



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ**

**ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ
ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

ΤΙΤΛΟΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ:

**Η ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ
Η ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΗΣ
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ (ΕΚΤ)**



**ΦΟΙΤΗΤΗΣ: ΜΗΤΡΑΚΟΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ (Μ12/05)
ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΜΟΥΡΜΟΥΡΑΣ ΙΩΑΝΝΗΣ
ΕΞΕΤΑΣΤΗΣ: ΧΑΤΖΗΔΗΜΗΤΡΙΟΥ ΙΩΑΝΝΗΣ**

ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2006

Copyright © Μητράκος Γεώργιος, 2006
Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Η έγκριση της μεταπτυχιακής εργασίας από το Διατμηματικό Πρόγραμμα
Μεταπτυχιακών Σπουδών στη Διοίκηση Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου
Μακεδονίας δεν υποδηλώνει απαραίτητως και αποδοχή των απόψεων του
συγγραφέα εκ μέρους του Προγράμματος

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Κατάλογος συντομογραφιών.....	6
Περίληψη.....	7
1. Η Διεθνής Αγορά Συναλλάγματος.....	9
1.1 Συναλλαγματικές Ισοτιμίες.....	9
1.1.1. Ορισμός.....	9
1.1.2. Μέθοδοι Αποτίμησης Ισοτιμιών.....	11
1.1.3. Σπουδαιότητα.....	12
1.2. Μορφές Συναλλαγματικών Αγορών.....	13
1.2.1. Αγορά Όψεως.....	13
1.2.2. Αγορά Προθεσμίας.....	17
1.2.3. Αγορά Ανταλλαγής.....	20
1.2.4. Αγορά Δικαιωμάτων.....	21
1.2.5. Αγορά Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης.....	22
1.3. Οι συμμετέχοντες (“παίχτες”) στην Αγορά Συναλλάγματος.....	24
1.3.1. Οι “παίχτες”.....	24
1.3.2. Τα είδη των Αγορών.....	25
1.3.3. Η Διατραπεζική Αγορά της Ελλάδας.....	26
1.4. Η Ανάπτυξη, το Μέγεθος και η Δομή της Διεθνούς Αγοράς Συναλλάγματος στις μέρες μας.....	27
1.4.1. Η Ανάπτυξη της Διεθνούς Αγοράς Συναλλάγματος στα τελευταία χρόνια	27
1.4.2. Μέγεθος της Διεθνούς Αγοράς Συναλλάγματος.....	29
1.4.3. Δομή της Διεθνούς Αγοράς Συναλλάγματος.....	32
1.4.4. Οι Αγορές του Λονδίνου, της Νέας Υόρκης και της Σιγκαπούρης.....	36
2. Η Συναλλαγματική Πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.....	40
2.1. Τα Συναλλαγματικά καθεστώτα.....	40
2.1.1. Συστήματα Σταθερών Συναλλαγματικών Ισοτιμιών.....	40
2.1.2. Συστήματα Κυμαινόμενων Συναλλαγματικών Ισοτιμιών.....	43

2.1.3.	Σύγκριση ανάμεσα στα συστήματα Συναλλαγματικών Ισοτιμιών.....	44
2.2.	Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.....	49
2.3.	Η Συναλλαγματική Πολιτική της Ε.Κ.Τ.....	50
2.3.1.	Η πορεία του ευρώ από την ημέρα εισαγωγής του ως σήμερα.....	51
2.3.2.	Οι ημερομηνίες σταθμοί των παρεμβάσεων της Ε.Κ.Τ. στις Αγορές Συναλλάγματος.....	59
2.3.3.	Οι προτιμήσεις των ιθυνόντων της Ε.Κ.Τ. σχετικά με τη συναλλαγματική πολιτική.....	60
2.3.4.	Το ευρώ είναι σκληρό στις μέρες μας. Αλήθεια ή μύθος;.....	69
2.4.	Η συναλλαγματική πολιτική των νέων κρατών – μελών της Ε.Ε.....	83
2.4.1.	Τα νέα κράτη – μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.....	83
2.4.2.	Η Συναλλαγματική πολιτική των νέων κρατών – μελών κατά τη διάρκεια των τριών φάσεων.....	84
2.4.3.	Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών ΙΙ.....	87
2.4.4.	Η πολιτική των νέων κρατών – μελών σε σχέση με το ΜΣΙ ΙΙ και το ευρώ.....	89
2.5.	Η Συναλλαγματική πολιτική της Δανίας, του Ηνωμένου Βασιλείου και της Σουηδίας.....	91
2.5.1.	Η Δανία.....	91
2.5.2.	Το Ηνωμένο Βασίλειο.....	92
2.5.3.	Η Σουηδία.....	93
3.	Η Επιτοκιακή Πολιτική της Ε.Κ.Τ.....	95
3.1.	Τα επιτόκια στην Ευρωζώνη.....	95
3.1.1.	Επιτόκια, ανάπτυξη, πληθωρισμός και ισοτιμίες.....	95
3.1.2.	Οι αλλαγές των επιτοκίων από την Ε.Κ.Τ. από το '99 ως το τέλος του '05.....	97
3.1.3.	Παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις επιτοκιακής πολιτικής της Ε.Κ.Τ.....	98
3.1.4.	Η πολιτική αυξήσεων από την Ε.Κ.Τ. στις μέρες μας.....	99
3.1.5.	Ήπια επιτοκιακή πολιτική από την Ε.Κ.Τ.....	104
3.2	Η ΕΚΤ σε σύγκριση με τη FED.....	105

3.2.1.	ΕΚΤ και FED, δύο τράπεζες δύο πολιτικές.....	106
3.2.2.	Η Μονεταριστική πολιτική και η Ενεργητική πολιτική.....	107
3.2.3.	Μήπως η ΕΚΤ πρέπει να ακολουθήσει μια ενεργητική πολιτική.....	110
3.2.4.	Η άποψη της ΕΚΤ διαμέσου του προέδρου της για την ενεργητική πολιτική.....	112
3.3.	Ποια θα είναι η πορεία των επιτοκίων στο προσεχές μέλλον.....	115
	Επίλογος.....	118
	Παράρτημα.....	120
	Βιβλιογραφία.....	133
	Αρθρογραφία.....	134

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

ΑΕΠ	=	Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν
ΔΤΚ	=	Δείκτης Τιμών Καταναλωτή
ΕΕ	=	Ευρωπαϊκή Ένωση
ΕθνΚΤ	=	Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες
ΕΚΤ	=	Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ECB)
ΕΣΚΤ	=	Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών
ΜΣΙ	=	Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών
ΟΝΕ	=	Οικονομική και Νομισματική Ένωση
ΣΜΕ	=	Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης
BIS	=	Bank of International Settlements
ECOFIN	=	Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Οικονομίας και Οικονομικών
ECU	=	Ευρωπαϊκή μονάδα μέτρησης πρόδρομος του ευρώ
FED	=	Federal Reserve (Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ)
FX	=	Foreign Exchange
OTC	=	Over-the-Counter
Βλ.	=	Βλέπε
Σελ.	=	Σελίδα
Μ.ο.	=	Μέσος όρος

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) δημιουργήθηκε κατά την συνθήκη του Μάαστριχτ και ως βασικό στόχο έχει την χάραξη και άσκηση της νομισματικής πολιτικής των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης που ανήκουν στην Ο.Ν.Ε. Επομένως φυσικό είναι να έχουν ειπωθεί και γραφτεί πάρα πολλά για τη νομισματική πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Αντιθέτως λίγοι έχουν ασχοληθεί με το θέμα της συναλλαγματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Η συναλλαγματική πολιτική αποτελεί ένα σημαντικότατο μέρος της σύγχρονης οικονομικής ζωής και δημιουργεί σημαντικές αλληλεπιδράσεις μέσα στην οικονομία. Η συναλλαγματική όμως πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας σε αντίθεση με τη νομισματική της πολιτική δεν είναι ξεκάθαρη ούτε έχει σαφώς καθορισμένους στόχους. Για το λόγο αυτό αποτελεί ένα πολύ γοητευτικό πεδίο προς έρευνα.

Στη παρούσα εργασία αφού αναφέρουμε εισαγωγικά τι συμβαίνει στην Διεθνή Αγορά Συναλλάγματος στη συνέχεια θα προσπαθήσουμε να εμβαθύνουμε στη συναλλαγματική πολιτική της ΕΚΤ. Θα προσπαθήσουμε να βρούμε αν υπάρχει κάποια συναλλαγματική πολιτική εκ μέρους της ΕΚΤ και αν ναι ποιους στόχους εξυπηρετεί. Συμπληρωματικά θα εξετάσουμε την επιτοκιακή πολιτική της ΕΚΤ η οποία αλληλοσυσχετίζεται με την συναλλαγματική πολιτική.

Το πρώτο κεφάλαιο που είναι εισαγωγικό αφιερώνεται στη Διεθνή Αγορά Συναλλάγματος. Αφού σχολιάσουμε τις συναλλαγματικές ισοτιμίες στη συνέχεια αναφέρουμε τις μορφές των Συναλλαγματικών Αγορών καθώς και τους συμμετέχοντες στην Αγορά Συναλλάγματος. Ακολούθως ασχολούμαστε με την Ανάπτυξη, το Μέγεθος και τη Δομή της Διεθνούς Αγοράς Συναλλάγματος στις μέρες μας.

Στο δεύτερο και κυριότερο κεφάλαιο αφού αναφέρουμε και συγκρίνουμε τα δυο κυριότερα συναλλαγματικά καθεστώτα μετά δίνουμε λίγα στοιχεία για την

ΕΚΤ. Εν συνεχεία εντρυφούμε στη συναλλαγματική πολιτική της ΕΚΤ. Το τελευταίο κομμάτι του κεφαλαίου αφιερώνεται στη συναλλαγματική πολιτική των δέκα νέων κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης καθώς και στη συναλλαγματική πολιτική της Δανίας, του Ηνωμένου Βασιλείου και της Σουηδίας.

Το τρίτο δε και τελευταίο κεφάλαιο διαπραγματεύεται την επιτοκιακή πολιτική της ΕΚΤ και γίνεται σύγκριση νομισματικών πολιτικών ανάμεσα στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (FED) και την ΕΚΤ. Το κεφάλαιο καταλήγει με τις εκτιμήσεις για την μελλοντική πορεία των επιτοκίων.

Η παρούσα μελέτη ολοκληρώνεται με τον επίλογο όπου παρουσιάζονται συνοπτικά τα τελικά συμπεράσματα της διπλωματικής εργασίας.

1.Η Διεθνής Αγορά Συναλλάγματος

Η διεξαγωγή του διεθνούς εμπορίου και η διεθνής κίνηση κεφαλαίων απαιτούν τη μετατροπή του νομίσματος μιας χώρας σε νομίσματα άλλων χωρών. Η ανταλλαγή αυτή των νομισμάτων λαμβάνει χώρα στην Διεθνή Αγορά Συναλλάγματος, η λειτουργία της οποίας καθιστά δυνατή τη μεταβίβαση αγοραστικής δύναμης σε συνάλλαγμα από μια χώρα σε μια άλλη (Λεβεντάκης, 2003). Στο κεφάλαιο αυτό της παρούσης εργασίας αφού αναφερθούμε εισαγωγικά στις συναλλαγματικές ισοτιμίες στη συνέχεια θα σχολιάσουμε τις μορφές των Συναλλαγματικών Αγορών καθώς και τους συμμετέχοντες σε αυτές. Το τελευταίο κομμάτι του κεφαλαίου θα αφιερωθεί στην Ανάπτυξη, το Μέγεθος και τη Δομή της Αγοράς Συναλλάγματος στις μέρες μας.

1.1 Συναλλαγματικές Ισοτιμίες

Κρίνεται σκόπιμο και ιδιαιτέρως χρήσιμο στην αρχή της παρούσης μελέτης να αποσαφηνισθεί πλήρως η έννοια, οι μέθοδοι αποτίμησης καθώς και η σκοπιμότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Οι ισοτιμίες στην παρούσα εργασία θα αποτελέσουν βασικότατο εργαλείο και συνεπώς πρέπει να κατανοηθούν πλήρως.

1.1.1 Ορισμός

Ως ισοτιμία ενός νομίσματος A έναντι ενός νομίσματος B ορίζεται ο αριθμός των μονάδων του νομίσματος B με τις οποίες ισοδυναμεί (ή αλλιώς αγοράζεται) μια μονάδα του νομίσματος A.

Βλέποντας την ισοτιμία (quote): Ευρώ/δολάριο = 1,2235 (στις 6/4/06), είναι πολύ λογικό να υπάρχει μια σύγχυση για το πιο νόμισμα είναι πιο. Συνεπώς

πρέπει να γίνει η διάκριση των νομισμάτων για να γνωρίζουν οι συναλλασσόμενοι και οι επενδυτές πόσες μονάδες του ενός νομίσματος αντιστοιχούν στο άλλο.

Το νόμισμα για το οποίο αναφέρεται η τιμή ονομάζεται νόμισμα βάσης (base currency). Αντίθετα το νόμισμα οι μονάδες του οποίου χρησιμοποιούνται για να εκφρασθεί (αποτιμηθεί) το νόμισμα βάσης ,ονομάζεται νόμισμα αποτίμησης (quoted currency).Συνεπώς η ισοτιμία ορίζεται ως η τιμή του νομίσματος βάσης (Βασιλείου, Γεωργιάδης, Γκάμας, Μακρυάς, Σιδέρης, Τσουβελεκάκης, 1998).

Άρα στο παραπάνω παράδειγμα ‘ευρώ/δολάριο =1,2235’ ,μια μονάδα ευρώ ισούται με 1,2235 μονάδες δολαρίου, όπου το ευρώ αποτελεί το νόμισμα βάσης και το δολάριο είναι το νόμισμα αποτίμησης .Συνεπώς η άνοδος ενός νομίσματος θα πρέπει να θεωρείται ως η αύξηση της τιμής του νομίσματος βάσης σε μονάδες του νομίσματος αποτίμησης.

Πρότυπα νομίσματα (Numeraire Currencies)

Στη Διεθνή κοινή πρακτική το νόμισμα βάσης ονομάζεται πρότυπο (numeraire) νόμισμα .Το νόμισμα που είναι πρότυπο ανήκει σε μια ισχυρή οικονομία και γενικά σε μια χώρα αρκετά δυνατή στο διεθνές περιβάλλον. Το νόμισμα αυτό μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως μονάδα μέτρησης, σύγκρισης και αποτίμησης διεθνώς όχι μόνο για μονάδες χρήματος αλλά και για άλλα αγαθά.

Τα σημαντικότερα πρότυπα νομίσματα είναι τα ακόλουθα:

Βρετανική Στερλίνα, Ευρώ, Δολάριο ΗΠΑ, Γερμανικό Μάρκο.

Σε μια ισοτιμία το νόμισμα βάσης επιλέγεται σύμφωνα με τους κάτωθι τρεις βασικούς κανόνες:

- Όταν ένα εκ των δύο νομισμάτων είναι πρότυπο ενώ το άλλο δεν είναι ,ως νόμισμα βάσης χρησιμοποιείται το πρότυπο.
- Όταν και τα δύο είναι πρότυπα ως νόμισμα βάσης θεωρείται το πρώτο σύμφωνα με τη σειρά που τα παραθέσαμε παραπάνω.
- Όταν και τα δύο δεν είναι πρότυπα ως νόμισμα βάσης θεωρείται το μεγαλύτερο (ή ‘βαρύτερο’) σε αξία.

1.1.2 Μέθοδοι Αποτίμησης Ισοτιμιών

Άμεση αποτίμηση (ή Εγχώρια Αποτίμηση): Το ξένο νόμισμα αποτιμάται σε μονάδες του εγχώριου νομίσματος. Άρα το ξένο νόμισμα είναι το νόμισμα βάσης και το εγχώριο είναι το νόμισμα αποτίμησης. Για παράδειγμα στην Ελλάδα 1 δολάριο = 0,8173 ευρώ ή δολάριο/ευρώ = 0,8173.

Έμμεση Αποτίμηση (ή Ξένη Αποτίμηση): Το εγχώριο νόμισμα αποτιμάται σε μονάδες ξένου νομίσματος. Το εγχώριο νόμισμα είναι το νόμισμα βάσης και το ξένο το νόμισμα αποτίμησης. Για παράδειγμα στη χώρα μας 1 Ευρώ = 1,2235 δολάρια ή Ευρώ/ δολάριο = 1,2235.

Αντίστροφες Ισοτιμίες (inverse or reciprocal quotations): Ονομάζονται οι ισοτιμίες στις οποίες το νόμισμα που θα έπρεπε σύμφωνα με τους υπάρχοντες κανόνες να αποτελεί το νόμισμα βάσης, αποτελεί τελικά το νόμισμα αποτίμησης. Για να βρούμε τη αντίστροφη ισοτιμία διαιρούμε τη μονάδα με την κανονική ισοτιμία.

Νόμισμα-Μέσο (Vehicle Currency): Στη καθημερινή πρακτική των Διεθνών Αγορών Συναλλάγματος είναι πολύ πιο εύκολο να γίνει η ανταλλαγή δύο σχετικά μη σημαντικών νομισμάτων μέσω ενός πρότυπου νομίσματος που διαδραματίζει το ρόλο ενός μέσου για την εκτέλεση της ανταλλαγής. Η χρησιμοποίηση του νομίσματος-μέσου από την άλλη ,εμπεριέχει ιδιαίτερα υψηλό κίνδυνο λόγω πιθανών απρόσμενων διακυμάνσεων μεταξύ των νομισμάτων στο μεσοδιάστημα που μπορεί να οδηγήσουν σε ανεπιθύμητες απώλειες. Βέβαια ,οι ισοτιμίες μπορεί να κινηθούν και σε ευνοϊκή κατεύθυνση με αποτέλεσμα την δημιουργία κεφαλαιακών κερδών. Σημαντικά νομίσματα-μέσο είναι το δολάριο ΗΠΑ και το Ευρώ.

Σταυροειδής (Σύνθετη) Ισοτιμία (Cross Currency Exchange Rate): Είναι η ανταλλακτική σχέση μεταξύ δύο νομισμάτων, η οποία καθορίζεται με βάση την ανταλλακτική σχέση του καθενός, με ένα τρίτο νόμισμα. Παράδειγμα:

Έστω ότι θέλουμε να υπολογίσουμε την σταυροειδή ισοτιμία ανάμεσα στο δολάριο και το ιαπωνικό γιεν χρησιμοποιώντας ως νόμισμα-μέσο το ευρώ. Έστω οι ακόλουθες ισοτιμίες:

$$1 \text{ ευρώ} = 1,213 \text{ δολάρια}$$

$$1 \text{ ευρώ} = 1,426 \text{ γιεν (ανά 100)}$$

Αν στη νέα σταυρωτή ισοτιμία το δολάριο πρόκειται να αποτελέσει το νόμισμα βάσης και το γιεν το νόμισμα αποτίμησης τότε υπολογίζω το λόγο (νόμισμα αποτίμησης / νόμισμα βάσης). Άρα $1,426/1,213 = 1,176$, που σημαίνει ότι ένα δολάριο ισοδυναμεί με 1,176 γιεν (ανά 100).

