτονται από επαρκή ασφάλεια με τη μορφή αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων τα οποία παρέχουν οι αντισυμβαλλόμενοι.<sup>1</sup> Το 2004 το Ευρωσύστημα πραγματοποίησε σημαντικά βήματα προς την καθιέρωση ενιαίου καταλόγου αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων.

### ΠΡΩΤΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΟ ΝΕΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Το λειτουργικό πλαίσιο εξακολούθησε να λειτουργεί εύρυθμα και το 2004, εξασφαλίζοντας τη σταθερότητα των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων της αγοράς χρήματος και σηματοδοτώντας με σαφήνεια την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής. Προκειμένου να βελτιωθεί περαιτέρω η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής, στις 9 Μαρτίου 2004 τέθηκαν σε ισχύ δύο σημαντικές αλλαγές.

- Άλλαξε η χρονική οριοθέτηση της περιόδου τήρησης υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών, ούτως ώστε έναρξή της να συμπίπτει με την ημερομηνία διακανονισμού της πράξης κύριας αναχρηματοδότησης (ΠΚΑ) που διενεργείται μετά τη μηνιαία συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου στην οποία έχει προγραμματιστεί να συζητηθεί η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής. Πριν από την αλλαγή αυτή, η περίοδος τήρησης άρχιζε στις 24 κάθε μηνός και έληγε στις 23 του επόμενου μηνός, ανεξάρτητα από το πρόγραμμα των συνεδριάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου. Επιπλέον, οι τυχόν μεταβολές των επιτοκίων των πάγιων διευκολύνσεων τίθενται σε εφαρμογή, κατά κανόνα, από την

έναρξη της νέας περιόδου τήρησης υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών, ενώ προηγουμένως η εφαρμογή τους άρχιζε την επομένη της συνεδρίασης του Διοικητικού Συμβουλίου.

- Μειώθηκε η διάρκεια των ΠΚΑ από δύο εβδομάδες σε μία. Ο συνδυασμός όλων των παραπάνω αλλαγών σημαίνει ότι οι ΠΚΑ που διακανονίζονται σε μια περίοδο τήρησης υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών δεν εκτείνονται πλέον μέχρι την επόμενη περίοδο τήρησης.

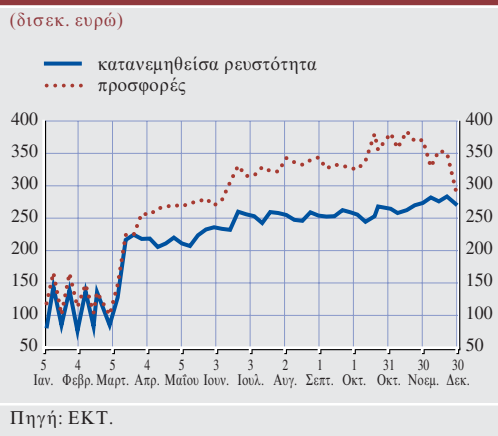
Σκοπός των αλλαγών αυτών ήταν να συγχρονιστεί η περίοδος τήρησης υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών με τις αποφάσεις για τα επιτόκια και να εξασφαλιστεί ότι, κατά κανόνα, οι μεταβολές των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ θα εφαρμόζονται από την αρχή της επόμενης περιόδου τήρησης και όχι νωρίτερα. Με τα μέτρα αυτά η ΕΚΤ επιδιώκει να αποτρέψει τη διαμόρφωση προσδοκιών ότι θα αλλάξουν τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ στη διάρκεια της ίδιας περιόδου τήρησης υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών και έτσι να σταθεροποιήσει τη συμπεριφορά των αντισυμβαλλομένων ως προς την υποβολή προσφορών στις ΠΚΑ. Υπό το προηγούμενο καθεστώς, οι προσδοκίες αυτές κατά καιρούς προκαλούσαν διαταραχές στην υποβολή προσφορών στις ΠΚΑ από τους αντισυμβαλλομένους. Συγκεκριμένα, όποτε υπήρχαν προσδοκίες για επικείμενη μείωση των επιτοκίων, οι αντισυμβαλλόμενοι υπέβαλλαν προσφορές για μικρότερες ποσότητες ρευστότητας από αυτές που σκόπευε να κατανείμει η ΕΚΤ. Αυτό το φαινόμενο υποβολής δυσανάλογα χαμηλών προσφορών αντανάκλασε την προσπάθεια των πιστωτικών ιδρυμάτων να εκπληρώνουν τις υποχρεώσεις τους για την τήρηση ελάχιστων αποθεματικών με το χαμηλότερο δυνατό κόστος, δηλ. μετά την πιθανολογούμενη μείωση των επιτοκίων.

<sup>1</sup> Το λειτουργικό πλαίσιο περιγράφεται λεπτομερώς στην έκδοση της ΕΚΤ με τίτλο "Η εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ: Γενική τεκμηρίωση για τα μέσα και τις διαδικασίες νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος", Φεβρουάριος 2005.

Επιπλέον, βελτιώθηκε η επικοινωνία με τους αντισυμβαλλομένους. Ταυτόχρονα με την ανακοίνωση των ΠΚΑ, η ΕΚΤ συνεχίζει να δημοσιεύει πρόβλεψη για τους αυτόνομους παράγοντες που επηρεάζουν τη ρευστότητα, δηλ. τους παράγοντες που δεν τελούν υπό τον άμεσο έλεγχο της ρευστότητας που ασκεί η ΕΚΤ, όπως τα τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία, οι καταθέσεις του Δημοσίου και οι καθαρές απαιτήσεις έναντι του εξωτερικού. Επίσης, η ΕΚΤ άρχισε να δημοσιεύει νεότερη πρόβλεψη κατά την ημερομηνία κατανομής. Η ΕΚΤ δημοσιεύει επίσης, τόσο κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης της ΠΚΑ όσο και κατά την ημερομηνία κατανομής, το ποσό αναφοράς (“benchmark amount”), δηλ. ύψος της ρευστότητας που θα πρέπει να κατανεμηθεί ώστε το τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ ως σύνολο να μπορεί να εκπληρώσει ομαλά την υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών, με βάση τη συνολική πρόβλεψη του Ευρωσυστήματος για τις ανάγκες σε ρευστότητα, αφού συνυπολογιστούν οι αυτόνομοι παράγοντες και τα πλεονάζοντα αποθεματικά. Χάρη στις βελτιώσεις αυτές, καθίσταται απολύτως σαφές στην αγορά αν οι αποφάσεις περί κατανομής της ρευστότητας που λαμβάνει η ΕΚΤ στο πλαίσιο των ΠΚΑ στοχεύουν ή όχι στην εξισορρόπηση των συνθηκών ρευστότητας.

Η εφαρμογή των αλλαγών του πλαισίου ήταν ομαλή. Η σύντμηση της διάρκειας των ΠΚΑ από δύο εβδομάδες σε μία και η εξάλειψη της χρονικής επικάλυψης των πράξεων οδήγησε αμέσως σε διπλασιασμό του ποσού κατανομής κάθε ΠΚΑ. Οι αντισυμβαλλόμενοι προσάρμοσαν γρήγορα τη συμπεριφορά τους ως προς την υποβολή προσφορών στην έντονη αύξηση του μέσου ποσού κατανομής, αν και στην τρίτη ΠΚΑ διάρκειας μίας εβδομάδας η συνολική αξία των προσφορών υπολειπόταν κατά 5 δισεκ. ευρώ του ποσού αναφοράς. Στη συνέχεια, η συνολική αξία των προσφορών στις ΠΚΑ αυξήθηκε γρήγορα σε επίπεδα που υπερβαίνουν σταθερά το ποσό κατανομής και μάλιστα το Νοέμβριο του 2004 έφθασε στο πρωτοφανές επίπεδο των 384 δισεκ. ευρώ περίπου (βλ. Διάγραμμα 33). Συνολικά, ο λόγος

**Διάγραμμα 33 Ύψος προσφορών και κατανεμηθείσα ρευστότητα στις εβδομαδιαίες ΠΚΑ το 2004**



προσφορών- κάλυψης, δηλ. ο λόγος των προσφορών που υποβλήθηκαν προς τις προσφορές που ικανοποιήθηκαν, ήταν σταθερός, κινούμενος σχεδόν πάντοτε μεταξύ 1,20 και 1,50 από το Μάρτιο του 2004. Η ομαλή προσαρμογή του ύψους προσφορών επίσης υποδηλώνει ότι τα πιστωτικά ιδρύματα διαχειρίστηκαν σωστά την αύξηση των συναλλαγών επί ασφαλειών που επήλθε λόγω της μείωσης της διάρκειας των ΠΚΑ.

Αφότου τέθηκαν σε ισχύ οι αλλαγές του λειτουργικού πλαισίου, μειώθηκαν οι βραχυ-χρόνιες διακυμάνσεις του ποσού κατανομής. Από τον Ιούνιο του 2000 έως το Μάρτιο του 2004 η μέση εβδομαδιαία μεταβολή του ποσού κατανομής ήταν 33 δισεκ. ευρώ, ενώ την περίοδο από την εφαρμογή των αλλαγών έως το Δεκέμβριο του 2004 μειώθηκε σε 7 δισεκ. ευρώ. Η πτώση αυτή μπορεί να αποδοθεί στο γεγονός ότι η διάρκεια των ΠΚΑ είναι πλέον πάντοτε συγχρονισμένη με το χρονικό ορίζοντα της επιδιωκόμενης από την ΕΚΤ κατανομής ρευστότητας. Επιπλέον, η μείωση των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων του ποσού κατανομής συνέβαλε στη σταθεροποίηση της συμπεριφοράς των πιστωτικών ιδρυμάτων κατά την υποβολή προσφορών στις ΠΚΑ.

Περίπου 2.100 πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ είναι αποδεκτοί αντισυμβαλλόμενοι για τις ΠΚΑ. Ο μέσος αριθμός των

αντισυμβαλλομένων που υπέβαλαν προσφορές στις ΠΚΑ αυξήθηκε από 266 το 2003 σε 339 το 2004, με αποτέλεσμα να αντιστραφεί η καθοδική πορεία που είχε παρατηρηθεί από το 1999. Από το Μάρτιο έως το Δεκέμβριο του 2004, δηλ. μετά την εφαρμογή των αλλαγών του λειτουργικού πλαισίου, ο μέσος αριθμός των αντισυμβαλλομένων που υπέβαλαν προσφορές στις ΠΚΑ έφθασε τους 351. Η άνοδος αυτή πιθανόν οφείλεται κυρίως στη μείωση της διάρκειας των ΠΚΑ από δύο εβδομάδες σε μία, λόγω της οποίας οι τράπεζες πρέπει πλέον να υποβάλλουν μία προσφορά ανά εβδομάδα αντί κάθε δεκαπενθήμερο για να ικανοποιούν τις ανάγκες τους σε ρευστότητα. Ωστόσο, ενδέχεται η αύξηση της διαφάνειας και η απλούστευση του πλαισίου να διευκόλυναν τους αντισυμβαλλομένους στην κατάρτιση των προσφορών τους και, ως εκ τούτου, να αύξησαν τη συμμετοχή στις δημοπρασίες.

Η μεταβλητότητα του EONIA μειώθηκε συνολικά το 2004. Η τυπική απόκλιση της διαφοράς μεταξύ του EONIA και του ελάχιστου επιτοκίου προσφοράς στις ΠΚΑ ήταν 9 μονάδες βάσης το 2004, έναντι 16 το 2003 και 13 το 2002. Ωστόσο, παρατηρήθηκε σημαντική μεταβλητότητα της διαφοράς αυτής μετά το διακανονισμό της τελευταίας ΠΚΑ ορισμένων περιόδων τήρησης. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι πλέον η κατανομή της τελευταίας ΠΚΑ γίνεται συνήθως οκτώ ημέρες πριν από το τέλος της περιόδου τήρησης, ενώ με το προηγούμενο καθεστώς ο χρόνος της κατανομής της τελευταίας ΠΚΑ διέφερε από μήνα σε μήνα (από οκτώ έως δύο ημέρες πριν από το τέλος της περιόδου τήρησης). Όσο πλησιέστερη στο τέλος της περιόδου τήρησης είναι η πρόβλεψη, τόσο ακριβέστερη είναι. Γι' αυτό και μετά τις αλλαγές του λειτουργικού πλαισίου υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα να συσσωρευθούν σημαντικές ανισορροπίες ρευστότητας μετά την κατανομή της τελευταίας ΠΚΑ της περιόδου τήρησης και να αποκλίνει το επιτόκιο μίας ημέρας από το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς νωρίτερα και σε μεγαλύτερο βαθμό από ό,τι στο παρελθόν.

Η βελτίωση της επικοινωνιακής πολιτικής της ΕΚΤ περιορίζει εν μέρει τον κίνδυνο αυτό, καθώς διευκολύνει τους συμμετέχοντες στην αγορά να αντιλαμβάνονται τυχόν ανισορροπίες ρευστότητας μετά την κατανομή της τελευταίας ΠΚΑ της περιόδου τήρησης. Ωστόσο, ιδίως από το φθινόπωρο του 2004, διαφάνηκαν κάποιες ενδείξεις ότι η υπερβολική μεταβλητότητα του επιτοκίου μίας ημέρας στο τέλος της περιόδου τήρησης μπορεί να διαταράξει σε ορισμένο βαθμό την ομαλή λειτουργία της αγοράς χρήματος. Καθώς η ΕΚΤ στοχεύει στη δημιουργία ουδέτερων συνθηκών ρευστότητας στην αγορά για τοποθετήσεις μίας ημέρας, αντέδρασε στην εξέλιξη αυτή διενεργώντας πράξεις εξομάλυνσης την τελευταία ημέρα πέντε περιόδων τήρησης με σκοπό την εξουδετέρωση των αναμενόμενων ανεπιθύμητων ανισορροπιών της ρευστότητας, οι οποίες οφείλονταν κυρίως στις αλλαγές της πρόβλεψης του Ευρωσυστήματος για τους αυτόνομους παράγοντες. Δύο από αυτές ήταν πράξεις απορρόφησης ρευστότητας (11 Μαΐου και 7 Δεκεμβρίου 2004) και τρεις ήταν πράξεις παροχής ρευστότητας (8 Νοεμβρίου 2004, 18 Ιανουαρίου και 7 Φεβρουαρίου 2005). Με τις πράξεις αυτές επιτεύχθηκε η αποκατάσταση ουδέτερων συνθηκών ρευστότητας στο τέλος των αντίστοιχων περιόδων τήρησης.

Οι αλλαγές του λειτουργικού πλαισίου επηρέασαν και τη διεξαγωγή των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (ΠΠΜΑ). Προκειμένου να ελαχιστοποιηθούν οι διαταράξεις του χρονοδιαγράμματος των ΠΠΜΑ, καταργήθηκε η τεχνική σύνδεση μεταξύ των περιόδων τήρησης και των ημερών κατανομής των ΠΠΜΑ. Από 26ης Φεβρουαρίου 2004, η κατανομή των ΠΠΜΑ γίνεται συνήθως την τελευταία Τετάρτη του μηνός (αντί της πρώτης Τετάρτης της περιόδου τήρησης). Αντίθετα με τις ΠΚΑ, οι ΠΠΜΑ, οι οποίες διενεργούνται μία φορά το μήνα και η διάρκειά τους είναι συνήθως τρεις μήνες, δεν αποσκοπούν στο να σηματοδοτήσουν την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος και διεξάγονται με τη μορφή δημοπρασιών ανταγωνιστικού επιτοκίου χωρίς ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς και με



προαναγγελθέντα όγκο κατανομής. Κατά μέσο όρο το 2004, η ρευστότητα που χορηγήθηκε μέσω των ΠΠΜΑ ανήλθε σε 23% της συνολικής καθαρής ρευστότητας που χορηγήθηκε μέσω πράξεων ανοικτής αγοράς. Τον Ιανουάριο του 2005 η ΕΚΤ, λαμβάνοντας υπόψη την αναμενόμενη αύξηση των αναγκών του τραπεζικού συστήματος της ζώνης του ευρώ σε ρευστότητα κατά το 2005, αποφάσισε να αυξήσει τον όγκο κατανομής των ΠΠΜΑ από 25 σε 30 δισεκ. ευρώ.

### ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΑΝΑΓΚΩΝ ΣΕ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ

Για να προετοιμάσει τις εβδομαδιαίες δημοπρασίες της, η ΕΚΤ παρακολουθεί σε καθημερινή βάση τις ανάγκες σε ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος της ζώνης του ευρώ. Οι ανάγκες αυτές ορίζονται ως τα υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά των τραπεζών συν τα πλεονάζοντα αποθεματικά (δηλ. τα ποσά που διακρατούν τα πιστωτικά ιδρύματα πέραν των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών) και τους καθαρούς αυτόνομους παράγοντες. Οι μέσες ημερήσιες ανάγκες σε ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος της ζώνης του ευρώ ανέρχονταν σε 311,8 δισεκ. ευρώ το 2004, έναντι 241,5 δισεκ. ευρώ το 2003, δηλ. αυξήθηκαν κατά 30% (βλ. άνω τμήμα του Διαγράμματος 34).

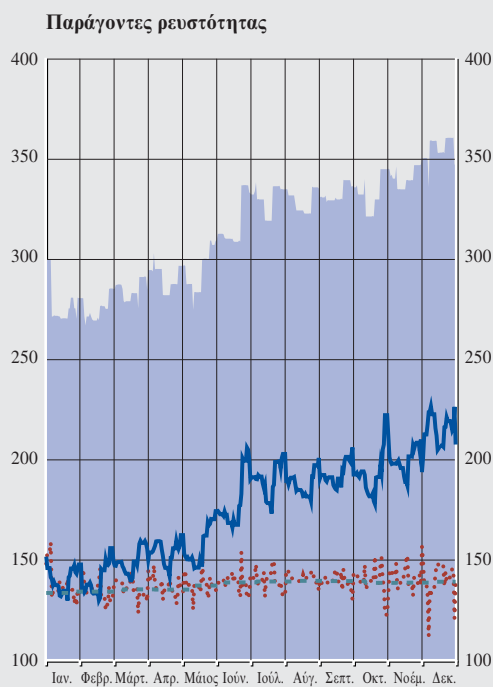
Το 2004 οι καθαροί αυτόνομοι παράγοντες συνέχισαν να αυξάνονται έντονα και διαμορφώθηκαν σε 174,2 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο, έναντι 109,3 δισεκ. ευρώ το 2003. Αυτή η σημαντική αύξηση οφειλόταν σχεδόν αποκλειστικά στη συνεχιζόμενη έντονη άνοδο των τραπεζογραμματίων σε κυκλοφορία, τα οποία αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό σχεδόν 15% το 2004, φθάνοντας στο πρωτοφανές επίπεδο των 505 δισεκ. ευρώ στις 24 Δεκεμβρίου 2004 (βλ. κάτω τμήμα του Διαγράμματος 34).

Για να υπολογιστούν τα ελάχιστα αποθεματικά που τα πιστωτικά ιδρύματα υποχρεούνται να τηρούν κατατεθειμένα στο Ευρωσύστημα, πολλαπλασιάζεται η βάση υπολογισμού των αποθεματικών επί το συντελεστή 2%. Το 2004 τα υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά αντιστοιχούσαν στο 44% των συνολικών

**Διάγραμμα 34 Παράγοντες ρευστότητας και η εξέλιξη των τραπεζογραμματίων στη ζώνη του ευρώ το 2004**

(δισεκ. ευρώ)

- έλλειμμα ρευστότητας
- αυτόνομοι παράγοντες
- τρεχούμενοι λογαριασμοί
- υποχρεωτικά αποθεματικά



Πηγή: ΕΚΤ.

αναγκών σε ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος της ζώνης του ευρώ. Το μέσο ύψος των συνολικών υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών που τηρούν τα πιστωτικά συστήματα στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε από 130,9 δισεκ. ευρώ το 2003 σε 136,5 δισεκ. ευρώ το 2004, καθώς επεκτάθηκε η βάση υπολογισμού τους. Το υπόλοιπο των τρεχούμενων λογαριασμών των πιστωτικών ιδρυμάτων υπερέβαινε τα υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά κατά 0,6 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο το 2004, έναντι 0,7 δισεκ. ευρώ το 2003.

#### ΑΠΟΔΕΚΤΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΠΡΑΞΕΙΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

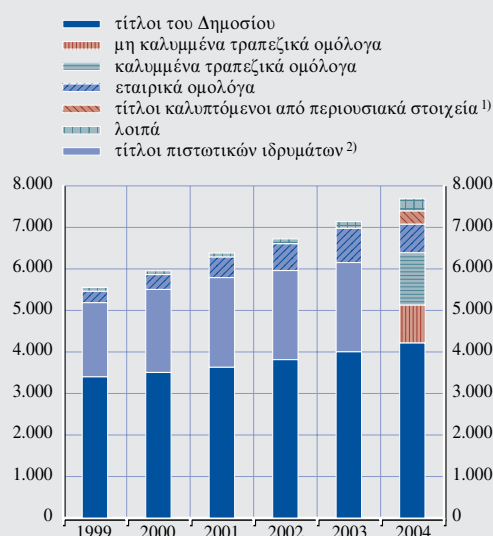
Προκειμένου να προστατεύεται το Ευρωσύστημα από ζημίες, όλες οι πιστοδοτικές πράξεις του πρέπει να καλύπτονται από επαρκή ασφάλεια. Τα περιουσιακά στοιχεία που γίνονται αποδεκτά για τις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος είναι πολλά και ποικίλα. Τα περισσότερα είναι εμπορεύσιμα χρεόγραφα

που πληρούν ομοιόμορφα κριτήρια καταλληλότητας για ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ και κατατάσσονται στην “πρώτη βαθμίδα”. Η “δεύτερη βαθμίδα” περιλαμβάνει πρόσθετα περιουσιακά στοιχεία, εμπορεύσιμα και μη, που έχουν ιδιαίτερη σημασία για τη χρηματοπιστωτική αγορά και το τραπεζικό σύστημα των επιμέρους χωρών.

Στο τέλος του 2004 η συνολική αξία των εμπορεύσιμων περιουσιακών στοιχείων που ήταν αποδεκτά ως ασφάλεια για τις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος ήταν 7,7 τρισεκ. ευρώ, έναντι 7,1 τρισεκ. ευρώ στο τέλος του 2003 (βλ. Διάγραμμα 35). Η πλειοψηφία των εμπορεύσιμων περιουσιακών στοιχείων ήταν κρατικά χρεόγραφα (54%) ή καλυμμένα (π.χ. τύπου Pfandbrief) και μη καλυμμένα ομόλογα που εκδίδονται από πιστωτικά ιδρύματα (28%). Επιπλέον, έντονη αύξηση παρατηρήθηκε στους καλυπτόμενους από περιουσιακά στοιχεία τίτλους (“asset-backed securities”), οι οποίοι αποτελούσαν το 5%

**Διάγραμμα 35 Εμπορεύσιμα αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία**

(ονομαστική αξία υπολοίπων, δισεκ. ευρώ)



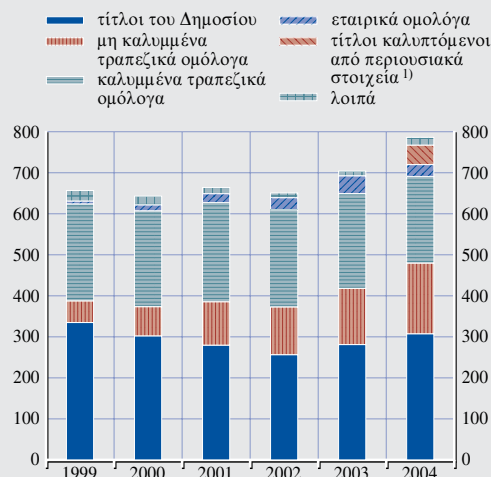
Πηγή: ΕΚΤ.

1) Χωριστά στοιχεία για τους τίτλους που καλύπτονται από περιουσιακά στοιχεία υπάρχουν μόνο από το 2004 και εξής. Έως το 2004, συμπεριλαμβάνονταν στα εταιρικά ομόλογα.

2) Η κατηγορία αυτή περιλαμβάνει τα (καλυμμένα και μη) ομόλογα που εκδίδονται από πιστωτικά ιδρύματα.

**Διάγραμμα 36 Χρήση εμπορεύσιμων ασφαλειών**

(ονομαστική αξία υπολοίπων, δισεκ. ευρώ)



Πηγή: ΕΚΤ.

1) Χωριστά στοιχεία για τους τίτλους που καλύπτονται από περιουσιακά στοιχεία υπάρχουν μόνο από το 2004 και εξής. Έως το 2004, συμπεριλαμβάνονταν στα εταιρικά ομόλογα.



των εμπορεύσιμων περιουσιακών στοιχείων που προσφέρθηκαν ως ασφάλεια, με βάση τα υπόλοιπα στο τέλος του 2004. Η συνολική αξία των εμπορεύσιμων περιουσιακών στοιχείων που χρησιμοποίησαν οι αντισυμβαλλόμενοι ως ασφάλεια για τις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος ήταν 787 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2004, έναντι 704 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2003 (βλ. Διάγραμμα 36). Σε σχέση με το συνολικό ποσό των αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων, το ποσοστό των κρατικών και των εταιρικών τίτλων που χρησιμοποιήθηκαν ως ασφάλεια για τις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος ήταν δυσανάλογα χαμηλό. Αντίθετα, το ποσοστό των τίτλων που εκδόθηκαν από τα πιστωτικά ιδρύματα και των καλυπτόμενων από περιουσιακά στοιχεία τίτλων ήταν δυσανάλογα υψηλό. Πληροφορίες σχετικά με τη διασυνοριακή χρήση των αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων βλ. στην Ενότητα 2 του παρόντος κεφαλαίου.

### **Η ΠΡΟΟΔΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΑΘΙΕΡΩΣΗ ΕΝΙΑΙΟΥ ΚΑΤΑΛΟΓΟΥ ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ**

Το ισχύον σύστημα δύο βαθμίδων ασφαλειών που εφαρμόζει το Ευρωσύστημα έχει συμβάλει στην ομαλή λειτουργία του πλαισίου άσκησης της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος τα πρώτα χρόνια της ύπαρξής του. Ωστόσο, καθώς αυξάνεται η ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών στη ζώνη του ευρώ, η ανομοιογένεια των αποδεκτών περιουσιακών

στοιχείων της δεύτερης βαθμίδας της κάθε ΕθνΚΤ μπορεί να υπονομεύσει την ίση μεταχείριση των αντισυμβαλλομένων και να μειώσει τη διαφάνεια του πλαισίου που διέπει τη σύσταση ασφαλειών. Επίσης, η ζήτηση ασφαλειών διαρκώς αυξάνεται, καθόσον μάλιστα το έλλειμμα ρευστότητας του τραπεζικού τομέα διευρύνθηκε κατά τη διάρκεια του 2004. Εκτός αυτού, η τάση που παρατηρείται στις διατραπεζικές αγορές για παροχή δανείων έναντι ασφάλειας έχει αυξήσει τις ανάγκες των αντισυμβαλλομένων για ασφάλειες.

Για να ανταποκριθεί στις ανάγκες αυτές, το Ευρωσύστημα αποφάσισε να καθιερώσει προοδευτικά ενιαίο κατάλογο περιουσιακών στοιχείων που θα είναι αποδεκτά για όλες τις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος, λαμβάνοντας υπόψη τα αποτελέσματα δημόσιας διαβούλευσης που διεξήγαγε. Ο ενιαίος κατάλογος θα ισχύσει σταδιακά και τελικά θα αντικαταστήσει το σημερινό σύστημα των δύο βαθμίδων. Για την καθιέρωση του ενιαίου καταλόγου, ως πρώτο βήμα θα γίνουν οι εξής αλλαγές στις 30 Μαΐου 2005:

- Ένταξη στην πρώτη βαθμίδα μιας νέας κατηγορίας περιουσιακών στοιχείων που προηγουμένως δεν ήταν αποδεκτά, δηλ. των χρεογράφων σε ευρώ που έχουν εκδοθεί από φορείς εγκατεστημένους στις χώρες της Ομάδας των 10 (G10) εκτός του Ευρω-

παϊκού Οικονομικού Χώρου (ΕΟΧ) (ΗΠΑ, Καναδάς, Ιαπωνία και Ελβετία).

- Χρεόγραφα που είναι εισηγμένα μόνο σε μη ρυθμιζόμενες αγορές θα γίνουν ή θα εξακολουθήσουν να είναι αποδεκτά μόνον εφόσον οι αντίστοιχες μη ρυθμιζόμενες αγορές έχουν αξιολογηθεί θετικά από το Ευρωσύστημα με βάση τρία κριτήρια: ασφάλεια, διαφάνεια και προσβασιμότητα. Τα κριτήρια αυτά καθιερώθηκαν ούτως ώστε να διευρυνθεί ο αριθμός των αποδεκτών αγορών και ταυτόχρονα να εξασφαλιστεί η ομαλή και αποτελεσματική αξιολόγηση των περιουσιακών στοιχείων ασφαλειών που παρέχονται ως ασφάλεια στο Ευρωσύστημα.
- Λίγα μόνο εμπορεύσιμα χρεόγραφα θα παύσουν να είναι αποδεκτά και θα διαγραφούν σταδιακά. Επιπλέον, οι μετοχικοί τίτλοι διαγράφηκαν από τον κατάλογο περιουσιακών στοιχείων της δεύτερης βαθμίδας.

Ως δεύτερο βήμα προς την καθιέρωση ενιαίου καταλόγου αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ενέκρινε κατ' αρχήν να συμπεριληφθούν στον ενιαίο κατάλογο τραπεζικά δάνεια από όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ, καθώς και μη εμπορεύσιμα χρεόγραφα ιδιωτών καλυπτόμενα με ενυπόθηκα δάνεια, εκ των οποίων σήμερα αναγνωρίζονται ως αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία μόνο υποσχετικές που καλύπτονται από ενυπόθηκα δάνεια και εκδίδονται στην Ιρλανδία. Ο κύριος λόγος για τον οποίο έγιναν δεκτά τα τραπεζικά δάνεια είναι ότι, παρόλο που ο ρόλος των αγορών κεφαλαίων αυξάνεται συνεχώς, το χρηματοπιστωτικό σύστημα της ζώνης του ευρώ εξακολουθεί να βασίζεται σε μεγάλο βαθμό στην τραπεζική διαμεσολάβηση και τα τραπεζικά δάνεια παραμένουν η σημαντικότερη κατηγορία του ενεργητικού των τραπεζών. Αποδεχόμενο τα τραπεζικά δάνεια ως ασφάλεια, το Ευρωσύστημα αποδεικνύει έμπρακτα για μια ακόμη φορά ότι στόχος του είναι να διευρύνει την πρόσβαση των αντισυμβαλλομένων στις πράξεις νομισματικής πολιτικής και παροχής ενδοημερήσιας πίστωσης.

## ΘΕΜΑΤΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΩΝ

Η διαχείριση κινδύνων στο πλαίσιο των πράξεων του Ευρωσυστήματος που διενεργούνται για τους σκοπούς της νομισματικής πολιτικής ή για τους σκοπούς των συστημάτων πληρωμών εστιάζεται κυρίως στον πιστωτικό κίνδυνο που αναλαμβάνει το Ευρωσύστημα όταν παρέχει κεφάλαια κεντρικής τράπεζας σε έναν αντισυμβαλλόμενο. Ωστόσο, λαμβάνονται υπόψη και άλλα είδη κινδύνου.

Το 2004 διεξήχθησαν εκτενείς αναλύσεις σχετικά με την ένταξη των τραπεζικών δανείων στον ενιαίο κατάλογο ασφαλειών. Καθώς για τους οφειλέτες των επιχειρηματικών δανείων συχνά δεν υπάρχουν διαθέσιμες διαβαθμίσεις της πιστοληπτικής τους ικανότητας, θα χρειαστεί να χρησιμοποιούνται άλλα κριτήρια για την αξιολόγησή της. Όσες ΕθνΚΤ δέχονται ήδη τα τραπεζικά δάνεια ως ασφάλεια της δεύτερης βαθμίδας έχουν καθιερώσει εσωτερικά συστήματα αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, θα χρειαστεί όμως να καθιερωθούν και άλλα κριτήρια αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειοληπτών όταν συμπεριληφθούν τα τραπεζικά δάνεια στον ενιαίο κατάλογο που θα ισχύει για όλο το Ευρωσύστημα. Η ανάπτυξη και εφαρμογή ενός συνεπούς και αποτελεσματικού πλαισίου αξιολόγησης των εμπορεύσιμων και ιδίως των μη εμπορεύσιμων περιουσιακών στοιχείων αναμένεται ότι θα αποτελέσει σημαντική πρόκληση τα επόμενα χρόνια.

## 1.2 ΠΡΑΞΕΙΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

Το 2004 η ΕΚΤ δεν πραγματοποίησε παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος για τους σκοπούς της νομισματικής πολιτικής. Οι πράξεις συναλλάγματος που διενήργησε αφορούσαν αποκλειστικά επενδυτικές δραστηριότητες. Επιπλέον, η ΕΚΤ δεν διενήργησε καμία πράξη συναλλάγματος σε νομίσματα που συμμετέχουν στον ΜΣΙ ΙΙ.

Η διαρκής συμφωνία μεταξύ της ΕΚΤ και του ΔΝΤ, η οποία επιτρέπει στο ΔΝΤ να διενεργεί

για λογαριασμό της ΕΚΤ συναλλαγές επί ειδικών τραβηκτικών δικαιωμάτων με άλλους κατόχους ειδικών τραβηκτικών δικαιωμάτων, ενεργοποιήθηκε τέσσερις φορές το 2004.

### 1.3 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ

#### ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ

Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ αποτελούνται από τα συναλλαγματικά διαθέσιμα που εισφέρουν οι ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ, χρησιμεύουν δε στη χρηματοδότηση των πράξεων συναλλάγματος που διενεργεί η ΕΚΤ. Ειδικότερα, η ΕΚΤ διακρατεί το μέρος των συναλλαγματικών διαθέσιμων του Ευρωσυστήματος που μπορεί να χρησιμοποιηθεί άμεσα και χωρίς καθυστέρηση για τη χρηματοδότηση παρεμβάσεων στην αγορά συναλλάγματος και επίσης έχει τη δυνατότητα να ζητά από τις ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ συμπληρωματική καταβολή συναλλαγματικών διαθέσιμων εφόσον χρειάζεται για την αναπλήρωση των συναλλαγματικών διαθέσιμων της.

Το χαρτοφυλάκιο συναλλαγματικών διαθέσιμων της ΕΚΤ αποτελείται κυρίως από δολάρια ΗΠΑ, αλλά περιλαμβάνει και γιεν Ιαπωνίας, χρυσό και ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα. Όπως προβλέπεται στην από 26 Σεπτεμβρίου 1999 Συμφωνία των Κεντρικών Τραπεζών για το Χρυσό (Central Bank Gold Agreement), η οποία ανανεώθηκε στις 8 Μαρτίου 2004, η ΕΚΤ δεν προβαίνει σε ενεργό διαχείριση των διαθέσιμων της σε χρυσό. Κατά τη διάρκεια του 2004 τα καθαρά συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ μειώθηκαν από 38,3 δισεκ. ευρώ σε 36,3 δισεκ. ευρώ, κυρίως λόγω της υποτίμησης του δολαρίου ΗΠΑ έναντι του ευρώ.

Επί του παρόντος, κάθε ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ διαχειρίζεται μέρος των διαθέσιμων της ΕΚΤ σε δολάρια ΗΠΑ και γιεν Ιαπωνίας. Το 2004 το Ευρωσύστημα επανεξέτασε το σύστημα αυτό με σκοπό τη διατήρηση της αποτελεσματικότητάς του, ιδίως εν όψει της

μελλοντικής διεύρυνσης της ζώνης του ευρώ. Το νέο σύστημα, το οποίο αναμένεται να οριστικοποιηθεί σύντομα, θα τεθεί σε εφαρμογή το 2006 και θα προβλέπει εξειδίκευση της διαχείρισης των διαθέσιμων από τα μέλη του Ευρωσυστήματος κατά νόμισμα, λαμβανομένης δεόντως υπόψη της αρχής της αποκέντρωσης.

Το 2004 άρχισαν εργασίες για τη διεύρυνση των επενδυτικών επιλογών ώστε να περιληφθούν και πράξεις ανταλλαγής επιτοκίων, τίτλοι με αποδόσεις συνδεδεμένες με επιτόκια ξένων νομισμάτων (currency-hedged instruments) και τα αμερικανικά STRIP.<sup>2</sup> Επιπλέον, η ανάλυση των εξελίξεων της αγοράς βελτιώθηκε χάρη στη χρήση υποδειγμάτων ποσοτικών προβλέψεων για τις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων. Τέλος, από το 2005 θα αρχίσει πιλοτική εφαρμογή ενός προγράμματος αυτόματου δανεισμού τίτλων στο πλαίσιο του χαρτοφυλακίου δολαρίων των συναλλαγματικών διαθέσιμων.

#### ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Το χαρτοφυλάκιο ιδίων κεφαλαίων της ΕΚΤ αποτελείται από το εγγεγραμμένο κεφάλαιο και το γενικό αποθεματικό της και χρησιμεύει ως αποθεματικό για την κάλυψη πιθανών οικονομικών ζημιών. Επιπλέον, κατά τη διαχείριση των ιδίων κεφαλαίων της ΕΚΤ, επιδιώκεται μακροπρόθεσμα η επίτευξη αποδόσεων οι οποίες να υπερβαίνουν το μέσο επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης της ΕΚΤ. Το 2004 διευρύνθηκαν οι επενδυτικές επιλογές σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο ιδίων κεφαλαίων μέσω της προσθήκης τίτλων σταθερού εισοδήματος σε ευρώ που εκδίδουν κάποια νέα κράτη-μέλη και ορισμένων ομολόγων που εκδίδουν περιφερειακές κυβερνήσεις χωρών της ζώνης του ευρώ και μέσω της αύξησης των καλυμμένων ομολόγων.

2 STRIP (Separate Trading of Registered Interest and Principal): ομόλογο του Αμερικανικού Δημοσίου όπου γίνεται αποκοπή και χωριστή διαπραγμάτευση του κεφαλαίου και των τόκων.



Το 2004 τα ίδια κεφάλαια της ΕΚΤ αυξήθηκαν κατά 0,3 δισεκ. ευρώ σε 6,2 δισεκ. ευρώ. Ειδικότερα, το καταβεβλημένο κεφάλαιο αυξήθηκε κατά 63,5 εκατ. ευρώ λόγω της διεύρυνσης της ΕΕ και αλλαγών στην κλείδα κατανομής για εγγραφή στο κεφάλαιο της ΕΚΤ.

#### **ΘΕΜΑΤΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΩΝ**

Η ΕΚΤ εκτίθεται σε χρηματοοικονομικούς κινδύνους στο πλαίσιο της διαχείρισης των χαρτοφυλακίων επενδύσεων (δηλ. των συναλλαγματικών διαθεσίμων και των ιδίων κεφαλαίων της). Για το λόγο αυτό, εφαρμόζει ένα πλαίσιο διαχείρισης κινδύνων το οποίο αντανακλά τις προτιμήσεις της σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο, τον κίνδυνο ρευστότητας και τον κίνδυνο αγοράς. Το πλαίσιο αυτό προβλέπει, μεταξύ άλλων, ένα λεπτομερές σύστημα ορίων, η τήρηση των οποίων παρακολουθείται και επαληθεύεται σε καθημερινή βάση. Εν όψει της μελλοντικής διεύρυνσης της ζώνης του ευρώ, το 2004 έγιναν εργασίες για την απλούστευση του πλαισίου διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου και του κινδύνου αγοράς.



## 2 ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ ΤΙΤΛΩΝ

Η προώθηση της ομαλής λειτουργίας των συστημάτων πληρωμών αποτελεί καταστατικό καθήκον του Ευρωσυστήματος. Το κύριο μέσο που διαθέτει το Ευρωσύστημα για την εκπλήρωση του καθήκοντος αυτού είναι, παράλληλα με την άσκηση επίβλεψης, η παροχή μηχανισμών πληρωμής και διακανονισμού τίτλων. Προς το σκοπό αυτό, το Ευρωσύστημα έχει δημιουργήσει ένα σύστημα διακανονισμού για πληρωμές μεγάλων ποσών σε ευρώ, το Διευρωπαϊκό Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ταχείας Μεταφοράς Κεφαλαίων σε συνεχή χρόνο (γνωστό ως TARGET). Τα τελευταία χρόνια έχουν γίνει διάφορες αναβαθμίσεις της λειτουργίας του TARGET, ενώ βρίσκονται σε εξέλιξη εργασίες για την ανάπτυξη ενός συστήματος δεύτερης γενιάς, του TARGET2. Όσον αφορά το διακανονισμό τίτλων, το Ευρωσύστημα και η αγορά προσφέρουν διάφορους μηχανισμούς που διευκολύνουν τη διασυνοριακή χρήση μέσων εξασφάλισης των απαιτήσεων.

### 2.1 ΤΟ ΣΥΣΤΗΜΑ TARGET

Υπό την παρούσα μορφή του, το TARGET είναι ένα “σύστημα συστημάτων” αποτελούμενο από τα εθνικά συστήματα πληρωμών των 15 χωρών που ήταν μέλη της ΕΕ όταν ιδρύθηκε το TARGET, το μηχανισμό πληρωμών της ΕΚΤ (EPM) και ένα μηχανισμό διασύνδεσης που καθιστά δυνατή την επεξεργασία πληρωμών μεταξύ των συνδεδεμένων συστημάτων. Το 2004 το TARGET συνέβαλε περαιτέρω στην ενοποίηση της αγοράς χρήματος του ευρώ και, καθώς η διεκπεραίωση των πιστοδοτικών πράξεων του Ευρωσυστήματος γίνεται μέσω του συστήματος αυτού, εξακολούθησε να διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην ομαλή εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Επειδή παρέχει υπηρεσίες διακανονισμού σε συνεχή χρόνο και σε χρήμα κεντρικής τράπεζας, αλλά και επειδή καλύπτει μεγάλο μέρος της αγοράς, το TARGET προσελκύει και ποικίλες άλλες πληρωμές.

Το TARGET λειτούργησε απρόσκοπτα και με επιτυχία και το 2004. Ο αριθμός των πληρωμών

μεγάλων ποσών σε ευρώ που διακανονίζονται μέσω του συστήματος αυτού συνέχισε να παρουσιάζει ανοδική τάση, γεγονός που εξυπηρετεί το στόχο πολιτικής του Ευρωσυστήματος να προωθεί το διακανονισμό πληρωμών σε χρήμα κεντρικής τράπεζας ως το ασφαλέστερο μέσο διακανονισμού. Το 2004 το TARGET επεξεργάστηκε το 88% της συνολικής αξίας των πληρωμών μεγάλων ποσών σε ευρώ. Το TARGET μπορεί επίσης να χρησιμοποιείται για όλες τις μεταφορές πιστώσεων σε ευρώ μεταξύ τραπεζών οποιουδήποτε κράτους-μέλους της ΕΕ εφόσον η ΕθνΚΤ είναι συνδεδεμένη άμεσα ή έμμεσα με το TARGET. Αυτές οι μεταφορές πιστώσεων μπορούν να γίνονται τόσο μεταξύ τραπεζών στο ίδιο κράτος-μέλος της ΕΕ (συναλλαγές εντός των κρατών-μελών) όσο και μεταξύ τραπεζών σε διαφορετικά κράτη-μέλη της ΕΕ (συναλλαγές μεταξύ των κρατών-μελών). Η τελευταία έρευνα που διεξήχθη το 2004 έδειξε ότι οι συμμετέχοντες στο TARGET ήταν 10.483, δηλ. περίπου τριπλάσιοι σε σύγκριση με το 2002. Η αύξηση αυτή αντανakλά κυρίως την εισαγωγή νέας μεθοδολογίας για τον ορισμό των συμμετεχόντων στο TARGET. Εντολές πληρωμής μπορούν να αποσταλούν μέσω του TARGET σε συνολικά 48.500 ιδρύματα, ιδίως υποκαταστήματα των συμμετεχόντων, με τη χρήση ενός κωδικού τράπεζας.

### ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ ΜΕΣΩ ΤΟΥ TARGET

Το 2004 το TARGET επεξεργάστηκε κατά μέσο όρο 267.234 πληρωμές ημερησίως, συνολικής αξίας 1.714 δισεκ. ευρώ κατά μέσο όρο ημερησίως. Αυτό ισοδυναμεί με αύξηση του αριθμού τους κατά 2% και της αξίας τους κατά 4% σε σύγκριση με το 2003.

Οι συναλλαγές μεταξύ των κρατών-μελών αντιπροσώπευαν 33% της συνολικής αξίας και 24% του συνολικού αριθμού των συναλλαγών μέσω του TARGET το 2004, έναντι 33% και 23% αντίστοιχα το 2003. Από τις συναλλαγές μεταξύ των κρατών-μελών μέσω του TARGET, το 95% της αξίας και το 49% του αριθμού ήταν διατραπεζικές πληρωμές, ενώ οι υπόλοιπες ήταν πληρωμές πελατών. Η μέση αξία ανά διατραπεζική πληρωμή μεταξύ κρατών-μελών

**Πίνακας 12 Όγκος και αξία πληρωμών μέσω TARGET<sup>1)</sup>**

Αριθμός συναλλαγών	2003	2004	Μεταβολή (%)
<b>Μεταξύ και εντός των κρατών-μελών</b>			
Σύνολο	66.608.000	69.213.486	4
Ημερήσιος μέσος όρος	261.208	267.234	2
<b>Εντός των κρατών-μελών</b>			
Σύνολο	51.354.924	52.368.115	2
Ημερήσιος μέσος όρος	201.392	202.193	0
<b>Μεταξύ των κρατών-μελών</b>			
Σύνολο	15.253.076	16.845.371	10
Ημερήσιος μέσος όρος	59.816	65.040	9
<b>Αξία (δισεκ. ευρώ)</b>			
<b>Μεταξύ και εντός των κρατών-μελών</b>			
Σύνολο	420.749	443.992	6
Ημερήσιος μέσος όρος	1.650	1.714	4
<b>Εντός των κρατών-μελών</b>			
Σύνολο	283.871	297.856	5
Ημερήσιος μέσος όρος	1.113	1.150	3
<b>Μεταξύ των κρατών-μελών</b>			
Σύνολο	136.878	146.137	7
Ημερήσιος μέσος όρος	537	564	5

Πηγή: EKT.  
1) 255 ημέρες λειτουργίας το 2003 και 259 το 2004.

ήταν 17 εκατ. ευρώ, ενώ ανά πληρωμή πελάτη ήταν 0,8 εκατ. ευρώ. Περισσότερες πληροφορίες για τις ροές πληρωμών παρατίθενται στον Πίνακα 12.

Το 2004 η συνολική διαθεσιμότητα του TARGET, δηλ. η δυνατότητα των συμμετεχόντων να χρησιμοποιούν το TARGET κατά τις ώρες λειτουργίας του χωρίς ανωμαλίες, έφθασε το 99,81%. Κατά ένα μέσο ποσοστό 95,87% των συναλλαγών μεταξύ των κρατών-μελών, ο χρόνος επεξεργασίας ήταν έως πέντε λεπτά. Περισσότερες πληροφορίες παρατίθενται στον Πίνακα 13.

Σε όλη τη διάρκεια του 2004 συνεχίστηκαν οι υποχρεωτικές αλλαγές που ήταν απαραίτητες

**Πίνακας 13 Συνολική διαθεσιμότητα του TARGET**

(ποσοστά %)	
ΣΔΣΧ	2004
EPM (EKT)	99,48
ELLIPS (BEL)	99,88
KRONOS (ΔΑΝ)	99,85
RTGSplus (ΓΕΡ)	99,37
ΕΡΜΗΣ-ευρώ (ΕΛΛ)	99,80
SLBE (ΙΣΠ)	99,89
TBF (ΓΑΛ)	99,94
IRIS (ΙΡΛ)	99,59
BI-REL (ΙΤΑ)	99,91
LIPS-Gross (ΛΟΥ)	99,97
TOP (ΟΛΛ)	99,98
ARTIS (ΑΥΣ)	99,87
SPGT (ΠΟΡ)	99,86
BOF-RTGS (ΦΙΝ)	99,85
E-RIX (ΣΟΥ)	99,74
CHAPS Euro (ΗΒ)	99,95
<b>Συνολική διαθεσιμότητα του συστήματος</b>	<b>99,81</b>

Πηγή: EKT.

για τη μετάπτωση στο νέο σύστημα αποστολής μηνυμάτων, το SWIFTNet FIN, και η μετάπτωση όλων των συνιστωσών του TARGET ολοκληρώθηκε με επιτυχία.

### ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΑ ΜΕΤΡΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΣΥΣΤΗΜΙΚΩΣ ΣΗΜΑΝΤΙΚΕΣ ΠΛΗΡΩΜΕΣ ΣΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ TARGET

Λόγω του κεντρικού ρόλου που διαδραματίζει το σύστημα TARGET στην αγορά και της ευρείας κάλυψης της αγοράς που παρέχει, είναι απαραίτητο για την αξιόπιστη και ομαλή λειτουργία του να διαθέτει την ενδεδειγμένη προστασία από ένα ευρύ φάσμα απειλών. Ακόμη και υπό ανώμαλες συνθήκες, είναι απολύτως αναγκαίο η διεκπεραίωση των συστημικών σημαντικών πληρωμών – δηλ. των πληρωμών που μπορούν να δημιουργήσουν συστημικό κίνδυνο εάν δεν γίνει αμέσως η επεξεργασία τους – να γίνεται χωρίς καθυστέρηση. Το Ευρωσύστημα έχει προβλέψει μέτρα εκτάκτου ανάγκης προκειμένου να εξασφαλίσει την απρόσκοπτη επεξεργασία των πληρωμών αυτών, ακόμη και σε περίπτωση δυσλειτουργίας του TARGET. Το 2004 διεξήχθη μια σειρά δοκιμών μεταξύ κεντρικών τραπεζών (σε ορισμένες περιπτώσεις με τη συμμετοχή εμπορικών τραπεζών) με τις οποίες επαληθεύθηκε η λειτουργικότητα των μέτρων

εκτάκτου ανάγκης του TARGET και επιβεβαιώθηκε ότι το Ευρωσύστημα είναι σε θέση να εγγυηθεί την αδιάταρακτη λειτουργία των συστημάτων πληρωμών και των χρηματοπιστωτικών αγορών σε καταστάσεις κρίσεως.

### **ΣΥΝΔΕΣΗ ΤΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΤΩΝ ΝΕΩΝ ΚΡΑΤΩΝ-ΜΕΛΩΝ ΤΗΣ ΕΕ ΜΕ ΤΟ TARGET**

Τον Οκτώβριο του 2002 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε ότι, μετά τη διεύρυνση της ΕΕ, το Ευρωσύστημα θα συνδέσει το TARGET με τα συστήματα διακανονισμού σε συνεχή χρόνο (ΣΔΣΧ) των ΕθνΚΤ των νέων κρατών-μελών εφόσον αυτά το ζητήσουν. Καθώς ο χρόνος ζωής του συστήματος TARGET υπό την παρούσα μορφή του είναι περιορισμένος και για να αποφευχθούν περιττά έξοδα, το Ευρωσύστημα ανέπτυξε εναλλακτικές λύσεις αντί της πλήρους ενσωμάτωσης, οι οποίες καθιστούν δυνατή τη σύνδεση μεταξύ των ΣΔΣΧ των νέων κρατών-μελών και του συστήματος TARGET υπό την παρούσα μορφή του. Π.χ. η λύση που προβλέπεται να εφαρμοστεί για το ΣΔΣΧ της κεντρικής τράπεζας της Πολωνίας (SORBNETeuro) είναι η σύνδεσή του μέσω της κεντρικής τράπεζας της Ιταλίας, η οποία θα γίνει το 2005.

### **ΣΧΕΣΕΙΣ ΜΕ ΤΟΥΣ ΧΡΗΣΤΕΣ ΤΟΥ TARGET ΚΑΙ ΤΟΥΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΕΣ ΣΔΣΧ ΑΛΛΩΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΩΝ ΖΩΝΩΝ**

Το ΕΣΚΤ διατηρεί στενές σχέσεις με τους χρήστες του TARGET και μεριμνά ώστε οι ανάγκες τους να λαμβάνονται δεόντως υπόψη και να αντιμετωπίζονται κατάλληλα. Όπως και τα προηγούμενα χρόνια, το 2004 γίνονταν σε τακτά χρονικά διαστήματα συναντήσεις μεταξύ των 15 ΕθνΚΤ που είναι συνδεδεμένες με το TARGET και των αντίστοιχων, σε κάθε χώρα, ομάδων χρηστών του TARGET. Επιπλέον, πραγματοποιήθηκαν διμερείς συναντήσεις μεταξύ της Ομάδας Εργασίας του ΕΣΚΤ για τη Διαχείριση του TARGET (TARGET Management Working Group) και της Ομάδας Εργασίας του ευρωπαϊκού τραπεζικού τομέα για το TARGET (TARGET Working Group), στις οποίες συζητήθηκαν θέματα λειτουργίας του TARGET.



Ζητήματα στρατηγικής απασχόλησαν την Ομάδα Επαφών για τη Στρατηγική Πληρωμών σε Ευρώ (Contact Group on Euro Payments Strategy), στην οποία συμμετέχουν διευθυντικά στελέχη εμπορικών και κεντρικών τραπεζών.

Το Ευρωσύστημα, ως φορέας διαχείρισης ενός από τα μεγαλύτερα ΣΔΣΧ στον κόσμο, διατηρεί στενές σχέσεις με τους διαχειριστές των ΣΔΣΧ άλλων νομισματικών ζωνών. Οι αυξανόμενες διασυνδέσεις μεταξύ των συστημάτων, π.χ. λόγω των εργασιών του Διακανονισμού Αδιάλειπτης Σύνδεσης (Continuous Linked Settlement), έχουν δημιουργήσει την ανάγκη διαλόγου για θέματα λειτουργίας των συστημάτων.

## **2.2 TARGET2**

Το Δεκέμβριο του 2004 το Διοικητικό Συμβούλιο αποδέχθηκε την προσφορά των κεντρικών τραπεζών της Ιταλίας, της Γαλλίας και της Γερμανίας να δημιουργήσουν την ενιαία κοινή πλατφόρμα του TARGET2 και να αναλάβουν την ευθύνη της ανάπτυξης και της λειτουργίας της για λογαριασμό του Ευρωσυστήματος. Η απόφαση αυτή θα οδηγήσει στην εκ θεμελίων αναμόρφωση της αρχιτεκτονικής του TARGET, το οποίο υπό την παρούσα μορφή του αποτελείται από τα συνδεδεμένα ΣΔΣΧ των ΕθνΚΤ και της ΕΚΤ. Το TARGET2 θα προσφέρει στους χρήστες του

TARGET υψηλότερο επίπεδο υπηρεσιών και θα δημιουργήσει οικονομίες κλίμακος.

Οι προπαρασκευαστικές εργασίες το 2004 αφορούσαν κυρίως την κατάρτιση των προδιαγραφών λειτουργίας, σε στενή συνεργασία με τους χρήστες του TARGET. Οι Γενικές Προδιαγραφές Λειτουργίας του TARGET2, οι οποίες εγκρίθηκαν από το Διοικητικό Συμβούλιο τον Ιούλιο του 2004, περιγράφουν τα γενικά χαρακτηριστικά και τις υπηρεσίες του συστήματος, καθώς και την αρχιτεκτονική των πληροφοριακών του συστημάτων. Το TARGET2 θα προσφέρει ολοκληρωμένες υπηρεσίες διαχείρισης ρευστότητας οι οποίες θα δώσουν στα πιστωτικά ιδρύματα τη δυνατότητα να ελέγχουν καλύτερα τη ρευστότητά τους σε ευρώ. Π.χ. ένας συμμετέχων που χρησιμοποιεί διάφορα συστήματα πληρωμών και συναλλαγών επί τίτλων τα οποία διακανονίζουν σε χρέυμα κεντρικής τράπεζας θα έχει τη δυνατότητα να διακανονίζει όλες τις θέσεις του μέσω ενός και μόνο λογαριασμού διακανονισμού στο TARGET2. Ένα άλλο χαρακτηριστικό του TARGET2 είναι ότι, για τους λογαριασμούς διακανονισμού των πιστωτικών ιδρυμάτων της ζώνης του ευρώ που τηρούνται σε κεντρικές τράπεζες της ζώνης του ευρώ, θα παρέχεται δυνατότητα ενοποίησης της ενδοημερήσιας ρευστότητας. Με αυτό τον τρόπο, οι συμμετέχοντες στο TARGET2 που εδρεύουν στη ζώνη του ευρώ θα μπορούν να ομαδοποιούν τους λογαριασμούς διακανονισμού τους οποίους τηρούν σε διαφορετικές κεντρικές τράπεζες της ζώνης του ευρώ και να συγκεντρώνουν τη διαθέσιμη ενδοημερήσια ρευστότητα προς όφελος όλων των επιμέρους λογαριασμών της ομάδας. Το Ευρωσύστημα καταβάλλει προσπάθειες για τη θέσπιση ενός ισχυρού νομικού πλαισίου, το οποίο αποτελεί προϋπόθεση για την παροχή της υπηρεσίας αυτής. Το TARGET2 θα βασίζεται στην αρχή της συνέχειας των συναλλαγών, με την πιο σύγχρονη έννοια του όρου, ούτως ώστε να μπορεί να αντεπεξέρχεται σε περιπτώσεις καταστροφών μεγάλης κλίμακας σε περιφερειακό επίπεδο.

Με βάση τις Γενικές Προδιαγραφές Λειτουργίας, το Ευρωσύστημα καταρτίζει τις Αναλυτικές Λειτουργικές Προδιαγραφές Χρηστών, οι οποίες περιγράφουν τα χαρακτηριστικά και τις υπηρεσίες του TARGET2 με τις λεπτομέρειες που απαιτούνται για την έναρξη των εργασιών τεχνικής ανάπτυξης και εφαρμογής. Όπως συνέβη και με τις Γενικές Προδιαγραφές Λειτουργίας, οι Αναλυτικές Λειτουργικές Προδιαγραφές Χρηστών συζητήθηκαν εκτενώς με τους χρήστες του TARGET. Η οριστικοποίησή τους αναμένεται τον Απρίλιο του 2005.

Το Ευρωσύστημα ετοιμάζει επίσης το σύστημα τιμολόγησης των βασικών υπηρεσιών του TARGET2, το οποίο θα εξαλείψει τις υφιστάμενες διαφορές τιμών μεταξύ εγχώριων και διασυνοριακών συναλλαγών. Το Διοικητικό Συμβούλιο θα αποφασίσει σχετικά με την προβλεπόμενη δυνατότητα επιλογής που θα έχουν οι συμμετέχοντες να πληρώνουν είτε μόνο μια προμήθεια ανά συναλλαγή είτε μια χαμηλότερη προμήθεια ανά συναλλαγή συν μια περιοδική προμήθεια. Οι υπόλοιπες λεπτομέρειες του τιμολογίου του TARGET2 θα οριστικοποιηθούν το 2005.

Ένας άλλος σημαντικός τομέας εργασιών το 2004 ήταν η ανάπτυξη του συστήματος διοίκησης του TARGET2 και, με βάση αυτό, η αποτελεσματική οργάνωση για τις επόμενες φάσεις του έργου (ανάπτυξη, δοκιμές και μετάπτωση). Το Διοικητικό Συμβούλιο ενέκρινε τον εσωτερικό κανονισμό της από κοινού διοίκησης του TARGET2, ο οποίος προσδιορίζει τους ρόλους και τις υποχρεώσεις που έχουν σε σχέση με το έργο ανάπτυξης του TARGET2 το Διοικητικό Συμβούλιο, οι κεντρικές τράπεζες της ζώνης του ευρώ ως σύνολο και οι τρεις ΕθνΚΤ που έχουν αναλάβει την ευθύνη της κατασκευής και λειτουργίας του συστήματος. Το σύστημα διοίκησης και η οργάνωση του έργου που επιλέχθηκαν θα εξασφαλίσουν τόσο την αποτελεσματική οργάνωση των εργασιών ανάπτυξης στη φάση εκτέλεσης του έργου όσο και συνεχή συμμετοχή και έλεγχο εκ μέρους όλων των

κεντρικών τραπεζών της ζώνης του ευρώ μετά την έναρξη λειτουργίας του TARGET2.

Η ανάπτυξη του λογισμικού και η εγκατάσταση της πληροφοριακής υποδομής του TARGET2 θα πραγματοποιηθούν το 2005. Οι πρώτες δοκιμές στις κεντρικές τράπεζες έχουν προγραμματιστεί για τις αρχές του 2006. Η μετάπτωση των χρηστών του TARGET στο TARGET2 θα πραγματοποιηθεί κατά κύματα και σε διαφορετικές προκαθορισμένες ημερομηνίες. Σε κάθε κύμα θα γίνεται η μετάπτωση μιας ομάδας κεντρικών τραπεζών και η διαδικασία μετάπτωσης θα διαρκεί επί μήνες, κατά τους οποίους το νέο σύστημα θα συνυπάρχει με τις συνιστώσες του TARGET υπό την παρούσα μορφή τους. Η σταδιακή μετάπτωση θα οργανωθεί με τέτοιο τρόπο ώστε να ελαχιστοποιηθεί ο κίνδυνος του έργου. Κατά τη λήψη αποφάσεων σχετικά με τη συγκεκριμένη μορφή της διαδικασίας σταδιακής μετάπτωσης, θα ληφθεί μέριμνα ώστε να ελαχιστοποιηθούν τα δυνητικά προβλήματα και το κόστος των κεντρικών τραπεζών και των χρηστών του TARGET. Η μετάπτωση της πρώτης ομάδας χωρών έχει προγραμματιστεί για τις 2 Ιανουαρίου 2007. Το Ευρωσύστημα θα συνεχίσει να συνεργάζεται στενά με την κοινότητα των χρηστών του TARGET σε όλες τις φάσεις του έργου και θα προβαίνει σε τακτικές ανακοινώσεις για την πρόοδο του έργου.

### 2.3 ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΗ ΧΡΗΣΗ ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ

Τα αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία που παρέχονται ως ασφάλεια για τις πάσης φύσεως πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος μπορούν να χρησιμοποιούνται σε διασυνοριακό επίπεδο μέσω του συστήματος ανταποκριτιών κεντρικών τραπεζών (ΣΑΚΤ) ή των αποδεκτών ζεύξεων μεταξύ των συστημάτων διακανονισμού τίτλων (ΣΔΤ) της ΕΕ. Το ΣΑΚΤ παρέχεται από το Ευρωσύστημα, ενώ οι αποδεκτές ζεύξεις δημιουργήθηκαν από την αγορά.

Η αξία των διασυνοριακών ασφαλειών που διακρατούνται από το Ευρωσύστημα αυξήθηκε

από 305 δισεκ. ευρώ το Δεκέμβριο του 2003 σε 370 δισεκ. ευρώ το Δεκέμβριο του 2004. Συνολικά, στο τέλος του 2004 οι διασυνοριακές ασφάλειες αντιπροσώπευαν 43,89% του συνόλου των ασφαλειών που παραχωρήθηκαν στο Ευρωσύστημα. Αυτό μαρτυρεί την αυξανόμενη ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών στη ζώνη του ευρώ, μια τάση που παρατηρείται τα τελευταία χρόνια, καθώς και το γεγονός ότι, χάρη στη διαδικασία αυτή, οι αντισυμβαλλόμενοι τείνουν όλο και περισσότερο να διακρατούν στα χαρτοφυλάκιά τους περιουσιακά στοιχεία που έχουν εκδοθεί σε άλλη χώρα της ζώνης του ευρώ.

### ΤΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΑΝΤΑΠΟΚΡΙΤΡΙΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Το ΣΑΚΤ παρέμεινε ο κύριος μηχανισμός για τη διασυνοριακή μεταβίβαση αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων. Μέσω του ΣΑΚΤ διακινήθηκε το 35,37% του συνόλου των ασφαλειών που παρασχέθηκαν στο Ευρωσύστημα το 2004. Τα περιουσιακά στοιχεία που διακρατεί ως θεματοφύλακας το ΣΑΚΤ αυξήθηκαν από 259 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2003 σε 298 δισεκ. ευρώ στο τέλος του 2004.

Χάρη στην αναβάθμιση της λειτουργίας του ΣΑΚΤ το 2003, οι ΕθνΚΤ κατόρθωσαν ήδη από τις αρχές του 2004 να εκτελούν τις εσωτερικές διαδικασίες του ΣΑΚΤ εντός μίας ώρας, υπό την προϋπόθεση ότι οι αντισυμβαλλόμενοι (και οι θεματοφύλακές τους) υποβάλλουν σωστές οδηγίες. Το Ευρωσύστημα μελετά και άλλες βελτιώσεις και εναλλακτικές επιλογές για την αποτελεσματική και ασφαλή χρήση διασυνοριακών ενεχύρων.

Οι τράπεζες-θεματοφύλακες συχνά διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην αλυσίδα των συναλλαγών του ΣΑΚΤ παραδίδοντας την ασφάλεια για λογαριασμό του αντισυμβαλλομένου. Τον Ιανουάριο του 2004 τέθηκαν σε εφαρμογή οι “άριστες πρακτικές” για τις τράπεζες-θεματοφύλακες που συμμετέχουν σε συναλλαγές με το ΣΑΚΤ, τις οποίες καθιέρωσαν οι σημαντικότερες ενώσεις του ευρωπαϊκού πιστωτικού τομέα με σκοπό να επιτύχουν τη μεγαλύτερη δυνατή αποτελεσματικότητα του



ΣΑΚΤ. Οι προσπάθειες που κατέβαλλαν οι συμμετέχοντες στην αγορά για την εφαρμογή των εν λόγω άριστων πρακτικών βοήθησαν επίσης τις ΕθνΚΤ να επιτύχουν την εκτέλεση των εσωτερικών διαδικασιών του ΣΑΚΤ εντός μίας ώρας. Ωστόσο, αποκλίσεις από το χρόνο αυτό ενδέχεται να υπάρχουν υπό ορισμένες περιστάσεις, π.χ. σε περιπτώσεις μεγάλου φόρτου συναλλαγών.

#### **ΑΠΟΔΕΚΤΕΣ ΖΕΥΞΕΙΣ ΜΕΤΑΞΥ ΤΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ ΔΙΑΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ ΤΙΤΛΩΝ**

Για τη διασυνοριακή μεταβίβαση περιουσιακών στοιχείων μεταξύ συστημάτων είναι δυνατή η σύνδεση μεταξύ των ΣΔΤ βάσει συμβατικών και τεχνικών ρυθμίσεων. Οι αποδεκτοί τίτλοι, αφού μεταβιβαστούν σε άλλο ΣΔΤ μέσω αυτών των ζεύξεων, μπορούν να χρησιμοποιούνται μέσω τοπικών διαδικασιών με τον ίδιο τρόπο όπως και οι εγχώριες ασφάλειες. Αυτή τη στιγμή οι αντισυμβαλλόμενοι έχουν στη διάθεσή τους 59 ζεύξεις, αλλά λίγες από αυτές χρησιμοποιούνται ενεργά για τη μεταβίβαση τίτλων στο πλαίσιο των πιστοδοτικών πράξεων του Ευρωσυστήματος. Επιπλέον, οι ζεύξεις αυτές δεν καλύπτουν ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ. Οι ζεύξεις κρίνονται αποδεκτές για τις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος εφόσον πληρούν τα εννέα κριτήρια που έχει καθιερώσει το Ευρωσύστημα<sup>3</sup> και τα οποία αφορούν τους όρους που θέτουν οι κεντρικές τράπεζες κατά το διακανονισμό των συναλλαγών τους μέσω των ΣΔΤ. Το Ευρωσύστημα αξιολογεί τις νέες ζεύξεις ή τις αναβαθμίσεις των ήδη αποδεκτών ζεύξεων με βάση τα κριτήρια αυτά. Το 2004 έγιναν αναβαθμίσεις τριών ήδη αποδεκτών ζεύξεων, οι οποίες αξιολογήθηκαν θετικά.

Η αξία των ασφαλειών που διακρατούνται μέσω ζεύξεων αυξήθηκε από 46 δισεκ. ευρώ το Δεκέμβριο του 2003 σε 72 δισεκ. ευρώ το Δεκέμβριο 2004, αλλά αντιπροσώπευε μόνο το 8,5% της συνολικής αξίας των ασφαλειών (διασυνοριακών και εγχωρίων) που διακρατεί το Ευρωσύστημα.

<sup>3</sup> "Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations", Ιανουάριος 1998.



## 3 ΤΡΑΠΕΖΟΓΡΑΜΜΑΤΙΑ ΚΑΙ ΚΕΡΜΑΤΑ

### 3.1 Η ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ ΤΡΑΠΕΖΟΓΡΑΜΜΑΤΙΩΝ ΚΑΙ ΚΕΡΜΑΤΩΝ ΕΥΡΩ

#### ΖΗΤΗΣΗ ΤΡΑΠΕΖΟΓΡΑΜΜΑΤΙΩΝ ΚΑΙ ΚΕΡΜΑΤΩΝ ΕΥΡΩ

Το 2004 η αξία των τραπεζογραμμάτων ευρώ σε κυκλοφορία αυξήθηκε κατά 15,0%, από 436,1 δισεκ. ευρώ σε 501,3 δισεκ. ευρώ, έναντι ετήσιου ρυθμού άνοδου 22% το 2003. Ο αριθμός των τραπεζογραμμάτων ευρώ σε κυκλοφορία επίσης αυξήθηκε κατά 6,8% (έναντι 10,1% το 2003), από 9,0 σε 9,7 δισεκ. τεμάχια. Το Διάγραμμα 37 παρουσιάζει την εξέλιξη της αξίας των τραπεζογραμμάτων εθνικών νομισμάτων και των τραπεζογραμμάτων ευρώ σε κυκλοφορία από το 2000 ως το 2004, ενώ το Διάγραμμα 38 δείχνει την εξέλιξη του όγκου των τραπεζογραμμάτων ευρώ σε κυκλοφορία από τον Ιανουάριο του 2002.

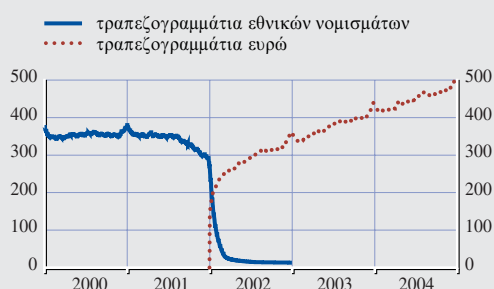
Αφότου έγινε η μετάβαση στο ευρώ σε φυσική μορφή, η αξία των τραπεζογραμμάτων ευρώ σε κυκλοφορία αυξάνεται με ταχύτερο ρυθμό από τον όγκο τους, γεγονός που αντανακλά την ιδιαίτερα έντονη άνοδο του όγκου των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων μεγάλης ονομαστικής αξίας. Το Διάγραμμα 39 παρουσιάζει την εξέλιξη των τραπεζογραμμάτων ευρώ σε κυκλοφορία αναλυτικά κατά ονομαστική αξία από το 2002 ως το 2004. Αυξημένη ζήτηση (+28,4%) παρατηρήθηκε το 2004 προ πάντων για τα τραπεζογραμμάτια των 500 ευρώ. Ιδιαίτερα υψηλή ήταν επίσης

η ζήτηση τραπεζογραμμάτων των 50 και των 100 ευρώ, η κυκλοφορία των οποίων αυξήθηκε κατά 12,4% και 13,5% αντίστοιχα.

Από την εισαγωγή των τραπεζογραμμάτων ευρώ το 2002, η αύξηση του αριθμού των τραπεζογραμμάτων των 5, 10, 20 και 200 ευρώ σε κυκλοφορία υπήρξε μικρή συνολικά, αν και οι εξελίξεις διαφέρουν μεταξύ των επιμέρους χωρών. Η ζήτηση παρουσιάζει μόνο εποχικές κορυφώσεις για τα τραπεζογραμμάτια των 5, 10 και των 20 ευρώ, δηλ. τις ονομαστικές αξίες που χρησιμοποιούνται κατά κύριο λόγο για καθημερινές πληρωμές. Όσον αφορά το τραπεζογραμμάτιο των 50 ευρώ, έχουν καταγραφεί αρκετά υψηλοί ρυθμοί αύξησης, αλλά και εποχικές διακυμάνσεις. Αντίθετα, η κυκλοφορία των τραπεζογραμμάτων των 5 και των 100 ευρώ δεν παρουσιάζει έντονες εποχικές διακυμάνσεις, ενώ η κυκλοφορία των τραπεζογραμμάτων των 200 και των 500 ευρώ δεν εμφανίζει καθόλου εποχικότητα. Είναι σαφές ότι η ζήτηση τραπεζογραμμάτων για συναλλακτικούς σκοπούς εντός της ζώνης του ευρώ δεν είναι ο μόνος λόγος στον οποίο οφείλεται η διαρκής ανοδική τάση της ζήτησης αυτών των ονομαστικών αξιών, αλλά θα πρέπει να συμβάλλουν και άλλοι παράγοντες. Ένας τέτοιος παράγοντας φαίνεται να είναι η αυξανόμενη διεθνής ζήτηση τραπεζογραμμάτων ευρώ. Από πρόσφατες αναλύσεις προκύπτει ότι περίπου 10-15% των τραπεζογραμμάτων σε κυκλοφορία διακρατούνται

**Διάγραμμα 37** Συνολική αξία των τραπεζογραμμάτων σε κυκλοφορία μεταξύ 2000 και 2004

(δισεκ. ευρώ)



Πηγή: ΕΚΤ.