Υποτίμηση – Ανατίμηση: Στις ελεύθερες αγορές οι μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι καθημερινό φαινόμενο. Όταν η τιμή ενός νομίσματος αυξάνεται σε σχέση με κάποιο άλλο τότε το νόμισμα αυτό γίνεται ισχυρότερο, ενώ όταν μειώνεται τότε διολισθαίνει ή αδυνατίζει. Στην περίπτωση που οι εκάστοτε κυβερνήσεις παρεμβαίνουν στην αγορά συναλλάγματος αλλάζοντας τις ισοτιμίες τότε μιλάμε για υποτίμηση ή ανατίμηση. Υποτίμηση έχουμε όταν μειώνεται η αξία του νομίσματος σε σχέση με κάποιο άλλο. Το νόμισμα που υποτιμάται γίνεται φθηνότερο. Η υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος κάνει τα ξένα προϊόντα ακριβότερα στη εγχώρια αγορά και τα εγχώρια προϊόντα φθηνότερα στην ξένη αγορά. Ανατίμηση σημαίνει αύξηση της αξίας του νομίσματος σε σχέση με κάποιο άλλο. Έτσι τα ξένα προϊόντα γίνονται φθηνότερα στην εγχώρια αγορά και τα εγχώρια ακριβότερα στο εξωτερικό.

1.1.3 Σπουδαιότητα

Οι μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών έχουν μεγάλη επίδραση στη λειτουργία ολόκληρης της παγκόσμιας οικονομίας καθώς επηρεάζουν τις τιμές των αγαθών και υπηρεσιών, τα κέρδη των επιχειρήσεων και την απόδοση των χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Τιμές των αγαθών και υπηρεσιών. Μια ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος οδηγεί σε μείωση των εξαγωγών και αύξηση των εισαγωγών με αποτέλεσμα την

μείωση της οικονομικής δραστηριότητας. Τα αντίθετα αποτελέσματα θα συμβούν σε περίπτωση υποτίμησης.

Κερδοφορία των επιχειρήσεων. Όταν το εγχώριο νόμισμα ανατιμάται, τα επαναπατριζόμενα κέρδη των εταιρειών που λειτουργούν σε άλλες χώρες θα εμφανισθούν μειωμένα όταν θα μετατραπούν σε εγχώριο νόμισμα.

Απόδοση των χρηματοοικονομικών προϊόντων. Μια ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος οδηγεί σε μείωση της απόδοσης των επενδύσεων που έχουν γίνει στην αλλοδαπή. Όταν κάποιος επενδύει σε χρηματοοικονομικά προϊόντα άλλων χωρών δεν πρέπει να λαμβάνει υπόψη του μόνο τα υπάρχοντα επιτόκια αλλά και τις αναμενόμενες διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

1.2 Μορφές Συναλλαγματικών Αγορών

Οι συναλλαγές στη Διεθνή Αγορά Συναλλάγματος μπορούν να πάρουν τις ακόλουθες μορφές: Αγορά Όψεως, Αγορά Προθεσμίας, Αγορά Διατραπεζικής Ανταλλαγής, Αγορά Δικαιωμάτων, Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης. Οι αγορές αυτές αναλύονται παρακάτω.

1.2.1 Αγορά Όψεως

Η Αγορά Όψης μπορεί να χαρακτηριστεί ως ένα δίκτυο εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων και εμπορικών τραπεζών, που ανταλλάσσουν καταθέσεις εκφρασμένες σε κάποιο νόμισμα με καταθέσεις που εκφράζονται σε κάποιο άλλο νόμισμα. Αξίζει να σημειωθεί ότι η διατραπεζική Αγορά Όψεως αποτελεί την μεγαλύτερη χρηματοοικονομική αγορά του κόσμου με μέσο ημερήσιο τζίρο πάνω από 1,2 τρις δολαρίων. Η διακίνηση των καταθέσεων λαμβάνει χώρα μέσω τραπεζικών επιταγών. Η παράδοση και ο διακανονισμός γίνεται σε μία ή δύο μέρες από την ημερομηνία της συναλλαγής για να προετοιμασθούν τα απαραίτητα έγγραφα αλλά και επειδή οι αγορές λειτουργούν

σε διαφορετικές χρονικές ζώνες. Συνεπώς έχουμε πράξεις με άμεσο διακανονισμό όπου η τιμή ενός νομίσματος σε σχέση με ένα άλλο καθορίζεται ταυτόχρονα με την παράδοση. Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι συναλλαγές ανάμεσα σε δυο χρηματοοικονομικά κέντρα που λειτουργούν στην ίδια χρονική ώρα, ολοκληρώνονται σε μία μόνο ημέρα.

Αξίζει να σημειωθεί ότι η αγορά όψης δεν κλείνει ποτέ, διότι όταν ένα χρηματοοικονομικό κέντρο κλείνει κάποιο άλλο ανοίγει. Έτσι ανοίγει πρώτα η αγορά του Τόκιο και μετά από μια ώρα οι αγορές του Χονγκ-Κονγκ και της Σιγκαπούρης. Στη συνέχεια ανοίγει η αγορά του Μπαχρέιν και κατόπιν οι αγορές της Ευρώπης, που με τη σειρά τους δίνουν τη σκυτάλη στην αγορά της Νέας Υόρκης και μετά του Λος Άντζελες. Τέλος όταν κλείνουν οι αγορές στις ΗΠΑ ανοίγει η αγορά του Σίδνεϋ και μετά του Τόκιο πάλι. Με αυτό τον τρόπο ολοκληρώνεται ένας κύκλος 24 ωρών (Καρφάκης, 2005).

Ως ισοτιμία όψης ορίζεται η τιμή με την οποία πραγματοποιείται η άμεση ανταλλαγή των καταθέσεων δύο νομισμάτων και προσδιορίζεται από την συνολική τους ζήτηση και προσφορά. Για κάθε ισοτιμία καταγράφονται δύο τιμές, η τιμή πώλησης και η τιμή αγοράς. Η διαφορά ανάμεσα στις δύο τιμές αποτελεί το κέρδος των τραπεζών για τη μεσολάβηση και δεν μπορεί να είναι μεγαλύτερο του 1/10 της ποσοστιαίας μονάδας της αξίας των συναλλαγών για τα κυριότερα νομίσματα. Ο παρακάτω πίνακας 1.1 παρουσιάζει τις τιμές πώλησης, αγοράς και μέσης τιμής του ευρώ έναντι άλλων νομισμάτων για συναλλαγές μέχρι 10.000 ευρώ, που καταγράφηκαν στις 10/4/2006.

Πίνακας 1.1: **Ισοτιμίες του ευρώ έναντι άλλων νομισμάτων**

ΔΕΛΤΙΟ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ ΕΝΑΝΤΙ ΕΥΡΩ			
ΓΙΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ ΜΕΧΡΙ ΙΣΟΤΙΜΟΥ ΕΥΡΩ 10.000			
ΠΟΣΟΤΗΤΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΟΣ ΑΝΑ 1 ΕΥΡΩ			
10-4-2006	Μέση Τιμή	Αγορά	Πώληση
ΔΟΛΑΡΙΟ ΗΠΑ	1,2179	1,2276	1,1996
ΛΙΡΑ ΑΓΓΛΙΑΣ	0,69645	0,70202	0,68600
ΚΟΡΟΝΑ ΔΑΝΙΑΣ	7,4633	7,5230	7,3514
ΚΟΡΟΝΑ ΣΟΥΗΔΙΑΣ	9,3415	9,4162	9,2014
ΓΙΕΝ ΙΑΠΩΝΙΑΣ	143,57	144,72	141,42
ΦΡΑΓΚΟ ΕΛΒΕΤΙΑΣ	1,5757	1,5883	1,5521
ΚΟΡΟΝΑ ΝΟΡΒΗΓΙΑΣ	7,8760	7,9390	7,7579
ΛΙΡΑ ΚΥΠΡΟΥ	0,5760	0,5806	0,5674
ΔΟΛΑΡΙΟ ΚΑΝΑΔΑ	1,3975	1,4087	1,3765
ΔΟΛΑΡΙΟ ΑΥΣΤΡΑΛΙΑΣ	1,6653	1,6786	1,6403

Ανάλογα με το που κινείται η αγορά στη διάρκεια της ημέρας και σύμφωνα με τις παραγγελίες των πελατών του, ο διαπραγματευτής συναλλάγματος αγοράζει ή πουλά καταθέσεις νομισμάτων. Έτσι αν οι πελάτες της τράπεζας του θέλουν να πουλήσουν ευρώ τότε ο διαπραγματευτής θα πουλήσει ευρώ στην αγορά, αν θέλει να ισοσκελίσει τη θέση του σε ευρώ.

Αφού αποφασίσει ο διαπραγματευτής το ποσό που είναι διατεθειμένος να πουλήσει τότε εισέρχεται στην αγορά συναλλάγματος για να ανιχνεύσει τις τιμές αγοράς και πώλησης ευρώ των άλλων διαπραγματευτών, χωρίς ακόμα να αποκαλύπτει τις επιθυμίες του. Από την άλλη πλευρά οι διαπραγματευτές των

οποίων οι τιμές αγοράς και πώλησης ευρώ ζητούνται πρέπει να καταλάβουν αν ο αρχικός διαπραγματευτής θέλει όντως να αγοράσει ή να πουλήσει ευρώ, για να του εξασφαλίσουν καλύτερες τιμές. Έτσι στο παράδειγμά μας αν ένας διαπραγματευτής επιθυμεί να αγοράσει τα ευρώ που πουλάει ο αρχικός διαπραγματευτής πρέπει αφού δει που κινείται η αγορά να του προσφέρει μια τιμή αγοράς πιο ανταγωνιστική από τις τιμές των άλλων διαπραγματευτών. Άρα αν πιστεύει ότι οι άλλοι δίνουν 1,22 δολάρια ανά ευρώ αυτός θα μπορούσε να αγοράσει στα 1,23 δολάρια ανά ευρώ. Μετά τον τελικό καθορισμό των τιμών αγοράς και πώλησης ο αρχικός διαπραγματευτής δηλώνει αν σκοπεύει να πουλήσει ή να αγοράσει συναλλάγμα καθώς και το ποσό της συναλλαγής, και στη συνέχεια ετοιμάζονται τα σχετικά συνοδευτικά έγγραφα.

Η Αγορά Όψεως ή αλλιώς Τρέχουσα Αγορά Συναλλάγματος μπορεί να χρησιμοποιηθεί τόσο για την κάλυψη του συναλλαγματικού κινδύνου όσο και για κερδοσκοπικές συναλλαγές. Όσον αφορά την κάλυψη του συναλλαγματικού κινδύνου, έστω ότι ένας Έλληνας εισαγωγέας οφείλει να πληρώσει σε έξι μήνες ένα ποσό σε δολάρια. Υπάρχει ο κίνδυνος της υποτίμησης του ευρώ. Για να αποφύγει τον κίνδυνο της υποτίμησης μπορεί σήμερα να αγοράσει το ποσό δολαρίων που οφείλει και να το καταθέσει σε μια τράπεζα για έξι μήνες, μέχρι την ημερομηνία δηλαδή που οφείλει να πληρώσει το χρέος του.

Τέλος μπορεί να ασκηθεί κερδοσκοπική δραστηριότητα από τους συμμετέχοντες στην Αγορά Συναλλάγματος, με την προϋπόθεση ότι μπορούν να προβλέψουν σωστά τις μελλοντικές ισοτιμίες. Δίδεται δυνατότητα μέσω της κερδοσκοπίας όψεως να κερδισθούν χρήματα από μια προσδοκώμενη ανατίμηση ενός νομίσματος στη αγορά όψης, αγοράζοντας το σήμερα φθηνά και πουλώντας το στο εγγύς μέλλον ακριβά. Έτσι για παράδειγμα αν αναμένουμε ότι το ευρώ θα ανατιμηθεί σε σχέση με το δολάριο και από 1,22 δολάρια που είναι σήμερα θα ανέλθει στα 1,30 δολάρια, τότε θα αγοράσουμε σήμερα ένα ευρώ πουλώντας 1,22 δολάρια. Αν τελικώς επαληθευθούν οι προσδοκίες μας τότε θα κλείσουμε τη θέση μας πουλώντας το ευρώ στη τιμή των 1,30 δολαρίων. Άρα θα έχουμε κέρδος 8

λεπτών .Αν ο κερδοσκόπος δεν επιθυμεί να χρησιμοποιήσει δικά του δολάρια τότε μπορεί και να τα δανεισθεί.

1.2.2 Αγορά Προθεσμίας

Στη προθεσμιακή αγορά διενεργούνται αγοραπωλησίες συναλλάγματος σε μια τιμή που καθορίζεται σήμερα, αλλά η παράδοση θα γίνει ύστερα από ορισμένο χρονικό διάστημα (π.χ. μετά έξι μηνών). Η τιμή στην οποία συμφωνούν να γίνει η αγορά ή η πώληση του νομίσματος ονομάζεται προθεσμιακή τιμή (forward rate). Εναλλακτικά, προθεσμιακή ισοτιμία είναι η τιμή με την οποία συνάπτονται συμβόλαια ανταλλαγής νομισμάτων στην προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος με μελλοντικό διακανονισμό. Ο διακανονισμός θα είναι οπωσδήποτε μεγαλύτερος των 2 ημερών.

Η κύρια διαφορά ανάμεσα στη τρέχουσα και προθεσμιακή αγορά είναι ότι στην προθεσμιακή οι συναλλασσόμενοι καθορίζουν σήμερα την τιμή ενός νομίσματος για μελλοντική παράδοση, ενώ στην τρέχουσα όπως είδαμε η τιμή καθορίζεται ταυτόχρονα με την παράδοση.

Στην περίπτωση όπου η προθεσμιακή τιμή του συναλλάγματος είναι μεγαλύτερη της τρέχουσας τιμής του, τότε λέμε ότι το ξένο νόμισμα πωλείται με πριμ (ενώ το εγχώριο νόμισμα πωλείται με προεξόφληση). Όταν αντιθέτως η προθεσμιακή τιμή του συναλλάγματος είναι μικρότερη της τρέχουσας τιμής ,τότε λέμε ότι το ξένο νόμισμα πωλείται με προεξόφληση (ενώ το εγχώριο νόμισμα πωλείται με πριμ). Αν για παράδειγμα η τιμή του ευρώ στην τρέχουσα αγορά είναι 1 ευρώ = 1,25 δολάρια, ενώ στην προθεσμιακή αγορά η τιμή του είναι 1 ευρώ = 1,35 δολάρια τότε το ευρώ πωλείται στη προθεσμιακή αγορά με πριμ, είναι δηλαδή ακριβότερο σε σχέση με την τρέχουσα αγορά. Το προθεσμιακό πριμ (forward premium) ή η προθεσμιακή προεξόφληση (forward discount) δίδεται από τον όρο $(F - S) / S$ που είναι γνωστός και ως προθεσμιακή διαφορά, όπου F είναι η προθεσμιακή ισοτιμία και S είναι η τρέχουσα ισοτιμία. Αν η προθεσμιακή ισοτιμία είναι μικρότερη της τρέχουσας ο όρος $(F - S) / S$ εκφράζει τη

προθεσμιακή προεξόφληση, ενώ αν η προθεσμιακή ισοτιμία είναι μεγαλύτερη της τρέχουσας τότε ο όρος $(F - S) / S$ εκφράζει το προθεσμιακό πριμ.

Αντιστάθμιση κινδύνου. Η προθεσμιακή ισοτιμία είναι σημαντική διότι επιτρέπει στους συναλλασσόμενους να αποφεύγουν απώλειες που προέρχονται από απρόβλεπτες αλλαγές των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Έτσι δίδεται η δυνατότητα στους συναλλασσόμενους που έχουν μελλοντικές υποχρεώσεις ή απαιτήσεις να ασφαλισθούν απέναντι στο συναλλαγματικό κίνδυνο που δημιουργείται από τις μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ας εξετάσουμε δυο παραδείγματα. Έστω υπάρχει ένας Έλληνας εισαγωγές που αγοράζει Ιαπωνικά προϊόντα και πρέπει σε έξι μήνες να τα πληρώσει σε γιεν. Ελλοχεύει ο κίνδυνος το γιεν να ανατιμηθεί έναντι του ευρώ μέχρι το χρόνο της πληρωμής. Ο εισαγωγές μπορεί να αντισταθμίσει το κίνδυνο αγοράζοντας στη προθεσμιακή αγορά το ποσό σε γιεν που χρειάζεται σε τιμή που συμφωνείται σήμερα. Αντίστοιχα αν υπάρχει ένας Έλληνας εξαγωγές που πρόκειται σε έξι μήνες να πληρωθεί σε γιεν επειδή εξάγει στην Ιαπωνία, κινδυνεύει να ζημιωθεί από την υποτίμηση του γιεν έναντι του ευρώ. Αν όμως πουλήσει στη προθεσμιακή αγορά των έξι μηνών το ποσό που αναμένεται να εισπράξει σε γιεν θα μπορέσει να διασφαλισθεί.

Κερδοσκοπία. Εκτός από αυτούς που χρησιμοποιούν τη προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος για αντιστάθμιση κινδύνου υπάρχουν και αυτοί που χρησιμοποιούν τη προθεσμιακή αγορά για κερδοσκοπικές δραστηριότητες. Οι κερδοσκόποι δεν έχουν μελλοντικές απαιτήσεις ή υποχρεώσεις, αλλά αγοράζουν ή πωλούν συνάλλαγμα, παίρνοντας ανοικτή θέση στην αγορά συναλλάγματος, με στόχο την κερδοσκοπία. Αν για παράδειγμα υπάρχει προσδοκώμενη ανατίμηση ενός νομίσματος στην αγορά όψης, μπορεί κάποιος να το αγοράσει σήμερα φθηνά στην αγορά προθεσμίας πουλώντας το αργότερα στην τρέχουσα αγορά ακριβότερα. Αντίστοιχα αν κάποιος αναμένει υποτίμηση ενός νομίσματος στη αγορά όψεως μπορεί να λάβει ανοικτή θέση πουλώντας το στην αγορά προθεσμίας, με τη προσδοκία ότι στο μέλλον θα μπορεί να το αγοράσει

φθηνότερα. Συνεπώς η αγορά και πώληση συναλλάγματος για κερδοσκοπικούς λόγους εξαρτάται από την διαφορά ανάμεσα σε προθεσμιακή και προσδοκώμενη συναλλαγματική ισοτιμία.

Αξίζει να σημειωθεί ότι το κέρδος από τις κερδοσκοπικές δραστηριότητες τόσο στην αγορά όψεως όσο και στη αγορά προθεσμίας εξαρτάται κυρίως όχι από το είδος της κερδοσκοπίας αλλά από την ρευστότητα των δύο αγορών που παρέχει την δυνατότητα στο κερδοσκόπο να εκτελέσει τις πράξεις του.

Όταν η προθεσμιακή ισοτιμία εκτιμά αμερόληπτα την αναμενόμενη ισοτιμία όψεως στο μέλλον, σε καθεστώς ουδέτερου κινδύνου, τότε δεν υπάρχει περιθώριο για κερδοσκοπία.