**Διάγραμμα 38** Συνολικός αριθμός τραπεζογραμμάτων ευρώ σε κυκλοφορία μεταξύ 2002 και 2004

(δισεκ. τεμάχια)

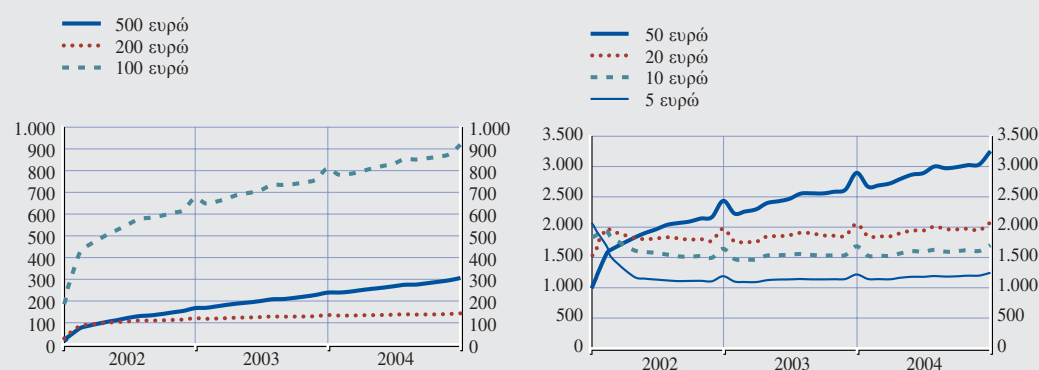


Πηγή: ΕΚΤ.



**Διάγραμμα 39 Αριθμός τραπεζογραμμίων ευρώ σε κυκλοφορία μεταξύ 2002 και 2004**

(εκατ. τεμάχια)



Πηγή: ΕΚΤ.

εκτός της ζώνης του ευρώ. Ένας άλλος παράγοντας είναι η συσσώρευση αδρανών αποθεμάτων από το κοινό, εν μέρει λόγω του χαμηλού επιπέδου των επιτοκίων.

Το 2004 η αξία των κερμάτων ευρώ σε κυκλοφορία (δηλ. η καθαρή κυκλοφορία εκτός των αποθεμάτων που τηρούν οι ΕθνΚΤ) αυξήθηκε κατά 9,1%, από 14,1 δισεκ. ευρώ σε 15,3 δισεκ. ευρώ. Ο συνολικός αριθμός των κερμάτων σε κυκλοφορία σημείωσε άνοδο κατά 14,8% και διαμορφώθηκε σε 56,2 δισεκ. τεμάχια. Ο αριθμός των κερμάτων σε κυκλοφορία αυξάνεται σταθερά από τις αρχές του 2003, περίοδο κατά την οποία είχε επανέλθει στο αρχικό επίπεδο των 40,4 δισεκ. τεμαχίων που είχαν εκδοθεί κατά την εισαγωγή του ευρώ σε φυσική μορφή.

#### ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΟΓΡΑΜΜΑΤΙΩΝ ΑΠΟ ΤΟ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

Οι καταθέσεις και αναλήψεις τραπεζογραμμίων ευρώ παραμένουν μάλλον σταθερές για όλες τις ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ από το β' τρίμηνο του 2002. Οι μηνιαίες μεταβολές των καταθέσεων και αναλήψεων αντανακλούν κατά κύριο λόγο τις συνήθειες εποχικές διακυμάνσεις της ζήτησης τραπεζογραμμίων.

Το 2004 διακινήθηκαν συνολικά από τα ταμεία των ΕθνΚΤ 29,4 δισεκ. τεμάχια τραπεζογραμ-

μάτων ευρώ, δηλ. περίπου όσα και το 2003. Από τον Ιανουάριο μέχρι και το Δεκέμβριο του 2004 εκδόθηκαν συνολικά 30,4 δισεκ. τραπεζογραμμία και 29,7 δισεκ. τεμάχια επιστράφηκαν στις ΕθνΚΤ. Η συχνότητα επιστροφής των τραπεζογραμμίων, η οποία μετρείται ως ο λόγος των τραπεζογραμμίων που κατατίθενται στις ΕθνΚΤ προς τον αριθμό των τραπεζογραμμίων σε κυκλοφορία, παραμένει σχετικά σταθερή από το 2002, ενώ το 2004 διαμορφώθηκε σε 3,4 φορές κατ'έτος. Το 2004 καταστράφηκαν 3,8 δισεκ. τραπεζογραμμία ως ακατάλληλα προς χρήση.

### 3.2 Η ΠΑΡΑΧΑΡΑΞΗ ΤΡΑΠΕΖΟΓΡΑΜΜΑΤΙΩΝ ΕΥΡΩ ΚΑΙ Η ΑΠΟΤΡΟΠΗ ΤΗΣ

#### ΠΛΑΣΤΑ ΤΡΑΠΕΖΟΓΡΑΜΜΑΤΙΑ ΕΥΡΩ

Το ποσοστό των παραχαράξεων, το οποίο αυξανόταν διαρκώς το 2002 και κατά το μεγαλύτερο μέρος του 2003, είναι πλέον

**Πίνακας 14 Πλαστά τραπεζογραμμία κατά ονομαστική αξία**

	€5	€10	€20	€50
Ποσοστό %	1	5	24	48
	€100	€200	€500	Σύνολο
Ποσοστό %	17	4	1	100

Πηγή: Ευρωσύστημα.

σχετικά σταθερό. Από το δ' τρίμηνο του 2003 ως το τέλος του 2004, ο αριθμός των πλαστών τραπεζογραμματίων που αποσύρονταν από την κυκλοφορία ήταν κατά μέσο όρο 50.000 περίπου κάθε μήνα, με εποχικές διακυμάνσεις που συνέπιπταν με αυτές της κυκλοφορίας των γνήσιων τραπεζογραμματίων, π.χ. στη διάρκεια των εορτών. Ο συνολικός αριθμός των πλαστών τραπεζογραμματίων που διαβιβάστηκαν στα Εθνικά Κέντρα Ανάλυσης (National Analysis Centres – NAC)<sup>4</sup> το 2004 ήταν 594.000, δηλ. αυξήθηκε κατά 7,8% έναντι του 2003, με πολύ χαμηλότερο ρυθμό ανόδου από ό,τι το 2003. Το Διάγραμμα 40 παρουσιάζει τον αριθμό των πλαστών τραπεζογραμματίων που αποσύρονται από την κυκλοφορία, όπως έχει εξελιχθεί ανά εξάμηνο από την αρχή του 2002.

Από τον Πίνακα 14 φαίνεται ότι το τραπεζογραμμάτιο των 50 ευρώ παραμένει ο δημοφιλέστερος στόχος των παραχαρακτών, αν και κατά τη διάρκεια του έτους προέκυψαν κάποιες ενδείξεις ότι το οργανωμένο έγκλημα στρέφεται όλο και περισσότερο προς τα τραπεζογραμμάτια των 100, 200 και 500 ευρώ. Σε αυτές τις ονομαστικές αξίες έχουν εντοπιστεί μικρές ποσότητες πλαστών με ποιότητα άνω του μέσου όρου.

Συνολικά, είναι εμφανές ότι ο αριθμός των πλαστών (594.000 το 2004) αποτελεί ένα πολλαπλάσιο του μέσου αριθμού των γνήσιων τραπεζογραμματίων σε κυκλοφορία (8,9 δισεκ. τεμάχια το 2004). Το κοινό δεν πρέπει να ανησυχεί σχετικά με την ασφάλεια του

νομίσματος, διότι το ευρώ παραμένει ένα νόμισμα που χαίρει υψηλής προστασίας χάρη στα υπερσύγχρονα χαρακτηριστικά ασφαλείας του, αλλά και στην αποτελεσματικότητα των ευρωπαϊκών και εθνικών διωκτικών αρχών. Ωστόσο, το κοινό θα πρέπει να συνεχίσει να επαγρυπνεί. Η δοκιμασία γνησιότητας που περιλαμβάνει οπτικό έλεγχο/έλεγχο με την αφή/εξέταση υπό γωνία παραμένει επαρκής για τον εντοπισμό σχεδόν όλων των περιπτώσεων πλαστών.

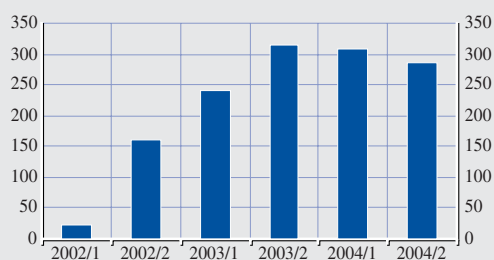
#### ΑΠΟΤΡΟΠΗ ΤΩΝ ΠΑΡΑΧΑΡΑΞΕΩΝ

Πέραν της συνεργασίας με τις ΕθνΚΤ, την Ευρωπόλ και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (συγκεκριμένα, την Ευρωπαϊκή Υπηρεσία Καταπολέμησης της Απάτης – OLAF), η ΕΚΤ υπέγραψε το 2004 συμφωνία συνεργασίας με την Ιντερπόλ για την προστασία του ευρώ και την καταπολέμηση των παραχαράξεων. Συμφωνίες συνεργασίας συνήφθησαν επίσης με τις κεντρικές τράπεζες δύο γειτονικών χωρών της ΕΕ (της Ουκρανίας και της Βουλγαρίας) και προβλέπεται η υπογραφή παρόμοιων συμφωνιών με άλλες χώρες στο μέλλον. Το Ευρωσύστημα συνέχισε ενεργά την εκπαίδευση φορέων που κατ' επάγγελμα χειρίζονται μετρητά (εντός και εκτός της ΕΕ) όσον αφορά την αναγνώριση και το χειρισμό των πλαστών τραπεζογραμματίων. Το Κέντρο Ανάλυσης Πλαστών Τραπεζογραμματίων που βρίσκεται στην ΕΚΤ και τα Εθνικά Κέντρα Ανάλυσης (NAC) συνεργάστηκαν με τις αστυνομικές αρχές για την καταπολέμηση των παραχαράξεων και οι τεχνικοί των NAC συνέδραμαν τις δικαστικές αρχές, όποτε τους ζητήθηκε, με πραγματογνωμοσύνες και τεχνικές συμβουλές.

Το Διεθνές Κέντρο για την Αποτροπή των Παραχαράξεων (ICDC) που εδρεύει στην ΕΚΤ συνέχισε να αξιολογεί τα νέα μηχανήματα αναπαραγωγής και τα νέα συστήματα αποτροπής των παραχαράξεων, καθώς και να επικουρεί την Ομάδα Κεντρικών Τραπεζών για την Πρόληψη των Παραχαράξεων (Central Bank Counterfeit Deterrence Group), η οποία συνε-

**Διάγραμμα 40 Αριθμός πλαστών τραπεζογραμματίων ευρώ που αποσύρθηκαν από την κυκλοφορία μεταξύ 2002 και 2004**

(χιλιάδες τεμάχια)



Πηγή: ΕΚΤ.

4 Πρόκειται για κέντρα που ιδρύθηκαν σε κάθε κράτος-μέλος της ΕΕ για την αρχική ανάλυση πλαστών τραπεζογραμματίων ευρώ σε εθνικό επίπεδο.

στήθη με κοινή πρωτοβουλία 27 κεντρικών τραπεζών παγκοσμίως.

### 3.3 ΕΚΔΟΣΗ ΚΑΙ ΠΑΡΑΓΩΓΗ ΤΡΑΠΕΖΟΓΡΑΜΜΑΤΙΩΝ

#### Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΣΤΟΝ ΚΥΚΛΟ ΤΩΝ ΜΕΤΡΗΤΩΝ

Το Δεκέμβριο του 2004 το Διοικητικό Συμβούλιο υιοθέτησε κοινές αρχές και στόχους σχετικά με το ρόλο και τις ευθύνες του Ευρωσυστήματος στον κύκλο των μετρητών. Ο ορισμός του ρόλου και των ευθυνών του Ευρωσυστήματος θα συμβάλει στη δημιουργία του Ενιαίου Χώρου Πληρωμών σε Ευρώ (βλ. Κεφάλαιο 3). Επίσης, με αυτό τον τρόπο εξασφαλίζεται ένα αξιόπιστο πλαίσιο για τους φορείς που συνεργάζονται με το Ευρωσύστημα (π.χ. τον τραπεζικό τομέα και τις εταιρίες χρηματοποστολών) στον κύκλο των μετρητών. Σύμφωνα με την αρχή της αποκέντρωσης, το Διοικητικό Συμβούλιο δεν καθιέρωσε ένα πλήρως εναρμονισμένο σύστημα για τις υπηρεσίες συναλλαγών σε μετρητά στη ζώνη του ευρώ. Ενώ είναι απαραίτητο να υπάρχει κάποιος βαθμός εναρμόνισης και τυποποίησης υπό την καθοδήγηση της ΕΚΤ, οι ΕθνΚΤ είναι αρμόδιες για την εφαρμογή σε εθνικό επίπεδο, λαμβάνοντας υπόψη το οικονομικό περιβάλλον και τη διάρθρωση του τραπεζικού τομέα της χώρας τους, το υφιστάμενο δίκτυο υποκαταστημάτων τους και το σχετικό μερίδιο των πληρωμών σε μετρητά ή/και των μακροχρόνιων συμβάσεων.

#### ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΕΚΤ ΓΙΑ ΤΟΝ ΕΝΤΟΠΙΣΜΟ ΠΛΑΣΤΩΝ ΚΑΙ ΤΗ ΔΙΑΛΟΓΗ ΤΡΑΠΕΖΟΓΡΑΜΜΑΤΙΩΝ ΩΣ ΚΑΤΑΛΛΗΛΩΝ ΠΡΟΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ

Μετά από διαβουλεύσεις με τον τραπεζικό τομέα και τις εταιρίες χρηματοποστολών, το Δεκέμβριο του 2004 η ΕΚΤ υιοθέτησε ένα πλαίσιο για τον εντοπισμό πλαστών και τη διαλογή τραπεζογραμματίων βάσει της ποιότητάς τους (“διαλογή τραπεζογραμματίων ως κατάλληλων προς κυκλοφορία”) από τα πιστωτικά ιδρύματα και τους φορείς που κατ’



επάγγελμα χειρίζονται μετρητά. Κύριοι σκοποί αυτού του πλαισίου είναι να εφαρμοστεί μια κοινή πολιτική για τη διαχείριση και την επεξεργασία τραπεζογραμματίων από τα πιστωτικά ιδρύματα και τους φορείς που κατ’ επάγγελμα χειρίζονται μετρητά, καθώς και να τους βοηθήσει να εκπληρώνουν τις υποχρεώσεις τους σε σχέση με τον εντοπισμό και την απόσυρση πλαστών τραπεζογραμματίων ευρώ σύμφωνα με το άρθρο 6 του Κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1338/2001 του Συμβουλίου. Οι ΕθνΚΤ θα εκδώσουν πράξεις εφαρμογής σε εθνικό επίπεδο το αργότερο μέχρι το τέλος του 2006. Προβλέπεται διετής μεταβατική περίοδος έως το τέλος του 2007 για την προσαρμογή των διαδικασιών και των μηχανημάτων που ήδη χρησιμοποιούνται από τα πιστωτικά ιδρύματα και τους φορείς που κατ’ επάγγελμα χειρίζονται μετρητά.

#### ΣΥΣΤΗΜΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ

Το 2004 παρήχθησαν συνολικά 1,6 δισεκ. τραπεζογραμμάτια, έναντι 3,1 δισεκ. το 2003. Αυτή η σημαντική μείωση οφειλόταν κυρίως στο ότι το 2003 χρειάστηκε να αντικατασταθούν λιγότερα τραπεζογραμμάτια από ό,τι αναμενόταν.

**Πίνακας 15 Κατανομή της παραγωγής τραπεζογραμματίων ευρώ το 2004**

Ονομαστική αξία	Ποσότητα (εκατομύρια τεμάχια)	ΕθνΚΤ που έχουν αναλάβει την παραγωγή
€5	-	-
€10	378	ΓΕΡ, ΓΑΛ, ΕΛΛ, ΙΡΛ, ΑΥΣ
€20	290	ΓΑΛ, ΠΟΡ
€50	683	ΒΕΛ, ΓΕΡ, ΙΣΠ, ΙΤΑ, ΟΛΛ
€100	124	ΙΤΑ, ΦΙΝ
€200	-	-
€500	124	ΓΕΡ, ΛΟΥ
Σύνολο	1.599	

Πηγή: ΕΚΤ.

Από το 2002 η παραγωγή των τραπεζογραμματίων ευρώ κατανέμεται μεταξύ των ΕθνΚΤ βάσει ενός αποκεντρωμένου συστήματος. Δηλαδή κάθε ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ είναι υπεύθυνη για την προμήθεια τραπεζογραμματίων των συγκεκριμένων ονομαστικών αξιών και του συγκεκριμένου ποσοστού των συνολικών αναγκών που της έχουν ανατεθεί. Ο Πίνακας 15 παρουσιάζει την κατανομή της παραγωγής το 2004.

Το σύστημα προμήθειας τραπεζογραμματίων που θα ισχύει στο μέλλον καθορίζεται στην Κατευθυντήρια Γραμμή ΕΚΤ/2004/18, η οποία εκδόθηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο το Σεπτέμβριο του 2004. Με αυτήν καθιερώνεται διαδικασία μειοδοτικών διαγωνισμών για την παραγωγή των τραπεζογραμματίων ευρώ, η οποία θα τεθεί σε εφαρμογή το αργότερο έως την 1η Ιανουαρίου 2012. Θα προηγηθεί μεταβατική περίοδος ώστε να προετοιμαστούν οι ΕθνΚΤ και τα εκτυπωτικά ιδρύματα για την εφαρμογή της νέας διαδικασίας. Αυτή η μεταβατική περίοδος θα αρχίσει το νωρίτερο την 1η Ιανουαρίου 2008, αλλά η ακριβής ημερομηνία έναρξης – η οποία θα οριστεί με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου – θα εξαρτηθεί από το αν θα επιτευχθεί μια κρίσιμη μάζα τόσο ως προς τον αριθμό των ΕθνΚΤ που θα συμφωνήσουν να συμμετάσχουν στην ενιαία διαδικασία μειοδοτικών διαγωνισμών του Ευρωσυστήματος όσο και ως προς τη συνολική ποσότητα τραπεζογραμματίων που θα αποτελέσει αντικείμενο των διαγωνισμών.

Η κατευθυντήρια γραμμή βασίζεται στην αρχή της ανοικτής οικονομίας της αγοράς με ελεύθερο ανταγωνισμό που ευνοεί την αποτελεσματική κατανομή πόρων, είναι δε σύμφωνη με το ευρωπαϊκό κοινοτικό δίκαιο του ανταγωνισμού. Συγκεκριμένα, σκοπός της διαδικασίας είναι να εξασφαλίσει την ίση μεταχείριση όλων των εκτυπωτικών ιδρυμάτων που επιθυμούν να συμμετάσχουν στους ενιαίους μειοδοτικούς διαγωνισμούς του Ευρωσυστήματος, καθώς και να εγγυηθεί τη διαφάνεια και την ασφάλεια της παραγωγής τραπεζογραμματίων ευρώ. Οι κανόνες των μειοδοτικών διαγωνισμών που καθορίζονται στην κατευθυντήρια γραμμή θα ισχύουν για το σύνολο των αναγκών του Ευρωσυστήματος σε τραπεζογραμμάτια. Όσες ΕθνΚΤ διαθέτουν ιδιόχρηστο εκτυπωτικό ίδρυμα θα μπορούν να αποφασίσουν ότι δεν θα συμμετάσχουν στην ενιαία διαδικασία μειοδοτικών διαγωνισμών του Ευρωσυστήματος, οπότε θα συνεχίσουν να παράγουν τα τραπεζογραμμάτια ευρώ που τους ανατίθενται στο δικό τους εκτυπωτικό ίδρυμα.

#### **ΤΡΑΠΕΖΟΓΡΑΜΜΑΤΙΑ ΠΟΛΥ ΜΙΚΡΗΣ ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ**

Ανταποκρινόμενο σε προτάσεις από διάφορες πλευρές, το Ευρωσύστημα εξέτασε τα πιθανά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της εισαγωγής τραπεζογραμματίων πολύ μικρής ονομαστικής αξίας, δηλ. του 1 ή/και των 2 ευρώ. Το Διοικητικό Συμβούλιο μελέτησε το ζήτημα προσεκτικά και αποφάσισε το Νοέμβριο του 2004 να μην αναθεωρήσει την απόφαση που είχε λάβει το 1998 σχετικά με τις ονομαστικές αξίες των τραπεζογραμματίων και ως εκ τούτου να μην εκδώσει τραπεζογραμμάτια του 1 ή των 2 ευρώ. Αφού αξιολόγησε όλα τα επιχειρήματα που προβλήθηκαν στη σχετική συζήτηση, το Διοικητικό Συμβούλιο κατέληξε στο συμπέρασμα ότι τα μειονεκτήματα της εισαγωγής τραπεζογραμματίων πολύ μικρής ονομαστικής αξίας υπερσχύουν των πλεονεκτημάτων. Οι κυριότεροι παράγοντες που οδήγησαν το Διοικητικό Συμβούλιο στην απόφαση αυτή ήταν η ανεπαρκής ζήτηση τραπεζογραμματίων πολύ μικρής ονομαστικής αξίας από την πλειονότητα των πολιτών της ζώνης του ευρώ, τα πρακτικά προβλήματα που θα

ανέκυπταν για τους περισσότερους από τους ενδιαφερόμενους τρίτους – π.χ. τις εμπορικές επιχειρήσεις και τον κλάδο των αυτόματων μηχανημάτων πώλησης – και το υψηλό κόστος εκτύπωσης και επεξεργασίας των τραπεζογραμματίων αυτών.



## 4 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Η ΕΚΤ, επικουρούμενη από τις ΕθνΚΤ, συλλέγει ευρύ φάσμα στατιστικών στοιχείων τα οποία δίνουν στο ΕΣΚΤ τη δυνατότητα να εκπληρώνει τα καθήκοντά του. Οι αναγκαίες στατιστικές πληροφορίες προέρχονται είτε από τις αρμόδιες εθνικές αρχές είτε απευθείας από τις οικονομικές μονάδες. Όπως και τα προηγούμενα έτη, το 2004 η παροχή στατιστικών στοιχείων εξελίχθηκε ομαλά, ενώ συνεχίστηκαν οι προσπάθειες για την περαιτέρω βελτίωση του στατιστικού πλαισίου και άρχισαν να δημοσιεύονται νέα στατιστικά στοιχεία σύμφωνα με τη μεσοπρόθεσμη στρατηγική της ΕΚΤ στον τομέα της στατιστικής. Επίσης, η ΕΚΤ διοργάνωσε το δεύτερο συνέδριο στατιστικής, αυτή τη φορά με θέμα τη χρήση των στατιστικών στοιχείων στη χάραξη της νομισματικής και της οικονομικής πολιτικής.

Στον τομέα των δημοσιονομικών στατιστικών στοιχείων, τα οποία είναι απαραίτητα για την εφαρμογή του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης και την επίβλεψη των δημόσιων οικονομικών, εξακολουθούν να εκκρεμούν ζητήματα, κυρίως σε σχέση με την αξιοπιστία των στοιχείων. Αρμόδια για την παροχή αυτών των στατιστικών στοιχείων είναι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Eurostat), επικουρούμενη από τις εθνικές στατιστικές υπηρεσίες κατά περίπτωση και τις ΕθνΚΤ. Η ΕΚΤ χρησιμοποιεί εκτενώς γενικά οικονομικά στατιστικά στοιχεία, τα οποία ως επί το πλείστον συλλέγει και καταρτίζει η Eurostat. Η παροχή αυτών των στατιστικών στοιχείων για τη ζώνη του ευρώ βελτιώθηκε περαιτέρω σε ορισμένους τομείς, π.χ. όσον αφορά την εγκαιρότητα των τριμηνιαίων στοιχείων για το ΑΕΠ, την ποιότητα της προκαταρκτικής εκτίμησης για τον ΕνΔΤΚ και τη διαθεσιμότητα βραχυπρόθεσμων δεικτών για τις επιχειρήσεις. Λαμβάνοντας υπόψη τις εξελίξεις των τελευταίων ετών, το Δεκέμβριο του 2004 η ΕΚΤ δημοσίευσε έκθεση όπου αξιολογούνται οι ανάγκες όσον αφορά τα γενικά οικονομικά στατιστικά στοιχεία (“Review of the requirements in the field of general economic statistics”).



### 4.1 ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΒΕΛΤΙΩΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΓΙΑ ΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Παρά τα σημαντικά επιτεύγματα όσον αφορά το στατιστικό πλαίσιο και παρά την εν γένει καλή ποιότητα των στατιστικών στοιχείων για τη ζώνη του ευρώ, εξακολουθούν να χρειάζονται περαιτέρω βελτιώσεις του συνολικού στατιστικού πλαισίου για τη ζώνη του ευρώ. Τα στατιστικά στοιχεία πρέπει να είναι σε θέση να παρακολουθούν το συντελούμενο μετασχηματισμό της οικονομίας. Επίσης, ορισμένα κενά στο στατιστικό πλαίσιο που έχουν επισημάνει οι χρήστες εντός και εκτός της ΕΚΤ πρέπει κατά το δυνατόν να καλυφθούν. Το 2004 η ΕΚΤ ξεκίνησε μελέτες για την περαιτέρω βελτίωση του συνολικού στατιστικού πλαισίου. Δεδομένου ότι οι στατιστικές μεταρρυθμίσεις απαιτούν πολύ χρόνο, τα αποτελέσματα θα πρέπει να αναμένονται μεσοπρόθεσμα.

Σημαντικό στοιχείο του στατιστικού πλαισίου για τη ζώνη του ευρώ είναι ο σχεδιασμός και η κατάρτιση ενός συστήματος τριμηνιαίων εθνικών λογαριασμών ανά θεσμικό τομέα, το οποίο μελετά το Ευρωσύστημα σε συνεργασία με την Eurostat και τις εθνικές στατιστικές υπηρεσίες. Οι καλυπτόμενοι θεσμικοί τομείς είναι: “νοικοκυριά”, “μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις”, “χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις”, “κυβέρνηση” και “υπόλοιπος

κόσμος”. Αυτά τα στατιστικά στοιχεία θα αναδεικνύουν τις διασυνδέσεις μεταξύ αυτών των τομέων και μεταξύ χρηματοοικονομικών και μη χρηματοοικονομικών συναλλαγών στην οικονομία. Προβλέπεται ότι θα δημοσιεύεται μια αρκετά μακρά χρονολογική σειρά αυτών των λογαριασμών κατά τομέα λίγο μετά το τέλος της περιόδου που αφορούν τα στοιχεία, οπότε θα είναι δυνατόν να εντοπίζονται οι άμεσες επιδράσεις της νομισματικής πολιτικής και η μετάδοσή τους από το χρηματοπιστωτικό τομέα στους λοιπούς τομείς της οικονομίας της ζώνης του ευρώ και, επιπλέον, να αναλύονται ακριβέστερα οι επιπτώσεις των οικονομικών διαταραχών στη ζώνη του ευρώ. Με βάση αυτή τη χρονολογική σειρά μπορούν να γίνονται και πολλές άλλες αναλύσεις. Στους τριμηνιαίους λογαριασμούς ανά θεσμικό τομέα περιλαμβάνονται επίσης διάφοροι βασικοί δείκτες που είναι απαραίτητοι για την ανάλυση του οικονομικού κύκλου και τη διενέργεια προβλέψεων.

Η ενσωμάτωση του Διεθνούς Λογιστικού Προτύπου 39 (ΔΛΠ 39) περί χρηματοπιστωτικών μέσων στο ευρωπαϊκό κοινοτικό δίκαιο μέσω Κανονισμού της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ο οποίος επιβάλλει την εφαρμογή του εν λόγω προτύπου από όλες τις εισηγμένες εταιρίες από 1ης Ιανουαρίου 2005 κατέστησε αναγκαία την τροποποίηση του Κανονισμού της ΕΚΤ για την ενοποιημένη λογιστική κατάσταση του τομέα των NXI (ΕΚΤ/2001/13), ούτως ώστε να διατηρηθεί η εννοιολογική βάση της νομισματικής στατιστικής. Ο τροποποιητικός Κανονισμός (ΕΚΤ/2004/21), ο οποίος τέθηκε σε ισχύ την 1η Ιανουαρίου 2005, εξασφαλίζει ότι, με όποια μορφή και αν υιοθετηθεί τελικά το ΔΛΠ 39, τα NXI θα εξακολουθήσουν να αναφέρουν τα υπόλοιπα των δανείων και των καταθέσεων τους στην ονομαστική τους αξία ανεξάρτητα από τις αλλαγές που μπορεί να επέλθουν μετά την ημερομηνία αυτή στο κοινοτικό νομικό πλαίσιο που διέπει τη λογιστική.

## 4.2 ΝΕΑ Ή ΕΠΑΥΣΗΜΕΝΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Το 2004 η ΕΚΤ άρχισε να δημοσιεύει ορισμένα νέα στατιστικά στοιχεία τα οποία έχουν σημασία για τη νομισματική πολιτική και τα λοιπά καθήκοντα της ΕΚΤ, καθώς και για την οικονομική πολιτική εν γένει, και ενδιαφέρουν τους συμμετέχοντες στην αγορά και το ευρύ κοινό.

Την άνοιξη του 2004 η ΕΚΤ, σε συνεργασία με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, δημοσίευσε για πρώτη φορά μηνιαία στατιστικά στοιχεία για τα μακροπρόθεσμα επιτόκια στα δέκα νέα κράτη-μέλη της ΕΕ, τα οποία είναι αναγκαία για να αξιολογηθεί αν επέτυχαν τον υψηλό βαθμό σύγκλισης που απαιτείται για την ένταξή τους στην ΟΝΕ. Επίσης, από τον Ιούνιο του 2004 η ΕΚΤ δημοσιεύει τη νομισματική παρουσίαση του ισοζυγίου πληρωμών της ζώνης του ευρώ σε μηνιαία βάση. Επιπλέον, η ΕΚΤ και η Eurostat δημοσίευσαν έκθεση για τις ξένες άμεσες επενδύσεις, με την οποία πρότειναν βελτιωμένες μεθόδους κατάρτισης των σχετικών στατιστικών στοιχείων. Όσον αφορά το ισοζύγιο πληρωμών της ζώνης του ευρώ, αυτή τη στιγμή είναι διαθέσιμα τριμηνιαία στοιχεία για το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών από το 1980 και εξής. Σε σχέση με τις σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες του ευρώ, επικαιροποιήθηκαν οι συντελεστές στάθμισης ως προς τις εμπορικές συναλλαγές που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό των δεικτών, αυξήθηκε η γεωγραφική κάλυψη και οι νέες σειρές άρχισαν να δημοσιεύονται από το Σεπτέμβριο του 2004. Τα στατιστικά στοιχεία για τις ροές και τα αποθέματα εισηγμένων μετοχών της ζώνης του ευρώ δημοσιεύονται πλέον σε μηνιαία βάση και περιλαμβάνουν τις ακαθάριστες εκδόσεις, τις εξαγορές και την αξία όλων των κυκλοφορούντων εισηγμένων μετοχών που εκδίδονται από κατοίκους της ζώνης του ευρώ.

Στο πλαίσιο του σχεδίου δράσης του Συμβουλίου ECOFIN σχετικά με τις στατιστικές απαιτήσεις της ΟΝΕ, η ΕΚΤ δημοσίευσε το 2004 μια συνολική δέσμη τριμηνιαίων μη

χρηματοπιστωτικών και χρηματοπιστωτικών λογαριασμών για τον τομέα της κυβέρνησης. Έχουν ήδη αρχίσει εργασίες για την ενσωμάτωση αυτών των στατιστικών στοιχείων στους τριμηνιαίους εθνικούς λογαριασμούς ανά θεσμικό τομέα.

Επίσης, το 2004 η ΕΚΤ βελτίωσε το νομικό της πλαίσιο ώστε να καταστήσει δυνατή τη δημοσίευση νέων στατιστικών στοιχείων στο μέλλον. Αναθεωρήθηκαν η Κατευθυντήρια Γραμμή και η Σύσταση της ΕΚΤ σχετικά με τις απαιτήσεις της ΕΚΤ για παροχή στατιστικών στοιχείων στον τομέα του ισοζυγίου πληρωμών και της διεθνούς επενδυτικής θέσης και το πρότυπο των διεθνών διαθεσίμων. Τον Ιανουάριο του 2005 η ΕΚΤ άρχισε να δημοσιεύει επαυξημένα στατιστικά στοιχεία στον τομέα αυτό, τα οποία περιλαμβάνουν ανάλυση κατά γεωγραφική περιοχή. Επιπλέον, η ΕΚΤ εξέδωσε ερμηνευτικές εγκυκλίους για τα στατιστικά στοιχεία της λογιστικής κατάστασης των ΝΧΙ σε σχέση με τη διεύρυνση της ΕΕ. Αυτές οι ερμηνευτικές εγκυκλίους στοχεύουν στη σαφή και συνεπή κατανόηση των υποχρεώσεων και των προτύπων που ορίζει ο Κανονισμός ΕΚΤ/2003/10.

Το 2004 έγιναν προσπάθειες για να βελτιωθεί η διάδοση των στατιστικών στοιχείων και να αυξηθεί η δυνατότητα πρόσβασης σ' αυτά. Τόσο το Μηνιαίο Δελτίο της ΕΚΤ, το οποίο κυκλοφόρησε με τη νέα του μορφή τον Ιανουάριο του 2004, όσο και ο δικτυακός τόπος της ΕΚΤ, ο οποίος αναβαθμίστηκε τον Ιούνιο του 2004, περιλαμβάνουν βελτιωμένα στατιστικά τμήματα.

### **4.3 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΑ ΔΗΜΟΣΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ**

Το 2004 δημιουργήθηκαν σοβαρές ανησυχίες σχετικά με την αξιοπιστία των στατιστικών στοιχείων που απαιτούνται για την επίβλεψη των δημόσιων οικονομικών όπως προβλέπεται στη Συνθήκη και το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Η ΕΚΤ εξέφρασε την πλήρη υποστήριξή της προς τη δήλωση του

Συμβουλίου ECOFIN σχετικά με τα ορθά πρότυπα για την κατάρτιση και υποβολή στατιστικών στοιχείων μετά την άτυπη σύνοδο του στο Σεβενίγκεν στις 11 Σεπτεμβρίου 2004. Τα πρότυπα αυτά αναμένεται να ενισχύσουν την ανεξαρτησία, την ακεραιότητα και τη λογοδοσία των εθνικών στατιστικών υπηρεσιών. Η ΕΚΤ συνεργάζεται στενά με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στο θέμα αυτό, ιδίως μέσω της Επιτροπής Στατιστικών για Θέματα Νομισματικά, Χρηματοπιστωτικά και Ισοζυγίου Πληρωμών, στην οποία συμμετέχουν υψηλόβαθμοι στατιστικολόγοι από την Eurostat, τις εθνικές στατιστικές υπηρεσίες, τις ΕθνΚΤ και την ΕΚΤ. Η εφαρμογή της Κατευθυντήριας Γραμμής της ΕΚΤ για τα δημοσιονομικά στατιστικά στοιχεία, η οποία υιοθετήθηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο το Φεβρουάριο του 2005, θα βελτιώσει περαιτέρω την καταγραφή των δημοσιονομικών μεγεθών της ζώνης του ευρώ και θα αποτελέσει ένα ακόμη βήμα για την καθιέρωση ποιοτικών προτύπων που θα εξασφαλίσουν ένα πληρέστερο σύνολο δημοσιονομικών στοιχείων για τις ανάγκες της εποπτείας των δημόσιων οικονομικών.

## 5 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ

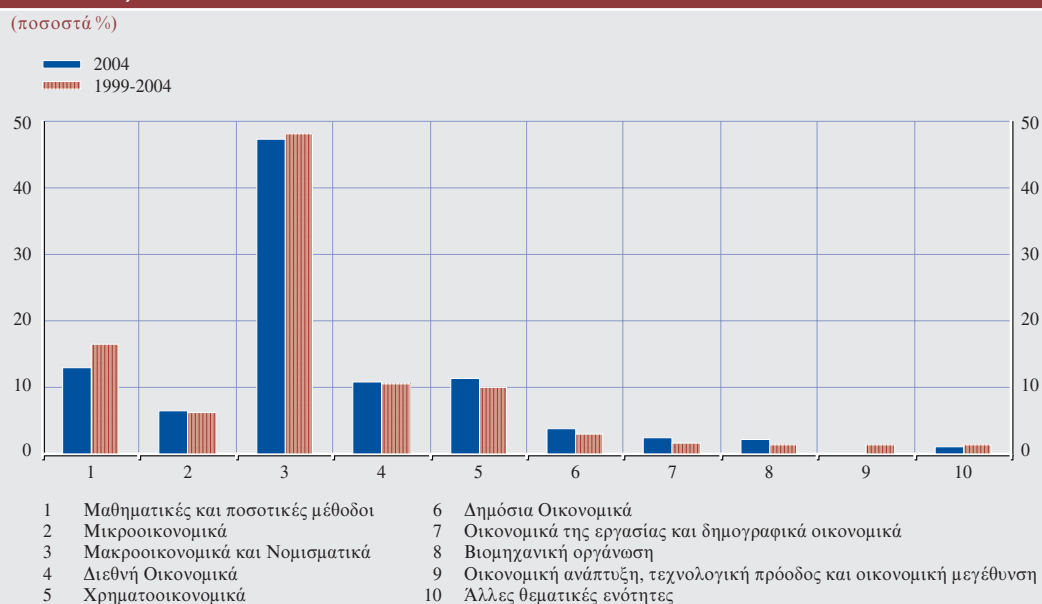
Σκοπός της οικονομικής έρευνας που διεξάγεται στην ΕΚΤ είναι να συγκροτεί μια ισχυρή θεωρητική και εμπειρική βάση για τη χάραξη πολιτικής. Έτσι, η οικονομική έρευνα που διεξάγεται στο πλαίσιο του Ευρωσυστήματος επιδιώκει να μελετήσει τη λειτουργία της οικονομίας της ζώνης του ευρώ και να προσφέρει αναλύσεις, μακροοικονομικά υποδείγματα και άλλα εργαλεία που είναι χρήσιμα για την άσκηση της οικονομικής πολιτικής της ΕΚΤ και των εκπλήρωση των λοιπών καθηκόντων του Ευρωσυστήματος.

Πέντε χρόνια μετά την ίδρυσή της, η ΕΚΤ ανέθεσε σε τρεις ανεξάρτητους εξωτερικούς εμπειρογνώμονες να αξιολογήσουν τις δραστηριότητές της στον τομέα της οικονομικής έρευνας σύμφωνα με αυστηρά επιστημονικά κριτήρια και να εκτιμήσουν κατά πόσον η έρευνα που διεξάγεται στην ΕΚΤ από το 1998 έχει συμβάλει στην επίτευξη των σκοπών της. Η έκθεση των εμπειρογνομώνων, η οποία δημοσιεύεται στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ,<sup>5</sup> αξιολογεί θετικά την έρευνα που διεξάγεται στην ΕΚΤ με γνώμονα την επιστημονική ποιότητα και την παραγόμενη

προστιθέμενη αξία, τη συνάφειά της με την άσκηση της νομισματικής πολιτικής και την εκπλήρωση των λοιπών καθηκόντων της ΕΚΤ και την απήχυσή της στην ακαδημαϊκή κοινότητα και σε άλλους εκτός της ΕΚΤ φορείς λήψεως αποφάσεων. Σύμφωνα με τις συμβατικές τους υποχρεώσεις, οι εμπειρογνώμονες διατύπωσαν ορισμένες συστάσεις για την περαιτέρω βελτίωση των ερευνητικών δραστηριοτήτων. Οι συστάσεις αφορούσαν πέντε τομείς: τα κίνητρα για τη διεξαγωγή έρευνας υψηλής ποιότητας από τους οικονομολόγους της ΕΚΤ, τη μακροχρόνια διαχείριση του ανθρώπινου κεφαλαίου, την εμπέλεια και το συντονισμό των ερευνητικών δραστηριοτήτων στις διάφορες υπηρεσιακές μονάδες της ΕΚΤ, την υποστήριξη της έρευνας, καθώς και τη δημοσιοποίηση και διάδοση των πορισμάτων της. Πολλές από τις προτεινόμενες βελτιώσεις συμπίπτουν με την αξιολόγηση που έχει κάνει η ίδια η ΕΚΤ και έχουν ληφθεί μέτρα για την υλοποίησή τους.

5 M. Goodfriend, R. König and R. Repullo, "External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank", 2004.

**Διάγραμμα 41 Σειρά Working Papers της ΕΚΤ (ταξινόμηση του Journal of Economic Literature)**



Πηγή: ΕΚΤ.

## 5.1 Η ΘΕΜΑΤΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Η θεματολογία της έρευνας για το 2004 καλύπτει έξι ενότητες: μακροοικονομικά και νομισματικά, διεθνή μακροοικονομικά και χρηματοοικονομικά, χρηματοπιστωτική σταθερότητα και χρηματοπιστωτική ενοποίηση, μακροοικονομικά υποδείγματα της ζώνης του ευρώ, γενικά οικονομικά και διαρθρωτικά θέματα. Σημαντικές ερευνητικές προσπάθειες έγιναν σχετικά με τη διεύρυνση της ζώνης του ευρώ και τις οικονομίες των νέων κρατών-μελών της ΕΕ. Στο πλαίσιο αυτό, έγιναν μελέτες για την προετοιμασία της επόμενης διεύρυνσης της ζώνης του ευρώ, ιδίως σε σχέση με τα εργαλεία ανάλυσης που χρησιμοποιούνται για μακροοικονομικές προβολές.

Το μεγαλύτερο μέρος των πορισμάτων του ερευνητικού έργου που διεξάγεται από την ίδια την ΕΚΤ ή με τη συμμετοχή της παρουσιάζεται στη σειρά “Working Papers” και δευτερευόντως στη σειρά “Occasional Papers” της ΕΚΤ, καθώς και σε διάφορα συνέδρια και εργαστήρια. Το 2004 δημοσιεύθηκαν 126 Working Papers της ΕΚΤ (έναντι 97 το 2003). Πολλά από τα Working Papers που εκδόθηκαν αφότου εγκαινιάστηκε η σειρά το 1999 έχουν ήδη δημοσιευθεί ή πρόκειται να δημοσιευθούν σε επιστημονικά περιοδικά (130) ή βιβλία (30). Καθώς υπάρχουν μεγάλες καθυστερήσεις μέχρι τη δημοσίευση λόγω της διαδικασίας αξιολόγησης των κειμένων από τρίτους οικονομολόγους, αυτή η ήδη σημαντική αναλογία αναμένεται να αυξηθεί το 2005. Το Διάγραμμα 41 δείχνει τη σαφή υπεροχή των θεμάτων που συνδέονται με την άσκηση οικονομικής πολιτικής. Οι μελέτες της σειράς “Working Papers” της ΕΚΤ χωρίζονται σε θεματικές κατηγορίες σύμφωνα με την ταξινόμηση του Journal of Economic Literature. Το θέμα που καλύπτεται συχνότερα στη σειρά αυτή είναι τα “μακροοικονομικά και νομισματικά”, και ακολουθούν οι “μαθηματικές και ποσοτικές μέθοδοι”, τα “χρηματοοικονομικά” και τα “διεθνή οικονομικά”.

Στη διάρκεια του 2004 η ΕΚΤ διοργάνωσε πολλά συνέδρια και εργαστήρια, όπως το τρίτο



συνέδριο κεντρικών τραπεζών (ECB Central Banking Conference) με θέμα “Τα νέα κράτη-μέλη της ΕΕ: σύγκλιση και σταθερότητα”, το οποίο κάλυψε τρία επιμέρους ζητήματα: τον οικονομικό και διαρθρωτικό μετασχηματισμό των νέων κρατών-μελών της ΕΕ, τους διεθνείς οικονομικούς δεσμούς τους, τις μακροοικονομικές επιδόσεις τους και τη μακροοικονομική προσαρμογή τους. Σε συνεργασία με την ΤΔΔ και τις κεντρικές τράπεζες της ομάδας των 10 (G10), η ΕΚΤ ανήγγειλε την έκδοση νέου επιστημονικού περιοδικού με τίτλο “International Journal of Central Banking” (βλ. Κεφάλαιο 6).

## 5.2 ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΑ ΔΙΚΤΥΑ

Σε πολλές περιπτώσεις η έρευνα της ΕΚΤ διεξάγεται στο πλαίσιο οργανωμένων δικτύων, δηλ. ομάδων ερευνητών που συνεργάζονται σε προγράμματα ευρέος φάσματος και πολλαπλής στόχευσης. Στα δίκτυα αυτά συμμετέχουν οικονομολόγοι από την ΕΚΤ, από τις ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ, από άλλες κεντρικές τράπεζες και από οργανισμούς που χαράζουν πολιτική, καθώς και πανεπιστημιακοί. Η ΕΚΤ συμμετέχει στα ερευνητικά δίκτυα, τα συντονίζει και παρέχει οργανωτική υποστήριξη, μόνη της ή από κοινού με άλλα ιδρύματα.

Το 2003, με σκοπό την ανάλυση της δυναμικής του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ και στις



εθνικές οικονομίες, δημιουργήθηκε το Ερευνητικό Δίκτυο του Ευρωσυστήματος για τη Μελέτη της Εμμοής του Πληθωρισμού (Eurosystem Inflation Persistence Network), στο οποίο συμμετέχουν ερευνητές από όλες τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος. Για τη μελέτη του φαινομένου χρησιμοποιείται ένα ευρύ φάσμα στοιχείων, όπως στοιχεία για τις τιμές καταναλωτή και παραγωγού κατά ομάδες αγαθών και υπηρεσιών και κατά τομέα, μακροοικονομικοί ρυθμοί πληθωρισμού και αποτελέσματα ερευνών συγκυρίας. Τα τελικά πορίσματα αναμένονται το 2005. Το 2004 διεξήχθη μεγάλο μέρος της εμπειρικής ανάλυσης, ένα υποσύνολο πορισμάτων δημοσιεύθηκε στη σειρά “Working Papers” της ΕΚΤ και παραλήφθηκαν τα σχόλια της ακαδημαϊκής κοινότητας. Μέρος των πορισμάτων παρουσιάστηκε επίσης σε διάφορα διεθνή εργαστήρια και συνέδρια, μεταξύ των οποίων ένα συνέδριο που διοργανώθηκε από το δίκτυο το Δεκέμβριο του 2004 και φιλοξενήθηκε από την ΕΚΤ. Τα σχόλια των άλλων συνέδρων θα αξιοποιηθούν στην τελική φάση της ανάλυσης που διεξάγει το δίκτυο. Μέχρι στιγμής, το δίκτυο έχει διαπιστώσει ότι οι τιμές των επιμέρους καταναλωτικών αγαθών και υπηρεσιών μεταβάλλονται με σχετικά χαμηλή συχνότητα στη ζώνη του ευρώ (μία φορά το χρόνο κατά μέσο όρο). Όταν όμως σημειώνονται προσαρμογές των τιμών, τείνουν να είναι μεγάλες και αφορούν σχεδόν εξίσου αυξήσεις και μειώσεις των τιμών. Οι τιμές των υπηρεσιών παρουσιάζουν συχνότερα δυσκαμψία από ό,τι οι τιμές των αγαθών και οι δυσκαμψίες των τιμών τείνουν να είναι μεγαλύτερες κατά μέσο όρο στη ζώνη του ευρώ από ό,τι στις ΗΠΑ. Επιπλέον, τα πορίσματα της έρευνας του δικτύου δείχνουν ότι η εμμοή του πληθωρισμού μπορεί να εξαρτάται από το νομισματικό καθεστώς και την πολιτική όσον αφορά τον πληθωρισμό και ότι, *ceteris paribus*, τείνει να είναι χαμηλότερη όταν οι προσδοκίες σταθερότητας των τιμών είναι παγιωμένες στην οικονομία.

Το Ερευνητικό Δίκτυο για τον Οικονομικό Κύκλο της Ζώνης του Ευρώ (Euro Area Business-Cycle Network), το οποίο οργανώθηκε σε

συνεργασία με το Centre for Economic Policy Research (CEPR), μελετά τον οικονομικό κύκλο της ζώνης του ευρώ. Συμμετέχουν ερευνητές από την ακαδημαϊκή κοινότητα, από κεντρικές τράπεζες και από άλλα συναφή ιδρύματα. Το 2004 το Δίκτυο διοργάνωσε στην κεντρική τράπεζα του Βελγίου και το Πανεπιστήμιο Bocconi δεύτερο επιμορφωτικό πρόγραμμα με αντικείμενο τα παραγοντικά υποδείγματα και τις μεθοδολογίες ανάλυσης του οικονομικού κύκλου. Διοργανώθηκαν επίσης δύο εργαστήρια: το πρώτο αφορούσε τον οικονομικό κύκλο στα νέα κράτη-μέλη και τις εντασσόμενες χώρες και φιλοξενήθηκε από την κεντρική τράπεζα της Αυστρίας, ενώ το δεύτερο είχε θέμα τις τελευταίες προόδους στο συνδυασμό προβλέψεων και φιλοξενήθηκε από την κεντρική τράπεζα του Βελγίου. Από τις αρχές του 2004, σημαντικό μέρος των πορισμάτων του δικτύου δημοσιεύεται σε μια νέα σειρά “Discussion papers” σε συνεργασία με το CEPR.

Το Ερευνητικό Δίκτυο για τις Αγορές Κεφαλαίων και την Ενοποίηση των Χρηματοπιστωτικών Αγορών στην Ευρώπη (Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe), το οποίο συνεστήθη το 2002 από την ΕΚΤ και το Center of Financial Studies (CFS), έχει στόχο να ενθαρρύνει την έρευνα στον τομέα της πολιτικής για την ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών συστημάτων στην Ευρώπη και τις διεθνείς συνδέσεις τους. Με την ευκαιρία της συμπλήρωσης δύο ετών λειτουργίας, το δίκτυο διοργάνωσε συμπόσιο στη Φραγκφούρτη το Μάιο του 2004 (βλ. Πλαίσιο 12). Η ΕΚΤ και το CFS αποφάσισαν να συνεχίσουν τις δραστηριότητες του δικτύου έως το 2007, προσθέτοντας τρεις τομείς προτεραιότητας: (α) σχέση μεταξύ ενοποίησης και σταθερότητας των χρηματοπιστωτικών συστημάτων, (β) ένταξη στην ΕΕ, ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος και ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών και (β) εκσυγχρονισμός του χρηματοπιστωτικού συστήματος και οικονομική ανάπτυξη στην Ευρώπη. Στους τομείς αυτούς επεκτάθηκαν και οι υποτροφίες Lamfalussy (“Lamfalussy



Fellowship”), ερευνητικό πρόγραμμα που δημιουργήθηκε στο πλαίσιο του δικτύου.

### 5.3 ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ ΤΗΣ ΖΩΝΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Αξιοσημείωτη εξέλιξη στον τομέα της κατασκευής μακροοικονομικών υποδειγμάτων το 2004 αποτέλεσε η έναρξη των εργασιών για τη δημιουργία της νέας γενεάς του “Υποδείγματος για τη Ζώνη του Ευρώ” (Area-Wide Model) το οποίο τηρεί η ΕΚΤ. Η αναθεώρηση του υποδείγματος γίνεται σύμφωνα με τις τελευταίες εξελίξεις στη μακροοικονομική θεωρία και στις μεθόδους εκτιμήσεων. Αντίθετα με τα παλαιότερα υποδείγματα, η νέα γενεά μακροοικονομικών υποδειγμάτων, τα οποία είναι γνωστά ως δυναμικά στοχαστικά υποδείγματα γενικής ισορροπίας, βασίζονται πολύ περισσότερο σε μικροοικονομικές έννοιες. Με τη συμβολή της έρευνας που διεξάγεται στην ΕΚΤ, αυτή τη στιγμή είναι επαρκώς εξελιγμένα ώστε να χρησιμοποιούνται στον τομέα της οικονομικής πολιτικής.<sup>6</sup> Εξελίσσονται ταχύτατα σε πρότυπο για την ανάλυση που διενεργείται για τους σκοπούς της οικονομικής πολιτικής και, όλο και περισσότερο, για τις προβλέψεις των κεντρικών τραπεζών και των οργανισμών χάραξης οικονομικής πολιτικής. Για να διευκολύνει την κατασκευή του νέου υποδείγματος, η ΕΚΤ συνεργάζεται με το Συμβούλιο Διοικητών του Ομοσπονδιακού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών των ΗΠΑ και το ΔΝΤ, καθώς οι οργανισμοί αυτοί κατασκευάζουν και χρησιμοποιούν παρόμοια υποδείγματα. Η ΕΚΤ και το Ομοσπονδιακό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών των ΗΠΑ συνεργάζονται μέσω του Διεθνούς Φόρουμ Έρευνας για τη Νομισματική Πολιτική

(International Research Forum on Monetary Policy), μια πρωτοβουλία που προάγει την έρευνα σε σημαντικά θέματα νομισματικής πολιτικής παγκόσμιου ενδιαφέροντος. Οι τεχνικές μελέτες για τη νέα γενεά του Υποδείγματος για τη Ζώνη του Ευρώ αναμένεται να συνεχιστούν καθ’ όλη τη διάρκεια του 2005, ενώ τα οριστικά πορίσματα θα ανακοινωθούν σε ανοικτό συνέδριο.

6 Η συμβολή των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ στον τομέα αυτό υπήρξε καθοριστική. Βλ. F. Smets and R. Wouters, “An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area”, ECB Working Paper 171, το οποίο δημοσιεύθηκε στο *Journal of the European Economic Association*, τόμος 1, τεύχος 5, 2003, σελ. 1123-1175. Για το έργο αυτό η Ένωση Ευρωπαίων Οικονομολόγων απένευσε στους συγγραφείς το εξαιρετικά τιμητικό μετάλλιο Hicks-Tinbergen.

## 6 ΛΟΙΠΑ ΚΑΘΗΚΟΝΤΑ ΚΑΙ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ

### 6.1 ΣΥΜΜΟΡΦΩΣΗ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΑΠΑΓΟΡΕΥΣΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΚΑΙ ΠΡΟΝΟΜΙΑΚΗΣ ΠΡΟΣΒΑΣΗΣ

Σύμφωνα με το Άρθρο 237 (δ) της Συνθήκης, έχει ανατεθεί στην ΕΚΤ το καθήκον να παρακολουθεί τη συμμόρφωση των 25 ΕθνΚΤ της ΕΕ και της ΕΚΤ προς τις διατάξεις των Άρθρων 101 και 102 της Συνθήκης και των Κανονισμών (ΕΚ) αριθ. 3603/93 και 3604/93 του Συμβουλίου. Το Άρθρο 101 απαγορεύει στην ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ να παρέχουν διευκολύνσεις υπεραναλήψεων ή άλλου είδους πιστωτικές διευκολύνσεις προς κυβερνήσεις και κοινοτικά όργανα ή οργανισμούς, καθώς και να αγοράζουν χρεόγραφα απευθείας από αυτούς. Το Άρθρο 102 απαγορεύει οποιοδήποτε μέτρο – εφόσον δεν υπαγορεύεται από λόγους προληπτικής εποπτείας – που θεσπίζει προνομιακή πρόσβαση των κυβερνήσεων και των κοινοτικών οργάνων ή οργανισμών σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Παράλληλα με την ΕΚΤ, τη συμμόρφωση των κρατών-μελών προς τις ανωτέρω διατάξεις παρακολουθεί και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Η ΕΚΤ παρακολουθεί επίσης τις αγορές χρεογράφων τόσο του εγχώριου δημόσιου τομέα όσο και του δημόσιου τομέα άλλων κρατών-μελών τις οποίες πραγματοποιούν οι κεντρικές τράπεζες της ΕΕ στη δευτερογενή αγορά. Σύμφωνα με το σκεπτικό του Κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 3603/93 του Συμβουλίου, η απόκτηση χρεογράφων του Δημοσίου στη δευτερογενή αγορά δεν πρέπει να χρησιμοποιείται για την καταστρατήγηση του Άρθρου 101 της Συνθήκης. Οι αγορές αυτές δεν πρέπει να αποτελούν μορφή έμμεσης νομισματικής χρηματοδότησης του δημόσιου τομέα.

### 6.2 ΣΥΜΒΟΥΛΕΥΤΙΚΕΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΕΣ

Σύμφωνα με το Άρθρο 105 (4) της Συνθήκης και το Άρθρο 4 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ, τα ενδιαφερόμενα κοινοτικά όργανα και οι αρμόδιες εθνικές αρχές,<sup>7</sup> κατά περίπτωση, ζητούν τη γνώμη της ΕΚΤ για κάθε σχέδιο κοινοτικής ή εθνικής νομοθετικής διάταξης που εμπίπτει στο πεδίο αρμοδιοτήτων της. Τα όρια

και οι προϋποθέσεις που ισχύουν όταν οι εθνικές αρχές ζητούν τη γνώμη της ΕΚΤ για προτεινόμενες νομοθετικές ρυθμίσεις προβλέπονται στην Απόφαση 98/415/ΕΚ του Συμβουλίου της 29ης Ιουνίου 1998. Όλες οι Γνώμες της ΕΚΤ δημοσιεύονται στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ. Από τον Ιανουάριο του 2005, οι Γνώμες για σχέδια εθνικής νομοθεσίας δημοσιεύονται κατά κανόνα αμέσως μετά την έκδοσή τους και την κοινοποίησή τους στην αρχή που ζήτησε τη γνώμη της ΕΚΤ, όπως ίσχυε ήδη και για τις Γνώμες επί σχεδίων νομοθεσίας της ΕΕ.

Το 2004 ζητήθηκε η γνωμοδότηση της ΕΚΤ συνολικά 41 φορές, 32 από εθνικές αρχές και 9 από το Συμβούλιο της ΕΕ. Κατάλογος των γνωμοδοτήσεων της ΕΚΤ κατά το 2004 περιέχεται στο σχετικό παράρτημα της παρούσας Έκθεσης. Από τις γνώμες που εκδόθηκαν μετά από αίτηση των εθνικών αρχών αξίζουν ειδική μνεία οι εξής:

Πολλά κράτη-μέλη, ιδίως η Ουγγαρία και η Ιταλία, ζήτησαν τη γνώμη της ΕΚΤ σχετικά με προτάσεις νόμων οι οποίες, κατά τη άποψη της ΕΚΤ, χρειάζονταν τροποποίηση ώστε τα καταστατικά των ΕθνΚΤ να συμφωνούν με τις διατάξεις της Συνθήκης και του Καταστατικού του ΕΣΚΤ περί ανεξαρτησίας της κεντρικής τράπεζας, συμπεριλαμβανομένης της προσωπικής ανεξαρτησίας των μελών των οργάνων λήψεως αποφάσεων των ΕθνΚΤ.<sup>8</sup>

Η Ιταλία, η Ολλανδία και η Σλοβακία ζήτησαν τη γνώμη της ΕΚΤ σχετικά με ορισμένες σημαντικές νομοθετικές μεταρρυθμίσεις του πλαισίου που διέπει την εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η ΕΚΤ μελέτησε τα προτεινόμενα σχέδια νόμου της Ιταλίας και της Ολλανδίας, τα οποία

<sup>7</sup> Σύμφωνα με το Πρωτόκολλο για ορισμένες διατάξεις που αφορούν το Ηνωμένο Βασίλειο της Μεγάλης Βρετανίας και της Βορείου Ιρλανδίας, όπως προσαρτήθηκε στη Συνθήκη, το Άρθρο 105 (4) της Συνθήκης και το Άρθρο 4 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ δεν ισχύουν για το Ηνωμένο Βασίλειο. Ως εκ τούτου, η υποχρέωση να ζητείται η γνώμη της ΕΚΤ δεν ισχύει για τις εθνικές αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου.

<sup>8</sup> CON/2004/16, CON/2004/35.

βασίζονταν στο διπολικό σχήμα εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος (“twin peaks”), σύμφωνα με το οποίο η ΕθνΚΤ ασκεί την προληπτική εποπτεία του όλου χρηματοπιστωτικού τομέα και μια εθνική αρχή αρμόδια για τις χρηματοπιστωτικές αγορές ασκεί την εποπτεία της συναλλακτικής συμπεριφοράς στην αγορά.<sup>9</sup> Η ΕΚΤ έκρινε ευνοϊκά τις νομοθετικές προτάσεις των δύο χωρών, σημειώνοντας στη Γνώμη της σχετικά με την ολλανδική πρόταση ότι η προσέγγιση αυτή αναγνωρίζει ως διακριτούς στόχους τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την προστασία των επενδυτών, λαμβάνοντας υπόψη την αύξηση του συστημικού κινδύνου λόγω της στενότερης σύνδεσης μεταξύ πιστωτικών ιδρυμάτων, ασφαλιστικών εταιριών και ταμείων συντάξεων. Η ΕΚΤ έκρινε ότι η προτεινόμενη νομοθετική ρύθμιση της Σλοβακίας, η οποία προέβλεπε τη διεύρυνση των εποπτικών αρμοδιοτήτων της ΕθνΚΤ ορίζοντάς την άμεσα και πλήρως αρμόδια για την εποπτεία όλης της χρηματοπιστωτικής αγοράς της Σλοβακίας, καθιερώνει μια εποπτική δομή η οποία – αν και αποτελεί μοναδική περίπτωση αυτή τη στιγμή στην ΕΕ – είναι πλήρως συμβατή με τα καθήκοντα της ΕθνΚΤ που αφορούν το ΕΣΚΤ.<sup>10</sup>

Το Βέλγιο ζήτησε τη γνώμη της ΕΚΤ σχετικά με την προτεινόμενη επιβολή του “φόρου Τόμπιν”, δηλ. ενός φόρου σε όλες τις πράξεις συναλλάγματος στο Βέλγιο, υπό την προϋπόθεση ότι θα θεσπιστεί συγκρίσιμη νομοθεσία από τα άλλα κράτη-μέλη ή σε κοινοτικό επίπεδο.<sup>11</sup> Αν και αναγνώρισε τις αγαθές προθέσεις του σχεδίου νόμου, η ΕΚΤ κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η οικονομική και νομισματική χρησιμότητα του φόρου αυτού είναι εξαιρετικά αμφίβολη. Επιπλέον, με τη μορφή υπό την οποία προτείνεται σύμφωνα με το βελγικό σχέδιο νόμου, ο φόρος αυτός είναι ασυμβίβαστος με το άρθρο 56 της Συνθήκης για την ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων και πληρωμών μεταξύ των κρατών-μελών και μεταξύ των κρατών-μελών και τρίτων χωρών.

Η Γαλλία ζήτησε τη γνώμη της ΕΚΤ για σχέδιο νόμου που επέτρεπε στα πιστωτικά ιδρύματα να

χορηγούν δάνεια με τιμαριθμική ρήτρα.<sup>12</sup> Η ΕΚΤ εξέφρασε την κατανόησή της για την επιθυμία να επεκταθεί η ελευθερία των συμβάσεων και να επιτραπεί στις οικονομικές μονάδες να καλύπτονται έναντι του κινδύνου πληθωρισμού, αλλά τόνισε ότι η εκτεταμένη χρήση της τιμαριθμικής ρήτρας θα προκαλέσει σημαντικές ανησυχίες, καθώς η ευρεία διάδοση της τιμαριθμικής αναπροσαρμογής των μισθών και των τιμών μπορεί να προκαλέσει υπερβολική δυσκαμψία στο σύστημα των σχετικών τιμών, με κίνδυνο να εμφανιστεί πληθωριστική δίνη μισθών-τιμών.

Επίσης, η ΕΚΤ εξέδωσε γνώμη σύμφωνα με το Άρθρο 112 (2) (β) της Συνθήκης και το Άρθρο 11.2 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ, η οποία αφορούσε σύσταση του Συμβουλίου της ΕΕ για το διορισμό νέου μέλους της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ.

### 6.3 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΩΝ ΔΑΝΕΙΟΛΗΠΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΑΝΕΙΟΔΟΤΙΚΩΝ ΠΡΑΞΕΩΝ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΚΟΙΝΟΤΗΤΑΣ

Σύμφωνα με το Άρθρο 123(2) της Συνθήκης και το Άρθρο 9 του Κανονισμού (ΕΚ) του Συμβουλίου αριθ. 332/2002 της 18ης Φεβρουαρίου 2002, η ΕΚΤ εξακολουθεί να είναι αρμόδια για τη διαχείριση των δανειοληπτικών και δανειοδοτικών πράξεων που συνομολογεί η Ευρωπαϊκή Κοινότητα μέσω του Μηχανισμού Μεσοπρόθεσμης Οικονομικής Στήριξης. Κατά το 2004, η ΕΚΤ δεν εκτέλεσε τέτοιου είδους διαχειριστικά καθήκοντα, επειδή δεν υπήρχαν ανεξόφλητα υπόλοιπα στο τέλος του 2003 ούτε έγιναν νέες πράξεις το 2004.

9 CON/2004/16, CON/2004/21.

10 CON/2004/31.

11 CON/2004/34.

12 CON/2004/20.

## ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΑΠΟ ΤΟ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

Το 2004 το Ευρωσύστημα ολοκλήρωσε τις εργασίες που άρχισαν το 2003 για την ανάπτυξη ενός νέου πλαισίου που θα διέπει την παροχή ολοκληρωμένων υπηρεσιών διαχείρισης συναλλαγματικών διαθεσίμων προς τις κεντρικές τράπεζες, τις νομισματικές αρχές και τις κρατικές υπηρεσίες χωρών εκτός της ΕΕ, καθώς και προς διεθνείς οργανισμούς. Το νέο πλαίσιο, το οποίο αναπτύχθηκε με αφορμή τη διαρκώς αυξανόμενη χρήση του ευρώ ως νομίσματος διακράτησης συναλλαγματικών διαθεσίμων, βασίζεται στις ήδη υπάρχουσες υπηρεσίες διαχείρισης διαθεσίμων και στην πείρα των κεντρικών τραπεζών του Ευρωσυστήματος. Περιλαμβάνει λογαριασμούς θεματοφυλακής και σχετικές υπηρεσίες θεματοφυλακής (ασφαλούς φύλαξης) και διακανονισμού, αλλά και υπηρεσίες πληρωμών σε μετρητά και επενδυτικές υπηρεσίες. Παραδείγματα βασικών υπηρεσιών που καλύπτει το νέο πλαίσιο είναι: (α) η παροχή αυτόματης διευκόλυνσης επενδύσεων διάρκειας μίας ημέρας, η οποία δίνει στους πελάτες τη δυνατότητα να επενδύουν κεφάλαια απευθείας στον αντίστοιχο φορέα παροχής υπηρεσιών ή/και στην αγορά με ελκυστικές αποδόσεις, (β) υπηρεσίες που υποστηρίζουν τα προγράμματα αυτόματου δανεισμού τίτλων και (γ) η εκτέλεση εντολών και πάγιων οδηγιών σύμφωνα με τις ειδικές επενδυτικές προτιμήσεις των πελατών.

Ένα από τα βασικά χαρακτηριστικά του νέου πλαισίου είναι η παροχή υπηρεσιών υψηλής ποιότητας για τα συναλλαγματικά διαθέσιμα σε ευρώ των πελατών μέσω ενιαίου σημείου πρόσβασης στη ζώνη του ευρώ. Με παρόμοιο τρόπο άλλωστε προσφέρονται υπηρεσίες διαχείρισης διαθεσίμων από κορυφαίες κεντρικές τράπεζες ανά τον κόσμο. Οι επιμέρους κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος που λειτουργούν ως ενιαία σημεία πρόσβασης είναι γνωστές ως “φορείς παροχής υπηρεσιών του Ευρωσυστήματος” και παρέχουν το σύνολο των υπηρεσιών διαχείρισης διαθεσίμων που καλύπτει το νέο πλαίσιο. Χάρη στην εφαρμογή της έννοιας του ενιαίου σημείου πρόσβασης, οι πελάτες μπορούν πλέον να διακανονίζουν και να διακρατούν υπό ασφαλή φύλαξη, με τη χρήση ενιαίου λογαριασμού θεματοφυλακής, ένα ευρύ φάσμα τίτλων σταθερού εισοδήματος σε ευρώ οι οποίοι εκδίδονται σε οποιαδήποτε χώρα της ζώνης του ευρώ. Έχει επιτευχθεί υψηλός βαθμός εναρμόνισης, αφού καθένας από τους φορείς παροχής υπηρεσιών του Ευρωσυστήματος προσφέρει τις ίδιες υπηρεσίες διαχείρισης διαθεσίμων υπό εναρμονισμένους όρους και σύμφωνα με τα γενικά πρότυπα της αγοράς.

Αυτή τη στιγμή υπάρχουν έξι φορείς παροχής υπηρεσιών του Ευρωσυστήματος: οι κεντρικές τράπεζες της Γερμανίας, της Ισπανίας, της Γαλλίας, της Ιταλίας, του Λουξεμβούργου και της Ολλανδίας. Οι υπόλοιπες κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος μπορούν να παρέχουν μερικές από τις υπηρεσίες που καλύπτει το νέο πλαίσιο. Επιπλέον, τόσο οι φορείς παροχής υπηρεσιών του Ευρωσυστήματος όσο και οι λοιπές κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος μπορούν να προσφέρουν πρόσθετες υπηρεσίες διαχείρισης διαθεσίμων σε ευρώ σε μεμονωμένη βάση. Η ΕΚΤ αναλαμβάνει το γενικό συντονισμό, μεριμνώντας για την ομαλή λειτουργία του πλαισίου.

Χωρίς να μεταβάλλει τον τρόπο με τον οποίο γινόταν η παροχή υπηρεσιών διαχείρισης διαθεσίμων επί σειρά ετών, το νέο πλαίσιο στηρίζεται στις βασικές αρχές που διέπουν τη διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων, όπως η ασφάλεια από οικονομική και νομική άποψη και, κυρίως, η εμπιστευτικότητα. Κατά την ανάπτυξη του νέου πλαισίου, ελήφθησαν

δεόντως υπόψη οι υπηρεσίες που παρέχουν τα ιδιωτικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στον ίδιο τομέα και υιοθετήθηκε μια μη ανταγωνιστική προσέγγιση. Η προσέγγιση αυτή ενισχύεται από το γεγονός ότι οι υπηρεσίες διαχείρισης διαθεσίμων του νέου πλαισίου προσφέρονται σε παραδοσιακούς πελάτες των κεντρικών τραπεζών, οπότε καλύπτονται οι ειδικές ανάγκες και ανησυχίες των ιδρυμάτων που δραστηριοποιούνται στον ίδιο τομέα εργασιών κεντρικής τράπεζας όπως και το Ευρωσύστημα.

Το νέο πλαίσιο, το οποίο τέθηκε σε εφαρμογή την 1η Ιανουαρίου 2005, θα είναι ευέλικτο και θα μετεξελισσεται συνεχώς, συμβαδίζοντας με τις εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα και ανταποκρινόμενο άμεσα στις ανάγκες των πελατών για ολοκληρωμένες και σύγχρονες υπηρεσίες διαχείρισης διαθεσίμων σε ευρώ.



**Δημιουργός**

Jacob Dahlgren

**Τίτλος**

Krakow, 2002

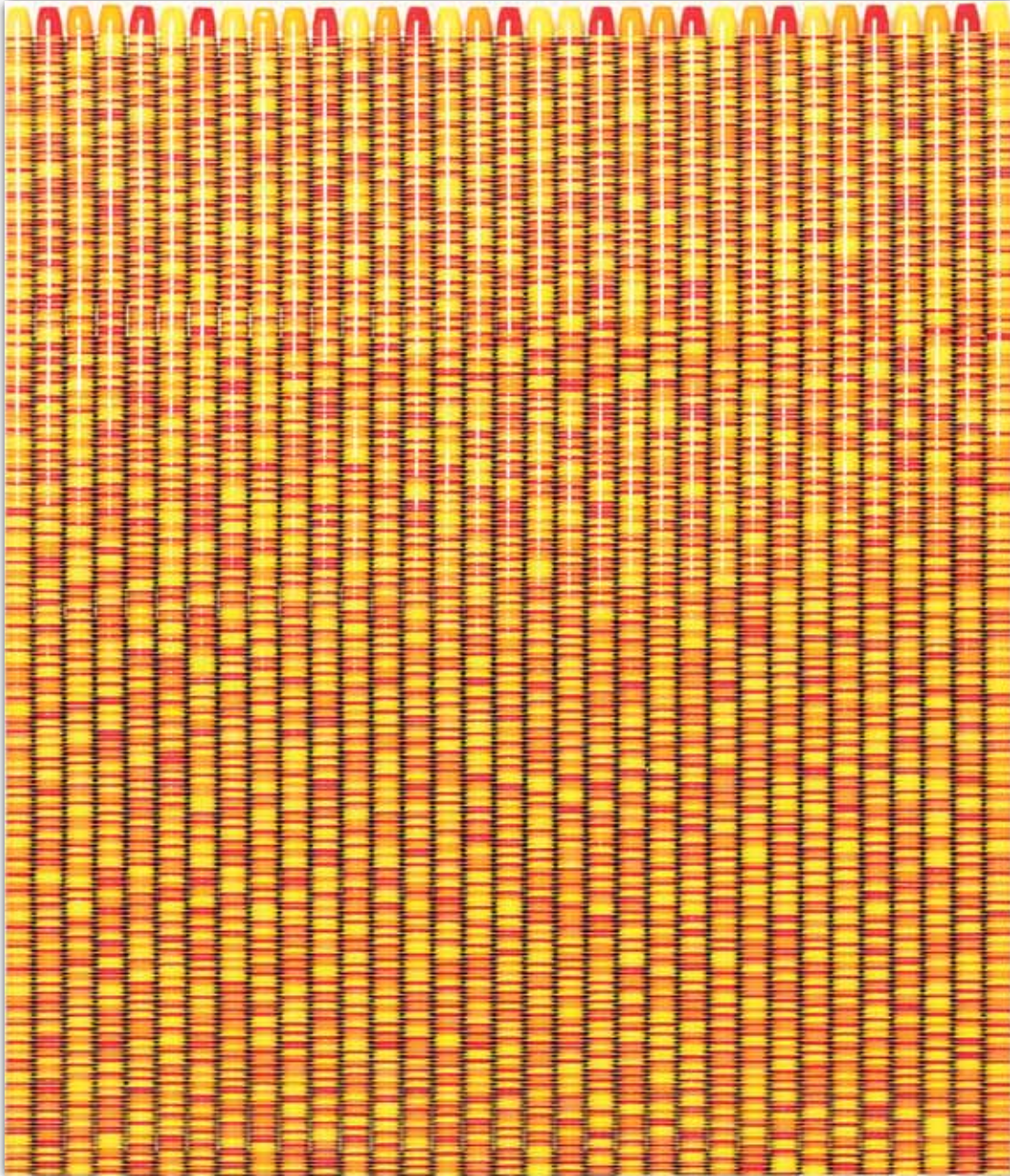
**Τεχνική**

Κατασκευή από κεσεδάκια γιαουρτιού και αλουμίνιο

**Διαστάσεις**

184 × 148 ω 10 εκ.