Είναι γεγονός ότι δεν υπάρχουν πολλές επιλογές για κερδοσκοπία στη μελλοντική ισοτιμία όψεως. Όμως ο κερδοσκόπος δεν χρειάζεται να περιμένει μέχρι τη λήξη του συμβολαίου για να αποκομίσει τα όποια κέρδη του. Μπορεί όποτε επιθυμεί μέχρι τη λήξη του προθεσμιακού συμβολαίου του να πάρει αντίθετη θέση στην προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος, ασκώντας κερδοσκοπία στην προθεσμιακή ισοτιμία. Για παράδειγμα αν ο κερδοσκόπος περιμένει ότι η τριμηνιαία προθεσμιακή τιμή του ευρώ έναντι του γιεν για συμβόλαια που ξεκινούν σε τρεις μήνες και λήγουν σε έξι μήνες από σήμερα είναι μεγαλύτερη από την τρέχουσα προθεσμιακή τιμή για συμβόλαια λήξης έξι μηνών από σήμερα, τότε μπορεί να αγοράσει σήμερα προθεσμιακά ευρώ έναντι γιεν και να τα πουλήσει σε τρεις μήνες, κερδίζοντας από τη διαφορά των δυο προθεσμιακών ισοτιμιών.

Τέλος θα ήθελα να αναφέρω ότι η χρησιμοποίηση της προθεσμιακής αγορά για αντιστάθμιση κινδύνου και για κερδοσκοπία δεν προϋποθέτει την διάθεση ιδίων κεφαλαίων ή πιστωτικών διευκολύνσεων, καθώς οι συναλλασσόμενοι απλά συνάπτουν μια συμφωνία με μια τράπεζα για να αγοράσουν ή να πουλήσουν συνάλλαγμα σε μελλοντική ημερομηνία και σε προκαθορισμένη τιμή. Στη περίπτωση όμως της αγοράς όψης απαιτείται η ύπαρξη ιδίων διαθεσίμων ή πιστωτικών διευκολύνσεων για να πραγματοποιήσουν τις σχετικές συναλλαγές.

1.2.3 Αγορά Ανταλλαγής

Συνήθως οι πράξεις αγοραπωλησίας συναλλάγματος στην διατραπεζική αγορά λαμβάνουν την μορφή ανταλλαγής (swap). Με την ανταλλαγή συνδέεται η αγορά ενός νομίσματος στη τρέχουσα αγορά με ταυτόχρονη συμφωνία επαναπώλησης του μετά από ένα ορισμένο χρονικό διάστημα, καθώς και η πώληση ενός νομίσματος με την συμφωνία επαναγοράς του ύστερα από ένα ορισμένο χρονικό διάστημα. Συνεπώς η ανταλλαγή είναι ο συνδυασμός δύο ταυτόχρονων συναλλαγών, μιας πράξης όψεως και μιας προς αντίθετη κατεύθυνση πράξης προθεσμίας. Ο διακανονισμός γίνεται σε δύο διαφορετικές ημερομηνίες, οι οποίες αντιστοιχούν στις ημερομηνίες διακανονισμού των πράξεων όψεως και προθεσμίας. Στην ανταλλαγή μεγάλη σημασία έχει η διαφορά ανάμεσα στη προθεσμιακή και στην τρέχουσα τιμή του συναλλάγματος, που ονομάζεται ισοτιμία ανταλλαγής (swap rate). Αν για παράδειγμα η ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου είναι στη αγορά όψεως 1,20 δολάρια ενώ στην αγορά προθεσμίας είναι 1,30 δολάρια τότε αν υποθέσουμε ότι η τράπεζα Α αγοράσει ευρώ όψεως και πουλάει ευρώ προθεσμίας ταυτόχρονα στην τράπεζα Β, τότε καρπώνεται την ισοτιμία ανταλλαγής που είναι 10 λεπτά.

Οι πράξεις ανταλλαγής που είναι βραχυπρόθεσμες έχουν ημερομηνία λήξεως κάτω από μήνα ίσως και αρκετά λιγότερο.

Αντιστάθμιση κινδύνου. Οι πράξεις ανταλλαγής χρησιμοποιούνται από τις τράπεζες εκτός από τις αγοραπωλησίες νομισμάτων και για αντιστάθμιση του συναλλαγματικού κινδύνου λόγω ανοικτής προθεσμιακής θέσης.

Έστω κάποιος ιδιώτης πουλά στην τράπεζα Α ένα προθεσμιακό γιεν έναντι ευρώ για τρεις μήνες. Η τράπεζα Α πουλάει ένα γιεν όψεως έναντι ευρώ για να αντισταθμίσει το συναλλαγματικό κίνδυνο ,από τις καταθέσεις της σε γιεν. Τώρα αντισταθμίσει την ανοικτή προθεσμιακή της θέση, όμως μειώθηκαν οι καταθέσεις σε γιεν δημιουργώντας πρόβλημα ρευστότητας σε περίπτωση που της ζητηθούν γιεν από τους πελάτες της. Για να αποκαταστήσει το πρόβλημα ρευστότητας, χωρίς να χάσει την αντιστάθμιση της προθεσμιακής της θέσης, θα εκτελέσει μια

πράξη ανταλλαγής αγοράζοντας ένα γιεν όψεως έναντι ευρώ από την τράπεζα Β και πουλώντας της ταυτόχρονα ένα προθεσμιακό γιεν έναντι ευρώ. Με τη λήξη του συμβολαίου η τράπεζα Α θα πουλήσει στον ιδιώτη τα προθεσμιακά ευρώ που πήρε από την τράπεζα Β, μεταβιβάζοντας της ταυτόχρονα τα γιεν που της πούλησε ο ιδιώτης. Κατ' ουσία η ανταλλαγή (swap) αποτελεί ανταλλαγή χρέους.

1.2.4 Αγορά Δικαιωμάτων

Ένα άλλο χρηματοοικονομικό προϊόν είναι και τα συμβόλαια δικαιωμάτων συναλλάγματος (foreign currency options). Τα δικαιώματα επί νομισμάτων δίδουν στους κατόχους τους το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση να προβούν σε αγοραπωλησίες καταθέσεων νομισμάτων σε προκαθορισμένη ισοτιμία για καθορισμένο χρονικό διάστημα. Το χρονικό διάστημα είναι η ημερομηνία λήψης του συμβολαίου στα ευρωπαϊκού τύπου συμβόλαια, ενώ στα αμερικάνικου τύπου είναι οποιαδήποτε στιγμή μέχρι την ημερομηνία λήψης του συμβολαίου. Όταν υπάρχει αγορά νομίσματος το δικαίωμα καλείται call, ενώ στη περίπτωση πώλησης ονομάζεται put. Ο κάτοχος του συμβολαίου πληρώνει στον πωλητή ένα ασφάλιστρο που αντιπροσωπεύει την τιμή του δικαιώματος.

Συνεπώς ο αγοραστής ενός δικαιώματος αγοράς έχει το δικαίωμα αν το επιθυμήσει να αγοράσει ένα ορισμένο ποσό συναλλάγματος σε προκαθορισμένη ισοτιμία (strike price) ενώ ο πωλητής ενός δικαιώματος αγοράς έχει την υποχρέωση να παραδώσει το ποσό του συναλλάγματος που συμφωνήθηκε στην προκαθορισμένη ισοτιμία αν ο αγοραστής ασκήσει το δικαίωμα του. Αντίστοιχα ένας αγοραστής δικαιώματος πώλησης έχει το δικαίωμα να πουλήσει ένα ορισμένο ποσό συναλλάγματος σε προκαθορισμένη ισοτιμία και ο πωλητής ενός δικαιώματος πώλησης έχει την υποχρέωση να αγοράσει το ποσό του συναλλάγματος που αναγράφεται στο συμβόλαιο στη προκαθορισμένη ισοτιμία αν ο αγοραστής θελήσει να ασκήσει το δικαίωμα του. Το κύριο νόμισμα στα συμβόλαια δικαιωμάτων επί νομισμάτων είναι το δολάριο των ΗΠΑ. Σχεδόν κάθε συμβόλαιο περιλαμβάνει την αγορά ή πώληση ενός νομίσματος επί του δολαρίου.

Τα περισσότερα συμβόλαια δικαιωμάτων συνάπτονται στη στερλίνα, το ελβετικό φράγκο, το ευρώ, το καναδικό δολάριο, το αυστραλιανό δολάριο και το γιεν.

Αντιστάθμιση κινδύνου. Τα δικαιώματα επί νομισμάτων παρέχουν τη δυνατότητα κάλυψης του συναλλαγματικού κινδύνου. Έστω παράδειγμα μια Ευρωπαϊκή τράπεζα που κατέχει ευρώ και κινδυνεύει από την υποτίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου. Μπορεί να εξαλείψει το συναλλαγματικό κίνδυνο αν αγοράσει ένα δικαίωμα πώλησης ευρώ στη διατραπεζική αγορά της Νέας Υόρκης. Αν το ευρώ τελικώς υποτιμηθεί έναντι του δολαρίου τότε η τράπεζα μπορεί να πουλήσει ευρώ στην προκαθορισμένη ισοτιμία που θα είναι μεγαλύτερη της τρέχουσας. Αν πάλι δεν υλοποιηθεί η υποτίμηση δεν θα πράξει τίποτα διότι το συμβόλαιο δικαιώματος δεν την υποχρεώνει.

Κερδοσκοπία. Τα δικαιώματα επί νομισμάτων μπορούν να χρησιμοποιηθούν και για κερδοσκοπικούς λόγους εκτός από την αντιστάθμιση του συναλλαγματικού κινδύνου. Έστω ότι ένας κερδοσκόπος προσδοκά ότι η ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου θα αυξηθεί από 1,25 σε 1,35 δολάρια. Μπορεί να αγοράσει ένα δικαίωμα αγοράς ευρώ έναντι δολαρίων στα 1,27 δολάρια, πληρώνοντας και ένα ασφάλιστρο 5 λεπτών. Αν τώρα τελικώς ανατιμηθεί το ευρώ στα 1,35 δολάρια ο κερδοσκόπος θα ασκήσει το δικαίωμά του και θα αγοράσει ευρώ στη προκαθορισμένη ισοτιμία των 1,27 δολαρίων και θα τα μετατρέψει σε δολάρια στην αγορά όψεως εισπράττοντας 1,35 δολάρια ανά ευρώ. Το τελικό του κέρδος θα είναι: $1,35 - 1,27 - 0,05 = 0,03$ λεπτά ανά ευρώ.

1.2.5 Αγορά Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης

Ένα Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης (futures) είναι μια συμφωνία ανάμεσα σε δυο πλευρές, όπου ο αγοραστής (ο ένας αντισυμβαλλόμενος) συμφωνεί να αγοράσει ένα συγκεκριμένο ποσό συναλλάγματος σε μελλοντική ημερομηνία και σε μια προκαθορισμένη ισοτιμία από τον πωλητή (τον άλλο αντισυμβαλλόμενο). Σε αυτή τη περίπτωση υπάρχει υποχρέωση και όχι δικαίωμα περί αγοράς. Ενώ η προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος χρησιμοποιείται κυρίως

από τις τράπεζες και τους μεγάλους θεσμικούς επενδυτές λόγω του μεγάλου μεγέθους των προθεσμιακών συμβολαίων, η αγορά Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης (foreign currency futures) (ΣΜΕ) χρησιμοποιείται κυρίως από μικρές επιχειρήσεις και μικρούς επενδυτές τόσο για αντιστάθμιση του συναλλαγματικού κινδύνου όσο και για κερδοσκοπία (Λεβεντάκης, 2003). Αν για παράδειγμα μια μικρή τράπεζα αναμένει ότι η τιμή του ευρώ πρόκειται να αυξηθεί έναντι του δολαρίου, αγοράζει ένα συμβόλαιο σε ευρώ. Αν το ευρώ τελικώς ανατιμηθεί, τότε κερδίζει αλλιώς ζημιώνεται. Όπως φαίνεται η ομοιότητα των ΣΜΕ με τα προθεσμιακά συμβόλαια είναι μεγάλη. Όμως υπάρχουν και σημαντικές διαφορές που αναφέρονται παρακάτω:

- Τα ΣΜΕ είναι διαπραγματεύσιμα σε οργανωμένες αγορές όπως στην International Financial Future Exchange του Λονδίνου (LIFFE). Τα κύρια νομίσματα που είναι διαπραγματεύσιμα στις αγορές ΣΜΕ είναι το αμερικανικό δολάριο, το ευρώ, το γιεν, το αυστραλιανό και καναδικό δολάριο, η στερλίνα και το ελβετικό φράγκο.
- Τα ΣΜΕ έχουν συγκεκριμένες ημερομηνίες λήξεως. Η τελευταία μέρα διαπραγμάτευσης είναι δύο εργάσιμες πριν λήξει το συμβόλαιο. Επίσης τα ΣΜΕ αφορούν συγκεκριμένα ποσά συναλλάγματος. Η ονομαστική αξία ενός ΣΜΕ είναι σε ευρώ 125.000, σε στερλίνες 62.500, σε Καναδικά δολάρια 100.000, και σε γιεν 12,5 εκατ.
- Τα ΣΜΕ έχουν μεγαλύτερο βαθμό ρευστότητας από τα προθεσμιακά συμβόλαια, καθώς τα ΣΜΕ μπορούν να πουληθούν σε οποιαδήποτε στιγμή μέχρι τη λήξη τους στις τιμές που επικρατούν στην αγορά. Υπάρχει καθημερινός διακανονισμός ανάμεσα σε αγοραστή και πωλητή. Ο αγοραστής καταθέτει ως εγγύηση ένα ελάχιστο ποσό στο λογαριασμό του χρηματομεσίτη. Αν αυξηθεί η τιμή του συμβολαίου το κέρδος πιστώνεται στο λογαριασμό του αγοραστή ενώ αν μειωθεί η τιμή η ζημιά χρεώνεται στο λογαριασμό του αγοραστή και με το ποσό αυτό πιστώνεται ο λογαριασμός του πωλητή.
- Οι συναλλαγές που αφορούν την αγορά ΣΜΕ τελούν υπό την εποπτεία του Οργανισμού Συμψηφισμού, που εγγυάται την ασφάλεια των συναλλαγών και την

παράδοση του συναλλάγματος που συμφωνήθηκε στο συμβόλαιο κατά την ημερομηνία λήξεώς του.

1.3 Οι συμμετέχοντες (‘παίχτες’) στην Αγορά Συναλλάγματος

Αφού αναλύσαμε τις διάφορες μορφές που μπορούν να έχουν οι συναλλαγές στην Αγορά Συναλλάγματος, στη συνέχεια θα αναφέρουμε τους ‘παίχτες’ στην Αγορά Συναλλάγματος.

1.3.1 Οι ‘παίχτες’

Υπάρχουν ουσιαστικά τέσσερις ‘παίχτες’ που επηρεάζουν και καθορίζουν τις ισοτιμίες στην Αγορά Συναλλάγματος. Ο κεντρικές τράπεζες των χωρών, οι εμπορικές τράπεζες, οι χρηματιστές συναλλάγματος και το κοινό (επενδυτές, έμποροι, απλοί πολίτες). Το κύριο ρόλο στην Αγορά Συναλλάγματος διαδραματίζουν οι μεγάλες τράπεζες του κόσμου. Σύμφωνα με μια άλλη διάκριση οι συμμετέχοντες στην Αγορά Συναλλάγματος είναι οι ακόλουθοι:

1. **Εντολοδότες (Principals).** Επαγγελματίες που συναλλάσσονται για δικό τους λογαριασμό αναλαμβάνοντας τα αντίστοιχα ρίσκο των επιλογών τους. Διακρίνονται στις εξής κατηγορίες:
 - **Διαμορφωτής Αγοράς (Market Maker).** Είναι τα τραπεζικά κυρίως ιδρύματα που ανακοινώνουν τόσο ισοτιμίες αγοραστή όσο και ισοτιμίες πωλητή σε οιοσδήποτε συνθήκες αγοράς.
 - **Χρηματιστής (Dealer).** Τράπεζες με διακριτική ευχέρεια να κινηθούν όπως η παραπάνω κατηγορία.
 - **Τακτικός Αγοραστής (Customer).** Μεγάλες επιχειρήσεις ή διαχειριστές κεφαλαίου που συναλλάσσονται συχνά με τους ‘dealers’ στην Αγορά Συναλλάγματος. Όταν θέλουν να προβούν σε κάποια πράξη λαμβάνουν μόνο μια ισοτιμία από τους επαγγελματίες (αγοραστή ή πωλητή αντίστοιχα).

2. **Αντιπρόσωπος ή Πράκτορας (Agent or money broker).** Επαγγελματίες που εκπροσωπώντας τους πελάτες τους προβαίνουν σε πράξεις αγοραπωλησίας λαμβάνοντας ισοτιμίες από τους ‘dealers’ της αγοράς και προωθούν τις ισοτιμίες αυτές στους πελάτες τους. Λαμβάνουν προμήθεια εφόσον ολοκληρωθεί μια πράξη. Συνεπώς δεν τους ενδιαφέρει το επίπεδο της ισοτιμίας αλλά η υλοποίηση της πράξης.

1.3.2 Τα είδη των Αγορών

Ανάλογα με τους αγοραστές ή πωλητές του συναλλάγματος η Αγορά διακρίνεται σε χονδρική ή διατραπεζική αγορά και σε λιανική αγορά συναλλάγματος.

Διατραπεζική αγορά. Είναι η αγορά που έχουμε και αγορά και πώληση συναλλάγματος μεταξύ των τραπεζών.

Λιανική αγορά συναλλάγματος. Είναι η αγορά που γίνονται οι αγοραπωλησίες ανάμεσα στις τράπεζες και το κοινό (Νούλας,2001).

Τα κριτήρια βάσει των οποίων διαφοροποιούνται η χονδρική (wholesale) και η λιανική (retail) αγορά συναλλάγματος είναι τα ακόλουθα:

- Το επίπεδο των επαγγελματιών, που δραστηριοποιούνται στην χονδρική αγορά, είναι καλύτερο σχετικά με την γνώση των διαδικασιών που πρέπει να ακολουθούνται στις συναλλαγές αλλά και του επενδυτικού κινδύνου που συνεπάγονται οι συναλλαγές.
- Το μέγεθος των συναλλαγών ,στην χονδρική αγορά, είναι μεγάλου μεγέθους με ένα κατώτερο επίπεδο αξίας συναλλαγών.
- Το επίπεδο των τιμών, όπου στην χονδρική αγορά είναι πιο ανταγωνιστικό και είναι διαμορφωμένο βάσει της τελευταίας δυνατής πληροφόρησης.
- Οι συμμετέχοντες στην χονδρική αγορά λειτουργούν με διπλή ιδιότητα τόσο ως αγοραστές όσο και ως πωλητές, πράγμα που σε γενικές γραμμές δεν συμβαίνει στην λιανική αγορά.

Όπως έχει ήδη αναφερθεί οι τράπεζες ανακοινώνουν δύο τιμές για τα νομίσματα που συναλλάσσονται, την τιμή αγοράς (bid) και την τιμή πώλησης (ask). Η διαφορά που υπάρχει ανάμεσα στις δύο τιμές ονομάζεται spread και αποσκοπεί στην κάλυψη των εξόδων των τραπεζών.