© VG Bild-Kunst, Βόννη 2005





ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ  
ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ  
ΚΑΙ ΕΝΟΠΟΙΗΣΗ

## I ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ

Το Ευρωσύστημα συμβάλλει στην εκ μέρους των αρμόδιων αρχών ομαλή άσκηση πολιτικών που αφορούν την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Επίσης παρέχει συμβουλές προς αυτές τις αρχές και προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή σχετικά με την εμβέλεια και την εφαρμογή της κοινοτικής νομοθεσίας στους εν λόγω τομείς.

### I.1 ΠΑΡΑΚΟΛΟΥΘΗΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ

Η ΕΚΤ, σε συνεργασία με την Επιτροπή Τραπεζικής Εποπτείας (BSC) του ΕΣΚΤ, παρακολουθεί τους κινδύνους που απειλούν τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, προκειμένου να αξιολογεί την ικανότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος να αντεπεξέρχεται στους κλονισμούς.<sup>1</sup> Αντικείμενο της παρακολούθησης είναι κυρίως οι τράπεζες, εφόσον παραμένουν οι βασικοί φορείς διαμεσολάβησης για τη διοχέτευση κεφαλαίων από τους καταθέτες προς τους δανειολήπτες στη ζώνη του ευρώ και επομένως αποτελούν σημαντικό δίαυλο μέσω του οποίου οι κίνδυνοι είναι δυνατόν να εξαπλωθούν στο υπόλοιπο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Ωστόσο, καθώς αυξάνεται η σπουδαιότητα των άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των αγορών και οι διασυνδέσεις τους με τις τράπεζες, τυχόν ευπάθειες σ' αυτές τις συνιστώσες του χρηματοπιστωτικού συστήματος ενδέχεται να εξαπλωθούν και στις τράπεζες. Γι' αυτό το λόγο η παρακολούθηση των εξελίξεων εκτείνεται και σ' αυτές τις άλλες τις συνιστώσες.

#### ΚΥΚΛΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

Το 2004 η ικανότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος να αντεπεξέρχεται στους κλονισμούς βελτιώθηκε. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα επωφελήθηκαν από την ευνοϊκή διεθνή οικονομική συγκυρία, από την ενίσχυση των ισολογισμών των μεγάλων εταιριών και από τη συνεχιζόμενη προθυμία των επενδυτών να αναλάβουν κινδύνους. Ως εκ τούτου, η κερδοφορία των τραπεζών και των ασφαλιστικών εταιριών αυξήθηκε. Ωστόσο, οι

χρηματοπιστωτικές αγορές παγκοσμίως εξακολούθησαν να παρουσιάζουν ενδείξεις ευπάθειας, λόγω εκτιμήσεων ότι υπήρχε κίνδυνος να αυξηθούν τα μακροπρόθεσμα επιτόκια σε σχέση με τα πολύ χαμηλά επίπεδα στα οποία είχαν διαμορφωθεί.

Στον τραπεζικό τομέα της ζώνης του ευρώ, οι μεγάλες τράπεζες, συνεχίζοντας την τάση που είχε ξεκινήσει το 2003, παρουσίασαν και πάλι ενδείξεις βελτιωμένης κερδοφορίας. Η βελτίωση αυτή προήλθε κυρίως από τη συνεχιζόμενη περικοπή του κόστους και από τη μείωση των προβλέψεων για επισφαλή δάνεια. Η αύξηση της κερδοφορίας ήταν γενικευμένη, αφού ακόμη και οι λιγότερο κερδοφόρες τράπεζες κατόρθωσαν να βελτιώσουν τις αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων τους (RoE).

Προκειμένου να στηρίξουν την κερδοφορία τους, οι τράπεζες έδωσαν προτεραιότητα στον έλεγχο του κόστους, κυρίως μέσω της σμίκρυνσης του δικτύου των υποκαταστημάτων τους και του αριθμού των υπαλλήλων τους. Οι προβλέψεις για επισφαλή δάνεια μειώθηκαν, όπως και το 2003. Η σπουδαιότερη αιτία ήταν, καθώς φαίνεται, οι εκτιμήσεις των τραπεζών ότι ο πιστωτικός κίνδυνος ήταν περιορισμένος, λόγω της οικονομικής ανάκαμψης, αλλά και λόγω προσδοκιών για σταθεροποίηση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων και περαιτέρω εξυγίανση των ισολογισμών ορισμένων μεγάλων επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ. Ωστόσο, οι προοπτικές για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις εξακολουθούσαν να διαγράφονται λιγότερο ευνοϊκές από ό,τι για τις μεγάλες εταιρίες.

Μολονότι η κερδοφορία βελτιώθηκε, τα καθαρά έσοδα από τόκους – που αποτελούν τον κορμό της κερδοφορίας του τραπεζικού τομέα –

<sup>1</sup> Το 2004 η ΕΚΤ δημοσίευσε για πρώτη φορά έκθεση σχετικά με τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ζώνης του ευρώ, με τίτλο "Financial Stability Review". Δημοσίευσε επίσης την τρίτη έκδοση της έκθεσης "EU banking sector stability", η οποία παρουσιάζει τα κυριότερα πορίσματα της τακτικής παρακολούθησης της σταθερότητας του τραπεζικού τομέα από την ΕΚΤ. Και οι δύο εκθέσεις δημοσιεύονται στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

συνέχισαν να υποχωρούν το 2004, παρά τις αρχικές ενδείξεις ότι τα επιχειρηματικά δάνεια ανακάμπουν και τα δάνεια προς νοικοκυριά για αγορά κατοικίας συνεχίζουν να αυξάνονται με υψηλούς ρυθμούς. Η υποχώρηση των καθαρών εσόδων από τόκους αντανakλούσε το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων και τον περιορισμό της κλίσης της καμπύλης αποδόσεων των αγορών, ο οποίος, αν και ενίσχυσε τη ζήτηση δανείων, επηρέασε δυσμενώς τα περιθώρια μεταξύ των επιτοκίων χορηγήσεων και των επιτοκίων καταθέσεων των τραπεζών της ζώνης του ευρώ. Όσον αφορά το εισόδημα των τραπεζών από άλλες πηγές εκτός των τοκοφόρων εργασιών τους, τα κέρδη που είχαν σημειώσει πολλά ιδρύματα από συναλλαγές επί τίτλων το 2003, χάρη στην άνοδο των χρηματιστηριακών τιμών και τη μείωση των διαφορών αποδόσεων μεταξύ εταιρικών και κρατικών ομολόγων, δεν επαναλήφθηκαν το 2004. Υπήρξαν ενδείξεις ότι ορισμένες μεγάλες τράπεζες της ζώνης του ευρώ είχαν αναλάβει αυξημένο κίνδυνο αγοράς το 2004. Τα έσοδα των τραπεζών από προμήθειες παρουσίασαν άνοδο, κυρίως λόγω της αυξημένης δραστηριότητάς τους στις χρηματοπιστωτικές αγορές είτε για δικό τους λογαριασμό είτε στο πλαίσιο της διαχείρισης χαρτοφυλακίων.

Οι κυριότεροι εποπτικοί δείκτες φερεγγυότητας των μεγάλων τραπεζών της ζώνης του ευρώ βελτιώθηκαν περαιτέρω το 2004. Μάλιστα, ακόμη και οι τράπεζες με τους χαμηλότερους δείκτες επέτυχαν σχετική σταθεροποίηση της φερεγγυότητάς τους. Η βελτιωμένη ικανότητα αυτών των τραπεζών να αντεπεξέρχονται στους κλονισμούς είχε θετική συμβολή στη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος στη ζώνη του ευρώ.

Η κερδοφορία των ασφαλιστικών εταιριών βελτιώθηκε και αυτή το 2004. Στον κλάδο των γενικών ασφαλειών, ο κυριότερος παράγοντας που συνέβαλε σ' αυτή την εξέλιξη ήταν η έντονη άνοδος των καθαρών ασφαλίσεων, χάρη στην ακριβέστερη εκτίμηση των κινδύνων κατά την τιμολόγηση και στους αυστηρότερους όρους αναδοχής κινδύνου (underwriting).

Αυτή η βελτίωση που σημειώθηκε στον κύριο τομέα της δραστηριότητάς τους επέτρεψε στις εταιρίες του κλάδου γενικών ασφαλειών να ενισχύσουν περαιτέρω την ήδη επαρκή φερεγγυότητά τους. Στον κλάδο των ασφαλειών ζωής, στις περισσότερες χώρες σημειώθηκε άνοδος των εσόδων από ασφάλιστρα, λόγω της αυξημένης ζήτησης ασφαλιστικών προϊόντων με αποδόσεις συναρτώμενες προς χρηματιστηριακές τιμές. Η εξέλιξη αυτή, σε συνδυασμό με τη συνεχή αύξηση του καθαρού εισοδήματος από επενδύσεις, συνετέλεσε στη βελτίωση της φερεγγυότητας των εταιριών του κλάδου. Ωστόσο, οι λιγότερο εύρωστες οικονομικά εταιρίες ασφαλειών ζωής εξακολουθούν να αντιμετωπίζουν πιέσεις.

Ο κλάδος των αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνων (hedge funds) εξακολούθησε να μεγεθύνεται το 2004 σε παγκόσμιο επίπεδο. Παρά τις χαμηλές αποδόσεις κατά το 2004, δεν υπήρξαν σαφείς ενδείξεις ότι οι επενδυτές απέσυραν τα κεφάλαιά τους. Η μεγέθυνση του κλάδου αυτού έχει σημαντικές συνέπειες για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, κυρίως λόγω των διασυνδέσεών του με τον τραπεζικό τομέα. Ο έντονος ανταγωνισμός μεταξύ των πρωτευόντων διαμεσολαβητών (prime brokers) βελτίωσε την πρόσβαση των αμοιβαίων κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνων σε πιστώσεις. Οι πρωτεύοντες διαμεσολαβητές είναι κατά κανόνα τράπεζες και χρηματιστηριακές εταιρίες που παρέχουν χρηματοδοτικές, διαμεσολαβητικές και άλλες υπηρεσίες σε αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων. Αρκετοί και σημαντικοί εξ αυτών προέρχονται από τη ζώνη του ευρώ. Η διαχείριση του κινδύνου αντισυμβαλλομένου εκ μέρους των πρωτευόντων διαμεσολαβητών, η οποία βελτιώθηκε μετά την παρ' ολίγον πτώχευση της Long-Term Capital Management (LTCM) το 1998, ωφελήθηκε από την εκτενή χρήση μέτρων "αξίας σε κίνδυνο" (Value-at-Risk) και προσομοιώσεων καταστάσεων κρίσεως.



### ΔΙΑΡΘΡΩΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

Οι διαρθρωτικές αλλαγές στον τραπεζικό κλάδο μπορούν να έχουν σημαντικότερες συνέπειες για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα μακροπρόθεσμα. Οι στρατηγικές επιλογές των τραπεζών επηρεάζουν τη σχέση κινδύνων-κερδοφορίας και τελικά ασκούν επίδραση στην ικανότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος να αντεπεξέρχεται στους κλονισμούς. Πέρα από τις αλλαγές του κανονιστικού και εποπτικού πλαισίου (βλ. Ενότητα 2 κατωτέρω), οι σημαντικότερες διαρθρωτικές εξελίξεις και το 2004 αφορούσαν τις συγχωνεύσεις και εξαγορές, τη διεθνοποίηση, τη διαμεσολάβηση και την εκχώρηση εργασιών σε εξωτερικούς προμηθευτές.<sup>2</sup>

Στον τραπεζικό τομέα της ζώνης του ευρώ τα τελευταία χρόνια παρατηρείται συνεχής τάση προς ενοποίηση. Στο διάστημα 1997-2004, σχεδόν 2.300 πιστωτικά ιδρύματα έπαψαν να υπάρχουν. Αυτή η ενοποίηση προήλθε εν μέρει από συγχωνεύσεις και εξαγορές (Σ&Ε), αλλά και από την εσωτερική αναδιάρθρωση τραπεζικών ομίλων. Η αναδιάρθρωση μπορεί να βοηθήσει τις τράπεζες να διατηρήσουν ή να βελτιώσουν την κερδοφορία τους και με αυτό τον τρόπο τελικά μπορεί να συμβάλει στην ανθεκτικότητα του τραπεζικού συστήματος. Ωστόσο, στο βαθμό που οδηγεί στη δημιουργία μεγάλων και πολύπλοκων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν συστημική σημασία, η τελική επίδρασή της δεν είναι δεδομένη. Το γεγονός αυτό καταδεικνύει ότι απαιτούνται βελτιωμένοι εσωτερικοί μηχανισμοί ελέγχου των κινδύνων, καθώς και αποτελεσματική εποπτεία.

Οι Σ&Ε μέχρι σήμερα ως επί το πλείστον πραγματοποιούνται εντός των εθνικών συνόρων. Την τελευταία δεκαετία, οι

διασυνοριακές συγχωνεύσεις ευρωπαϊκών τραπεζών αποτελούν μόλις το 15% της συνολικής αξίας των συγχωνεύσεων στον τραπεζικό τομέα, έναντι περίπου 40% κατά μέσο όρο στο βιομηχανικό τομέα. Αυτός ο εγχώριος προσανατολισμός ίσως οφείλεται, μεταξύ άλλων, στις αυξημένες συνέργειες όσον αφορά το κόστος οι οποίες αναμένονται στην περίπτωση Σ&Ε ιδρυμάτων που εδρεύουν στην ίδια χώρα, καθώς και στις υπάρχουσες διαφορές ως προς τους φορολογικούς κανόνες, την προστασία των καταναλωτών και την εταιρική κουλτούρα.

Παρά τη σχετικά χαμηλή δραστηριότητα σε διασυνοριακές Σ&Ε, η διαδικασία της διεθνοποίησης συνεχίζεται. Τα στοιχεία ενεργητικού που έχουν τοποθετήσει οι τράπεζες της ζώνης του ευρώ σε υποκαταστήματα και θυγατρικές τους σε άλλες χώρες της ζώνης υπερβαίνουν πλέον το 10% του συνολικού ενεργητικού (σε ενοποιημένη βάση) των τραπεζών της ζώνης του ευρώ. Επιπλέον, οι τράπεζες όλο και συχνότερα παρέχουν χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες σε διασυνοριακή βάση χωρίς να διαθέτουν υπηρεσιακές μονάδες στη χώρα του δικαιούχου. Ιδιαίτερα αυξημένη διεθνοποίηση παρατηρείται στον τομέα των διατραπεζικών συναλλαγών και της χονδρικής τραπεζικής, ενώ στον τομέα της λιανικής τραπεζικής οι διασυνοριακές δραστηριότητες είναι πολύ περιορισμένες.

Η σπουδαιότητα των εργασιών λιανικής αυξήθηκε τα τελευταία χρόνια, κυρίως λόγω της ραγδαία αυξανόμενης ζήτησης δανείων για

<sup>2</sup> Λεπτομερέστερη ανάλυση των διαρθρωτικών εξελίξεων περιέχεται στην έκθεση της BSC με τίτλο "Review of structural developments in the EU banking sector" (Νοέμβριος 2004).

αγορά κατοικίας. Είναι λοιπόν πολύ σημαντικό οι τράπεζες της ζώνης του ευρώ να επικεντρώσουν τις προσπάθειές τους στις κύριες δραστηριότητές τους και να γνωρίσουν καλύτερα την πελατειακή τους βάση.

Το 2004 η εκχώρηση εργασιών (outsourcing) εξακολούθησε να αποκτά αύξουσα σπουδαιότητα. Η εκχώρηση αυτή γίνεται είτε προς εξωτερικούς προμηθευτές είτε προς άλλες εταιρίες του ίδιου ομίλου. Κατά κανόνα, σε εξωτερικούς προμηθευτές υπηρεσιών εκχωρούνται οι υποστηρικτικές εργασίες, ενώ οι κύριες δραστηριότητες παραμένουν στην τράπεζα. Σε μεγαλύτερους ομίλους, κάποιες κύριες δραστηριότητες εκτελούνται από εξειδικευμένες θυγατρικές εταιρίες και τα προϊόντα τους διανέμονται από άλλα ιδρύματα του ομίλου. Η εκχώρηση εργασιών αποσκοπεί κυρίως στη μείωση του κόστους, αλλά συχνά γίνεται και με σκοπό την εξασφάλιση επαγγελματικού μάντζμεντ και τεχνογνωσίας ή την αποδέσμευση πόρων ώστε να διατεθούν στις κύριες δραστηριότητες της τράπεζας. Είναι αναγκαίο να παρακολουθούνται αυτές οι εξελίξεις και οι συνέπειές τους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, ιδίως σε περιπτώσεις κατά τις οποίες περισσότερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εκχωρούν εργασίες στον ίδιο εξωτερικό προμηθευτή υπηρεσιών.

Επιπλέον, η BSC και η Επιτροπή Ευρωπαϊκών Φορέων Τραπεζικής Εποπτείας (CEBS) συγκρότησαν μικτή ομάδα εργασίας για τη διαχείριση κρίσεων, αποτελούμενη από εκπροσώπους όλων των φορέων τραπεζικής εποπτείας και των κεντρικών τραπεζών της ΕΕ. Αποστολή της ομάδας εργασίας είναι να διαμορφώσει προτάσεις για την περαιτέρω ενίσχυση της συνεργασίας, ιδίως όσον αφορά τον προσδιορισμό βέλτιστων πρακτικών για την αντιμετώπιση των χρηματοπιστωτικών κρίσεων σε διασυνοριακό πλαίσιο, και να συμβάλει στο έργο της Οικονομικής και Δημοσιονομικής Επιτροπής στον τομέα της διαχείρισης κρίσεων.

## 1.2 ΣΥΝΕΡΓΑΣΙΑ ΣΕ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΚΡΙΣΕΩΣ

Το πλαίσιο συνεργασίας μεταξύ των κεντρικών τραπεζών και των αρχών τραπεζικής εποπτείας στον τομέα της διαχείρισης κρίσεων εξακολούθησε να αναπτύσσεται. Τον Ιούνιο του 2004 οι κεντρικές τράπεζες και οι φορείς τραπεζικής εποπτείας των νέων κρατών-μελών συμφώνησαν να τηρούν το Μνημόνιο Συνεργασίας, το οποίο είχε υπογραφεί το Μάρτιο του 2003 από τις κεντρικές τράπεζες και τους φορείς τραπεζικής εποπτείας των άλλων χωρών της ΕΕ και αποτελείται από ένα σύνολο αρχών και διαδικασιών για τη διασυνοριακή συνεργασία σε καταστάσεις κρίσεως.

## 2 ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΗ ΡΥΘΜΙΣΗ ΚΑΙ ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

### 2.1 ΤΡΑΠΕΖΕΣ

Στον τομέα της τραπεζικής εποπτείας, η μεταρρύθμιση του πλαισίου κεφαλαιακής επάρκειας παρέμεινε και το 2004 κεντρικό ζήτημα. Τον Ιούνιο οι διοικητές των κεντρικών τραπεζών και οι επικεφαλής των αρχών τραπεζικής εποπτείας των χωρών της Ομάδας των 10 (G10) ενέκριναν το νέο πλαίσιο, γνωστό ως Νέο Πλαίσιο Κεφαλαιακής Επάρκειας της Βασιλείας (“Βασιλεία II”). Πρόκειται για σπουδαίο επίτευγμα, με το οποίο ουσιαστικά ολοκληρώνονται οι προσπάθειες που κατέβαλαν στον τομέα αυτό η Επιτροπή Τραπεζικής Εποπτείας της Βασιλείας (BCBS) και οι εποπτικές αρχές που είναι μέλη της. Το νέο πλαίσιο θα τεθεί σε εφαρμογή στο τέλος του 2006. Ωστόσο, η χρήση των πλέον προηγμένων μεθόδων κατά τον υπολογισμό των ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων θα επιτραπεί στις τράπεζες ένα έτος αργότερα.

Μετά την έγκριση του νέου πλαισίου, οι διεθνείς και ευρωπαϊκές δραστηριότητες στον τομέα της εποπτείας των τραπεζών στράφηκαν σε ζητήματα εφαρμογής και στο έργο της Ομάδας Εφαρμογής του Συμφώνου η οποία έχει συσταθεί εντός της BCBS. Ορισμένες χώρες, τόσο εντός όσο και εκτός της Ομάδας των 10, αναμένεται να εκπονήσουν την τέταρτη μελέτη ποσοτικών επιπτώσεων (Quantitative Impact Study - QIS4), τα αποτελέσματα της οποίας θα είναι διαθέσιμα στο τέλος του 2005 και ενδέχεται να οδηγήσουν σε περαιτέρω ποσοτικές προσαρμογές του πλαισίου το 2006. Επίσης, η BCBS εντόπισε τεχνικούς τομείς όπου απαιτείται να γίνουν πρόσθετες εργασίες. Η ΕΚΤ θα συνεχίσει να στηρίζει αυτή τη διαδικασία εφαρμογής και να συμβάλλει σ’ αυτή μέσω της συμμετοχής της με την ιδιότητα του παρατηρητή στην BCBS και στα υπ’ αυτήν όργανα, συμπεριλαμβανομένης της Ομάδας Εφαρμογής του Συμφώνου.

Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, το νέο πλαίσιο κεφαλαιακής επάρκειας της ΕΕ, το οποίο θα βασιστεί στο “Βασιλεία II”, θα εισαχθεί στο κοινοτικό δίκαιο μέσω τροποποίησης της κωδικοποιημένης Τραπεζικής Οδηγίας και της

Οδηγίας περί Κεφαλαιακής Επάρκειας. Σε αντιδιαστολή με το πλαίσιο της BCBS, το οποίο αφορά μόνο τις τράπεζες που δραστηριοποιούνται διεθνώς, το πλαίσιο κεφαλαιακής επάρκειας της ΕΕ θα ισχύει για όλα τα πιστωτικά ιδρύματα, σε ενοποιημένη και μη ενοποιημένη βάση, καθώς και για τις εταιρίες επενδύσεων. Το πλαίσιο της ΕΕ προβλέπει βελτιωμένη συνεργασία και αυξημένο συντονισμό μεταξύ των αρχών τραπεζικής εποπτείας, δεδομένου ότι ενισχύει το ρόλο του “φορέα εποπτείας σε ενοποιημένη βάση”. Ο φορέας αυτός είναι κατά κανόνα η εθνική εποπτική αρχή του κράτους-μέλους η οποία έχει χορηγήσει άδεια λειτουργίας στη μητρική επιχείρηση ενός διασυνοριακού τραπεζικού ομίλου της ΕΕ και η οποία είναι αρμόδια για την εποπτεία του ομίλου σε κορυφαίο επίπεδο. Ο ρόλος αυτού του φορέα εποπτείας μπορεί να ενισχυθεί και ειδικότερα να του δοθεί η αρμοδιότητα να συντονίζει την εξέταση και έγκριση της αίτησης ενός διασυνοριακού ομίλου της ΕΕ να χρησιμοποιεί τις πλέον προηγμένες μεθόδους υπολογισμού των ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων. Σ’ αυτή την περίπτωση, η ενίσχυση του ρόλου του φορέα εποπτείας σε ενοποιημένη βάση θα μείωνε τη συνολική εποπτική επιβάρυνση ενός τέτοιου τραπεζικού ομίλου.

Μετά από αίτημα του Συμβουλίου της ΕΕ, η ΕΚΤ εξέδωσε γνώμη σχετικά με το νέο πλαίσιο κεφαλαιακής επάρκειας της ΕΕ, με την οποία υποστήριξε το γενικό πνεύμα των νέων κανόνων. Η ΕΚΤ τόνισε ότι η παράλληλη εφαρμογή του νέου πλαισίου της ΕΕ και του αναθεωρημένου πλαισίου της Βασιλείας αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για την εξασφάλιση ίσων όρων ανταγωνισμού μεταξύ των ευρωπαϊκών τραπεζών και αντίστοιχων ιδρυμάτων από άλλες χώρες. Η ΕΚΤ υπογράμμισε επίσης την ανάγκη να υπάρξει ενισχυμένη συνεργασία μεταξύ των αρχών εποπτείας με στόχο την ομοιόμορφη μεταφορά της νομοθεσίας της ΕΕ στο δίκαιο και την πρακτική κάθε χώρας και τη συνεπή εφαρμογή της. Στον τομέα αυτό η CEBS αναμένεται να παίξει σημαντικό ρόλο.



## 2.2 ΚΙΝΗΤΕΣ ΑΞΙΕΣ

Ένα από τα σπουδαιότερα μέτρα του Προγράμματος Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες (ΠΔΧΥ) είναι η Οδηγία για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων που εκδόθηκε το Μάιο του 2004 από το Συμβούλιο της ΕΕ και αντικατέστησε την Οδηγία για τις Επενδυτικές Υπηρεσίες του 1993. Η νέα Οδηγία θεσπίζει ένα ολοκληρωμένο σύνολο κανόνων όσον αφορά όλους τους τύπους διαπραγμάτευσης (ρυθμιζόμενες αγορές, πολυμερείς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης και φορείς διαμεσολάβησης που εκτελούν εντολές πελατών εσωτερικά) και ενισχύει τη συνεργασία μεταξύ των ρυθμιστικών αρχών του χρηματοπιστωτικού τομέα με στόχο τη δημιουργία ενός αποτελεσματικού εποπτικού πλαισίου για ολόκληρη την ΕΕ.

Επίσης, βρίσκονται σε εξέλιξη εργασίες για την περαιτέρω εναρμόνιση των κανόνων διαφάνειας που αφορούν εταιρίες με τίτλους εισηγμένους στις ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές. Το Μάιο του 2004 το Συμβούλιο της ΕΕ κατέληξε σε πολιτική συμφωνία επί μιας νέας Οδηγίας, που είναι γνωστή ως Οδηγία για τη Διαφάνεια. Η εισαγωγή εναρμονισμένων και βελτιωμένων προτύπων διαφάνειας θα έχει ευεργετικές επιδράσεις στην ευρωπαϊκή οικονομία.

Εν όψει της σημασίας τους για την ενοποίηση των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών και τη ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, το Ευρωσύστημα υποστηρίζει αμέριστα τις δύο αυτές κανονιστικές πρωτοβουλίες και παρακολουθεί στενά τη συναφή νομοθετική διαδικασία. Η ΕΚΤ συνέβαλε στη διαδικασία αυτή μέσω των προτάσεων της προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Κινητών Αξιών.

## 2.3 ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ

Το Ευρωσύστημα ενδιαφέρεται για την ανάπτυξη ενός εναρμονισμένου λογιστικού πλαισίου στην ΕΕ, λόγω της δυναμικής του

επίδρασης στις τράπεζες και τελικά στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Επίσης υποστηρίζει την ανάπτυξη των νέων λογιστικών προτύπων, διότι θα οδηγήσουν σε περαιτέρω ενοποίηση του χρηματοπιστωτικού τομέα και θα αυξήσουν την αποτελεσματικότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών στην Ευρώπη. Στη διάρκεια του 2004, ο Οργανισμός Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASB) συνέχισε να επεξεργάζεται τα νέα λογιστικά πρότυπα, ιδίως το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 39 (ΔΛΠ 39) που αφορά την αποτίμηση των χρηματοπιστωτικών μέσων – τα οποία αντιπροσωπεύουν μεγάλο μέρος των ισολογισμών των τραπεζών – στην εύλογη αξία τους.

Οι ανησυχίες που εκφράστηκαν κυρίως από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ και τις αρχές προληπτικής εποπτείας σχετικά με πιθανές επιπτώσεις στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, ώθησαν τον IASB να εκδώσει και να υποβάλει προς διαβούλευση ένα αναθεωρημένο σχέδιο για το ΔΛΠ 39, με το οποίο προστέθηκαν ορισμένοι περιορισμοί σχετικά με την προαιρετική εφαρμογή της αποτίμησης των χρηματοπιστωτικών μέσων στην εύλογη αξία τους. Το Διοικητικό Συμβούλιο, βασιζόμενο και σε ποσοτικά στοιχεία, αξιολόγησε αυτό το αναθεωρημένο σχέδιο και τάχθηκε γενικά υπέρ της πρωτοβουλίας αυτής, υπό την προϋπόθεση να γίνεται λελογισμένη χρήση της μεθόδου αποτίμησης στην εύλογη αξία εκ μέρους των τραπεζών. Η αξιολόγηση διαβιβάστηκε με επιστολή του Προέδρου της ΕΚΤ προς τον IASB το Σεπτέμβριο του 2004, όπου επίσης προτεινόταν η προαιρετική εφαρμογή αυτής της μεθόδου αποτίμησης να περιοριστεί μόνο σε περιπτώσεις κατά τις οποίες επιδιώκεται η μείωση της τεχνητής μεταβλητότητας.<sup>3</sup> Ο διάλογος με τον IASB θα συνεχιστεί το 2005.

<sup>3</sup> Η επιστολή και το επισυναπτόμενο κείμενο με τα κύρια πορίσματα της εμπειρικής ανάλυσης δημοσιεύονται στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

### 3 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΕΝΟΠΙΩΣΗ

Το ΕΣΚΤ προωθεί αποφασιστικά την ενοποίηση των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών και των υποδομών τους, λόγω του καίριου ρόλου τους στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής και στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, αλλά και επειδή η ενοποίηση θα συμβάλει στη δημιουργία ίσων όρων ανταγωνισμού για όλους τους φορείς που δραστηριοποιούνται στη χρηματοπιστωτική αγορά της ΕΕ, σε όποια χώρα και αν είναι εγκατεστημένοι. Επιπλέον, το Άρθρο 105 της Συνθήκης ορίζει ότι το ΕΣΚΤ, με την επιφύλαξη του πρωταρχικού του σκοπού, δηλ. της σταθερότητας των τιμών, στηρίζει τις γενικές οικονομικές πολιτικές στην Κοινότητα, μεταξύ των οποίων εξέχουσα θέση κατέχει η πολιτική για τη χρηματοπιστωτική ενοποίηση. Η στήριξη αυτή εκφράζεται είτε με άμεσες ενέργειες του ΕΣΚΤ είτε με το ρόλο του ως καταλύτη σε συλλογικές δράσεις συμμετεχόντων στην αγορά.

#### ΣΥΜΒΟΛΗ ΣΤΗΝ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΗΣ ΕΕ ΓΙΑ ΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ

Το Πρόγραμμα Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες (ΠΔΧΥ), το οποίο εγκαινιάστηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή το Μάιο του 1999, αποσκοπούσε στην ολοκλήρωση του αναγκαίου νομοθετικού πλαισίου για την ουσιαστική άσκηση των ελευθεριών της αγοράς όσον αφορά τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες σε ολόκληρη την ΕΕ. Μέχρι το τέλος της θητείας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου, στα μέσα του 2004, είχαν υιοθετηθεί 39 από τα 42 κοινοτικά μέτρα που περιλαμβάνει το ΠΔΧΥ, γεγονός που επέφερε ουσιαστική βελτίωση του κανονιστικού πλαισίου του χρηματοπιστωτικού τομέα και αποτέλεσε σημαντικό βήμα στην πορεία προς την ενοποίηση των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών και των υποδομών τους. Τον Ιούνιο του 2004 η ΕΚΤ συνέβαλε στη συνδιάσκεψη υψηλού επιπέδου που οργάνωσε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή με θέμα την ενοποίηση των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών, όπου δόθηκε η ευκαιρία για ένα πρώτο απολογισμό όσων επιτεύχθηκαν μέσω του ΠΔΧΥ. Η άποψη της ΕΚΤ, αλλά και άλλων συμμετεχόντων, ήταν ότι η έκταση της

συμβολής του ΠΔΧΥ στην εγκαθίδρυση ενιαίας χρηματοπιστωτικής αγοράς θα εξαρτηθεί από το κατά πόσον τα κράτη-μέλη θα θεσπίσουν κατάλληλες πράξεις εφαρμογής και θα εξασφαλίσουν συμμόρφωση προς αυτές. Επίσης η ΕΚΤ τόνισε ότι πιθανόν θα χρειαστεί κάποιος χρόνος έως ότου εκδηλωθεί πλήρως η επίδραση του ΠΔΧΥ στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τις χρηματοπιστωτικές αγορές, αφού αρκετά από τα σημαντικότερα μέτρα του υιοθετήθηκαν πολύ πρόσφατα και τα περισσότερα δεν έχουν ακόμη εφαρμοστεί σε εθνικό επίπεδο.

Όσον αφορά το μέλλον, η ΕΚΤ θεωρεί ότι θα πρέπει να δοθεί προτεραιότητα στην ανάπτυξη ενός αποτελεσματικού κανονιστικού πλαισίου για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, το οποίο θα πρέπει να είναι αφενός περισσότερο εναρμονισμένο μεταξύ των κρατών-μελών από ό,τι το υπάρχον και αφετέρου αρκετά ευέλικτο ώστε να μπορεί να προσαρμόζεται στις μεταβολές των συνθηκών. Ταυτόχρονα, θα πρέπει να καταβληθούν σημαντικές προσπάθειες με στόχο τη σύγκλιση των εποπτικών πρακτικών, η οποία μπορεί να επιτευχθεί μέσω της αυξημένης συνεργασίας των εθνικών αρχών, μεταξύ άλλων στις επιτροπές γ' επιπέδου. Τα παραπάνω θα πρέπει επίσης να συνοδευθούν από ενδελεχή ανάλυση της σχέσης μεταξύ χρηματοπιστωτικής ενοποίησης και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Ειδικότερα, ένα ζήτημα που χρήζει περαιτέρω ανάλυσης είναι πώς η ανάπτυξη της διασυνοριακής τραπεζικής επηρεάζει μια βασική παράμετρο του κανονιστικού πλαισίου της ΕΕ, δηλ. την αρχή σύμφωνα με την οποία ασκείται έλεγχος από τη χώρα καταγωγής. Η πολιτική ανταγωνισμού θα πρέπει επίσης να αποτελέσει συνιστώσα του "μετά ΠΔΧΥ" περιβάλλοντος, δεδομένου ότι έχει καθοριστική σημασία για την ανάπτυξη μιας πανευρωπαϊκής αγοράς. Επίσης, η ενίσχυση του ρόλου του ιδιωτικού τομέα, μέσω αυτορρύθμισης, θα μπορούσε να συντελέσει αποτελεσματικά στην ενοποίηση. Από την πλευρά της, η ΕΚΤ θα συμβάλει στον προσδιορισμό των κατάλληλων "μετά ΠΔΧΥ" πρωτοβουλιών, αξιοποιώντας τις ερευνητικές της δραστηριότητες σε θέματα χρηματοπιστωτικής ενοποίησης (βλ. Πλαίσιο 12).

## ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟ ΔΙΚΤΥΟ ΓΙΑ ΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΕΝΟΠΙΟΗΣΗ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ

Το 2002, η ΕΚΤ και το Center for Financial Studies (CFS) ίδρυσαν ερευνητικό δίκτυο προκειμένου να προωθήσουν την επιστημονική έρευνα σχετικά με τις αγορές κεφαλαίων και τη χρηματοπιστωτική ενοποίηση στην Ευρώπη. Το δίκτυο συστάθηκε αρχικά για μια διετία, η οποία έληξε το Μάιο του 2004 και επισφραγίστηκε με επιστημονικό συμπόσιο, όπου παρουσιάστηκαν τα πορίσματα της έρευνας στους πέντε τομείς προτεραιότητας του δικτύου.

Όσον αφορά τις ευρωπαϊκές αγορές ομολόγων, που αποτελούν έναν από αυτούς τους τομείς προτεραιότητας, τα πορίσματα της έρευνας ήταν ιδιαίτερα διαφωτιστικά. Η εισαγωγή μιας κοινής πανευρωπαϊκής ηλεκτρονικής πλατφόρμας για τη διαπραγμάτευση τίτλων (Euro MTS) μείωσε δραστικά το κόστος των συναλλαγών. Αφενός αύξησε το βαθμό ενοποίησης του συγκεκριμένου τμήματος της αγοράς και αφετέρου οδήγησε σε υψηλότερη ρευστότητα και χαμηλότερες αποδόσεις, ιδίως για τα έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου που εκδίδονται σε τακτική βάση. Ωστόσο, εξακολουθεί να υπάρχει κάποια ανομοιογένεια από χώρα σε χώρα ως προς τις διαφορές αποδόσεων των ομολόγων, κυρίως των πιο μακροπρόθεσμων, η οποία οφείλεται κυρίως στον παράγοντα του διεθνούς κινδύνου, ενώ οι διαφορές ως προς τη ρευστότητα παίζουν ρόλο αποκλειστικά και μόνο σε συνδυασμό με αυτό τον παράγοντα. Η δυναμικά αναπτυσσόμενη αγορά των εταιρικών ομολόγων εμφανίζει σχετικά υψηλό βαθμό ενοποίησης, οι δε παρατηρούμενες διαφορές αποδόσεων μεταξύ εταιρικών και κρατικών ομολόγων επηρεάζονται σε μικρή έκταση από παράγοντες που σχετίζονται με τη χώρα εκδόσεώς τους.

Το έργο του ερευνητικού δικτύου κατά τα δύο πρώτα έτη της λειτουργίας του βοήθησε να επισημανθούν τρεις βασικοί άξονες πολιτικής: (α) αντιμετώπιση των διαρθρωτικών χαρακτηριστικών που εμποδίζουν την περαιτέρω ενοποίηση των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων, (β) λήψη μέτρων πολιτικής ανταγωνισμού ώστε να αποτρέπονται οι πρακτικές μεροληπτικών διακρίσεων εις βάρος ξένων ιδρυμάτων που παρέχουν συναφείς υπηρεσίες και (γ) εξάλειψη των διαφορών μεταξύ των εθνικών κανονιστικών διατάξεων, στο βαθμό που καθιστούν την παροχή χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών σε πανευρωπαϊκό επίπεδο δαπανηρότερη από όσο χρειάζεται.

Μετά την επιτυχή ολοκλήρωση της πρώτης φάσης, η ΕΚΤ και το CFS αποφάσισαν να συνεχιστεί η λειτουργία του δικτύου μέχρι το 2007. Γι' αυτή τη δεύτερη φάση, το πεδίο έρευνας του Δικτύου διευρύνθηκε ώστε να περιλαμβάνει και τα νέα κράτη-μέλη της ΕΕ, ενώ πιθανά θέματα προς μελέτη θα είναι οι αρχικές επιδράσεις του ΠΔΧΥ στη λειτουργία του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς και μια σειρά από ζητήματα που δεν είχαν περιληφθεί στην πρώτη φάση, όπως: (α) η σχέση μεταξύ χρηματοπιστωτικής ενοποίησης και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, (β) η προσχώρηση στην ΕΕ, η ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος και η χρηματοπιστωτική ενοποίηση των νέων κρατών-μελών και (γ) ο εκσυγχρονισμός του χρηματοπιστωτικού συστήματος και η οικονομική ανάπτυξη στην Ευρώπη.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Σύνοψη των πορισμάτων των ερευνών του δικτύου από την πρώτη φάση λειτουργίας του περιέχεται στην έκθεση με τίτλο "Research Network on capital markets and financial integration in Europe: Results and experiences after two years" (ECB and CFS, 2004) και στο Oxford Review of Economic Policy, τ. 20(4), 2004, ειδικό τεύχος: "European financial integration", που εκδόθηκε σε συνεργασία με το δίκτυο.

## Η ΠΡΩΤΟΒΟΥΛΙΑ STEP

Ο ιδιωτικός τομέας μπορεί να συμβάλει στην χρηματοπιστωτική ενοποίηση μέσω συλλογικών δράσεων που θα αποσκοπούν στο να προωθήσουν τη σύγκλιση των πρακτικών της αγοράς. Η ΕΚΤ μπορεί να αναλάβει ρόλο καταλύτη σ' αυτή τη διαδικασία. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η συμμετοχή της στην πρωτοβουλία STEP (Short-Term European Paper). Η Ένωση Χρηματοπιστωτικών Αγορών (ACI) ξεκίνησε αυτή την πρωτοβουλία με σκοπό να προαγάγει τη σύγκλιση των προτύπων και των πρακτικών που εφαρμόζονται στις κατακερματισμένες ευρωπαϊκές αγορές βραχυπρόθεσμων τίτλων. Η σύγκλιση αυτή θα επιτευχθεί μέσω της εθελοντικής συμμόρφωσης των συμμετεχόντων στις αγορές με τα πρότυπα τα οποία θα ενσωματωθούν σε μια συμβατική πρακτική της αγοράς και θα αφορούν τη διαφάνεια, την τεκμηρίωση, το διακανονισμό και την παροχή στοιχείων στο ΕΣΚΤ για τους στατιστικούς του σκοπούς. Η ACI θα δώσει σήμανση STEP σε ήδη υπάρχοντα προγράμματα εκδόσεως ομολογιακών δανείων που πληρούν αυτές τις προϋποθέσεις. Ωστόσο, η σήμανση αυτή δεν θα εγγυάται την οικονομική ευρωστία του εκδότη, τη ρευστότητα των τίτλων ή την ακρίβεια των πληροφοριών που παρέχονται στο ενημερωτικό έντυπο που συνοδεύει την έκδοση. Εξάλλου, οι εθνικοί κανόνες που εφαρμόζονται σχετικά με τα χρεόγραφα θα εξακολουθήσουν να ισχύουν. Οι φορείς που υποστηρίζουν αυτή την πρωτοβουλία παρουσίασαν τις συστάσεις τους σε έκθεση η οποία δημοσιεύθηκε το Μάρτιο του 2004 και περιείχε επίσης κάποιες συστάσεις προς το ΕΣΚΤ.

Το Διοικητικό Συμβούλιο αξιολόγησε τις συστάσεις της ACI και συνολικά τις έκρινε θετικά. Όσον αφορά τις συστάσεις προς το ΕΣΚΤ, αποφασίστηκε ότι υπό ορισμένες προϋποθέσεις το ΕΣΚΤ, την πρώτη διετία εφαρμογής αυτής της πρωτοβουλίας, θα παρέχει τεχνική υποστήριξη για να υποβοηθήσει τις ενέργειες που αφορούν την εισαγωγή της σήμανσης STEP. Ωστόσο, την ευθύνη για τη σήμανση STEP θα έχει η Επιτροπή Αγοράς STEP. Η τεχνική συμβολή του ΕΣΚΤ στη

διαδικασία σήμανσης δεν θα συνεπάγεται όμως ότι το ΕΣΚΤ θα μπορεί να λαμβάνει μέτρα, π.χ. απαγόρευση ή αναστολή έκδοσης, σε περίπτωση που κάποιος εκδότης δεν τηρεί τους όρους που θα προβλέπει η συμβατική πρακτική της αγοράς. Στην περίπτωση αυτή η μόνη επίπτωση για τους εκδότες θα είναι ότι η ACI θα αποσύρει τη σήμανση STEP από το εκδοτικό τους πρόγραμμα. Το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε επίσης να ενεργήσει σύμφωνα με τη σύσταση σχετικά με την παραγωγή και δημοσίευση στατιστικών στοιχείων για τις αποδόσεις των τίτλων και τον όγκο των συναλλαγών, υπό την προϋπόθεση ότι θα γίνει έλεγχος της αποτελεσματικότητας της διαδικασίας συλλογής των στοιχείων. Ήδη η ACI υλοποιεί το πρόγραμμα STEP λαμβάνοντας υπόψη τις αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου.

## ΕΝΙΑΙΟΣ ΧΩΡΟΣ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΣΕ ΕΥΡΩ

Η ΕΚΤ επίσης δρα ως καταλύτης στη δημιουργία Ενιαίου Χώρου Πληρωμών σε Ευρώ (EXΠΕ), ενός προγράμματος που δρομολογήθηκε από τον ευρωπαϊκό τραπεζικό τομέα το 2002. Σκοπός του είναι να επιτρέψει να γίνονται οι διασυνοριακές πληρωμές από ένα και μόνο τραπεζικό λογαριασμό σε όλη την ζώνη του ευρώ με την ίδια ευκολία και ασφάλεια όπως και οι εγχώριες πληρωμές. Όλες οι πληρωμές θα πρέπει να φθάσουν ή και να υπερβούν το επίπεδο ασφάλειας και αποτελεσματικότητας των εθνικών συστημάτων πληρωμών που παρουσιάζουν τις καλύτερες επιδόσεις. Η ΕΚΤ συμμετέχει με την ιδιότητα του παρατηρητή στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Πληρωμών (EPC), το οποίο συγκροτήθηκε από τον ευρωπαϊκό τραπεζικό τομέα ως συντονιστικό όργανο του προγράμματος. Σε όλη τη διάρκεια του 2004, το Ευρωσύστημα είχε συνεχή και στενή συνεργασία με τους συμμετέχοντες στην αγορά, μέσω της Ομάδας Επαφών για τη Στρατηγική Πληρωμών σε Ευρώ (Contact Group on Euro Payments Strategy – COGEPS). Επίσης είχε στενή συνεργασία με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή λόγω των αλληλοσυμπληρούμενων ρόλων των δύο φορέων στην προώθηση του EXΠΕ.

Το Διοικητικό Συμβούλιο αξιολόγησε επίσημα τα επιτεύγματα του τραπεζικού τομέα στο θέμα αυτό με μια τρίτη έκθεση προόδου,<sup>4</sup> στην οποία αφενός επιδοκίμαζε το στόχο του τραπεζικού τομέα να έχει αναπτύξει πλήρως την υποδομή του ΕΧΠΕ μέχρι το τέλος του 2010 και αφετέρου συνιστούσε η ανάπτυξη του ΕΧΠΕ για τους πολίτες να έχει ολοκληρωθεί ήδη από το 2008 κατά τρόπο ώστε οι πολίτες και οι εμπορικές επιχειρήσεις να μπορούν να χρησιμοποιούν πανευρωπαϊκά μέσα και πρότυπα και για τις εθνικές τους πληρωμές. Το ΕΡΚ είναι υπεύθυνο να προσδιορίσει τους στόχους και τη συνολική στρατηγική για τον ΕΧΠΕ, αλλά η εφαρμογή ενδέχεται να διαφοροποιηθεί ανάλογα με τις τοπικές συνθήκες. Προκειμένου να δώσει ώθηση στην εφαρμογή σε εθνικό επίπεδο, το Ευρωσύστημα έχει καλέσει τις τραπεζικές κοινότητες των χωρών της ζώνης του ευρώ να καταθέσουν εντός του 2005 στο ΕΡΚ εθνικά σχέδια για τη σταδιακή μετάβαση στον ΕΧΠΕ πριν από το τέλος του 2010.

### ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΛΗΡΩΜΕΣ

Οι ηλεκτρονικές πληρωμές είναι πληρωμές που δημιουργούνται και διεκπεραιώνονται ηλεκτρονικά. Οι δραστηριότητες του Ευρωσυστήματος σχετικά με τις ηλεκτρονικές πληρωμές περιλαμβάνουν την ανάπτυξη συνεργασίας και συναινετικού κλίματος στην αγορά των ηλεκτρονικών πληρωμών, την παρακολούθηση της αγοράς αυτής, την προώθηση της ασφάλειάς της και τη βελτίωση των συναφών στατιστικών πληροφοριών. Το 2004 η ΕΚΤ συνέχισε τη λειτουργία του Παρατηρητηρίου Συστημάτων Ηλεκτρονικών Πληρωμών (ePSO).<sup>5</sup> Επίσης, το Νοέμβριο του 2004 διοργάνωσε συνέδριο με θέμα “Ηλεκτρονικές πληρωμές χωρίς σύνορα”, αφού πρώτα δημοσίευσε κείμενο δημόσιας διαβούλευσης για να συγκεντρώσει τις απόψεις των ενδιαφερομένων. Παρότι συνολικά έχει συντελεστεί κάποια πρόοδος, απαιτούνται ακόμη σημαντικές προσπάθειες προκειμένου να υπάρξουν ασφαλή, φιλικά προς το χρήστη και αποτελεσματικά διασυνοριακά προγράμματα ηλεκτρονικών πληρωμών. Αυτό ισχύει ιδίως για τις ηλεκτρονικές συναλλαγές πληρωμών μικρής αξίας, όπου τα λειτουργικά χαρακτηριστικά, οι

χρεώσεις και οι κανονισμοί εξακολουθούν να διαφέρουν σε μεγάλο βαθμό.

### ΠΛΗΡΩΜΕΣ ΜΕΣΩ ΚΑΡΤΩΝ

Το Ευρωσύστημα αποδίδει μεγάλη σπουδαιότητα στις κάρτες πληρωμών, θεωρώντας τις ένα από τα κυριότερα μέσα για την πραγματοποίηση αχρήματων πληρωμών, ιδίως διασυνοριακά. Η ΕΚΤ, προκειμένου να συγκεντρώσει περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τη διάρθρωση του τομέα των πληρωμών μέσω καρτών στην Ευρώπη και τους διάφορους τρόπους επεξεργασίας και διακανονισμού των πληρωμών αυτών, διεξήγαγε έρευνα η οποία κάλυψε θέματα όπως η διοικητική οργάνωση, η έκδοση και απόκτηση των καρτών, η γενική τεχνική υποδομή, η διαχείριση κινδύνων και το νομοθετικό πλαίσιο. Διοργάνωσε επίσης συζήτηση στρογγυλής τραπέζης, όπου συμμετείχαν όλοι οι ενδιαφερόμενοι και οι φορείς που δραστηριοποιούνται σ’ αυτό τον τομέα. Το Ευρωσύστημα εξέφρασε το αυξανόμενο ενδιαφέρον του για τον τομέα στο πλαίσιο των δράσεών του για την προώθηση του ΕΧΠΕ, ενώ εντοπίστηκε μια σειρά ζητημάτων, όπως οι διατραπεζικές χρεώσεις, η αποδοχή των καρτών, το κανονιστικό πλαίσιο και η πρόληψη της απάτης, ως προς τα οποία απαιτούνται περαιτέρω ενέργειες.

### ΥΠΟΔΟΜΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΔΙΑΚΑΝΟΝΙΣΜΟ ΤΙΤΛΩΝ

Τον Απρίλιο του 2004 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε ανακοίνωση (“Communication on clearing and settlement”), όπου περιγράφονταν οι δράσεις που σκοπεύει να αναλάβει στον τομέα της εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων αυτού με στόχο την ενοποίησή του σε ευρωπαϊκό επίπεδο και την αποτελεσματικότητά του, και κάλεσε τους ενδιαφερομένους να υποβάλουν σχόλια. Το

4 “Towards a Single Euro Payments Area – Third progress report” ΕΚΤ, Δεκέμβριος 2004.

5 Το Παρατηρητήριο Συστημάτων Ηλεκτρονικών Πληρωμών (ePSO) είναι ένας δικτυακός τόπος ([www.e-pso.info](http://www.e-pso.info)) που χρησιμοποιείται για την ανταλλαγή πληροφοριών σχετικά με τις ηλεκτρονικές πληρωμές.

Ευρωσύστημα ανταποκρίθηκε θετικά σ' αυτή την πρόσκληση.<sup>6</sup>

Η ΕΚΤ συμβάλλει στην ενοποίηση και μεταρρύθμιση των συστημάτων και των υποδομών εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων μέσω της συμμετοχής της στη συμβουλευτική ομάδα εμπειρογνομόνων σε θέματα εκκαθάρισης και διακανονισμού (Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts Group) που συγκροτήθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή το 2004. Κατ' αυτό τον τρόπο συμβάλλει στο συντονισμό των πρωτοβουλιών του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα και ενεργεί ως σύνδεσμος με την αγορά, με στόχο την άρση των εμποδίων όπως εντοπίστηκαν από την Ομάδα Giovannini, η οποία απαρτίζεται από εξειδικευμένους οικονομολόγους και παρέχει συμβουλές στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή επί ζητημάτων του χρηματοπιστωτικού τομέα. Επιπλέον, η ΕΚΤ διοργάνωσε τριμερή σύσκεψη με την Ένωση Ευρωπαϊκών Κεντρικών Αποθετηρίων Τίτλων και την Ένωση Κεντρικών Αποθετηρίων Τίτλων της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης, όπου εξετάστηκαν θέματα σχετικά με την ενοποίηση του κλάδου στην ΕΕ. Η ΕΚΤ θεωρεί ότι θα ήταν ευπρόσδεκτα και άλλα παρόμοια βήματα προς την κατεύθυνση της δημιουργίας μιας πανευρωπαϊκής ένωσης κεντρικών αποθετηρίων τίτλων.

Η τάση προς συγχώνευση των υποδομών συνεχίστηκε το 2004, με τη συγχώνευση των κεντρικών αποθετηρίων τίτλων της Φινλανδίας και της Σουηδίας. Μακροπρόθεσμος στόχος του νέου ομίλου είναι να χρησιμοποιεί μια κοινή τεχνολογική πλατφόρμα.

#### **ΠΑΡΑΚΟΛΟΥΘΗΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΕΝΟΠΙΩΣΗΣ**

Η ΕΚΤ εξακολούθησε να αναπτύσσει διάφορους δείκτες για τη μέτρηση του βαθμού της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης στη ζώνη του ευρώ, ορισμένοι εκ των οποίων περιλαμβάνονται σε μελέτη που δημοσιεύθηκε στη σειρά Occasional Papers της ΕΚΤ το 2004.<sup>7</sup> Οι δείκτες αυτοί χρησιμεύουν ως βάση για να αξιολογηθεί πώς προχωρεί η διαδικασία

ενοποίησης στις διάφορες χρηματοπιστωτικές αγορές. Στο Πλαίσιο 13 δίδονται περισσότερες πληροφορίες σχετικά με την ενοποίηση της αγοράς πιστώσεων στη ζώνη του ευρώ. Η ΕΚΤ σκοπεύει να συνεχίσει και στο μέλλον αυτές τις μετρήσεις.

6 Βλ. "Communication on clearing and settlement – the Eurosystem's response", ΕΚΤ, Ιούλιος 2004.

7 Βλ. L. Baele et al., "Measuring financial integration in the euro area", ECB Occasional Paper No. 14, Μάιος 2004.



**ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΕΝΟΠΙΟΗΣΗ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΠΙΣΤΩΣΕΩΝ ΤΗΣ ΖΩΝΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ**

Η σύγκριση των επιτοκίων ανά τις χώρες παρέχει μια σημαντική ένδειξη του βαθμού ενοποίησης στην αγορά λιανικής τραπεζικής. Όσο μεγαλύτερη είναι η ενοποίηση, τόσο μικρότερες αναμένεται να είναι οι διαφορές των επιτοκίων μεταξύ των χωρών για παρόμοια τραπεζικά προϊόντα. Ωστόσο, επειδή τα τραπεζικά προϊόντα, αλλά και τα ιδρύματα, δεν είναι πανομοιότυπα σε όλες τις χώρες, είναι δύσκολο να διαπιστωθεί κατά πόσον οι διαφορές των επιτοκίων πράγματι μειώνονται. Αυτό ισχύει ιδίως για τον τομέα της λιανικής τραπεζικής, όπου κατά κανόνα οι αγορές είναι περιορισμένες σε τοπικό επίπεδο. Εκτός από τα γεωγραφικά εμπόδια υπάρχουν και πολλοί άλλοι παράγοντες – οικονομικοί, διαρθρωτικοί και θεσμικοί – που δημιουργούν διαφορές επιτοκίων μεταξύ των χωρών. Τέτοιοι παράγοντες είναι π.χ. οι ανομοιογένειες ως προς το κανονιστικό πλαίσιο, τις συνθήκες ανταγωνισμού, τη σχέση των τραπεζών με την πελατεία τους και την εν γένει ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Τα εναρμονισμένα στατιστικά στοιχεία της ΕΚΤ για τα επιτόκια μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να μετρηθεί η βαθμός ενοποίησης της αγοράς πιστώσεων στη ζώνη του ευρώ. Ωστόσο, κατά την ερμηνεία των στοιχείων θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη ότι, εντός της ίδιας κατηγορίας επιτοκίων, ενδέχεται να υπάρχει ακόμη σημαντική ανομοιογένεια μεταξύ των εθνικών στατιστικών σειρών. Αυτό οφείλεται π.χ. στο ότι για κάθε δεδομένη διάρκεια αθροίζονται διαφορετικά χρηματοδοτικά μέσα και δεν γίνεται διάκριση μεταξύ δανείων που καλύπτονται από διασφαλίσεις και των άλλων δανείων. Με την επιφύλαξη των παραπάνω περιορισμών, διάφοροι δείκτες που βασίζονται στη διασπορά των επιτοκίων ανά τις χώρες της ζώνης του ευρώ μαρτυρούν ότι ο βαθμός ενοποίησης ποικίλλει σημαντικά μεταξύ των επιμέρους τμημάτων της αγοράς, π.χ. εμφανίζεται σχετικά υψηλότερος για τα στεγαστικά δάνεια προς τα νοικοκυριά και τα βραχυπρόθεσμα δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και χαμηλότερος για τις πιστώσεις προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις μέσω υπεραναλήψεων από τραπεζικούς λογαριασμούς και για τα καταναλωτικά δάνεια προς τα νοικοκυριά.

## 4 ΕΠΙΒΛΕΨΗ ΤΩΝ ΥΠΟΔΟΜΩΝ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Ένα από τα καταστατικά καθήκοντα του Ευρωσυστήματος είναι να επιβλέπει τα συστήματα πληρωμών και εκκαθάρισης, με σκοπό να διασφαλίζει ότι η γενική οργάνωση των ροών πληρωμών εντός της οικονομίας χαρακτηρίζεται από αποδοτικότητα και ασφάλεια. Επίσης, το Ευρωσύστημα ενδιαφέρεται γενικά και για άλλες υποδομές που χρησιμοποιούνται για τη μεταβίβαση τίτλων, όπως π.χ. τα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων, επειδή τυχόν αδυναμία διακανονισμού τίτλων που παρέχονται ως ασφάλεια θα μπορούσε να θέσει σε κίνδυνο την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής και την ομαλή λειτουργία των συστημάτων πληρωμών.

### 4.1 ΕΠΙΒΛΕΨΗ ΤΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΥΠΟΔΟΜΩΝ ΓΙΑ ΤΙΣ ΠΛΗΡΩΜΕΣ ΜΕΓΑΛΩΝ ΠΟΣΩΝ ΣΕ ΕΥΡΩ

Το Ευρωσύστημα επιβλέπει όλα τα συστήματα πληρωμών σε ευρώ, συμπεριλαμβανομένων αυτών που τελούν υπό τη δική του διαχείριση, εφαρμόζοντας τα ίδια πρότυπα επίβλεψης τόσο σε εκείνα που διαχειρίζεται το ίδιο όσο και στα ιδιωτικά συστήματα πληρωμών. Τα πρότυπα αυτά είναι οι “Βασικές Αρχές για τα Συστημικά Σημαντικά Συστήματα Πληρωμών” που εγκρίθηκαν από το Διοικητικό Συμβούλιο το 2001 ως βάση για την επίβλεψη των συστημάτων πληρωμών τα οποία έχουν συστημική σημασία.

#### TARGET ΚΑΙ ΑΛΛΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΜΕΓΑΛΩΝ ΠΟΣΩΝ ΣΕ ΕΥΡΩ

Το πλαίσιο επίβλεψης για το TARGET αναπτύχθηκε περαιτέρω μέσω του καθορισμού ελάχιστων μεθοδολογικών απαιτήσεων προς τις οποίες θα πρέπει να συμμορφώνονται όλες οι ΕθνΚΤ και η ΕΚΤ κατά την επίβλεψη του TARGET. Οι επιβλέποντες φορείς του TARGET ξεκίνησαν ήδη να εξετάζουν από τη σκοπιά της επίβλεψης και το TARGET2.

Το 2004 τα συστήματα πληρωμών μεγάλων ποσών σε ευρώ αξιολογήθηκαν σε σχέση με τις Βασικές Αρχές και με βάση την κατάσταση που επικρατούσε στα μέσα του

2003. Τα συνολικά αποτελέσματα της αξιολόγησης δημοσιεύθηκαν το Μάιο του 2004. Διαπιστώθηκε ότι όλες οι συνιστώσες του TARGET ανταποκρίνονται σε μεγάλο βαθμό προς τις Βασικές Αρχές, ενώ παράλληλα εντοπίστηκαν κάποια σημεία που επιδέχονται βελτίωση όσον αφορά την οικονομική αποδοτικότητα και τις ρυθμίσεις που εξασφαλίζουν τη συνέχεια των εργασιών. Των ζητημάτων αυτών θα επιληφθούν οι επιβλέποντες φορείς και οι διαχειριστές του TARGET. Οι επιβλέποντες φορείς του TARGET αναγνώρισαν το σημαντικό ρόλο που έπαιζαν οι διαχειριστές στην ασφαλή λειτουργία του συστήματος, μέσω πολιτικών διαχείρισης κινδύνων. Αξιολόγησαν επίσης γενικώς θετικά τις εκθέσεις που υπέβαλαν οι διαχειριστές του TARGET σχετικά με τους κινδύνους του συστήματος. Η αξιολόγηση των ιδιωτικών συστημάτων πληρωμών μεγάλων ποσών σε ευρώ δεν αποκάλυψε σημαντικές ανεπάρκειες.

#### EURO I

Στο πλαίσιο της επίβλεψης του EURO I, δόθηκε έμφαση στην επιδίωξη της EBA Clearing (της εταιρίας που διαχειρίζεται το EURO I) να αναπτύξει περαιτέρω το “Μηχανισμό Ευέλικτου Διακανονισμού”, ο οποίος θα επιτρέπει στις τράπεζες να διακανονίζουν τις θέσεις τους στο STEP 2 μέσω του EURO I χωρίς να είναι άμεσοι συμμετέχοντες ή μέλη του EURO I. Το STEP 2 είναι το σύστημα πληρωμών μικρής αξίας της EBA. Με την επιφύλαξη της έγκρισης από την ΕΚΤ που είναι ο επιβλέπων φορέας, η EBA προβλέπει την επέκταση αυτής της λειτουργίας (η οποία προς το παρόν είναι διαθέσιμη μόνο σε μία κατηγορία συμμετεχόντων, τους “pre-fund participants”), ώστε να μπορούν όλα τα μέλη του EURO I να μεταφέρουν χρήμα κεντρικής τράπεζας προς το EURO I μέσω του συστήματος TARGET και έτσι να αυξηθεί η ικανότητά τους για επεξεργασία πληρωμών στο EURO I.

#### ΣΥΣΤΗΜΑ ΔΙΑΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ ΑΔΙΑΛΕΙΠΤΗΣ ΣΥΝΔΕΣΗΣ

Το σύστημα Διακανονισμού Αδιάλειπτης Σύνδεσης (Continuous Linked Settlement – CLS) διακανονίζει πράξεις επί συναλλάγματος με

βάση την αρχή “πληρωμή έναντι πληρωμής”, εξαλείφοντας έτσι σε πολύ μεγάλο βαθμό τον κίνδυνο διακανονισμού στις πράξεις συναλλαγματος. Επί του παρόντος διακανονίζει συναλλαγές σε 15 διεθνώς διαπραγματεύσιμα νομίσματα, συμπεριλαμβανομένων – από το Δεκέμβριο του 2004 – του δολαρίου Χονγκ Κονγκ, του δολαρίου Νέας Ζηλανδίας, του γιούον Κορέας και του ραντ Νοτίου Αφρικής.

Το Δεκέμβριο του 2004 ο μέσος ημερήσιος αριθμός των συναλλαγών τις οποίες επεξεργάστηκε το CLS ήταν 69.000 και η μέση ημερήσια αξία τους 960 δισεκ. δολ. ΗΠΑ. Σύμφωνα με έρευνα που διεξήγαγε η ΤΔΔ τον Απρίλιο του 2004, το CLS κάλυπτε περίπου το 1/4 του συνόλου της αγοράς συναλλαγματος εκείνη την περίοδο.<sup>8</sup> Μετά το δολάριο ΗΠΑ, το δεύτερο σε σημασία νόμισμα διακανονισμού είναι το ευρώ. Το Δεκέμβριο του 2004 οι συναλλαγές σε ευρώ που διακανονίστηκαν μέσω του CLS ανέρχονταν κατά μέσο όρο σε 309 δισεκ. ευρώ ημερησίως και αντιπροσώπευαν το 22% της συνολικής αξίας των συναλλαγών που διακανονίστηκαν (οι διακανονισμοί συναλλαγών σε δολάρια ΗΠΑ αντιστοιχούσαν στο 46% της συνολικής αξίας). Το ποσοστό αυτό είναι ελαφρά μειωμένο σε σύγκριση με το 2003, λόγω του μεγαλύτερου αριθμού νομισμάτων που διακανονίζονται μέσω του CLS καθώς και λόγω συναλλαγματικών διαφορών.

Η ΕΚΤ επιτελεί διττό ρόλο όσον αφορά το CLS: συμμετέχει στην επίβλεψή του και παρέχει υπηρεσίες διακανονισμού. Η ΕΚΤ συμμετέχει στην επίβλεψη του CLS, η οποία ασκείται συλλογικά από τις κεντρικές τράπεζες όλων των χωρών των οποίων τα νομίσματα διακανονίζονται μέσω του συστήματος (τόσο της Ομάδας των 10 όσο και εκτός αυτής) με επικεφαλής το Federal Reserve System. Το 2004 η ΕΚΤ αφιέρωσε το μεγαλύτερο μέρος της επίβλεψής της στην περαιτέρω ενίσχυση της ανθεκτικότητας του CLS και στην ανάπτυξη ενός αντικειμενικού πλαισίου για την προσθήκη και άλλων νομισμάτων.

Η ΕΚΤ θεωρεί ότι το CLS είναι μια πολύ αξιόπιστη λύση για τη μείωση του κινδύνου διακανονισμού πράξεων συναλλαγματος στις συναλλαγές σε ευρώ. Ωστόσο, μέσω του CLS διακανονίζεται ένα μικρό ποσοστό των πράξεων επί συναλλαγματος σε ευρώ (στο πλαίσιο των εργασιών χονδρικής). Γι’ αυτό και η ΕΚΤ κάλεσε τις τράπεζες να επανεξετάσουν τις πρακτικές τους όσον αφορά το διακανονισμό πράξεων επί συναλλαγματος και να εκτιμήσουν κατά πόσον οι μέθοδοι μείωσης αυτού του κινδύνου που εφαρμόζουν είναι κατάλληλες.

#### SWIFT

Ο οργανισμός SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) είναι ένα δίκτυο για την ασφαλή ανταλλαγή μηνυμάτων οικονομικού περιεχομένου μεταξύ χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Παρότι δεν είναι τράπεζα ούτε χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, επιβλέπεται από τις κεντρικές τράπεζες λόγω της σπουδαιότητάς του για την εύρυθμη λειτουργία του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η ΕΚΤ συμβάλλει στην επίβλεψη του SWIFT, η οποία ασκείται συλλογικά από τις κεντρικές τράπεζες των χωρών της Ομάδας των 10, με επικεφαλής την κεντρική τράπεζα του Βελγίου. Το 2004 το πλαίσιο επίβλεψης ενισχύθηκε προκειμένου να διασφαλιστεί επαρκής συμμετοχή των επιβλεπόντων φορέων όλων των χωρών της Ομάδας των 10 και να βελτιωθεί η αναφορά και η επικοινωνία μεταξύ του SWIFT και των φορέων επίβλεψής του. Κατά την επίβλεψη εξετάστηκαν ζητήματα όπως η ανθεκτικότητα του SWIFT σε καταστάσεις κρίσεως, οι εσωτερικές διαδικασίες διαχείρισης κινδύνων και η αντικατάσταση του παλαιού δικτύου ανταλλαγής μηνυμάτων του SWIFT από το SWIFTNet, μια τεχνολογική υποδομή που βασίζεται στο διαδίκτυο.

<sup>8</sup> Αν ληφθεί υπόψη ότι κάθε συναλλαγή αποτελείται από δύο επιμέρους συναλλαγές, μία για κάθε νόμισμα, η μέση ημερήσια αξία το Δεκέμβριο του 2004 ανέρχεται στο διπλάσιο ποσό, δηλ. 1.920 δισεκ. δολάρια.

## **ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ ΜΕΣΩ ΑΝΤΑΠΟΚΡΙΤΩΝ**

Οι τράπεζες συχνά συνάπτουν συμφωνίες βάσει των οποίων παρέχουν η μία στην άλλη υπηρεσίες πληρωμών και συναφείς διευκολύνσεις, κυρίως σε διασυνοριακό επίπεδο. Οι συμφωνίες αυτές καλούνται “τραπεζικές εργασίες μέσω ανταποκριτών”. Το 2004 το Ευρωσύστημα διεξήγαγε την τέταρτη έρευνά του σχετικά με τις εργασίες αυτές, η οποία επιβεβαίωσε ότι ο βαθμός συγκέντρωσης στον εν λόγω τομέα στην ΕΕ παραμένει πολύ υψηλός. Επί του παρόντος αυτό δεν σηματοδοτεί κάποιον άμεσο συστημικό κίνδυνο, αλλά το Ευρωσύστημα θα συνεχίσει να παρακολουθεί τις εξελίξεις στον τομέα, εν όψει του ενδιαφέροντός του για τη σταθερότητα του όλου χρηματοπιστωτικού συστήματος.

## **4.2 ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΜΙΚΡΗΣ ΑΞΙΑΣ**

### **ΕΠΙΒΛΕΨΗ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΜΙΚΡΗΣ ΑΞΙΑΣ**

Με βάση τα “Πρότυπα επίβλεψης για τα συστήματα πληρωμών μικρής αξίας σε ευρώ” που είχαν εγκριθεί από το Διοικητικό Συμβούλιο το 2003, έγινε ταξινόμηση των συστημάτων το 2004 και εντοπίστηκαν 15 συστήματα πληρωμών μικρής αξίας σε ευρώ τα οποία εμπίπτουν στην αρμοδιότητα του Ευρωσυστήματος. Έξι από αυτά χαρακτηρίστηκαν συστημικώς σημαντικά και πρέπει να συμμορφώνονται και με τις δέκα Βασικές Αρχές. Επτά θεωρούνται ιδιαίτερης σπουδαιότητας και άρα οφείλουν να συμμορφώνονται με τα πρότυπα του Ευρωσυστήματος για τα συστήματα πληρωμών μικρής αξίας (ένα υποσύνολο των Βασικών Αρχών). Δύο συστήματα δεν εντάχθηκαν σε καμία από τις δύο κατηγορίες και θα υπόκεινται στα πρότυπα επίβλεψης που θα καθορίσει γι’ αυτά ο αρμόδιος επιβλέπων φορέας. Τα συστημικώς σημαντικά συστήματα και τα συστήματα ιδιαίτερης σπουδαιότητας αξιολογούνται από τις ΕθνΚΤ με βάση τα πρότυπα επίβλεψης, ενώ η ΕΚΤ είναι αρμόδια για την αξιολόγηση του συστήματος STEP 2 της ΕΒΑ. Η συνολική αξιολόγηση και η διασυνοριακή

εναρμόνιση συντονίζονται σε επίπεδο Ευρωσυστήματος.

## **ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΣ**

Μετά τον καθορισμό των στόχων όσον αφορά την ασφάλεια των συστημάτων ηλεκτρονικού χρήματος το 2003 και με βάση αξιολογήσεις που ανέλαβαν οικειοθελώς ορισμένα τέτοια συστήματα, το Ευρωσύστημα ξεκίνησε το 2004 την τελική επεξεργασία των μεθοδολογικών απαιτήσεων και των όρων αναφοράς για την αξιολόγηση των συστημάτων που θα πραγματοποιηθεί το 2005.

## **4.3 ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΑΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ ΤΙΤΛΩΝ**

Ο ρόλος του Ευρωσυστήματος στην εύρυθμη λειτουργία και την επίβλεψη των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού των συναλλαγών επί τίτλων είναι διττός. Πρώτον, το Διοικητικό Συμβούλιο αξιολογεί τη συμμόρφωση των συστημάτων διακανονισμού τίτλων (ΣΔΤ) της ΕΕ προς τα συγκεκριμένα πρότυπα των χρηστών.<sup>9</sup> Δεύτερον, το Ευρωσύστημα συνεργάζεται με άλλες αρχές που είναι αρμόδιες για την κανονιστική ρύθμιση και την επίβλεψη των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού σε επίπεδο ΕΕ. Επ’ αυτού του ζητήματος η ΕΚΤ ενθάρρυνε το διάλογο σχετικά με την ανάπτυξη ενός πανευρωπαϊκού κανονιστικού πλαισίου που θα διέπει την εκκαθάριση και το διακανονισμό τίτλων, μέσω της συμμετοχής της στην αρμόδια ομάδα εμπειρογνομόνων (Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts Group) της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Η συνεργασία του ΕΣΚΤ με την Επιτροπή Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (CESR) διαδραμάτισε κεντρικό ρόλο στην ανάπτυξη των πανευρωπαϊκών προτύπων που θα εφαρμοστούν στον τομέα των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού

9 Επειδή δεν υπάρχουν εναρμονισμένα πρότυπα επίβλεψης στην ΕΕ, τα πρότυπα των χρηστών θεωρούνται de facto κοινά πρότυπα για τα ΣΔΤ της ΕΕ, γι’ αυτό και εξετάζονται στο παρόν κεφάλαιο, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι αποτελούν ολοκληρωμένο σύνολο προτύπων για την επίβλεψη ή την εποπτεία των ΣΔΤ.

τίτλων. Επίσης, η ΕΚΤ συμμετείχε στην Ομάδα των 30, ένα διεθνές συμβουλευτικό σώμα εμπειρογνομόνων, προκειμένου να διασφαλίσει ότι οι συστάσεις της Ομάδας αυτής όσον αφορά την εκκαθάριση και το διακανονισμό, οι οποίες δημοσιεύθηκαν το 2003, εφαρμόζονται κατά τρόπο συμβατό με τις πρωτοβουλίες της ΕΕ. Η ΕΚΤ εξάλλου υποβόησε την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στην πρωτοβουλία της να τροποποιήσει την Οδηγία για το αμετάκλητο του διακανονισμού που με την αρχική της μορφή είχε υιοθετηθεί το 1998. Τέλος, η ΕΚΤ συνέβαλε στη διατύπωση των συστάσεων προς τους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους τις οποίες ανέπτυξαν η Επιτροπή Συστημάτων Πληρωμών και Διακανονισμού (CPSS) και ο Διεθνής Οργανισμός Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (IOSCO).

#### **ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΑΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ ΤΙΤΛΩΝ**

Όλες οι πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος πρέπει να καλύπτονται από ασφάλεια με τη μορφή αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων. Σ' αυτά περιλαμβάνονται και τίτλοι που παρέχονται στο Ευρωσύστημα μέσω των ΣΔΤ, δηλ. μέσω φορέων που ειδικεύονται στη μεταβίβαση της κυριότητας ή ισοδύναμων δικαιωμάτων επ' αυτών των αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων από έναν κάτοχο σε άλλον. Προκειμένου να διασφαλίσει ότι δεν θα εκτίθεται σε αδικαιολόγητους κινδύνους κατά τη διαδικασία αυτή, το Ευρωσύστημα αξιολογεί κάθε χρόνο τα ΣΔΤ που χρησιμοποιεί, με βάση τα 9 πρότυπα χρηστών.<sup>10</sup> Το 2004 η σχετική αξιολόγηση κάλυψε 18 ΣΔΤ. Το γενικό της συμπέρασμα ήταν ότι αυτά ανταποκρίνονται σε μεγάλο βαθμό προς τα πρότυπα των χρηστών και ότι καταβάλλονται προσπάθειες για περαιτέρω βελτιώσεις. Ορισμένα συστήματα αύξησαν τη λειτουργική τους αξιοπιστία, ενώ ελήφθησαν μέτρα για τη βελτίωση της οικονομικής ευρωστίας των διαχειριστών των συστημάτων. Το Ευρωσύστημα παρακολουθεί και ενθαρρύνει όλες τις προσπάθειες για τη βελτίωση της αποδοτικότητας και της ασφάλειας των ΣΔΤ που χρησιμοποιεί στις πιστοδοτικές του πράξεις.



#### **ΣΥΝΕΡΓΑΣΙΑ ΜΕ ΤΗΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΩΝ ΑΡΧΩΝ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ**

Το 2001 το Διοικητικό Συμβούλιο ενέκρινε πλαίσιο συνεργασίας μεταξύ του ΕΣΚΤ και της Επιτροπής Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (CESR) στον τομέα των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων. Συστάθηκε ομάδα εργασίας στην οποία μετέχει ένας εκπρόσωπος από κάθε κεντρική τράπεζα του ΕΣΚΤ και κάθε ρυθμιστική αρχή-μέλος της CESR. Η ομάδα εργασίας εκπόνησε έκθεση σχετικά με τα “Πρότυπα για την εκκαθάριση και το διακανονισμό τίτλων στην Ευρωπαϊκή Ένωση”,<sup>11</sup> η οποία εγκρίθηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο και την CESR τον Οκτώβριο του 2004. Αξιοποιώντας τις συστάσεις για τα ΣΔΤ τις οποίες ανέπτυξαν η Επιτροπή Συστημάτων Πληρωμών και Διακανονισμού (CPSS) και ο Διεθνής Οργανισμός Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (IOSCO) – γνωστές ως “Συστάσεις CPSS-IOSCO” – η κοινή έκθεση του ΕΣΚΤ και της CESR περιλαμβάνει 19 πρότυπα που έχουν στόχο να αυξήσουν την ασφάλεια, την ευρωστία και την αποδοτικότητα των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού

<sup>10</sup> Τα πρότυπα αυτά παρουσιάζονται στο κείμενο με τίτλο “Assessment of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operations”, του 1998.

<sup>11</sup> Η έκθεση “Standards for securities clearing and settlement in the European Union” είναι διαθέσιμη στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.



τίτλων στην ΕΕ (βλ. Πλαίσιο 14). Σε σύγκριση με τις Συστάσεις CPSS-IOSCO, τα “Πρότυπα ΕΣΚΤ-CESR” προβλέπουν επαυξημένες απαιτήσεις σε ορισμένους τομείς λόγω των ειδικών χαρακτηριστικών των ευρωπαϊκών αγορών. Καθώς ο γενικότερος στόχος των προτύπων αυτών είναι να προωθήσουν την ενοποίηση των κεφαλαιαγορών της ΕΕ, δίνουν μεγαλύτερη έμφαση στις κοινές λύσεις και τη διαλειτουργικότητα. Η συμβολή της Ευρωπαϊκής Επιτροπής στον τομέα αυτό έχει ληφθεί υπόψη.

Η λειτουργία της ομάδας εργασίας χαρακτηρίστηκε από ανοικτό πνεύμα και διαφάνεια. Σε πολλές περιπτώσεις ζητήθηκαν σχόλια από τους ενδιαφερομένους που δραστηριοποιούνται στον τομέα της εκκαθάρισης και του διακανονισμού τίτλων. Τα

σχόλια που συγκεντρώθηκαν εξετάστηκαν με προσοχή και η ομάδα εργασίας κατέβαλε κάθε προσπάθεια ώστε τα πρότυπα να καλύπτουν όλα τα ζητήματα που τέθηκαν. Τα πρότυπα θα τεθούν σε ισχύ αμέσως μόλις αναπτυχθεί η μεθοδολογία αξιολόγησης των συστημάτων μετά και από την προαναφερθείσα έκθεση. Από τον Οκτώβριο του 2004 η ομάδα συνέχισε το έργο της σε τέσσερις τομείς: (α) ανάπτυξη μεθοδολογίας για την αξιολόγηση των ΣΔΤ βάσει των προτύπων, (β) ανάπτυξη προτύπων και μεθοδολογίας για την αξιολόγηση των κεντρικών αντισυμβαλλομένων, (γ) ανάλυση ζητημάτων που αφορούν σημαντικούς θεματοφύλακες και (δ) ανάλυση ζητημάτων συνεργασίας μεταξύ των αρχών που είναι αρμόδιες για την κανονιστική ρύθμιση, την προληπτική εποπτεία και την επίβλεψη αντίστοιχα.

## Πλαίσιο 14

### ΠΡΟΤΥΠΑ ΓΙΑ ΤΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΑΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ ΤΙΤΛΩΝ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ

#### *Πρότυπο 1: Νομικό πλαίσιο*

Τα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων και οι μεταξύ τους ζεύξεις θα πρέπει να διαθέτουν μια επαρκώς θεμελιωμένη, σαφή και διαφανή νομική βάση σύμφωνα με το δίκαιο κάθε εμπλεκόμενου κράτους.

#### *Πρότυπο 2: Επιβεβαίωση των συναλλαγών και αντιστοίχιση των διακανονισμών*

Η επιβεβαίωση των συναλλαγών μεταξύ των άμεσων συμμετεχόντων στην αγορά θα πρέπει να πραγματοποιείται το συντομότερο δυνατόν μετά την εκτέλεση της συναλλαγής και το αργότερο κατά την ημερομηνία συναλλαγής (T+0). Σε περίπτωση που απαιτείται επιβεβαίωση συναλλαγών έμμεσων συμμετεχόντων στην αγορά (π.χ. θεσμικών επενδυτών), αυτή θα πρέπει να πραγματοποιείται το συντομότερο δυνατόν μετά την εκτέλεση της συναλλαγής, κατά προτίμηση την ημερομηνία συναλλαγής (T+0) και πάντως όχι αργότερα από την επόμενη ημέρα (T+1).

Οι οδηγίες διακανονισμού θα πρέπει να αντιστοιχίζονται το συντομότερο δυνατόν και, στην περίπτωση που ο κύκλος διακανονισμού εκτείνεται πέραν της ημερομηνίας συναλλαγής (T+0), το αργότερο μία ημέρα πριν από την ορισθείσα ημερομηνία διακανονισμού.

#### *Πρότυπο 3: Κύκλοι διακανονισμού και ώρες/ημέρες λειτουργίας*

Ο κυλιόμενος διακανονισμός θα πρέπει να υιοθετηθεί σε όλες τις αγορές τίτλων. Ο οριστικός διακανονισμός θα πρέπει να πραγματοποιείται το αργότερο κατά την ημερομηνία T+3. Θα πρέπει να αξιολογηθούν τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα τα οποία θα συνεπαγόταν η ενδεχόμενη καθιέρωση κύκλων διακανονισμού μικρότερων της T+3 για όλη την ΕΕ.



Τα κεντρικά αποθετήρια τίτλων και, κατά περίπτωση, οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι θα πρέπει να εναρμονίσουν τις ώρες και τις ημέρες λειτουργίας τους και να είναι ανοικτά τουλάχιστον κατά τις ώρες λειτουργίας του συστήματος TARGET προκειμένου για συναλλαγές σε ευρώ.

*Πρότυπο 4: Κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι*

Θα πρέπει να αξιολογηθούν τα υπέρ και τα κατά της καθιέρωσης κεντρικού αντισυμβαλλομένου. Όπου εισάγεται τέτοιος μηχανισμός, ο κεντρικός αντισυμβαλλόμενος θα πρέπει να εφαρμόζει αυστηρά μέτρα ελέγχου κινδύνων για τους κινδύνους που αναλαμβάνει.

*Πρότυπο 5: Δανεισμός τίτλων*

Η παροχή και λήψη δανείων τίτλων (ή οι συμφωνίες επαναγοράς και άλλες ισοδύναμες από οικονομική άποψη συναλλαγές) θα πρέπει να ενθαρρύνονται ως μέθοδος για την αποφυγή περιπτώσεων αποτυχίας διακανονισμού και για την επίσπευση του διακανονισμού τίτλων. Οι φραγμοί που εμποδίζουν την πρακτική του δανεισμού τίτλων προς το σκοπό αυτό θα πρέπει να αρθούν. Οι συμφωνίες για το δανεισμό τίτλων θα πρέπει να είναι ισχυρές, ασφαλείς και αποτελεσματικές.

*Πρότυπο 6: Κεντρικά αποθετήρια τίτλων (ΚΑΤ)*

Στο πλαίσιο των κεντρικών αποθετηρίων τίτλων, οι τίτλοι θα πρέπει, κατά το δυνατόν, να ακινητοποιούνται ή να αποϋλοποιούνται και να μεταβιβάζονται με λογιστικές εγγραφές. Για να διασφαλίζεται η ακεραιότητα των εκδόσεων τίτλων και να προστατεύονται τα συμφέροντα των επενδυτών, το κεντρικό αποθετήριο τίτλων θα πρέπει να μεριμνά ώστε η έκδοση, η διακράτηση και η μεταβίβαση των τίτλων να πραγματοποιούνται με επαρκή και κατάλληλο τρόπο.

*Πρότυπο 7: Παράδοση έναντι πληρωμής (delivery versus payment – DVP)*

Ο κίνδυνος κεφαλαίου θα πρέπει να εξαλειφθεί με τη σύνδεση των μεταβιβάσεων τίτλων προς τη μεταβίβαση κεφαλαίων κατά τρόπο ώστε να επιτυγχάνεται παράδοση έναντι πληρωμής.

*Πρότυπο 8: Χρόνος κατά τον οποίο ο διακανονισμός γίνεται οριστικός*

Για να εξασφαλίζεται ενδοημερήσιος οριστικός διακανονισμός, θα πρέπει να γίνεται επεξεργασία των εντολών σε συνεχή χρόνο ή κατά παρτίδες, έτσι ώστε να μειώνονται οι κίνδυνοι και να είναι δυνατός ο αποτελεσματικός διακανονισμός σε όλα τα συστήματα.

*Πρότυπο 9: Έλεγχος πιστωτικού κινδύνου και κινδύνου ρευστότητας*

Για λόγους συστημικής σταθερότητας, είναι σημαντικό τα κεντρικά αποθετήρια τίτλων να λειτουργούν απρόσκοπτα. Γι' αυτό, τα κεντρικά αποθετήρια τίτλων θα πρέπει να περιορίζουν τις πιστοδοτικές τους δραστηριότητες – όπου η εθνική νομοθεσία τούς επιτρέπει να ασκούν τέτοιου είδους δραστηριότητες – αποκλειστικά και μόνο στο βαθμό που είναι αναγκαίος για την ομαλή παροχή των υπηρεσιών διακανονισμού και άλλων υπηρεσιών σε σχέση με τους τίτλους. Όσα κεντρικά αποθετήρια τίτλων χορηγούν πιστώσεις (συμπεριλαμβανομένης της ενδοημερήσιας πίστωσης και πίστωσης διάρκειας μίας ημέρας) θα πρέπει να καλύπτουν πλήρως με ασφάλεια τα χρηματοδοτικά τους ανοίγματα, εφόσον είναι πρακτικά δυνατόν. Πιστώσεις χωρίς παροχή ασφάλειας θα πρέπει να χορηγούνται σε λίγες ειδικώς προβλεπόμενες περιπτώσεις και να υπόκεινται σε επαρκή μέτρα ελέγχου κινδύνων, π.χ. όρια ως προς τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο, την πιστοληπτική ικανότητα του αντισυμβαλλομένου και τη διάρκεια της πίστωσης.

Οι περισσότεροι θεματοφύλακες υπόκεινται στις ρυθμίσεις της τραπεζικής νομοθεσίας της ΕΕ. Για όσους εξ αυτών διαχειρίζονται σημαντικά συστήματα διακανονισμού συναλλαγών επί τίτλων, και προκειμένου να περιορίζονται οι συστημικοί κίνδυνοι που συνδέονται με τη δραστηριότητά τους αυτή, οι ρυθμιστικές αρχές των αγορών κινητών αξιών, οι αρχές τραπεζικής εποπτείας και οι φορείς επίβλεψης των συστημάτων πληρωμών και διακανονισμού τίτλων θα πρέπει να εξετάζουν την πολιτική διαχείρισης κινδύνων που εφαρμόζει καθένας από τους εν λόγω θεματοφύλακες ώστε να αξιολογούν αν αυτή συνάδει προς τους κινδύνους που δημιουργούνται για το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Ειδικότερα, θα πρέπει να εξεταστεί το ενδεχόμενο να εφαρμοστούν αυξημένες απαιτήσεις για κάλυψη με ασφάλεια των χρηματοδοτικών ανοιγμάτων, συμπεριλαμβανομένης της ενδοημερήσιας πίστωσης. Οι διαχειριστές συστημάτων συμψηφισμού θα πρέπει να καθιερώσουν μέτρα ελέγχου κινδύνων τα οποία, ως ελάχιστη απαίτηση, να διασφαλίζουν τον έγκαιρο διακανονισμό σε περίπτωση που ο συμμετέχων με τη μεγαλύτερη χρεωστική θέση αδυνατεί να διακανονίσει την οφειλή του. Το πιο αξιόπιστο σύνολο ελέγχων συνδυάζει απαιτήσεις παροχής ασφάλειας και ποσοτικά όρια επί των χορηγούμενων πιστώσεων.

*Πρότυπο 10: Μέσα διακανονισμού χρηματικών οφειλών*

Τα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιούνται για το διακανονισμό οφειλών που απορρέουν από συναλλαγές επί τίτλων θα πρέπει να έχουν χαμηλό ή μηδενικό πιστωτικό κίνδυνο ή κίνδυνο ρευστότητας. Αν ο διακανονισμός δεν πραγματοποιείται σε χρήμα κεντρικής τράπεζας, θα πρέπει να λαμβάνονται μέτρα ώστε οι συμμετέχοντες στο σύστημα να προστατεύονται από δυνητικές ζημιές και από πιέσεις ρευστότητας σε περίπτωση πτωχεύσεως του φορέα ο οποίος παρέχει το μέσο διακανονισμού.

*Πρότυπο 11: Λειτουργική αξιοπιστία*

Οι πηγές λειτουργικού κινδύνου στο πλαίσιο της διαδικασίας εκκαθάρισης και διακανονισμού θα πρέπει να εντοπίζονται, να παρακολουθούνται και να αξιολογούνται σε τακτική βάση. Ο κίνδυνος αυτός θα πρέπει να ελαχιστοποιείται μέσω της ανάπτυξης κατάλληλων συστημάτων και αποτελεσματικών ελέγχων και διαδικασιών. Τα συστήματα και οι συναφείς λειτουργίες θα πρέπει: (i) να είναι αξιόπιστα και ασφαλή, (ii) να βασίζονται σε αξιόπιστες τεχνικές λύσεις, (iii) να αναπτύσσονται και να τηρούνται σύμφωνα με τεκμηριωμένες διαδικασίες, (iv) να έχουν επαρκή και προσαρμόσιμη δυναμικότητα, (v) να διαθέτουν κατάλληλους μηχανισμούς που να διασφαλίζουν τη συνέχεια των συναλλαγών και την αποκατάσταση της ομαλής λειτουργίας σε περίπτωση καταστροφής και (vi) να υπόκεινται σε συχνό και ανεξάρτητο έλεγχο όσον αφορά τις διαδικασίες που επιτρέπουν την έγκαιρη αποκατάσταση των λειτουργιών και την ολοκλήρωση της διαδικασίας του διακανονισμού.

*Πρότυπο 12: Προστασία των τίτλων των πελατών*

Οι φορείς που παρέχουν υπηρεσίες θεματοφυλακής θα πρέπει να χρησιμοποιούν λογιστικές πρακτικές και διαδικασίες ασφαλούς φύλαξης οι οποίες να προστατεύουν πλήρως τους τίτλους των πελατών τους. Είναι απαραίτητο οι τίτλοι των πελατών να προστατεύονται έναντι απαιτήσεων των πιστωτών όλων των φορέων που εμπλέκονται στην αλυσίδα της παρακαταθήκης.

*Πρότυπο 13: Διοικητική οργάνωση*

Οι ρυθμίσεις όσον αφορά τη διοικητική οργάνωση των κεντρικών αποθετηρίων τίτλων και των κεντρικών αντισυμβαλλομένων θα πρέπει να είναι σχεδιασμένες κατά τρόπο ώστε να μην αντίκεινται στο δημόσιο συμφέρον και να προάγουν τους σκοπούς των ιδιοκτητών τους και των συμμετεχόντων στην αγορά.

*Πρότυπο 14: Πρόσβαση*

Τα κεντρικά αποθετήρια τίτλων και οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι θα πρέπει να έχουν αντικειμενικά και δημοσία γνωστά κριτήρια συμμετοχής που να επιτρέπουν τη δίκαιη και ανοικτή πρόσβαση. Κανόνες και προϋποθέσεις που περιορίζουν την πρόσβαση μπορούν να προβλέπονται αποκλειστικά και μόνο για σκοπούς ελέγχου των κινδύνων.

*Πρότυπο 15: Αποτελεσματικότητα*

Παράλληλα με τη διατήρηση της ασφάλειας και της αξιοπιστίας των συναλλαγών, τα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων θα πρέπει να είναι αποτελεσματικά.

*Πρότυπο 16: Διαδικασίες επικοινωνίας, πρότυπα αποστολής μηνυμάτων και αυτοματοποιημένη επεξεργασία*

Οι φορείς που παρέχουν υπηρεσίες εκκαθάρισης και διακανονισμού και οι συμμετέχοντες στα συστήματα αυτών των φορέων θα πρέπει να χρησιμοποιούν ή να δέχονται τις διεθνείς διαδικασίες και τα διεθνή πρότυπα επικοινωνίας για την αποστολή μηνυμάτων και στοιχείων αναφοράς προκειμένου να διευκολύνουν την αποτελεσματική εκκαθάριση και το διακανονισμό μεταξύ των συστημάτων. Αυτό θα προωθήσει την αυτοματοποιημένη επεξεργασία (straight-through processing – STP) σε όλη την αλυσίδα των συναλλαγών επί τίτλων.

*Πρότυπο 17: Διαφάνεια*

Τα κεντρικά αποθετήρια τίτλων και οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι θα πρέπει να παρέχουν στους συμμετέχοντες στην αγορά επαρκείς πληροφορίες ώστε να μπορούν να αναγνωρίζουν και να αξιολογούν επακριβώς τους κινδύνους και το κόστος που συνεπάγονται οι υπηρεσίες εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων.

*Πρότυπο 18: Κανονιστική ρύθμιση, εποπτεία και επίβλεψη*

Οι φορείς που παρέχουν υπηρεσίες εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων θα πρέπει να υπόκεινται, ως ελάχιστη απαίτηση, σε διαφανή, ομοιόμορφη και αποτελεσματική κανονιστική ρύθμιση και εποπτεία. Τα συστήματα/μηχανισμοί εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων θα πρέπει να υπόκεινται, κατ' ελάχιστον, σε διαφανή, ομοιόμορφη και αποτελεσματική επίβλεψη από την κεντρική τράπεζα. Οι κεντρικές τράπεζες, οι ρυθμιστικές αρχές των αγορών κινητών αξιών και οι αρχές τραπεζικής εποπτείας θα πρέπει να συνεργάζονται μεταξύ τους, τόσο εντός της κάθε χώρας όσο και διασυνοριακά (ιδίως εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης) κατά τρόπο αποτελεσματικό και διαφανή.

*Πρότυπο 19: Κίνδυνοι στις ζεύξεις μεταξύ των συστημάτων<sup>1</sup>*

Όσα κεντρικά αποθετήρια τίτλων δημιουργούν ζεύξεις για το διακανονισμό συναλλαγών μεταξύ των συστημάτων θα πρέπει κατά το σχεδιασμό και τη λειτουργία αυτών των ζεύξεων να μεριμνούν ώστε να μειώνουν αποτελεσματικά τους κινδύνους που συνδέονται με τους διακανονισμούς μεταξύ των συστημάτων.

<sup>1</sup> Αυτό το πρότυπο δεν καλύπτει ζεύξεις που έχουν εγκαθιδρυθεί από κεντρικούς αντισυμβαλλομένους. Το ζήτημα θα καλυφθεί σε μελλοντικό έργο των ΕΣΚΤ-CESR σχετικά με τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους.

**Δημιουργός**

Ana Luisa Ribeiro

**Τίτλος**

Χωρίς τίτλο, 2001

**Τεχνική**

Λάδι σε μουσαμά

**Διαστάσεις**

150 × 230 εκ.

© Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

# ΕΥΡΩΠΑΪΚΕΣ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΣΧΕΣΕΙΣ

## I ΕΥΡΩΠΑΪΚΑ ΘΕΜΑΤΑ

### 1.1 ΘΕΜΑΤΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

#### ΤΟ ΣΥΜΦΩΝΟ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

Το 2004 δύο χώρες της ζώνης του ευρώ, η Ελλάδα και η Ολλανδία, και έξι από τα νέα κράτη-μέλη της ΕΕ (Τσεχία, Κύπρος, Ουγγαρία, Μάλτα, Πολωνία και Σλοβακία) διαπιστώθηκε ότι βρίσκονταν σε κατάσταση υπερβολικού ελλείμματος (βλ. επίσης Κεφάλαιο 1, ενότητα 2.5). Οι διαδικασίες υπερβολικού ελλείμματος που είχαν κινηθεί το 2003 για τη Γαλλία και τη Γερμανία εξακολουθούσαν να ισχύουν, αν και είχαν ανασταλεί de facto μετά τα συμπεράσματα του Συμβουλίου ECOFIN της 25ης Νοεμβρίου 2003. Τα συμπεράσματα αυτά καλούσαν τη Γαλλία και τη Γερμανία να διορθώσουν τα υπερβολικά τους ελλείμματα μέχρι το 2005, και όχι μέχρι το 2004 όπως προβλεπόταν στις συστάσεις που είχε εκδώσει το ίδιο το Συμβούλιο ECOFIN προς τις δύο χώρες σύμφωνα με το άρθρο 104(7) της Συνθήκης. Η διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος για την Πορτογαλία ακυρώθηκε.

Τον Ιούλιο του 2004 το Δικαστήριο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων ακύρωσε τα συμπεράσματα της συνεδρίασης του Συμβουλίου ECOFIN της 25ης Νοεμβρίου 2003 αναφορικά με τη Γαλλία και τη Γερμανία, κατά την έκταση που περιείχαν απόφαση να ανασταλούν οι διαδικασίες υπερβολικού ελλείμματος και να τροποποιηθούν οι προγενέστερες συστάσεις προς τις δύο χώρες. Το Δικαστήριο τόνισε ότι οι κανόνες και οι διαδικασίες που προβλέπονται στη Συνθήκη και στο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, καθώς και το δικαίωμα πρωτοβουλίας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, πρέπει να γίνονται πάντοτε σεβαστά.

Η ΕΚΤ εξέφρασε την ικανοποίησή της διότι η απόφαση επιβεβαίωσε την ανάγκη να εφαρμόζονται πλήρως οι κανόνες και οι διαδικασίες που προβλέπονται στη Συνθήκη και το Σύμφωνο. Κάλεσε τα ενδιαφερόμενα θεσμικά όργανα να προβούν στις αναγκαίες ενέργειες ώστε να διασφαλίσουν την πλήρη εφαρμογή των κανόνων και των διαδικασιών.

Το Σεπτέμβριο του 2004 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξέδωσε ανακοίνωση με τίτλο “Ενίσχυση της οικονομικής διακυβέρνησης και αποσαφήνιση της εφαρμογής του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης”. Η ανακοίνωση περιείχε μια σειρά προτάσεων για τη μεταρρύθμιση του Συμφώνου. Ως προς το προληπτικό σκέλος του Συμφώνου, προτεινόταν μεταξύ άλλων τα εξής: α) πιο άμεση ανάληψη δράσης (μέσω της πιο έγκαιρης και ενεργού χρήσης των έγκαιρων προειδοποιήσεων) για τη διόρθωση ανεπιθύμητων δημοσιονομικών εξελίξεων, β) επανακαθορισμός των μεσοπρόθεσμων στόχων για σχεδόν ισοσκελισμένη ή πλεονασματική δημοσιονομική θέση ώστε να λαμβάνονται υπόψη οι ειδικές συνθήκες που επικρατούν σε κάθε χώρα και γ) μεγαλύτερη έμφαση στο δημόσιο χρέος και τη διατηρησιμότητα κατά την εποπτεία των δημόσιων οικονομικών. Ως προς το αποτρεπτικό-διορθωτικό σκέλος, προτεινόταν: α) τροποποίηση του ορισμού των “εξαιρετικών συνθηκών” υπό τις οποίες το έλλειμμα άνω του 3% δεν θεωρείται υπερβολικό, β) αλλαγή του χρονικού ορίζοντα για τη διόρθωση των υπερβολικών ελλειμμάτων και γ) αποσαφήνιση του κριτηρίου για το δημόσιο χρέος.

Στην αντιπαράθεση απόψεων σχετικά με τη μεταρρύθμιση του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, η θέση του Διοικητικού Συμβουλίου ήταν ότι η εφαρμογή του Συμφώνου επιδέχεται βελτιώσεις, οι οποίες μάλιστα θα ήταν επωφελείς, και ότι οι προτάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τη βελτίωση της εφαρμογής του προληπτικού σκέλους του Συμφώνου είναι χρήσιμες. Παράλληλα όμως, το Διοικητικό Συμβούλιο συνέστησε να μην τροποποιηθεί το Σύμφωνο και ιδίως η διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος, θεωρώντας ότι η αξιοπιστία του ορίου 3% για το δημοσιονομικό έλλειμμα παρέχει ένα αναντικατάστατο σημείο αναφοράς για τη διαμόρφωση προσδοκιών δημοσιονομικής πειθαρχίας.

Το Σεπτέμβριο του 2004 η Ελλάδα ανακοίνωσε στοιχεία για το έλλειμμα και το χρέος της περιόδου 2000-2003 τα οποία ήταν σημαντικά



υψηλότερα από τα στοιχεία που είχαν δημοσιευθεί προηγουμένως και επίσης εμφάνιζαν ελλείμματα που υπερέβαιναν την τιμή αναφοράς 3% του ΑΕΠ. Εν συνεχεία δημοσιεύθηκαν αναθεωρημένα στοιχεία και για τα έτη 1997-1999, από τα οποία προέκυπταν ελλείμματα άνω του 3% του ΑΕΠ για αυτά τα έτη (βλ. και ενότητα 8.5 του Κεφαλαίου 1). Η ΕΚΤ θεωρεί ότι η αξιόπιστη κατάρτιση και η ακριβής και έγκαιρη υποβολή των στατιστικών στοιχείων για τα δημόσια οικονομικά έχουν ζωτική σημασία για την αξιοπιστία τόσο της εποπτείας των δημόσιων οικονομικών όσο και της ΟΝΕ γενικότερα, καθώς και ότι οι ευρωπαϊκοί λογιστικοί κανόνες πρέπει να τηρούνται πλήρως κατά την καταγραφή των πάσης φύσεως δαπανών και εξόδων και να εφαρμόζονται κατά τρόπο συνεπή και σταθερό διαχρονικά και ομοιόμορφα σε όλα τα κράτη-μέλη.

### Η ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΤΗΣ ΛΙΣΣΑΒΩΝΑΣ

Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, στη σύνοδο της Λισσαβώνας το Μάρτιο του 2000, καθόρισε μια δεκαετή στρατηγική – τη στρατηγική της Λισσαβώνας – με στόχο να γίνει η ΕΕ, μέχρι το 2010, “η δυναμικότερη και ανταγωνιστικότερη οικονομία της γνώσης στον κόσμο, ικανή για βιώσιμη ανάπτυξη, με περισσότερες και καλύτερες θέσεις εργασίας και με μεγαλύτερη κοινωνική συνοχή”. Ως προς την υλοποίηση της στρατηγικής της Λισσαβώνας, τα αποτελέσματα κατά το 2004 υπήρξαν ανάμικτα: σε ορισμένους τομείς, π.χ. στις αγορές εργασίας, σημειώθηκε πρόοδος, ενώ συνολικά εξεταζόμενη η πρόοδος ήταν ως επί το πλείστον σχετικά μικρή. Έγινε σαφές ότι η εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων θα πρέπει να επιταχυνθεί σημαντικά προκειμένου να επιτευχθούν οι στόχοι της Λισσαβώνας μέχρι το 2010.

Υπό αυτές τις συνθήκες, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στη σύνοδό του την άνοιξη του 2004 αποφάσισε να προβεί σε ενδιάμεση επανεξέταση της στρατηγικής της Λισσαβώνας. Ως πρώτο βήμα, κάλεσε την Επιτροπή να συστήσει ομάδα εμπειρογνομόνων υψηλού επιπέδου – υπό την προεδρία του κ. Wim Kok – με αποστολή την ανεξάρτητη αξιολόγηση της



προόδου που έχει επιτευχθεί στο πλαίσιο της στρατηγικής της Λισσαβώνας. Η αξιολόγηση αυτή θα αποτελέσει τη βάση για την ενδιάμεση επανεξέταση της στρατηγικής από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το Συμβούλιο της ΕΕ και αναμένεται να έχει ολοκληρωθεί πριν από τη σύνοδο του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου που θα πραγματοποιηθεί το Μάρτιο του 2005.

Το Νοέμβριο του 2004, η ομάδα εμπειρογνομόνων υψηλού επιπέδου παρουσίασε την έκθεσή της με τίτλο “Αντιμετωπίζοντας την πρόκληση” (“Facing the challenge”). Η έκθεση τόνιζε ότι, εν όψει της διττής πρόκλησης που δημιουργούν ο διεθνής ανταγωνισμός και η γήρανση του πληθυσμού, η ΕΕ δεν έχει άλλη επιλογή παρά να αλλάξει το status quo, προκειμένου να διαφυλάξει το κοινωνικό της μοντέλο. Η έκθεση κατέληγε στο συμπέρασμα ότι θα πρέπει να εξακολουθήσουν να ισχύουν τόσο οι φιλόδοξοι στόχοι της στρατηγικής της Λισσαβώνας όσο και η προθεσμία που έχει τεθεί για την επίτευξή τους (μέχρι το 2010) και πρότεινε καλύτερη ιεράρχηση των στόχων και άμεση ανάληψη δράσης σε πέντε βασικούς τομείς προτεραιότητας: την κοινωνία της γνώσης, την εσωτερική αγορά, το επιχειρηματικό κλίμα, την αγορά εργασίας και την αειφορία του περιβάλλοντος.

Η ΕΚΤ έχει επανειλημμένως προσυπογράψει τους φιλόδοξους στόχους της στρατηγικής της Λισσαβώνας και έχει εκφράσει την υποστήριξή της στις προσπάθειες που καταβάλλουν οι κυβερνήσεις και οι κοινωνικοί εταίροι. Έχει επίσης ζητήσει την ταχύτερη εφαρμογή των απαιτούμενων μέτρων και την καθιέρωση αποτελεσματικότερων κριτηρίων για την αξιολόγηση της προόδου των μεταρρυθμίσεων. Οι μεταρρυθμίσεις είναι απαραίτητες για να εξασφαλιστούν οικονομική ανάπτυξη και ευκαιρίες απασχόλησης στο μέλλον και να ενισχυθεί η ικανότητα της ζώνης του ευρώ να προσαρμόζεται σε περίπτωση διαταράξεων της οικονομικής δραστηριότητας. Ειδικότερα οι μεταρρυθμίσεις στις αγορές εργασίας, κεφαλαίων, αγαθών και υπηρεσιών μπορούν να συμβάλουν στην προώθηση των επενδύσεων και, μέσω της αύξησης του ανταγωνισμού, στη μείωση των επίμονα υψηλών ρυθμών πληθωρισμού. Η ΕΕ θα πρέπει, με αφορμή την ενδιάμεση επανεξέταση της στρατηγικής, να δώσει νέα πνοή στη στρατηγική της Λισσαβώνας και να εντείνει το ρυθμό εφαρμογής των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

## 1.2 ΘΕΣΜΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ

### ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΣΥΝΤΑΓΜΑ

Στην τελική σύνοδο της Διακυβερνητικής Διάσκεψης στις 17-18 Ιουνίου 2004, οι αρχηγοί κρατών ή κυβερνήσεων κατέληξαν σε συμφωνία σχετικά με τη “Συνθήκη για τη θέσπιση Συντάγματος της Ευρώπης” (“Ευρωπαϊκό Σύνταγμα”). Το Ευρωπαϊκό Σύνταγμα υπογράφηκε στη Ρώμη στις 29 Οκτωβρίου 2004 και θα τεθεί σε ισχύ την 1η Νοεμβρίου 2006, αφού πρώτα κυρωθεί και από τα 25 κράτη-μέλη σύμφωνα με την προβλεπόμενη διαδικασία σε κάθε χώρα. Σε ορισμένες χώρες, η κύρωση προϋποθέτει τη διενέργεια δημοψηφίσματος.

Η ΕΚΤ παρακολούθησε εκ του σύνεγγυς τη Διακυβερνητική Διάσκεψη και συνεισέφερε, επισήμως και μη, στις διαπραγματεύσεις επί θεμάτων που αφορούν τα καθήκοντα και την αποστολή της ΕΚΤ, του Ευρωσυστήματος και του ΕΣΚΤ. Σύμφωνα με το άρθρο 48 της

Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση, ζητήθηκε η γνωμοδότηση της ΕΚΤ. Στις 19 Σεπτεμβρίου 2003 το Διοικητικό Συμβούλιο εξέδωσε Γνώμη σχετικά με το σχέδιο Συνθήκης για τη θέσπιση Συντάγματος της Ευρώπης.<sup>1</sup> Επιπλέον, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ απηύθυνε επιστολές στον Πρόεδρο του Συμβουλίου της ΕΕ το Νοέμβριο του 2003 και τον Απρίλιο του 2004, προκειμένου να αναπτύξει λεπτομερέστερα την επίσημη θέση της ΕΚΤ.

Η ΕΚΤ χαιρέτισε τις προσπάθειες που κατέβαλαν η Ευρωπαϊκή Συνέλευση για το Μέλλον της Ευρώπης και η Διακυβερνητική Διάσκεψη για την απλούστευση, την αποτελεσματική οργάνωση και την αποσαφήνιση του νομικού και θεσμικού πλαισίου της ΕΕ. Διευκρίνισε επίσης ότι οι ισχύουσες διατάξεις για την ΟΝΕ είναι ορθές τόσο ως προς τους σκοπούς τους όσο και ως προς τον καταμερισμό των αρμοδιοτήτων.

Ειδικότερα, η ΕΚΤ έκρινε ότι η σταθερότητα των τιμών πρέπει οπωσδήποτε όχι απλώς να παραμείνει πρωταρχικός σκοπός της ΕΚΤ και του ΕΣΚΤ, αλλά να διακηρυχθεί ως ένας από τους σκοπούς της ΕΕ. Η άποψη αυτή αντανακλάται πλήρως στο Ευρωπαϊκό Σύνταγμα.

Η ΕΚΤ επίσης θεώρησε ότι, για την επιτυχή εκπλήρωση των καθηκόντων της, τα ιδιάζοντα θεσμικά χαρακτηριστικά της ΕΚΤ και του ΕΣΚΤ, με βάση τα οποία η ΕΚΤ διαφοροποιείται από τα άλλα θεσμικά όργανα της Ένωσης, είναι απαραίτητο να διαφυλαχθούν. Το Ευρωπαϊκό Σύνταγμα διαφυλάσσει αυτά τα ιδιάζοντα θεσμικά χαρακτηριστικά επιβεβαιώνοντας την ανεξαρτησία της ΕΚΤ, του ΕΣΚΤ και των ΕθνΚΤ, καθώς και τη νομική προσωπικότητα και τις κανονιστικές εξουσίες της ΕΚΤ. Ο ιδιάζων χαρακτήρας της ΕΚΤ υπογραμμίζεται περαιτέρω στο Ευρωπαϊκό Σύνταγμα, το οποίο συγκαταλέγει την ΕΚΤ στα “λοιπά ιδρύματα και συμβουλευτικά όργανα της Ένωσης”. Έτσι, η ΕΚΤ κατατάσσεται χωριστά από τα “θεσμικά όργανα της Ένωσης”, τα οποία

<sup>1</sup> CON/2003/20.

είναι το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, το Συμβούλιο Υπουργών, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το Δικαστήριο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων και συναπαρτίζουν το “θεσμικό πλαίσιο” της ΕΕ.

Μετά από ειδικό αίτημα της ΕΚΤ, συμπεριλήφθηκε στο Ευρωπαϊκό Σύνταγμα ο όρος “Ευρωσύστημα”. Ο όρος αυτός, που υποδηλώνει την ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ και έχει υιοθετηθεί από το Διοικητικό Συμβούλιο ήδη από το 1999, βοηθά να γίνεται διάκριση μεταξύ του ΕΣΚΤ, το οποίο περιλαμβάνει όλες τις κεντρικές τράπεζες της ΕΕ, και του συστήματος κεντρικών τραπεζών της ζώνης του ευρώ. Ο όρος “Ευρωσύστημα” αντανακλά επίσης καταλλήλως το γεγονός ότι η ΕΚΤ και οι ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ αποτελούν αναπόσπαστα μέρη ενός και του αυτού συστήματος (βλ. επίσης Κεφάλαιο 8).

Κατόπιν τούτου, η ΕΚΤ κρίνει ότι το Ευρωπαϊκό Σύνταγμα επιβεβαιώνει το ισχύον νομισματικό πλαίσιο της ΕΕ και θα θεωρούσε ευπρόσδεκτη την επιτυχή ολοκλήρωση της διαδικασίας κυρώσεως.

### **ΟΙ ΝΕΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΜΑΔΑΣ**

Κατά την άτυπη σύνοδο του Συμβουλίου ECOFIN στις 10-11 Σεπτεμβρίου 2004 στο Σεβενίγκεν της Ολλανδίας, οι υπουργοί οικονομίας και οικονομικών της ζώνης αναθεώρησαν τις μεθόδους εργασίας της Ευρωμάδας, με σκοπό τη βελτίωση της αποτελεσματικότητάς της.

Οι νέες μέθοδοι περιλαμβάνουν συζητήσεις για μια πιο μακρόπνοη στρατηγική, ιδίως σε σχέση με τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, καθώς και τη δημιουργία μιας σταθερής προεδρίας της Ευρωμάδας με διετή θητεία, αντί της εκ περιτροπής προεδρίας ανά εξάμηνο. Ο Πρόεδρος της Ευρωμάδας εκλέγεται με απλή πλειοψηφία των μελών της. Στη σύνοδο του Σεβενίγκεν, ο Πρωθυπουργός και Υπουργός Οικονομικών του Λουξεμβούργου Jean-Claude Juncker εξελέγη πρώτος Πρόεδρος της Ευρωμάδας για τη διετία 2005-2006.

Η ΕΚΤ, η οποία προσκαλείται τακτικά στις συναντήσεις της Ευρωμάδας, συμμετείχε στην αναθεώρηση των μεθόδων εργασίας της Ευρωμάδας. Η ΕΚΤ εξέφρασε την άποψη ότι οι νέες μέθοδοι εργασίας, συμπεριλαμβανομένης της δημιουργίας μιας σταθερής προεδρίας της Ευρωμάδας, θα συμβάλουν στην πιο αποτελεσματική λειτουργία της Ευρωμάδας, χωρίς να συνεπάγονται καμία αλλαγή στον επιμερισμό των καθηκόντων μεταξύ της ΕΚΤ και των υπουργών οικονομικών της ζώνης του ευρώ στο πλαίσιο της ONE. Οι νέες μέθοδοι υπογραμμίζουν ωστόσο την κοινή ευθύνη των κυβερνήσεων να ασκούν υγιή δημοσιονομική και διαρθρωτική πολιτική, ως απαραίτητη προϋπόθεση για να συνεχιστεί η επιτυχία του κοινού νομίσματος.

## 2 ΔΙΕΘΝΗ ΘΕΜΑΤΑ

### 2.1 ΟΙ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟ ΔΙΕΘΝΕΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

#### ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΗΣ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η μακροοικονομική πολιτική που ασκούν οι χώρες ανά τον κόσμο, ιδίως οι μεγάλες βιομηχανικές χώρες, αποτελεί σημαντικό στοιχείο του διεθνούς περιβάλλοντος το οποίο πρέπει να λαμβάνει υπόψη της η ΕΚΤ κατά την άσκηση της νομισματικής της πολιτικής και των λοιπών καθηκόντων της. Το Ευρωσύστημα συμμετέχει στην εποπτεία της μακροοικονομικής πολιτικής που αναλαμβάνουν διεθνή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και φορείς, κυρίως μέσω των συνεδριάσεων της Εκτελεστικής Επιτροπής του ΔΝΤ, του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ), των υπουργών οικονομικών και διοικητών των κεντρικών τραπεζών της Ομάδας των 7 (G7) και των διοικητών των κεντρικών τραπεζών της Ομάδας των 10 (G10). Επιδίωξη της ΕΚΤ είναι να ανταλλάσσει απόψεις και να εξετάζει τις επιλογές πολιτικής που συμβάλλουν σε ένα σταθερό μακροοικονομικό περιβάλλον, σε υγιείς μακροοικονομικές πολιτικές και στη σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ.

Το διεθνές μακροοικονομικό περιβάλλον το 2004 χαρακτηρίστηκε από έντονη οικονομική ανάπτυξη, ενώ οι πληθωριστικές πιέσεις ήταν ως επί το πλείστον συγκρατημένες. Μεταξύ των θετικών εξελίξεων, σημειώθηκε ανάκαμψη σε πολλές προηγμένες οικονομίες καθώς και στη Λατινική Αμερική, ενώ ταυτόχρονα οι αναδυόμενες αγορές της Ασίας και της ανατολικής Ευρώπης συνέχισαν να παρουσιάζουν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Μεταξύ των αρνητικών εξελίξεων, διατηρήθηκαν ή και διευρύνθηκαν περαιτέρω οι ανισορροπίες στην παγκόσμια οικονομία, συμπεριλαμβανομένων των εξωτερικών ανισορροπιών της αμερικανικής οικονομίας.

Με διάφορες ευκαιρίες, η ΕΚΤ τόνισε τους κινδύνους και τις αβεβαιότητες που συνδέονται με τη συνέχιση αυτών των ανισορροπιών.

Συνολικά, η ΕΚΤ συμμερίζεται την άποψη της διεθνούς κοινότητας ότι η διαδικασία προσαρμογής προϋποθέτει α) αντιμετώπιση του προβλήματος της υστέρησης των εγχώριων αποταμιεύσεων σε σχέση με τις επενδύσεις στις χώρες με ελλειμματικό ισοζύγιο πληρωμών, β) προώθηση υψηλών και διατηρήσιμων ρυθμών ανάπτυξης μέσω διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στις χώρες που παρουσιάζουν σχετικά χαμηλό δυναμικό ρυθμό ανάπτυξης και γ) ευελιξία των συναλλαγματικών ισοτιμιών σε σημαντικές χώρες ή περιφέρειες όπου δεν υπάρχει τέτοια ευελιξία. Όσον αφορά τις εξελίξεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών, τα ανακοινωθέντα που εξέδωσε η Ομάδα των 7 το 2004 και το Φεβρουάριο του 2005 τόνιζαν ότι οι συναλλαγματικές ισοτιμίες θα πρέπει να ανταποκρίνονται στα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη και ότι η υπέρμετρη μεταβλητότητα και οι άτακτες κινήσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών δεν συμβάλλουν στην οικονομική ανάπτυξη.

Ο αυξανόμενος ρόλος των χωρών της Ανατολικής Ασίας στην παγκόσμια οικονομία, όπως αντανάκλαται στο εντυπωσιακό τους μερίδιο στην αύξηση του ΑΕΠ και των εμπορικών συναλλαγών παγκοσμίως, αποτέλεσε ένα από τα σημαντικότερα θέματα το 2004. Η ΕΚΤ παρακολούθησε προσεκτικά τις εξελίξεις σ' αυτές τις χώρες και ενίσχυσε τις άμεσες σχέσεις της με τις κεντρικές τράπεζες των χωρών της Ασίας. Από κοινού με τη Νομισματική Αρχή της Σιγκαπούρης διοργάνωσε σεμινάριο υψηλού επιπέδου στο οποίο συμμετείχαν οι διοικητές των κεντρικών τραπεζών των 11 χωρών της Ανατολικής Ασίας και του Ειρηνικού που είναι μέλη της EMEAP,<sup>2</sup> οι διοικητές των ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ και ο Πρόεδρος της ΕΚΤ. Το σεμινάριο πραγματοποιήθηκε στη Σιγκαπούρη τον Ιούλιο του 2004 και περιλάμβανε θέματα όπως η αυξανόμενη σημασία πολλών χωρών

2 Οι χώρες της EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific central banks) είναι η Αυστραλία, η Κίνα, το Χονγκ-Κονγκ, η Ινδονησία, η Ιαπωνία, η Μαλαισία, η Νέα Ζηλανδία, οι Φιλιππίνες, η Κορέα, η Σιγκαπούρη και η Ταϊλάνδη.



της Ανατολικής Ασίας για την παγκόσμια οικονομία, ο ρόλος των διεθνών νομισμάτων και η περιφερειακή ενοποίηση και συνεργασία.

Οι εισροές κεφαλαίων προς τις αναδύμενες οικονομίες της αγοράς – η ΕΚΤ παρακολουθεί διαρκώς τις εισροές αυτές λόγω της σημασίας τους για τη σταθερότητα του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος – παρέμειναν υψηλές το 2004, ενώ επίσης υψηλές ήταν γενικώς και οι οικονομικές επιδόσεις των εν λόγω χωρών. Οι κυριότεροι παράγοντες που συνέβαλαν στις εξελίξεις αυτές ήταν οι ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης από το εξωτερικό, οι υψηλές διεθνείς τιμές των εξαγόμενων βασικών εμπορευμάτων και η ανάκαμψη της εισαγωγικής ζήτησης από τις προηγμένες οικονομίες. Ως εκ τούτου, οι χώρες αυτές κατέγραψαν πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και το εξωτερικό τους χρέος γενικά μειώθηκε, αν και σε αρκετές χώρες παρέμεινε υψηλό. Οι ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης ώθησαν τους δανειολήπτες τόσο από το δημόσιο όσο και από τον ιδιωτικό τομέα των αναδύμενων οικονομιών να αντλήσουν κεφάλαια σημαντικού ύψους από τις διεθνείς αγορές ομολόγων, διασφαλίζοντας χαμηλά επιτόκια. Οι διαφορές αποδόσεων των ομολόγων στις αναδύμενες οικονομίες διευρύνθηκαν παροδικά το δεύτερο τρίμηνο του 2004 και εν συνεχεία επανήλθαν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα.

Τέλος, και η ίδια η ζώνη του ευρώ αποτέλεσε αντικείμενο εξέτασης στο πλαίσιο της διεθνούς εποπτείας της μακροοικονομικής πολιτικής. Το ΔΝΤ και ο ΟΟΣΑ διεξήγαγαν τις τακτικές τους επισκοπήσεις της νομισματικής, χρηματοπιστωτικής και οικονομικής πολιτικής της ζώνης του ευρώ, πέραν αυτών που έχουν αντικείμενο τις επιμέρους χώρες της ζώνης. Οι διαβουλεύσεις βάσει του άρθρου IV του ΔΝΤ και η εξέταση από την αρμόδια επιτροπή (Economic and Development Review Committee) του ΟΟΣΑ έδωσαν την ευκαιρία για εποικοδομητική ανταλλαγή απόψεων μεταξύ των εν λόγω διεθνών οργανισμών και της ΕΚΤ, της Προεδρίας της Ευρωομάδας και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Μετά τις

διαβουλεύσεις, το ΔΝΤ και ο ΟΟΣΑ κατήρτισαν εκθέσεις που αξιολογούσαν τις πολιτικές της ζώνης του ευρώ.<sup>3</sup> Και οι δύο εκθέσεις έδωσαν ιδιαίτερη έμφαση στην ένταξη των δέκα νέων κρατών-μελών στην ΕΕ από 1ης Μαΐου 2004.

### **ΑΡΧΙΤΕΚΤΟΝΙΚΗ ΤΟΥ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ**

Λόγω του υψηλού βαθμού ενσωμάτωσης της ΕΕ στην παγκόσμια οικονομία, το ΕΣΚΤ και το Ευρωσύστημα ενδιαφέρονται για την ομαλή λειτουργία του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος. Για το λόγο αυτό συνεισφέρουν ενεργά στις συνεχιζόμενες συζητήσεις για την αρχιτεκτονική του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος, μεταξύ άλλων και μέσω της συμμετοχής τους σε συναφή διεθνή ιδρύματα και φορείς, όπου η ΕΚΤ συμμετέχει είτε άμεσα είτε με την ιδιότητα του παρατηρητή. Το ΕΣΚΤ επίσης λαμβάνει μέρος στις εργασίες που γίνονται σε ευρωπαϊκό επίπεδο, ιδιαίτερα στην Οικονομική και Δημοσιονομική Επιτροπή.

Στο πλαίσιο των εργασιών των υπουργών οικονομικών και των διοικητών των κεντρικών τραπεζών των χωρών της Ομάδας των 10, η ΕΚΤ εξέφρασε την ικανοποίησή της για την τάση να περιλαμβάνονται ρήτρες συλλογικής δράσης – πρόκειται για συμβατικές διατάξεις με στόχο να διευκολύνεται η ομαλή αναδιάρθρωση του χρέους σε περίπτωση αδυναμίας πληρωμής – στις εκδόσεις ομολογιακών δανείων. Μέσα σε μία διετία σχεδόν, αυτές οι ρήτρες έχουν γίνει πάγια πρακτική της αγοράς για την έκδοση ομολογιακών δανείων σύμφωνα με τη νομοθεσία της Πολιτείας της Νέας Υόρκης, χωρίς ωστόσο να τηρούνται πλήρως οι συστάσεις της Ομάδας των 10.

Η ΕΚΤ εξέτασε επίσης και άλλα ζητήματα που συνδέονται με την ενεργό ανάμιξη του ιδιωτικού τομέα στην επίλυση χρηματοπιστωτικών κρίσεων και αξιολόγησε την εμπειρία από τη χρήση διαφόρων μέσων τα οποία προάγουν την ανάμιξη αυτή. Επιπλέον, παρακολούθησε την πρόοδο όσον αφορά την

3 IMF: “Euro Area Policies: Staff Report”, Αύγουστος 2004, OECD: “Economic Survey – Euro Area 2004”, Ιούλιος 2004.



ανάπτυξη αρχών για σταθερές κεφαλαιακές ροές και για τη δίκαιη αναδιάρθρωση του χρέους στις αναδυόμενες αγορές (“Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets”). Οι αρχές αυτές δημοσιεύθηκαν το Νοέμβριο του 2004 μετά από συμφωνία μεταξύ φορέων που εκδίδουν ομολογιακά δάνεια στις αναδυόμενες αγορές και πιστωτών από τον ιδιωτικό τομέα. Στόχοι των αρχών, οι οποίες ήταν γνωστές παλαιότερα ως “Κώδικας Συμπεριφοράς” (“Code of Conduct”), είναι να προωθήσουν τη διαφάνεια όσον αφορά το χρέος, τον τακτικό διάλογο μεταξύ πιστωτών και οφειλετών, τη διεξαγωγή διαπραγματεύσεων σχετικά με την αναδιάρθρωση του χρέους σύμφωνα με τις αρχές της καλής πίστωσης και τη δίκαιη μεταχείριση όλων των θιγόμενων πιστωτών. Οι αρχές, που έτυχαν θετικής υποδοχής από τους υπουργούς οικονομικών και τους διοικητές των κεντρικών τραπεζών της Ομάδας των 20, καλύπτουν ορισμένα κενά στην αρχιτεκτονική του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αναμένεται ότι η εφαρμογή τους θα συμβάλει σημαντικά στις προσπάθειες για την οικοδόμηση ενός συστήματος που προάγει την παγκόσμια συνεργασία, ανάπτυξη και χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Ένα άλλο θέμα που παρακολούθησε η ΕΚΤ είναι η οικονομική κατάσταση του ΔΝΤ. Στη σύνοδο που πραγματοποιήσαν τον Οκτώβριο του 2004, οι υπουργοί οικονομικών και οι

διοικητές των κεντρικών τραπεζών της Ομάδας των 10 τόνισαν ότι η οικονομική ευρωστία του ΔΝΤ είναι απαραίτητη προϋπόθεση για την εκπλήρωση της αποστολής του, αλλά επισήμαναν πιθανές προκλήσεις από το διαρκώς μεταβαλλόμενο διεθνές οικονομικό περιβάλλον. Για την επιτυχή αντιμετώπιση αυτών των προκλήσεων απαιτείται μια σειρά μέτρων πολιτικής, π.χ. ενισχυμένη εποπτεία, μεγαλύτερη έμφαση στη δυνατότητα εξυπηρέτησης του χρέους κατά τη λήψη αποφάσεων για δανειοδοτήσεις, αυστηρή τήρηση του πρόσφατα συμφωνηθέντος πλαισίου για την πρόσβαση των χωρών-μελών στους πόρους του ΔΝΤ πέραν των συνήθων ορίων (“exceptional access”), καθώς και πιθανές περαιτέρω αλλαγές της χρηματοοικονομικής δομής του ΔΝΤ έτσι ώστε να προωθείται η έγκαιρη αποπληρωμή και να μειωθούν οι περιπτώσεις διάδοχων ρυθμίσεων.

#### **ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗ ΕΝΟΠΙΟΗΣΗ ΚΑΙ ΣΥΝΕΡΓΑΣΙΑ**

Καθώς η ίδια η ΕΕ είναι καρπός μιας μακρόχρονης διαδικασίας περιφερειακής οικονομικής ενοποίησης, είναι φυσικό οι νομισματικές αρχές πολλών περιφερειών στον κόσμο να προσφεύγουν στην πείρα της ΕΚΤ τόσο σε επίπεδο χάραξης πολιτικής όσο και σε επιστημονικό επίπεδο. Η ΕΚΤ από την πλευρά της δεν επιδιώκει απλώς να εξηγήσει το ευρωπαϊκό εγχείρημα, ιδίως στον τομέα της νομισματικής συνεργασίας, αλλά και να κατανοήσει η ίδια την περιφερειακή οικονομική ενοποίηση που συντελείται εκτός της ΕΕ.

Το Σεπτέμβριο του 2004, η Λαϊκή Τράπεζα της Κίνας και η ΕΚΤ συνδιοργάνωσαν στο Πεκίνο εργαστήριο με θέμα την περιφερειακή οικονομική ενοποίηση ανά τον κόσμο, στο οποίο συμμετείχαν εκπρόσωποι της Ομάδας των 20. Μεταξύ των ζητημάτων που εξετάστηκαν ήταν οι προϋποθέσεις για τις συμφωνίες περιφερειακής συνεργασίας, η βέλτιστη χρονική κλιμάκωση της διαδικασίας ενοποίησης, η συνεργασία στο νομισματικό και χρηματοπιστωτικό τομέα και η συμβατότητα μεταξύ της περιφερειακής ενοποίησης των εμπορικών συναλλαγών και των κανόνων του Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου.



Το 2004 η ΕΚΤ επίσης ενίσχυσε τις επαφές της με περιφερειακά νομισματικά ιδρύματα της Αφρικής. Ειδικότερα, η ΕΚΤ και ορισμένες ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ, παρείχαν τεχνική βοήθεια στο Νομισματικό Ίδρυμα της Δυτικής Αφρικής (Western African Monetary Institute) που εδρεύει στην Άκκρα της Γκάνα και αναλαμβάνει τις τεχνικές προετοιμασίες για τη νομισματική ένωση των αγγλόφωνων χωρών της Δυτικής Αφρικής.

### Ο ΔΙΕΘΝΗΣ ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Κατά το 2004 παρέμεινε σε γενικές γραμμές σταθερός ο ρόλος τον οποίο διαδραματίζει το ευρώ στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων και συναλλάγματος, καθώς και ως νόμισμα αναφοράς για τη σύνδεση συναλλαγματικών ισοτιμιών, νόμισμα διακράτησης συναλλαγματικών διαθεσίμων και νόμισμα παρεμβάσεων. Σύμφωνα με στοιχεία για το 2003, αυξήθηκε επίσης η χρήση του στις διεθνείς εμπορικές συναλλαγές ορισμένων χωρών της ζώνης του ευρώ. Στην πλειονότητα των χωρών αυτών φαίνεται ότι η χρήση του ευρώ είναι πιο διαδεδομένη στις εξαγωγές (και μάλιστα περισσότερο στις εξαγωγές αγαθών παρά υπηρεσιών) από ό,τι στις εισαγωγές. Επίσης το 2004 αυξήθηκε το μερίδιο του ευρώ στις διεθνείς εμπορικές συναλλαγές των περισσότερων νέων κρατών-μελών της ΕΕ και των υποψηφίων προς ένταξη χωρών. Η αύξηση της χρήσης του ευρώ σε πολλές περιπτώσεις υπερέβαινε την αύξηση των εμπορικών σχέσεων με τη ζώνη του ευρώ, άρα το ευρώ χρησιμοποιείται ολοένα περισσότερο στις διεθνείς εμπορικές συναλλαγές των εν λόγω χωρών με τους εμπορικούς τους εταίρους εκτός της ζώνης του ευρώ.<sup>4</sup>

Η ΕΚΤ συνέχισε να διευρύνει τη στατιστική βάση που απαιτείται για την ανάλυση του διεθνούς ρόλου του ευρώ. Μετά από σχετικές μελέτες που είχαν γίνει τα προηγούμενα χρόνια, κατασκευάστηκαν δύο νέες σειρές στατιστικών δεδομένων οι οποίες καταγράφουν τα κυριότερα χαρακτηριστικά της αγοράς ομολόγων σε ευρώ που εκδίδονται από μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ.

### 2.2 ΣΥΝΕΡΓΑΣΙΑ ΜΕ ΧΩΡΕΣ ΕΚΤΟΣ ΤΗΣ ΕΕ

Το Ευρωσύστημα συνέχισε τις επαφές του με κεντρικές τράπεζες εκτός της ΕΕ, κυρίως μέσω της διοργάνωσης σεμιναρίων και εργαστηρίων, αλλά και μέσω προγραμμάτων τεχνικής βοήθειας, με στόχο τη συλλογή πληροφοριών και την ανταλλαγή απόψεων για τις οικονομικές και νομισματικές εξελίξεις σε διάφορες περιοχές του κόσμου που μπορεί να επηρεάσουν το διεθνές οικονομικό περιβάλλον ή τις εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ.

Το πρόγραμμα τεχνικής βοήθειας του Ευρωσυστήματος προς την κεντρική τράπεζα της Ρωσικής Ομοσπονδίας, το οποίο χρηματοδοτείται από την ΕΕ και εντάσσεται στο πρόγραμμα παροχής τεχνικής βοήθειας προς την Κοινοπολιτεία των Ανεξαρτήτων Κρατών (TACIS), υλοποιείται σύμφωνα με το χρονοδιάγραμμα. Το διετές αυτό πρόγραμμα, που ξεκίνησε το Νοέμβριο του 2003, έχει στόχο να ενισχύσει περαιτέρω την τραπεζική εποπτεία την οποία ασκεί η κεντρική τράπεζα της χώρας, ως αναγκαία προϋπόθεση για τη δημιουργία σταθερού χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος στη Ρωσία. Το εκπαιδευτικό σκέλος του προγράμματος, το οποίο συμφωνήθηκε τον Ιανουάριο του 2004 αφενός από την κεντρική τράπεζα της Ρωσίας και αφετέρου από εννέα ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ, τρεις αρχές τραπεζικής εποπτείας και την ΕΚΤ, περιλαμβάνει 64 επιμορφωτικά προγράμματα, 8 εκπαιδευτικές επισκέψεις και 4 σεμινάρια υψηλόβαθμων στελεχών. Μέχρι το τέλος του 2004 είχαν υλοποιηθεί 34 επιμορφωτικά προγράμματα, 4 εκπαιδευτικές επισκέψεις και 2 σεμινάρια. Συνολικά συμμετείχαν περίπου 400 στελέχη της κεντρικής τράπεζας της Ρωσίας. Πέραν του προγράμματος TACIS, το Μάιο του 2004 στο Ελσίνκι πραγματοποιήθηκε το πρώτο διμερές σεμινάριο υψηλόβαθμων στελεχών μεταξύ Ευρωσυστήματος και κεντρικής τράπεζας της Ρωσίας, υπό το συντονισμό της κεντρικής τράπεζας της Φινλανδίας και της ΕΚΤ. Οι θεματικοί άξονες του σεμιναρίου ήταν

4 Βλ. “Review of the international role of the euro”, ΕΚΤ, Δεκέμβριος 2004.

η νομισματική και η συναλλαγματική πολιτική, η ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων, οι οικονομικοί δεσμοί μεταξύ της ΕΕ και της Ρωσίας (συμπεριλαμβανομένης της εμπορικής πολιτικής), οι εξελίξεις στο τραπεζικό σύστημα και η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Το Ευρωσύστημα έχει καθιερώσει ένα πλαίσιο συνεργασίας με κεντρικές τράπεζες της Μεσογείου. Τον Ιανουάριο του 2004 πραγματοποιήθηκε στη Νάπολη το πρώτο σεμινάριο υψηλού επιπέδου το οποίο παρακολούθησαν οι διοικητές των κεντρικών τραπεζών που μετέχουν στη διαδικασία της Βαρκελώνης.<sup>5</sup> Το σεμινάριο συνδιοργανώθηκε από την ΕΚΤ και την κεντρική τράπεζα της Ιταλίας. Μετά από ένα εργαστήριο επί τεχνικών θεμάτων το Σεπτέμβριο του 2004, το δεύτερο σεμινάριο υψηλού επιπέδου πραγματοποιήθηκε στις Κάννες το Φεβρουάριο του 2005 και συνδιοργανώθηκε από την ΕΚΤ και την κεντρική τράπεζα της Γαλλίας. Το σεμινάριο ασχολήθηκε κυρίως με τις τελευταίες χρηματοπιστωτικές και νομισματικές εξελίξεις στη Μεσόγειο, τους οικονομικούς δεσμούς μεταξύ της ζώνης του ευρώ και των χωρών της Μεσογείου (με ιδιαίτερη έμφαση στα μεταναστευτικά εμβάσματα), καθώς και στην ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών.

Στα δυτικά Βαλκάνια, η ΕΚΤ εγκαινίασε επαφές με κεντρικές τράπεζες σε επίπεδο ανώτατων διευθυντικών στελεχών, μέσω σειράς επισκέψεων στην κεντρική τράπεζα της Βοσνίας-Ερζεγοβίνης και στην κεντρική τράπεζα της Σερβίας. Οι επισκέψεις βοήθησαν στην ανάπτυξη διαλόγου μεταξύ της ΕΚΤ και των κεντρικών τραπεζών των δύο αυτών χωρών, οι οποίες είναι δυνητικές υποψήφιοι για ένταξη στην ΕΕ.

Το Ευρωσύστημα επίσης επιδίωξε να κατανοήσει καλύτερα τις εξελίξεις σε συστημικά σημαντικές οικονομίες της Λατινικής Αμερικής. Προς το σκοπό αυτό η ΕΚΤ και οι κεντρικές τράπεζες της Βραζιλίας, της Πορτογαλίας και της Ισπανίας

συνδιοργάνωσαν το δεύτερο σεμινάριο υψηλού επιπέδου του Ευρωσυστήματος και των κεντρικών τραπεζών της Λατινικής Αμερικής. Το σεμινάριο πραγματοποιήθηκε στο Ρίο ντε Τζανέιρο το Νοέμβριο του 2004, ενώ είχε προηγηθεί προπαρασκευαστικό εργαστήριο επί τεχνικών θεμάτων στη Λισσαβόνα. Οι συμμετέχοντες εξέτασαν τα προβλήματα που μπορούν να θέσουν στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής η δημοσιονομική πολιτική, η ευπάθεια των οικονομιών λόγω υψηλού χρέους και τα χαρακτηριστικά του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Στη Μέση Ανατολή, η ΕΚΤ ανέπτυξε περαιτέρω τις σχέσεις της με τη Γενική Γραμματεία του Συμβουλίου Συνεργασίας του Κόλπου και τις νομισματικές αρχές και τις κεντρικές τράπεζες των κρατών-μελών του Συμβουλίου, εν όψει της προγραμματιζόμενης υιοθέτησης κοινού νομίσματος στις εν λόγω χώρες το 2010.<sup>6</sup>

5 Αλγερία, Αίγυπτος, Ισραήλ, Ιορδανία, Λίβανος, Μαρόκο, Παλαιστινιακή Αρχή, Συρία, Τунησία και Τουρκία.

6 Τα έξι κράτη-μέλη του Συμβουλίου Συνεργασίας του Κόλπου είναι το Μπαχρέιν, το Κουβέιτ, το Ομάν, το Κατάρ, η Σαουδική Αραβία και τα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα.



**Δημιουργός**

Xenia Hausner

**Τίτλος**

Traumspiel, 2004

**Τεχνική**

Χρωμολιθογραφία σε χειροποίητο χαρτί (16/25)

**Διαστάσεις**

96 × 129 εκ.

© VG Bild-Kunst, Βόννη 2005



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

# ΛΟΓΟΔΟΣΙΑ

## I ΛΟΓΟΔΟΣΙΑ ΠΡΟΣ ΤΟ ΚΟΙΝΟ ΚΑΙ ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ

Προκειμένου για μια ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα, ως υποχρέωση λογοδοσίας νοείται η νομική και θεσμική της υποχρέωση να αιτιολογεί σαφώς και λεπτομερώς τις αποφάσεις της στους πολίτες και τους εκλεγμένους αντιπροσώπους τους, αναλαμβάνοντας έτσι ενώπιόν τους την ευθύνη των πεπραγμένων της για την επίτευξη των στόχων της. Με αυτή την έννοια, η λογοδοσία αποτελεί ένα σημαντικό αντίβαρο της ανεξαρτησίας της κεντρικής τράπεζας.

Ήδη από την ίδρυσή της η ΕΚΤ έχει αναγνωρίσει τη θεμελιώδη σημασία της υποχρέωσής της να λογοδοτεί και γι' αυτό βρίσκεται πάντοτε σε τακτικό διάλογο με τους πολίτες και τους εκλεγμένους αντιπροσώπους τους. Η Συνθήκη ορίζει τις υποχρεώσεις της ΕΚΤ ως προς την υποβολή εκθέσεων. Οι υποχρεώσεις αυτές περιλαμβάνουν τη δημοσίευση ετήσιας έκθεσης, τριμηνιαίας έκθεσης και εβδομαδιαίας ενοποιημένης λογιστικής κατάστασης, καθώς και εμφανίσεις ενώπιον του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου. Η ΕΚΤ ανταποκρίνεται πλήρως στις παραπάνω υποχρεώσεις της και μάλιστα τις υπερκαλύπτει, π.χ. εκδίδοντας Μηνιαίο Δελτίο αντί για τριμηνιαία έκθεση, δίνοντας μηνιαίες συνεντεύξεις τύπου και δημοσιεύοντας σε μηνιαία βάση, αρχής γενομένης από το Δεκέμβριο του 2004, τις αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου πέραν αυτών που αφορούν τα επιτόκια (βλ. επίσης Κεφάλαιο 6.1). Σε θεσμικό επίπεδο, η Συνθήκη αναθέτει στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο πρωτεύοντα ρόλο όσον αφορά τη λογοδοσία της ΕΚΤ.

Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου εκφώνησαν και κατά το 2004 πολυάριθμες ομιλίες σε όλη τη ζώνη του ευρώ, εξηγώντας στο κοινό τις πολιτικές της ΕΚΤ. Σύμφωνα με τις διατάξεις του Άρθρου 113 της Συνθήκης, η ΕΚΤ εξακολούθησε επίσης σε τακτά χρονικά διαστήματα να υποβάλλει τακτικές αναφορές στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο σχετικά με τις αποφάσεις της στον τομέα της νομισματικής πολιτικής και σχετικά με τις λοιπές αρμοδιότητές της. Όπως και τα προηγούμενα

έτη, η τακτική ανταλλαγή απόψεων πραγματοποιήθηκε κυρίως στο πλαίσιο των τριμηνιαίων ακροάσεων του Προέδρου της ΕΚΤ ενώπιον της Επιτροπής Οικονομικών και Νομισματικών Θεμάτων. Ο Πρόεδρος παρουσίασε επίσης την Ετήσια Έκθεση της ΕΚΤ για το 2003 στην ως άνω Επιτροπή και στην ολομέλεια του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου.

Η Επιτροπή Οικονομικών και Νομισματικών Θεμάτων κάλεσε επίσης ένα άλλο μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής να παρουσιάσει τις απόψεις της ΕΚΤ για το οικονομικό περιβάλλον και για βασικά ζητήματα στον τομέα των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Επιπλέον, η ΕΚΤ συμμετείχε σε ακρόαση που διοργάνωσε η Επιτροπή με θέμα τον Ενιαίο Χώρο Πληρωμών σε Ευρώ.

Πέραν των υποχρεώσεών της που απορρέουν από τη Συνθήκη, η ΕΚΤ συνέχισε μια πρακτική που έχει υιοθετήσει οικειοθελώς, δηλ. να απαντά σε γραπτές ερωτήσεις Ευρωβουλευτών επί θεμάτων που αφορούν την εκπλήρωση της αποστολής της. Επίσης, όπως και τα προηγούμενα έτη, κλιμάκιο της Επιτροπής Οικονομικών και Νομισματικών Θεμάτων επισκέφθηκε την ΕΚΤ και είχε άτυπες συνομιλίες με τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής επί ποικίλων θεμάτων.

Το Άρθρο 112 της Συνθήκης ορίζει ότι το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο γνωμοδοτεί για τα υποψήφια μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής προ του διορισμού τους με κοινή συμφωνία των αρχηγών κρατών ή κυβερνήσεων των κρατών-μελών τα οποία έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Ύστερα από σύσταση του Συμβουλίου της ΕΕ, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο κάλεσε τον José Manuel González-Páramo να παρουσιαστεί ενώπιον της Επιτροπής Οικονομικών και Νομισματικών Θεμάτων για να εκθέσει τις απόψεις του και να απαντήσει σε ερωτήσεις μελών της Επιτροπής. Μετά την ακρόαση αυτή, η ολομέλεια του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου γνωμοδότησε υπέρ του διορισμού του José Manuel González-Páramo στη θέση του Eugenio Domingo Solans στην Εκτελεστική Επιτροπή.



## 2 ΑΠΟΨΕΙΣ ΤΗΣ ΕΚΤ ΕΠΙ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΘΕΜΑΤΩΝ ΠΟΥ ΣΥΖΗΤΗΘΗΚΑΝ ΣΤΙΣ ΣΥΝΑΝΤΗΣΕΙΣ ΜΕ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ

Κατά τις εμφανίσεις του Προέδρου ενώπιον του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου εξετάστηκε ευρύ φάσμα ζητημάτων. Κύριος θεματικός άξονας ήταν η αξιολόγηση των οικονομικών και νομισματικών εξελίξεων και η άσκηση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Παρακάτω αναφέρονται μερικά από τα ζητήματα που έθεσε το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο κατά την ανταλλαγή απόψεων με την ΕΚΤ και στο ψήφισμά του σχετικά με την Ετήσια Έκθεση της ΕΚΤ για το 2003 (Οκτώβριος 2004).

### Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΗΣ ΕΝΙΑΙΑΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΙΣ ΓΕΝΙΚΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΣΤΗΝ ΚΟΙΝΟΤΗΤΑ

Η συμβολή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στις γενικές οικονομικές πολιτικές στην Κοινότητα ήταν ένα από τα βασικά θέματα που συζητήθηκαν κατά τις εμφανίσεις του Προέδρου ενώπιον του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου. Ορισμένα μέλη της Επιτροπής Οικονομικών και Νομισματικών Θεμάτων εξέφρασαν την άποψη ότι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών δεν αρκεί για να στηρίξει την οικονομική ανάπτυξη και την απασχόληση και ότι υπάρχει μια σχέση αντιστάθμισης μεταξύ πληθωρισμού και ανεργίας, ενώ άλλα μέλη της Επιτροπής δήλωσαν ότι κατά τη γνώμη τους οι διατάξεις του Άρθρου 105 της Συνθήκης είναι απολύτως κατάλληλες και ότι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών θα πρέπει να παραμείνει ο πρωταρχικός σκοπός της ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

Ο Πρόεδρος επισήμανε ότι η ΕΚΤ, με την αξιόπιστη επιδίωξη της σταθερότητας των τιμών και παρέχοντας ένα σταθερό σημείο αναφοράς για τις μεσομακροπρόθεσμες προσδοκίες σχετικά με τον πληθωρισμό, συμβάλλει με τον καλύτερο δυνατό τρόπο στη δημιουργία ενός οικονομικού περιβάλλοντος που ευνοεί τη διατηρήσιμη ανάπτυξη. Στο ψήφισμά του σχετικά με την Ετήσια Έκθεση της ΕΚΤ για το 2003, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο συμμερίστηκε αυτή την άποψη και επαίνεσε την ΕΚΤ για την προσήλωσή της στη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών.

### ΕΝΟΠΙΩΣΗ ΚΑΙ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΗ ΡΥΘΜΙΣΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Στο πλαίσιο των τριμηνιαίων ακροάσεων, ο Πρόεδρος ερωτήθηκε από τα μέλη της Επιτροπής Οικονομικών και Νομισματικών Θεμάτων για την άποψη της ΕΚΤ σε θέματα που συνδέονται με την ενοποίηση και κανονιστική ρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ειδικότερα, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ενδιαφέρθηκε έντονα για τις δραστηριότητες του ΕΣΚΤ και της Επιτροπής Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (CESR) στον τομέα της εκκαθάρισης και του διακανονισμού τίτλων. Πιο συγκεκριμένα, στο ψήφισμά του σχετικά με την Ετήσια Έκθεση της ΕΚΤ για το 2003 εξέφρασε την ανησυχία του για το ενδεχόμενο τα προτεινόμενα από το ΕΣΚΤ και την CESR πρότυπα να προκαταλάβουν την επικείμενη νομοθετική διαδικασία στο εν λόγω τομέα.

Ο Πρόεδρος τόνισε ότι τα προτεινόμενα πρότυπα δεν αποσκοπούν στο να προκαταλάβουν τις μελλοντικές νομοθετικές ρυθμίσεις και δήλωσε ότι, εάν στο μέλλον υιοθετηθεί οδηγία σχετικά με την εκκαθάριση και το διακανονισμό, θα απαιτηθεί αξιολόγηση του κατά πόσον τα πρότυπα αυτά συμφωνούν προς τις διατάξεις της οδηγίας και, εάν κριθεί σκόπιμο, θα πρέπει να προσαρμοστούν αναλόγως (βλ. επίσης Κεφάλαιο 3.4).

### ΛΟΓΟΔΟΣΙΑ ΚΑΙ ΔΙΑΦΑΝΕΙΑ ΤΗΣ ΕΚΤ

Στο ψήφισμά του σχετικά με την Ετήσια Έκθεση της ΕΚΤ για το 2003, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο εκτίμησε ότι ο διάλογός του με την ΕΚΤ ήταν επιτυχής, καθώς η τακτική ανταλλαγή απόψεων προσέδωσε μεγαλύτερη διαφάνεια στη νομισματική πολιτική της ΕΚΤ και την κατέστησε πιο προσιτή στο κοινό. Παράλληλα, η ΕΚΤ και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο εξακολούθησαν να διαφωνούν για ορισμένα θέματα λογοδοσίας και διαφάνειας. Στο ψήφισμά του, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο επανέλαβε την πρότασή του να δημοσιεύονται τα πρακτικά των συνεδριάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου, καθώς και τα αναλυτικά αποτελέσματα των ψηφοφοριών του.

Όσον αφορά την πρόταση να δημοσιεύονται τα πρακτικά, ο Πρόεδρος τόνισε ότι οι διάλογοι επικοινωνίας που έχει επιλέξει η ΕΚΤ είναι πιο άμεσοι χρονικά. Ειδικότερα, οι μηνιαίες συνεντεύξεις τύπου που δίδονται αμέσως μετά τις συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου παρουσιάζουν σε πραγματικό χρόνο και κατά τρόπο διεξοδικό το σκεπτικό των αποφάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου και επομένως εξυπηρετούν ουσιαστικά τον ίδιο σκοπό με τα πρακτικά. Επίσης, το σκεπτικό του Διοικητικού Συμβουλίου γνωστοποιείται πολύ νωρίτερα στο κοινό από ό,τι στην περίπτωση των πρακτικών όπου μεσολαβεί τυπική διαδικασία για την έγκρισή τους. Αυτές οι συνεντεύξεις τύπου μαζί με άλλα επικοινωνιακά εργαλεία, όπως το Μηνιαίο Δελτίο και η ανακοίνωση σε μηνιαία βάση των αποφάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου πέραν αυτών που αφορούν τα επιτόκια, καθιστούν την ΕΚΤ μια από τις πιο διαφανείς τράπεζες παγκοσμίως.

Όσον αφορά την πρόταση να ανακοινώνονται τα αναλυτικά αποτελέσματα της ψηφοφορίας του Διοικητικού Συμβουλίου, ο Πρόεδρος υπενθύμισε ότι, λαμβανομένου υπόψη του ειδικού θεσμικού πλαισίου εντός του οποίου λειτουργεί η ενιαία νομισματική πολιτική, η δημοσιοποίηση των ψήφων ενέχει τον κίνδυνο να ασκηθούν από εθνικής πλευράς ανάρμοστες πιέσεις σε μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου ώστε να παρεκκλίνουν από τον προσανατολισμό τους προς τα συμφέροντα της ζώνης του ευρώ ως συνόλου. Για το λόγο αυτό η ΕΚΤ εμμένει στην πολιτική της να μην παρέχει κανενός είδους στοιχεία που θα μπορούσαν να αποκαλύψουν την ψήφο των μελών. Η προσέγγιση αυτή βοηθά ώστε η προσοχή του κοινού να εστιάζεται στο οικονομικό σκεπτικό των αποφάσεων και όχι στη ψήφο των μελών και είναι συνεπής με τη φύση του Διοικητικού Συμβουλίου ως συλλογικού οργάνου και με τον προσανατολισμό του προς τα συμφέροντα της ζώνης του ευρώ ως συνόλου.

#### **ΠΑΡΑΧΑΡΑΞΗ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΟΓΡΑΜΜΑΤΙΩΝ**

Τα μέλη της Επιτροπής Οικονομικών και Νομισματικών Θεμάτων εξέτασαν επίσης το

θέμα της παραχάραξης και κιβδηλείας του ευρώ. Στο ψήφισμά του σχετικά με την Ετήσια Έκθεση της ΕΚΤ για το 2003, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο κάλεσε την ΕΚΤ να επαγρυπνεί κατά της παραχάραξης και να λάβει υπόψη την εμπειρία της κατά το σχεδιασμό της νέας γενεάς τραπεζογραμματίων.

Στις εμφανίσεις του ενώπιον της Επιτροπής Οικονομικών και Νομισματικών Θεμάτων, ο Πρόεδρος τόνισε ότι η ΕΚΤ αντιμετωπίζει με μεγάλη σοβαρότητα το θέμα της παραχάραξης και προσπαθεί διαρκώς να βελτιώνει τις πολιτικές της για την προστασία κατά της παραχάραξης. Σχετικά με το θέμα αυτό, έχουν συναφθεί συμφωνίες συνεργασίας για την καταπολέμηση της παραχάραξης με διάφορες εθνικές και διεθνείς αρχές. Εξάλλου, με βάση την εμπειρία από τις περιπτώσεις πλαστών τραπεζογραμματίων προχωρεί η έρευνα και η ανάπτυξη νέων χαρακτηριστικών ασφαλείας για τη νέα γενεά τραπεζογραμματίων. Πληροφορίες για όλα τα πλαστά τραπεζογραμμάτια ευρώ καταχωρούνται σε ειδική βάση δεδομένων της ΕΚΤ στην οποία έχουν πρόσβαση όλες οι κεντρικές τράπεζες της ΕΕ, καθώς και εθνικές διωκτικές αρχές (βλ. επίσης Κεφάλαιο 2.3).



Δημιουργός  
Philippe Cognée  
Τίτλος  
Foule, Place St Pierre de Rome, Pâques, 2004  
Τεχνική  
Εγκανστική σε μουσαμά  
Διαστάσεις  
154 × 153 εκ.  
© VG Bild-Kunst, Βόννη 2005



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

# ΕΞΩΤΕΡΙΚΗ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑ



## I ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Η επικοινωνία αποτελεί αναπόσπαστο μέρος της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ και της εκτέλεσης των λοιπών καθηκόντων της. Δύο κύρια στοιχεία – η εξωστρέφεια και η διαφάνεια – αποτελούν γνώμονα των επικοινωνιακών δραστηριοτήτων της ΕΚΤ. Και τα δύο συμβάλλουν στην αποτελεσματικότητα, την αποδοτικότητα και την αξιοπιστία της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Στηρίζουν επίσης τις προσπάθειες της ΕΚΤ να λογοδοτεί πλήρως για τις ενέργειές της, όπως εξηγείται λεπτομερώς στο Κεφάλαιο 5.

Στον επικοινωνιακό τομέα, η ΕΚΤ έχει θέσει υψηλά πρότυπα. Οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής αιτιολογούνται στο πλαίσιο συνέντευξης τύπου αμέσως μετά τη λήψη τους από το Διοικητικό Συμβούλιο. Μετά από μια συνοπτική εισαγωγική δήλωση, ο Πρόεδρος και ο Αντιπρόεδρος απαντούν σε ερωτήσεις των εκπροσώπων του τύπου. Η άμεση, τακτική και λεπτομερής εξήγηση των αξιολογήσεων και των αποφάσεων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ εισήχθη ως έννοια το 1999 και αποτελεί μια απaráμιλλα ανοικτή και διαφανή επικοινωνιακή προσέγγιση εκ μέρους κεντρικής τράπεζας.

Επιπλέον, η επικοινωνία σχετικά με άλλες αποφάσεις πέραν αυτών που αφορούν τη νομισματική πολιτική έχει βελτιωθεί περαιτέρω. Από το Δεκέμβριο του 2004, δημοσιεύεται κάθε μήνα στους δικτυακούς τόπους των κεντρικών τραπεζών του Ευρωσυστήματος κείμενο που παρουσιάζει τις αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου πέραν αυτών που αφορούν τα επιτόκια.

Σύμφωνα με το θεσμικό πλαίσιο της ΕΕ, η ΕΚΤ υποχρεούται να διαθέτει τις νομικές της πράξεις και τις καταστατικές της εκδόσεις σε όλες τις επίσημες κοινοτικές γλώσσες, ο αριθμός των οποίων αυξήθηκε από 11 σε 20 με τη διεύρυνση της ΕΕ την 1η Μαΐου 2004. Οι καταστατικές εκδόσεις είναι η Ετήσια Έκθεση, η τριμηνιαία έκδοση του Μηνιαίου Δελτίου, η εβδομαδιαία ενοποιημένη λογιστική κατάσταση του Ευρωσυστήματος και η Έκθεση για τη Σύγκλιση. Για λόγους μεγαλύτερης διαφάνειας και λογοδοσίας προς τους ευρωπαίους πολίτες και τους εκλεγμένους αντιπροσώπους τους, η ΕΚΤ δημοσιεύει και άλλα κείμενα σε όλες τις επίσημες γλώσσες, όπως δελτία τύπου σχετικά με τις αποφάσεις νομισματικής πολιτικής, μακροοικονομικές προβολές των





εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος και θέσεις πολιτικής που ενδιαφέρουν άμεσα το ευρύ κοινό. Η μετάφραση, έκδοση και διανομή των βασικών δημοσιεύσεων της ΕΚΤ στις εθνικές γλώσσες γίνονται σε συνεργασία με τις ΕθνΚΤ.

## 2 ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ

Η επικοινωνία της ΕΚΤ βασίζεται σε μια σειρά από εκδόσεις και άλλα επικοινωνιακά εργαλεία, που συνεχώς βελτιώνονται με στόχο την πληρέστερη ενημέρωση του κοινού και των ενδιαφερομένων.

Η Ετήσια Έκθεση παρουσιάζει μια εμπειροστατωμένη επισκόπηση των δραστηριοτήτων της ΕΚΤ κατά το προηγούμενο έτος, συμβάλλοντας έτσι στη λογοδοσία της ΕΚΤ. Το Μηνιαίο Δελτίο παρέχει επίκαιρες αξιολογήσεις της ΕΚΤ για τις οικονομικές και νομισματικές εξελίξεις, καθώς και αναλυτικές πληροφορίες για το σκεπτικό των αποφάσεων της ΕΚΤ. Περιλαμβάνει επίσης άρθρα για γενικότερα θέματα κεντρικών τραπεζών. Η ΕΚΤ συμβάλλει στη διάδοση των πορισμάτων της επιστημονικής έρευνας, δημοσιεύοντας τις σειρές μελετών Working Papers και Occasional Papers και διοργανώνοντας επιστημονικά συνέδρια, σεμινάρια και εργαστήρια.

Σε συνεργασία με την Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών και τις κεντρικές τράπεζες της Ομάδας των 10 (G-10), η ΕΚΤ ανήγγειλε το 2004 την έκδοση τριμηνιαίου επιστημονικού περιοδικού με τίτλο “International Journal of Central Banking”, το οποίο θα περιλαμβάνει άρθρα για θεωρητικά και πρακτικά θέματα κεντρικών τραπεζών, με ιδιαίτερη έμφαση στην έρευνα σχετικά με τη νομισματική πολιτική και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Το πρώτο τεύχος θα εκδοθεί το 2005.

Όλα τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου συμμετέχουν ενεργά στην προσπάθεια για πληρέστερη ενημέρωση του κοινού όσον αφορά τα καθήκοντα και τις πολιτικές της ΕΚΤ, με τη μορφή ακροάσεων ενώπιον του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και των εθνικών κοινοβουλίων, διαλέξεων και συνεντεύξεων. Το 2004, τα έξι μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής εκφώνησαν περίπου 220 ομιλίες, έδωσαν πολυάριθμες συνεντεύξεις και δημοσίευσαν άρθρα σε επιστημονικά έντυπα και στον ημερήσιο και περιοδικό τύπο. Οι επισκέψεις του Προέδρου και άλλων μελών της Εκτελεστικής Επιτροπής στα κράτη-μέλη της ΕΕ και σε άλλες χώρες κατά

τη διάρκεια του 2004 μετέφεραν τα μηνύματα της ΕΚΤ απευθείας στους Ευρωπαίους πολίτες αλλά και εκτός Ευρώπης. Οι επικοινωνιακές προσπάθειες της ΕΚΤ στρέφονταν όλο και περισσότερο προς τους πολίτες των νέων κρατών-μελών, τόσο πριν όσο και μετά την ένταξη των χωρών αυτών στην ΕΕ το 2004.

Οι ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ παίζουν και αυτές σπουδαίο ρόλο, μεριμνώντας για την ενημέρωση του κοινού και των ενδιαφερομένων σχετικά με το ευρώ και τις δραστηριότητες του Ευρωσυστήματος σε κάθε αντίστοιχη χώρα. Απευθύνονται σε ποικίλες περιφερειακές και εθνικές κοινότητες στην αντίστοιχη γλώσσα και λαμβάνοντας υπόψη τις ιδιαιτερότητές τους.

Ένας πρόσθετος και σημαντικός μηχανισμός για την πληροφόρηση των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι το αυτόματο σύστημα πληροφοριών της ΕΚΤ. Το σύστημα αυτό παρέχει στοιχεία σε πραγματικό χρόνο σε ορισμένα πρακτορεία ειδήσεων, τα οποία αναδημοσιεύουν στα τεμαχικά τους σελίδες που αφορούν τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ, τις συναλλαγές στις χρηματοπιστωτικές αγορές και τις συνθήκες της ρευστότητας στη ζώνη του ευρώ. Οι σελίδες αυτές παρέχονται και ενημερώνονται τακτικά από την ΕΚΤ. Μετά από σχετικές αιτήσεις, το 2004 ο αριθμός των πρακτορείων ειδήσεων που έχουν πρόσβαση στο εν λόγω σύστημα αυξήθηκε από τρία σε πέντε.

Όλα τα κείμενα που δημοσιεύονται, καθώς και όλες οι δραστηριότητες της ΕΚΤ, παρουσιάζονται στο δικτυακό της τόπο ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)), ο οποίος απέκτησε νέα μορφή το 2004. Ο σχεδιασμός του εκσυγχρονίστηκε και έγινε αναδιάταξη της ύλης του ώστε να καταστεί πιο φιλικός για τους χρήστες. Ο δικτυακός τόπος παρέχει επίσης τη δυνατότητα στο κοινό να υποβάλει ερωτήσεις, ενώ χρησιμεύει και ως πλατφόρμα για τις δημόσιες διαβουλεύσεις της ΕΚΤ. Το 2004 ελήφθησαν και απαντήθηκαν γύρω στις 47.000 ερωτήσεις από διάφορες κατηγορίες χρηστών.

Η ΕΚΤ είναι ανοικτή και με την κυριολεκτική σημασία της λέξης, καθώς δέχεται ομάδες επισκεπτών στην έδρα της στη Φραγκφούρτη. Το 2004 περίπου 8.000 επισκέπτες είχαν την ευκαιρία να αποκτήσουν ίδια αντίληψη του έργου της ΕΚΤ μέσω ομιλιών και παρουσιάσεων από στελέχη της ΕΚΤ. Στην πλειονότητά τους ήταν φοιτητές ανωτάτων εκπαιδευτικών ιδρυμάτων και εξειδικευμένα στελέχη του χρηματοπιστωτικού τομέα.

**Δημιουργός**

Jan Fabre

**Τίτλος**

Χωρίς τίτλο, 1987

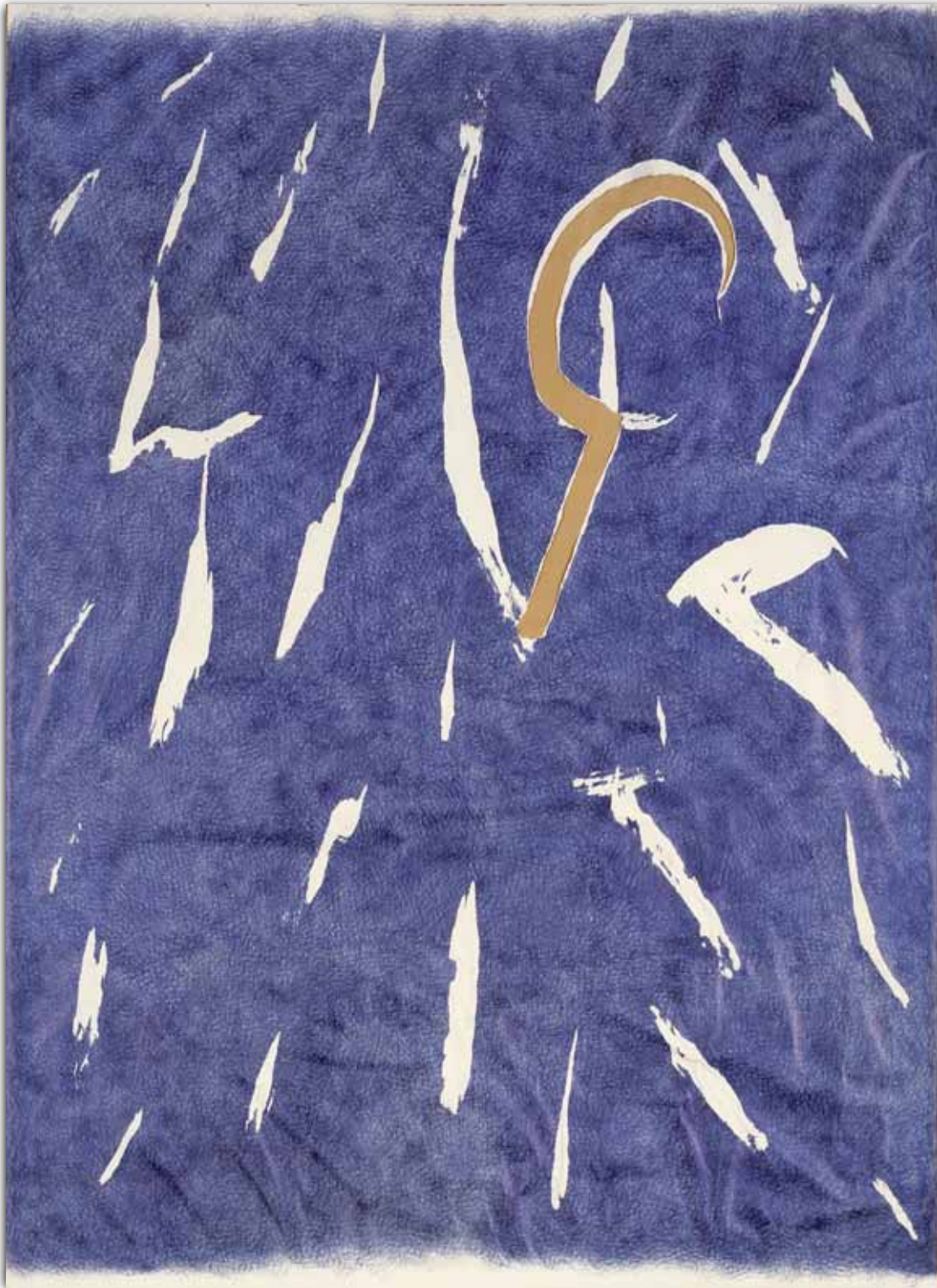
**Τεχνική**

Μελάνη σε χαρτί

**Διαστάσεις**

200 × 158 εκ.

© VG Bild-Kunst, Βόννη 2005



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

# ΔΙΕΥΡΥΝΣΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ

## I ΕΠΙΤΥΧΗΣ ΕΝΤΑΞΗ ΔΕΚΑ ΝΕΩΝ ΚΡΑΤΩΝ-ΜΕΛΩΝ

Την 1η Μαΐου 2004, δέκα χώρες της κεντρικής και ανατολικής Ευρώπης και της Μεσογείου – η Τσεχία, η Εσθονία, η Κύπρος, η Λετονία, η Λιθουανία, η Ουγγαρία, η Μάλτα, η Πολωνία, η Σλοβενία και η Σλοβακία – προσχώρησαν στην ΕΕ. Οι ΕθνΚΤ των νέων κρατών-μελών εντάχθηκαν στο ΕΣΚΤ και οι διοικητές τους έγιναν πλήρη μέλη του Γενικού Συμβουλίου, ενώ εμπειρογνώμονες από αυτές τις ΕθνΚΤ συμμετέχουν ως πλήρη μέλη στις συνεδριάσεις των επιτροπών του ΕΣΚΤ επί θεμάτων που εμπίπτουν στην αρμοδιότητα του Γενικού Συμβουλίου.

Η ενσωμάτωση των νέων μελών στο ΕΣΚΤ ολοκληρώθηκε ομαλά. Με βάση το Γενικό Πλαίσιο Στρατηγικής για την Ένταξη (Accession Master Plan) που καθορίστηκε από την ΕΚΤ το 2003, έγιναν προετοιμασίες ιδίως στους τομείς που αφορούν τις εργασίες των κεντρικών τραπεζών, τα συστήματα πληρωμών και διακανονισμού, τη στατιστική, τα τραπεζογραμμάτια και τις υποδομές και εφαρμογές πληροφορικής. Η σχετική υποδομή πληροφορικής του ΕΣΚΤ αναβαθμίστηκε και πλέον συνδέει τις 25 ΕθνΚΤ μεταξύ τους και με την ΕΚΤ, παρέχοντας πιο αξιόπιστες και ασφαλέστερες υπηρεσίες. Η κλειδα κατανομής για την εγγραφή στο κεφάλαιο της ΕΚΤ διευρύνθηκε και οι ΕθνΚΤ των νέων κρατών-μελών κατέβαλαν ένα ποσοστό του εγγεγραμμένου κεφαλαίου τους ως συμβολή στην κάλυψη του λειτουργικού κόστους της ΕΚΤ.

Το πέμπτο σεμινάριο υψηλού επιπέδου σχετικά με την ενταξιακή διαδικασία, το οποίο διεξήχθη το Μάρτιο του 2004 στο Παρίσι, σήμανε την τελική φάση της προετοιμασίας για την ένταξη. Στο σεμινάριο αυτό, το οποίο συνδιοργάνωσαν η ΕΚΤ και η Banque de France, συμμετείχαν οι διοικητές και υψηλόβαθμοι εκπρόσωποι των κεντρικών τραπεζών του ΕΣΚΤ, των δέκα εντασσόμενων χωρών και των δύο υποψηφίων χωρών (της Βουλγαρίας και της Ρουμανίας) οι οποίες ολοκλήρωναν τότε τις διαπραγματεύσεις για την ένταξή τους στην ΕΕ. Εξετάστηκαν θέματα που αφορούσαν τη νομισματική και συναλλαγματική πολιτική και την πρακτική λειτουργία του ΜΣΙ ΙΙ, τη δημοσιονομική

πειθαρχία στο πλαίσιο του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης καθώς και ζητήματα σχετικά με τα πρότυπα του χρηματοπιστωτικού τομέα, τους λογιστικούς κανονισμούς και την εταιρική διακυβέρνηση.

Η πρακτική εμπειρία που αποκομίστηκε κατά τη διαδικασία διεύρυνσης έχει αξιολογηθεί και θα ληφθεί υπόψη κατά την προετοιμασία για μελλοντικές διευρύνσεις της ΕΕ και της ζώνης του ευρώ.

Στις 20 Οκτωβρίου 2004, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και η ΕΚΤ δημοσίευσαν η καθεμία τη δική της Έκθεση για τη Σύγκλιση αναφερόμενες στην πρόοδο που σημείωσαν τα κράτη-μέλη με παρέκκλιση, συμπεριλαμβανομένων των νέων κρατών-μελών, ως προς την εκπλήρωση των υποχρεώσεών τους ώστε να συμμετάσχουν στην ΟΝΕ. Η σχετική Έκθεση της ΕΚΤ κατέληγε στο συμπέρασμα ότι καμία από τις χώρες που αξιολογήθηκαν δεν πληρούσε τις προϋποθέσεις ώστε να υιοθετήσει το ευρώ, στις οποίες περιλαμβάνεται και η νομοθετική κατοχύρωση της ουσιαστικής ανεξαρτησίας των ΕθνΚΤ.

Με κριτήριο τον αριθμό των χωρών που εντάχθηκαν, η διεύρυνση αυτή ήταν η σημαντικότερη στην ιστορία της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης. Ωστόσο, δεδομένου ότι το σχετικό μέγεθος των οικονομιών των νέων κρατών-μελών είναι μικρό σε σύγκριση με παλαιότερες διευρύνσεις, η προσχώρησή τους δεν μετέβαλε εκ βάθρων τα βασικά χαρακτηριστικά της οικονομίας της ΕΕ. Πάντως η οικονομική ποικιλομορφία εντός της ΕΕ αυξήθηκε, καθώς τα θεσμικά και διαρθρωτικά γνωρίσματα των νέων κρατών-μελών από πολλές απόψεις εξακολουθούν να παρουσιάζουν διαφορές σε σχέση με εκείνα των άλλων κρατών-μελών. Στην πλειονότητα των νέων κρατών-μελών έχουν ήδη δρομολογηθεί διαδικασίες μετάβασης από μία κεντρικά σχεδιαζόμενη οικονομία σε μία οικονομία της αγοράς, οι οποίες συνεπάγονται θεμελιώδεις θεσμικές και διαρθρωτικές αλλαγές. Σε πιο μακροχρόνιο ορίζοντα, η διεύρυνση αναμένεται να συμβάλει θετικά στην οικονομική ανάπτυξη της ΕΕ, και μάλιστα ήδη παρατηρήθηκε θετική



επίδραση κατά τη δεκαετή προετοιμασία για τη διεύρυνση. Η ενότητα αυτή παρουσιάζει τα κύρια μακροοικονομικά χαρακτηριστικά της ΕΕ πριν και μετά την ένταξη των νέων κρατών-μελών.

## ΠΛΗΘΥΣΜΟΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ

Όπως φαίνεται στον Πίνακα 16, με τη διεύρυνση του 2004 ο πληθυσμός της ΕΕ αυξήθηκε κατά 20% σχεδόν και αριθμεί πλέον συνολικά 457,7 εκατομμύρια. Με αυτό το κριτήριο, η ΕΕ παραμένει η μεγαλύτερη βιομηχανική οικονομία του κόσμου.

Το 2003 η οικονομική δραστηριότητα στις χώρες που συγκροτούν την ΕΕ-25, όπως

μετρείται μέσω του ΑΕΠ, ήταν 9.752 δισεκ. ευρώ, ποσό στο οποίο, με βάση τις τρέχουσες συναλλαγματικές ισοτιμίες, η ένταξη των νέων κρατών-μελών συνέβαλε κατά 4,5%. Από ιστορικής σκοπιάς, η οικονομική έκταση αυτής της διεύρυνσης ήταν σχετικά περιορισμένη. Ενδεικτικά, η ένταξη της Ισπανίας και της Πορτογαλίας το 1986 στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα (η οποία τότε περιλάμβανε 10 χώρες) αύξησε το συνολικό ΑΕΠ της Κοινότητας κατά 8% περίπου, ενώ με την προσχώρηση της Αυστρίας, της Φινλανδίας και της Σουηδίας το 1995 η αύξηση του συνολικού ΑΕΠ της Κοινότητας ήταν 7% περίπου. Με βάση στοιχεία που αφορούν το έτος 2003 για το ΑΕΠ και τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, η τελευταία διεύρυνση οδήγησε σε αύξηση του μεριδίου της

**Πίνακας 16 Κύρια χαρακτηριστικά της οικονομίας της ΕΕ με και χωρίς τα νέα κράτη-μέλη**

	Έτος	Μονάδες	ΕΕ-15	ΕΕ-25	ΗΠΑ	Ιαπωνία
Πληθυσμός	2004	εκατομμύρια	384,5	457,7	293,9	127,5
ΑΕΠ (μερίδιο στο παγκόσμιο ΑΕΠ) <sup>1)</sup>	2003	%	30,4	31,8	30,4	11,9
ΑΕΠ	2003	δισεκ. ευρώ	9.310	9.752	9.673	3.800
	2003	δισεκ. μονάδες ΙΑΔ	9.310	10.193	9.957	3.254
ΑΕΠ κατά κεφαλήν	2003	χιλιάδες ευρώ	24,2	21,3	32,9	29,8
	2003	χιλιάδες μονάδες ΙΑΔ	24,3	22,3	34,2	25,5
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	2003	% του ΑΕΠ	14,0	12,4	9,3	12,2
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	2003	% του ΑΕΠ	13,3	12,1	13,8	10,6
Τομείς παραγωγής <sup>2)</sup>						
Γεωργία, αλιεία, εκμετάλλευση δασών	2003	% του ΑΕΠ	2,0	2,1	0,8	1,2
Βιομηχανία (και κατασκευές)	2003	% του ΑΕΠ	26,6	26,8	19,7	29,2
Υπηρεσίες	2003	% του ΑΕΠ	71,4	71,1	79,5	69,6
Ποσοστό ανεργίας	2003	%	8,1	9,1	6,0	5,3
Ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό <sup>3)</sup>	2003	%	70,0	69,3	75,8	78,2
Ποσοστό απασχόλησης <sup>4)</sup>	2003	%	64,4	63,0	71,2	68,4
Γενική κυβέρνηση <sup>5)</sup>						
Πλεόνασμα (+) ή έλλειμμα (-)	2003	% του ΑΕΠ	-2,7	-2,8	-4,6	-7,5
Δαπάνες	2003	% του ΑΕΠ	48,5	48,5	34,4	39,1
Έσοδα	2003	% του ΑΕΠ	45,8	45,6	29,8	31,6
Ακαθάριστο χρέος	2003	% του ΑΕΠ	64,2	63,2	63,1	156,9
Τραπεζικές καταθέσεις <sup>6)</sup>	2003	% του ΑΕΠ	83,9	82,4	47,8	120,2
Υπόλοιπο δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα <sup>7)</sup>	2003	% του ΑΕΠ	99,2	96,3	51,4	118,8
Κεφαλαιοποίηση χρηματιστηριακής αγοράς	2003	% του ΑΕΠ	66,3	65,2	126,7	61,6

Πηγές: Eurostat, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ΔΝΤ, ΤΔΔ, ΕΚΤ και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

1) Τα μερίδια υπολογίζονται με βάση το ΑΕΠ κάθε χώρας σε σταθερές τιμές σε δολάρια ΗΠΑ.

2) Με βάση την ακαθάριστη προστιθέμενη αξία σε τρέχουσες τιμές.

3) Σύνολο εργατικού δυναμικού ως ποσοστό του πληθυσμού ηλικίας 15-64 ετών.

4) Σύνολο απασχολομένων ως ποσοστό του πληθυσμού ηλικίας 15-64 ετών.

5) Με βάση το ΕΣΛ 95.

6) ΕΕ-15 και ΕΕ-25: σύνολο καταθέσεων σε ΝΧΙ. ΗΠΑ: καταθέσεις όψεως, προθεσμίας και ταμειυτηρίου σε τραπεζικά ιδρύματα. Ιαπωνία: καταθέσεις όψεως και προθεσμίας στις εμπορικές τράπεζες.

7) ΕΕ-15 και ΕΕ-25: δάνεια από ΝΧΙ προς λοιπούς κατοίκους. ΗΠΑ: δάνεια από εμπορικές τράπεζες, αποταμιευτικούς οργανισμούς και πιστωτικούς συνεταιρισμούς. Ιαπωνία: δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα.

ΕΕ στο παγκόσμιο ΑΕΠ από 30,4% σε 31,8%. Θα πρέπει ωστόσο να σημειωθεί ότι οι παραπάνω διεθνείς συγκρίσεις επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από τις εξελίξεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Το πρόβλημα αυτό μπορεί να παρακαμφθεί αν η σύγκριση γίνει με βάση τις ισοτιμίες αγοραστικών δυνάμεων (ΙΑΔ). Σε όρους ΙΑΔ και βάσει στοιχείων για το 2003, με την τελευταία διεύρυνση το ΑΕΠ της ΕΕ αυξήθηκε κατά 9,5% και ξεπέρασε το ΑΕΠ των ΗΠΑ.

Δεδομένου ότι τα νέα κράτη-μέλη έχουν σχετικά μεγάλο πληθυσμό σε σύγκριση με το σημερινό επίπεδο της οικονομικής τους δραστηριότητας, η ένταξή τους συνεπάγεται υποχώρηση του μέσου κατά κεφαλήν ΑΕΠ στην ΕΕ. Ωστόσο, αυτό αναμένεται να αλλάξει σταδιακά όσο θα προχωρεί η διαδικασία σύγκλισης. Σε σύγκριση με τις ΗΠΑ και την Ιαπωνία το κατά κεφαλήν ΑΕΠ στην ΕΕ-25 είναι σχετικά χαμηλό, αν και η διαφορά έναντι της Ιαπωνίας είναι πολύ πιο περιορισμένη σε όρους ΙΑΔ (βάσει στοιχείων για το 2003).

Η ένταξη των νέων κρατών-μελών θα ασκήσει επίσης μια πιο μακροπρόθεσμη επίδραση στην οικονομική δραστηριότητα, δεδομένου ότι επηρεάζει τα κίνητρα και τα εμπόδια που υφίστανται σχετικά με την κυκλοφορία αγαθών, υπηρεσιών, κεφαλαίου και ατόμων (τις “τέσσερις ελευθερίες”) μεταξύ των νέων κρατών-μελών και των άλλων χωρών της ΕΕ, αν και για κάποια χρόνια η ροή μεταναστών θα υπόκειται σε περιορισμούς. Παραδείγματος χάριν, η επέκταση της Ενιαίας Αγοράς, μέσω της διεύρυνσης του πεδίου εφαρμογής αυτών των τεσσάρων ελευθεριών σε 25 χώρες, αναμένεται ότι θα εντείνει τον ανταγωνισμό και θα δημιουργήσει οικονομίες κλίμακας. Πάντως, η έκταση αυτών των επιδράσεων και η ταχύτητα με την οποία θα εκδηλωθούν θα εξαρτηθούν από πολλούς παράγοντες, όπως π.χ. από τις μελλοντικές οικονομικές πολιτικές των κρατών-μελών της ΕΕ.

#### **ΔΙΕΘΝΕΣ ΕΜΠΟΡΙΟ**

Μετά τη διεύρυνση, τόσο το εμπόριο μεταξύ της ΕΕ-15 και των νέων κρατών-μελών όσο και το

εμπόριο αυτών των νέων κρατών-μελών μεταξύ τους καταγράφονται φυσικά ως εσωτερικό και όχι ως διεθνές εμπόριο της ΕΕ. Αντίθετα, το εμπόριο μεταξύ των νέων κρατών-μελών και του υπόλοιπου κόσμου πλην των χωρών της ΕΕ-15 λογίζεται πλέον εξωτερικό εμπόριο της ΕΕ-25. Παρότι τα περισσότερα νέα κράτη-μέλη αποτελούν ιδιαίτερα ανοικτές οικονομίες, η ένταξή τους μείωσε ελαφρά την εξωστρέφεια της οικονομίας της ΕΕ, καθώς το εμπόριο μεταξύ της ΕΕ-15 και των νέων κρατών-μελών υπερβαίνει το εμπόριο μεταξύ των νέων κρατών-μελών και των χωρών εκτός της ΕΕ. Σύμφωνα με στοιχεία για το 2003, οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αναλογούσαν στο 12,4% του ΑΕΠ της ΕΕ-25, έναντι 9,3% και 12,2% στις ΗΠΑ και την Ιαπωνία αντίστοιχα.

#### **ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΗΣ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ**

Η διάρθρωση της παραγωγής στα νέα κράτη-μέλη χαρακτηρίζεται από υψηλότερο μερίδιο της γεωργίας (3,2%) και της βιομηχανίας (31,9%) και χαμηλότερο μερίδιο των υπηρεσιών (64,9%) στο ΑΕΠ σε σύγκριση με το μέσο όρο των άλλων χωρών της ΕΕ. Οι διαφορές ως προς τη σύνθεση της απασχόλησης κατά τομέα τείνουν να είναι πιο έντονες στα νέα κράτη-μέλη από ό,τι στην ΕΕ-15. Εντούτοις, η διεύρυνση δεν μετέβαλε παρά μόνο ελαφρά τα μερίδια αυτών των τομέων αυτών στο ΑΕΠ της ΕΕ και την κατανομή της απασχόλησης. Σε σχέση με τις άλλες μεγάλες οικονομίες, ο γεωργικός τομέας στην ΕΕ είναι μεγάλος συγκριτικά με τις ΗΠΑ ή την Ιαπωνία, ο βιομηχανικός τομέας είναι μεγαλύτερος από ό,τι στις ΗΠΑ αλλά μικρότερος από ό,τι στην Ιαπωνία, ενώ ο τομέας των υπηρεσιών είναι μεγαλύτερος από ό,τι στις ΗΠΑ αλλά μικρότερος από ό,τι στην Ιαπωνία.

#### **ΑΓΟΡΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

Δεδομένου ότι το μέσο ποσοστό ανεργίας στα νέα κράτη-μέλη είναι υψηλότερο από ό,τι στις χώρες της ΕΕ-15, η διεύρυνση οδήγησε σε κάπως υψηλότερο μέσο ποσοστό ανεργίας για την ΕΕ-25. Παρά την υποχώρηση που σημείωσε στα τέλη της δεκαετίας του 1990, το ποσοστό ανεργίας τόσο στην ΕΕ-15 όσο και στην ΕΕ-25 (8,1% και 9,1% αντίστοιχα το 2003) παραμένει

κατά πολύ υψηλότερο από ό,τι στις ΗΠΑ ή την Ιαπωνία (6,0% και 5,3% αντίστοιχα). Στα νέα κράτη-μέλη από την κεντρική και την ανατολική Ευρώπη τα ποσοστά ανεργίας έχουν αυξηθεί και οι διαφορές ως προς την ανεργία κατά περιφέρειες έχουν διευρυνθεί την τελευταία δεκαετία λόγω διαρθρωτικών προσαρμογών που σχετίζονται με τη μετάβαση στην οικονομία της αγοράς. Ωστόσο, οι προοπτικές για την απασχόληση ενδέχεται να βελτιωθούν τα επόμενα χρόνια, καθώς οι περικοπές των θέσεων εργασίας που συνδέονται με την αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων αναμένεται να μειωθούν. Μακροπρόθεσμα, η σταδιακή σύγκλιση των νέων κρατών-μελών προς το κατά κεφαλήν ΑΕΠ της ΕΕ αναμένεται να συμβάλει σε ευνοϊκές εξελίξεις στην απασχόληση καθώς και σε χαμηλότερη ανεργία.

Με την ένταξη των νέων κρατών-μελών το ποσοστό απασχόλησης στην ΕΕ υποχώρησε κατά 1,4 εκατοστιαία μονάδα στο 63,0%. Η ανάλυση του ποσοστού απασχόλησης κατά κατηγορίες εργαζομένων στα νέα κράτη-μέλη υποδηλώνει ότι το ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό είναι στην περίπτωση των ανδρών σημαντικά χαμηλότερο από ό,τι στις χώρες της ΕΕ-15, ενώ για τις γυναίκες η διαφορά είναι λιγότερο έντονη. Το ποσοστό απασχόλησης των σχετικά μεγαλύτερων σε ηλικία εργαζομένων (δηλ. από 55 έως 64 ετών) είναι επίσης αισθητά χαμηλότερο στα νέα κράτη-μέλη από ό,τι στην ΕΕ-15. Σε σύγκριση με τις ΗΠΑ και την Ιαπωνία, το ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό της ΕΕ είναι χαμηλό. Ο συνδυασμός χαμηλότερου ποσοστού συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό και υψηλότερου ποσοστού ανεργίας αντικατοπτρίζεται στο ποσοστό απασχόλησης στην ΕΕ το οποίο υπολείπεται εκείνων στις ΗΠΑ και την Ιαπωνία.

#### **ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΚΑΙ ΜΕΓΕΘΟΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΤΟΜΕΑ**

Η ένταξη των νέων κρατών-μελών δεν μετέβαλε σημαντικά το λόγο του σταθμισμένου μέσου ελλείμματος του τομέα της γενικής κυβέρνησης στην ΕΕ, παρότι τα περισσότερα νέα κράτη-



μέλη παρουσιάζουν υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα. Τα μερίδια των δημόσιων δαπανών και εσόδων στο ΑΕΠ είναι κάπως μικρότερα στα περισσότερα νέα κράτη-μέλη, αν και είναι υψηλά σε σχέση με τα επίπεδα του κατά κεφαλήν εισοδήματός τους. Ωστόσο, λόγω του μικρού μεγέθους των οικονομιών των νέων κρατών-μελών, το μερίδιο του τομέα της γενικής κυβέρνησης στο ΑΕΠ της ΕΕ-25 παραμένει σε γενικές γραμμές αμετάβλητο σε σύγκριση με την ΕΕ-15. Επειδή ο λόγος του δημόσιου χρέους στα νέα κράτη-μέλη βρίσκεται γενικά σε αισθητά χαμηλότερο επίπεδο από ό,τι στην ΕΕ-15, ο μέσος λόγος δημοσίου χρέους/ΑΕΠ της ΕΕ είναι κάπως χαμηλότερος από ό,τι πριν από τη διεύρυνση.

Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης, το οποίο στην ΕΕ-25 διαμορφώθηκε σε 2,8% το 2003, είναι επί του παρόντος χαμηλότερο από ό,τι στις ΗΠΑ ή την Ιαπωνία. Ταυτόχρονα, ο τομέας της γενικής κυβέρνησης αντιπροσωπεύει μεγαλύτερο ποσοστό της οικονομίας στην ΕΕ-25 από ό,τι στις ΗΠΑ ή την Ιαπωνία. Στην ΕΕ-25, ο λόγος των δημόσιων δαπανών προς το ΑΕΠ είναι σχεδόν 49%, ενώ ο λόγος των δημόσιων εσόδων είναι σχεδόν 46%. Στις ΗΠΑ ο τομέας της γενικής κυβέρνησης αντιστοιχεί σε ποσοστό λίγο μεγαλύτερο του 34% του ΑΕΠ

με βάση τις δαπάνες και σχεδόν 30% με βάση τα έσοδα. Στην Ιαπωνία, το υψηλό δημοσιονομικό έλλειμμα οφείλεται στο ότι οι δημόσιες δαπάνες αναλογούν στο 39% περίπου του ΑΕΠ και τα δημόσια έσοδα στο 32% περίπου. Η συσσώρευση δημοσιονομικών ελλειμμάτων κατά τα προηγούμενα έτη έχει οδηγήσει σε παρόμοιους υψηλούς λόγους δημόσιου χρέους στην ΕΕ και τις ΗΠΑ, οι οποίοι ωστόσο είναι σημαντικά χαμηλότεροι από ό,τι στην Ιαπωνία.

#### **ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ**

Η διεύρυνση δεν επέφερε σημαντικές αλλαγές στη διάρθρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα της ΕΕ συνολικά, μολονότι στα νέα κράτη-μέλη ο σχετικός ρόλος των τραπεζών είναι κατά μέσο όρο μεγαλύτερος από ό,τι στην ΕΕ-15. Στα περισσότερα νέα κράτη-μέλη το μέγεθος του χρηματοπιστωτικού τομέα, όπως μετρείται με βάση το συνολικό ενεργητικό του τραπεζικού τομέα και την κεφαλαιοποίηση της αγοράς κινητών αξιών, είναι σχετικά μικρό. Ωστόσο, το επίπεδο χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης, δηλ. η διοχέτευση νέων κεφαλαίων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στη χρηματοδότηση νέων επενδύσεων, αυξάνεται τελευταία με αρκετά γοργό ρυθμό σε ορισμένα κράτη-μέλη. Σε σύγκριση με τις ΗΠΑ, στο χρηματοπιστωτικό τομέα της ΕΕ παρατηρείται εντονότερη παρουσία των τραπεζών και ο ρόλος των χρηματιστηριακών αγορών είναι λιγότερο σημαντικός. Σε σύγκριση με την Ιαπωνία όμως, ο τραπεζικός τομέας παίζει μικρότερο ρόλο στο χρηματοπιστωτικό σύστημα της ΕΕ, ενώ οι χρηματιστηριακές αγορές είναι πιο σημαντικές.

## 2 ΣΧΕΣΕΙΣ ΜΕ ΤΙΣ ΥΠΟΨΗΦΙΕΣ ΧΩΡΕΣ ΓΙΑ ΕΝΤΑΞΗ ΣΤΗΝ ΕΕ

Επί του παρόντος υπάρχουν τέσσερις χώρες υποψήφιες να γίνουν μέλη της ΕΕ: η Βουλγαρία, η Κροατία, η Ρουμανία και η Τουρκία. Μετά την επιτυχή ολοκλήρωση των ενταξιακών διαπραγματεύσεων με τη Βουλγαρία και τη Ρουμανία, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ζήτησε να οριστικοποιηθεί η Συνθήκη Προσχώρησης των δύο αυτών χωρών με προοπτική να υπογραφεί τον Απρίλιο του 2005. Κατόπιν αυτού, η Βουλγαρία και η Ρουμανία θα αναμένεται να ενταχθούν στην ΕΕ τον Ιανουάριο του 2007. Η Κροατία είναι υποψήφια χώρα από τον Ιούνιο του 2004 και, υπό τον όρο της πλήρους συνεργασίας της με το Διεθνές Ποινικό Δικαστήριο για την πρώην Γιουγκοσλαβία, οι διαπραγματεύσεις για την ένταξή της στην ΕΕ θα ξεκινήσουν το Μάρτιο του 2005. Η Τουρκία αναγνωρίστηκε ως υποψήφια χώρα από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο του Ελσίνκι το 1999, ενώ το Δεκέμβριο του 2004 το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ζήτησε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να προετοιμάσει πρόταση για ένα πλαίσιο διαπραγματεύσεων, με προοπτική να ξεκινήσουν οι διαπραγματεύσεις στις 3 Οκτωβρίου 2005.

Η ΕΚΤ συνέχισε να παρακολουθεί τις νομισματικές και οικονομικές εξελίξεις στις υποψήφιες χώρες, δίνοντας ιδιαίτερη προσοχή στη διαδικασία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού, σε ζητήματα του χρηματοπιστωτικού τομέα και στη διαρθρωτική σύγκλιση προς την ΕΕ.

Η ΕΚΤ ενίσχυσε περαιτέρω τις διμερείς σχέσεις της με τις κεντρικές τράπεζες της Βουλγαρίας και της Ρουμανίας. Οι πρώτες επισκέψεις της ΕΚΤ σε επίπεδο Εκτελεστικής Επιτροπής στην κεντρική τράπεζα της Βουλγαρίας και την κεντρική τράπεζα της Ρουμανίας πραγματοποιήθηκαν τον Οκτώβριο. Βασικός σκοπός αυτών των επισκέψεων ήταν να συζητηθεί η μελλοντική συνεργασία με το Ευρωσύστημα, η οποία θα περιλαμβάνει και προενταξιακό διάλογο μεταξύ της ΕΚΤ και των κεντρικών τραπεζών των χωρών που διαπραγματεύονται την ένταξή τους. Μετά την υπογραφή της Συνθήκης Προσχώρησης, οι διοικητές αυτών των κεντρικών τραπεζών θα

προσκαλούνται να παρίστανται στις συνεδριάσεις του Γενικού Συμβουλίου με την ιδιότητα του παρατηρητή. Με την ιδιότητα του παρατηρητή επίσης εμπειρογνώμονες από αυτές τις κεντρικές τράπεζες θα μπορούν να παρίστανται στις συνεδριάσεις των επιτροπών του ΕΣΚΤ όταν εξετάζονται θέματα που εμπίπτουν στις αρμοδιότητες του Γενικού Συμβουλίου. Το Μάρτιο του 2005 αναμένεται να πραγματοποιηθεί επίσκεψη στην κεντρική τράπεζα της Κροατίας.

Η ΕΚΤ συνέχισε επίσης τον υψηλού επιπέδου διάλογο σε θέματα άσκησης πολιτικής με την κεντρική τράπεζα της Τουρκίας, στο πλαίσιο του οποίου πραγματοποιούνται ετήσιες επισκέψεις σε επίπεδο Εκτελεστικής Επιτροπής. Συζητήθηκαν κυρίως η διαδικασία μακροοικονομικής σταθεροποίησης της Τουρκίας, η νομισματική και συναλλαγματική πολιτική της κεντρικής τράπεζας της Τουρκίας και οι οικονομικές συνθήκες στη ζώνη του ευρώ. Παράλληλα με το διάλογο σε θέματα άσκησης πολιτικής συνεχίστηκε και η συνεργασία μεταξύ υπηρεσιακών μονάδων της ΕΚΤ και της κεντρικής τράπεζας της Τουρκίας σε τεχνικά θέματα.

**Δημιουργός**  
Reinhold A. Goelles  
**Τίτλος**  
Χωρίς τίτλο  
**Τεχνική**  
Ακρυλικό σε μουσαμά  
**Διαστάσεις**  
152 × 100 εκ.  
© Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα



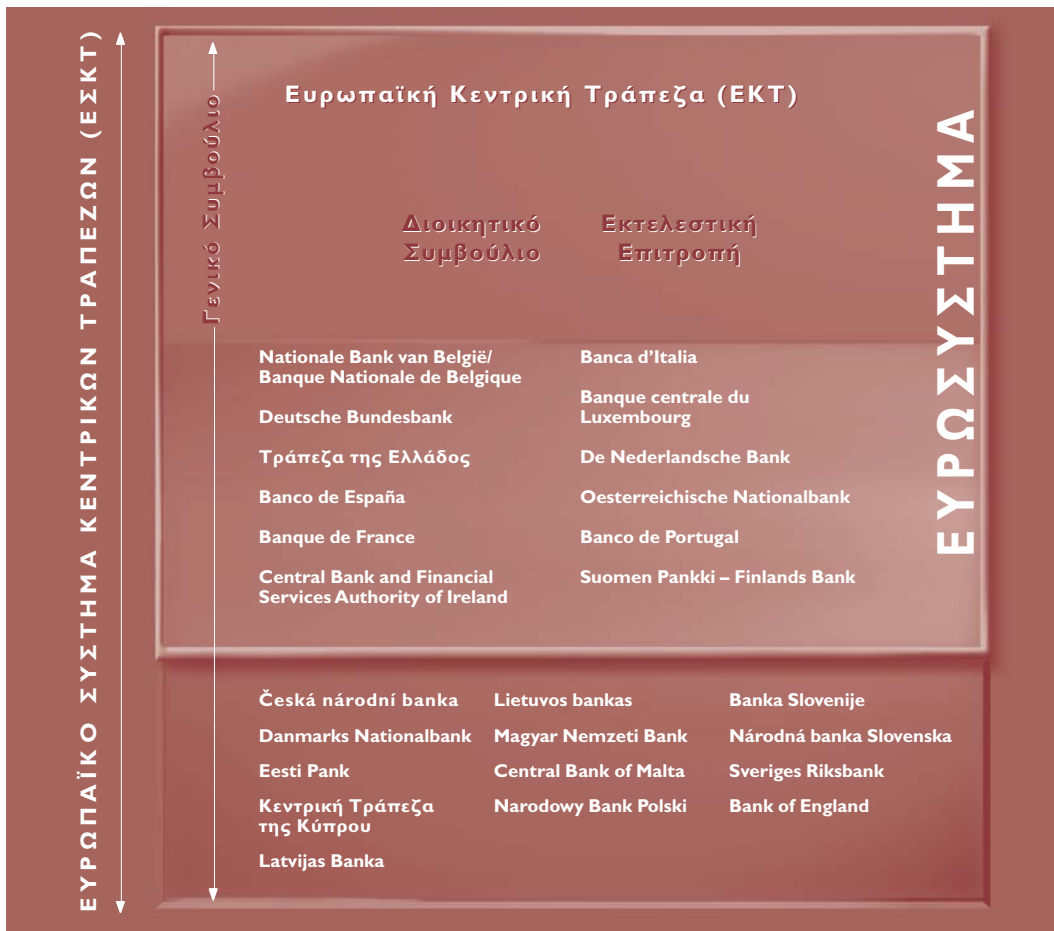


ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ,  
ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΕΤΗΣΙΟΙ  
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ



# I ΟΡΓΑΝΑ ΛΗΨΕΩΣ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΤΗΣ ΕΚΤ

## I.1 ΤΟ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ



Το Ευρωσύστημα είναι το σύστημα κεντρικών τραπεζών της ζώνης του ευρώ. Αποτελείται από την ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ των 12 κρατών-μελών τα οποία έχουν κοινό νόμισμα το ευρώ. Το Διοικητικό Συμβούλιο υιοθέτησε τον όρο “Ευρωσύστημα” για να γίνεται ευκολότερα κατανοητή η διάρθρωση των κεντρικών τραπεζών στη ζώνη του ευρώ. Ο όρος αυτός υπογραμμίζει την κοινή ταυτότητα, τη συλλογική προσπάθεια και τη συνεργασία όλων των μελών του και έχει συμπεριληφθεί και στη Συνθήκη για τη θέσπιση Συντάγματος της Ευρώπης, η οποία υπεγράφη στη Ρώμη στις 29 Οκτωβρίου 2004. Το Διοικητικό Συμβούλιο ενέκρινε επίσης τη δήλωση σχετικά με την αποστολή του Ευρωσυστήματος, μαζί με τους στρατηγικούς προσανατολισμούς και τις

οργανωτικές αρχές για την εκτέλεση των λειτουργιών του Ευρωσυστήματος από όλα τα μέλη του (βλ. Πλαίσιο 15).

Το ΕΣΚΤ αποτελείται από την ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ όλων των κρατών-μελών της ΕΕ (25 από την 1η Μαΐου 2004), δηλ. περιλαμβάνει και τις ΕθνΚΤ των κρατών-μελών τα οποία δεν έχουν ακόμη υιοθετήσει το ευρώ. Όσο υπάρχουν κράτη-μέλη που δεν έχουν ακόμη υιοθετήσει το ευρώ, θα πρέπει να γίνεται διάκριση μεταξύ Ευρωσυστήματος και ΕΣΚΤ.

Η ΕΚΤ διαθέτει νομική προσωπικότητα σύμφωνα με το δημόσιο διεθνές δίκαιο. Ιδρύθηκε ως πυρήνας του Ευρωσυστήματος και του ΕΣΚΤ και μεριμνά ώστε τα αντίστοιχα

## Η ΑΠΟΣΤΟΛΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Τον Ιανουάριο του 2005 δημοσιεύθηκε η δήλωση σχετικά με την αποστολή του Ευρωσυστήματος. Η δήλωση υιοθετήθηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο – είχε προηγηθεί δήλωση σχετικά με την αποστολή της ΕΚΤ, η οποία εγκρίθηκε από την Εκτελεστική Επιτροπή τον Αύγουστο του 2003 – και βασίζεται στη μέχρι τότε εμπειρία από τη λειτουργία ενιαίου συστήματος κεντρικών τραπεζών για τη ζώνη του ευρώ, καθώς και στις εξειδικευμένες γνώσεις και την ουσιώδη συμβολή όλων των κεντρικών τραπεζών του Ευρωσυστήματος. Η δήλωση αναφέρει αυτολεξεί:

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

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

*Συμβάλλουμε από κοινού, σε στρατηγικό και λειτουργικό επίπεδο, στην επίτευξη των κοινών μας σκοπών, με τον δέοντα σεβασμό προς την αρχή της αποκέντρωσης. Έχουμε αναλάβει τη δέσμευση να ασκούμε καλή διακυβέρνηση και να εκτελούμε τα καθήκοντά μας κατά τρόπο αποτελεσματικό και αποδοτικό, με πνεύμα συνεργασίας και συλλογικότητας. Στηριζόμενοι στον πλούτο των εμπειριών μας και στην ανταλλαγή τεχνογνωσίας, επιδιώκουμε να ενισχύουμε την κοινή μας ταυτότητα, να εκφραζόμαστε με ενιαία φωνή και να αξιοποιούμε τις συνέργειες, σε ένα πλαίσιο σαφώς καθορισμένων ρόλων και αρμοδιοτήτων για όλα τα μέλη του Ευρωσυστήματος.”*

Η δήλωση αυτή περιγράφει τους στόχους τους οποίους επιδιώκουν να επιτύχουν με τη σύμπραξη τους οι κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος, καθώς και πώς οι τράπεζες αυτές αλληλεπιδρούν και συνεργάζονται επί τη βάσει κοινών αξιών. Βασίζεται σε ένα συμφωνημένο σύνολο οργανωτικών αρχών, καθώς και σε μια σειρά στρατηγικών προσανατολισμών (περισσότερες πληροφορίες δημοσιεύονται στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ). Επίσης, επιδιώκει να παράσχει σαφείς οδηγίες σε όλο το προσωπικό του Ευρωσυστήματος και να γνωρίσει στο κοινό πώς το Ευρωσύστημα εκτελεί τα καθήκοντά του και επιτυγχάνει τους σκοπούς που του έχουν ανατεθεί από τη Συνθήκη και το Καταστατικό του ΕΣΚΤ.

καθήκοντα αυτών να εκτελούνται είτε μέσω των δικών της δραστηριοτήτων είτε μέσω των ΕθνΚΤ.

Κάθε ΕθνΚΤ διαθέτει νομική προσωπικότητα με βάση το εθνικό δίκαιο της οικείας χώρας. Οι

ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ αποτελούν αναπόσπαστο μέρος του Ευρωσυστήματος και εκτελούν τα καθήκοντα που έχουν ανατεθεί στο Ευρωσύστημα σύμφωνα με τους κανόνες τους οποίους θεσπίζουν τα όργανα λήψεως αποφάσεων της ΕΚΤ. Οι ΕθνΚΤ συμβάλλουν

επίσης στο έργο του Ευρωσυστήματος και του ΕΣΚΤ μέσω της συμμετοχής των εκπροσώπων τους στις διάφορες Επιτροπές του Ευρωσυστήματος/του ΕΣΚΤ (βλ. Ενότητα 1.5 του παρόντος κεφαλαίου). Οι ΕθνΚΤ μπορούν με δική τους ευθύνη να επιτελούν λειτουργίες που δεν αφορούν το Ευρωσύστημα, εκτός εάν το Διοικητικό Συμβούλιο αποφανθεί ότι αυτές αντίκεινται στους στόχους και τα καθήκοντα του Ευρωσυστήματος.

Το Ευρωσύστημα και το ΕΣΚΤ διοικούνται από τα όργανα λήψεως αποφάσεων της ΕΚΤ: το Διοικητικό Συμβούλιο και την Εκτελεστική Επιτροπή. Μολονότι η λήψη αποφάσεων στο πλαίσιο του Ευρωσυστήματος και του ΕΣΚΤ γίνεται κεντρικά, η ΕΚΤ και οι ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ συμβάλλουν από κοινού, σε στρατηγικό και λειτουργικό επίπεδο, στην επίτευξη των κοινών σκοπών, με το δέοντα σεβασμό προς την αρχή της αποκέντρωσης, όπως ορίζει το Καταστατικό του ΕΣΚΤ. Το Γενικό Συμβούλιο συγκροτείται ως τρίτο όργανο λήψεως αποφάσεων της ΕΚΤ, επί όσο διάστημα υπάρχουν κράτη-μέλη τα οποία δεν έχουν ακόμη υιοθετήσει το ευρώ. Η λειτουργία των οργάνων λήψεως αποφάσεων διέπεται από τη Συνθήκη, το Καταστατικό του ΕΣΚΤ και τους συναφείς Εσωτερικούς Κανονισμούς.<sup>1</sup> Το 2004, υπό το φως των εξελίξεων από το 1999 και εξής και εν όψει της διεύρυνσης του ΕΣΚΤ, αναθεωρήθηκαν τόσο ο Εσωτερικός Κανονισμός της ΕΚΤ όσο και ο Εσωτερικός Κανονισμός του Γενικού Συμβουλίου της ΕΚΤ.

## 1.2 ΤΟ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

Το Διοικητικό Συμβούλιο απαρτίζεται από όλα τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής και τους διοικητές των ΕθνΚΤ των κρατών-μελών τα οποία έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Σύμφωνα με τη Συνθήκη, οι βασικές αρμοδιότητες του Διοικητικού Συμβουλίου είναι οι εξής:

- Καθορίζει τις κατευθυντήριες γραμμές και λαμβάνει τις αναγκαίες αποφάσεις για την εκτέλεση των καθηκόντων που έχουν ανατεθεί στο Ευρωσύστημα.

- Διαμορφώνει τη νομισματική πολιτική της ζώνης του ευρώ, συμπεριλαμβανομένων, όπου χρειάζεται, αποφάσεων σχετικών με ενδιάμεσους νομισματικούς στόχους, βασικά επιτόκια και προσφορά διαθέσιμων στο Ευρωσύστημα, και χαράζει τις απαραίτητες κατευθυντήριες γραμμές για την εκτέλεσή τους.

Το Διοικητικό Συμβούλιο συνεδριάζει κατά κανόνα δύο φορές το μήνα στα γραφεία της ΕΚΤ στη Φραγκφούρτη. Κατά την πρώτη συνεδρίαση του μηνός γίνεται σε βάθος αξιολόγηση των νομισματικών και οικονομικών εξελίξεων και λαμβάνονται σχετικές αποφάσεις, ενώ η δεύτερη συνεδρίαση αφιερώνεται συνήθως σε θέματα σχετικά με άλλα καθήκοντα και αρμοδιότητες της ΕΚΤ και του Ευρωσυστήματος. Το 2004 πραγματοποιήθηκαν δύο συνεδριάσεις εκτός Φραγκφούρτης: η μία φιλοξενήθηκε από την κεντρική τράπεζα της Φινλανδίας στο Ελσίνκι και η άλλη από την κεντρική τράπεζα του Βελγίου στις Βρυξέλλες.

Κατά τη λήψη αποφάσεων σχετικά με τη νομισματική πολιτική και με άλλα καθήκοντα του Ευρωσυστήματος, τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου δεν ενεργούν ως εκπρόσωποι των χωρών τους, αλλά ως πλήρως ανεξάρτητα πρόσωπα. Αυτό αντανακλάται στην αρχή “ένα μέλος, μία ψήφος”, η οποία εφαρμόζεται εντός του Διοικητικού Συμβουλίου.

Σύμφωνα με τη “ρήτρα εξουσιοδότησης” η οποία περιέχεται στη Συνθήκη της Νίκαιας, το Συμβούλιο της ΕΕ, που συνήλθε σε επίπεδο αρχηγών κρατών ή κυβερνήσεων, αποφάσισε ομόφωνα στις 21 Μαρτίου 2003, βάσει συστάσεως της ΕΚΤ, την τροποποίηση του

<sup>1</sup> Βλ. την Απόφαση ΕΚΤ/2004/2 της 19ης Φεβρουαρίου 2004 για τη θέσπιση του Εσωτερικού Κανονισμού της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, ΕΕ L 80, 18.3.2004, σελ. 33, την Απόφαση ΕΚΤ/2004/12 της 17ης Ιουνίου 2004 για τη θέσπιση του Εσωτερικού Κανονισμού του Γενικού Συμβουλίου της ΕΚΤ, ΕΕ L 230, 30.6.2004, σελ. 61, και την Απόφαση ΕΚΤ/1999/7 της 12ης Οκτωβρίου 1999 σχετικά με τον Εσωτερικό Κανονισμό της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ, ΕΕ L 314, 8.12.1999, σελ. 34. Οι Εσωτερικοί Κανονισμοί δημοσιεύονται επίσης στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

Άρθρου 10.2 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ (όροι ψηφοφορίας στο Διοικητικό Συμβούλιο). Μετά την κύρωσή της από όλα τα κράτη-μέλη, η Απόφαση αυτή τέθηκε σε ισχύ την 1η Ιουνίου 2004. Σύμφωνα με αυτήν, όλα τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου θα εξακολουθούν να παρίστανται στις συνεδριάσεις και να συμμετέχουν στις διαβουλεύσεις, αλλά ο αριθμός των διοικητών των ΕθνΚΤ που θα έχουν δικαίωμα ψήφου δεν θα υπερβαίνει τους 15 σε κάθε συνεδρίαση. Όταν ο αριθμός των διοικητών των ΕθνΚΤ στο Διοικητικό Συμβούλιο υπερβεί τους 15, το δικαίωμα ψήφου θα ασκείται εκ περιτροπής. Οι διοικητές θα ασκούν εκ περιτροπής τα 15 δικαιώματα ψήφου βάσει προκαθορισμένων κανόνων. Τα έξι μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής διατηρούν μόνιμο δικαίωμα ψήφου.



## ΤΟ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ



**Πίσω (από τα αριστερά):**  
Klaus Liebscher, Nout Wellink,  
Erkki Liikanen,  
Tommaso Padoa-Schioppa,  
Antonio Fazio, Jaime Caruana

**Μεσαία σειρά (από τα αριστερά):**  
Axel A. Weber, Νικόλαος Χ.  
Γκαργκάνας, Christian Noyer,  
Vitor Constâncio, José Manuel  
González-Páramo, Guy Quaden

**Εμπρός (από τα αριστερά):**  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Λουκάς Δ. Παπαδήμος,  
Jean-Claude Trichet, Yves Mersch,  
Otmар Issing, John Hurley

**Jean-Claude Trichet**

Πρόεδρος της ΕΚΤ

**Λουκάς Δ. Παπαδήμος**

Αντιπρόεδρος της ΕΚΤ

**Jaime Caruana**

Διοικητής της Banco de España

(ΕθνΚΤ της Ισπανίας)

**Vitor Constâncio**

Διοικητής της Banco de Portugal

(ΕθνΚΤ της Πορτογαλίας)

**Eugenio Domingo Solans** (έως 31.5.2004)

Μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ

**Antonio Fazio**

Διοικητής της Banca d'Italia

(ΕθνΚΤ της Ιταλίας)

**Νικόλαος Χ. Γκαργκάνας**

Διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος

**José Manuel González-Páramo** (από 1.6.2004)

Μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ

**John Hurley**

Διοικητής της Central Bank and Financial Services

Authority of Ireland

(ΕθνΚΤ της Ιρλανδίας)

**Otmар Issing**

Μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ

**Klaus Liebscher**

Διοικητής της Oesterreichische Nationalbank

(ΕθνΚΤ της Αυστρίας)

**Erkki Liikanen** (από 12.7.2004)

Διοικητής της Suomen Pankki

(ΕθνΚΤ της Φινλανδίας)

**Matti Louekoski** (από 1.4.2004 έως 11.7.2004)

Εκτελών χρέη Διοικητού της Suomen Pankki

**Yves Mersch**

Διοικητής της Banque centrale du Luxembourg

(ΕθνΚΤ του Λουξεμβούργου)

**Christian Noyer**

Διοικητής της Banque de France

(ΕθνΚΤ της Γαλλίας)

**Tommaso Padoa-Schioppa**

Μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ

**Guy Quaden**

Διοικητής της Nationale Bank van

België/Banque Nationale de Belgique

(ΕθνΚΤ του Βελγίου)

**Jürgen Stark** (από 7.4.2004 έως 29.4.2004)

Προεδρεύων της Deutsche Bundesbank

(ΕθνΚΤ της Γερμανίας)

**Gertrude Tumpel-Gugerell**

Μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ

**Matti Vanhala** (έως 31.3.2004)

Διοικητής της Suomen Pankki

**Axel A. Weber** (από 30.4.2004)

Πρόεδρος της Deutsche Bundesbank

**Nout Wellink**

Πρόεδρος της De Nederlandsche Bank

(ΕθνΚΤ της Ολλανδίας)

**Ernst Welteke** (έως 6.4.2004)

Πρόεδρος της Deutsche Bundesbank

Στις 29 Σεπτεμβρίου 2004 απεβίωσε ο Matti Vanhala, μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου (1998-2004). Στις 9 Νοεμβρίου 2004 απεβίωσε ο Eugenio Domingo Solans, μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής και του Διοικητικού Συμβουλίου (1998-2004).

### 1.3 Η ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ

Η Εκτελεστική Επιτροπή απαρτίζεται από τον Πρόεδρο και τον Αντιπρόεδρο της ΕΚΤ και άλλα τέσσερα μέλη, τα οποία διορίζονται με κοινή συμφωνία των αρχηγών κρατών ή κυβερνήσεων των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Οι κύριες αρμοδιότητες της Εκτελεστικής Επιτροπής, η οποία κατά κανόνα συνέρχεται μία φορά την εβδομάδα, είναι οι εξής:

- Προετοιμάζει τις συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου.
- Θέτει σε εφαρμογή τη νομισματική πολιτική της ζώνης του ευρώ σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές και τις αποφάσεις

του Διοικητικού Συμβουλίου και προς τούτο παρέχει τις απαραίτητες οδηγίες προς τις ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ.

- Διαχειρίζεται τις καθημερινές εργασίες της ΕΚΤ.
- Ασκεί ορισμένες αρμοδιότητες που της εκχωρούνται από το Διοικητικό Συμβούλιο, συμπεριλαμβανομένων και αρμοδιοτήτων κανονιστικής φύσεως.

Η Επιτροπή Διαχείρισης, υπό την προεδρία ενός μέλους της Εκτελεστικής Επιτροπής, συμβουλεύει και επικουρεί την Εκτελεστική Επιτροπή όσον αφορά τη διαχείριση, τον επιχειρησιακό σχεδιασμό, καθώς και τη διαδικασία του ετήσιου προϋπολογισμού της ΕΚΤ.