Οι τράπεζες που συμμετέχουν στην αγορά συναλλάγματος πρέπει να διαθέτουν άρτια εκπαιδευόμενο προσωπικό. Οι τράπεζες χρησιμοποιούν την διατραπεζική αγορά για να ικανοποιήσουν τις ανάγκες των πελατών τους. Αυτό συμβαίνει διότι λόγω των μεταβολών των συναλλαγματικών ισοτιμιών αν κρατούν μεγάλες θέσεις ή μεγάλα αποθέματα ξένων νομισμάτων μπορεί να πραγματοποιήσουν μεγάλες ζημιές ή κέρδη σε μικρό χρονικό διάστημα. Ίσως κάποιες τράπεζες όμως να επιθυμήσουν να καρπωθούν μια πιθανή αλλαγή στην τιμή ενός νομίσματος.

1.3.3 Η Διατραπεζική Αγορά της Ελλάδας

Στην Διατραπεζική Αγορά της Ελλάδας συμμετέχουν η Τράπεζα της Ελλάδας και όλες οι εμπορικές τράπεζες μέσω εξουσιοδοτημένων εκπροσώπων. Η αγορά λειτουργεί από Δευτέρα ως Παρασκευή. Είναι άτυπη διότι δεν έχει ένα καθορισμένο χώρο και διεξάγεται τηλεφωνικά μεταξύ των ‘dealers. Κάποιοι ‘dealers’ προσφέρουν συνάλλαγμα και κάποιοι άλλοι αγοράζουν. Αν η προσφορά και η ζήτηση δεν ισορροπούν μπορεί η Τράπεζα της Ελλάδας να επέμβει και να αγοράσει ή να πουλήσει συνάλλαγμα για να αποφευχθεί αυξομείωση της συναλλαγματικής αξίας (Νούλας, 2001). Η κύρια διαπραγμάτευση γίνεται στο fixing, που είναι μια αίθουσα της Τράπεζας της Ελλάδος, γύρω στις 1:30 μ.μ. με 2:00 μ.μ.

1.4 Η Ανάπτυξη ,το Μέγεθος και η Δομή της Διεθνούς Αγοράς Συναλλάγματος στις μέρες μας

Η Διεθνής Αγορά Συναλλάγματος υφίσταται όταν ένα νόμισμα ανταλλάσσεται με ένα άλλο .Είναι μακράν η μεγαλύτερη αγορά στον κόσμο, σε όρους αξίας συναλλαγών. Περιλαμβάνει συναλλαγές ανάμεσα σε μεγάλες τράπεζες, κεντρικές τράπεζες, κερδοσκόπους νομισμάτων, πολυεθνικούς οργανισμούς, κυβερνήσεις και άλλες χρηματοοικονομικές αγορές και οργανισμούς. Οι υπόλοιποι συναλλασσόμενοι (μικροί κερδοσκόποι) αποτελούν ένα μικρό μέρος αυτής της αγοράς που συμμετέχουν έμμεσα μέσω των πρακτόρων (brokers) ή των τραπεζών. Η μεταμόρφωση στις δεκαετίες '80 και '90 τόσο στο χρηματοοικονομικό όσο και στον τεχνολογικό τομέα επέφεραν σημαντικές αλλαγές στη δομή της Διεθνούς Αγοράς Συναλλάγματος και στις λειτουργίες της. Στη συνέχεια θα αναφερθούμε στην ανάπτυξη, το μέγεθος και τη δομή της Διεθνούς Αγοράς Συναλλάγματος στις μέρες μας και θα σχολιάσουμε τα αποτελέσματα των τελευταίων ερευνών που έλαβαν χώρα στις αγορές του Λονδίνου, της Νέας Υόρκης και της Σιγκαπούρης.

1.4.1 Η Ανάπτυξη της Διεθνούς Αγοράς Συναλλάγματος στα τελευταία χρόνια

Παγκοσμίως η Διεθνής Αγορά Συναλλάγματος έχει επιδείξει σημαντική ανάπτυξη. Το 1998 σύμφωνα με έρευνα της BIS (Bank for International Settlements) ο τζίρος παγκοσμίως υπολογίστηκε γύρω στα 1,49 τρις δολάρια καθημερινά για τα παραδοσιακά (εκτός χρηματαγορών) χρηματοοικονομικά προϊόντα της αγοράς-όψεως (spot), προθεσμίας (outright forwards), FX ανταλλαγή [foreign exchange (FX) swaps]- συν επιπρόσθετα 97 δις δολάρια για τα εκτός χρηματαγοράς δικαιώματα νομισμάτων (over-the-counter currency options) και τις ανταλλαγές νομισμάτων (currency swaps). Επίσης τα προϊόντα

που συναλλάσσονται σε οργανωμένες αγορές – ΣΜΕ (currency futures) και δικαιώματα νομισμάτων εντός χρηματαγοράς (exchange-traded currency options)- υπολογίστηκαν στα 12 δις δολάρια. Στα παραδοσιακά προϊόντα, ο τζίρος της Αγοράς Συναλλάγματος παγκοσμίως, μετρημένος με τις ισοτιμίες του 1998, αυξήθηκε πάνω από 80% από το 1992 ως το 1998 (Cross, 1998).

Στις Η.Π.Α. τώρα το 1998, σύμφωνα με έρευνα της Ομοσπονδιακής Τράπεζας (Federal Reserve), ο τζίρος της Διεθνούς Αγοράς Συναλλάγματος στην Αμερικανική αγορά ανήλθε στα 351 δις δολάρια ημερησίως. Αύξηση, δηλαδή, 43% σε σχέση με το 1995 και πάνω από 60 φορές σε σχέση με το 1977, την πρώτη δηλαδή χρονιά οπου υπάρχουν διαθέσιμα συγκρίσιμα δεδομένα. Αξίζει να σημειωθεί ότι τα 351 δις δολάρια αφορούν μόνο τα τρία παραδοσιακά προϊόντα της αγοράς συναλλάγματος -spot, outright forwards, FX swaps-και δεν περιλαμβάνονται τα εκτός χρηματαγοράς δικαιώματα νομισμάτων και οι ανταλλαγές νομισμάτων που υπολογίζονται στα 32 δις δολαρίων ημερησίως. Επίσης στα προϊόντα που διαπραγματεύονται στις οργανωμένες αγορές –ΣΜΕ, δικαιώματα – ο ημερήσιος τζίρος υπολογίζεται περίπου στα 10 δις \$.

Η ανάπτυξη αυτή της Αγοράς Συναλλάγματος παγκοσμίως και στις ΗΠΑ αντικατοπτρίζει τη συνεχή αύξηση του Διεθνούς Εμπορίου και την επέκταση της παγκόσμιας επένδυσης και των χρηματοοικονομικών στα τελευταία χρόνια. Οι διεθνείς συναλλαγές σε αγαθά και υπηρεσίες στις ΗΠΑ –το άθροισμα εισαγωγών και εξαγωγών-τριπλασιάστηκαν από το 1980 ως το 1995, ενώ παγκοσμίως αυξήθηκαν πάνω από 2,5 φορές στην ίδια χρονική περίοδο.

Όμως το Διεθνές Εμπόριο δεν μπορεί να ερμηνεύσει αυτή τη τεράστια αύξηση στη Διεθνή Αγορά Συναλλάγματος στα τελευταία 25-30 χρόνια. Η δεσπόζουσα δύναμη της εντυπωσιακής αύξησης της αγοράς είναι η τεράστια επέκταση των συναλλαγών διεθνούς κεφαλαίου, εντός και εκτός συνόρων. Στις ΗΠΑ οι εισροές διεθνούς κεφαλαίου είναι κατά μέσο όρο πάνω από 180 δις \$ ετησίως από τα μέσα του '80 και μετά.

Το μεγάλο και επίμονο εξωτερικό εμπόριο και το έλλειμμα στο εμπορικό ισοζύγιο πληρωμών στις ΗΠΑ σε συνδυασμό με τα πλεονάσματα στο ισοζύγιο των άλλων μεγάλων χωρών, οδήγησαν στην ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού τομέα. Από το 1983 και μετά το έλλειμμα στις ΗΠΑ κυμαινόταν στα 100-200 δις \$ το χρόνο, ενώ παράλληλα η Ιαπωνία και λιγότερο η Γερμανία σημείωναν σημαντικά πλεονάσματα, σε αντίθεση με τα μέτρια πλεονάσματα και ελλείμματα και των τριών χωρών στις δεκαετίες του '60 και '70 (Cross, 1998).

Η διεθνοποίηση της χρηματοοικονομικής δραστηριότητας έχει αυξηθεί ταχέως. Οι μικτές αγοραπωλησίες χρεογράφων ανάμεσα σε διαμένοντες και σε μη διαμένοντες αυξήθηκαν από κάτω του 10% του ΑΕΠ που ήταν το 1985, στο 70% του ΑΕΠ για την Ιαπωνία και αρκετά πάνω από 100% στην Γερμανία και στις ΗΠΑ κατά το έτος 1994.

Όσα αναφέραμε παραπάνω δημιουργούν γόνιμο έδαφος για την ανάπτυξη των συναλλαγών στη Διεθνή Αγορά Συναλλάγματος.

1.4.2 Μέγεθος της Διεθνούς Αγοράς Συναλλάγματος

Η Διεθνής Αγορά Συναλλάγματος είναι μακράν η μεγαλύτερη και με τη μεγαλύτερη ρευστότητα αγορά στο κόσμο. Είναι επίσης μοναδική λόγω:

- Του μεγάλου αριθμού και της ποικιλομορφίας των συναλλασσόμενων στην αγορά
- Της γεωγραφικής της διασποράς
- Των μακράς διάρκειας συναλλαγών -24 ώρες την μέρα (εκτός σαββ/κου)
- Την ποικιλία των παραγόντων που επηρεάζουν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες

Οι μέσες ημερήσιες συναλλαγές στην Αγορά Συναλλάγματος παγκοσμίως αγγίζουν τα 1,9 τρις \$ στον Απρίλιο του 2004 σύμφωνα με την τριετή καθιερωμένη έρευνα που διενεργείται παγκοσμίως υπό την εποπτεία της BIS¹

¹ Βλέπε Παράρτημα 1

(Wikipedia,2006). Κάθε τρία χρόνια η BIS σε συνεργασία με 52 κεντρικές τράπεζες και νομισματικές αρχές όλου του κόσμου διεξάγει έρευνα για τη δραστηριότητα στη Διεθνή Αγορά Συναλλάγματος και στην αγορά των παραγώγων. Όλα τα στοιχεία που θα παρατεθούν παρακάτω στηρίζονται στην πιο πρόσφατη έρευνα που διεξήχθη τον Απρίλιο 2004 και ανακοινώθηκε το Μάρτιο του 2005.

Ο τζίρος των 1,9 τρις \$ ημερησίως που αναφέραμε είναι αρκετές φορές το επίπεδο του τζίρου της Αγοράς Χρεογράφων στις ΗΠΑ, που είναι η δεύτερη αγορά παγκοσμίως. Ο κύκλος εργασιών της Αγοράς Συναλλάγματος αντιστοιχεί σε περισσότερα από 200\$ συναλλαγών, καθημερινά, για κάθε κάτοικο της γης.

Ο κύκλος εργασιών των 1,9 τρις \$, που αυξήθηκε από το 2001 κατά 57% σε τρέχουσες ισοτιμίες ή 36% όταν οι αξίες μετρούνται με σταθερές ισοτιμίες επιμερίζεται ως ακολούθως:

- 600 δις \$ σε spot
- 1.300 δις \$ σε παράγωγα. Συγκεκριμένα 200 δις \$ σε outright forwards, 1.000 δις \$ σε FX swaps και 100 δις \$ σε FX options

Αξίζει να σημειωθεί ότι αύξηση σημειώθηκε σε όλα τα χρηματοοικονομικά προϊόντα αλλά κυρίως στις αγορές όψεως και προθεσμίας.

Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης που συναλλάσσονται σε οργανωμένες αγορές και έχουν αυξηθεί εντυπωσιακά τα τελευταία χρόνια έχουν περίπου αξία συναλλαγών στο 7% του συνολικού κύκλου εργασιών της Αγοράς Συναλλάγματος.

Οι δέκα πιο ενεργοί συμμετέχοντες (παίχτες) αντιστοιχούν στο 73% της συνολικής συναλλακτικής αξίας. Πρώτη με 17% έρχεται η Deutsche Bank και ακολουθούν με 12,5% και 7,5% η UBS και η Citigroup αντίστοιχα. Οι υπόλοιπες τράπεζες που συμπληρώνουν τη δεκάδα με σειρά είναι: HSBC, Barclays, Merrill Lynch, J.P. Morgan Chase, Goldman Sachs, ABN Amro και Morgan Stanley (Wikipedia, 2006).

Το εύρος, το βάθος και η ρευστότητα της Αγοράς είναι πραγματικά εντυπωσιακά. Ανεξάρτητες συναλλαγές των 200 και 500 εκατομμυρίων δολαρίων είναι συνηθισμένες. Οι ισοτιμίες αλλάζουν συχνά ως και 20 φορές το λεπτό. Οι πιο ενεργές ισοτιμίες αλλάζουν ως και 18.000 φορές τη μέρα.

Το 53% της αξίας των συναλλαγών παγκοσμίως διενεργείται ανάμεσα στα μεγάλα χρηματοοικονομικά ιδρύματα (διατραπεζικά). Στη παραπάνω κατηγορία εντάσσονται οι οργανισμοί που ενεργά αγοράζουν και πωλούν συνάλλαγμα και παράγωγα εκτός χρηματαγοράς τόσο για λογαριασμό τους όσο και για τις ανάγκες των πελατών τους. Συνήθως είναι μεγάλες επενδυτικές και εμπορικές τράπεζες. Το 33% της αξίας των συναλλαγών πραγματοποιείται ανάμεσα στην κατηγορία που μόλις περιγράψαμε και στα υπόλοιπα χρηματοοικονομικά ιδρύματα (μικρότερες τράπεζες συνήθως). Μόνο το 14% αφορά συναλλαγές ανάμεσα στα παραπάνω χρηματοοικονομικά ιδρύματα και σε μη χρηματοοικονομικούς πελάτες (κυρίως επιχειρήσεις και κυβερνήσεις). Τα αντίστοιχα ποσοστά σύμφωνα με τη προηγούμενη έρευνα του 2001 ήταν 59%, 28% και 13% σύμφωνα με τη σειρά που τα παρουσιάσαμε².

Ανάμεσα στα διάφορα χρηματοοικονομικά κέντρα ανά τον κόσμο, το μεγαλύτερο ποσό συναλλαγών συναλλάγματος λαμβάνει χώρα στο Ηνωμένο Βασίλειο παρά το γεγονός ότι το τοπικό νόμισμα, η στερλίνα, δεν είναι τόσο ευρέως συναλλασσόμενο στην αγορά όσο είναι άλλα νομίσματα. Στη Βρετανία λοιπόν εκτελείται το 31,3% της αξίας των συναλλαγών παγκοσμίως έναντι του 31,2% που εκτελείτο το 2001. Δεύτερες στη σειρά έρχονται οι ΗΠΑ με 19,2% που σημείωσαν αύξηση καθώς το 2001 το ποσοστό της ήταν 15,7%. Τρίτη έπεται η Ιαπωνία με 8,3% έναντι 9,1% του 2001. Μαζί οι τρεις μεγαλύτερες αγορές –από μία στην Ευρωπαϊκή, Δυτικού Ημισφαιρίου και Ασιατική ζώνη ώρας – συγκεντρώνουν το 59% των παγκόσμιων συναλλαγών. Μετά τους τρεις ηγέτες ακολουθεί η Σιγκαπούρη με 5,2% ενώ το 2001 κατείχε το 6,2%. Η Ελλάδα κατέχει μόλις το 0,2%

² Βλέπε Παράρτημα 2

1.4.3 Δομή της Διεθνούς Αγοράς Συναλλάγματος

Χαρακτηριστικά στοιχεία: Δεν υπάρχει μια μοναδική ενιαία αγορά συναλλάγματος. Λόγω της φύσεως των υπαρχόντων αγορών, που είναι εκτός χρηματαγοράς, υπάρχει ένας αριθμός αλληλοσυνδεόμενων αγορών όπου συναλλάσσονται διαφορετικά χρηματοοικονομικά προϊόντα νομισμάτων. Αυτό εξηγεί γιατί δεν υπάρχει μόνο μια ισοτιμία δολαρίου, αλλά υπάρχουν πολλές διαφορετικές ισοτιμίες, ανάλογα με το ποια τράπεζα ή Διαμορφωτής Αγοράς (Market Maker) συναλλάσσεται.

Επίσης υπάρχει ελάχιστη ή καθόλου εσωτερική πληροφόρηση στην Αγορά Συναλλάγματος. Οι διακυμάνσεις των ισοτιμιών οφείλονται κυρίως σε νομισματικές ροές ή προσδοκίες για αλλαγές στις νομισματικές ροές λόγω αλλαγών στο ΑΕΠ, στο πληθωρισμό, τα επιτόκια, το προϋπολογισμό και τα ελλείμματα ή τα πλεονάσματα στο ισοζύγιο πληρωμών καθώς σε άλλες μακροοικονομικές συνθήκες. Οι κυριότερες εξελίξεις ανακοινώνονται δημοσίως, συνήθως σε προγραμματισμένες ημερομηνίες, συνεπώς πάρα πολλοί άνθρωποι έχουν πρόσβαση στην ίδια πληροφόρηση την ίδια χρονική στιγμή.

Αγορά που λειτουργεί 24 ώρες τη μέρα: Αναφέραμε ήδη ότι η Αγορά Συναλλάγματος δεν κλείνει ποτέ διότι όταν ένα χρηματοοικονομικό κέντρο κλείνει, ανοίγει κάποιο άλλο. Έτσι ολοκληρώνεται ένας κύκλος 24 ωρών που ακολουθεί την πορεία του ήλιου, ξεκινώντας από την Ασία και καταλήγοντας στην Αμερική. Η δραστηριότητα όμως δεν είναι ίση όλες τις ώρες. Υπάρχουν περίοδοι στη διάρκεια της μέρας με έντονη και περίοδοι με υποτονική δραστηριότητα. Οι περισσότερες συναλλαγές λαμβάνουν χώρα όταν είναι διαθέσιμος ο μεγαλύτερος αριθμός των συμμετεχόντων (παιχτών) σε παγκόσμια βάση³. Η ρευστότητα της αγοράς έχει μεγάλη σημασία για τους συμμετέχοντες. Οι πωλητές θέλουν να πουλήσουν όταν θα έχουν πρόσβαση στο μεγαλύτερο δυνατό αριθμό πιθανών αγοραστών και αντιστρόφως.

³ Βλέπε Παράρτημα 3

Η δραστηριότητα είναι πολύ έντονη όταν ταυτόχρονα είναι ανοικτές η Αμερικανική Αγορά και οι κυριότερες Ευρωπαϊκές αγορές, δηλαδή όταν είναι πρωί στις ΗΠΑ και απόγευμα στο Λονδίνο. Τα δύο-τρίτα της ημερήσιας δραστηριότητας στη Νέα Υόρκη λαμβάνουν χώρα τις πρωινές ώρες, ενώ γίνεται υποτονική το απόγευμα που κλείνουν οι Ευρωπαϊκές αγορές και πριν ανοίξουν οι Ασιατικές.

Σε μια συναλλαγματική εξέλιξη που θα συμβεί σε ώρες υποτονικής δραστηριότητας οι συμμετέχοντες της αγοράς δεν θα αντιδράσουν επιθετικά καθώς θα περιμένουν να επιβεβαιωθεί η εξέλιξη όταν θα ανοίξουν οι κύριες αγορές. Όμως παραμένει σημαντικό το γεγονός ότι οι συμμετέχοντες μένουν σε επαφή με τις εξελίξεις της αγοράς σε κάθε στιγμή, δίδοντας στην Αγορά Συναλλάγματος της εικόνα ενός ατελείωτου ιππόδρομου όπου οι παίχτες της αγοράς μπορούν συνεχώς να προσαρμόζουν τα στοιχήματα τους εκφράζοντας τις μεταβαλλόμενες απόψεις τους.

Διεθνές δίκτυο από dealers: Η Αγορά περιλαμβάνει έναν περιορισμένο αριθμό από κύριους οργανισμούς 'dealer' που δραστηριοποιούνται στην Αγορά Συναλλάγματος και συναλλάσσονται με πελάτες και συχνότερα μεταξύ τους. Οι οργανισμοί που κυρίως είναι εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες είναι γεωγραφικά διασκορπισμένες, τοποθετημένες σε πολλά χρηματοοικονομικά κέντρα ανά τον κόσμο. Όπου και να είναι τα ιδρύματα αυτά είναι συνδεδεμένα ,και με στενή επικοινωνία, μεταξύ τους μέσω τηλεφώνων, υπολογιστών και άλλων ηλεκτρονικών μέσων.

Υπάρχουν 2.000 'dealer' ιδρύματα σε όλο τον κόσμο και αποτελούν τη Διεθνή Αγορά Συναλλάγματος. Ένα πολύ μικρό υπό-σύνολο από τα ιδρύματα αυτά συναλλάσσονται και είναι Διαμορφωτές Αγοράς (Market Makers). Οι Διαμορφωτές Αγοράς υπολογίζονται σε 100-200 παγκοσμίως, ενώ οι κύριοι παίχτες είναι λιγότεροι. Με το δίκτυο των 'dealer' που δημιουργείται συνδέονται τα διάφορα κέντρα αγοράς συναλλάγματος σε όλο τον κόσμο σε μια μοναδική ,ενιαία ,συνεκτική παγκόσμια αγορά. Τέλος αξίζει να σημειωθεί ότι οι οργανισμοί

των ‘dealer’ στις κύριες χώρες αναφέρουν ότι πάνω από τις μισές συναλλαγές τους είναι με ‘dealer’ από το εξωτερικό. Επίσης οι ‘dealer’ χρησιμοποιούν χρηματομεσίτες (brokers) τόσο από το εσωτερικό όσο και από το εξωτερικό (Cross, 1998).

Τα πιο εμπορικά νομίσματα: Σύμφωνα με την έρευνα του 2004 το δολάριο συμμετείχε ως ένα εκ των δύο νομισμάτων στο 89% όλων των συναλλαγών, έπεται το ευρώ με 37%, το γιεν με 20% και η Αγγλική στερλίνα με 17%⁴. Επίσης το δολάριο / ευρώ συνέχισε να είναι μακράν το πιο συχνά συναλλασσόμενο ζευγάρι με 28% του παγκόσμιου τζίρου, ακολουθούμενο από τα ζευγάρια δολάριο/γιεν με 17% και δολάριο/στερλίνα με 14%⁵ (BIS, 2005).

Σύμφωνα με τα παραπάνω στοιχεία διαπιστώνουμε ότι ενώ οι συναλλαγές με ευρώ έχουν αναπτυχθεί σημαντικά, ύστερα από τη δημιουργία του το 1999, ωστόσο η Διεθνής Αγορά Συναλλάγματος είναι ακόμα κατά πολύ δολάριο-κεντρική. Το δολάριο είναι μακράν το πιο ευρέως συναλλασσόμενο νόμισμα. Η ευρεία χρήση του δολαρίου αντικατοπτρίζει το σημαντικό διεθνή του ρόλο ως: επενδυτικό νόμισμα στις κεφαλαιακές αγορές, ως νόμισμα αποθεμάτων τα οποία κρατούν πολλές κεντρικές τράπεζες, νόμισμα τιμολόγησης σε πολλά συμβόλαια και νόμισμα παρέμβασης από τις νομισματικές αρχές σε παρεμβατικές ενέργειες στην αγορά για να επηρεάσουν τις συναλλαγματικές τους ισοτιμίες .

Έχουμε ήδη αναφέρει⁶ για το ρόλο του νομίσματος- μέσο (vehicle currency). Παρά το γεγονός ότι με το νόμισμα-μέσο γίνονται δύο συναλλαγές αντί για μία, όταν θέλουμε να ανταλλάξουμε δυο άλλα νομίσματα μεταξύ τους, προτιμάται διότι η αγορά που περιλαμβάνει το νόμισμα-μέσο είναι πιο ενεργή και με μεγαλύτερη ρευστότητα. Φανταστείτε επίσης ένα σύστημα με 100 νομίσματα το οποίο θα χρειαζόταν αν δεν είχε νόμισμα-μέσο 4.950 ζευγάρια νομισμάτων ή ισοτιμίες ⁷. Ενώ αν ένα νόμισμα χρησιμοποιηθεί σαν νόμισμα-μέσο και

⁴ Βλέπε παράρτημα 4

⁵ Βλέπε παράρτημα 5

⁶ Βλέπε σελ. 11

⁷ Από τον τύπο: $n(n-1)/2$

συμμετάσχει σε όλες τις συναλλαγές τότε θα υπάρχουν μόνο 99 ισοτιμίες (μια ισοτιμία για το νόμισμα-μέσο έναντι καθενός από τα άλλα νομίσματα) αντί για 4.950.

Το κυρίαρχο νόμισμα-μέσο μέχρι και το 1980 ήταν με διαφορά το δολάριο. Τα πράγματα άρχισαν σταδιακά να αλλάζουν τις δεκαετίες του '80 και '90 όπου το Γερμανικό μάρκο άρχισε να διαδραματίζει ένα πιο σημαντικό ρόλο ως νόμισμα-μέσο. Επίσης το μάρκο άρχισε να αντικαθιστά σε πολλές Ευρωπαϊκές χώρες το δολάριο στο ρόλο του νομίσματος-μέσο στον υπολογισμό των σταυροειδών ισοτιμιών⁸. Το μάρκο έγινε πιο δυνατό διότι καθώς η Ευρωπαϊκή κοινότητα κινήθηκε στην οικονομική ολοκλήρωση και νομισματική ενοποίηση, οι σχέσεις των νομισμάτων της ΟΝΕ έγιναν πιο δεμένες επικεντρώνοντας στο μάρκο και την Γερμανική οικονομία που ήταν η ισχυρότερη. Έτσι το 1992 το μάρκο συμμετείχε στο 39,6% των συναλλαγών ενώ το 1998(λίγο πριν την εισαγωγή του ευρώ) το ποσοστό ήταν στο 30%. Παρ' όλα αυτά παρέμεινε αρκετά πίσω από το δολάριο (87% το 1998) αλλά αρκετά πάνω από το γιεν (20% το 1998) και τη στερλίνα (11% το 1998).

Με την εισαγωγή του ευρώ το 1999 ο ρόλος του μάρκου αντικαταστάθηκε από το ευρώ. Το 2001 το ευρώ συμμετείχε στο 37,6% των συναλλαγών ενώ το 2004 όπως αναφέραμε το αντίστοιχο ποσοστό ήταν 37,2%. Όμως όταν θέλουμε να ανταλλάξουμε ευρώ με ένα μη ευρωπαϊκό νόμισμα πρέπει να παρεμβληθεί το δολάριο ως νόμισμα-μέσο ,με εξαίρεση το ζευγάρι ευρώ/γιεν που έχει καθιερωθεί επίσημα στην διατραπεζική αγορά όψεως.

Μια αγορά εκτός χρηματιστηρίου με ένα τμήμα συναλλαγών χρηματιστηρίου: Μέχρι τη δεκαετία του '70 όλες οι συναλλαγές του συναλλάγματος λάμβαναν χώρα εκτός χρηματιστηρίου, από τράπεζες σε διαφορετικές τοποθεσίες δια μέσου τηλεφώνων και τέλεξ. Η αγορά αυτή εκτός χρηματιστηρίου (over-the-counter or OTC) ήταν και είναι σε μεγάλο βαθμό εκτός ρυθμίσεων και κανονισμών σαν αγορά. Έτσι μια εμπορική τράπεζα δεν χρειάζεται

⁸ Βλέπε σελ. 11

κάποια ειδική άδεια για να συμμετέχει στην αγορά συναλλάγματος. Οι συναλλαγές μπορούν να εκτελεστούν σε οποιουδήποτε όρους αποδέχεται ο εμπορικός νόμος και οι συναλλασσόμενοι.

Η εκτός χρηματιστηρίου αγορά (OTC) περιλαμβάνει περίπου το 90% της αξίας συναλλαγών στην Διεθνή Αγορά Συναλλάγματος. Καλύπτει δε τόσο τα παραδοσιακά χρηματοοικονομικά προϊόντα (προ του '70)-spot ,outright forwards and FX swaps-όσο και τα πιο πρόσφατα προϊόντα (μετά το '70)-currency options (OTC) and currency swaps-όπως ήδη έχουμε αναφέρει .Στην οργανωμένη χρηματαγορά τα προϊόντα που συναλλάσσονται είναι τα ΣΜΕ και τα δικαιώματα νομισμάτων (currency futures and currency options. Τα προϊόντα που συναλλάσσονται στην οργανωμένη αγορά-δημόσια και σε κεντρική τοποθεσία-είναι κάτω από αυστηρότερους κανόνες και ρυθμίσεις σε σχέση με τα προϊόντα εκτός χρηματαγοράς.

1.4.4 Οι Αγορές του Λονδίνου, της Νέας Υόρκης και της Σιγκαπούρης

Τον Οκτώβριο του 2005 τα τρία εκ των τεσσάρων μεγαλύτερων χρηματοοικονομικών κέντρων Αγοράς Συναλλάγματος στο κόσμο-Λονδίνο, Νέα Υόρκη και Σιγκαπούρη- διεξήγαγαν σε συνεργασία παρόμοιες έρευνες στην ίδια χρονική περίοδο για τον κύκλο εργασιών της Αγοράς Συναλλάγματος στις εγχώριες αγορές τους .Τα σημαντικότερα αποτελέσματα των ερευνών αυτών παρουσιάζονται παρακάτω.

Αγορά του Λονδίνου: Η Επιτροπή της Διεθνούς Αγοράς Συναλλάγματος του Ηνωμένου Βασιλείου τον Οκτώβρη του 2005 σε συνεργασία με 30 χρηματοοικονομικούς οργανισμούς της χώρας διεξήγαγε την Τρίτη δημοσιευμένη εξαμηνιαία έρευνα για τον κύκλο εργασιών της Αγοράς Συναλλάγματος του Λονδίνου. Τα αποτελέσματα ήταν τα ακόλουθα:

- Ο μέσος ημερήσιος κύκλος εργασιών των παραδοσιακών χρηματοοικονομικών προϊόντων εκτός χρηματαγοράς ανήλθε στα \$789 δις⁹.
- Ο μέσος ημερήσιος τζίρος των υπολοίπων πιο πρόσφατων προϊόντων εκτός χρηματαγοράς ήταν \$73 δις.
- Ο συνολικός ημερήσιος κύκλος εργασιών τον Οκτώβριο του 2005 ήταν κατά 31% μεγαλύτερος από τον αντίστοιχο του Οκτώβρη του 2004.
- Τα ποσοστά συμμετοχής των κυριότερων νομισμάτων στην αξία των συναλλαγών ήταν: δολάριο 87%, ευρώ 44%, στερλίνα 21%, γιεν 16%¹⁰.
- Τα πιο συχνά συναλλασσόμενα ζευγάρια νομισμάτων ήταν το δολάριο/ευρώ με 34% του συνολικού τζίρου, δολάριο / στερλίνα με 16%, δολάριο/γιεν με 13% και ευρώ/στερλίνα με 4%¹¹ (FX Committee,2006).

Στο Λονδίνο λαμβάνει χώρα λίγο πάνω από το 30% του παγκοσμίου κύκλου εργασιών συναλλάγματος και είναι με διαφορά το πρώτο χρηματοοικονομικό κέντρο στο κόσμο (δεύτερη η Νέα Υόρκη με 20% περίπου). Στην Αγγλία, σύμφωνα με στοιχεία του 1998, υπάρχουν 213 χρηματοοικονομικά ιδρύματα 'dealer' ενώ στις ΗΠΑ μόνο 93. Συνεπώς το Λονδίνο κατέχει ισχυρή θέση ως διεθνές χρηματοοικονομικό κέντρο, παρότι το εγχώριο νόμισμα-η στερλίνα-δεν είναι από τα πιο ευρέως συναλλασσόμενα νομίσματα της αγοράς. Επίσης το Λονδίνο ευνοείται από την γεωγραφική του θέση και την ζώνη ώρας που ανήκει καθώς είναι ανοικτή η αγορά του ταυτόχρονα με πολλά ευρωπαϊκά κέντρα αλλά και ταυτόχρονα με τις αγορές στην Ασία και την Μέση Ανατολή (τις πρωινές ώρες του Λονδίνου) και με την αγορά της Νέας Υόρκης (τις απογευματινές ώρες της αγοράς του Λονδίνου).

Αγορά της Νέας Υόρκης: Η Επιτροπή της Διεθνούς Αγοράς Συναλλάγματος των ΗΠΑ διεξήγαγε τον Οκτώβρη του 2005 την τρίτη έρευνα σχετικά με την συνολική

⁹ Βλέπε Παράρτημα 6

¹⁰ Βλέπε Παράρτημα 7

¹¹ Βλέπε Παράρτημα 8

αξία της Αγοράς Συναλλάγματος στην Βόρειο Αμερική, σε συνεργασία με 31 ηγετικούς χρηματοοικονομικούς οργανισμούς. Τα αποτελέσματα είναι τα εξής:

- Η μέσα ημερήσια αξία συναλλαγών των παραδοσιακών χρηματοοικονομικών προϊόντων εκτός χρηματαγοράς (OTC) είναι \$440 δις
- Η μέσα ημερήσια αξία στα εκτός χρηματαγοράς δικαιώματα ανήλθε στα \$37 δις
- Η συνολική μέσα ημερήσια αξία των παραδοσιακών προϊόντων και των δικαιωμάτων ήταν κατά 28,4% αυξημένη σε σχέση με την αντίστοιχη αξία του Οκτώβρη του 2004, κυρίως λόγω της αύξησης στην αγορά προθεσμίας¹². Επίσης η συνολική μέσα ημερήσια αξία αυξήθηκε κατά 7,7% σε σχέση με τον Απρίλιο του 2005.
- Τα ποσοστά συμμετοχής του δολαρίου και του ευρώ στις συναλλαγές είναι αντίστοιχα 91,5% και 36% (FX Joint Standing Committee, 2006)

Οι σημαντικές αυξήσεις που παρατηρούνται με την τελευταία αυτή έρευνα-σε σχέση με την εναρκτήρια έρευνα του Οκτωβρίου του 2004- απεικονίζουν την δυναμική ανάπτυξη της Διεθνούς Αγοράς Συναλλάγματος

Αγορά της Σιγκαπούρης: Η Επιτροπή της Διεθνούς Αγοράς Συναλλάγματος της Σιγκαπούρης ανακοίνωσε τα αποτελέσματα της πρώτης της έρευνας για την αξία των συναλλαγών στην Αγορά Συναλλάγματος στη Σιγκαπούρη. Η έρευνα έλαβε χώρα τον Οκτώβριο του 2005 στην αγορά της Σιγκαπούρης ,της τέταρτης μεγαλύτερης αγοράς συναλλάγματος στο κόσμο. Υπήρξαν τα παρακάτω αποτελέσματα:

- Ο μέσος ημερήσιος κύκλος εργασιών των παραδοσιακών προϊόντων της Αγοράς Συναλλάγματος ανήλθε στα \$147 δις¹³.
- Ο μέσος ημερήσιος κύκλος εργασιών στα εκτός χρηματαγοράς παράγωγα ανήλθε στα \$20 δις.

¹² Βλέπε Παράρτημα 9

¹³ Βλέπε Παράρτημα 10

Η έρευνα διεξήχθη με την συνεργασία των κορυφαίων 30 ιδρυμάτων Αγοράς Συναλλάγματος της Σιγκαπούρης, με τη υποστήριξη της Νομισματικής Αρχής της Σιγκαπούρης (Singapore FX Market Committee,2006).

2. Η Συναλλαγματική Πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

Στο δεύτερο αυτό και βασικότερο κεφάλαιο θα ασχοληθούμε με τη συναλλαγματική πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ). Αφού αναφέρουμε τα δύο κυριότερα συναλλαγματική καθεστώτα και τα συγκρίνουμε ακολούθως θα εμβαθύνουμε στη συναλλαγματική πολιτική που ακολουθεί η ΕΚΤ. Στο τέλος του κεφαλαίου αυτού θα σχολιάσουμε τη συναλλαγματική πολιτική των νέων κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης καθώς και της Δανίας, του Ηνωμένου Βασιλείου και της Σουηδίας.

2.1 Τα Συναλλαγματικά Καθεστώτα

Το διεθνές νομισματικό σύστημα είναι ένα σύνολο κανόνων ή θεσμικών ρυθμίσεων που καθορίζουν τις χρηματοοικονομικές και νομισματικές σχέσεις ανάμεσα στις χώρες του κόσμου. Τρεις είναι οι κύριες κατηγορίες που μπορούν να ταξινομηθούν τα διάφορα συστήματα που λειτούργησαν στη Διεθνή Οικονομία από το τέλος του 19^{ου} αιώνα ως και τις μέρες μας: α) το σύστημα των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών ,β) το σύστημα των ελεύθερα κυμαινόμενων ισοτιμιών και γ) τα ενδιάμεσα συστήματα που βρίσκονται ανάμεσα στα δύο ακραία προηγούμενα συστήματα όπως το σύστημα των ελεγχόμενων διακυμάνσεων και το σύστημα της ολισθαίνουσας ισοτιμίας .Στη συνέχεια αφού αναφερθούμε στα δύο κύρια συστήματα σταθερών ισοτιμιών-κανόνας χρυσού και Bretton Woods-και στο σύστημα των ελεύθερα κυμαινόμενων ισοτιμιών ,θα συγκρίνουμε τα δύο αυτά συστήματα.

2.1.1 Συστήματα Σταθερών Συναλλαγματικών Ισοτιμιών

Το πρώτο σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών που λειτούργησε είναι το σύστημα του κανόνα χρυσού που εφαρμοζόταν στην Παγκόσμια Οικονομία από

το 1880 ως το 1914. Το δεύτερο σύστημα που εφαρμόστηκε ήταν το σύστημα του Bretton Woods, που εφαρμόστηκε μετά το τέλος του Β' Παγκοσμίου Πολέμου ως και τις αρχές της δεκαετίας του '70. Παρακάτω αναφέρουμε λίγα στοιχεία για κάθε ένα από τα δύο βασικά συστήματα.