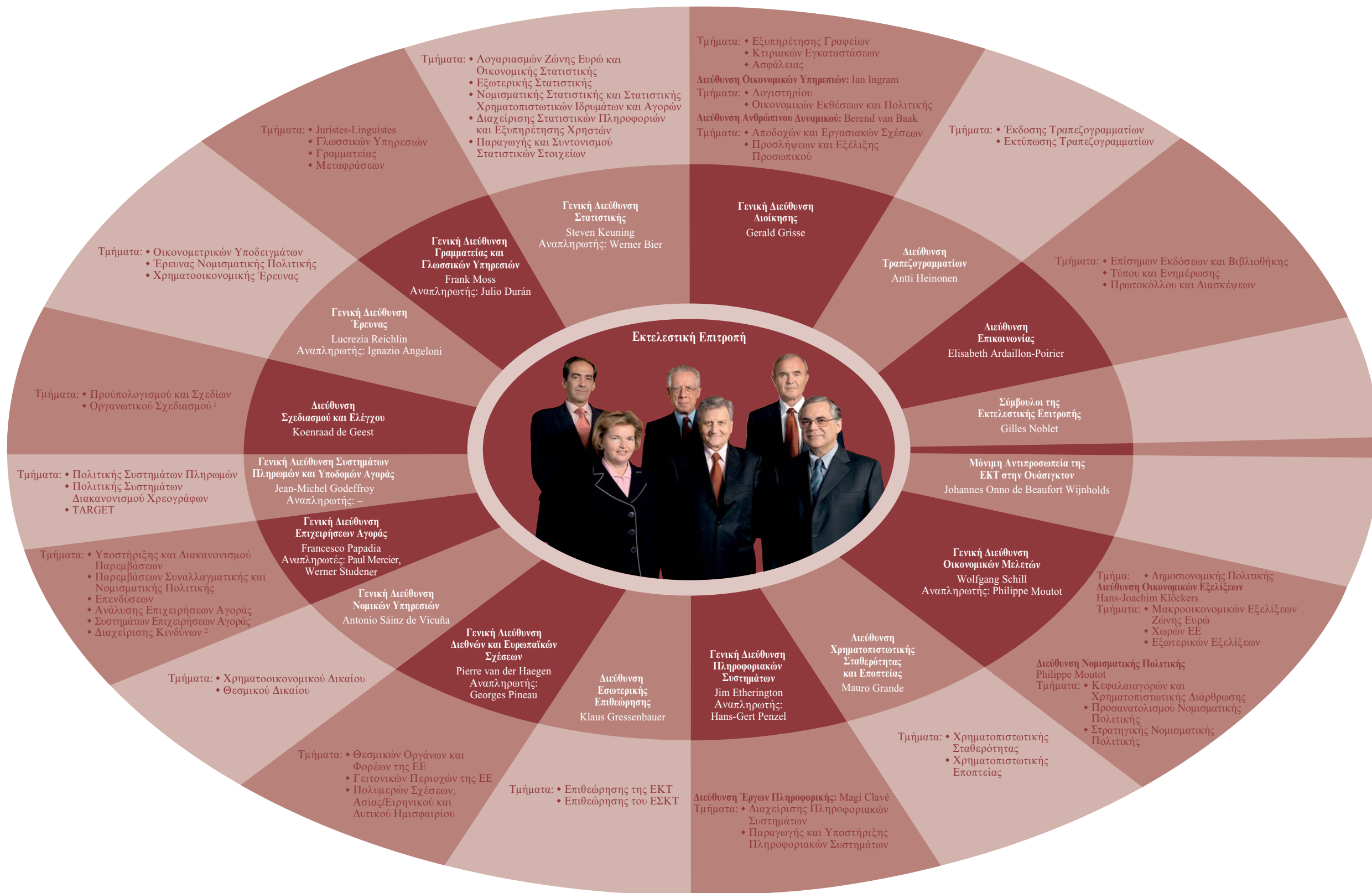
**Πίσω (από τα αριστερά):**  
José Manuel González-Páramo,  
Tommaso Padoa-Schioppa,  
Otmar Issing

**Εμπρός (από τα αριστερά):**  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet,  
Λουκάς Δ. Παπαδήμος



**Jean-Claude Trichet**  
Πρόεδρος της ΕΚΤ  
**Λουκάς Δ. Παπαδήμος**  
Αντιπρόεδρος της ΕΚΤ  
**Eugenio Domingo Solans** (έως 31.5.2004)  
Μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ  
**José Manuel González-Páramo** (από 1.6.2004)  
Μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ

**Otmar Issing**  
Μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ  
**Tommaso Padoa-Schioppa**  
Μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ  
**Gertrude Tumpel-Gugerell**  
Μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ



**Εκτελεστική Επιτροπή**

Πίσω (από τα αριστερά):  
Εμπρός (από τα αριστερά):

José Manuel González-Páramo, Tommaso Padoa-Schioppa, Otmar Issing  
Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (Πρόεδρος), Λουκάς Δ. Παπαδήμος (Αντιπρόεδρος)

<sup>1</sup> Συμπεριλαμβανομένων καθηκόντων προστασίας δεδομένων.

<sup>2</sup> Για συγκεκριμένα θέματα λογοδοτεί απευθείας στην Εκτελεστική Επιτροπή.

#### 1.4 ΤΟ ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

Το Γενικό Συμβούλιο απαρτίζεται από τον Πρόεδρο και τον Αντιπρόεδρο της ΕΚΤ και τους διοικητές των ΕθνΚΤ όλων των κρατών-μελών

της ΕΕ. Εκτελεί όσα από τα καθήκοντα του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος πρέπει να συνεχίσει να εκτελεί η ΕΚΤ λόγω του ότι δεν έχουν υιοθετήσει όλα τα κράτη-μέλη το ευρώ. Το 2004 το Γενικό Συμβούλιο συνεδρίασε πέντε



##### Πίσω (από τα αριστερά):

Vahur Kraft, Lars Heikensten,  
Reinoldijus Šarkinas,  
Guy Quaden, Zdeněk Tůma,  
Νικόλαος Χ. Γκαργκάνας,  
Nout Wellink

##### Μεσαία σειρά (από τα αριστερά):

Christian Noyer, Axel A. Weber,  
Vítor Constâncio, Ilmārs Rimšēvičs,  
Leszek Balcerowicz, Bodil Nyboe  
Andersen, Klaus Liebscher,  
Mitja Gaspari, Jaime Caruana,  
Antonio Fazio

##### Εμπρός (από τα αριστερά):

Erkki Liikanen, Zsigmond Járαι,  
Χριστόδουλος Χριστοδούλου,  
Michael C. Bonello,  
Λουκάς Δ. Παπαδήμος,  
Jean-Claude Trichet, Yves Mersch,  
Marián Jusko, John Hurley

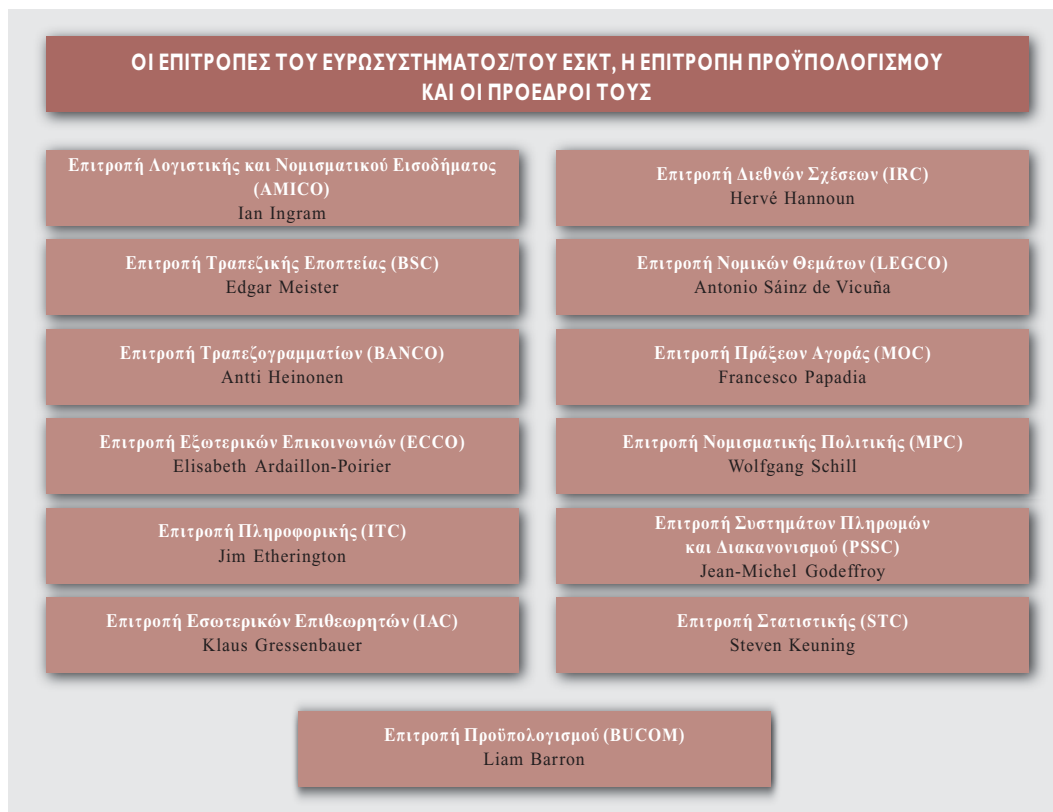
**Jean-Claude Trichet** Πρόεδρος της ΕΚΤ  
**Λουκάς Δ. Παπαδήμος** Αντιπρόεδρος της ΕΚΤ  
**Bodil Nyboe Andersen** Διοικητής της  
Danmarks Nationalbank (ΕθνΚΤ της Δανίας)  
**Leszek Balcerowicz** Πρόεδρος της  
Narodowy Bank Polski (ΕθνΚΤ της Πολωνίας)  
**Michael C. Bonello** Διοικητής της  
Central Bank of Malta (ΕθνΚΤ της Μάλτας)  
**Jaime Caruana** Διοικητής της Banco de España  
(ΕθνΚΤ της Ισπανίας)  
**Χριστόδουλος Χριστοδούλου**  
Διοικητής της Κεντρικής Τράπεζας της Κύπρου  
**Vítor Constâncio** Διοικητής της Banco de Portugal  
(ΕθνΚΤ της Πορτογαλίας)  
**Antonio Fazio** Διοικητής της Banca d'Italia  
(ΕθνΚΤ της Ιταλίας)  
**Νικόλαος Χ. Γκαργκάνας**  
Διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος  
**Mitja Gaspari** Διοικητής της Banka Slovenije  
(ΕθνΚΤ της Σλοβενίας)  
**Lars Heikensten** Διοικητής της Sveriges Riksbank  
(ΕθνΚΤ της Σουηδίας)  
**John Hurley** Διοικητής της Central Bank and Financial  
Services Authority of Ireland (ΕθνΚΤ της Ιρλανδίας)  
**Zsigmond Járαι** Πρόεδρος της Magyar Nemzeti Bank  
(ΕθνΚΤ της Ουγγαρίας)  
**Marián Jusko** (έως 31.12.2004) Διοικητής της  
Národná banka Slovenska (ΕθνΚΤ της Σλοβακίας)  
**Mervyn King** Διοικητής της Bank of England  
(ΕθνΚΤ του Ηνωμένου Βασιλείου)  
**Vahur Kraft** Διοικητής της Eesti Pank  
(ΕθνΚΤ της Εσθονίας)  
**Klaus Liebscher** Διοικητής της Oesterreichische  
Nationalbank (ΕθνΚΤ της Αυστρίας)  
**Erkki Liikanen** (από 12.7.2004) Διοικητής της  
Suomen Pankki (ΕθνΚΤ της Φινλανδίας)

**Matti Louekoski** (από 1.4.2004 έως 11.7.2004)  
Εκτελών χρέη Διοικητού της Suomen Pankki  
**Yves Mersch** Διοικητής της Banque centrale du  
Luxembourg (ΕθνΚΤ του Λουξεμβούργου)  
**Christian Noyer** Διοικητής της Banque de France  
(ΕθνΚΤ της Γαλλίας)  
**Guy Quaden** Διοικητής της Nationale Bank  
van België/Banque Nationale de Belgique  
(ΕθνΚΤ του Βελγίου)  
**Ilmārs Rimšēvičs** Διοικητής της Latvijas Banka  
(ΕθνΚΤ της Λετονίας)  
**Reinoldijus Šarkinas** Πρόεδρος του  
Διοικητικού Συμβουλίου της Lietuvos bankas  
(ΕθνΚΤ της Λιθουανίας)  
**Ivan Šramko** (από 1.1.2005)  
Διοικητής της Národná banka Slovenska  
**Jürgen Stark** (από 7.4.2004 έως 29.4.2004)  
Προεδρεύων της Deutsche Bundesbank  
(ΕθνΚΤ της Γερμανίας)  
**Zdeněk Tůma** Διοικητής της Česká národní banka  
(ΕθνΚΤ της Τσεχίας)  
**Matti Vanhala** (έως 31.3.2004)  
Διοικητής της Suomen Pankki  
**Axel A. Weber** (από 30.4.2004)  
Πρόεδρος της Deutsche Bundesbank  
**Nout Wellink** Πρόεδρος της De Nederlandsche Bank  
(ΕθνΚΤ της Ολλανδίας)  
**Ernst Welteke** (έως 6.4.2004)  
Πρόεδρος της Deutsche Bundesbank



φορές. Στις 17 Ιουνίου 2004 οι διοικητές των κεντρικών τραπεζών των νέων κρατών-μελών, οι οποίοι, από την ημερομηνία υπογραφής της Συνθήκης Προσχώρησης, παρίσταντο με την ιδιότητα του παρατηρητή στις συνεδριάσεις του Γενικού Συμβουλίου, συμμετείχαν για πρώτη φορά ως μέλη σε συνεδρίαση του Γενικού Συμβουλίου.

## 1.5 ΟΙ ΕΠΙΤΡΟΠΕΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ/ΤΟΥ ΕΣΚΤ ΚΑΙ Η ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ



Οι Επιτροπές του Ευρωσυστήματος/του ΕΣΚΤ εξακολούθησαν να παίζουν σημαντικό ρόλο επικουρώντας τα όργανα λήψεως αποφάσεων της ΕΚΤ στην εκτέλεση των καθηκόντων τους. Μετά από σχετικά αιτήματα του Διοικητικού Συμβουλίου και της Εκτελεστικής Επιτροπής, οι Επιτροπές του Ευρωσυστήματος/του ΕΣΚΤ παρείχαν εξειδικευμένη γνώση στους τομείς των αρμοδιοτήτων τους και διευκόλυναν τη διαδικασία λήψεως αποφάσεων. Στις επιτροπές αυτές συνήθως συμμετέχουν ως μέλη μόνο στελέχη των κεντρικών τραπεζών του Ευρωσυστήματος. Όμως, οι ΕθνΚΤ των κρατών-μελών που δεν έχουν ακόμη υιοθετήσει το ευρύ συμμετέχουν στις συνεδριάσεις των επιτροπών οσάκις αυτές ασχολούνται με θέματα της αρμοδιότητας του Γενικού Συμβουλίου. Κατά περίπτωση καλούνται στις συνεδριάσεις και άλλοι αρμόδιοι φορείς, όπως π.χ. οι εθνικές αρχές εποπτείας όταν πρόκειται για συνεδριάσεις της Επιτροπής Τραπεζικής

Εποπτείας. Επί του παρόντος υπάρχουν 12 Επιτροπές του Ευρωσυστήματος και του ΕΣΚΤ, οι οποίες έχουν συσταθεί βάσει του Άρθρου 9 του Εσωτερικού Κανονισμού της ΕΚΤ.

Η Επιτροπή Προϋπολογισμού, η οποία συστάθηκε σύμφωνα με το Άρθρο 15 του Εσωτερικού Κανονισμού της ΕΚΤ, επικουρεί το Διοικητικό Συμβούλιο σε θέματα που σχετίζονται με τον προϋπολογισμό της ΕΚΤ.

### 1.6 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

Εκτός από τα όργανα λήψεως αποφάσεων της ΕΚΤ, η εταιρική διακυβέρνηση της ΕΚΤ περιλαμβάνει και διάφορα επίπεδα εξωτερικού και εσωτερικού ελέγχου, καθώς και κανόνες που αφορούν την πρόσβαση του κοινού στα έγγραφα της ΕΚΤ.



## ΕΠΙΠΕΔΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ

Το Καταστατικό του ΕΣΚΤ προβλέπει δύο επίπεδα, δηλ. τους εξωτερικούς ελεγκτές<sup>2</sup> στους οποίους ανατίθεται ο έλεγχος των ετήσιων λογαριασμών της ΕΚΤ (Άρθρο 27.1 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ) και το Ευρωπαϊκό Ελεγκτικό Συνέδριο, το οποίο εξετάζει την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης της ΕΚΤ (Άρθρο 27.2). Η ετήσια έκθεση του Ευρωπαϊκού Ελεγκτικού Συνεδρίου και η απάντηση της ΕΚΤ δημοσιεύονται στην Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης και στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

Τον Αύγουστο του 2002 το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε ότι, προς πλήρη διαβεβαίωση του κοινού ότι οι εξωτερικοί ελεγκτές της ΕΚΤ λειτουργούν ανεξάρτητα, θα εφαρμόζεται η αρχή της εκ περιτροπής ανάθεσης του ελεγκτικού έργου σε διάφορες ελεγκτικές εταιρίες. Η απόφαση αυτή εφαρμόστηκε στο πλαίσιο της διαδικασίας διορισμού εξωτερικού ελεγκτή της ΕΚΤ.

## ΕΠΙΠΕΔΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ

Το 2004 οι εσωτερικοί επιθεωρητές της ΕΚΤ εξακολούθησαν να διενεργούν εσωτερικές επιθεωρήσεις βάσει των καθηκόντων τους, όπως αυτά ορίζονται στο Καταστατικό Επιθεώρησης<sup>3</sup> της ΕΚΤ και με ευθύνη της Εκτελεστικής Επιτροπής. Οι εσωτερικοί επιθεωρητές εκτιμούν και αξιολογούν ad hoc την επάρκεια και την αποτελεσματικότητα του συστήματος εσωτερικού ελέγχου της ΕΚΤ, καθώς και την ποιότητα των επιδόσεων της ΕΚΤ όσον αφορά την άσκηση των αρμοδιοτήτων της. Προς το σκοπό αυτό εφαρμόζουν τα Διεθνή Πρότυπα Εσωτερικού Ελέγχου (International Standards for the Professional Practice of Internal Auditing) του Ινστιτούτου Εσωτερικών Ελεγκτών (Institute of Internal Auditors).

Η Επιτροπή Εσωτερικών Επιθεωρητών του Ευρωσυστήματος/του ΕΣΚΤ, η οποία αποτελείται από τους επικεφαλής εσωτερικής επιθεώρησης της ΕΚΤ και των ΕθνΚΤ, είναι αρμόδια για το συντονισμό της επιθεώρησης σε σχέση με κοινά προγράμματα και λειτουργικά

συστήματα σε επίπεδο Ευρωσυστήματος/ΕΣΚΤ.

Το σύστημα εσωτερικού ελέγχου της ΕΚΤ βασίζεται σε μία προσέγγιση σύμφωνα με την οποία κάθε υπηρεσιακή μονάδα (τομέας, τμήμα, διεύθυνση ή γενική διεύθυνση) είναι υπεύθυνη για το δικό της εσωτερικό έλεγχο και τη δική της αποτελεσματικότητα. Προς το σκοπό αυτό, κάθε υπηρεσιακή μονάδα εφαρμόζει μια σειρά από διαδικασίες λειτουργικού ελέγχου στον τομέα της αρμοδιότητάς της. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι υπάρχει ένα σύνολο κανόνων και διαδικασιών – γνωστό και ως “σινικό τείχος” – που αποτρέπει τη διαρροή εμπιστευτικών πληροφοριών, π.χ. από τους τομείς που είναι αρμόδιοι για τη νομισματική πολιτική προς τους τομείς που ασχολούνται με τη διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων και των ιδίων κεφαλαίων της ΕΚΤ. Παράλληλα με τους ελέγχους που διενεργεί κάθε υπηρεσιακή μονάδα, η Διεύθυνση Σχεδιασμού και Ελέγχου, το Τμήμα Διαχείρισης Κινδύνων και η Διεύθυνση Εσωτερικής Επιθεώρησης εισηγούνται προτάσεις σχετικά με θέματα ελέγχου που επηρεάζουν την ΕΚΤ στο σύνολό της.

Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου ενεργούν σύμφωνα με Κώδικα Συμπεριφοράς, ο οποίος αντανακλά την ευθύνη τους να διαφυλάττουν την ακεραιότητα και το κύρος του Ευρωσυστήματος και την αποτελεσματικότητα των πράξεών του.<sup>4</sup> Το Διοικητικό Συμβούλιο διόρισε επίσης έναν σύμβουλο ο οποίος παρέχει οδηγίες στα μέλη του σχετικά με ορισμένες πτυχές της επαγγελματικής συμπεριφοράς. Επιπλέον, ο Κώδικας Συμπεριφοράς της ΕΚΤ παρέχει οδηγίες και καθορίζει πρότυπα για το προσωπικό της ΕΚΤ και τα μέλη της

2 Κατόπιν διαγωνισμού το 2002, ως εξωτερικός ελεγκτής της ΕΚΤ ορίστηκε η KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft για μια πενταετία (οικονομικά έτη 2003-2007).

3 Το Καταστατικό Επιθεώρησης της ΕΚΤ (ECB Audit Charter) δημοσιεύεται στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ για λόγους μεγαλύτερης διαφάνειας όσον αφορά τις διαδικασίες εσωτερικού ελέγχου της ΕΚΤ.

4 Βλ. τον Κώδικα Συμπεριφοράς των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, ΕΕ C 123, 24.5.2002, σελ. 9, και στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

Εκτελεστικής Επιτροπής, προτρέποντάς τους να διατηρούν υψηλό επίπεδο επαγγελματικής δεοντολογίας κατά την εκτέλεση των καθηκόντων τους.<sup>5</sup>

Σύμφωνα με τους κανόνες για την αποτροπή της εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών, απαγορεύεται στο προσωπικό της ΕΚΤ και τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής να εκμεταλλεύονται εμπιστευτικές πληροφορίες κατά την άσκηση ιδιωτικής οικονομικής δραστηριότητας είτε με δικό τους κίνδυνο και για δικό τους λογαριασμό είτε με κίνδυνο και για λογαριασμό τρίτων.<sup>6</sup> Η Εκτελεστική Επιτροπή έχει διορίσει σύμβουλο δεοντολογίας, έργο του οποίου είναι να διασφαλίζει τη συνεπή ερμηνεία αυτών των κανόνων.

#### ΜΕΤΡΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΑΤΑΠΟΛΕΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΠΑΤΗΣ

Το 1999 το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο της ΕΕ εξέδωσαν κανονισμό<sup>7</sup> σχετικά με τις έρευνες που πραγματοποιούνται από την Ευρωπαϊκή Υπηρεσία Καταπολέμησης της Απάτης (OLAF), προκειμένου να ενταθεί ο αγώνας κατά της απάτης, της δωροδοκίας και οποιασδήποτε άλλης παράνομης δραστηριότητας που είναι επιζήμια για τα οικονομικά συμφέροντα των Κοινοτήτων. Ο κανονισμός αυτός (“Κανονισμός OLAF”) προβλέπει, μεταξύ άλλων, ότι η OLAF διενεργεί εσωτερικές έρευνες όπου υπάρχουν υποψίες απάτης εντός των θεσμικών οργάνων, των φορέων και των υπηρεσιών της Κοινότητας.

Ο Κανονισμός OLAF προβλέπει ότι κάθε θεσμικό όργανο, φορέας και υπηρεσία της Κοινότητας οφείλει να εκδώσει απόφαση ώστε η OLAF να μπορεί να διενεργεί έρευνες εντός αυτού. Τον Ιούνιο του 2004 το Διοικητικό Συμβούλιο εξέδωσε απόφαση<sup>8</sup> σχετικά με τους όρους και τις λεπτομέρειες διεξαγωγής ερευνών από την OLAF στην ΕΚΤ. Η απόφαση αυτή τέθηκε σε ισχύ την 1η Ιουλίου 2004. Η ΕΚΤ και η OLAF διατηρούν επαφές προκειμένου να διασφαλίζεται η σωστή λειτουργία του ως άνω πλαισίου ερευνών της OLAF.

#### ΠΡΟΣΒΑΣΗ ΤΟΥ ΚΟΙΝΟΥ ΣΤΑ ΕΓΓΡΑΦΑ ΤΗΣ ΕΚΤ

Το Μάρτιο του 2004 το Διοικητικό Συμβούλιο εξέδωσε την Απόφαση ΕΚΤ/2004/3 σχετικά με την πρόσβαση του κοινού στα έγγραφα της ΕΚΤ.<sup>9</sup> Στόχος της απόφασης αυτής είναι να διασφαλίσει ότι το νομικό πλαίσιο της ΕΚΤ είναι συνεπές με τα ισχύοντα σε άλλα θεσμικά όργανα και φορείς της Κοινότητας όσον αφορά την πρόσβαση του κοινού στα έγγραφά τους. Η απόφαση ενισχύει τη διαφάνεια, ενώ ταυτόχρονα λαμβάνει υπόψη την ανεξαρτησία της ΕΚΤ και των ΕθνΚΤ και διασφαλίζει το απόρρητο ορισμένων θεμάτων που αφορούν ειδικά την εκτέλεση των καθηκόντων της ΕΚΤ.

5 Βλ. τον Κώδικα Συμπεριφοράς της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας δυνάμει του Αρθρου 11.3 του Εσωτερικού Κανονισμού της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, ΕΕ C 76, 8.3.2001, σελ.12, και στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

6 Βλ. Μέρος 1.2 των κανόνων της ΕΚΤ για θέματα προσωπικού, το οποίο περιλαμβάνει τους κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς και επαγγελματικού απορρήτου, ΕΕ C 92, 16.4.2004, σελ. 31, και στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

7 Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 1073/1999 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 25ης Μαΐου 1999 σχετικά με τις έρευνες που πραγματοποιούνται από την Ευρωπαϊκή Υπηρεσία Καταπολέμησης της Απάτης (OLAF), ΕΕ L 136, 31.5.1999, σελ. 1.

8 Απόφαση (ΕΚΤ/2004/11) σχετικά με τους όρους και τις λεπτομέρειες διεξαγωγής ερευνών από την Ευρωπαϊκή Υπηρεσία Καταπολέμησης της Απάτης στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα στον τομέα της καταπολέμησης της απάτης, της δωροδοκίας και κάθε άλλης παράνομης δραστηριότητας επιζήμιας για τα οικονομικά συμφέροντα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων και σχετικά με την τροποποίηση των όρων απασχόλησης του προσωπικού της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, ΕΕ L 230, 30.6.2004, σελ. 56. Η Απόφαση αυτή εκδόθηκε κατόπιν της αποφάσεως του Ευρωπαϊκού Δικαστηρίου της 10ης Ιουλίου 2003 επί της Υποθέσεως C-11/00 - Επιτροπή κατά Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

9 ΕΕ L 80, 18.3.2004, σελ. 42.

## 2 ΟΡΓΑΝΩΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

### 2.1 ΑΝΘΡΩΠΙΝΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ

#### ΣΤΕΛΕΧΩΣΗ

Ο προϋπολογισμός της ΕΚΤ για το 2004 προέβλεπε συνολικά 1.362,5 θέσεις εργασίας σε ισοδύναμα πλήρους απασχόλησης. Στο τέλος του 2004 ο αριθμός των μόνιμων υπαλλήλων, καθώς και των απασχολούμενων με συμβάσεις ορισμένου χρόνου (τουλάχιστον 12 μηνών), στην ΕΚΤ ανερχόταν σε 1.314 (που αντιστοιχούσαν σε 1.309,0 θέσεις σε ισοδύναμα πλήρους απασχόλησης), έναντι 1.213,5 θέσεων σε ισοδύναμα πλήρους απασχόλησης στο τέλος του 2003. Ο μέσος αριθμός των υπαλλήλων που απασχολούσε η ΕΚΤ το 2004 ανήλθε σε 1.261, από 1.160 το 2003. Από το σύνολο των 1.309 θέσεων, οι 71 αφορούν υπαλλήλους από τα δέκα νέα κράτη-μέλη της ΕΕ με συμβάσεις εργασίας διάρκειας άνω του ενός έτους. Το 2004 έγιναν 137 νέες προσλήψεις, ενώ 41 υπάλληλοι αποχώρησαν. Ο αριθμός των θέσεων εργασίας σε ισοδύναμα πλήρους απασχόλησης για το 2005 καθορίστηκε σε 1.369,5, κατά 0,5% μεγαλύτερος έναντι του 2004.

Επιπλέον, 128 εξειδικευμένα στελέχη από τις ΕθνΚΤ εργάστηκαν στην ΕΚΤ για σύντομα χρονικά διαστήματα (πέντε μηνών κατά μέσο όρο). Από αυτούς, 63 προέρχονταν από τα νέα κράτη-μέλη της ΕΕ. Αυτές οι βραχυχρόνιες αποσπάσεις απέβησαν ιδιαίτερα χρήσιμες τόσο για την ΕΚΤ όσο και για τις ΕθνΚΤ των νέων κρατών-μελών κατά την προετοιμασία τους για τη διεύρυνση της ΕΕ και την ένταξη των εν λόγω ΕθνΚΤ στο ΕΣΚΤ.

Το 2004 η ΕΚΤ προσέφερε 123 συμβάσεις εργασίας διάρκειας μικρότερης του ενός έτους για την αντικατάσταση υπαλλήλων που απουσίαζαν με άδεια τοκετού, γονική άδεια και άδεια άνευ αποδοχών, έναντι 113 το 2003.

Η ΕΚΤ προσέφερε 172 θέσεις μαθητείας, μέσης διάρκειας τριών περίπου μηνών, σε φοιτητές και πτυχιούχους, κυρίως οικονομικών σχολών. Το 2003 είχε προσφέρει 166 θέσεις μαθητείας. Το 2004 54 από τους μαθητευόμενους προέρχονταν από τα νέα κράτη-μέλη, ενώ άλλοι 6 προέρχονταν από τη Ρουμανία ή τη Βουλγαρία.

Από τις 172 θέσεις μαθητείας, οι 11 (12 το 2003) εντάσσονταν στο πλαίσιο του Προγράμματος Μεταπτυχιακής Έρευνας, που απευθύνεται σε ιδιαίτερα ταλαντούχους υποψήφιους διδάκτορες.

Στο πλαίσιο του Προγράμματος Επισκεπτών Ερευνητών, το οποίο αφορά συγκεκριμένα ερευνητικά προγράμματα υψηλού επιπέδου με γνωστικό αντικείμενο τη νομισματική πολιτική, η ΕΚΤ φιλοξένησε 18 επισκέπτες ερευνητές, έναντι 24 το 2003.

#### ΕΣΩΤΕΡΙΚΕΣ ΜΕΤΑΚΙΝΗΣΕΙΣ

Το 2004 95 υπάλληλοι ζήτησαν και μετακινήθηκαν σε κενές μόνιμες θέσεις. Επιπλέον, η ΕΚΤ ενθάρρυνε την προσωρινή εσωτερική μετακίνηση: 51 υπάλληλοι άλλαξαν αντικείμενο επί περιορισμένο χρονικό διάστημα για να εμπλουτίσουν την εργασιακή τους εμπειρία ή να καλύψουν επείγουσες αλλά προσωρινές υπηρεσιακές ανάγκες και κατόπιν επανήλθαν στην αρχική τους θέση.

#### ΕΞΩΤΕΡΙΚΕΣ ΜΕΤΑΚΙΝΗΣΕΙΣ

Στο πλαίσιο του Προγράμματος Εξωτερικής Εργασιακής Εμπειρίας, το οποίο καθιερώθηκε το 2003 με στόχο την αναβάθμιση του ανθρώπινου δυναμικού, οι υπάλληλοι της ΕΚΤ μπορούν να αποσπαστούν στις ΕθνΚΤ και άλλα συναφή διεθνή και ευρωπαϊκά ιδρύματα. Στη διάρκεια του 2004 επτά υπάλληλοι συμμετείχαν στο πρόγραμμα για διάστημα 4-10 μηνών. Επιπλέον, οι υπάλληλοι της ΕΚΤ μπορούν να ζητήσουν άδεια άνευ αποδοχών έως και τριών ετών προκειμένου να εργαστούν σε άλλους συναφείς χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Στη διάρκεια του 2004 έγιναν δεκτές 12 τέτοιες αιτήσεις. Σύμφωνα με τις οργανωτικές αρχές του Ευρωσυστήματος που εγκρίθηκαν από το Διοικητικό Συμβούλιο και δημοσιεύθηκαν τον Ιανουάριο του 2005, “όλα τα μέλη του Ευρωσυστήματος προάγουν τη μεταξύ τους ανταλλαγή προσωπικού, τεχνογνωσίας και εμπειρίας”.

#### Η ΕΚΤ ΣΕ ΚΙΝΗΣΗ

Τον Οκτώβριο του 2003 η Εκτελεστική Επιτροπή δημιούργησε ειδική υπηρεσία

αρμόδια να παρακολουθεί και να αξιολογεί την υλοποίηση των μέτρων που είχε εγκρίνει η ως άνω Επιτροπή στο πλαίσιο του προγράμματος οργανωτικών αλλαγών “Η ΕΚΤ σε κίνηση”. Η πρωτοβουλία αυτή είχε στόχο να βελτιώσει την αποτελεσματικότητα και την αποδοτικότητα της οργάνωσης και κάλυπτε θέματα διοίκησης, επαγγελματικής εξέλιξης, εσωτερικής επικοινωνίας και γραφειοκρατίας. Το 2004 σημειώθηκε σημαντική πρόοδος και στους τέσσερις αυτούς τομείς και η αρμόδια υπηρεσία υπέβαλε την τελική της έκθεση. Δεδομένου ότι η επίδραση ορισμένων μέτρων θα εκδηλωθεί μεσοπρόθεσμα, θα συνεχίσει να παρακολουθείται η πρόοδος.

#### **ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΟΥ ΑΝΘΡΩΠΙΝΟΥ ΔΥΝΑΜΙΚΟΥ**

Από το 1998 και εξής, οι προτεραιότητες της ΕΚΤ είναι η συγκρότηση των υπηρεσιακών μονάδων της, η χάραξη και η εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και η εισαγωγή του ευρώ. Γι’ αυτό και η διαχείριση του ανθρώπινου δυναμικού είχε αναπόφευκτα επίκεντρο την εξειδίκευση που απαιτούν συγκεκριμένες θέσεις εργασίας. Σ’ αυτό το πλαίσιο, διενεργήθηκε σε βάθος αξιολόγηση της στρατηγικής διαχείρισης του ανθρώπινου δυναμικού και τα συμπεράσματα παρουσιάστηκαν το 2004.

Το κύριο συμπέρασμα ήταν ότι η πολιτική προσλήψεων πρέπει να δίνει έμφαση σε ευρύτερα προσόντα. Επιπλέον, τα μέτρα για την υπηρεσιακή εξέλιξη και τη μετακίνηση του προσωπικού θα πρέπει να ενισχυθούν, ούτως ώστε να αυξηθούν οι συνέργειες και να εμπλουτιστεί η εξειδικευμένη γνώση εντός της ΕΚΤ. Η διαχείριση του ανθρώπινου δυναμικού έχει γίνει πιο ευέλικτη, χάρη στην προσπάθεια να προσλαμβάνονται άτομα που βρίσκονται στην αρχή της σταδιοδρομίας τους και διαθέτουν ευρύτερες γνώσεις και με την καθιέρωση συμβάσεων ορισμένου χρόνου για όλους τους νεοπροσλαμβανόμενους υπαλλήλους και όλα τα νεοδιοριζόμενα διευθυντικά στελέχη. Τα μέτρα αυτά θα συμπληρωθούν το 2005 με ένα Πρόγραμμα

Πτυχιούχων (Graduate Programme) για άτομα τα οποία αποφοίτησαν πρόσφατα από πανεπιστημιακές σχολές διαφόρων κατευθύνσεων. Στην ιεραρχία προστέθηκε μια νέα, χαμηλότερη διοικητική βαθμίδα, ώστε να υπάρχει εύλογη σχέση μεταξύ των θέσεων ευθύνης και του αυξημένου αριθμού των υπαλλήλων. Οι ηγετικές δεξιότητες θα αναπτυχθούν με την αύξηση των εκπαιδευτικών και επιμορφωτικών προγραμμάτων που απευθύνονται σε διευθυντικά στελέχη. Με βάση τη δήλωση σχετικά με την αποστολή της ΕΚΤ, έχουν επισημανθεί έξι κοινές αξίες των οποίων το περιεχόμενο έχει αποσαφηνιστεί με ερμηνευτικές δηλώσεις της ΕΚΤ. Οι αξίες αυτές είναι: ικανότητα, αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα, ακεραιότητα, ομαδικό πνεύμα, διαφάνεια και λογοδοσία και εργασία για την Ευρώπη. Οι αξίες αυτές, μαζί με το υπό δημιουργία “υπόδειγμα επάρκειας” και τα “χαρακτηριστικά επάρκειας” (επίσης υπό δημιουργία) σε επίπεδο ΕΚΤ, θα παίξουν σημαντικότατο ρόλο στην πολιτική διαχείριση του ανθρώπινου δυναμικού.

#### **Η ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΗΣ ΔΙΑΦΟΡΕΤΙΚΟΤΗΤΑΣ**

Με τη διαχείριση της διαφορετικότητας επιδιώκεται η γεφύρωση των διαφορών μεταξύ του προσωπικού με σκοπό τη δημιουργία ενός γόνιμου εργασιακού κλίματος που θα χαρακτηρίζεται από σεβασμό και θα επιτρέπει να αξιοποιούνται πλήρως όλα τα προσόντα και να επιτυγχάνονται οι στόχοι του οργανισμού. Η διαχείριση της διαφορετικότητας είναι σημαντική για την ΕΚΤ, καθώς απασχολεί προσωπικό από όλα τα κράτη-μέλη της ΕΕ, συνεργάζεται στενά με τις 25 Εθνικές της ΕΕ και υπηρετεί τους πολίτες της Ευρώπης. Ως εκ τούτου, η ΕΚΤ άρχισε να ενσωματώνει τη διαχείριση της διαφορετικότητας στις καθημερινές της εργασίες ώστε οι ικανότητες κάθε υπαλλήλου να αναγνωρίζονται και να μετουσιώνονται σε υψηλές επιδόσεις, όπως απαιτείται για την εκτέλεση των καθηκόντων της ΕΚΤ.



## 2.2 ΝΕΕΣ ΚΤΙΡΙΑΚΕΣ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΕΚΤ

Το 2004 έγιναν αποφασιστικά βήματα για το σχεδιασμό του νέου κτιρίου της ΕΚΤ. Το Φεβρουάριο η διεθνής κριτική επιτροπή υπό την προεδρία του Αντιπροέδρου της ΕΚΤ ανακοίνωσε τις τρεις νικήτριες προτάσεις στο πλαίσιο του σχετικού αρχιτεκτονικού διαγωνισμού. Το πρώτο βραβείο απονεμήθηκε στην COOP HIMMELB(L)AU (Βιέννη), το δεύτερο στην ASP Schweger Assoziierte (Βερολίνο) και το τρίτο στην 54f architekten + ingenieure (Ντάρμστατ) σε συνεργασία με την T. R. Hamzah & Yeang (ΣεLANGKOP, Μαλαισία). Από τους 12 υποψηφίους που είχαν προεπιλεγεί το 2003, αυτές οι τρεις προτάσεις πληρούσαν με τον πλέον ικανοποιητικό τρόπο τα κριτήρια του διαγωνισμού, τα οποία ήταν:

- γενικός πολεοδομικός σχεδιασμός, αρχιτεκτονικό σχέδιο και διαμόρφωση περιβάλλοντος χώρου,
- συμμόρφωση με τα βασικά σημεία του προγράμματος λειτουργικότητας και διαμόρφωσης χώρου,
- ρεαλιστικές επιλογές όσον αφορά θέματα ενέργειας/περιβάλλοντος και συμμόρφωση με τα βασικά σημεία των τεχνικών απαιτήσεων της ΕΚΤ και
- τήρηση των σχετικών κανονισμών, ιδίως στον τομέα του πολεοδομικού και του περιβαλλοντικού δικαίου.

Το νέο κτίριο της ΕΚΤ θα ανεγερθεί στο χώρο της Grossmarkthalle, ενός διατηρητέου κτιρίου που παλαιότερα στέγαζε την κεντρική αγορά της Φραγκφούρτης. Μία από τις κύριες προκλήσεις που αντιμετώπισαν οι αρχιτέκτονες ήταν να μετατρέψουν ένα μεγάλο παραδοσιακό κτίριο κτισμένο με κόκκινα τούβλα σε ένα

σύγχρονο συγκρότημα γραφείων χωρίς να αλλοιώσουν ουσιαστικά την όψη του.

Μετά την ανακοίνωση των νικητών του διαγωνισμού, διοργανώθηκε έκθεση στο Deutsches Architektur Museum στη Φραγκφούρτη για να παρουσιαστούν στο κοινό οι προτάσεις και των 71 αρχιτεκτόνων που είχαν συμμετάσχει στο διαγωνισμό.

Το Μάρτιο του 2004 το Διοικητικό Συμβούλιο κάλεσε τους τρεις βραβευθέντες να προβούν σε αναθεώρηση των σχεδίων τους, λαμβάνοντας υπόψη τις προτάσεις και τις απαιτήσεις της κριτικής επιτροπής, της ΕΚΤ και του Δήμου Φραγκφούρτης.

Αφού ολοκληρώθηκε η μεταστέγαση της κεντρικής αγοράς στις νέες εγκαταστάσεις της, οι υπηρεσίες του δήμου ελευθέρωσαν την περιοχή της Grossmarkthalle και τον περιβάλλοντα χώρο προκειμένου να παραδοθεί στην ΕΚΤ, η οποία το είχε αγοράσει από το Δήμο Φραγκφούρτης το 2002. Ο χώρος παραδόθηκε το 2004. Σύμφωνα με τον κανονισμό αναπαλαίωσης, δόθηκε ιδιαίτερη προσοχή ώστε να μείνουν ανέπαφα το κεντρικό κτίριο και η ανατολική και δυτική πτέρυγα. Επίσης, δεν έγινε καμία παρέμβαση στους χώρους που θα ήταν κατάλληλοι για την ανέγερση μνημείου για τους Εβραίους της Φραγκφούρτης που οδηγήθηκαν στη Grossmarkthalle για να μεταφερθούν σε στρατόπεδα συγκεντρώσεως. Η ΕΚΤ, η Εβραϊκή Κοινότητα της Φραγκφούρτης και ο Δήμος Φραγκφούρτης συμφώνησαν να συνεργαστούν στενά και να προκηρύξουν αρχιτεκτονικό διαγωνισμό για την ανέγερση του μνημείου. Ο διαγωνισμός έχει προγραμματιστεί να διεξαχθεί εντός του 2005.

Το Διοικητικό Συμβούλιο κατέληξε σε απόφαση σχετικά με το σχεδιασμό του νέου κτιρίου της ΕΚΤ στις 13 Ιανουαρίου 2005. Μετά



από διεξοδικές συζητήσεις και αφού αξιολόγησε προσεκτικά βάσει των κριτηρίων επιλογής τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των μελετών των τριών νικητών του διαγωνισμού, το Διοικητικό Συμβούλιο έκρινε ότι η αναθεωρημένη μελέτη της COOP HIMMELB(L)AU πληρούσε με τον πλέον ικανοποιητικό τρόπο τις λειτουργικές και τεχνικές προδιαγραφές της ΕΚΤ και ότι τα χαρακτηριστικά της μελέτης αντανακλούν τις αξίες της ΕΚΤ και τις αποδίδουν στη γλώσσα της αρχιτεκτονικής. Η απόφαση αυτή επιβεβαίωσε την κρίση της διεθνούς επιτροπής, η οποία είχε απονείμει το πρώτο βραβείο στη μελέτη αυτή. Η επόμενη φάση είναι η “βελτιστοποίηση” της μελέτης. Στη φάση αυτή θα γίνει νέα αναθεώρηση της μελέτης, κυρίως για να εξασφαλιστεί η καλύτερη δυνατή χρήση των διαθέσιμων πόρων και να ελαχιστοποιηθεί το κόστος. Περισσότερες πληροφορίες σχετικά με το διαγωνισμό και τη νικήτρια πρόταση δημοσιεύονται στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.



### 3 Ο ΚΟΙΝΩΝΙΚΟΣ ΔΙΑΛΟΓΟΣ ΤΟΥ ΕΣΚΤ

Ο Κοινωνικός Διάλογος του ΕΣΚΤ αποτελεί ένα φόρουμ διαβουλεύσεων όπου συμμετέχουν η ΕΚΤ, εκπρόσωποι των εργαζομένων από όλες τις ΕθνΚΤ του ΕΣΚΤ και οι ευρωπαϊκές ομοσπονδίες εργατικών σωματείων. Σκοπός του είναι να παρέχει πληροφορίες και να συζητεί τις αποφάσεις που πρόκειται να ληφθούν από τα αρμόδια όργανα της ΕΚΤ, στο βαθμό που οι αποφάσεις αυτές αναμένεται να επηρεάσουν σοβαρά τις εργασιακές σχέσεις στις ΕθνΚΤ.

Στην ένατη συνάντηση του Κοινωνικού Διαλόγου του ΕΣΚΤ προσήλθαν και εκπρόσωποι των εργαζομένων των ΕθνΚΤ από επτά νέα κράτη-μέλη της ΕΕ. Οι συμμετέχοντες επιβεβαίωσαν την υποστήριξή τους προς τη διαδικασία ενοποίησης εντός του ΕΣΚΤ γενικότερα και την ενεργό ανάμιξή τους στον Κοινωνικό Διάλογο του ΕΣΚΤ ειδικότερα. Η ΕΚΤ ενθάρρυνε τις ΕθνΚΤ όλων των νέων κρατών-μελών να διευκολύνουν τη συμμετοχή των εκπροσώπων των εργαζομένων τους στον Κοινωνικό Διάλογο του ΕΣΚΤ.

Τα κυριότερα θέματα που συζητήθηκαν τόσο κατά την ένατη όσο και κατά τη δέκατη συνάντηση του Κοινωνικού Διαλόγου του ΕΣΚΤ ήταν το TARGET2, η παραγωγή τραπεζογραμματίων, καθώς και το Πρόγραμμα Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Συζητήθηκαν επίσης γενικότερα θέματα, όπως η ανάπτυξη μιας κοινής ταυτότητας και η ενίσχυση της συνεργασίας επί τη βάση κοινών αρχών. Η ΕΚΤ τόνισε ότι το ΕΣΚΤ έχει δεσμευθεί να παρέχει υπηρεσίες υψηλής ποιότητας με το χαμηλότερο δυνατό κόστος, πράγμα το οποίο προϋποθέτει αποδοτικότητα και αποτελεσματικότητα. Οι συμμετέχοντες ενημερώθηκαν ότι το Διοικητικό Συμβούλιο υιοθέτησε δήλωση σχετικά με την αποστολή, τους στρατηγικούς προσανατολισμούς και τις οργανωτικές αρχές του Ευρωσυστήματος. Οι εκπρόσωποι των εργαζομένων υπογράμμισαν τη σημασία που αποδίδουν στη συμμετοχή τους στην επεξεργασία αυτών των ζητημάτων, καθώς και στο σεβασμό των διαφορών κουλτούρας μεταξύ των κεντρικών τραπεζών. Τέλος, κατά τη δέκατη συνάντηση του Κοινωνικού Διαλόγου

του ΕΣΚΤ, η ΕΚΤ και οι εκπρόσωποι των εργαζομένων επιβεβαίωσαν την αξία αυτού του σημαντικότερου φόρουμ διαβουλεύσεων.





## 4 ΕΤΗΣΙΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΗΣ ΕΚΤ

## ΕΚΘΕΣΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ 1.1.2004-31.12.2004

### 1 ΚΥΡΙΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ

Οι δραστηριότητες που ανέπτυξε η τράπεζα το 2004 περιγράφονται λεπτομερώς στα σχετικά κεφάλαια της Ετήσιας Έκθεσης.

### 2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ

Δυνάμει του άρθρου 26.2 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ, οι ετήσιοι λογαριασμοί της ΕΚΤ καταρτίζονται από την Εκτελεστική Επιτροπή σύμφωνα με τις αρχές που έχει θέσει το Διοικητικό Συμβούλιο. Στη συνέχεια, οι λογαριασμοί εγκρίνονται από το Διοικητικό Συμβούλιο και ακολούθως δημοσιεύονται.

### 3 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Οι ετήσιοι λογαριασμοί της ΕΚΤ για τη χρήση που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2004, όπως παρατίθενται στις σελίδες 208 έως 226, παρουσιάζουν καθαρή ζημία ύψους 1.636 εκατ. ευρώ, έναντι καθαρής ζημίας 477 εκατ. ευρώ το 2003. Όπως και το προηγούμενο έτος, η ζημία οφείλεται κυρίως στη συνεχιζόμενη ενίσχυση της εξωτερικής αξίας του ευρώ, η οποία οδήγησε στη μείωση της αξίας σε ευρώ των περιουσιακών στοιχείων σε δολάρια ΗΠΑ που κατέχει η ΕΚΤ. Η καθαρή ζημία προκύπτει αφού ληφθεί υπόψη το συνολικό εισόδημα της ΕΚΤ, συμπεριλαμβανομένου του εισοδήματος ύψους 733 εκατ. ευρώ από τα κυκλοφορούντα τραπεζογραμμάτια. Το εισόδημα της ΕΚΤ από τόκους εξακολούθησε να επηρεάζεται το 2004 από τα ιστορικά χαμηλά επιτόκια στο εσωτερικό και το εξωτερικό.

Καθώς τα περισσότερα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού της ΕΚΤ αναπροσαρμόζονται ανά τακτά διαστήματα με βάση τις τρέχουσες συναλλαγματικές ισοτιμίες και τιμές των τίτλων στην αγορά, η κερδοφορία της ΕΚΤ εξαρτάται κατά πολύ από τις μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών και, σε μικρότερο βαθμό, από τους κινδύνους επιτοκίου που διατρέχει η ΕΚΤ. Οι κίνδυνοι αυτοί οφείλονται κυρίως στο μεγάλο ύψος των

επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων τα οποία κατέχει το Ευρωσύστημα και τα οποία επενδύονται σε τοκοφόρες τοποθετήσεις.

Οι εναρμονισμένες λογιστικές πολιτικές της ΕΚΤ και του Ευρωσυστήματος, οι οποίες περιγράφονται στις σημειώσεις για τους ετήσιους λογαριασμούς, έχουν σχεδιαστεί κατά τρόπο ώστε να λαμβάνονται υπόψη αυτοί οι σημαντικοί κίνδυνοι και βασίζονται κατά κύριο λόγο στην αρχή της συντηρητικότητας. Συγκεκριμένα, αποσκοπούν στο να διασφαλίσουν ότι τα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη από την αναπροσαρμογή της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού δεν αναγνωρίζονται ως έσοδα και συνεπώς δεν είναι διανεμητέα ως κέρδη. Αντίθετα, οι μη πραγματοποιηθείσες ζημίες από αναπροσαρμογές αξίας λογιστικοποιούνται στο λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσεως στο τέλος του έτους.

Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ αποτελούνται, κατά το πλείστον, από δολάρια ΗΠΑ, αλλά και από γιεν Ιαπωνίας, χρυσό και ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα. Το ευρώ ανατιμήθηκε έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, από 1,2630 δολάρια ανά ευρώ στις 31 Δεκεμβρίου 2003 σε 1,3621 δολάρια ανά ευρώ στις 31 Δεκεμβρίου 2004 (8% περίπου), και σε μικρότερο βαθμό έναντι του γιεν Ιαπωνίας. Κατά συνέπεια, η αναπροσαρμογή της αξίας των καθαρών διαθεσίμων σε αυτά τα νομίσματα είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση κατά 2,1 δισεκ. ευρώ της αξίας τους σε ευρώ.

Στο τέλος του 2004, η ΕΚΤ απασχολούσε 1.309 υπαλλήλους (εκ των οποίων 131 κατείχαν διευθυντικές θέσεις) έναντι 1.213 στο τέλος του 2003. Η αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως στη διεύρυνση της ΕΕ. Για περισσότερες πληροφορίες μπορείτε να ανατρέξετε στο κεφάλαιο 8 της Ετήσιας Έκθεσης, ενότητα 2 “Οργανωτικές εξελίξεις” και στους ετήσιους λογαριασμούς – “Σημειώσεις επί των αποτελεσμάτων χρήσεως”.

Οι συνολικές διοικητικές δαπάνες της ΕΚΤ (συμπεριλαμβανομένων των αποσβέσεων)

αυξήθηκαν κατά 18%, από 316 εκατ. ευρώ το 2003 σε 374 εκατ. ευρώ το 2004. Η άνοδος αυτή οφείλεται κατά κύριο λόγο στις αυξημένες υποχρεώσεις της ΕΚΤ που συνδέονται με το ταμείο συντάξεων, σύμφωνα με την αναλογιστική μελέτη, οι οποίες συνέβαλαν σημαντικά στην αύξηση των δαπανών προσωπικού από 130 εκατ. ευρώ σε 161 εκατ. ευρώ. Το 2004, οι αμοιβές των μελών της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ ανήλθαν συνολικά σε 2,1 εκατ. ευρώ (2003: 2 εκατ. ευρώ).

Επενδύθηκαν 90 εκατ. ευρώ περίπου σε πάγια στοιχεία ενεργητικού. Το μεγαλύτερο μέρος του ποσού (61 εκατ. ευρώ περίπου) αφορά κεφαλαιοποίηση του κόστους του οικοπέδου όπου θα ανεγερθούν οι νέες εγκαταστάσεις της ΕΚΤ, μετά την πληρωμή της τελευταίας δόσης.

#### **Κάλυψη της καταγραφείσας ζημίας της ΕΚΤ το 2004**

Στις 11 Μαρτίου 2005, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε να καλύψει τη ζημία για το 2004 (α) με όλο το υπόλοιπο γενικό αποθεματικό ύψους 296 εκατ. ευρώ περίπου και (β) με το νομισματικό εισόδημα των ΕθνΚΤ ύψους 1.340 εκατ. ευρώ περίπου, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 33.2 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ. Το ποσό του χρησιμοποιηθέντος νομισματικού εισοδήματος των ΕθνΚΤ ανήλθε σε 15% περίπου του συνολικού νομισματικού εισοδήματος του Ευρωσυστήματος. Ο ως άνω ο επιμερισμός της ζημίας εγκρίθηκε, κατ' αρχήν, από το Διοικητικό Συμβούλιο προτού οι ΕθνΚΤ κλείσουν τους ετήσιους λογαριασμούς τους για το 2004, με αποτέλεσμα να επηρεαστούν και τα κέρδη τους για το έτος αυτό. Κάθε ΕθνΚΤ συνεισέφερε μερίδιο του νομισματικού της εισοδήματος κατ' αναλογία προς το συντελεστή στάθμισής της στην κλείδα κατανομής για την εγγραφή στο κεφάλαιο της ΕΚΤ.

#### **4 ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΣΤΗΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΗΣ ΕΚΤ ΤΟ 2004**

Δυνάμει του άρθρου 29.3 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ, η κλείδα κατανομής για την εγγραφή των

ΕθνΚΤ στο κεφάλαιο της ΕΚΤ πρέπει να αναπροσαρμόζεται ανά πενταετία. Η πρώτη αναπροσαρμογή μετά την ίδρυση της ΕΚΤ πραγματοποιήθηκε την 1η Ιανουαρίου 2004. Την 1η Μαΐου 2004 ακολούθησε δεύτερη μεταβολή της κλείδας κατανομής ως αποτέλεσμα της ένταξης δέκα νέων κρατών μελών. Συνολικά, οι δύο αυτές αλλαγές είχαν τις ακόλουθες επιδράσεις:

- (α) μείωση του συνόλου των συντελεστών στάθμισης των ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ στην κλείδα κατανομής για την εγγραφή στο κεφάλαιο της ΕΚΤ·
- (β) επακόλουθη μείωση των απαιτήσεων των ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ έναντι της ΕΚΤ, οι οποίες προέκυψαν από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ κατά την ένταξή τους στη ζώνη του ευρώ· και
- (γ) αύξηση των εισφορών στο καταβεβλημένο κεφάλαιο των ΕθνΚΤ που δεν συμμετέχουν στη ζώνη του ευρώ μετά την ένταξη δέκα νέων κρατών μελών, η οποία αντανακλά επίσης αύξηση από 5% σε 7% του ελάχιστου ποσοστού του εγγεγραμμένου κεφαλαίου που καταβάλλουν οι 13 μη συμμετέχουσες στη ζώνη του ευρώ ΕθνΚΤ.

Περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με αυτές τις μεταβολές αναφέρονται στη σημείωση 15 των ετήσιων λογαριασμών.

#### **5 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΩΝ**

Το χαρτοφυλάκιο συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ αποτελείται από συναλλαγματικά διαθέσιμα που μεταβίβασαν στην ΕΚΤ οι ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 30 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ, και από έσοδα που προκύπτουν από τη διαχείριση αυτών των πόρων. Με το χαρτοφυλάκιο αυτό επιδιώκεται η χρηματοδότηση των πράξεων της ΕΚΤ στην αγορά συναλλάγματος για τους σκοπούς που ορίζει η Συνθήκη.



Το χαρτοφυλάκιο ιδίων κεφαλαίων της ΕΚΤ αντανακλά την επένδυση του καταβεβλημένου κεφαλαίου της, του γενικού αποθεματικού και του συσσωρευμένου εισοδήματος παρελθόντων ετών επί του χαρτοφυλακίου αυτού. Το εν λόγω χαρτοφυλάκιο αποτελεί για την ΕΚΤ ένα αποθεματικό με το οποίο μπορεί να καλύψει πιθανές ζημιές.

Οι επενδυτικές δραστηριότητες της ΕΚΤ και η διαχείριση των συναφών κινδύνων περιγράφονται με περισσότερες λεπτομέρειες στο κεφάλαιο 2 της Ετήσιας Έκθεσης.

## **6 ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΤΗΣ ΕΚΤ**

Το κεφάλαιο 8 της Ετήσιας Έκθεσης περιλαμβάνει πληροφορίες σχετικά με τη διακυβέρνηση της ΕΚΤ.

## **7 ΠΡΟΣΩΠΙΚΟ**

Η στρατηγική που εφαρμόζει η ΕΚΤ για το ανθρώπινο δυναμικό, καθώς και λεπτομερείς πληροφορίες σχετικά με τον αριθμό του απασχολούμενου προσωπικού, παρουσιάζονται στο κεφάλαιο 8 της Ετήσιας Έκθεσης.



# ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ 31ΗΣ ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2004

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΣΗΜΕΙΩΣΗ:	2004 €	2003 €
<b>Χρυσός και απαιτήσεις σε χρυσό</b>	<b>1</b>	<b>7.928.308.842</b>	<b>8.145.320.117</b>
<b>Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>2</b>		
Απαιτήσεις έναντι του ΔΝΤ		163.794.845	211.651.948
Καταθέσεις σε τράπεζες, τίτλοι, δάνεια και λοιπά στοιχεία ενεργητικού		26.938.993.980	28.593.384.857
		<b>27.102.788.825</b>	<b>28.805.036.805</b>
<b>Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>2</b>	<b>2.552.016.565</b>	<b>2.799.472.504</b>
<b>Απαιτήσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>3</b>		
Καταθέσεις σε τράπεζες, τίτλοι και δάνεια		<b>87.660.507</b>	<b>474.743.402</b>
<b>Λοιπές απαιτήσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων ζώνης ευρώ</b>	<b>4</b>	<b>25.000</b>	<b>25.000</b>
<b>Απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος</b>	<b>5</b>		
Απαιτήσεις που συνδέονται με την κατανομή των τραπεζογραμματίων ευρώ εντός του Ευρωσυστήματος		40.100.852.165	34.899.471.205
Λοιπές απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)		3.410.918.324	4.599.894.403
		<b>43.511.770.489</b>	<b>39.499.365.608</b>
<b>Λοιπά στοιχεία ενεργητικού</b>	<b>6</b>		
Ενσώματα πάγια		187.318.304	128.911.950
Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού		6.428.319.567	5.573.756.258
Δεδουλευμένα έσοδα και προπληρωθέντα έξοδα		770.894.480	590.646.023
Διάφορα		6.933.022	37.791.421
		<b>7.393.465.373</b>	<b>6.331.105.652</b>
<b>Ζημία χρήσεως</b>		<b>1.636.028.702</b>	<b>476.688.785</b>
<b>Σύνολο ενεργητικού</b>		<b>90.212.064.303</b>	<b>86.531.757.873</b>

ΠΑΘΗΤΙΚΟ	ΣΗΜΕΙΩΣΗ:	2004 €	2003 €
<b>Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία</b>	<b>7</b>	<b>40.100.852.165</b>	<b>34.899.471.205</b>
<b>Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι λοιπών κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>8</b>	<b>1.050.000.000</b>	<b>1.065.000.000</b>
<b>Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>9</b>	<b>137.462.706</b>	<b>146.867.501</b>
<b>Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>10</b>	<b>4.967.080</b>	<b>0</b>
<b>Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>10</b>		
Καταθέσεις, υπόλοιπα και λοιπές υποχρεώσεις		<b>1.254.905.957</b>	<b>1.452.432.822</b>
<b>Υποχρεώσεις εντός του Ευρωσυστήματος</b>	<b>11</b>		
Υποχρεώσεις που αντιστοιχούν στη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων		<b>39.782.265.622</b>	<b>40.497.150.000</b>
<b>Λοιπά στοιχεία παθητικού</b>	<b>12</b>		
Δεδουλευμένα έξοδα και προεισπραχθέντα έσοδα		1.136.708.542	1.162.299.071
Διάφορα		327.802.782	174.890.973
		<b>1.464.511.324</b>	<b>1.337.190.044</b>
<b>Προβλέψεις</b>	<b>13</b>	<b>110.636.285</b>	<b>87.195.777</b>
<b>Λογαριασμοί αναπροσαρμογής</b>	<b>14</b>	<b>1.921.117.190</b>	<b>2.176.464.065</b>
<b>Κεφάλαιο και αποθεματικά</b>	<b>15</b>		
Κεφάλαιο		4.089.277.550	4.097.229.250
Αποθεματικά		296.068.424	772.757.209
		<b>4.385.345.974</b>	<b>4.869.986.459</b>
<b>Σύνολο παθητικού</b>		<b>90.212.064.303</b>	<b>86.531.757.873</b>

## ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ 1.1.2004 – 31.12.2004

	ΣΗΜΕΙΩΣΗ:	2004 €	2003 €
Πιστωτικοί τόκοι επί συναλλαγματικών διαθεσίμων		422.418.698	541.294.375
Πιστωτικοί τόκοι από την κατανομή των τραπεζογραμματίων ευρώ εντός του Ευρωσυστήματος		733.134.472	698.245.187
Λοιποί πιστωτικοί τόκοι		1.456.650.188	1.449.963.923
<i>Πιστωτικοί τόκοι</i>		<i>2.612.203.358</i>	<i>2.689.503.485</i>
Χρεωστικοί τόκοι επί των απαιτήσεων των ΕθνΚΤ σε σχέση με μεταβιβασθέντα συναλλαγματικά διαθέσιμα		(693.060.433)	(807.683.148)
Λοιποί χρεωστικοί τόκοι		(1.229.369.015)	(1.166.693.660)
<i>Χρεωστικοί τόκοι</i>		<i>(1.922.429.448)</i>	<i>(1.974.376.808)</i>
<b>Καθαροί πιστωτικοί τόκοι</b>	<b>18</b>	<b>689.773.910</b>	<b>715.126.677</b>
Πραγματοποιηθέντα κέρδη/ ζημίες από χρηματοοικονομικές πράξεις	<b>19</b>	136.045.810	525.260.622
Αποσβέσεις χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού και θέσεων	<b>20</b>	(2.093.285.109)	(3.972.689.560)
Μεταφορές προς/από προβλέψεις έναντι συναλλαγματικών κινδύνων και κινδύνων λόγω διακύμανσης των τιμών		0	2.568.708.838
<b>Καθαρό αποτέλεσμα από χρηματοοικονομικές πράξεις, αποσβέσεις και προβλέψεις έναντι κινδύνων</b>		<b>(1.957.239.299)</b>	<b>(878.720.100)</b>
<b>Καθαρά έξοδα από αμοιβές και προμήθειες</b>	<b>21</b>	<b>(261.517)</b>	<b>(63.466)</b>
<b>Λοιπά έσοδα</b>	<b>22</b>	<b>5.956.577</b>	<b>2.911.280</b>
<b>Σύνολο καθαρών εσόδων</b>		<b>(1.261.770.329)</b>	<b>(160.745.609)</b>
Δαπάνες προσωπικού	<b>23 &amp; 24</b>	(161.192.939)	(129.886.988)
Διοικητικές δαπάνες	<b>25</b>	(176.287.651)	(153.549.282)
Αποσβέσεις ενσώματων παγίων		(33.655.824)	(30.410.140)
Υπηρεσίες παραγωγής τραπεζογραμματίων	<b>26</b>	(3.121.959)	(2.096.766)
<b>Ζημία χρήσεως</b>		<b>(1.636.028.702)</b>	<b>(476.688.785)</b>

Φραγκφούρτη, 4 Μαρτίου 2005

ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

Jean-Claude Trichet

Πρόεδρος

# ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ<sup>1</sup>

## ΜΟΡΦΗ ΚΑΙ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Οι οικονομικές καταστάσεις της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) έχουν σχεδιαστεί έτσι ώστε να παρουσιάζουν εύλογα την οικονομική κατάσταση της ΕΚΤ και τα αποτελέσματα των εργασιών της. Καταρτίστηκαν σύμφωνα με τις ακόλουθες λογιστικές πολιτικές<sup>2</sup>, τις οποίες το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ θεωρεί κατάλληλες για τη λειτουργία μιας κεντρικής τράπεζας.

## ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ

Εφαρμόστηκαν οι εξής λογιστικές αρχές: η αρχή της πραγματικής οικονομικής κατάστασης και της διαφάνειας, η αρχή της συντηρητικότητας, η αρχή της αναγνώρισης γεγονότων που επήλθαν μετά την κατάρτιση του ισολογισμού, η αρχή του ουσιώδους των λογιστικών γεγονότων, η αρχή της πραγματοποίησης των εσόδων/εξόδων (η αρχή του δεδουλευμένου), η αρχή της συνεχιζόμενης δραστηριότητας, η αρχή της συνέπειας και η αρχή της συγκρισιμότητας.

## ΒΑΣΗ ΓΙΑ ΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΤΑΓΡΑΦΗ

Οι λογαριασμοί καταρτίστηκαν με τη μέθοδο του ιστορικού κόστους (κτήσεως), η οποία τροποποιήθηκε ώστε να περιλαμβάνει την αποτίμηση, σε τιμές της αγοράς, των εμπορεύσιμων τίτλων, του χρυσού και όλων των λοιπών στοιχείων ενεργητικού και παθητικού εντός και εκτός ισολογισμού που εκφράζονται σε συνάλλαγμα. Οι συναλλαγές επί χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού και παθητικού αντανakλώνται στους λογαριασμούς με βάση την ημερομηνία διακανονισμού τους.

## ΧΡΥΣΟΣ ΚΑΙ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ/ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΣΕ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ

Οι απαιτήσεις και οι υποχρεώσεις που εκφράζονται σε συνάλλαγμα μετατρέπονται σε ευρώ με την τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία της ημερομηνίας κατάρτισης του ισολογισμού. Τα έσοδα και τα έξοδα μετατρέπονται με την ισοτιμία που ίσχυε κατά το χρόνο της συναλλαγής. Η αναπροσαρμογή της αξίας των απαιτήσεων και υποχρεώσεων

που εκφράζονται σε συνάλλαγμα γίνεται χωριστά κατά νόμισμα, συμπεριλαμβανομένων των εντός και εκτός ισολογισμού στοιχείων.

Η αναπροσαρμογή της αξίας, με βάση την τιμή της αγοράς, των απαιτήσεων και υποχρεώσεων που εκφράζονται σε συνάλλαγμα αντιμετωπίζεται χωριστά από την αναπροσαρμογή της αξίας τους λόγω μεταβολής των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Ο χρυσός αποτιμάται στην τιμή της αγοράς που ίσχυε στο τέλος του έτους. Δεν γίνεται διάκριση μεταξύ των διαφορών από αναπροσαρμογή της τιμής και της συναλλαγματικής ισοτιμίας, αλλά λογιστικοποιείται μία και μόνη αποτίμηση της αξίας του χρυσού με βάση την τιμή του σε ευρώ ανά ουγγιά καθαρού χρυσού, όπως αυτή προκύπτει από τη συναλλαγματική ισοτιμία ευρώ/δολαρίου ΗΠΑ στις 31 Δεκεμβρίου 2004.

## ΤΙΤΛΟΙ

Όλοι οι εμπορεύσιμοι τίτλοι και τα παρεμφερή στοιχεία ενεργητικού αποτιμώνται με τη μέση τιμή που ίσχυε στην αγορά για κάθε μεμονωμένο τίτλο κατά την ημερομηνία κατάρτισης του ισολογισμού. Για τη χρήση που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2004, χρησιμοποιήθηκαν οι μέσες τιμές της αγοράς της 30ής Δεκεμβρίου 2004. Οι μη εμπορεύσιμοι τίτλοι αποτιμώνται στο κόστος.

## ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΗ ΕΣΟΔΩΝ

Τα έσοδα και τα έξοδα αναγνωρίζονται στην περίοδο κατά την οποία εισπράττονται ή καταβάλλονται. Τα πραγματοποιηθέντα κέρδη και οι πραγματοποιηθείσες ζημίες από την πώληση συναλλάγματος, χρυσού και τίτλων μεταφέρονται στα αποτελέσματα χρήσεως. Τα εν λόγω κέρδη και ζημίες υπολογίζονται με

1 Οι λογιστικές πολιτικές της ΕΚΤ περιγράφονται λεπτομερώς στην απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ της 5ης Δεκεμβρίου 2002 (ΕΚΤ/2002/11), ΕΕ L 58 της 3.3.2003, σ. 38-59.

2 Οι πολιτικές αυτές είναι σύμφωνες με τις διατάξεις του άρθρου 26.4 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ, δυνάμει των οποίων πρέπει να ακολουθείται τυποποιημένη προσέγγιση όσον αφορά τους κανόνες που διέπουν τη λογιστική παρακολούθηση των εργασιών του Ευρωσυστήματος και την υποβολή σχετικών εκθέσεων.



βάση το μέσο κόστος των αντίστοιχων στοιχείων.

Τα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη δεν αναγνωρίζονται ως έσοδα, αλλά μεταφέρονται απευθείας σε λογαριασμό αναπροσαρμογής.

Οι μη πραγματοποιηθείσες ζημίες μεταφέρονται στα αποτελέσματα χρήσεως εάν υπερβαίνουν προηγούμενα κέρδη από αναπροσαρμογή, τα οποία έχουν καταγραφεί στον αντίστοιχο λογαριασμό αναπροσαρμογής. Οι μη πραγματοποιηθείσες ζημίες επί ενός μεμονωμένου τίτλου ή νομίσματος ή επί των διαθεσίμων σε χρυσό δεν συμψηφίζονται με τα μη πραγματοποιηθέντα κέρδη από άλλους τίτλους, νομίσματα ή από χρυσό. Σε περίπτωση μη πραγματοποιηθεισών ζημιών από οποιοδήποτε στοιχείο στο τέλος του έτους, το μέσο κόστος του εν λόγω στοιχείου μειώνεται σύμφωνα με τη συναλλαγματική ισοτιμία ή/και την αγοραία τιμή του στο τέλος του έτους.

Διαφορές υπέρ ή υπό το άρτιο που προκύπτουν από τους αγορασθέντες τίτλους υπολογίζονται και εμφανίζονται ως τμήμα των πιστωτικών τόκων και αποσβένονται κατά την εναπομένουσα διάρκεια των τίτλων αυτών.

#### **ΑΝΤΙΣΤΡΕΠΤΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ**

Στο πλαίσιο συναλλαγής με συμφωνία επαναγοράς, πωλούνται τίτλοι έναντι μετρητών με ταυτόχρονη συμφωνία επαναγοράς τους από τον πωλητή με συμφωνημένη τιμή σε προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία. Αυτές οι συμφωνίες επαναγοράς καταγράφονται στο παθητικό του ισολογισμού και δημιουργούν έτσι χρεωστικούς τόκους που εμφανίζονται στα αποτελέσματα χρήσεως. Οι τίτλοι που πωλούνται στο πλαίσιο τέτοιας συμφωνίας εμφανίζονται στον ισολογισμό της ΕΚΤ.

Στο πλαίσιο συναλλαγής με συμφωνία επαναπώλησης, αγοράζονται τίτλοι έναντι μετρητών με ταυτόχρονη συμφωνία επαναπώλησής τους από τον αγοραστή με συμφωνημένη τιμή σε προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία. Αυτές οι συμφωνίες

επαναπώλησης καταγράφονται στο ενεργητικό του ισολογισμού, αλλά δεν περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο της ΕΚΤ και δημιουργούν πιστωτικούς τόκους που εμφανίζονται στα αποτελέσματα χρήσεως.

Οι αντιστρεπτές συναλλαγές (στις οποίες περιλαμβάνονται και οι συναλλαγές δανεισμού τίτλων) που διενεργούνται στο πλαίσιο προγράμματος αυτόματου δανεισμού τίτλων καταγράφονται στον ισολογισμό μόνον εφόσον παρέχεται ασφάλεια στην ΕΚΤ με τη μορφή μετρητών στη διάρκεια της συναλλαγής. Το 2004, η ΕΚΤ δεν έλαβε ασφάλεια με τη μορφή μετρητών κατά τη διάρκεια τέτοιων συναλλαγών.

#### **ΠΡΑΞΕΙΣ ΕΚΤΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ**

Οι πράξεις σε συνάλλαγμα, δηλ. προθεσμιακές πράξεις συναλλάγματος, τα προθεσμιακά σκέλη των πράξεων ανταλλαγής νομισμάτων και λοιπές πράξεις επί νομισμάτων που συνεπάγονται την ανταλλαγή ενός νομίσματος έναντι άλλου σε μελλοντική ημερομηνία, περιλαμβάνονται στην καθαρή συναλλαγματική θέση, προκειμένου να υπολογιστούν τα συναλλαγματικά κέρδη και ζημίες. Οι πράξεις επί επιτοκίων αναπροσαρμόζονται ως προς την αξία τους κατά στοιχείο. Τα εκκρεμή συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί επιτοκίων καταγράφονται σε λογαριασμούς εκτός ισολογισμού. Οι ημερήσιες αυξομειώσεις του περιθωρίου μεταβολών αποτίμησης καταγράφονται στα αποτελέσματα χρήσεως.

#### **ΓΕΓΟΝΟΤΑ ΠΟΥ ΕΠΗΛΘΑΝ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΚΑΤΑΡΤΙΣΗ ΤΟΥ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ**

Τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού διορθώνονται ώστε να περιλαμβάνουν γεγονότα που επέρχονται από την ημερομηνία κατάρτισης του ετήσιου ισολογισμού έως και την ημερομηνία κατά την οποία το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ εγκρίνει τις οικονομικές καταστάσεις, εφόσον τα εν λόγω γεγονότα επηρεάζουν ουσιωδώς την κατάσταση του ενεργητικού και του παθητικού του ισολογισμού κατά την ημερομηνία κατάρτισης του ισολογισμού.

## ΥΠΟΛΟΙΠΑ ΕΝΤΟΣ ΤΟΥ ΕΣΚΤ/ΥΠΟΛΟΙΠΑ ΕΝΤΟΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Ως συναλλαγές εντός του ΕΣΚΤ ορίζονται οι διασυνοριακές συναλλαγές που πραγματοποιούνται μεταξύ δύο κεντρικών τραπεζών της ΕΕ. Οι συναλλαγές αυτές διεκπεραιώνονται κατά κύριο λόγο μέσω του συστήματος TARGET – Διευρωπαϊκό Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ταχείας Μεταφοράς Κεφαλαίων σε Συνεχή Χρόνο (βλ. κεφάλαιο 2) – και δημιουργούν διμερή υπόλοιπα σε λογαριασμούς τηρούμενους μεταξύ των κεντρικών τραπεζών της ΕΕ που έχουν συνδεθεί με το TARGET. Γίνεται καθημερινά ενημέρωση των διμερών αυτών υπολοίπων έναντι της ΕΚΤ, έτσι ώστε κάθε ΕθνΚΤ να εμφανίζει μία μόνο καθαρή διμερή θέση έναντι της ΕΚΤ. Η θέση αυτή εμφανίζεται στους λογαριασμούς της ΕΚΤ και αντιπροσωπεύει την καθαρή απαίτηση ή υποχρέωση κάθε ΕθνΚΤ έναντι των λοιπών μελών του ΕΣΚΤ.

Τα “υπόλοιπα εντός του ΕΣΚΤ” των ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ έναντι της ΕΚΤ (εκτός του κεφαλαίου της ΕΚΤ και των θέσεων που προκύπτουν από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ) χαρακτηρίζονται ως απαιτήσεις ή υποχρεώσεις εντός του Ευρωσυστήματος και παρουσιάζονται στον ισολογισμό της ΕΚΤ ως μία καθαρή (πιστωτική ή χρεωστική) θέση.

Τα “υπόλοιπα εντός του Ευρωσυστήματος” που απορρέουν από την κατανομή τραπεζογραμματίων ευρώ εντός του Ευρωσυστήματος περιλαμβάνονται ως ένα μόνο καθαρό στοιχείο ενεργητικού υπό τον τίτλο “Απαιτήσεις που συνδέονται με την κατανομή των τραπεζογραμματίων ευρώ εντός του Ευρωσυστήματος” (βλ. “Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”).

Τα “υπόλοιπα εντός του ΕΣΚΤ” των εκτός της ζώνης του ευρώ ΕθνΚΤ (Danmarks Nationalbank, Sveriges Riksbank και Bank of England) έναντι της ΕΚΤ εμφανίζονται στο λογαριασμό “Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ”.

## ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΤΩΝ ΠΑΓΙΩΝ

Τα πάγια στοιχεία ενεργητικού, εξαιρουμένων των γηπέδων, αποτιμώνται στο κόστος μείον την αποσβεσθείσα αξία. Τα γήπεδα αποτιμώνται στο κόστος. Η αποσβεσθείσα αξία υπολογίζεται με τη μέθοδο της σταθερής απόσβεσης για τη διάρκεια της προσδοκώμενης οικονομικής ζωής του περιουσιακού στοιχείου, αρχής γενομένης από το τρίμηνο μετά την απόκτησή του, ως εξής:

Ηλεκτρονικοί υπολογιστές, συναφές υλικό και λογισμικό, και μεταφορικά μέσα:	4 έτη
Εξοπλισμός, έπιπλα και μηχανολογικός εξοπλισμός:	10 έτη
Κεφαλαιοποιημένες δαπάνες κατασκευής και ανακαίνισης:	25 έτη
Πάγια στοιχεία με κόστος κάτω των 10.000 ευρώ	Απόσβεση κατά το έτος κτήσεως

Στην περίπτωση των κεφαλαιοποιημένων δαπανών κατασκευής και ανακαίνισης που σχετίζονται με τις υφιστάμενες κτιριακές εγκαταστάσεις της ΕΚΤ, η περίοδος απόσβεσης έχει μειωθεί, ούτως ώστε τα εν λόγω περιουσιακά στοιχεία να αποσβεστούν πλήρως προτού η ΕΚΤ μεταφερθεί στις οριστικές της εγκαταστάσεις.

## ΤΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΟΥ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟΥ ΤΗΣ ΕΚΤ

Τα περιουσιακά στοιχεία του ταμείου συντάξεων, τα οποία προορίζονται αποκλειστικά για την καταβολή παροχών προς τους άμεσα και έμμεσα ασφαλισμένους, περιλαμβάνονται στα λοιπά στοιχεία ενεργητικού της ΕΚΤ και αναγνωρίζονται ως χωριστό κονδύλιο στις σημειώσεις επί του ισολογισμού. Τα κέρδη και οι ζημιές από αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων του ταμείου συντάξεων λογίζονται ως έσοδα και έξοδα του συνταξιοδοτικού προγράμματος κατά το έτος στο οποίο προκύπτουν. Οι παροχές που είναι καταβλητέες από τον κύριο λογαριασμό παροχών, ο οποίος αποτελείται από τις εισφορές της ΕΚΤ, καλύπτονται από ελάχιστες εγγυήσεις που εξασφαλίζουν την καταβολή παροχών με βάση τις καθορισμένες συνταξιοδοτικές εισφορές.

### ΤΡΑΠΕΖΟΓΡΑΜΜΑΤΙΑ ΣΕ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ

Η ΕΚΤ και οι 12 ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ, οι οποίες συναποτελούν το Ευρωσύστημα, εκδίδουν τραπεζογραμμάτια ευρώ.<sup>3</sup> Η συνολική αξία των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ κατανέμεται στις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος την τελευταία εργάσιμη ημέρα κάθε μήνα, σύμφωνα με την κλείδα κατανομής τραπεζογραμμάτων<sup>4</sup>. Η ΕΚΤ έχει αναλάβει την έκδοση του 8% της συνολικής αξίας των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ, ποσοστό το οποίο εμφανίζεται στο παθητικό ως “Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία”. Το μερίδιο της ΕΚΤ στη συνολική έκδοση των τραπεζογραμμάτων ευρώ καλύπτεται από απαιτήσεις έναντι των ΕθνΚΤ. Οι εν λόγω απαιτήσεις, που είναι έντοκες<sup>5</sup>, εμφανίζονται ως “Απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος” υπό το στοιχείο “Απαιτήσεις που συνδέονται με την κατανομή των τραπεζογραμμάτων ευρώ εντός του Ευρωσυστήματος” (βλ. “Υπόλοιπα εντός του ΕΣΚΤ/υπόλοιπα εντός του Ευρωσυστήματος” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”). Οι πιστωτικοί τόκοι επί των απαιτήσεων αυτών περιλαμβάνονται στο στοιχείο “Καθαροί πιστωτικοί τόκοι”. Το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε ότι τα εν λόγω έσοδα θα διανέμονται χωριστά στις ΕθνΚΤ με τη μορφή ενδιάμεσης διανομής μετά το τέλος κάθε τριμήνου<sup>6</sup>. Επίσης, τα έσοδα αυτά θα διανέμονται στο ακέραιο, εκτός εάν το καθαρό κέρδος της ΕΚΤ για το συγκεκριμένο έτος είναι μικρότερο του εισοδήματός της από τα κυκλοφορούντα τραπεζογραμμάτια ευρώ, και με την επιφύλαξη τυχόν απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου να μειώσει το εισόδημα αυτό λόγω εξόδων της ΕΚΤ σε σχέση με την έκδοση και διαχείριση τραπεζογραμμάτων ευρώ.

### ΛΟΙΠΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ

Λαμβάνοντας υπόψη το ρόλο της ΕΚΤ ως κεντρικής τράπεζας, η Εκτελεστική Επιτροπή της ΕΚΤ φρονεί ότι η δημοσίευση αναλυτικής κατάστασης ταμειακών ροών δεν θα παρέχει στους αναγνώστες των οικονομικών καταστάσεων σημαντικές πρόσθετες πληροφορίες.

Σύμφωνα με το άρθρο 27 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ και βάσει σύστασης του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ, το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης ενέκρινε να οριστεί η εταιρία KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ως εξωτερικός ελεγκτής της ΕΚΤ για πενταετή περίοδο η οποία εκτείνεται έως το τέλος του οικονομικού έτους 2007.

3 Απόφαση της ΕΚΤ της 6ης Δεκεμβρίου 2001 σχετικά με την έκδοση τραπεζογραμμάτων ευρώ (ΕΚΤ/2001/15), ΕΕ L 337 της 20.12.2001, σ. 52-54, όπως τροποποιήθηκε με την απόφαση ΕΚΤ/2003/23, ΕΕ L 9 της 15.01.2004, σ. 40-41 και ΕΚΤ/2004/9, ΕΕ L 205 της 9.06.2004, σ. 17-18.

4 Με τον όρο “κλείδα κατανομής τραπεζογραμμάτων” νοούνται τα ποσοστά που προκύπτουν όταν, μετά την αφαίρεση του μεριδίου συμμετοχής της ΕΚΤ στο σύνολο των εκδιδόμενων τραπεζογραμμάτων ευρώ, εφαρμοστεί η κλείδα κατανομής στο εγγεγραμμένο κεφάλαιο επί του μεριδίου συμμετοχής των ΕθνΚΤ στο εν λόγω σύνολο.

5 Απόφαση της ΕΚΤ της 6ης Δεκεμβρίου 2001 σχετικά με την κατανομή του νομισματικού εισοδήματος των εθνικών κεντρικών τραπεζών των συμμετεχόντων κρατών μελών από το οικονομικό έτος 2002 (ΕΚΤ/2001/16), ΕΕ L 337 της 20.12.2001, σ. 55-61, όπως τροποποιήθηκε με την απόφαση ΕΚΤ/2003/22, ΕΕ L 9 της 15.01.2004, σ. 39.

6 Απόφαση της ΕΚΤ της 21ης Νοεμβρίου 2002 σχετικά με τη διανομή του εισοδήματος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας από τα κυκλοφορούντα τραπεζογραμμάτια ευρώ μεταξύ των εθνικών κεντρικών τραπεζών των συμμετεχόντων κρατών μελών (ΕΚΤ/2002/9), ΕΕ L 323 της 28.11.2002, σ. 49-50.

# ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΟΥ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ

## 1 ΧΡΥΣΟΣ ΚΑΙ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ ΣΕ ΧΡΥΣΟ

Η ΕΚΤ έχει στην κατοχή της 24,7 εκατομμύρια ουγγιές καθαρού χρυσού (2003: 24,7 εκατομμύρια ουγγιές). Το 2004 δεν διενεργήθηκαν συναλλαγές επί χρυσού. Η μεταβολή που εμφανίζεται στον ισολογισμό σε σχέση με το 2003 οφείλεται στη διαδικασία αναπροσαρμογής στο τέλος του έτους (βλ. “Χρυσός και απαιτήσεις/υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”).

## 2 ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ ΣΕ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ ΕΝΑΝΤΙ ΜΗ ΚΑΤΟΙΚΩΝ ΚΑΙ ΚΑΤΟΙΚΩΝ ΖΩΝΗΣ ΕΥΡΩ

### *Απαιτήσεις έναντι του ΔΝΤ*

Το στοιχείο αυτό του ενεργητικού αντιπροσωπεύει τα ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα που κατείχε η ΕΚΤ την 31η Δεκεμβρίου 2004 και απορρέει από συμφωνία αγοραπωλησίας ειδικών τραβηκτικών δικαιωμάτων με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), βάσει της οποίας το ΔΝΤ εξουσιοδοτείται να διενεργεί πωλήσεις ή αγορές ειδικών τραβηκτικών δικαιωμάτων έναντι ευρώ, για λογαριασμό της ΕΚΤ, εντός ανώτατων και κατώτατων ποσών ειδικών τραβηκτικών δικαιωμάτων που κατέχει η ΕΚΤ. Τα ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα ορίζονται ως δέσμη νομισμάτων. Η αξία τους καθορίζεται ως το σταθμικό άθροισμα των συναλλαγματικών ισοτιμιών των τεσσάρων κύριων νομισμάτων (ευρώ, γιεν Ιαπωνίας, λίρας Αγγλίας και δολαρίου ΗΠΑ). Λογιστικώς, τα ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα αντιμετωπίζονται ως απαιτήσεις σε συνάλλαγμα (βλ. “Χρυσός και απαιτήσεις/υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”).

### *Καταθέσεις σε τράπεζες, τίτλοι, δάνεια και λοιπά στοιχεία ενεργητικού*

### *Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ*

Οι απαιτήσεις αυτές αποτελούνται από υπόλοιπα λογαριασμών σε ξένες τράπεζες, δάνεια σε συνάλλαγμα και τοποθετήσεις σε

τίτλους, που εκφράζονται σε δολάρια ΗΠΑ και γιεν Ιαπωνίας. Αναλύονται ως εξής:

<i>Απαιτήσεις έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ</i>	2004 €	2003 €	Μεταβολή €
Τρεχούμενοι λογαριασμοί	2.682.171.017	1.365.187.080	1.316.983.937
Καταθέσεις μέσω της αγοράς χρήματος	848.227.002	1.197.220.582	(348.993.580)
Συμφωνίες επαναπόλησης	2.408.046.989	3.834.025.154	(1.425.978.165)
Τοποθετήσεις σε τίτλους	21.000.548.972	22.196.952.041	(1.196.403.069)
Σύνολο	26.938.993.980	28.593.384.857	(1.654.390.877)

<i>Απαιτήσεις έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ</i>	2004 €	2003 €	Μεταβολή €
Τρεχούμενοι λογαριασμοί	26.506	26.740	(234)
Καταθέσεις μέσω της αγοράς χρήματος	2.547.022.979	2.799.445.764	(252.422.785)
Συμφωνίες επαναπόλησης	4.967.080	0	4.967.080
Σύνολο	2.552.016.565	2.799.472.504	(247.455.939)

Η μείωση αυτών των θέσεων το 2004 οφείλεται κατά κύριο λόγο στην αναπροσαρμογή στο τέλος του έτους των στοιχείων ενεργητικού της ΕΚΤ τα οποία εκφράζονται σε δολάρια ΗΠΑ. Η υποτίμηση του δολαρίου ΗΠΑ και, σε μικρότερο βαθμό, του γιεν Ιαπωνίας έναντι του ευρώ είχε ως αποτέλεσμα τη σημαντική μείωση της αντίστοιχης αξίας τους σε ευρώ (βλ. “Χρυσός και απαιτήσεις/υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα” και “Αναγνώριση εσόδων” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”).

## 3 ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ ΣΕ ΕΥΡΩ ΕΝΑΝΤΙ ΜΗ ΚΑΤΟΙΚΩΝ ΖΩΝΗΣ ΕΥΡΩ

Την 31η Δεκεμβρίου 2004, οι απαιτήσεις αυτές αντιπροσώπευαν τραπεζικές καταθέσεις κατοίκων εκτός της ζώνης του ευρώ.

#### 4 ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ ΣΕ ΕΥΡΩ ΕΝΑΝΤΙ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ ΖΩΝΗΣ ΕΥΡΩ

Την 31η Δεκεμβρίου 2004, οι απαιτήσεις αυτές αντιπροσώπευαν τραπεζικές καταθέσεις κατοίκων της ζώνης του ευρώ.

#### 5 ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ ΕΝΤΟΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

##### *Απαιτήσεις που συνδέονται με την κατανομή των τραπεζογραμμάτων ευρώ εντός του Ευρωσυστήματος*

Το στοιχείο αυτό αποτελείται από τις απαιτήσεις της ΕΚΤ έναντι των ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ οι οποίες συνδέονται με την κατανομή των τραπεζογραμμάτων ευρώ εντός του Ευρωσυστήματος (βλ. “Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”).

##### *Λοιπές απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)*

Το στοιχείο αυτό αποτελείται από πιστωτικά/χρεωστικά υπόλοιπα των ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ έναντι της ΕΚΤ στο πλαίσιο του TARGET και ποσά οφειλόμενα από τις ΕθνΚΤ λόγω ενδιάμεσων διανομών του εισοδήματος της ΕΚΤ από τα τραπεζογραμμάτια. Την 31η Δεκεμβρίου 2004, το ποσό που όφειλαν οι ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ λόγω των ενδιάμεσων διανομών του εισοδήματος της ΕΚΤ από τα τραπεζογραμμάτια ήταν 536 εκατ. ευρώ. Αυτό αντιπροσωπεύει τις ενδιάμεσες διανομές αυτού του εισοδήματος στις ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ για τα τρία πρώτα τρίμηνα του έτους, οι οποίες εν συνεχεία ανακλήθηκαν (βλ. “Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές” και “Σημειώσεις επί των αποτελεσμάτων χρήσεως”, σημείωση 18).

	2004 €	2003 €
Οφειλές ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ στο πλαίσιο του TARGET	64.024.554.579	49.646.309.854
Απαιτήσεις ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ στο πλαίσιο του TARGET	(61.149.859.140)	(45.579.175.620)
Καθαρή θέση στο πλαίσιο του TARGET	2.874.695.439	4.067.134.234
Οφειλές/(απαιτήσεις) ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ στο πλαίσιο της ενδιάμεσης διανομής του εισοδήματος της ΕΚΤ από τα τραπεζογραμμάτια	536.222.885	532.760.169
Λοιπές απαιτήσεις εντός του Ευρωσυστήματος (καθαρές)	3.410.918.324	4.599.894.403

#### 6 ΛΟΙΠΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

##### *Ενσώματα πάγια*

Αυτά περιλάμβαναν τα εξής κύρια κονδύλια στις 31 Δεκεμβρίου 2004:

	Καθαρή λογιστική αξία στις 31.12.2004 €	Καθαρή λογιστική αξία στις 31.12.2003 €	Μεταβολή €
Γήπεδα και κτίρια	135.997.016	54.929.962	81.067.054
Ηλεκτρονικοί υπολογιστές	43.089.388	45.407.622	(2.318.234)
Εξοπλισμός, έπιπλα, μηχανολογικός εξοπλισμός και μεταφορικά μέσα	3.809.292	2.149.813	1.659.479
Πάγια υπό κατασκευή	3.215.050	23.259.861	(20.044.811)
Λοιπά πάγια στοιχεία ενεργητικού	1.207.558	3.164.692	(1.957.134)
Σύνολο	187.318.304	128.911.950	58.406.354

Η κύρια αύξηση στο κονδύλιο “Γήπεδα και κτίρια” αφορά:

- (α) την απόκτηση οικοπέδου για την ανέγερση των οριστικών κτιριακών εγκαταστάσεων της ΕΚΤ. Βάσει της προκαθορισμένης οικοδομήσιμης έκτασης, η ελάχιστη τιμή αγοράς ορίστηκε στο ποσό των 61,4

εκατομμυρίων ευρώ, καταβλητέο σε δόσεις το αργότερο έως τις 31 Δεκεμβρίου 2004, ημερομηνία μεταβίβασης της κυριότητας του οικοπέδου στην ΕΚΤ. Το ποσό αυτό έχει σήμερα καταβληθεί εξ ολοκλήρου και επομένως περιλαμβάνεται στο κονδύλιο “Γήπεδα και κτίρια” και

(β) μεταφορές από το λογαριασμό “Πάγια υπό κατασκευή” για τις κεφαλαιοποιημένες δαπάνες ανακαίνισης του τρίτου κτιρίου της ΕΚΤ, μετά την έναρξη χρήσης των παγίων.

#### **Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού**

Το στοιχείο αυτό αποτελείται κυρίως από τα εξής:

	2004 €	2003 €	Μεταβολή €
Τίτλοι σε ευρώ	5.399.222.333	5.276.052.927	123.169.406
Συμφωνίες επαναπώλησης σε ευρώ	869.977.933	167.100.400	702.877.533
Απαιτήσεις σχετικές με το ταμείο συντάξεων της ΕΚΤ	120.243.662	91.727.194	28.516.468
Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού	38.875.639	38.875.737	(98)
<b>Σύνολο</b>	<b>6.428.319.567</b>	<b>5.573.756.258</b>	<b>854.563.309</b>

(α) Οι τίτλοι σε ευρώ και οι συμφωνίες επαναπώλησης σε ευρώ αποτελούν την επένδυση των ίδιων κεφαλαίων της ΕΚΤ (βλ. επίσης σημείωση 12).

(β) Τα χαρτοφυλάκια επενδύσεων που αφορούν το ταμείο συντάξεων της ΕΚΤ αποτιμώνται σε 120,2 εκατ. ευρώ (2003: 91,7 εκατ. ευρώ). Τα περιουσιακά αυτά στοιχεία αντιστοιχούν στις συσσωρευμένες συνταξιοδοτικές εισφορές της ΕΚΤ και των υπαλλήλων της που επενδύθηκαν μέχρι τις 31 Δεκεμβρίου 2004 και τις οποίες διαχειρίζεται εξωτερική εταιρία διαχείρισης διαθεσίμων. Οι τακτικές εισφορές της ΕΚΤ και των ασφαλισμένων του προγράμματος επενδύονται σε μηνιαία βάση. Τα περιουσιακά στοιχεία του ταμείου δεν είναι ανταλλάξιμα με άλλα χρηματοοικονομικά στοιχεία του

ενεργητικού της ΕΚΤ, ενώ τα καθαρά έσοδα που προκύπτουν από τη διαχείριση αυτών των πόρων δεν αποτελούν έσοδο της ΕΚΤ, αλλά επανεπενδύονται για κάλυψη μελλοντικών συνταξιοδοτικών παροχών. Η εξωτερική εταιρία διαχείρισης διαθεσίμων αποτιμά τα περιουσιακά στοιχεία του ταμείου συντάξεων βάσει των τιμών της αγοράς στο τέλος του έτους.

(γ) Η ΕΚΤ κατέχει 3.000 μετοχές της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών, οι οποίες καταγράφονται στο κόστος κτήσεως, ανερχόμενο σε 38,5 εκατ. ευρώ.

#### **Δεδουλευμένα έσοδα και προπληρωθέντα έξοδα**

Το 2004 το στοιχείο αυτό περιλάμβανε δεδουλευμένους πιστωτικούς τόκους ύψους 197 εκατ. ευρώ (2003: 165 εκατ. ευρώ) επί των απαιτήσεων της ΕΚΤ που συνδέονται με την κατανομή των τραπεζογραμματίων ευρώ εντός του Ευρωσυστήματος για το τελευταίο τρίμηνο (βλ. “Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”).

Το υπόλοιπο ποσό αφορά κυρίως δεδουλευμένους τόκους επί τίτλων και λοιπών χρηματοοικονομικών στοιχείων του ενεργητικού.

#### **Διάφορα**

Το 2004 το κυριότερο κονδύλιο σε αυτή την κατηγορία αφορά απαίτηση έναντι του Ομοσπονδιακού Υπουργείου Οικονομικών της Γερμανίας από επιστροφή φόρου προστιθέμενης αξίας και άλλων έμμεσων φόρων που κατέβαλε η ΕΚΤ. Οι φόροι αυτοί επιστρέφονται σύμφωνα με τους όρους του άρθρου 3 του Πρωτοκόλλου περί των προνομίων και ασυλιών των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, το οποίο ισχύει και για την ΕΚΤ βάσει του άρθρου 40 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ.

## **7 ΤΡΑΠΕΖΟΓΡΑΜΜΑΤΙΑ ΣΕ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ**

Το στοιχείο αυτό περιλαμβάνει το μερίδιο της ΕΚΤ στο σύνολο των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ευρώ (βλ. “Τραπεζογραμ-



μάτια σε κυκλοφορία” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”).

## 8 ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΣΕ ΕΥΡΩ ΕΝΑΝΤΙ ΛΟΙΠΩΝ ΚΑΤΟΙΚΩΝ ΖΩΝΗΣ ΕΥΡΩ

Το στοιχείο αυτό αποτελείται από καταθέσεις μελών της Τραπεζικής Ένωσης για το Ευρώ (ΕΒΑ), οι οποίες χρησιμοποιούνται για την παροχή ασφάλειας προς την ΕΚΤ σε σχέση με τις πληρωμές της ΕΒΑ που διακανονίζονται μέσω του συστήματος TARGET.

## 9 ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΣΕ ΕΥΡΩ ΕΝΑΝΤΙ ΜΗ ΚΑΤΟΙΚΩΝ ΖΩΝΗΣ ΕΥΡΩ

Οι υποχρεώσεις αυτές αντιπροσωπεύουν κυρίως υπόλοιπα που τηρούν στην ΕΚΤ οι εκτός της ζώνης του ευρώ ΕθνΚΤ και τα οποία προέρχονται από συναλλαγές που διακανονίζονται μέσω του συστήματος TARGET (βλ. “Υπόλοιπα εντός του ΕΣΚΤ/υπόλοιπα εντός του Ευρωσυστήματος” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”).

## 10 ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΣΕ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ ΕΝΑΝΤΙ ΚΑΤΟΙΚΩΝ ΚΑΙ ΜΗ ΚΑΤΟΙΚΩΝ ΖΩΝΗΣ ΕΥΡΩ

Οι υποχρεώσεις που απορρέουν από συναλλαγές βάσει συμφωνιών επαναγοράς που διενεργήθηκαν με κατοίκους και μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ στο πλαίσιο της διαχείρισης των συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ έχουν ως εξής:

Υποχρεώσεις έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ	2004 €	2003 €	Μεταβολή €
Συμφωνίες επαναγοράς	4.967.080	0	4.967.080

Υποχρεώσεις έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ	2004 €	2003 €	Μεταβολή €
Συμφωνίες επαναγοράς	1.254.905.957	1.452.432.822	(197.526.865)

## 11 ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΕΝΤΟΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Ο λογαριασμός αυτός αφορά τις υποχρεώσεις έναντι των ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ που προέκυψαν από τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων προς την ΕΚΤ. Οι υποχρεώσεις είναι εκφρασμένες σε ευρώ, ενώ το ύψος τους καθορίζεται κατά το χρόνο της μεταβίβασής τους. Τοκίζονται με το τελευταίο διαθέσιμο οριακό επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος, διορθωμένο ώστε να αντανakλάται το μηδενικό επιτόκιο που εφαρμόζεται επί του μέρους των διαθεσίμων που μεταβιβάστηκε υπό μορφή χρυσού (βλ. “Σημειώσεις επί των αποτελεσμάτων χρήσεως”, σημείωση 18).

Δεδομένου ότι την 1η Ιανουαρίου 2004 μειώθηκαν οι συντελεστές στάθμισης των ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ στην κλείδα κατανομής για την εγγραφή στο κεφάλαιο της ΕΚΤ και εν συνεχεία, την 1η Μαΐου 2004, έγινε αναπροσαρμογή της κλείδας κατανομής (βλ. σημείωση 15), οι αρχικές συνολικές υποχρεώσεις που ανέρχονταν σε 40.497.150.000 ευρώ μειώθηκαν αντίστοιχα σε δύο φάσεις και διαμορφώθηκαν στα 39.782.265.622 ευρώ βάσει αποφάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου σύμφωνα με το άρθρο 30.3 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ. Η προσαρμογή αυτή έγινε προκειμένου να δοθεί το απαραίτητο περιθώριο στις ΕθνΚΤ που θα ενταχθούν μελλοντικά στο Ευρωσύστημα να μεταβιβάσουν εξ ολοκλήρου συναλλαγματικά διαθέσιμα κατ’ αναλογία των ισχυόντων μεριδίων συμμετοχής τους στο εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ. Η μείωση των υποχρεώσεων σε ευρώ δεν κατέστησε αναγκαία την αναμεταβίβαση διαθεσίμων από την ΕΚΤ προς τις ΕθνΚΤ.

	Μέχρι 31.12.2003 €	Από 1.1.2004 έως 30.4.2004 €	Από 1.5.2004 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1.432.900.000	1.414.850.000	1.419.101.951
Deutsche Bundesbank	12.246.750.000	11.702.000.000	11.761.707.508
Τράπεζα της Ελλάδος	1.028.200.000	1.080.700.000	1.055.840.343
Banco de España	4.446.750.000	4.390.050.000	4.326.975.513
Banque de France	8.416.850.000	8.258.750.000	8.275.330.931
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	424.800.000	512.700.000	513.006.858
Banca d'Italia	7.447.500.000	7.286.300.000	7.262.783.715
Banque centrale du Luxembourg	74.600.000	85.400.000	87.254.014
De Neder- landsche Bank	2.139.000.000	2.216.150.000	2.223.363.598
Oester- reichische Nationalbank	1.179.700.000	1.150.950.000	1.157.451.203
Banco de Portugal	961.600.000	1.006.450.000	982.331.062
Suomen Pankki – Finlands Bank	698.500.000	714.900.000	717.118.926
<b>Σύνολο</b>	<b>40.497.150.000</b>	<b>39.819.200.000</b>	<b>39.782.265.622</b>

## 12 ΛΟΙΠΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ

Το στοιχείο αυτό αποτελείται κυρίως από τόκους οφειλόμενους προς τις ΕθνΚΤ επί των απαιτήσεων τους που συνδέονται με τα μεταβιβασθέντα συναλλαγματικά διαθέσιμα (βλ. σημείωση 11). Οι υποχρεώσεις της ΕΚΤ που συνδέονται με το ταμείο συντάξεων, συμπεριλαμβανομένης μιας πρόβλεψης με βάση την έκθεση του αναλογιστή (βλ. σημείωση 13), ανέρχονται σε 148,8 εκατ. ευρώ (2003: 100,6 εκατ. ευρώ). Στο υπόλοιπο αυτό συμπεριλαμβάνονται και λοιποί μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού και εκκρεμείς

συναλλαγές επαναγοράς ύψους 200 εκατ. ευρώ που διενεργήθηκαν στο πλαίσιο της διαχείρισης των ιδίων κεφαλαίων της ΕΚΤ (βλ. σημείωση 6).

## 13 ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ

Το στοιχείο αυτό περιλαμβάνει προβλέψεις που αφορούν συντάξεις και δαπάνες για αγορά αγαθών και υπηρεσιών, καθώς και μια κατάλληλη πρόβλεψη σε σχέση με τη συμβατική υποχρέωση της ΕΚΤ να επαναφέρει τις κτιριακές εγκαταστάσεις που χρησιμοποιεί προς το παρόν στην αρχική τους κατάσταση μετά την απόδοση του μισθίου και τη μεταφορά της στις οριστικές της εγκαταστάσεις.

## 14 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ

Οι λογαριασμοί αυτοί αντιπροσωπεύουν αποθεματικά αναπροσαρμογής που προέρχονται από μη πραγματοποιηθέντα κέρδη επί των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού.

	2004 €	2003 €	Μεταβολή €
Χρυσός	1.853.957.106	2.070.968.381	(217.011.275)
Συνάλλαγμα	0	1.901	(1.901)
Τίτλοι	67.160.084	105.493.783	(38.333.699)
<b>Σύνολο</b>	<b>1.921.117.190</b>	<b>2.176.464.065</b>	<b>(255.346.875)</b>

## 15 ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΑΙ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ

### Κεφάλαιο

#### (α) Μεταβολές της κλείδας κατανομής για την εγγραφή στο κεφάλαιο της ΕΚΤ

Σύμφωνα με το άρθρο 29.3 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ, η κλείδα κατανομής των ΕθνΚΤ για την εγγραφή στο κεφάλαιο της ΕΚΤ πρέπει να αναπροσαρμόζεται ανά πενταετία. Η πρώτη τέτοια αναπροσαρμογή από την ίδρυση της ΕΚΤ έγινε την 1η Ιανουαρίου 2004. Την 1η Μαΐου 2004 ακολούθησε δεύτερη μεταβολή της

κλείδας κατανομής, ως αποτέλεσμα της ένταξης δέκα νέων κρατών μελών. Σύμφωνα με την απόφαση του Συμβουλίου της 15ης Ιουλίου 2003 σχετικά με τα στατιστικά στοιχεία που χρησιμοποιούνται για τον καθορισμό της κλείδας κατανομής για την εγγραφή στο κεφάλαιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, η κλείδα κατανομής κάθε ΕθνΚΤ αναπροσαρμόστηκε την 1η Ιανουαρίου 2004 και την 1η Μαΐου 2004 ως εξής:

	Μέχρι 31.12.2003 %	Από 1.1.2004 έως 30.4.2004 %	Από 1.5.2004 %
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	2,8658	2,8297	2,5502
Deutsche Bundesbank	24,4935	23,4040	21,1364
Τράπεζα της Ελλάδος	2,0564	2,1614	1,8974
Banco de España	8,8935	8,7801	7,7758
Banque de France	16,8337	16,5175	14,8712
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8496	1,0254	0,9219
Banca d'Italia	14,8950	14,5726	13,0516
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	0,1708	0,1568
De Nederlandsche Bank	4,2780	4,4323	3,9955
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	2,3019	2,0800
Banco de Portugal	1,9232	2,0129	1,7653
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,3970	1,4298	1,2887
<b>Σύνολο ΕθνΚΤ ζώνης ευρώ</b>	<b>80,9943</b>	<b>79,6384</b>	<b>71,4908</b>
Česká národní banka	0,0000	0,0000	1,4584
Danmarks Nationalbank	1,6709	1,7216	1,5663
Eesti Pank	0,0000	0,0000	0,1784
Κεντρική Τράπεζα της Κύπρου	0,0000	0,0000	0,1300
Latvijas Banka	0,0000	0,0000	0,2978
Lietuvos bankas	0,0000	0,0000	0,4425
Magyar Nemzeti Bank	0,0000	0,0000	1,3884
Central Bank of Malta/Bank Ċentrali ta' Malta	0,0000	0,0000	0,0647
Narodowy Bank Polski	0,0000	0,0000	5,1380

	Μέχρι 31.12.2003 %	Από 1.1.2004 έως 30.4.2004 %	Από 1.5.2004 %
Banka Slovenije	0,0000	0,0000	0,3345
Národná banka Slovenska	0,0000	0,0000	0,7147
Sveriges Riksbank	2,6537	2,6636	2,4133
Bank of England	14,6811	15,9764	14,3822
<b>Σύνολο ΕθνΚΤ εκτός ζώνης ευρώ</b>	<b>19,0057</b>	<b>20,3616</b>	<b>28,5092</b>
<b>Σύνολο ΕθνΚΤ εντός και εκτός ζώνης ευρώ</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

### (β) Κεφάλαιο της ΕΚΤ

Επειδή οι συντελεστές στάθμισης των ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ (με πλήρως καταβεβλημένες συμμετοχές) στο κεφάλαιο της ΕΚΤ (το οποίο ανέρχεται σε 5 δισεκ. ευρώ), μειώθηκαν συνολικά κατά 1,3559%, το μερίδιο συμμετοχής των εν λόγω ΕθνΚΤ στο εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ μειώθηκε από 4.049.715.000 σε 3.981.920.000 συνολικά την 1η Ιανουαρίου 2004. Στη συνέχεια μειώθηκε σε 3.978.226.562 την 1η Μαΐου 2004 ως αποτέλεσμα της ένταξης δέκα νέων κρατών μελών.

Σύμφωνα με το άρθρο 49.3 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ, το οποίο προστέθηκε στο Καταστατικό με τη Συνθήκη Προσχώρησης, το εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ θα αυξάνεται αυτομάτως στο μέλλον κάθε φορά που ένα νέο κράτος μέλος θα εντάσσεται στην ΕΕ και η ΕθνΚΤ του θα γίνεται μέλος του ΕΣΚΤ. Η αύξηση υπολογίζεται ως το γινόμενο του εγγεγραμμένου κεφαλαίου (δηλ. 5 δισεκ. ευρώ) επί το λόγο – εντός της διευρυμένης κλείδας κατανομής – της στάθμισης των νεοεισερχόμενων ΕθνΚΤ προς τη στάθμιση των ΕθνΚΤ που είναι ήδη μέλη του ΕΣΚΤ. Ως εκ τούτου, την 1η Μαΐου 2004, το εγγεγραμμένο κεφάλαιο της ΕΚΤ αυξήθηκε σε 5,565 δισεκ. ευρώ.

Οι 13 ΕθνΚΤ που δεν συμμετέχουν στη ζώνη του ευρώ υποχρεούνται να καταβάλουν ένα ελάχιστο ποσοστό του εγγεγραμμένου

κεφαλαίου τους ως εισφορά για την κάλυψη των λειτουργικών εξόδων της ΕΚΤ. Την 1η Μαΐου 2004 το ποσοστό αυτό αυξήθηκε από 5% σε 7% και η εισφορά αυτή, στην οποία συμπεριλαμβάνονται τα ποσά που κατέβαλαν οι δέκα νέες ΕθνΚΤ που δεν συμμετέχουν στη ζώνη του ευρώ, ανήλθε τότε σε 111.050.988 ευρώ συνολικά. Σε αντίθεση με τις ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ, οι ΕθνΚΤ που δεν συμμετέχουν στη ζώνη του ευρώ δεν δικαιούνται μερίδιο στα διανεμητέα κέρδη της ΕΚΤ, συμπεριλαμβανομένου του εισοδήματος από την κατανομή των τραπεζογραμματίων ευρώ εντός του Ευρωσυστήματος, ούτε υποχρεούνται να καλύψουν τυχόν ζημίες της ΕΚΤ.

Τα γεγονότα που προαναφέρθηκαν είχαν ως αποτέλεσμα τη μείωση του καταβεβλημένου κεφαλαίου από 4.097.229.250 ευρώ στις 31 Δεκεμβρίου 2003 σε 4.032.824.000 ευρώ την 1η Ιανουαρίου 2004 και στη συνέχεια την αύξησή του σε 4.089.277.550 ευρώ την 1η Μαΐου 2004, όπως φαίνεται στον παρακάτω πίνακα:

	Εγγεγραμμένο κεφάλαιο έως τις 31.12.2003 €	Καταβλημένο κεφάλαιο έως τις 31.12.2003 €	Εγγεγραμμένο κεφάλαιο από 1.1.2004 έως 30.4.2004 €	Καταβλημένο κεφάλαιο από 1.1.2004 έως 30.4.2004 €	Εγγεγραμμένο κεφάλαιο από 1.5.2004 <sup>1)</sup> €	Καταβλημένο κεφάλαιο από 1.5.2004 €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	143.290.000	143.290.000	141.485.000	141.485.000	141.910.195	141.910.195
Deutsche Bundesbank	1.224.675.000	1.224.675.000	1.170.200.000	1.170.200.000	1.176.170.751	1.176.170.751
Τράπεζα της Ελλάδος	102.820.000	102.820.000	108.070.000	108.070.000	105.584.034	105.584.034
Banco de España	444.675.000	444.675.000	439.005.000	439.005.000	432.697.551	432.697.551
Banque de France	841.685.000	841.685.000	825.875.000	825.875.000	827.533.093	827.533.093
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	42.480.000	42.480.000	51.270.000	51.270.000	51.300.686	51.300.686
Banca d'Italia	744.750.000	744.750.000	728.630.000	728.630.000	726.278.371	726.278.371
Banque centrale du Luxembourg	7.460.000	7.460.000	8.540.000	8.540.000	8.725.401	8.725.401
De Nederlandsche Bank	213.900.000	213.900.000	221.615.000	221.615.000	222.336.360	222.336.360
Oesterreichische Nationalbank	117.970.000	117.970.000	115.095.000	115.095.000	115.745.120	115.745.120
Banco de Portugal	96.160.000	96.160.000	100.645.000	100.645.000	98.233.106	98.233.106
Suomen Pankki – Finlands Bank	69.850.000	69.850.000	71.490.000	71.490.000	71.711.893	71.711.893
<b>Σύνολο ΕθνΚΤ ζώνης ευρώ</b>	<b>4.049.715.000</b>	<b>4.049.715.000</b>	<b>3.981.920.000</b>	<b>3.981.920.000</b>	<b>3.978.226.562</b>	<b>3.978.226.562</b>
Česká národní banka	0	0	0	0	81.155.136	5.680.860
Danmarks Nationalbank	83.545.000	4.177.250	86.080.000	4.304.000	87.159.414	6.101.159
Eesti Pank	0	0	0	0	9.927.370	694.916
Κεντρική Τράπεζα της Κύπρου	0	0	0	0	7.234.070	506.385
Latvijas Banka	0	0	0	0	16.571.585	1.160.011
Lietuvos bankas	0	0	0	0	24.623.661	1.723.656
Magyar Nemzeti Bank	0	0	0	0	77.259.868	5.408.191
Central Bank of Malta / Bank Ċentrali ta' Malta	0	0	0	0	3.600.341	252.024
Narodowy Bank Polski	0	0	0	0	285.912.706	20.013.889
Banka Slovenije	0	0	0	0	18.613.819	1.302.967
Národná banka Slovenska	0	0	0	0	39.770.691	2.783.948
Sveriges Riksbank	132.685.000	6.634.250	133.180.000	6.659.000	134.292.163	9.400.451
Bank of England	734.055.000	36.702.750	798.820.000	39.941.000	800.321.860	56.022.530
<b>Σύνολο ΕθνΚΤ εκτός ζώνης ευρώ</b>	<b>950.285.000</b>	<b>47.514.250</b>	<b>1.018.080.000</b>	<b>50.904.000</b>	<b>1.586.442.685</b>	<b>111.050.988</b>
<b>Σύνολο ΕθνΚΤ εντός και εκτός ζώνης ευρώ</b>	<b>5.000.000.000</b>	<b>4.097.229.250</b>	<b>5.000.000.000</b>	<b>4.032.824.000</b>	<b>5.564.669.247</b>	<b>4.089.277.550</b>

1) Κάθε ποσό στρογγυλοποιείται στο πλησιέστερο ακέραιο ποσό ευρώ. Τα γενικά σύνολα ενδέχεται να μην αντιστοιχούν στο ακριβές άθροισμα λόγω στρογγυλοποίησης.

### **Αποθεματικά**

Το στοιχείο αυτό αντιπροσωπεύει το γενικό αποθεματικό της ΕΚΤ, που συστάθηκε δυνάμει του άρθρου 33 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ.

## **ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΚΤΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ**

### **16 ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΑΥΤΟΜΑΤΟΥ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ ΤΙΤΛΩΝ**

Στο πλαίσιο της διαχείρισης των ιδίων κεφαλαίων της, η ΕΚΤ έχει συνάψει σύμβαση που αφορά πρόγραμμα αυτόματου δανεισμού τίτλων. Σύμφωνα με τη σύμβαση αυτή, διορισμένος αντιπρόσωπος διενεργεί συναλλαγές δανεισμού τίτλων για λογαριασμό της ΕΚΤ με αντισυμβαλλομένους που έχουν κριθεί κατάλληλοι από την ΕΚΤ. Στο πλαίσιο της εν λόγω σύμβασης, διενεργήθηκαν αντιστρεπτές συναλλαγές αξίας 1 δισεκ. ευρώ (2003: 0,4 δισεκ. ευρώ), οι οποίες παρέμεναν εκκρεμείς στις 31 Δεκεμβρίου 2004 (βλ. “Αντιστρεπτές συναλλαγές” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”).

### **17 ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΕΠΙ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ**

Το 2004 χρησιμοποιήθηκαν συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί επιτοκίων σε συνάλλαγμα στο πλαίσιο της διαχείρισης των συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ. Στις 31 Δεκεμβρίου 2004, η ονομαστική αξία των συναλλαγών που παρέμεναν εκκρεμείς ήταν η ακόλουθη:

Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί επιτοκίων σε συνάλλαγμα	Αξία συμβολαίων €
Αγορές	1.077.349.366
Πωλήσεις	91.770.061



## ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ

### 18 ΚΑΘΑΡΟΙ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ ΤΟΚΟΙ

#### *Πιστωτικοί τόκοι επί συναλλαγματικών διαθεσίμων*

Το στοιχείο αυτό περιλαμβάνει πιστωτικούς τόκους, μείον χρεωστικούς τόκους, επί των απαιτήσεων και υποχρεώσεων σε συνάλλαγμα, ως εξής:

	2004 €	2003 €	Μεταβολή €
Τόκοι επί τρεχούμενων λογαριασμών	3.744.188	3.679.287	64.901
Έσοδα από καταθέσεις μέσω της αγοράς χρήματος	49.854.512	45.699.455	4.155.057
Συμφωνίες επαναπώλησης	63.759.141	66.206.740	(2.447.599)
Καθαρά έσοδα από τοποθετήσεις σε τίτλους	317.073.827	445.357.205	(128.283.378)
<b>Σύνολο πιστωτικών τόκων επί συναλλαγματικών διαθεσίμων</b>	<b>434.431.668</b>	<b>560.942.687</b>	<b>(126.511.019)</b>
Χρεωστικοί τόκοι επί τρεχούμενων λογαριασμών	(32.020)	(73.292)	41.272
Συμφωνίες επαναγοράς	(11.947.990)	(19.575.020)	7.627.030
Λοιποί χρεωστικοί τόκοι (καθαροί)	(32.960)	0	(32.960)
<b>Πιστωτικοί τόκοι επί συναλλαγματικών διαθεσίμων (καθαροί)</b>	<b>422.418.698</b>	<b>541.294.375</b>	<b>(118.875.677)</b>

#### *Πιστωτικοί τόκοι από την κατανομή των τραπεζογραμματίων ευρώ εντός του Ευρωσυστήματος*

Το στοιχείο αυτό αποτελείται από τους πιστωτικούς τόκους της ΕΚΤ επί απαιτήσεών της σε σχέση με το μερίδιό της (8%) στη συνολική έκδοση τραπεζογραμματίων ευρώ. Για τον υπολογισμό των τόκων αυτών εφαρμόζεται το τελευταίο διαθέσιμο οριακό επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος. Οι πιστωτικοί αυτοί τόκοι καταλογίζονται στις ΕθνΚΤ όπως περιγράφεται στα “Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία” στην ενότητα “Λογιστικές πολιτικές”.

Βάσει του κατ’ εκτίμηση οικονομικού αποτελέσματος της ΕΚΤ για το έτος που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2004, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε το Δεκέμβριο του 2004:

(α) να ανακαλέσει τις τρεις τριμηνιαίες ενδιάμεσες διανομές που είχαν ήδη καταβληθεί στις ΕθνΚΤ εντός του έτους, οι οποίες ανέρχονταν συνολικά σε 536 εκατ. ευρώ, και

(β) να αναστείλει την τελευταία τριμηνιαία ενδιάμεση διανομή ύψους 197 εκατ. ευρώ.

#### *Χρεωστικοί τόκοι επί των απαιτήσεων των ΕθνΚΤ σε σχέση με μεταβιβασθέντα συναλλαγματικά διαθέσιμα*

Στο στοιχείο αυτό εμφανίζονται οι τόκοι που κατεβλήθησαν προς τις ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ επί των απαιτήσεών τους έναντι της ΕΚΤ σε σχέση με τα συναλλαγματικά διαθέσιμα που της μεταβίβασαν βάσει του άρθρου 30.1 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ.

#### *Λοιποί πιστωτικοί τόκοι και λοιποί χρεωστικοί τόκοι*

Τα στοιχεία αυτά περιλαμβάνουν πιστωτικούς και χρεωστικούς τόκους επί υπολοίπων που προέκυψαν από συναλλαγές μέσω του TARGET και επί των λοιπών απαιτήσεων και υποχρεώσεων σε ευρώ.

Το 2004, οι καθαροί πιστωτικοί τόκοι εξακολούθησαν να επηρεάζονται από τα χαμηλά επίπεδα των επιτοκίων στο εσωτερικό και το εξωτερικό.

## 19 ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΘΕΝΤΑ ΚΕΡΔΗ/ΖΗΜΙΕΣ ΑΠΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ

Τα πραγματοποιηθέντα κέρδη από χρηματοοικονομικές συναλλαγές το 2004 κατανομούνται ως εξής:

	2004 €	2003 €	Μεταβολή €
Καθαρά πραγματοποιηθέντα κέρδη από μεταβολές τιμών τίτλων	94.643.135	528.606.147	(433.963.012)
Καθαρά πραγματοποιηθέντα συναλλαγματικά κέρδη/(ζημιές)	41.402.675	(3.345.525)	44.748.200
Πραγματοποιηθέντα κέρδη από χρηματοοικονομικές συναλλαγές	136.045.810	525.260.622	(389.214.812)

## 20 ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΚΑΙ ΘΕΣΕΩΝ

	2004 €	2003 €	Μεταβολή €
Μη πραγματοποιηθείσες ζημιές από μεταβολές τιμών τίτλων	(28.485.006)	(10.349.709)	(18.135.297)
Μη πραγματοποιηθείσες συναλλαγματικές ζημιές	(2.064.800.103)	(3.962.339.851)	1.897.539.748
Σύνολο	(2.093.285.109)	(3.972.689.560)	1.879.404.451

Το κονδύλιο αυτό οφείλεται κυρίως στην απόσβεση του μέσου κόστους κτήσεως των δολαρίων ΗΠΑ που κατέχει η ΕΚΤ με τη συναλλαγματική τους ισοτιμία στο τέλος του έτους (31 Δεκεμβρίου 2004), μετά την υποτίμηση του δολαρίου έναντι του ευρώ στη διάρκεια του έτους.

## 21 ΚΑΘΑΡΑ ΕΞΟΔΑ ΑΠΟ ΑΜΟΙΒΕΣ ΚΑΙ ΠΡΟΜΗΘΕΙΕΣ

	2004 €	2003 €	Μεταβολή €
Έσοδα από αμοιβές και προμήθειες	297.964	700.271	(402.307)
Έξοδα για αμοιβές και προμήθειες	(559.481)	(763.737)	204.256
Καθαρά έσοδα για αμοιβές και προμήθειες	(261.517)	(63.466)	(198.051)

Τα μεν έσοδα προήλθαν κυρίως από ποινές που επεβλήθησαν σε πιστωτικά ιδρύματα λόγω μη συμμόρφωσής τους προς την υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών. Τα δε έξοδα αφορούν κυρίως αμοιβές επί τρεχούμενων λογαριασμών και αμοιβές που συνδέονται με την εκτέλεση συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί επιτοκίων σε συνάλλαγμα (βλ. “Σημειώσεις επί του ισολογισμού”, σημείωση 17).

## 22 ΛΟΙΠΑ ΕΣΟΔΑ

Διάφορα άλλα έσοδα προέκυψαν στη διάρκεια του έτους, κυρίως από τη μεταφορά αχρησιμοποίητων διοικητικών προβλέψεων στα αποτελέσματα χρήσεως. Από το 2004, το στοιχείο αυτό περιλαμβάνει επίσης τις συνεισφορές των ΕθνΚΤ των δέκα νέων κρατών μελών στην ετήσια αμοιβή παροχής υπηρεσιών σε σχέση με τη σύνδεση – κατά την ένταξη των κρατών αυτών – των εθνικών πληροφοριακών συστημάτων τους με την ασφαλή πληροφοριακή υποδομή του ΕΣΚΤ. Σε πρώτη φάση, το κόστος αυτό καταβάλλεται κεντρικά από την ΕΚΤ.

Οι συνεισφορές των ΕθνΚΤ θα σταματήσουν μόλις τα αντίστοιχα κράτη μέλη γίνουν μέλη της ζώνης του ευρώ.

## 23 ΔΑΠΑΝΕΣ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟΥ

Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνεται ποσό 120,0 εκατ. ευρώ για μισθούς, επιδόματα και ασφάλιστρα υγείας και ατυχημάτων (2003: 108,2 εκατ. ευρώ), καθώς και εργοδοτικές εισφορές της ΕΚΤ στο ταμείο συντάξεων του προσωπικού της. Οι αμοιβές των μελών της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ ανήλθαν συνολικά σε 2,1 εκατ. ευρώ (2003: 2,0 εκατ. ευρώ). Δεν κατεβλήθησαν συντάξεις σε πρώην μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής ή σε προστατευόμενα μέλη της οικογένειάς τους στη διάρκεια του έτους. Στα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής που αποχώρησαν κατεβλήθησαν μεταβατικές πληρωμές. Οι μισθοί και τα επιδόματα, συμπεριλαμβανομένων των αμοιβών των ανώτατων διοικητικών στελεχών, ακολουθούν κατ' ουσίαν το μισθολόγιο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων και είναι συγκρίσιμα προς αυτό.

Η αύξηση σε αυτό το στοιχείο το 2004 οφείλεται κυρίως σε αύξηση των υποχρεώσεων της ΕΚΤ που συνδέονται με το ταμείο συντάξεων, σύμφωνα με την αναλογιστική μελέτη (βλ. επίσης σημείωση 24).

Στο τέλος του 2004, η ΕΚΤ απασχολούσε 1.309 υπαλλήλους, από τους οποίους 131 κατείχαν διευθυντικές θέσεις. Στον ακόλουθο πίνακα παρουσιάζονται οι μεταβολές του προσωπικού το 2004:

	2004	2003
1 Ιανουαρίου	1.213	1.105
Προσλήψεις	137	149
Αποχωρήσεις	41	41
31 Δεκεμβρίου	1.309	1.213
Μέσος αριθμός απασχολουμένων	1.261	1.160

## 24 ΤΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΟΥ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟΥ ΤΗΣ ΕΚΤ

Σύμφωνα με τον κανονισμό του προγράμματος συνταξιοδότησης της ΕΚΤ, απαιτείται πλήρης αναλογιστική μελέτη ανά τριετία. Η τελευταία

πλήρης αναλογιστική μελέτη έγινε στις 31 Δεκεμβρίου 2003, με βάση την υπόθεση ότι αυτή την ημερομηνία θα αποχωρούσαν όλοι οι ασφαλισμένοι και θα έληγε η συντάξιμη υπηρεσία τους.

Οι συνταξιοδοτικές δαπάνες του προγράμματος εκτιμώνται σύμφωνα με τη γνωμοδότηση εξειδικευμένου αναλογιστή. Οι συνολικές συνταξιοδοτικές δαπάνες της ΕΚΤ, οι οποίες περιλαμβάνουν και πρόβλεψη για επιδόματα αναπηρίας και πρόσθετες παροχές μετά τη συνταξιοδότηση, ήταν 41,1 εκατ. ευρώ (2003: 21,7 εκατ. ευρώ). Στο ποσό αυτό συμπεριλαμβάνεται πρόβλεψη για καταβολή συντάξεων σε μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής, ύψους 1,8 εκατ. ευρώ (2003: 1,9 εκατ. ευρώ) και για τυχόν συμπληρωματικές εισφορές. Το απαιτούμενο μελλοντικό ποσοστό εισφοράς της ΕΚΤ είναι 16,5% επί των συντάξιμων αποδοχών όλου του προσωπικού.

## 25 ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΕΣ ΔΑΠΑΝΕΣ

Σε αυτές υπάγονται όλες οι λοιπές τρέχουσες δαπάνες που αφορούν τη μίσθωση και συντήρηση κτιριακών εγκαταστάσεων, αγαθά και εξοπλισμό μη κεφαλαιακού χαρακτήρα, αμοιβές εξωτερικών συνεργατών και λοιπές υπηρεσίες και προμήθειες, καθώς επίσης και δαπάνες για την πρόσληψη, μετάθεση, εγκατάσταση, κατάρτιση και επανεγκατάσταση υπαλλήλων.

## 26 ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΤΡΑΠΕΖΟΓΡΑΜΜΑΤΙΩΝ

Το 2004, όπως και το 2003, το κονδύλιο αυτό συνδεόταν με το κόστος διασυνοριακής μεταφοράς τραπεζογραμματίων ευρώ μεταξύ των ΕθνΚΤ για την κάλυψη απροσδόκτων διακυμάνσεων της ζήτησης. Το κόστος αυτό καταβάλλεται κεντρικά από την ΕΚΤ.

## ΣΗΜΕΙΩΣΗ ΕΠΙ ΤΟΥ ΕΠΙΜΕΡΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΖΗΜΙΑΣ

Η σημείωση αυτή δεν αποτελεί τμήμα των οικονομικών καταστάσεων της ΕΚΤ για το έτος 2004. Δημοσιεύεται στην Ετήσια Έκθεση για ενημερωτικούς μόνο λόγους.

### ΕΙΣΟΔΗΜΑ ΑΠΟ ΤΑ ΤΡΑΠΕΖΟΓΡΑΜΜΑΤΙΑ ΠΟΥ ΕΚΔΙΔΕΙ Η ΕΚΤ

Με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ, ποσό ύψους 733 εκατ. ευρώ δεν διανεμήθηκε από την ΕΚΤ, έτσι ώστε η συνολική διανομή κερδών του έτους να μην υπερβαίνει τα καθαρά κέρδη της ΕΚΤ για το έτος. Το ποσό αυτό αντιπροσωπεύει το συνολικό εισόδημα που αφορά το μερίδιο της ΕΚΤ στο σύνολο των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων ευρώ το 2004.

### ΚΑΛΥΨΗ ΤΗΣ ΖΗΜΙΑΣ ΤΗΣ ΕΚΤ

Δυνάμει του άρθρου 33.2 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ, σε περίπτωση ζημίας της ΕΚΤ, η ζημία αυτή μπορεί να καλυφθεί από το γενικό αποθεματικό της ΕΚΤ και, εφόσον κρίνεται αναγκαίο, έπειτα από απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου, από το νομισματικό εισόδημα του αντίστοιχου οικονομικού έτους, κατ' αναλογία και μέχρι το ύψος των ποσών που κατανέμονται στις εθνικές κεντρικές τράπεζες σύμφωνα με το άρθρο 32.5 του Καταστατικού.<sup>1</sup>

Στις 11 Μαρτίου 2005, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να καλύψει τη ζημία για τη χρήση που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2004 ως εξής:

	2004 €	2003 €
Ζημία χρήσεως	(1.636.028.702)	(476.688.785)
Ανάληψη από το γενικό αποθεματικό	296.068.424	476.688.785
Μεταφορά από το συγκεντρωθέν νομισματικό εισόδημα	1.339.960.278	0
<b>Σύνολο</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

<sup>1</sup> Δυνάμει του άρθρου 32.5 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ, το συνολικό ποσό του νομισματικού εισοδήματος των εθνικών κεντρικών τραπεζών κατανέμεται μεταξύ τους κατ' αναλογία προς τα καταβεβλημένα μερίδια συμμετοχής τους στο κεφάλαιο της ΕΚΤ.



## Έκθεση των ελεγκτών

Προς τον Πρόεδρο και το Διοικητικό Συμβούλιο  
της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

Φραγκφούρτη

Ελέξαμε τον επισυναπτόμενο ισολογισμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 31ης Δεκεμβρίου 2004 και τα αποτελέσματα χρήσεως για το 2004, καθώς και τις σημειώσεις επί αυτών. Οι εν λόγω λογαριασμοί καταρτίζονται με ευθύνη της Εκτελεστικής Επιτροπής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Εμείς είμαστε υπεύθυνοι να εκφέρουμε γνώμη σχετικά με τους λογαριασμούς αυτούς, βάσει του ελέγχου μας.

Διενεργήσαμε τον έλεγχο μας με βάση τα Διεθνή Ελεγκτικά Πρότυπα. Σύμφωνα με τα πρότυπα αυτά, οφείλουμε να σχεδιάσουμε και να διενεργήσουμε τον έλεγχο, ώστε να βεβαιωθούμε σε εύλογο βαθμό ότι οι ετήσιοι λογαριασμοί δεν περιέχουν ουσιώδεις ανακρίβειες. Ο έλεγχος περιλαμβάνει την εξέταση, σε δειγματοληπτική βάση, παραστατικών στα οποία στηρίζονται τα ποσά και τα γεγονότα που παρουσιάζονται στους ετήσιους λογαριασμούς. Επίσης, περιέχει την αξιολόγηση των λογιστικών αρχών που χρησιμοποιήθηκαν, καθώς και σημαντικών εκτιμήσεων που διατύπωσε η διοίκηση. Τέλος, αξιολογείται η συνολική παρουσίαση των ετήσιων λογαριασμών. Πιστεύουμε ότι ο έλεγχος που διενεργήσαμε παρέχει μια επαρκή βάση προκειμένου να εκφέρουμε τη γνώμη μας.

Κατά την άποψή μας, οι ετήσιοι λογαριασμοί παρέχουν αληθή και ορθή εικόνα της οικονομικής κατάστασης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας στις 31 Δεκεμβρίου 2004 και των αποτελεσμάτων των εργασιών της για τη χρήση που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2004, σύμφωνα με τις λογιστικές πολιτικές που περιγράφονται στην πρώτη ενότητα των σημειώσεων.

Φραγκφούρτη, 4 Μαρτίου 2005

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)

(Dr. Lemnitzer)

Aufsichtsratsvorsitzender:  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Gerhard Brackert

Vorstand:  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Axel Berger  
WP RA StB  
Dr. Bernd Erle  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Prof. Dr. Gerd Geib  
WP Dr. Martin Hoyos

RA StB  
Dr. Hartwich Lüßmann  
WP Dipl.-Kfm. Ulrich Maas  
WP StB  
Prof. Dr. Rolf Nonnenmacher  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Rüdiger Reinke  
CPA Kenneth D. Russell  
WP Dipl.-Oec.  
Bernd Ulrich Schmid  
WP Dipl.-Kfm.  
Prof. Dr. Wierhand Schruff  
WP StB Dr. Peter Wesner

WP RA StB  
Prof. Dr. Harald Wiedmann  
Sprecher  
WP StB CPA Dipl.-Kfm. MSc  
Gottfried Wohlmannstetter  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Hans Zehnder  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Wolfgang Zielke  
stellv. Sprecher  
Zertifiziert nach  
DIN EN ISO 9001

Sitz: Berlin und  
Frankfurt am Main  
Handelsregister:  
Charlottenburg (HRB 1077)  
und Frankfurt am Main  
(HRB 14345)  
Bankverbindung:  
Deutsche Bank AG,  
Frankfurt a. M., 096 386 800  
BLZ 500 700 10  
USt.-IdNr.: DE 136 751 547



## 5 ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΤΗΣ 31ΗΣ ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2004

(ΕΚΑΤ. ΕΥΡΩ)

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2004	31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2003
<b>1 Χρυσός και απαιτήσεις σε χρυσό</b>	<b>125.730</b>	<b>130.344</b>
<b>2 Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα από μη κατοίκους ζώνης ευρώ</b>	<b>153.856</b>	<b>175.579</b>
2.1 Απαιτήσεις από το ΔΝΤ	23.948	29.130
2.2 Καταθέσεις σε τράπεζες, τίτλοι, δάνεια και λοιπά στοιχεία ενεργητικού	129.908	146.449
<b>3 Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα από κατοίκους ζώνης ευρώ</b>	<b>16.974</b>	<b>17.415</b>
<b>4 Απαιτήσεις σε ευρώ από μη κατοίκους ζώνης ευρώ</b>	<b>6.849</b>	<b>6.049</b>
4.1 Καταθέσεις σε τράπεζες, τίτλοι και δάνεια	6.849	6.049
4.2 Απαιτήσεις που απορρέουν από πιστωτικές διευκολύνσεις στο πλαίσιο του ΜΣΙ ΙΙ	0	0
<b>5 Δάνεια σε ευρώ προς πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης ευρώ, σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής</b>	<b>345.112</b>	<b>298.163</b>
5.1 Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης	270.000	253.001
5.2 Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης	75.000	45.000
5.3 Αντιστρεπτέες πράξεις εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας	0	0
5.4 Διαρθρωτικές αντιστρεπτέες πράξεις	0	0
5.5 Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	109	134
5.6 Πιστώσεις για την κάλυψη περιθωρίων	3	28
<b>6 Λοιπές απαιτήσεις σε ευρώ από πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης ευρώ</b>	<b>3.763</b>	<b>729</b>
<b>7 Τίτλοι σε ευρώ κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>70.244</b>	<b>54.466</b>
<b>8 Χρέος γενικής κυβέρνησης σε ευρώ</b>	<b>41.317</b>	<b>42.686</b>
<b>9 Λοιπά στοιχεία ενεργητικού</b>	<b>120.479</b>	<b>109.365</b>
<b>Σύνολο ενεργητικού</b>	<b>884.324</b>	<b>834.796</b>

Τα γενικά/μερικά σύνολα ενδέχεται να μην αντιστοιχούν στο ακριβές άθροισμα λόγω στρογγυλοποίησης.

ΠΑΘΗΤΙΚΟ	31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2004	31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2003
<b>1 Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία</b>	<b>501.256</b>	<b>436.128</b>
<b>2 Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων της ζώνης ευρώ, σχετιζόμενες με πράξεις νομισματικής πολιτικής</b>	<b>138.735</b>	<b>147.328</b>
2.1 Τρεχούμενοι λογαριασμοί (που καλύπτουν το σύστημα ελάχιστων αποθεματικών)	138.624	147.247
2.2 Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	106	80
2.3 Καταθέσεις προθεσμίας	0	0
2.4 Αντιστρεπτές πράξεις εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας	0	0
2.5 Καταθέσεις για την κάλυψη περιθωρίων	5	1
<b>3 Λοιπές υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων της ζώνης ευρώ</b>	<b>126</b>	<b>257</b>
<b>4 Εκδοθέντα χρεόγραφα</b>	<b>0</b>	<b>1.054</b>
<b>5 Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι λοιπών κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>42.187</b>	<b>39.865</b>
5.1 Γενική κυβέρνηση	35.968	34.106
5.2 Λοιπές υποχρεώσεις	6.219	5.759
<b>6 Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>10.912</b>	<b>10.279</b>
<b>7 Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>247</b>	<b>499</b>
<b>8 Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ</b>	<b>10.679</b>	<b>11.205</b>
8.1 Καταθέσεις, υπόλοιπα και λοιπές υποχρεώσεις	10.679	11.205
8.2 Υποχρεώσεις που απορρέουν από πιστωτικές διευκολύνσεις στο πλαίσιο του ΜΣΙ ΙΙ	0	0
<b>9 Λογαριασμός ειδικών τραβηκτικών δικαιωμάτων του ΔΝΤ</b>	<b>5.573</b>	<b>5.761</b>
<b>10 Λοιπές υποχρεώσεις</b>	<b>51.791</b>	<b>54.757</b>
<b>11 Λογαριασμοί αναπροσαρμογής</b>	<b>64.581</b>	<b>67.819</b>
<b>12 Κεφάλαιο και αποθεματικά</b>	<b>58.237</b>	<b>59.844</b>
<b>Σύνολο παθητικού</b>	<b>884.324</b>	<b>834.796</b>

# ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

### ΝΟΜΙΚΕΣ ΠΡΑΞΕΙΣ ΠΟΥ ΥΙΟΘΕΤΗΘΗΚΑΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΚΤ

Στον παρακάτω πίνακα απαριθμούνται οι Υπηρεσία Επίσημων Εκδόσεων των νομικές πράξεις που υιοθετήθηκαν από την Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. Πλήρη κατάλογο των ΕΚΤ το 2004 και στις αρχές του 2005 και νομικών πράξεων της ΕΚΤ από την ίδρυσή της οι οποίες δημοσιεύθηκαν στην Επίσημη Εφημερίδα της Ένωσης. Αντίτυπα τευχών της Εφημερίδα βλ. στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ. Επίσημης Εφημερίδας διατίθενται από την

Αριθμός	Τίτλος	Δημοσίευση στην Επίσημη Εφημερίδα
EKT/2004/1	Κατευθυντήρια Γραμμή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 13ης Φεβρουαρίου 2004 που τροποποιεί την Κατευθυντήρια Γραμμή EKT/2003/2 σχετικά με ορισμένες υποχρεώσεις παροχής στατιστικών στοιχείων θεσπιζόμενες από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και τις διαδικασίες παροχής στατιστικών στοιχείων από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες στον τομέα της νομισματικής και τραπεζικής στατιστικής	L 83, 20.3.2004, σελ. 29
EKT/2004/2	Απόφαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 19ης Φεβρουαρίου 2004 για τη θέσπιση του Εσωτερικού Κανονισμού της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας	L 80, 18.3.2004, σελ. 33
EKT/2004/3	Απόφαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 4ης Μαρτίου 2004 σχετικά με την πρόσβαση του κοινού στα έγγραφα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας	L 80, 18.3.2004, σελ. 42
EKT/2004/4	Κατευθυντήρια Γραμμή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 21ης Απριλίου 2004 που τροποποιεί την Κατευθυντήρια Γραμμή EKT/2001/3 σχετικά με το Διερωπαϊκό Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ταχείας Μεταφοράς Κεφαλαίων σε Συνεχή Χρόνο (σύστημα TARGET)	L 205, 9.6.2004, σελ. 1
EKT/2004/5	Απόφαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 22ας Απριλίου 2004 σχετικά με τα ποσοστά των μεριδίων συμμετοχής των εθνικών κεντρικών τραπεζών στην κλείδα κατανομής για την εγγραφή στο κεφάλαιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας	L 205, 9.6.2004, σελ. 5
EKT/2004/6	Απόφαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 22ας Απριλίου 2004 σχετικά με τη θέσπιση των αναγκαίων μέτρων για την καταβολή του κεφαλαίου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας από τις συμμετέχουσες εθνικές κεντρικές τράπεζες	L 205, 9.6.2004, σελ. 7
EKT/2004/7	Απόφαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 22ας Απριλίου 2004 σχετικά με τη θέσπιση των λεπτομερών διατάξεων για τις μεταβιβάσεις μεριδίων κεφαλαίου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας μεταξύ των εθνικών κεντρικών τραπεζών και για την αναπροσαρμογή του καταβεβλημένου κεφαλαίου	L 205, 9.6.2004, σελ. 9

Αριθμός	Τίτλος	Δημοσίευση στην Επίσημη Εφημερίδα
EKT/2004/8	Απόφαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 22ας Απριλίου 2004 σχετικά με τη θέσπιση των αναγκαίων μέτρων για την εισφορά στη συσσωρευμένη αξία ιδίων κεφαλαίων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, για την αναπροσαρμογή των ισοδύναμων προς τα μεταβιβασθέντα συναλλαγματικά διαθέσιμα απαιτήσεων των εθνικών κεντρικών τραπεζών και για συναφή οικονομικά θέματα	L 205, 9.6.2004, σελ. 13
EKT/2004/9	Απόφαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 22ας Απριλίου 2004 που τροποποιεί την απόφαση EKT/2001/15 της 6ης Δεκεμβρίου 2001 σχετικά με την έκδοση τραπεζογραμματίων ευρώ	L 205, 9.6.2004, σελ. 17
EKT/2004/10	Απόφαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 23ης Απριλίου 2004 σχετικά με τη θέσπιση των αναγκαίων μέτρων για την καταβολή του κεφαλαίου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας από τις μη συμμετέχουσες εθνικές κεντρικές τράπεζες	L 205, 9.6.2004, σελ. 19
EKT/2004/11	Απόφαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 3ης Ιουνίου 2004 σχετικά με τους όρους και τις λεπτομέρειες διεξαγωγής ερευνών από την Ευρωπαϊκή Υπηρεσία Καταπολέμησης της Απάτης στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα στον τομέα της καταπολέμησης της απάτης, της δωροδοκίας και κάθε άλλης παράνομης δραστηριότητας επιζήμιας για τα οικονομικά συμφέροντα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων και σχετικά με την τροποποίηση των όρων απασχόλησης του προσωπικού της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας	L 230, 30.6.2004, σελ. 56
EKT/2004/12	Απόφαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 17ης Ιουνίου 2004 για τη θέσπιση του Εσωτερικού Κανονισμού του Γενικού Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας	L 230, 30.6.2004, σελ. 61
EKT/2004/13	Κατευθυντήρια Γραμμή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 1ης Ιουλίου 2004 σχετικά με την παροχή υπηρεσιών διαχείρισης συναλλαγματικών διαθεσίμων σε ευρώ από το Ευρωσύστημα προς κεντρικές τράπεζες εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης, προς χώρες εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης και προς διεθνείς οργανισμούς	L 205, 13.7.2004, σελ. 68
EKT/2004/14	Απόφαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 9ης Ιουλίου 2004 που τροποποιεί την απόφαση EKT/2003/15 της 28ης Νοεμβρίου 2003 σχετικά με την έγκριση της ποσότητας των κερμάτων που πρόκειται να εκδοθούν το 2004	L 248, 22.7.2004, σελ. 14

Αριθμός	Τίτλος	Δημοσίευση στην Επίσημη Εφημερίδα
ΕΚΤ/2004/15	Κατευθυντήρια γραμμή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 16ης Ιουλίου 2004 σχετικά με τις απαιτήσεις της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για παροχή στατιστικών στοιχείων στον τομέα του ισοζυγίου πληρωμών και της διεθνούς επενδυτικής θέσης και το πρότυπο διεθνών διαθεσίμων	L 354, 30.11.2004, σελ. 34
ΕΚΤ/2004/16	Σύσταση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 16ης Ιουλίου 2004 σχετικά με τις απαιτήσεις της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για παροχή στατιστικών στοιχείων στον τομέα του ισοζυγίου πληρωμών και της διεθνούς επενδυτικής θέσης και το πρότυπο διεθνών διαθεσίμων	C 292, 30.11.2004, σελ. 21
ΕΚΤ/2004/17	Σύσταση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 30ής Ιουλίου 2004 προς το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης σχετικά με τους εξωτερικούς ελεγκτές της Banca d'Italia	C 202, 10.8.2004, σελ. 1
ΕΚΤ/2004/18	Κατευθυντήρια Γραμμή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 16ης Σεπτεμβρίου 2004 σχετικά με την προμήθεια τραπεζογραμματίων ευρώ	L 320, 21.10.2004, σελ. 21
ΕΚΤ/2004/19	Απόφαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 14ης Δεκεμβρίου 2004 σχετικά με την έγκριση της ποσότητας των κερμάτων που πρόκειται να εκδοθούν το 2005	L 379, 24.12.2004, σελ. 107
ΕΚΤ/2004/20	Κατευθυντήρια Γραμμή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 16ης Δεκεμβρίου 2004 που τροποποιεί την Κατευθυντήρια Γραμμή ΕΚΤ/2004/13 σχετικά με την παροχή υπηρεσιών διαχείρισης συναλλαγματικών διαθέσιμων σε ευρώ από το Ευρωσύστημα προς κεντρικές τράπεζες εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης, προς χώρες εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης και προς διεθνείς οργανισμούς	L 385, 29.12.2004, σελ. 85
ΕΚΤ/2004/21	Κανονισμός της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 16ης Δεκεμβρίου 2004 που τροποποιεί τον Κανονισμό ΕΚΤ/2001/13 σχετικά με την ενοποιημένη λογιστική κατάσταση του τομέα των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και τον Κανονισμό ΕΚΤ/2001/18 σχετικά με τα στατιστικά στοιχεία επιτοκίων εφαρμοζόμενων από τα νομισματικά ιδρύματα σε καταθέσεις και δάνεια που αφορούν νοικοκυριά και μη χρηματοδοτικές εταιρίες	L 371, 18.12.2004, σελ. 42



Αριθμός	Τίτλος	Δημοσίευση στην Επίσημη Εφημερίδα
EKT/2005/1	Κατευθυντήρια Γραμμή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 21ης Ιανουαρίου 2005 που τροποποιεί την Κατευθυντήρια Γραμμή EKT/2001/3 σχετικά με το Διευρωπαϊκό Αυτόματοποιημένο Σύστημα Ταχείας Μεταφοράς Κεφαλαίων σε Συνεχή Χρόνο (σύστημα TARGET)	L 30, 3.2.2005, σελ. 21
EKT/2005/2	Κατευθυντήρια Γραμμή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 3ης Φεβρουαρίου 2005 που τροποποιεί την Κατευθυντήρια Γραμμή EKT/2000/7 σχετικά με τα μέσα και τις διαδικασίες νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος	Δεν έχει δημοσιευθεί ακόμη
EKT/2005/3	Σύσταση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 11ης Φεβρουαρίου 2005 προς το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης σχετικά με τους εξωτερικούς ελεγκτές της Banco de Portugal	C 50, 26.2.2004, σελ. 6
EKT/2005/4	Κατευθυντήρια Γραμμή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 15ης Φεβρουαρίου 2005 που τροποποιεί την Κατευθυντήρια Γραμμή EKT/2003/2 σχετικά με ορισμένες υποχρεώσεις παροχής στατιστικών στοιχείων θεσπιζόμενες από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και τις διαδικασίες παροχής στατιστικών στοιχείων από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες στον τομέα της νομισματικής και τραπεζικής στατιστικής	Δεν έχει δημοσιευθεί ακόμη
EKT/2005/5	Κατευθυντήρια Γραμμή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 17ης Φεβρουαρίου 2005 σχετικά με τις υποχρεώσεις παροχής στατιστικών στοιχείων που θεσπίζει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και τις διαδικασίες ανταλλαγής στατιστικών πληροφοριών εντός του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών στον τομέα της στατιστικής δημοσίων οικονομικών	Δεν έχει δημοσιευθεί ακόμη

## ΓΝΩΜΟΔΟΤΗΣΕΙΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

Ο παρακάτω πίνακας περιέχει τις γνώμες που εξέδωσε η ΕΚΤ το 2004 και στις αρχές του 2005 σύμφωνα με το Άρθρο 105 (4) της Συνθήκης και το Άρθρο 4 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ, το Άρθρο 112 (2) (β) της Συνθήκης και το Άρθρο

11.2 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ. Κατάλογος όλων των γνωμοδοτήσεων της ΕΚΤ από την ίδρυσή της δημοσιεύεται στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

### (α) Γνώμες της ΕΚΤ εκδοθείσες κατόπιν αιτήματος κρατών-μελών<sup>1</sup>

Αριθμός <sup>2</sup>	Αίτημα από	Θέμα
CON/2004/1	Φινλανδία	Μέτρα που επηρεάζουν την οικονομική κατάσταση της Suomen Pankki και διατάξεις που αφορούν την αρμοδιότητά της να εκδίδει κανόνες
CON/2004/2	Σουηδία	Παροχή στοιχείων νομισματικής και τραπεζικής στατιστικής από τα NXI
CON/2004/3	Λουξεμβούργο	Θέσπιση ειδικού νομικού πλαισίου για τις συναλλαγές τιτλοποίησης απαιτήσεων
CON/2004/5	Αυστρία	Συμπληρωματική εποπτεία επιχειρήσεων που ανήκουν σε χρηματοπιστωτικούς ομίλους ετερογενών δραστηριοτήτων
CON/2004/6	Γαλλία	Κάλυψη συναλλαγματικών ζημιών της Banque de France
CON/2004/8	Γαλλία	Νομικό πλαίσιο για την ανακύκλωση τραπεζογραμματίων και κερμάτων ευρώ
CON/2004/9	Βέλγιο	Διαδικασίες αφερεγγυότητας και πτωχεύσεως για πιστωτικά ιδρύματα, ιδρύματα εκκαθάρισης συναλλαγών και εταιρίες επενδύσεων
CON/2004/15	Γαλλία	Διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα
CON/2004/16	Ιταλία	Προστασία των αποταμιεύσεων
CON/2004/17	Σουηδία	Παλαιά τραπεζογραμμάτια και κέρματα που παύουν να αποτελούν νόμιμο χρήμα
CON/2004/18	Πορτογαλία	Αναδιοργάνωση και εκκαθάριση πιστωτικών ιδρυμάτων
CON/2004/20	Γαλλία	Τιμαριθμοποιημένα δάνεια χορηγούμενα από πιστωτικά ιδρύματα
CON/2004/21	Ολλανδία	Εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα
CON/2004/22	Γαλλία	Μεταβίβαση της κυριότητας χρηματοπιστωτικών μέσων

1 Σύμφωνα με απόφαση που έλαβε το Διοικητικό Συμβούλιο το Δεκέμβριο του 2004, οι Γνώμες της ΕΚΤ οι οποίες εκδίδονται κατόπιν αιτήματος εθνικών αρχών δημοσιεύονται κατά κανόνα αμέσως μετά την έγκριση και την κοινοποίησή τους στην ενδιαφερόμενη αρχή.