Το σύστημα του Κανόνα Χρυσού. Στο καθεστώς αυτό οι κεντρικές τράπεζες καθόριζαν την αξία του νομίσματος σε χρυσό, που αποτελούσε τη κύρια μορφή συναλλαγματικών διαθεσίμων και το κύριο μέσο διεθνών πληρωμών. Υιοθετήθηκε ως νομισματικό σύστημα στη δεκαετία του 1870 και μέχρι τα τέλη του 19^{ου} αιώνα οι περισσότερες χώρες του κόσμου το εφαρμόζαν. Τρεις είναι οι βασικές αρχές που διέπουν το κανόνα χρυσού και εξασφαλίζουν τη μετατροπή του εγχώριου νομίσματος σε χρυσό σε σταθερή ισοτιμία και επιτρέπουν την ελεύθερη διακύμανση του χρυσού ανάμεσα στις χώρες, σε ξένα νομίσματα μέσα σε στενά όρια (χρυσά σημεία). Οι βασικές αυτές αρχές είναι οι ακόλουθες: α) Κάθε χώρα καθορίζει την αξία του νομίσματος της σε χρυσό, αυτή η ισοτιμία νομίσματος-χρυσού είναι επίσημη και η κεντρική τράπεζα είναι υποχρεωμένη να αγοράζει και να πωλεί προς το κοινό οιαδήποτε ποσότητα χρυσού, β) η εισαγωγή και η εξαγωγή χρυσού είναι ελεύθερη άνευ περιορισμών και γ) υπάρχει μια σταθερή σχέση ανάμεσα στη ποσότητα χρήματος και στο απόθεμα σε χρυσό.

Από την πρώτη αρχή έπεται ότι έμμεσα οι χώρες καθορίζουν τη σχέση ανταλλαγής μεταξύ των νομισμάτων τους, μέσω του χρυσού. Υπό το καθεστώς του κανόνα χρυσού οι συναλλαγματικές ισοτιμίες στην αγορά συναλλάγματος ουσιαστικά παρέμεναν σταθερές καθώς μπορούσαν να κυμανθούν γύρω από την επίσημη ισοτιμία μέσα σε στενά όρια, τα οποία καθορίζονταν από το κόστος αποστολής χρυσού. Τα όρια αυτά είναι γνωστά ως χρυσά σημεία και δεν επιτρέπουν την ύπαρξη ευκαιριών για κέρδος μέσω του αρμπιτράζ.

Μέσω της τρίτης αρχής το σύστημα κανόνα χρυσού επιβάλλει μια πειθαρχηση στη νομισματική επέκταση μέσω της υποχρέωσης της μετατρεψιμότητας του νομίσματος σε χρυσό. Η κεντρική τράπεζα πρέπει να έχει επαρκή αποθέματα χρυσού για να μπορεί να ανταποκρίνεται σε οποιαδήποτε

ζήτηση χρυσού στην επίσημη ισοτιμία. Για αυτό το λόγο οι νομισματικές αρχές δεν μπορούν να εκδίδουν υπερβολική ποσότητα χρήματος και να προκαλούν πληθωριστικές πιέσεις. Ενώ ο κανόνας χρυσού επέβαλε νομισματική πειθαρχία, στην πράξη τελικά δεν παρατηρήθηκε διότι μερικές χώρες δεν εφάρμοζαν τους κανόνες του παιχνιδιού.

Το σύστημα του Bretton Woods. Αυτό το σύστημα των σταθερών αλλά προσαρμόσιμων ισοτιμιών βασιζόταν στο κανόνα συναλλάγματος χρυσού και εφαρμόστηκε διεθνώς στο διάστημα 1946-1971. Το βασικό νόμισμα ήταν το δολάριο, το οποίο ήταν μετατρέψιμο σε χρυσό, αλλά μόνο για συναλλαγές ανάμεσα στις κεντρικές τράπεζες και στη Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ που είχαν τα συναλλαγματικά τους διαθέσιμα κυρίως σε δολάρια αλλά και σε χρυσό. Στη διεθνή διάσκεψη που έλαβε χώρα στο Bretton Woods το 1944 τέθηκαν οι αρχές του συστήματος. Στόχος ήταν η δημιουργία ενός διεθνούς νομισματικού συστήματος που να μπορεί να συνδυάσει τα πλεονεκτήματα του κανόνα χρυσού και του συστήματος των κυμαινόμενων ισοτιμιών χωρίς τα αντίστοιχα μειονεκτήματα. Οι βασικές αρχές ήταν οι ακόλουθες: α) καθορισμός της εξωτερικής αξίας του νομίσματος κάθε χώρας με βάση το χρυσό ή ένα νόμισμα που συνδέεται με το χρυσό (δολάριο), β) βραχυχρονίως, εύρος διακύμανσης της ισοτιμίας στο 1% γύρω από την επίσημη ισοτιμία, γ) μακροχρονίως, αναπροσαρμογή της επίσημης ισοτιμίας σε περίπτωση θεμελιώδους ανισορροπίας του ισοζυγίου πληρωμών, δ) τρόπος αντιμετώπισης μιας προσωρινής ανισορροπίας του ισοζυγίου πληρωμών, ε) μετά από μια μεταβατική περίοδο, ελεύθερη μετατρεψιμότητα των νομισμάτων για τρέχουσες συναλλαγές και επιβολή ελέγχων στη κίνηση κεφαλαίων για την αποφυγή κερδοσκοπικών τάσεων και στ) ίδρυση και ρόλος του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (Λεβεντάκης, 2003).

Όλες οι χώρες καθόρισαν την ισοτιμία του νομίσματος τους με βάση το δολάριο, που συνδεόταν με το χρυσό και ήταν το κύριο μέσο διεθνών πληρωμών. Η περίοδος του Bretton Woods διακρίνεται σε δύο υποπεριόδους: στην περίοδο

της μη μετατρεψιμότητας των νομισμάτων (1946-1958) και στην περίοδο της μετατρεψιμότητας (1959-1971).

Τα βασικά προβλήματα που προέκυψαν από την λειτουργία του συστήματος του Bretton Woods ήταν τρία. Πρώτον, η ατέλεια του μηχανισμού προσαρμογής του ισοζυγίου πληρωμών. Δεύτερον, η εξασφάλιση επαρκών διεθνών μέσων πληρωμών για τη χρηματοδότηση των ελλειμμάτων του ισοζυγίου πληρωμών. Τρίτον, κρίση εμπιστοσύνης σχετικά με την μετατρεψιμότητα του δολαρίου σε χρυσό. Τα παραπάνω σε συνδυασμό με την μακροοικονομική πολιτική των ΗΠΑ, που μετά το 1965 προσανατολίστηκε στην επίτευξη των εσωτερικών της στόχων παρά στην εξασφάλιση της διεθνούς σταθερότητας και εμπιστοσύνης, οδήγησαν στην κατάρρευση του συστήματος του Bretton Woods.

2.1.2 Σύστημα Κυμαινόμενων Συναλλαγματικών Ισοτιμιών

Ύστερα από την κατάρρευση του συστήματος του Bretton Woods το 1973 υιοθετήθηκε από τις περισσότερες χώρες το σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών. Στο σύστημα αυτό, σε αντίθεση με τα προηγούμενα συστήματα το συνολικό αποτέλεσμα του ισοζυγίου πληρωμών δεν αντανακλάται στη μεταβολή των συναλλακτικών διαθεσίμων αλλά στη μεταβολή της τιμής του συναλλάγματος. Στα προηγούμενα συστήματα η κεντρική χώρα του συστήματος (ΗΠΑ) δεν μπορούσε να μεταβάλει την ισοτιμία του δολαρίου χωρίς να συμφωνήσει με τις άλλες χώρες, κάτι το οποίο δεν υφίσταται με το σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών .

Η περίοδος μετά του 1973 χαρακτηρίζεται ως περίοδος ελεύθερα κυμαινόμενων ισοτιμιών. Στη πράξη όμως δεν ίσχυσε το ίδιο καθώς οι παρεμβάσεις συνεχίστηκαν και επέδειξαν και κάποια συστηματικότητα. Από το 1973 ως το 1985 οι κεντρικές τράπεζες των διαφόρων χωρών παρενέβαιναν στις αγορές συναλλάγματος για να αμβλύνουν τις διακυμάνσεις της ισοτιμίας του νομίσματός τους ως προς το δολάριο. Οι παρεμβάσεις ωστόσο ως το 1985 ήταν

μεμονωμένες και δεν υπήρχε κάποιος συντονισμός νομισματικής πολιτικής σε διεθνές επίπεδο.

Το 1985 λόγω της υπερβολικής υπερτίμησης του δολαρίου την περίοδο 1981-1984 τέθηκε το θέμα της αναθεώρησης του συστήματος των ελεύθερα κυμαινόμενων ισοτιμιών. Το 1985 και 1987 υπογράφηκαν οι συμφωνίες της Plaza και Louvre αντίστοιχα από τις μεγάλες δυνάμεις με στόχο το συντονισμό των παρεμβάσεων στις αγορές συναλλάγματος για τον έλεγχο της πορείας του δολαρίου. Κατά την περίοδο 1985-1992 πραγματοποιήθηκαν 18 συντονισμένες παρεμβάσεις που στόχευαν στην εξομάλυνση των έντονων διακυμάνσεων του δολαρίου έναντι των βασικών νομισμάτων και κυρίως έναντι του μάρκου και του γιεν. Η συντονισμένη παρέμβαση υπήρξε ιδιαίτερα αποτελεσματική. Συνεπώς από το 1985 και μετά λειτουργεί ένα σύστημα ελεγχόμενων διακυμάνσεων των ισοτιμιών με συντονισμένες ενέργειες παρέμβασης από τις κεντρικές τράπεζες.

2.1.3 Σύγκριση ανάμεσα στα συστήματα Σταθερών και Κυμαινόμενων Συναλλαγματικών Ισοτιμιών

Το σύστημα των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών συγκρινόμενο με το σύστημα των σταθερών αλλά προσαρμόσιμων συναλλαγματικών ισοτιμιών του Bretton Woods παρουσιάζει ορισμένα πλεονεκτήματα αλλά και κάποια μειονεκτήματα, τα οποία θα προσπαθήσουμε να αναλύσουμε. Ήδη έχει αναφερθεί ότι στο σταθερό σύστημα οι μεταβολές των ισοτιμιών γίνονται σε αραιά χρονικά διαστήματα ενώ στο σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών οι μεταβολές πραγματοποιούνται συνεχώς, γεγονός που διαφοροποιεί τα δύο συστήματα. Το πιο σύστημα θα επιλεχθεί έχει να κάνει με την ικανότητα των διαφορετικών μηχανισμών προσαρμογής του ισοζυγίου πληρωμών αλλά και με το πόσο ανεξάρτητη νομισματική πολιτική θέλει κάθε χώρα να έχει. Στο σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών υπάρχει μεγαλύτερη ανεξαρτησία στις χώρες για να πετύχουν τους εσωτερικούς στόχους, σε αντίθεση με το σύστημα των σταθερών ισοτιμιών.

Τα πλεονεκτήματα του συστήματος των κυμαινόμενων ισοτιμιών αναφέρονται στην επίτευξη ισορροπίας στο ισοζύγιο πληρωμών μέσω των αλληπάλληλων μεταβολών της ισοτιμίας, στη μεγαλύτερη ανεξαρτησία της νομισματικής πολιτικής και στην απομόνωση της εγχώριας οικονομίας από τις εξωτερικές διαταραχές (Λεβεντάκης, 2003) .

Το πρώτο πλεονέκτημα έχει να κάνει με τις συνεχείς μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας που εξασφαλίζουν την ισορροπία στο ισοζύγιο πληρωμών χωρίς την ανάγκη κρατικής παρέμβασης. Για παράδειγμα αν αυξηθούν οι εγχώριες τιμές τότε θα δημιουργηθεί έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών. Στο σύστημα των σταθερών ισοτιμιών μακροπρόθεσμα η οικονομική πολιτική θα πρέπει να κινηθεί στην μείωση του εγχώριου επιπέδου τιμών για να ξαναγίνει ανταγωνιστική η εσωτερική αγορά και να αποκατασταθεί η ισορροπία στο ισοζύγιο πληρωμών. Αν όμως παρουσιαστεί ακαμψία στην μείωση των τιμών, τότε θα μειωθεί η συνολική ζήτηση με ύφεση και ανεργία για την οικονομία. Αντίθετα στο σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών με μια υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος θα αποκατασταθεί η ισορροπία στο ισοζύγιο πληρωμών χωρίς να απαιτούνται περαιτέρω χειρισμοί της πολιτικής συνολικής ζήτησης.

Το δεύτερο πλεονέκτημα είναι η ύπαρξη μεγαλύτερης αυτονομίας της νομισματικής πολιτικής των κρατών. Στο σύστημα των σταθερών ισοτιμιών η κεντρική τράπεζα μιας χώρας παρεμβαίνει στην αγορά συναλλάγματος αγοράζοντας και πουλώντας συνάλλαγμα για να διατηρήσει σταθερή την συναλλαγματική ισοτιμία με αποτέλεσμα την μεταβολή των συναλλαγματικών διαθεσίμων και κατ'επέκταση της προσφοράς χρήματος .Διαπιστώνουμε συνεπώς ότι η νομισματική πολιτική της χώρας δεν είναι αυτόνομη αλλά εξαρτάται από τον εξωτερικό τομέα της οικονομίας. Αντίθετα στο καθεστώς των κυμαινόμενων ισοτιμιών δεν υπάρχει υποχρέωση παρέμβασης της κεντρικής τράπεζας για την διατήρηση σταθερών ισοτιμιών με αποτέλεσμα οι εξωτερικές συναλλαγές μιας χώρας να μην επηρεάζουν τα συναλλαγματικά διαθέσιμα και την προσφορά χρήματος. Συνεπώς ένα κράτος μπορεί να χρησιμοποιήσει την νομισματική

πολιτική για την επίτευξη των εσωτερικών του στόχων όπως την μείωση της ανεργίας ή την σταθεροποίηση του πληθωρισμού. Έτσι μπορεί να ασκήσει επεκτατική ή περιοριστική νομισματική πολιτική ανάλογα με το τι θέλει να επιτύχει.

Πρέπει να σημειώσουμε ότι η αυτονομία της νομισματικής πολιτικής για την επίτευξη των εσωτερικών στόχων δεν ισχύει απόλυτα στις κυμαινόμενες ισοτιμίες. Πολλές φορές οι κεντρικές τράπεζες αναγκάζονται να παρέμβουν στην αγορά συναλλάγματος για την διατήρηση σταθερής ισοτιμίας χωρίς να τους δεσμεύει κάποια συμβατική υποχρέωση. Ο λόγος της παρέμβασης αυτής είναι ότι οι μεταβολές στην οικονομία μπορεί να έχουν αρνητικές επιπτώσεις στην οικονομία. Η τιμή συναλλάγματος έχει σημαντική επίδραση στην πληθωριστική διαδικασία καθώς με τις κυμαινόμενες ισοτιμίες μπορεί να επιταχυνθεί η διαδικασία με την οποία αντιδρά το επίπεδο τιμών σε μια αύξηση της προσφοράς χρήματος. Οπότε μπορεί οι νομισματικές αρχές να έχουν μεγαλύτερο έλεγχο της ονομαστικής προσφοράς χρήματος αλλά αυτό δεν συνεπάγεται αντίστοιχο έλεγχο της πραγματικής προσφοράς χρήματος, η οποία επηρεάζει το προϊόν και την απασχόληση.

Το τρίτο βασικό πλεονέκτημα είναι η απομόνωση της εσωτερικής οικονομίας από τις εξωτερικές διαταραχές. Κάθε χώρα έχει την δυνατότητα να διαμορφώνει μόνη της μακροχρόνια τον πληθωρισμό χωρίς να εισάγει τον πληθωρισμό που υπάρχει στο εξωτερικό. Στο καθεστώς των σταθερών ισοτιμιών μια αύξηση του επιπέδου τιμών στο εξωτερικό θα έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση της ζήτησης των εγχώριων αγαθών με αποτέλεσμα να αυξηθεί η τιμή τους και άρα να αυξηθεί ο πληθωρισμός. Στις κυμαινόμενες όμως ισοτιμίες η αύξηση των τιμών θα αντισταθμιστεί με υπερτίμηση του εγχώριου νομίσματος και έτσι ο πληθωρισμός δεν θα διεισδύσει στην εγχώρια αγορά. Επίσης και οι διαταραχές που παρατηρούνται στη διεθνή οικονομία, όπως μια αύξηση της εξωτερικής ζήτησης για εγχώρια προϊόντα, είναι δυνατό να μην επηρεάσουν την ισορροπία

της οικονομίας. Πρέπει όμως να σημειώσουμε ότι οι κυμαινόμενες ισοτιμίες δεν απομονώνουν τελείως μια χώρα από τις εξωτερικές διαταραχές.

Το σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών παρουσιάζει και κάποια μειονεκτήματα σε σχέση με το καθεστώς των σταθερών ισοτιμιών. Αυτά είναι η έλλειψη πειθάρχησης της οικονομικής πολιτικής, η αποσταθεροποιητική κερδοσκοπία και οι συνεχείς διακυμάνσεις των ισοτιμιών που δημιουργούν κλίμα αβεβαιότητας στις διεθνείς συναλλαγές .

Το πρώτο μειονέκτημα είναι η απουσία πειθάρχησης της οικονομικής πολιτικής. Σε σύστημα με σταθερές ισοτιμίες όταν μια χώρα έχει μεγαλύτερο πληθωρισμό θα δημιουργηθούν ελλείμματα στο ισοζύγιο πληρωμών και μείωση των συναλλαγματικών διαθεσίμων. Η χώρα θα αναγκαστεί να ακολουθήσει πολιτική μείωσης του πληθωρισμού για να επαναφέρει την ισορροπία στο ισοζύγιο πληρωμών. Συνεπώς για να υπάρχει ισορροπία στον εξωτερικό τομέα της οικονομίας επιβάλλεται πειθάρχηση στην οικονομική πολιτική. Αντίθετα στις κυμαινόμενες ισοτιμίες οι ανισορροπίες στο ισοζύγιο πληρωμών διορθώνονται μέσω των μεταβολών της ισοτιμίας με αποτέλεσμα να υπάρχει μια πληθωριστική προδιάθεση, καθώς πολλές φορές εφαρμόζεται επεκτατική οικονομική πολιτική ενώ απαιτείται σταθεροποίηση της οικονομίας.

Το βασικότερο μειονέκτημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών αφορά την αποσταθεροποιητική κερδοσκοπία. Οι υπέρμαχοι των σταθερών ισοτιμιών ισχυρίζονται ότι οι κερδοσκόποι, που ενεργούν με βάση τις προσδοκίες τους για τις μεταβολές των ισοτιμιών, καθιστούν εντονότερες τις διακυμάνσεις των ισοτιμιών. Έτσι αγοράζουν συνάλλαγμα όταν η ισοτιμία αυξάνεται με την προσδοκία ότι θα αυξηθεί περισσότερο και πωλούν συνάλλαγμα όταν η ισοτιμία μειώνεται με την προσδοκία ότι θα μειωθεί περισσότερο. Συνεπώς η συμπεριφορά αυτή των κερδοσκόπων αυξάνει της αστάθεια των ισοτιμιών.

Αντίθετα οι υπέρμαχοι των κυμαινόμενων ισοτιμιών ισχυρίζονται ότι η κερδοσκοπία είναι κατά μέσο όρο σταθεροποιητική και όχι αποσταθεροποιητική. Σύμφωνα με την άποψη αυτή η αποσταθεροποιητική κερδοσκοπία θα προκαλούσε

συνεχή ζημία, που θα ανάγκαζε τους κερδοσκόπους να αποσυρθούν από την αγορά. Οι κερδοσκόποι λειτουργούν μάλλον σταθεροποιητικά καθώς κατανέμουν τις μεταβολές των ισοτιμιών περισσότερο ομοιόμορφα μες στο χρόνο, εξομαλύνοντας τις έντονες διακυμάνσεις. Με βάση την ίδια πάντα άποψη η κίνηση κεφαλαίων θα μπορούσε να φέρει αποσταθεροποίηση και στο σύστημα σταθερών ισοτιμιών.

Το τρίτο βασικό μειονέκτημα είναι το κλίμα αβεβαιότητας που δημιουργούν οι συνεχείς μεταβολές των ισοτιμιών, με αρνητικές επιπτώσεις στη κίνηση κεφαλαίων και στο διεθνές εμπόριο. Η αβεβαιότητα σχετίζεται με τον συναλλαγματικό κίνδυνο που δημιουργείται από τις διακυμάνσεις των ισοτιμιών. Η αντιμετώπιση του κινδύνου γίνεται μέσω της προθεσμιακής αγοράς¹⁴. Επίσης οι εμπειρικές μελέτες δείχνουν ότι η αβεβαιότητα ασκεί μικρή μόνο επίδραση στον όγκο του εμπορίου διότι οι συναλλασσόμενοι μπορούν να διασφαλιστούν έναντι του συναλλαγματικού κινδύνου μέσω της προθεσμιακής αγοράς.

Συνοψίζοντας, οι κυμαινόμενες ισοτιμίες υπερτερούν έναντι των σταθερών στην επίτευξη ισορροπίας στο ισοζύγιο πληρωμών, στο μεγαλύτερο βαθμό αυτονομίας της νομισματικής πολιτικής και την απομόνωση της χώρας από τις εξωτερικές διαταραχές. Αντίστοιχα μειονεκτούν λόγω της πληθωριστικής προδιάθεσης ,της αποσταθεροποιητικής κερδοσκοπίας(που μπορεί να παρουσιαστεί και στις σταθερές ισοτιμίες) και του κλίματος αβεβαιότητας στις διεθνείς συναλλαγές. Συνεπώς προκύπτει το συμπέρασμα ότι κανένα από τα δυο αυτά συστήματα δεν υπερτερεί κατά κράτος έναντι του άλλου σε όλες τις περιπτώσεις .

¹⁴ Βλέπε σελ. 17

2.2 Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (Ε.Κ.Τ.) δημιουργήθηκε κατά τη συνθήκη Μάαστριχτ και έχει ως στόχο την χάραξη και άσκηση της νομισματικής πολιτικής των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης που ανήκουν στην Ο.Ν.Ε. Η Ε.Κ.Τ. μαζί με τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των χωρών-μελών σχηματίζουν το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (Ε.Σ.Κ.Τ.). Στο Καταστατικό και στη Συνθήκη του Ε.Σ.Κ.Τ. περιλαμβάνονται οι βασικές διατάξεις που αναφέρουν τους στόχους, την ανεξαρτησία, τη διοικητική οργάνωση και τις αρμοδιότητες του Συστήματος, καθώς και το ρόλο του σε σχέση με τη συναλλαγματική πολιτική και την εποπτεία του τραπεζικού συστήματος (Λεβεντάκης, 2003).

Ο θεμελιώδης στόχος του Ε.Σ.Κ.Τ. είναι η διατήρηση της σταθερότητας του γενικού επιπέδου τιμών. Υπάρχουν και άλλοι οικονομικοί στόχοι που επιδιώκει το Ε.Σ.Κ.Τ.—όπως ανάπτυξη ,απασχόληση-αλλά όλοι τους είναι δευτερεύοντες και δεν πρέπει να έρχονται σε αντίθεση με το βασικό στόχο της διατήρησης σταθερών τιμών.

Η Ε.Κ.Τ. για να μπορέσει να επιτελέσει ορθά το έργο της είναι ανεξάρτητη από την εκτελεστική λειτουργία όπως αναφέρει και το άρθρο 107 της συνθήκης του Μάαστριχτ. Τα μέλη του Ε.Σ.Κ.Τ. που συμμετέχουν στις λήψεις των αποφάσεων έχουν προσωπική ανεξαρτησία και δεν πρέπει να έχουν άλλες πολιτικές ευθύνες.

Δύο είναι τα όργανα της Ε.Κ.Τ., η Εκτελεστική Επιτροπή και το Διοικητικό Συμβούλιο. Η Εκτελεστική Επιτροπή, που ασκεί τη νομισματική πολιτική σε καθημερινή βάση, αποτελείται από τον πρόεδρο και τον αντιπρόεδρο (από την 1^η Ιουνίου του 2002 αντιπρόεδρος είναι ο συμπατριώτης μας Λουκάς Παπαδήμος) της Ε.Κ.Τ και τέσσερα ακόμα μέλη, που έχουν οκταετή θητεία και διορίζονται από τις κυβερνήσεις των κρατών-μελών. Το Διοικητικό Συμβούλιο, που διαμορφώνει την γενικότερη στρατηγική της νομισματικής πολιτικής, αποτελείται

από τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής και από τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών που έχουν θητεία τουλάχιστον πέντε ετών.

Η άσκηση της νομισματικής πολιτικής περιλαμβάνει τις ακόλουθες εργασίες:

α) πράξεις ανοικτής αγορά με χρεόγραφα και άλλους τίτλους, καθώς και πιστωτικές εργασίες με άλλα πιστωτικά ιδρύματα ή φορείς, β) πράξεις συναλλάγματος στη προθεσμιακή και στη τρέχουσα αγορά, γ) επιβολή δεσμεύσεων στη ρευστότητα των τραπεζών, δ) διακράτηση και διαχείριση των συναλλαγματικών διαθέσιμων των κρατών-μελών (Λεβεντάκης, 2003). Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα του ΕΣΚΤ περιλαμβάνουν τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ και των εθνικών κεντρικών τραπεζών. Με την έναρξη του τρίτου σταδίου της ΟΝΕ μεταφέρθηκαν από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες προς την ΕΚΤ συναλλαγματικά διαθέσιμα αξίας 50 δις ευρώ. Μερίδιο 18% μεταφέρθηκε σε χρυσό και το υπόλοιπο σε δολάρια και γιεν.

Στο τομέα της συναλλαγματικής πολιτικής έναντι των νομισμάτων των τρίτων χωρών ο ρόλος της Ε.Κ.Τ. είναι κάπως υποβαθμισμένος. Με βάση την Συνθήκη του Μάαστριχτ η πολιτική εξουσία έχει τον πρώτο ρόλο στην συναλλαγματική πολιτική, με την Ε.Κ.Τ. να αποφασίζει για την διαχείριση και την διατήρηση των συναλλαγματικών διαθεσίμων και να διενεργεί πράξεις συναλλάγματος.

Τέλος περιορισμένος είναι ο ρόλος της Ε.Κ.Τ. στην εποπτεία του τραπεζικού συστήματος. Ο ρόλος της Ε.Κ.Τ. θα είναι κυρίως συμβουλευτικός, ενώ το βασικό ρόλο διαδραματίζουν οι εθνικές κεντρικές τράπεζες .

2.3 Η Συναλλαγματική Πολιτική της Ε.Κ.Τ.

Όσον αφορά την ΕΚΤ το ενδιαφέρον όλων έχει επικεντρωθεί στην νομισματική πολιτική που ακολουθεί. Αντιθέτως σχετικά με την συναλλαγματική

πολιτική της ΕΚΤ λίγο μελάνι έχει χυθεί. Στη συνέχεια αφού σχολιάσουμε την πορεία του ευρώ από την μέρα εισαγωγής του μέχρι και σήμερα και αφού παρουσιάσουμε τις ημερομηνίες σταθμούς των συναλλαγματικών παρεμβάσεων της ΕΚΤ θα προσπαθήσουμε να δώσουμε απάντηση στο ερώτημα αν υπάρχει συναλλαγματική πολιτική από την ΕΚΤ και ποια είναι αυτή. Τέλος θα εξετάσουμε κατά πόσον το ευρώ είναι σκληρό ή όχι στην εποχή μας.

2.3.1 Η Πορεία του ευρώ από την ημέρα εισαγωγής του ως σήμερα

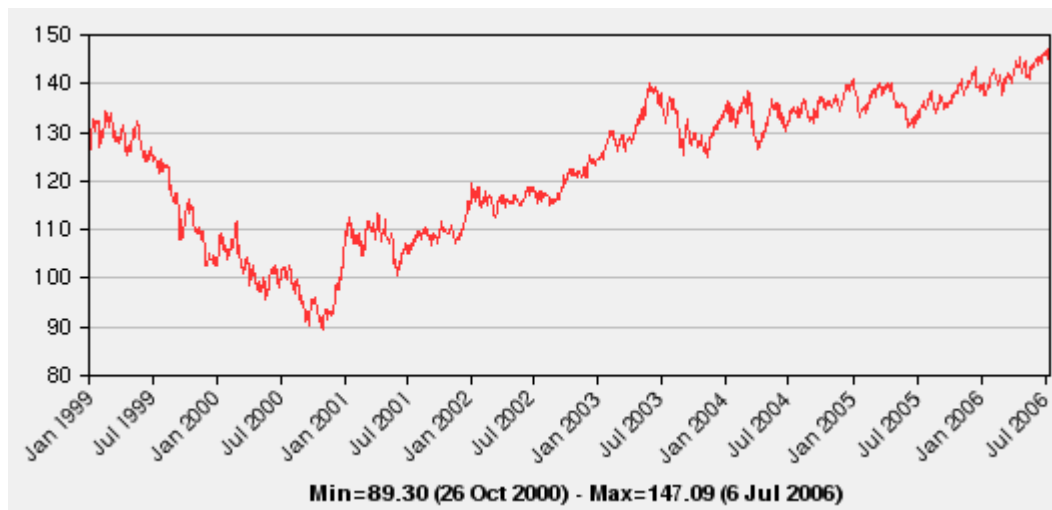
Παρακάτω αφού παραθέσουμε τα διαγράμματα που απεικονίζουν την πορεία της ισοτιμίας του ευρώ από την ημερομηνία εισαγωγής του (1/1/1999) ως και σήμερα (Ιούλιος 2006) έναντι των κυριότερων νομισμάτων- δολάριο, γιεν, βρετανική στερλίνα -, στη συνέχεια θα σχολιάσουμε την πορεία του στο κάθε έτος χωριστά.

Στις παρακάτω ισοτιμίες που απεικονίζονται διαγραμματικά νόμισμα αναφοράς είναι το ευρώ.

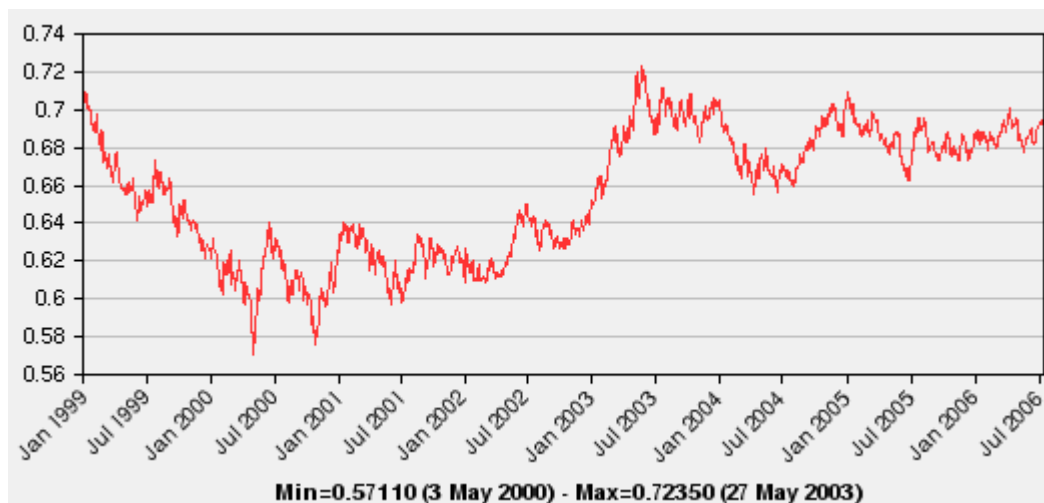
Διάγραμμα 2.1: Ισοτιμία Ευρώ έναντι του Δολαρίου



Διάγραμμα 2.2: Ισοτιμία του Ευρώ έναντι του Γιεν



Διάγραμμα 2.3: Ισοτιμία του Ευρώ έναντι της Βρετανικής Στερλίνας



1999. Το ευρώ εξασθένησε στη διάρκεια του 1999. Η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ μειώθηκε έναντι των νομισμάτων των περισσότερων εμπορικών εταίρων της ζώνης του ευρώ και κυρίως έναντι των σημαντικότερων νομισμάτων όπως το δολάριο το γιεν και η λίρα Αγγλίας. Σε όρους ονομαστικής σταθμισμένης ισοτιμίας με στάθμιση έναντι των νομισμάτων των νομισμάτων των σημαντικότερων εμπορικών εταίρων της ζώνης του ευρώ εξασθένησε περίπου 8%.

Το α' εξάμηνο του 1999 το ευρώ υποτιμήθηκε έναντι του δολαρίου 12% περίπου. Το δολάριο ενισχύθηκε λόγω των μεταβολών στις αντίστοιχες κυκλικές προοπτικές για τις ΗΠΑ και την ευρωζώνη και λόγω την καλύτερων των αναμενομένων επιδόσεων της αμερικανικής οικονομίας μετά την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση του β' εξαμήνου του 1998. Στα μέσα Ιουλίου οι θετικοί οικονομικοί δείκτες στην ευρωζώνη σε συνδυασμό με προσδοκίες επιβάρυνσης της αμερικανικής οικονομίας οδήγησαν σε ανάκαμψη του ευρώ. Όμως νέα στοιχεία που έδειχναν συνεχή έντονη ανάπτυξη και συγκρατημένες πληθωριστικές πιέσεις στην αμερικανική ισοτιμία οδήγησαν την ισοτιμία ευρώ/δολαρίου στο τέλος του 1999 στο 1,005 δολάρια.

Το γιεν παρουσίασε την μεγαλύτερη ανατίμηση της τάξεως του 30% έναντι του ευρώ λόγω των σημαντικών πλεονασμάτων του ισοζυγίου των τρεχουσών συναλλαγών και της ανάκαμψης της Ιαπωνικής οικονομίας που φαίνεται και από την αύξηση των Ιαπωνικών επιτοκίων. Στο τέλος του '99 το ευρώ ισοδυναμούσε με 102,73 γιεν (ΕΚΤ, 1999).

2000. Κατά το μεγαλύτερο μέρος του 2000 το ευρώ υποχωρούσε έναντι των νομισμάτων των κυριότερων εμπορικών εταίρων της ευρωζώνης, ενώ προς το τέλος σημείωσε ανάκαμψη. Οι δυνητικές συνέπειες της πτώσης του ευρώ για την παγκόσμια οικονομία οδήγησαν τις κεντρικές τράπεζες της ομάδας των 7 σε από κοινού παρέμβαση στις αγορές συναλλάγματος για τη στήριξη του ευρώ¹⁵. Προς το τέλος του έτους το ευρώ σημείωσε έντονη ανάκαμψη λόγω ενδείξεων για οικονομική επιβράδυνση των εταίρων της ευρωζώνης και προοπτικών σταθερής ανάπτυξης στην ευρωζώνη. Ο δείκτης ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας στο τέλος του έτους υποχώρησε μόλις 2% από την αρχή του έτους.

Κατά το μεγαλύτερο μέρος του 2000 το ευρώ υποτιμήθηκε έναντι του δολαρίου, φθάνοντας στο κατώτατο σημείο των 0,8252 δολαρίων ανά ευρώ στις 26/10/2000 που αντιστοιχεί σε υποτίμηση 18% από την αρχή του έτους. Οι

¹⁵ Βλέπε σελ. 59

διαφορές των σχετικών οικονομικών επιδόσεων και των προοπτικών μεταξύ ΗΠΑ και ευρωζώνης οδήγησαν τις αγορές σε ανατίμηση του δολαρίου. Καθώς όμως οι οικονομικές εξελίξεις και οι προοπτικές της ευρωζώνης βελτιώνονταν μες στο έτος, τόσο η υποχώρηση της εξωτερικής αξίας του ευρώ ήταν ασύμβατη στην μεσοπρόθεσμη εξέλιξη των βασικών οικονομικών μεγεθών. Για αυτό προκλήθηκαν ανησυχίες που ώθησαν σε παρεμβάσεις στις αγορές συναλλάγματος. Ενδείξεις επιβράδυνσης της οικονομίας των ΗΠΑ οδήγησαν σε ανάκαμψη του ευρώ στο τέλος του 2000 που τελικά έκλεισε στα 0,93 δολάρια, 8% δηλαδή λιγότερο από τις αρχές του έτους.

Αρχικά το ευρώ υποτιμήθηκε 13% έναντι του γιεν φθάνοντας στο κατώτατο σημείο των 89,3 γιεν στις 26/10/2000. Λόγος ήταν οι ενδείξεις διατηρήσιμης ανάπτυξης της ιαπωνικής οικονομίας. Στη συνέχεια όμως αναθεωρήσεις των προοπτικών της ιαπωνικής οικονομίας οδήγησαν σε 20% ανατίμηση του ευρώ. Το ευρώ έκλεισε για το 2000 στα 106,92 γιεν, 4% ανατίμηση δηλαδή από την αρχή του έτους (ΕΚΤ, 2000).

2001. Το ευρώ παρέμεινε σχετικά σταθερό κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2001. Η ισχυρή ανάκαμψη του ευρώ κατά το τέλος του 2000 συνεχίστηκε και στις αρχές του 2001. Στη συνέχεια όμως μειώθηκε σταδιακά με χαμηλότερο σημείο τον Ιούνιο. Στο δεύτερο εξάμηνο όμως ενισχύθηκε και στη συνέχεια σταθεροποιήθηκε με αποτέλεσμα η ονομαστική σταθμισμένη ισοτιμία να μειωθεί κατά 2% σε σχέση με την αρχή του έτους ενώ ήταν υψηλότερη κατά 1,5% από το μέσο όρο του 2000.

Όπως στο τέλος του 2000 έτσι και στην αρχή του 2001 το ευρώ ανατιμήθηκε έναντι του δολαρίου λόγω των ενδείξεων επιβράδυνσης της αμερικανικής ισοτιμίας. Στη συνέχεια όμως και μέχρι τον Ιούλιο το ευρώ υποτιμήθηκε φθάνοντας και τα 0,8384 δολάρια λόγω των δημοσιεύσεων στοιχείων επιβράδυνσης της οικονομικής ανάπτυξης της ευρωζώνης και ταχύτερης ανάκαμψης της αμερικανικής οικονομίας σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ. Οι προοπτικές περί ταχύτερης ανάκαμψης υποχώρησαν τον Αύγουστο και έτσι ανέκαμψε το ευρώ. Η ανατίμηση του ευρώ ενισχύθηκε από την αβεβαιότητα

που προκάλεσαν στους επενδυτές τα γεγονότα της 11^{ης} Σεπτεμβρίου. Εν συνεχεία η αβεβαιότητα κόπασε και το ευρώ σταθεροποιήθηκε σε κάπως χαμηλότερο επίπεδο για να κλείσει στο τέλος του 2001 στα 0,88 δολάρια, 6,5% λιγότερο από την αρχή του έτους.