2 Οι Γνώμες αριθμούνται σύμφωνα με τη σειρά της εγκρίσεώς τους από το Διοικητικό Συμβούλιο.

Αριθμός <sup>2</sup>	Αίτημα από	Θέμα
CON/2004/23	Γερμανία	Υποχρεώσεις παροχής στατιστικών στοιχείων σχετικά με διασυνοριακές συναλλαγές μεταξύ κατοίκων και μη κατοίκων
CON/2004/24	Αυστρία	Συλλογή στατιστικών στοιχείων που αφορούν τις εισαγωγές και εξαγωγές υπηρεσιών
CON/2004/25	Εσθονία	Αρχές αρμόδιες για την κανονιστική ρύθμιση των ιδρυμάτων ηλεκτρονικού χρήματος
CON/2004/26	Αυστρία	Παροχή στοιχείων του ισοζυγίου πληρωμών, με εξαίρεση το ισοζύγιο υπηρεσιών και το ισοζύγιο μεταβιβάσεων
CON/2004/27	Βέλγιο	Διατάξεις περί χρηματοοικονομικού ενεχύρου
CON/2004/28	Σουηδία	Κυκλοφορία τραπεζογραμματίων και κερμάτων
CON/2004/29	Μάλτα	Εξαιρέσεις από το σύστημα ελάχιστων αποθεματικών που εφαρμόζει η Μάλτα
CON/2004/30	Γαλλία	Συμπλήρωση του νομικού πλαισίου για τους οργανισμούς τιτλοποίησης
CON/2004/31	Σλοβακία	Εποπτεία της χρηματοπιστωτικής αγοράς από την Národná banka Slovenska
CON/2004/33	Ουγγαρία	Υποχρεώσεις παροχής στατιστικών στοιχείων για το σύστημα πληροφοριών της κεντρικής τράπεζας
CON/2004/34	Βέλγιο	Φορολόγηση πράξεων συναλλάγματος
CON/2004/35	Ουγγαρία	Λήψη αποφάσεων νομισματικής πολιτικής
CON/2004/36	Τσεχία	Πρόγραμμα στατιστικών ερευνών για το 2005
CON/2004/37	Τσεχία	Ιδρύματα ηλεκτρονικού χρήματος
CON/2004/38	Δανία	Δημιουργία ειδικού νομικού και εποπτικού πλαισίου για τα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων (hedge funds)
CON/2004/39	Ισπανία	Νέα διοικητική διάρθρωση του συστήματος εκκαθάρισης όσον αφορά τις πληρωμές μικρής αξίας
CON/2005/3	Ουγγαρία	Επεξεργασία και διανομή τραπεζογραμματίων και κερμάτων
CON/2005/5	Μάλτα	Υποχρεώσεις παροχής στατιστικών στοιχείων από τα πιστωτικά ιδρύματα προς την κεντρική τράπεζα της Μάλτας

**(β) Γνώμες της ΕΚΤ εκδοθείσες κατόπιν αιτήματος ευρωπαϊκών θεσμικών οργάνων<sup>3</sup>**

Αριθμός <sup>4</sup>	Αίτημα από	Θέμα	Δημοσίευση στην Επίσημη Εφημερίδα
CON/2004/4	Συμβούλιο	Κατάρτιση τριμηνιαίων χρηματοπιστωτικών λογαριασμών κατά θεσμικό τομέα	C 42, 18.2.2004, σελ. 23
CON/2004/7	Συμβούλιο	Νέα οργανωτική διάρθρωση των επιτροπών στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και επέκταση της διαδικασίας Lamfalussy σε όλους τους χρηματοπιστωτικούς τομείς	C 58, 6.3.2004, σελ. 23
CON/2004/10	Συμβούλιο	Ισοτιμίες μετατροπής μεταξύ του ευρώ και των νομισμάτων των κρατών-μελών που υιοθετούν το ευρώ	C 88, 8.4.2004, σελ. 20
CON/2004/11	Συμβούλιο	Διορισμός νέου μέλους της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ	C 87, 7.4.2004, σελ. 37
CON/2004/12	Συμβούλιο	Συμφωνία περί των νομισματικών σχέσεων με την Ανδόρα	C 88, 8.4.2004, σελ. 18
CON/2004/13	Συμβούλιο	Μετάλλια και “μάρκες” που προσομοιάζουν με κέρματα ευρώ	C 134, 12.5.2004, σελ. 11
CON/2004/14	Συμβούλιο	Κατάρτιση και διαβίβαση τριμηνιαίων στοιχείων για το δημόσιο χρέος	C 134, 12.5.2004, σελ. 14
CON/2004/19	Συμβούλιο	Βραχυπρόθεσμες στατιστικές	C 158, 15.6.2004, σελ. 3
CON/2004/32	Συμβούλιο	Έναρξη διαπραγματεύσεων για τη σύναψη συμφωνίας περί των νομισματικών σχέσεων με την Ανδόρα	C 256, 16.10.2004, σελ. 9
CON/2005/2	Συμβούλιο	Αποτροπή της χρησιμοποίησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος για νομιμοποίηση εσόδων από παράνομες δραστηριότητες και για χρηματοδότηση της τρομοκρατίας	C 40, 17.2.2005, σελ. 9
CON/2005/4	Συμβούλιο	Πλαίσιο κεφαλαιακής επάρκειας για τα πιστωτικά ιδρύματα και τις εταιρίες επενδύσεων	C 52, 2.3.2005, σελ. 37

<sup>3</sup> Δημοσιεύονται και στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

<sup>4</sup> Οι Γνώμες αριθμούνται σύμφωνα με τη σειρά της εγκρίσεώς τους από το Διοικητικό Συμβούλιο.

## ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΑΠΟ ΤΟΝ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟ ΤΟΥ 2004 ΚΑΙ ΕΞΗΣ

Σκοπός του παρόντος καταλόγου είναι να πληροφορήσει τους αναγνώστες σχετικά με επιλεγμένες εκδόσεις της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας από τον Ιανουάριο του 2004 και εξής. Για τη σειρά “Working Papers”, ο κατάλογος αναφέρει μόνο τις μελέτες που δημοσιεύθηκαν από το Δεκέμβριο του 2004 έως το Φεβρουάριο του 2005. Οι εκδόσεις διατίθενται δωρεάν στους ενδιαφερομένους από το Τμήμα Τύπου και Ενημέρωσης. Παρακαλούμε οι παραγγελίες να υποβάλλονται γραπτώς στην ταχυδρομική διεύθυνση που αναγράφεται στη σελίδα 2.

Πλήρης κατάλογος των εκδόσεων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος δημοσιεύεται στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ (<http://www.ecb.int>).

### ΕΤΗΣΙΑ ΕΚΘΕΣΗ

“Ετήσια Έκθεση 2003”, Απρίλιος 2004.

### ΑΡΘΡΑ ΜΗΝΙΑΙΟΥ ΔΕΛΤΙΟΥ

“Η ΟΝΕ και η άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής”, Ιανουάριος 2004.

“Έρευνα κοινής γνώμης για την οικονομική δραστηριότητα, τις τιμές και την εξέλιξη της αγοράς εργασίας στη ζώνη του ευρώ: χαρακτηριστικά και εφαρμογές”, Ιανουάριος 2004.

“Μέτρηση και ανάλυση της εξέλιξης της κερδοφορίας στη ζώνη του ευρώ”, Ιανουάριος 2004.

“Οι οικονομίες των εντασσόμενων χωρών στο κατώφλι της Ευρωπαϊκής Ένωσης”, Φεβρουάριος 2004.

“Η εξέλιξη των λογιστικών καταστάσεων του ιδιωτικού τομέα στη ζώνη του ευρώ και στις ΗΠΑ”, Φεβρουάριος 2004.

“Η εφαρμογή της μεθόδου αποτίμησης με την εύλογη αξία στον ευρωπαϊκό τραπεζικό τομέα – επιδράσεις από τη σκοπιά της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας”, Φεβρουάριος 2004.

“Επιδράσεις της δημοσιονομικής πολιτικής στη μακροοικονομική σταθερότητα και τις τιμές”, Απρίλιος 2004.

“Μελλοντικές εξελίξεις στο σύστημα TARGET”, Απρίλιος 2004.

“Οι χώρες που μετέχουν στη διαδικασία της Βαρκελώνης και οι σχέσεις τους με τη ζώνη του ευρώ”, Απρίλιος 2004.

“Η οικονομία της ΕΕ μετά την ένταξη των νέων κρατών-μελών”, Μάιος 2004.

“Το φυσικό πραγματικό επιτόκιο της ζώνης του ευρώ”, Μάιος 2004.

“Μέθοδοι περιορισμού του κινδύνου στις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος”, Μάιος 2004.

“Η παραγωγικότητα της εργασίας στη ζώνη του ευρώ: συνολικές τάσεις και εξελίξεις κατά τομέα”, Ιούλιος 2004.

“Παράγοντες που συνέβαλαν στην ανθεκτικότητα του τραπεζικού τομέα της ΕΕ από το 2001 και εξής”, Ιούλιος 2004.

“Το Ευρωπαϊκό Σύνταγμα και η ΕΚΤ”, Αύγουστος 2004.

“Χαρακτηριστικά και χρήση των τριμηνιαίων λογαριασμών της γενικής κυβέρνησης”, Αύγουστος 2004.

“Τραπεζογραμμάτια ευρώ: η εμπειρία των πρώτων ετών”, Αύγουστος 2004.

“Νομισματική ανάλυση σε πραγματικό χρόνο”, Οκτώβριος 2004.

“Η οικονομική ενοποίηση σε επιλεγμένες περιφέρειες εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης”, Οκτώβριος 2004.

“Οι τιμές του πετρελαίου και η οικονομία της ζώνης του ευρώ”, Νοέμβριος 2004.

“Αντληση πληροφοριών από τις τιμές των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων”, Νοέμβριος 2004.

“Εξελίξεις όσον αφορά το πλαίσιο της ΕΕ για την κανονιστική ρύθμιση, την εποπτεία και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος”, Νοέμβριος 2004.

“Το νέο Σύμφωνο της Βασιλείας για την κεφαλαιακή επάρκεια: κύρια χαρακτηριστικά και συνέπειες”, Ιανουάριος 2005.

“Χρηματοοικονομικές ροές προς τις αναδύμενες οικονομίες της αγοράς: μεταβαλλόμενα πρότυπα και πρόσφατες εξελίξεις”, Ιανουάριος 2005.

“Πειθαρχία της τραπεζικής αγοράς”, Φεβρουάριος 2005.

“Οι πρώτες εμπειρίες από την τροποποίηση του λειτουργικού πλαισίου για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος”, Φεβρουάριος 2005.

“Το ισοζύγιο πληρωμών και η διεθνής επενδυτική θέση της ζώνης του ευρώ έναντι των κυριότερων εμπορικών της εταίρων”, Φεβρουάριος 2005.

#### STATISTICS POCKET BOOK

Διαθέσιμο κάθε μήνα από τον Αύγουστο του 2003 και εξής (στα αγγλικά).

#### ΣΕΙΡΑ “OCCASIONAL PAPERS”

- 9 “Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications”, M. G. Briotti, Φεβρουάριος 2004.
- 10 “The acceding countries’ strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review”, P. Backé, C. Thimann, O. Arratibel, O. Calvo-Gonzalez, A. Mehl, C. Nerlich, Φεβρουάριος 2004.
- 11 “Official dollarisation/euroisation: motives, features and policy implications of current cases”, A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich and C. Thimman, Φεβρουάριος 2004.
- 12 “Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages”, R. Anderton, F. di Mauro and F. Moneta, Απρίλιος 2004.
- 13 “Fair value accounting and financial stability”, A. Enria, L. Cappelletto, F. Dierick, S. Grittini, A. Maddaloni, P. Molitor, F. Pires, P. Poloni, Απρίλιος 2004.
- 14 “Measuring financial integration in the euro area”, L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova and C. Monnet, Απρίλιος 2004.
- 15 “Quality adjustment of European price statistics and the role for hedonics”, H. Ahnert and G. Kenny, Μάιος 2004.
- 16 “Market dynamics associated with credit ratings: a literature review”, F. Gonzale, F. Haas, R. Johannes, M. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland and C. Zins, Ιούνιος 2004.
- 17 “Corporate ‘excesses’ and financial market dynamics”, A. Maddaloni and D. Pain, Ιούλιος 2004.
- 18 “The international role of the euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents”, A. Geis, A. Mehl and S. Wredenburg, Ιούλιος 2004.
- 19 “Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective”, MPC task force of the ESCB, Ιούλιος 2004.
- 20 “The supervision of mixed financial services groups in Europe”, F. Dierick, Αύγουστος 2004.
- 21 “Governance of securities clearing and settlement systems”, D. Russo, T. Hart, M. C. Malaguti and C. Papathanassiou, Οκτώβριος 2004.
- 22 “Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective”, A. Musso and T. Westermann, Ιανουάριος 2005.
- 23 “The bank lending survey for the euro area”, J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt and S. Scopel, Φεβρουάριος 2005.
- 24 “Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries”, V. Genre, D. Momferatou and G. Mourre, Φεβρουάριος 2005.



## ΣΕΙΡΑ “WORKING PAPERS”

- 419 “The design of fiscal rules and forms of governance in European Union countries”, M. Hallerberg, R. Strauch and J. von Hagen, Δεκέμβριος 2004.
- 420 “On prosperity and posterity: the need for fiscal discipline in a monetary union”, C. Detken, V. Gaspar and B. Winkler, Δεκέμβριος 2004.
- 421 “EU fiscal rules: issues and lessons from political economy”, L. Schuknecht, Δεκέμβριος 2004.
- 422 “What determines fiscal balances? An empirical investigation in determinants of changes in OECD budget balances”, M. Tujula and G. Wolswijk, Δεκέμβριος 2004.
- 423 “Price setting in France: new evidence from survey data”, C. Loupias and R. Ricart, Δεκέμβριος 2004.
- 424 “An empirical study of liquidity and information effects of order flow on exchange rates”, F. Breedon and P. Vitale, Δεκέμβριος 2004.
- 425 “Geographic versus industry diversification: constraints matter”, P. Ehling and S. Brito Ramos, Ιανουάριος 2005.
- 426 “Security fungibility and the cost of capital: evidence from global bonds”, P. D. Miller and J. J. Puthenpurackal, Ιανουάριος 2005.
- 427 “Interlinking securities settlement systems: a strategic commitment?”, K. Kauko, Ιανουάριος 2005.
- 428 “Who benefits from IPO underpricing? Evidencing from hybrid bookbuilding offerings”, V. Pons-San, Ιανουάριος 2005.
- 429 “Cross-border diversification in bank asset portfolios”, C. M. Buch, J. C. Driscoll and C. Ostergaard, Ιανουάριος 2005.
- 430 “Public policy and the creation of active venture capital markets”, M. Da Rin, G. Nicodano and A. Sembenelli, Ιανουάριος 2005.
- 431 “Regulation of multinational banks: a theoretical inquiry”, G. Calzolari and G. Loranth, Ιανουάριος 2005.
- 432 “Trading European sovereign bonds: the microstructure of the MTS trading platforms”, Y. Chung Cheung, F. de Jong and B. Rindi, Ιανουάριος 2005.
- 433 “Implementing the Stability and Growth Pact: enforcement and procedural flexibility”, R. Beetsma and X. Debrun, Ιανουάριος 2005.
- 434 “Interest rates and output in the long run”, Y. Aksoy and M. León-Ledesma, Ιανουάριος 2005.
- 435 “Reforming public expenditure in industrialised countries: are there trade-offs?”, L. Schuknecht and V. Tanzi, Φεβρουάριος 2005.
- 436 “Measuring market and inflation risk premia in France and in Germany”, L. Cappiello and S. Guéné, Φεβρουάριος 2005.
- 437 “What drives international bank flows? Politics, institutions and other determinants”, E. Papaioannou, Φεβρουάριος 2005.
- 438 “Quality of public finances and growth”, A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht and M. Thöne, Φεβρουάριος 2005.
- 439 “A look at intraday frictions in the euro area overnight deposit market”, V. Brousseau and A. Manzanares, Φεβρουάριος 2005.
- 440 “Estimating and analysing currency options’ implied risk-neutral density functions for the largest new EU Member States”, O. Castrén, Φεβρουάριος 2005.
- 441 “The Phillips curve and long-term unemployment”, R. Llaudes, Φεβρουάριος 2005.
- 442 “Why do financial systems differ? History matters”, C. Monnet and E. Quintin, Φεβρουάριος 2005.
- 443 “Explaining cross-border large-value payment flows: evidence from TARGET and EURO 1 data”, S. Rosati and S. Secola, Φεβρουάριος 2005.
- 444 “Keeping up with the Joneses, reference dependence, and equilibrium indeterminacy”, L. Stracca and A. al-Nowaihi, Φεβρουάριος 2005.

- 445 “Welfare implications of joining a common currency”, M. Ca’Zorzi, R. A. De Santis and F. Zampolli, Φεβρουάριος 2005.
- 446 “Trade effects of the euro: evidence from sectoral data”, R. E. Baldwin, F. Skudelny and D. Taglioni, Φεβρουάριος 2005.
- 447 “Foreign exchange option and returns-based correlation forecasts: evaluation and two applications”, O. Castrén and S. Mazzotta, Φεβρουάριος 2005.

### ΑΛΛΕΣ ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΕΙΣ

- “Αξιολόγηση των συστημάτων διακανονισμού τίτλων των υπό ένταξη χωρών βάσει των προτύπων για τη χρήση των συστημάτων διακανονισμού τίτλων της ΕΕ στις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος”, Ιανουάριος 2004.
- “The monetary policy of the ECB”, Ιανουάριος 2004.
- “Η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ: Γενική τεκμηρίωση για τα μέσα και τις διαδικασίες νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος”, Φεβρουάριος 2004.
- “Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in Regulation ECB/2003/10”, Φεβρουάριος 2004.
- “Comments on the communication from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative document)”, Φεβρουάριος 2004.
- “Foreign direct investment task force report”, Μάρτιος 2004.
- “External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank”, Απρίλιος 2004.
- “Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2002 figures” (“Blue Book”), Απρίλιος 2004.
- “Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2002 figures” (“Blue Book”), Απρίλιος 2004.
- “Μηχανισμός αποζημίωσης του Συστήματος TARGET – Έντυπο Αίτησης Αποζημίωσης”, Απρίλιος 2004.
- “Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union: negotiations on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe”, Απρίλιος 2004.
- “The use of central bank money for settling securities transactions”, Μάιος 2004.
- “TARGET Annual Report 2003”, Μάιος 2004.
- “Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles”, Μάιος 2004.
- “Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management”, Μάιος 2004.
- “Risk management for central bank foreign reserves”, Μάιος 2004.
- “Comparison of household saving ratios, euro area/United States/Japan”, Ιούνιος 2004.
- “The development of statistics for Economic and Monetary Union”, P. Bull, Ιούλιος 2004.
- “Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ”, Σεπτέμβριος 2004.
- “Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 6 September 2004: Exposure draft of proposed amendments to IAS 39 – the fair value option”, Σεπτέμβριος 2004
- “Θεσμικές διατάξεις: Καταστατικό του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ – Εσωτερικοί κανονισμοί”, Οκτώβριος 2004.
- “Έκθεση για τη σύγκλιση 2004”, Οκτώβριος 2004.
- “Standards for securities clearing and settlement in the European Union”, Οκτώβριος 2004.
- “The European Central Bank – History, role and functions”, Οκτώβριος 2004.
- “E-payments without frontiers”, Οκτώβριος 2004.

“European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, Νοέμβριος 2004.

“Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries”, Νοέμβριος 2004.

“Report on EU banking structure 2004”, Νοέμβριος 2004.

“EU banking sector stability 2004”, Νοέμβριος 2004.

“Letter from the ECB President to the President of the European Parliament”, Νοέμβριος 2004.

“Letter from the ECB President to Mr Paolo Cirino Pomicino, Member of the Committee on Economic and Monetary Affairs”, Νοέμβριος 2004.

“Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνομών του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ”, Δεκέμβριος 2004.

“Προς έναν ενιαίο χώρο πληρωμών σε ευρώ Τρίτη έκθεση προόδου”, Δεκέμβριος 2004.

“The euro bond market study 2004”, Δεκέμβριος 2004.

“Financial Stability Review”, Δεκέμβριος 2004.

“Review of the requirements in the field of general economic statistics”, Δεκέμβριος 2004.

“Research network on capital markets and financial integration in Europe - results and experience after two years”, Δεκέμβριος 2004.

“Ανακύκλωση των τραπεζογραμματίων ευρώ: Πλαίσιο για τον εντοπισμό πλαστών τραπεζογραμματίων και τη διαλογή ως κατάλληλων προς κυκλοφορία τραπεζογραμματίων από πιστωτικά ιδρύματα και λοιπούς φορείς που κατ’ επάγγελμα χειρίζονται μετρητά”, Ιανουάριος 2005.

“Review of the international role of the euro”, Ιανουάριος 2005.

“Euro area balance of payments and international investment position statistics. Annual quality report”, Ιανουάριος 2005.

“Banking structures in the new EU Member States”, Ιανουάριος 2005.

“Έκθεση Προόδου για το TARGET2”, Φεβρουάριος 2005.

“Η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ: Γενική τεκμηρίωση για τα μέσα και τις διαδικασίες νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος”, Φεβρουάριος 2005.

“Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation”, Φεβρουάριος 2005.

“Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures” (“Blue Book”), Φεβρουάριος 2005.

#### **ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΑ ΦΥΛΛΑΔΙΑ**

“Information guide for credit institutions using TARGET”, Ιούλιος 2003.

“TARGET2 – the future TARGET system”, Σεπτέμβριος 2004.

“TARGET – the current system”, Σεπτέμβριος 2004.



# ΧΡΟΝΟΛΟΓΙΟ ΜΕΤΡΩΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ<sup>1</sup>

## 8 ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ 2004

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 2,0%, 3,0% και 1,0% αντίστοιχα.

## 12 ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ 2004

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει να αυξήσει από 15 δισεκ. ευρώ σε 25 δισεκ. ευρώ το ποσό κατανομής για κάθε πράξη πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης που θα διενεργηθεί το 2004. Με το εν λόγω ποσό λαμβάνεται υπόψη η αναμενόμενη αύξηση των αναγκών σε ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος της ζώνης του ευρώ το 2004. Το Ευρωσύστημα, ωστόσο, θα εξακολουθήσει να παρέχει τον κύριο όγκο της ρευστότητας μέσω των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης. Το Διοικητικό Συμβούλιο ενδέχεται να προσαρμόσει εκ νέου το ποσό κατανομής στις αρχές του 2005.

## 5 ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ, 4 ΜΑΡΤΙΟΥ 2004

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 2,0%, 3,0% και 1,0% αντίστοιχα.

## 10 ΜΑΡΤΙΟΥ 2004

Σύμφωνα με την απόφαση που είχε λάβει το Διοικητικό Συμβούλιο στις 23 Ιανουαρίου 2003, η διάρκεια των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος μειώνεται από δύο εβδομάδες σε μία και η περίοδος τήρησης των υποχρεωτικών ελάχιστων

αποθεματικών εφεξής θα αρχίζει από την ημερομηνία διακανονισμού της πράξης κύριας αναχρηματοδότησης που διενεργείται μετά τη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου κατά την οποία διεξάγεται η προγραμματισμένη μηνιαία αξιολόγηση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής, και όχι από τις 24 κάθε μηνός.

## 1 ΑΠΡΙΛΙΟΥ, 6 ΜΑΪΟΥ, 3 ΙΟΥΝΙΟΥ, 1 ΙΟΥΛΙΟΥ, 5 ΑΥΓΟΥΣΤΟΥ, 2 ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΥ, 7 ΟΚΤΩΒΡΙΟΥ, 4 ΝΟΕΜΒΡΙΟΥ, 2 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2004 ΚΑΙ 13 ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ 2005

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 2,0%, 3,0% και 1,0% αντίστοιχα.

## 14 ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ 2005

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει να αυξήσει από 25 δισεκ. ευρώ σε 30 δισεκ. ευρώ το ποσό κατανομής για κάθε πράξη πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης που θα διενεργηθεί το 2005. Με το εν λόγω ποσό λαμβάνεται υπόψη η αναμενόμενη αύξηση των αναγκών σε ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος της ζώνης του ευρώ το 2005. Το Ευρωσύστημα, ωστόσο, θα εξακολουθήσει να παρέχει τον κύριο όγκο της ρευστότητας μέσω των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης. Το Διοικητικό Συμβούλιο ενδέχεται να προσαρμόσει εκ νέου το ποσό κατανομής στις αρχές του 2006.

1 Χρονολόγιο των μέτρων νομισματικής πολιτικής που έλαβε το Ευρωσύστημα από το 1999 μέχρι το 2003 δημοσιεύεται στις Ετήσιες Εκθέσεις της ΕΚΤ για το 1999 (σελ. 187-192), για το 2000 (σελ. 231-234), για το 2001 (σελ. 261-263), για το 2002 (σελ. 280-281) και για το 2003 (σελ. 261-263).

### **3 ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ, 3 ΜΑΡΤΙΟΥ 2005**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 2,0%, 3,0% και 1,0% αντίστοιχα.



## ΓΛΩΣΣΑΡΙΟ

Το παρόν γλωσσάριο εξηγεί επιλεγμένους όρους που χρησιμοποιούνται στην Ετήσια Έκθεση. Πληρέστερο και αναλυτικότερο γλωσσάριο (μόνο στα αγγλικά) δημοσιεύεται στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ.

**Αγορά μετοχών (equity market):** η αγορά μέσω της οποίας γίνεται έκδοση και διαπραγμάτευση μετοχικών τίτλων.

**Αγορά ομολόγων (bond market):** η αγορά μέσω της οποίας γίνεται έκδοση και διαπραγμάτευση μακροπρόθεσμων χρεογράφων.

**Αγορά χρήματος (money market):** η αγορά μέσω της οποίας γίνεται άντληση, επένδυση και διαπραγμάτευση βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων, με τοποθετήσεις που γενικώς έχουν αρχική διάρκεια έως ενός έτους.

**Άμεσες επενδύσεις (direct investment):** διασυνοριακές επενδύσεις με σκοπό την απόκτηση συμμετοχής (στην πράξη, ποσοστού τουλάχιστον 10% των κοινών μετοχών ή των δικαιωμάτων ψήφου) σε επιχείρηση που εδρεύει σε άλλη οικονομία.

**Αντιστρεπτέα συναλλαγή (reverse transaction):** συναλλαγή μέσω της οποίας η κεντρική τράπεζα αγοράζει ή πωλεί περιουσιακά στοιχεία με **συμφωνία επαναγοράς** ή χορηγεί πιστώσεις έναντι **ασφάλειας**.

**Αντισυμβαλλόμενος (counterparty):** ο άλλος συμβαλλόμενος σε μία χρηματοοικονομική συναλλαγή (π.χ. οποιοσδήποτε φορέας που συναλλάσσεται με την κεντρική τράπεζα).

**Ασφάλεια (ή μέσα εξασφαλιστικά των απαιτήσεων) (collateral):** περιουσιακά στοιχεία τα οποία δίδονται ως ενέχυρο (π.χ. από **πιστωτικά ιδρύματα** προς κεντρικές τράπεζες) με σκοπό την εξασφάλιση της αποπληρωμής δανείων, καθώς και περιουσιακά στοιχεία τα οποία πωλούνται (π.χ. από πιστωτικά ιδρύματα προς κεντρικές τράπεζες) στο πλαίσιο **συμφωνιών επαναγοράς**.

**Αυτοματοποιημένη επεξεργασία (straight-through processing – STP):** αυτοματοποιημένη διεκπεραίωση των συναλλαγών/εντολών πληρωμής, στο πλαίσιο της οποίας ολοκληρώνονται αυτόματα η δημιουργία, η επιβεβαίωση, η εκκαθάριση και ο διακανονισμός των εντολών πληρωμής.

**Βάση υπολογισμού των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών ή βάση των αποθεματικών (reserve base):** το άθροισμα των στοιχείων του ισολογισμού (και συγκεκριμένα στοιχείων του παθητικού) με βάση το οποίο υπολογίζονται τα **υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά** κάθε **πιστωτικού ιδρύματος**.

**Βασικά επιτόκια της ΕΚΤ (key ECB interest rates):** τα επιτόκια που καθορίζονται από το **Διοικητικό Συμβούλιο** και αντανakλούν την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής της **Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)**. Είναι το **ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης**, το επιτόκιο της **διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης** και το επιτόκιο της **διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων**.

**Γενική κυβέρνηση (general government):** τομέας ο οποίος, όπως ορίζεται στο **Ευρωπαϊκό Σύστημα Λογαριασμών του 1995 (ΕΣΛ 95)**, αποτελείται από φορείς που εδρεύουν στη ζώνη του ευρώ και ασχολούνται κυρίως με την παραγωγή μη εμπορευσίμων αγαθών και υπηρεσιών προοριζόμενων για ατομική και συλλογική κατανάλωση ή/και με την αναδιανομή του εθνικού εισοδήματος και του πλούτου. Περιλαμβάνει την κεντρική κυβέρνηση, τις περιφερειακές κυβερνήσεις, την τοπική

αυτοδιοίκηση και τους οργανισμούς κοινωνικής ασφάλισης. Δεν περιλαμβάνει τους κρατικούς φορείς που ασκούν εμπορική δραστηριότητα, π.χ. τις δημόσιες επιχειρήσεις.

**Γενικό Συμβούλιο (General Council):** ένα από τα όργανα λήψεως αποφάσεων της **Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)**. Απαρτίζεται από τον Πρόεδρο και τον Αντιπρόεδρο της ΕΚΤ και τους διοικητές όλων των εθνικών κεντρικών τραπεζών της ΕΕ.

**Διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος (excessive deficit procedure):** οι διατάξεις του Άρθρου 104 της **Συνθήκης**, όπως εξειδικεύονται στο Πρωτόκολλο αριθ. 20 για τη διαδικασία του υπερβολικού ελλείμματος, επιβάλλουν στα κράτη-μέλη της ΕΕ την υποχρέωση να τηρούν δημοσιονομική πειθαρχία, ορίζουν τα κριτήρια με βάση τα οποία κρίνεται αν το δημοσιονομικό έλλειμμα είναι υπερβολικό και περιγράφουν τις ενέργειες που πρέπει να γίνουν εφόσον διαπιστωθεί ότι δεν πληρούνται οι όροι για το δημοσιονομικό έλλειμμα ή το δημόσιο χρέος. Οι διατάξεις αυτές συμπληρώνονται από τον Κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1467/97 του Συμβουλίου της 7ης Ιουλίου 1997 για την επιτάχυνση και τη διασαφήνιση της εφαρμογής της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος, ο οποίος αποτελεί μέρος του **Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης**.

**Διεθνής επενδυτική θέση (international investment position – i.i.p.):** η αξία και η σύνθεση των καθαρών χρηματοοικονομικών απαιτήσεων (ή των καθαρών χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων) μιας οικονομίας έναντι όλων των λοιπών χωρών του κόσμου.

**Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων (deposit facility):** **πάγια διευκόλυνση** την οποία παρέχει το **Ευρωσύστημα** και την οποία μπορούν να χρησιμοποιούν οι **αντισυμβαλλόμενοι** για να πραγματοποιούν καταθέσεις σε μια εθνική κεντρική τράπεζα, με διάρκεια μίας ημέρας και με προκαθορισμένο επιτόκιο (βλ. και **βασικά επιτόκια της ΕΚΤ**).

**Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης (marginal lending facility):** **πάγια διευκόλυνση** που παρέχει το **Ευρωσύστημα** και την οποία μπορούν να χρησιμοποιούν οι **αντισυμβαλλόμενοι** για να λαμβάνουν χρηματοδότηση από μια εθνική κεντρική τράπεζα, με διάρκεια μίας ημέρας και με προκαθορισμένο επιτόκιο έναντι αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων (βλ. και **βασικά επιτόκια της ΕΚΤ**).

**Δικαίωμα προαίρεσης (option):** χρηματοδοτικό μέσο το οποίο παρέχει στον κάτοχο το δικαίωμα, όχι όμως και την υποχρέωση, να αγοράσει ή να πωλήσει ένα συγκεκριμένο υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο (π.χ. ομόλογο ή μετοχή) σε προκαθορισμένη τιμή (την τιμή συμφωνίας ή τιμή άσκησης) σε ορισμένη ημερομηνία ή εντός ορισμένης προθεσμίας (ημερομηνία άσκησης ή λήξεως).

**Διοικητικό Συμβούλιο (Governing Council):** το ανώτατο όργανο λήψεως αποφάσεων της **Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)**. Απαρτίζεται από όλα τα μέλη της **Εκτελεστικής Επιτροπής** της ΕΚΤ και τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών των χωρών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ.

**ECOFIN:** βλ. **Συμβούλιο ECOFIN**.

**Εκτελεστική Επιτροπή (Executive Board):** ένα από τα όργανα λήψεως αποφάσεων της **Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)**. Απαρτίζεται από τον Πρόεδρο και τον Αντιπρόεδρο της ΕΚΤ και άλλα τέσσερα μέλη τα οποία διορίζονται, κατόπιν κοινής συμφωνίας, από τους αρχηγούς κρατών ή κυβερνήσεων των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ.

**Ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς (minimum bid rate):** το κατώτατο όριο του επιτοκίου το οποίο μπορούν να αναφέρουν στις προσφορές τους οι **αντισυμβαλλόμενοι** στις δημοπρασίες ανταγωνιστικού επιτοκίου για **πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης**. Είναι ένα από τα **βασικά επιτόκια της ΕΚΤ** που αντανakλούν την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής.

**Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP):** δείκτης τιμών καταναλωτή που καταρτίζεται από την Eurostat και είναι εναρμονισμένος για όλα τα κράτη-μέλη της ΕΕ.

**Ενοποιημένη λογιστική κατάσταση του τομέα των NXI (consolidated balance sheet of the MFI sector):** λογιστική κατάσταση που προκύπτει από το συμψηφισμό των απαιτήσεων και υποχρεώσεων μεταξύ των **NXI** (π.χ. δανείων και καταθέσεων μεταξύ NXI), όπως εμφανίζονται στη συγκεντρωτική λογιστική κατάσταση των NXI. Παρέχει στατιστικές πληροφορίες για τις απαιτήσεις και τις υποχρεώσεις του τομέα των NXI έναντι κατοίκων της **ζώνης του ευρώ** οι οποίοι δεν ανήκουν στον εν λόγω τομέα (π.χ. **γενική κυβέρνηση** και λοιποί κάτοικοι της ζώνης του ευρώ) και έναντι μη κατοίκων της ζώνης του ευρώ. Είναι η κύρια πηγή στατιστικών πληροφοριών για τον υπολογισμό των νομισματικών μεγεθών και αποτελεί τη βάση για την τακτική ανάλυση των παραγόντων μεταβολής του **M3**.

**Εντασσόμενες χώρες (acceding countries):** οι δέκα χώρες (Τσεχία, Εσθονία, Κύπρος, Λετονία, Λιθουανία, Ουγγαρία, Μάλτα, Πολωνία, Σλοβενία και Σλοβακία) που υπέγραψαν τη Συνθήκη Προσχώρησης το 2003 και εντάχθηκαν στην ΕΕ την 1η Μαΐου 2004.

**ΕΟΝΙΑ (euro overnight index average):** δείκτης του επιτοκίου που επικρατεί στη διατραπεζική αγορά του ευρώ για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας. Υπολογίζεται ως ο σταθμικός μέσος όρος των επιτοκίων που εφαρμόζονται σε ανεξασφάλιστα δάνεια σε ευρώ διάρκειας μίας ημέρας, όπως ανακοινώνονται από μια ομάδα τραπεζών.

**Επενδύσεις χαρτοφυλακίου (portfolio investment):** οι καθαρές συναλλαγές ή/και θέσεις κατοίκων της **ζώνης του ευρώ** σε τίτλους εκδοθέντες από μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ (“απαιτήσεις”) και οι καθαρές συναλλαγές ή/και θέσεις μη κατοίκων της ζώνης του ευρώ σε τίτλους εκδοθέντες από κατοίκους της ζώνης του ευρώ (“υποχρεώσεις”). Περιλαμβάνονται **μετοχικοί τίτλοι και χρεόγραφα** (ομόλογα, γραμμάτια και τίτλοι της **αγοράς χρήματος**), ενώ δεν περιλαμβάνονται ποσά που καταγράφονται στις **άμεσες επενδύσεις** και συναλλαγματικά διαθέσιμα.

**Επιτόκια των NXI (MFI interest rates):** τα επιτόκια τα οποία εφαρμόζουν τα **NXI** της **ζώνης του ευρώ** (εξαιρούνται οι κεντρικές τράπεζες και τα αμοιβαία κεφάλαια της **αγοράς χρήματος**) σε καταθέσεις και δάνεια σε ευρώ από και προς νοικοκυριά και μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις των χωρών της ζώνης του ευρώ.

**Εταιρική διακυβέρνηση (corporate governance):** διαδικασίες με τις οποίες διευθύνεται και ελέγχεται ένας οργανισμός. Η δομή της εταιρικής διακυβέρνησης προσδιορίζει την κατανομή των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων μεταξύ των διαφόρων πλευρών – όπως το διοικητικό συμβούλιο, τα διευθυντικά στελέχη, οι μέτοχοι και άλλοι που εξαρτούν συμφέροντα από τον οργανισμό – και προβλέπει κανόνες και διαδικασίες για τη λήψη των αποφάσεων.

**EURIBOR (euro interbank offered rate):** το επιτόκιο με το οποίο μια τράπεζα υψηλής φερεγγυότητας (prime bank) είναι διατεθειμένη να δανείσει κεφάλαια σε ευρώ σε άλλη τράπεζα

υψηλής φερεγγυότητας. Το EURIBOR υπολογίζεται καθημερινά για διατραπεζικές καταθέσεις με διάφορες διάρκειες έως 12 μηνών.

**Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) (European Central Bank – ECB):** η ΕΚΤ είναι το κέντρο του **Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ)** και του **Ευρωσυστήματος** και διαθέτει νομική προσωπικότητα σύμφωνα με το κοινοτικό δίκαιο. Μεριμνά ώστε τα καθήκοντα που ανατίθενται στο Ευρωσύστημα και στο ΕΣΚΤ να εκτελούνται είτε μέσω των δικών της δραστηριοτήτων είτε μέσω των εθνικών κεντρικών τραπεζών, σύμφωνα με το Καταστατικό του ΕΣΚΤ. Η ΕΚΤ διοικείται από το **Διοικητικό Συμβούλιο** και την **Εκτελεστική Επιτροπή** και, ως τρίτο όργανο λήψεως αποφάσεων, το **Γενικό Συμβούλιο**.

**Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ίδρυμα (ΕΝΙ) (European Monetary Institute – EMI):** προσωρινό ίδρυμα που δημιουργήθηκε κατά την έναρξη του Δεύτερου Σταδίου της **Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης** την 1η Ιανουαρίου 1994. Τέθηκε υπό εκκαθάριση μετά την ίδρυση της **Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)** την 1η Ιουνίου 1998.

**Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) (European System of Central Banks – ESCB):** αποτελείται από την **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)** και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες (ΕθνΚΤ) των 25 κρατών-μελών της ΕΕ, δηλ. περιλαμβάνει, εκτός από τα μέλη του **Ευρωσυστήματος**, και τις ΕθνΚΤ των κρατών-μελών που δεν έχουν ακόμη υιοθετήσει το ευρώ. Το ΕΣΚΤ διοικείται από το **Διοικητικό Συμβούλιο** και την **Εκτελεστική Επιτροπή** της ΕΚΤ και, ως τρίτο όργανο λήψεως αποφάσεων, το **Γενικό Συμβούλιο**.

**Ευρωπαϊκό Σύστημα Λογαριασμών του 1995 (ΕΣΛ 95) (European System of Accounts – ESA 95):** σύστημα ομοιόμορφων στατιστικών ορισμών και ταξινομήσεων με σκοπό την εναρμονισμένη ποσοτική περιγραφή των οικονομιών των κρατών-μελών της ΕΕ. Το ΕΣΛ 95 είναι η κοινοτική παραλλαγή του διεθνούς Συστήματος Εθνικών Λογαριασμών του 1993 (SNA 93).

**Ευρωσύστημα (Eurosystem):** το σύστημα κεντρικών τραπεζών της **ζώνης του ευρώ**. Αποτελείται από την **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)** και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών-μελών τα οποία υιοθέτησαν το **ευρώ** στο Τρίτο Στάδιο της **Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης**.

**Ζώνη του ευρώ (euro area):** η περιοχή η οποία αποτελείται από τα κράτη-μέλη που έχουν υιοθετήσει το ευρώ ως κοινό τους νόμισμα σύμφωνα με τη **Συνθήκη** και στην οποία ασκείται ενιαία νομισματική πολιτική με ευθύνη του **Διοικητικού Συμβουλίου** της **Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)**. Επί του παρόντος η ζώνη του ευρώ περιλαμβάνει το Βέλγιο, τη Γερμανία, την Ελλάδα, την Ισπανία, τη Γαλλία, την Ιρλανδία, την Ιταλία, το Λουξεμβούργο, την Ολλανδία, την Αυστρία, την Πορτογαλία και τη Φινλανδία.

**Ισοζύγιο πληρωμών (balance of payments):** στατιστική κατάσταση που απεικονίζει συνοπτικά τις οικονομικές συναλλαγές μεταξύ μιας οικονομίας και του υπόλοιπου κόσμου σε μια συγκεκριμένη περίοδο. Καταγράφονται συναλλαγές που αφορούν *αγαθά*, υπηρεσίες, εισοδήματα, χρηματοοικονομικές απαιτήσεις και υποχρεώσεις έναντι του υπόλοιπου κόσμου, καθώς επίσης και όσες συναλλαγές (π.χ. άφεση χρέους) ταξινομούνται ως μεταβιβάσεις.

**Καθαρές απαιτήσεις των NXI έναντι του εξωτερικού (net MFI external assets):** οι απαιτήσεις του τομέα των **NXI** της **ζώνης του ευρώ** έναντι του εξωτερικού (π.χ. χρυσός, τραπεζογραμμάτια και κέρματα ξένων νομισμάτων, τίτλοι εκδοθέντες από μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ και δάνεια προς μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ) μείον τις υποχρεώσεις του τομέα των **NXI** της ζώνης του

ευρώ έναντι του εξωτερικού (π.χ. καταθέσεις και **συμφωνίες επαναγοράς** μη κατοίκων της ζώνης του ευρώ, μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της **αγοράς χρήματος** και **χρεόγραφα** διάρκειας έως δύο ετών που έχουν εκδοθεί από ΝΧΙ και διακρατούνται από μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ).

**Κεντρική κυβέρνηση (central government):** η κυβέρνηση όπως ορίζεται στο **Ευρωπαϊκό Σύστημα Λογαριασμών του 1995 (ΕΣΛ 95)**, χωρίς να περιλαμβάνονται οι περιφερειακές κυβερνήσεις και οι οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης (βλ. και **γενική κυβέρνηση**).

**Κεντρικό αποθετήριο τίτλων (central securities depository – CSD):** φορέας που τηρεί και διαχειρίζεται τίτλους και καθιστά δυνατή τη διενέργεια συναλλαγών επί τίτλων με τη μορφή λογιστικών εγγραφών. Οι τίτλοι μπορούν να τηρούνται είτε σε υλική μορφή (αλλά να “ακινητοποιούνται”) είτε σε άυλη μορφή (δηλ. να υφίστανται μόνο ως ηλεκτρονικές εγγραφές). Εκτός από υπηρεσίες ασφαλούς φύλαξης και διαχείρισης, τα κεντρικά αποθετήρια τίτλων μπορούν να παρέχουν και υπηρεσίες εκκαθάρισης και διακανονισμού.

**Κεντρικός αντισυμβαλλόμενος (central counterparty):** οργανισμός που παρεμβάλλεται μεταξύ αγοραστή και πωλητή σε συναλλαγές επί τίτλων ως αποκλειστικός πωλητής και αγοραστής αντίστοιχα.

**Κίνδυνος διακανονισμού (settlement risk):** γενικός όρος με τον οποίο νοείται ο κίνδυνος από το ενδεχόμενο να μην πραγματοποιηθεί ο διακανονισμός όπως αναμένεται σε ένα σύστημα μεταφοράς κεφαλαίων ή τίτλων. Μπορεί να περιλαμβάνει τόσο τον **πιστωτικό κίνδυνο** όσο και τον **κίνδυνο ρευστότητας**.

**Κίνδυνος ρευστότητας (liquidity risk):** ο κίνδυνος από το ενδεχόμενο ο **αντισυμβαλλόμενος** να μην εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του μόλις καταστούν απαιτητές, αλλά σε κάποια μεταγενέστερη και όχι γνωστή ημερομηνία.

**M1:** στενό νομισματικό μέγεθος το οποίο αποτελείται από το νόμισμα σε κυκλοφορία συν τις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας που τηρούνται σε **ΝΧΙ** και στην **κεντρική κυβέρνηση** (π.χ. ταχυδρομικές υπηρεσίες, φορείς υπαγόμενοι στο Υπουργείο Οικονομικών).

**M2:** μεσαίου εύρους νομισματικό μέγεθος το οποίο αποτελείται από το **M1**, τις καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως τριών μηνών (δηλ. τις βραχυπρόθεσμες καταθέσεις ταμιευτηρίου) και τις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως δύο ετών (δηλ. τις βραχυπρόθεσμες καταθέσεις προθεσμίας) που τηρούνται σε **ΝΧΙ** και στην **κεντρική κυβέρνηση**.

**M3:** ευρύ νομισματικό μέγεθος το οποίο αποτελείται από το **M2** και εμπορεύσιμα χρηματοδοτικά μέσα, ειδικότερα **συμφωνίες επαναγοράς**, μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της **αγοράς χρήματος** και **χρεόγραφα** διάρκειας έως δύο ετών εκδοθέντα από **ΝΧΙ**.

**Μετοχικοί τίτλοι (equities):** τίτλοι που αντιπροσωπεύουν μερίδιο κυριότητας σε μια εταιρία. Περιλαμβάνουν μετοχές που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε χρηματιστήρια (εισηγμένες μετοχές), μη εισηγμένες μετοχές και άλλες μορφές συμμετοχής στο κεφάλαιο εταιρίας. Οι μετοχικοί τίτλοι συνήθως αποφέρουν εισόδημα με τη μορφή μερίσματος.

**ΜΣΙ ΙΙ (μηχανισμός συναλλαγματικών ισοτιμιών ΙΙ) (ERM ΙΙ – exchange rate mechanism ΙΙ):** συμφωνία συναλλαγματικών ισοτιμιών η οποία αποτελεί το πλαίσιο για τη συνεργασία στον τομέα της συναλλαγματικής πολιτικής μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ και των κρατών-μελών της ΕΕ που δεν συμμετέχουν στο Τρίτο Στάδιο της **Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης**.

**Νομισματική ανάλυση (monetary analysis):** ένας από τους πυλώνες του πλαισίου που χρησιμοποιεί η **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)** για τη σφαιρική ανάλυση των κινδύνων διατάραξης της **σταθερότητας των τιμών** με βάση την οποία το **Διοικητικό Συμβούλιο** λαμβάνει τις αποφάσεις νομισματικής πολιτικής. Βοηθά να αξιολογούνται οι μεσομακροπρόθεσμες τάσεις του πληθωρισμού, με δεδομένη τη στενή σχέση μεταξύ της ποσότητας χρήματος και των τιμών σε εκτεταμένους χρονικούς ορίζοντες. Η νομισματική ανάλυση λαμβάνει υπόψη την εξέλιξη πολλών και ποικίλων νομισματικών δεικτών (**Μ3**, συνιστώσες και παράγοντες μεταβολής του, κυρίως οι πιστώσεις, κ.ά.) και διαφόρων δεικτών της υπερβάλλουσας ρευστότητας (βλ. και **οικονομική ανάλυση**).

**Νομισματικό εισόδημα (monetary income):** το εισόδημα που αποκομίζουν οι εθνικές κεντρικές τράπεζες από την εκτέλεση των πράξεων νομισματικής πολιτικής του **Ευρωσυστήματος** και το οποίο απορρέει από περιουσιακά στοιχεία που διαχωρίζονται σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές του **Διοικητικού Συμβουλίου** και τηρούνται έναντι των τραπεζογραμματίων σε κυκλοφορία και υποχρεώσεων από καταθέσεις προς **πιστωτικά ιδρύματα**.

**ΝΧΙ (Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα) (MFIs – Monetary Financial Institutions):** τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τα οποία αποτελούν τον τομέα που εκδίδει χρήμα στη **ζώνη του ευρώ**. Περιλαμβάνουν την **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)**, τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των χωρών της ζώνης του ευρώ, καθώς και τα **πιστωτικά ιδρύματα** και τα αμοιβαία κεφάλαια της **αγοράς χρήματος** που είναι εγκατεστημένα στη ζώνη του ευρώ.

**Οικονομική ανάλυση (economic analysis):** ένας από τους πυλώνες του πλαισίου που χρησιμοποιεί η **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)** για τη σφαιρική ανάλυση των κινδύνων διατάραξης της **σταθερότητας των τιμών** με βάση την οποία το **Διοικητικό Συμβούλιο** λαμβάνει τις αποφάσεις νομισματικής πολιτικής. Η οικονομική ανάλυση κυρίως αξιολογεί τις τρέχουσες οικονομικές εξελίξεις και τους συνεπαγόμενους κινδύνους διατάραξης της σταθερότητας των τιμών σε ένα βραχυπρόθεσμο έως μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, λαμβάνοντας υπόψη την αλληλεπίδραση μεταξύ προσφοράς και ζήτησης στις αγορές αγαθών, υπηρεσιών και συντελεστών παραγωγής. Επίσης προσδιορίζει τη φύση των κλονισμών που πλήττουν την οικονομία, τις επιδράσεις τους στο κόστος και στην τιμολογιακή συμπεριφορά και αξιολογεί τις πιθανότητες να μεταδοθούν οι επιδράσεις αυτές στην οικονομία σε ένα βραχυπρόθεσμο έως μεσοπρόθεσμο ορίζοντα (βλ. και **νομισματική ανάλυση**).

**Οικονομική και Δημοσιονομική Επιτροπή (Economic and Financial Committee – EFC):** συμβουλευτικό κοινοτικό όργανο που συμβάλλει στην προπαρασκευή των εργασιών του Συμβουλίου της ΕΕ. Καθήκοντά της είναι μεταξύ άλλων η παρακολούθηση της οικονομικής και χρηματοπιστωτικής κατάστασης των κρατών-μελών και της Κοινότητας και η εποπτεία των δημόσιων οικονομικών.

**Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ONE) (Economic and Monetary Union – EMU):** η **Συνθήκη** περιγράφει τη διαδικασία για τη δημιουργία της ONE στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) και καθορίζει τρία στάδια. Το τρίτο και τελευταίο στάδιο άρχισε την 1η Ιανουαρίου 1999 με την εκχώρηση της αρμοδιότητας για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής στην **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα**



(ΕΚΤ) και με την εισαγωγή του ευρώ. Με την εισαγωγή των τραπεζογραμμάτων και κερμάτων ευρώ την 1η Ιανουαρίου 2002 ολοκληρώθηκε η εγκαθίδρυση της ΟΝΕ.

**Πάγια διευκόλυνση (standing facility):** διευκόλυνση που παρέχει η κεντρική τράπεζα στους **αντισυμβαλλομένους** και την οποία χρησιμοποιούν με δική τους πρωτοβουλία. Το **Ευρωσύστημα** προσφέρει δύο πάγιες διευκολύνσεις διάρκειας μίας ημέρας: τη **διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης** και τη **διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων**.

**Περίοδος τήρησης (maintainance period):** το χρονικό διάστημα για το οποίο κρίνεται η συμμόρφωση των πιστωτικών ιδρυμάτων προς την **υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών**. Από τις 10 Μαρτίου 2004 η περίοδος τήρησης αρχίζει από την ημερομηνία διακανονισμού της πρώτης **πράξης κύριας αναχρηματοδότησης** μετά τη συνεδρίαση του **Διοικητικού Συμβουλίου** κατά την οποία διεξάγεται η προγραμματισμένη μηνιαία αξιολόγηση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής. Η **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)** δημοσιεύει ημερολογιακό πρόγραμμα των περιόδων τήρησης τουλάχιστον τρεις μήνες πριν από την αρχή κάθε έτους.

**Πιο μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις των NXI (MFI longer-term financial liabilities):** καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια άνω των δύο ετών, καταθέσεις υπό προειδοποίηση άνω των τριών μηνών, **χρεόγραφα** εκδοθέντα από **NXI** της **ζώνης του ευρώ** με αρχική διάρκεια άνω των δύο ετών και κεφάλαιο και αποθεματικά του τομέα των **NXI** της ζώνης του ευρώ.

**Πιστώσεις των NXI προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ (MFI credit to euro area residents):** δάνεια που χορηγούνται από **NXI** προς λοιπούς (εκτός **NXI**) κατοίκους της **ζώνης του ευρώ** (στους οποίους περιλαμβάνονται η **γενική κυβέρνηση** και ο ιδιωτικός τομέας) και τίτλοι (μετοχές, λοιποί μετοχικοί τίτλοι και χρεόγραφα) που εκδίδονται από λοιπούς (εκτός **NXI**) κατοίκους της ζώνης του ευρώ και διακρατούνται από **NXI**.

**Πιστωτικό ίδρυμα (credit institution):** (i) επιχείρηση η δραστηριότητα της οποίας συνίσταται στο να δέχεται καταθέσεις ή άλλα επιστρεπτέα κεφάλαια από το κοινό και να χορηγεί πιστώσεις για λογαριασμό της ή (ii) επιχείρηση ή άλλο νομικό πρόσωπο, εκτός αυτών που υπάγονται στο (i) ανωτέρω, που εκδίδει μέσα πληρωμής με τη μορφή ηλεκτρονικού χρήματος.

**Πιστωτικός κίνδυνος (credit risk):** ο κίνδυνος από την ενδεχόμενη αδυναμία του **αντισυμβαλλομένου** να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή κατά την οποία αυτές γίνονται απαιτητές ή οποιαδήποτε μεταγενέστερη αυτής στιγμή. Ο πιστωτικός κίνδυνος περιλαμβάνει τον κίνδυνο κόστους αντικατάστασης και τον κίνδυνο κεφαλαίου, καθώς και τον κίνδυνο πτωχεύσεως της τράπεζας διακανονισμού.

**Πράξη ανοικτής αγοράς (open market operation):** συναλλαγή στη χρηματοπιστωτική αγορά που διενεργείται με πρωτοβουλία της κεντρικής τράπεζας. Με βάση το σκοπό τους, την περιοδικότητά τους και τις ακολουθούμενες διαδικασίες, οι πράξεις ανοικτής αγοράς του **Ευρωσυστήματος** διακρίνονται σε τέσσερις κατηγορίες: **πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης**, **πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης**, **πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας** και διαρθρωτικές πράξεις. Όσον αφορά τα μέσα που χρησιμοποιούνται, οι **αντιστρεπτές συναλλαγές** είναι τα κυριότερα μέσα ανοικτής αγοράς του Ευρωσυστήματος και μπορούν να χρησιμοποιηθούν και στις τέσσερις κατηγορίες πράξεων. Επιπλέον, οι διαρθρωτικές πράξεις μπορούν να λάβουν τη μορφή έκδοσης πιστοποιητικών χρέους και οριστικών συναλλαγών, ενώ οι πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας μπορούν να

λάβουν τη μορφή οριστικών συναλλαγών, **πράξεων ανταλλαγής νομισμάτων** και αποδοχής καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας.

**Πράξη ανταλλαγής νομισμάτων (foreign exchange swap):** πράξη που περιλαμβάνει δύο ταυτόχρονες συναλλαγές, μία άμεση (spot) και μία προθεσμιακή (forward), όπου ανταλλάσσεται ένα νόμισμα με άλλο.

**Πράξη εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας (fine-tuning operation):** **πράξη ανοικτής αγοράς** την οποία διενεργεί εκτάκτως το **Ευρωσύστημα**, με σκοπό κυρίως να αντιμετωπίσει αιφνίδιες διακυμάνσεις της ρευστότητας στην αγορά.

**Πράξη κύριας αναχρηματοδότησης (main refinancing operation):** τακτική **πράξη ανοικτής αγοράς** που διενεργείται από το **Ευρωσύστημα** με τη μορφή **αντιστρεπτέας συναλλαγής**. Από τις 10 Μαρτίου 2004 οι εν λόγω πράξεις διενεργούνται μέσω εβδομαδιαίων τακτικών δημοπρασιών και συνήθως έχουν διάρκεια μίας εβδομάδας.

**Πράξη πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (longer-term refinancing operation):** τακτική **πράξη ανοικτής αγοράς** που διενεργείται από το **Ευρωσύστημα** με τη μορφή **αντιστρεπτέας συναλλαγής**. Οι πράξεις αυτές διενεργούνται κάθε μήνα μέσω τακτικών δημοπρασιών και συνήθως έχουν διάρκεια τριών μηνών.

**Προβολές (projections):** τα αποτελέσματα αναλύσεων που διεξάγονται από το **Ευρωσύστημα** τέσσερις φορές το χρόνο με σκοπό την πρόβλεψη των πιθανών μελλοντικών μακροοικονομικών εξελίξεων στη **ζώνη του ευρώ**. Οι προβολές των εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος δημοσιεύονται κάθε Ιούνιο και Δεκέμβριο, ενώ οι προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ δημοσιεύονται κάθε Μάρτιο και Σεπτέμβριο. Αποτελούν μέρος της **οικονομικής ανάλυσης** (ενός από τους δύο πυλώνες της στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής της **Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας – ΕΚΤ**) και είναι ένα από τα πολλά στοιχεία βάσει των οποίων το **Διοικητικό Συμβούλιο** αξιολογεί τους κινδύνους διατάραξης της **σταθερότητας των τιμών**.

**Πρωτογενές αποτέλεσμα του προϋπολογισμού (primary balance):** καθαρός δανεισμός του Δημοσίου χωρίς τις δαπάνες για τόκους επί των ενοποιημένων υποχρεώσεων του.

**Σταθερότητα των τιμών (price stability):** η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών είναι ο πρωταρχικός σκοπός του **Ευρωσυστήματος**. Το **Διοικητικό Συμβούλιο** ορίζει τη σταθερότητα των τιμών ως ετήσιο ρυθμό αύξησης του **Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ)** για τη **ζώνη του ευρώ** κάτω του 2%. Το Διοικητικό Συμβούλιο έχει διευκρινίσει ότι στο πλαίσιο αυτού του πρωταρχικού σκοπού επιδιώκει τη διατήρηση των ρυθμών πληθωρισμού κάτω αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα.

**Σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες (ΣΣΙ) του ευρώ (ονομαστική/πραγματική) (Effective exchange rates – EERs – of the euro – nominal/real):** σταθμικοί μέσοι όροι των διμερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του ευρώ έναντι των νομισμάτων των κυριότερων εμπορικών εταίρων της **ζώνης του ευρώ**. Η **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)** δημοσιεύει δείκτες ονομαστικής ΣΣΙ του ευρώ έναντι δύο ομάδων εμπορικών εταίρων: το δείκτη ΣΣΙ-23 (ο οποίος περιλαμβάνει τα 13 κράτη-μέλη της ΕΕ που δεν ανήκουν στη ζώνη του ευρώ και τους 10 κυριότερους εμπορικούς εταίρους εκτός ΕΕ) και το δείκτη ΣΣΙ-42 (ο οποίος περιλαμβάνει 19 επιπλέον χώρες). Οι συντελεστές στάθμισης αντικατοπτρίζουν το μερίδιο κάθε εμπορικού εταίρου στις εξωτερικές εμπορικές συναλλαγές της ζώνης του ευρώ καθώς και τον ανταγωνισμό στις τρίτες αγορές. Οι

πραγματικές ΣΣΙ είναι οι ονομαστικές ΣΣΙ αποπληθωρισμένες με ένα σταθμικό μέσο όρο των τιμών ή του κόστους της ξένης χώρας σε σχέση με τις τιμές ή το κόστος στην εγχώρια αγορά. Για το λόγο αυτό μετρούν την ανταγωνιστικότητα ως προς τις τιμές και το κόστος.

**Συμβούλιο ECOFIN (ECOFIN Council):** το Συμβούλιο της ΕΕ όταν συνέρχεται σε επίπεδο υπουργών οικονομίας και οικονομικών.

**Συμφωνία επαναγοράς (repurchase agreement):** συμφωνία με την οποία πωλείται ένα περιουσιακό στοιχείο (τίτλος) και ταυτόχρονα ο πωλητής αποκτά το δικαίωμα και αναλαμβάνει την υποχρέωση να το επαναγοράσει με καθορισμένη τιμή σε προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία ή σε πρώτη ζήτηση. Η συμφωνία αυτή είναι παρόμοια με το δανεισμό έναντι ενεχύρου, με τη διαφορά ότι ο πωλητής δεν παρακρατεί την κυριότητα των τίτλων.

**Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (Stability and Growth Pact):** αποτελείται από δύο Κανονισμούς του Συμβουλίου, (i) τον Κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1466/97 της 7ης Ιουλίου 1997 για την ενίσχυση της εποπτείας της δημοσιονομικής κατάστασης και την εποπτεία και το συντονισμό των οικονομικών πολιτικών και (ii) τον Κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1467/97 της 7ης Ιουλίου 1997 για την επιτάχυνση και διασαφήνιση της εφαρμογής της **διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος**, και από το Ψήφισμα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου για το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης που υιοθετήθηκε στη σύνοδο κορυφής του Άμστερνταμ στις 17 Ιουνίου 1997. Σκοπός του είναι η διαφύλαξη της σταθερότητας των δημόσιων οικονομικών κατά το Τρίτο Στάδιο της **Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης**, προκειμένου να ενισχυθούν οι προϋποθέσεις για **σταθερότητα των τιμών** και για διατηρήσιμη ταχύρρυθμη οικονομική ανάπτυξη που θα συντελεί στη δημιουργία θέσεων εργασίας. Ειδικότερα, το Σύμφωνο απαιτεί από τα κράτη-μέλη να επιτύχουν, ως μεσοπρόθεσμο στόχο, σχεδόν ισοσκελισμένο ή πλεονασματικό προϋπολογισμό.

**Συνθήκη (Treaty):** με τον όρο αυτό νοείται η Συνθήκη ίδρυσης της Ευρωπαϊκής Κοινότητας (“Συνθήκη της Ρώμης”). Η Συνθήκη έχει τροποποιηθεί επανειλημμένως, ιδίως με η Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση (“Συνθήκη του Μάαστριχτ”), η οποία έθεσε τα θεμέλια για την **Οικονομική και Νομισματική Ένωση** και περιλάμβανε το Καταστατικό του **Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ)**.

**Συντελεστής ελάχιστων αποθεματικών (reserve ratio):** συντελεστής που καθορίζεται από την κεντρική τράπεζα για κάθε κατηγορία των στοιχείων του ισολογισμού που περιλαμβάνονται στη **βάση υπολογισμού των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών**. Οι συντελεστές αυτοί χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό των **υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών**.

**Σύστημα διακανονισμού σε συνεχή χρόνο (ΣΔΣΧ) (real time gross settlement system – RTGS):** σύστημα διακανονισμού το οποίο επεξεργάζεται και διακανονίζει εντολές μία προς μία (χωρίς συμψηφισμό) σε πραγματικό (“συνεχή”) χρόνο (βλ. και **TARGET**).

**Σύστημα διακανονισμού τίτλων (ΣΑΤ) (securities settlement system – SSS):** σύστημα που καθιστά δυνατή τη διακράτηση και μεταβίβαση τίτλων, είτε χωρίς πληρωμή είτε έναντι πληρωμής (παράδοση έναντι πληρωμής – delivery versus payment/DVP) είτε έναντι άλλου περιουσιακού στοιχείου (παράδοση έναντι παράδοσης – delivery versus delivery). Περιλαμβάνει όλες τις θεσμικές και τεχνικές ρυθμίσεις που απαιτούνται για το διακανονισμό συναλλαγών επί τίτλων και για την ασφαλή φύλαξη (παρακαταθήκη) τίτλων. Μπορεί να λειτουργεί ως σύστημα διακανονισμού (σε συνεχή χρόνο ή μη) ή ως σύστημα συμψηφισμού. Στα συστήματα διακανονισμού προβλέπεται υπολογισμός (εκκαθάριση) των υποχρεώσεων των συμμετεχόντων.

**Συστημικός κίνδυνος (systemic risk):** κίνδυνος από το ενδεχόμενο η αδυναμία ενός ιδρύματος να εκπληρώσει εμπρόθεσμα τις υποχρεώσεις του να οδηγήσει και άλλα ιδρύματα σε αντίστοιχη αδυναμία. Σ' αυτή την περίπτωση μπορούν να ανακύψουν σημαντικά προβλήματα ρευστότητας ή πιστώσεων και ως εκ τούτου να κλονιστεί η σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών ή η εμπιστοσύνη στις αγορές.

**TARGET (Διευρωπαϊκό Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ταχείας Μεταφοράς Κεφαλαίων σε Συνεχή Χρόνο) (TARGET – Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system):** το σύστημα διακανονισμού σε συνεχή χρόνο (ΣΔΣΧ) για το ευρώ. Είναι ένα αποκεντρωμένο σύστημα που αποτελείται από 15 εθνικά ΣΔΣΧ, το μηχανισμό πληρωμών της ΕΚΤ (EPM) και το μηχανισμό διασύνδεσης.

**Τεκμαρτή μεταβλητότητα (implied volatility):** δείκτης της αναμενόμενης μεταβλητότητας (η μεταβλητότητα μετρείται ως η τυπική απόκλιση των εκατοστιαίων ρυθμών μεταβολής που έχουν αναχθεί σε ετήσια βάση) των τιμών π.χ. των ομολόγων και των μετοχών (ή των αντίστοιχων συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης), όπως υπολογίζεται με βάση τις τιμές των **δικαιωμάτων προαιρέσεως**.

**Τιμή αναφοράς για την αύξηση του M3 (reference value for M3 growth):** ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M3 μεσοπρόθεσμα που θεωρείται συμβατός με τη διατήρηση της **σταθερότητας των τιμών**. Επί του παρόντος η τιμή αναφοράς είναι 4,5% ετησίως.

**Υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών (reserve requirement):** βλ. **υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά**.

**Υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά (reserve requirement):** το ελάχιστο ύψος αποθεματικών (υποχρεωτικών καταθέσεων) που υποχρεούται να τηρεί στο **Ευρωσύστημα** κάθε **πιστωτικό ίδρυμα**. Η συμμόρφωση των πιστωτικών ιδρυμάτων με την εν λόγω υποχρέωση κρίνεται με βάση τα μέσα ημερησία υπόλοιπα στη διάρκεια μιας **περιόδου τήρησης** (γύρω στον ένα μήνα).

**Χαρτοφυλάκιο αναφοράς (benchmark portfolio):** χαρτοφυλάκιο ή δείκτης που κατασκευάζεται με βάση τα επιδιωκόμενα επίπεδα ρευστότητας, κινδύνου και αποδόσεων των επενδύσεων και χρησιμεύει ως συγκριτικό στοιχείο για να αξιολογηθεί η απόδοση ενός συγκεκριμένου χαρτοφυλακίου.

**Χρεόγραφο (debt security):** τίτλος που ενσωματώνει υπόσχεση του εκδότη (οφειλέτη) να πραγματοποιήσει μία ή περισσότερες πληρωμές προς τον κομιστή (δανειστή) σε καθορισμένο μελλοντικό χρόνο. Οι τίτλοι αυτοί συνήθως έχουν συγκεκριμένο επιτόκιο (τοκομερίδιο) ή/και πωλούνται σε τιμή χαμηλότερη της ονομαστικής αξίας στην οποία εξοφλούνται κατά τη λήξη τους.