Τα ευρώ ανατιμήθηκε έναντι του γιεν το 2001. Το ευρώ δέχθηκε κάποιες πιέσεις στα μέσα του έτους λόγω της επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας στην ευρωζώνη αλλά εν συνεχεία ανέκαμψε λόγω της χειροτέρευσης του επιχειρηματικού κλίματος στην Ιαπωνία. Στο τέλος της χρονιάς ανατιμήθηκε έντονα το ευρώ καθώς η οικονομική κατάσταση στην Ιαπωνία επιδεινώθηκε περισσότερο για να κλείσει στα 115,33 γιεν, 6,5% υψηλότερα από την αρχή της χρονιάς και 16% υψηλότερα από το μέσο όρο του 2000 (ΕΚΤ, 2001).

2002. Το ευρώ ανατιμήθηκε έναντι των κυριότερων νομισμάτων. Μετά τη σταθερότητα του α' τριμήνου το ευρώ ανατιμήθηκε σημαντικά. Η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία αυξήθηκε κατά 6,5% από την αρχή του έτους και 9% από το μέσο όρο του 2001.

Το δολάριο μετά την σταθερότητα του στις αρχές του έτους υποτιμήθηκε έντονα κατά το διάστημα Απριλίου-Ιουλίου. Λόγοι ήταν η επιδείνωση των προοπτικών οικονομικής ανάπτυξης στις ΗΠΑ και η ανησυχία της αγοράς για τη μη συμμόρφωση των αμερικανικών εταιρειών στις γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές. Στο τέλος του έτους αφού σταθεροποιήθηκε για λίγο το δολάριο υποτιμήθηκε περαιτέρω. Στην υποτίμηση συνέβαλαν η διεύρυνση των αρνητικών διαφορών των επιτοκίων έναντι της ευρωζώνης, η ανησυχία της αγοράς για το έλλειμμα του αμερικανικού ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, το δημοσιονομικό έλλειμμα των ΗΠΑ και η αβεβαιότητα για την οικονομική ανάπτυξη στις ΗΠΑ. Στο τέλος του 2002 το ευρώ αντιστοιχούσε σε 1,05 δολάρια, 16% αυξημένο από την αρχή του έτους.

Το γιεν παρότι παρέμεινε σταθερό το μεγαλύτερο μέρος του 2002 υποτιμήθηκε έναντι του ευρώ στο τελευταίο τρίμηνο αντικατοπτρίζοντας την

αβεβαιότητα οικονομικής ανάπτυξης των κυριότερων αγορών προορισμού των ιαπωνικών εξαγωγών και την ύπαρξη προβλημάτων στο χρηματοπιστωτικό τομέα της Ιαπωνίας. Έτσι το ευρώ στο τέλος του έτους έκλεισε στα 124,39 γιεν, 4,1% αυξημένο από την αρχή του έτους και 14,5% αυξημένο σε σχέση με το μέσο όρο του 2001 (ΕΚΤ, 2002).

2003. Μεγάλη ανατίμηση του ευρώ το 2003 ιδίως έναντι του δολαρίου αλλά και έναντι του γιεν και της λίρας Αγγλίας. Οι εξελίξεις του πρώτου εξαμήνου χαρακτηρίζονταν από περιβάλλον μεγάλης οικονομικής και γεωπολιτικής αβεβαιότητας. Οι ανοδικές πιέσεις επί του ευρώ διεκόπησαν προσωρινά το καλοκαίρι για να συνεχισθούν στο τέλος του 2003 εν μέσω ανησυχιών για τις παγκόσμιες εξωτερικές ανισοροπίες. Στο τέλος του έτους η ονομαστική σταθμισμένη ισοτιμία ήταν 11% υψηλότερη από την αρχή του έτους και 17% υψηλότερη από το μέσο επίπεδο του 2002.

Το 2003 το ευρώ ανατιμήθηκε πολύ έναντι του δολαρίου, το οποίο δέχθηκε πιέσεις υποτίμησης από πολλά μέτωπα. Οι γεωπολιτικές εντάσεις και οι ενδεχόμενες συνέπειες τους στη παγκόσμια οικονομία επηρέασαν αρνητικά το δολάριο στους πρώτους μήνες. Η δημοσίευση χειρότερων των αναμενομένων στοιχείων για την οικονομία των ΗΠΑ, η διεύρυνση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ και η επιδείνωση της δημοσιονομικής της κατάστασης επηρέασαν αρνητικά το δολάριο κατά το πρώτο εξάμηνο. Τους θερινούς μήνες σταθεροποιήθηκε αλλά στο τέλος του έτους λόγω ανησυχιών για τη χρηματοδότηση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ ασκήθηκαν εκ νέου καθοδικές τάσεις. Στο τέλος του έτους το ευρώ ήταν στα 1,25 δολάρια, 19,5% υψηλότερο από την αρχή του έτους και 32% υψηλότερο από το μέσο όρο του 2002.

Ως το Σεπτέμβριο η πορεία του ευρώ έναντι του γιεν ήταν ίδια με αυτή έναντι του δολαρίου. Η βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας και οι παρεμβάσεις των ιαπωνικών αρχών στις αγορές συναλλάγματος άσκησαν πρόσκαιρα ισχυρές πιέσεις ανατίμησης του γιεν. Τέλος του έτους το ευρώ έκλεισε

στα 133,7 γιεν, 7,5% υψηλότερο από την αρχή του έτους και 13% υψηλότερο από το μέσο όρο του 2002.

Τέλος το ευρώ ανατιμήθηκε έναντι της λίρας Αγγλίας (ΕΚΤ, 2003).

2004. Το ευρώ συνέχισε να ενισχύεται στο πλαίσιο της εξασθένησης του δολαρίου. Κινήθηκε με μέτριους ρυθμούς κατά το πρώτο εννιάμηνο σε σύγκριση με τη σημαντική ανατίμηση του τη προηγούμενη διετία, αλλά στη συνέχεια ανατιμήθηκε σημαντικά ιδίως έναντι του δολαρίου. Στο τέλος του έτους η ονομαστική σταθμισμένη ισοτιμία αυξήθηκε κατά 2,3% από την αρχή του έτους. Η αύξηση αυτή ήταν συνισταμένη αντίρροπων κινήσεων, από τη μία η έντονη ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου και από την άλλη από την υποτίμησή του έναντι των νομισμάτων ορισμένων εμπορικών εταιρών της ευρωζώνης και των νομισμάτων μερικών νέων-κρατών μελών της Ε.Ε.

Το Φεβρουάριο η ανατίμηση του ευρώ ανακόπηκε και άρχισε να υποχωρεί καθώς αυξάνονταν οι ενδείξεις για ανάκαμψη στις ΗΠΑ και Ιαπωνία ενώ οι προοπτικές στην ευρωζώνη ήταν λιγότερο ευνοϊκές. Το δολάριο στηρίχθηκε λόγω προσδοκιών ανόδου των αποδόσεων των αμερικανικών τίτλων. Στο διάστημα Μαΐου-Οκτωβρίου το ευρώ ενισχύθηκε ελαφρά ενώ η εκτόξευση των τιμών του πετρελαίου άσκησε καθοδικές πιέσεις στο δολάριο και το γιεν με αποτέλεσμα στο τέλος του έτους το ευρώ να ενισχυθεί σημαντικά έναντι του δολαρίου φθάνοντας στην υψηλότετη μέχρι σήμερα τιμή των 1,3633 δολαρίων στις 28/12/04. Στο τέλος του έτους έκλεισε στα 1,36 δολάρια, 8,2% αύξηση από την αρχή του έτους ενώ την ίδια περίοδο ανατιμήθηκε έναντι του γιεν κατά 3,7% για να κλείσει στο τέλος του έτους στα 137,7 γιεν.

Στο τέλος του 2004 η ισοτιμία ευρώ/λίρας παρέμεινε αμετάβλητη στις 0,71 λίρες σε σχέση με τις 2/1/2004 (ΕΚΤ, 2004).

2005. Το ευρώ υποτιμήθηκε το 2005. Μετά την μεγάλη ανατίμηση του το τελευταίο τρίμηνο του 2004, το ευρώ υποχώρησε γενικά το α' εξάμηνο του 2005 και εντονότερα έναντι του δολαρίου. Στη συνέχεια το ευρώ ανέκτησε τις απώλειές έναντι του γιεν ενώ οι διακυμάνσεις έναντι των άλλων νομισμάτων ήταν μέτριες

με αποτέλεσμα η ονομαστική σταθμισμένη ισοτιμία του ευρώ να υποχωρήσει 6% από την αρχή του έτους.

Αφού στο τέλος του 2004 το ευρώ έφθασε στα υψηλότερα επίπεδα έναντι του δολαρίου από την εισαγωγή του το 1999, άρχισε μετά να υποχωρεί εν μέσω μεταβαλλόμενων προσδοκιών της αγοράς σε σχέση με τους παράγοντες που επηρεάζουν τις ισοτιμίες. Η οικονομική δραστηριότητα ΗΠΑ και Ιαπωνίας έδειχναν βελτίωση ενώ οι προοπτικές της ευρωζώνης ήταν πιο απαισιόδοξες. Στις ΗΠΑ λόγω στοιχείων για εύρωστη οικονομική ανάπτυξη και σε συνδυασμό με τις αυξανόμενες πληθωριστικές πιέσεις, η προσοχή της αγοράς στράφηκε από το μεγάλο και επίμονο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών προς τις προσδοκίες ανόδου των αμερικανικών επιτοκίων. Αποτέλεσμα ήταν να ενισχυθεί το δολάριο. Τα πράγματα για το ευρώ επιδεινώθηκαν μετά την απόρριψη του Ευρωσυντάγματος από το γαλλικό και το ολλανδικό δημοψήφισμα.

Κατά το β' εξάμηνο η διευρυμένη διαφορά των αμερικανικών επιτοκίων σε σχέση με τις άλλες μεγάλες οικονομίες εξακολουθούσε να στηρίζει το δολάριο αλλά αντισταθμίστηκε από ενδείξεις βελτίωσης του επιχειρηματικού κλίματος στην ευρωζώνη με αποτέλεσμα το ευρώ να κλείσει στα 1,20 δολάρια στο τέλος του έτους, 11% μείωση δηλαδή από την αρχή του έτους.

Η βελτίωση των οικονομικών προοπτικών της ιαπωνικής οικονομίας δεν μπόρεσε να αντισταθμίσει την καθοδική επίδραση που ασκήθηκε από την άνοδο του μαύρου χρυσού με αποτέλεσμα το γιεν στο β' εξάμηνο να υποχωρήσει έναντι του ευρώ και να κλείσει σχεδόν στην ίδια ισοτιμία με την οποία ξεκίνησε τη χρονιά.

Το ευρώ υποτιμήθηκε έναντι της Αγγλικής λίρας κατά 3,9% μες στο 2005. Το 2006 το ευρώ ανέκαμψε έναντι των περισσότερων σημαντικών νομισμάτων με αποτέλεσμα να φθάσει στις 6/7/2006 τα 147,09 γιεν, την υψηλότερη μέχρι τη μέρα εκείνη ισοτιμία από την ημέρα εισαγωγής του το 1999. Στις 17/7/2006 το ευρώ βρίσκεται στα 1,27 δολάρια, 6% άνοδο δηλαδή από την αρχή της χρονιάς (ΕΚΤ, 2005).

2.3.2 Οι ημερομηνίες σταθμοί των παρεμβάσεων της ΕΚΤ στις Αγορές Συναλλάγματος

Η πτωτική πορεία του ευρώ κατά το 2000 δημιούργησε ανησυχίες στις κεντρικές τράπεζες της ομάδας των 7 σχετικά με τις δυνητικές συνέπειες για την παγκόσμια οικονομία. Από τη μέρα εισαγωγής του στις 4/1/99 που συναλλασσόταν με 1,167 δολάρια, το ευρώ ακολούθησε μια συνεχή πτωτική πορεία που το οδήγησε το Σεπτέμβρη του 2000 κάτω από τα 90 λεπτά. Για να αναχαιτίσουν τη πτωτική του τάση και να το σταθεροποιήσουν σε επίπεδα που να ταιριάζουν με τις θεμελιώδεις μακροοικονομικές εξελίξεις της ευρωζώνης, με πρωτοβουλία της ΕΚΤ οι νομισματικές αρχές των ΗΠΑ, της Ιαπωνίας, του Καναδά και του Ηνωμένου Βασιλείου συμμετείχαν με την ΕΚΤ σε συντονισμένη παρέμβαση στις 22 Σεπτεμβρίου του 2000. Αγόρασαν ευρώ αξίας 3 ως 5 δις. δολαρίων. Η παραπάνω παρέμβαση αποτελεί την πρώτη της ΕΚΤ στην αγορά συναλλάγματος μετά την εισαγωγή του ευρώ.

Στις αρχές Νοεμβρίου του 2000 και μέσα σε κλίμα ανησυχίας σχετικά με τις διεθνείς και εγχώριες επιπτώσεις από την ισοτιμία του ευρώ που συνέχισε να υποτιμάται (προσέγγισε το κατώτατο επίπεδο των 83 λεπτών), η ΕΚΤ και οι εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών-μελών ενεργώντας για λογαριασμό της ΕΚΤ πραγματοποίησαν πάλι μονομερείς παρεμβάσεις για να στηρίξουν το ευρώ. Οι μονομερείς παρεμβάσεις έλαβαν χώρα στις 3, 6 και 9 Νοεμβρίου και θεωρούνται συνέχεια της συντονισμένης δράσης. Προς το τέλος του 2000 το ευρώ σημείωσε έντονη ανάκαμψη. Πάντως η κυρίαρχη άποψη αναφέρει ότι η συνακόλουθη ανάκαμψη του ευρώ δεν θα μπορούσε να αποδοθεί στην συντονισμένη παρέμβαση καθώς οι προσφορές χρήματος των συμμετεχόντων χωρών δεν μεταβλήθηκαν, οπότε μια διατηρήσιμη ανάκαμψή του δεν θα μπορούσε εύκολα να στοιχειοθετηθεί (ΕΚΤ, 2000).

2.3.3 Οι προτιμήσεις των ιθυνόντων της ΕΚΤ σχετικά με τη συναλλαγματική πολιτική

Η συναλλαγματική πολιτική της ΕΚΤ παραμένει ένα αρκετά ομιχλώδες τοπίο. Σε αντίθεση με τη νομισματική πολιτική η συναλλαγματική πολιτική δεν είναι σαφώς καθορισμένη και δεν υπάρχουν ξεκάθαρες κατευθυντήριες γραμμές και οδηγίες. Για να ξεδιαλύνουμε το θολό τοπίο το καλύτερο που μπορούμε να κάνουμε είναι να προσπαθήσουμε να εντυφώσουμε στις προτιμήσεις των ιθυνόντων της ΕΚΤ και στις δυνάμεις που τις υποκινούν. Για να το πετύχουμε πρέπει αφού δούμε τις οικονομικές εξελίξεις που έλαβαν χώρα στη συνέχεια να μελετήσουμε τα λόγια και τα έργα των ιθυνόντων που ακολούθησαν τις οικονομικές εξελίξεις. Με αυτό τον τρόπο θα εκμαιεύσουμε τις αφανείς προτιμήσεις των ιθυνόντων της ΕΚΤ. Παρακάτω αφού ορίσουμε το θεσμικό πλαίσιο της συναλλαγματικής πολιτικής της ΕΚΤ θα αναφέρουμε τις υπάρχουσες απόψεις για τις προτιμήσεις της ΕΚΤ και τις δυνάμεις που τις υποκινούν. Εν συνεχεία θα θέσουμε την επικρατούσα, κατά την γνώμη μας, άποψη και θα ζητήσουμε την απόρριψη της ή την επαλήθευση της μέσα από τα πραγματικά οικονομικά γεγονότα που έλαβαν χώρα.

Το θεσμικό πλαίσιο για την συναλλαγματική πολιτική. Το θεσμικό πλαίσιο ορίστηκε στη Συνθήκη του Μάαστριχτ. Όπως έχουμε προαναφέρει¹⁶ ο ρόλος της ΕΚΤ στο τομέα της συναλλαγματικής πολιτικής είναι υποβαθμισμένος και περιορίζεται στη διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων των κρατών μελών της ευρωζώνης και στην άσκηση παρεμβατικής πολιτικής στην αγορά συναλλάγματος. Τα κύρια θέματα συναλλαγματικής πολιτικής ανήκουν στη δικαιοδοσία της πολιτικής εξουσίας. Σύμφωνα με το Άρθρο 111 της Συνθήκης το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών (ECOFIN) είτε αποφασίζει μια επίσημη συναλλαγματική διευθέτηση για το ευρώ, είτε διατυπώνει γενικές κατευθυντήριες γραμμές για τη συναλλαγματική πολιτική (ΕΚΤ, 2006). Ο

¹⁶ Βλέπε σελ. 50

ρόλος της ΕΚΤ είναι μόνο συμβουλευτικός. Βέβαια οι παραπάνω θεσμικές ρυθμίσεις θα πρέπει να συνάδουν με τον πρωταρχικό στόχο της διατήρησης της σταθερότητας των τιμών, και μπορούν να εφαρμοστούν μόνο κατόπιν σύστασης της ΕΚΤ ή της Ευρωπαϊκής Επιτροπής με τη σύμφωνη γνώμη της ΕΚΤ. Στο σημείο αυτό τίθεται το ερώτημα κατά πόσο οι αποφάσεις της πολιτικής εξουσίας μπορούν να υλοποιηθούν χωρίς να θίγουν την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής σχετικά με την επίτευξη του στόχου των σταθερών τιμών. Για το λόγο αυτό οι παραπάνω ρυθμίσεις έχουν μείνει στην αδράνεια. Επιπρόσθετα το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στη συνάντηση του στο Λουξεμβούργο στις 13 Δεκεμβρίου του 1997 τόνισε ότι η συναλλαγματική πολιτική δεν αποτελεί ανεξάρτητο στόχο της οικονομικής πολιτικής αλλά αντικατοπτρίζει το αποτέλεσμα των οικονομικών εξελίξεων και των υιοθετούμενων οικονομικών πολιτικών. Σε αυτή τη τάση δηλώθηκε ξεκάθαρα ότι οι γενικές κατευθυντήριες γραμμές της συναλλαγματικής πολιτικής της ευρωζώνης θα σχεδιάζονται μόνο κάτω από πολύ ειδικές περιστάσεις. Οι κατευθύνσεις αυτές δε, πρέπει να συνάδουν με το πρωταρχικό στόχο της σταθερότητας των τιμών και να σέβονται την ανεξαρτησία της ΕΚΤ.

Είναι εμφανέςτατο ότι η αδράνεια των θεσμικών ρυθμίσεων και η απουσία συναλλαγματικού στόχου από την ΕΚΤ δημιουργούν ομιχλώδες τοπίο γύρω από τις προτιμήσεις και την πολιτική της ΕΚΤ αναφορικά με τις συναλλαγματικές εξελίξεις.

Υπάρχουσες απόψεις για τις δυνάμεις που υποκινούν τις προτιμήσεις της ΕΚΤ. Υπάρχει μια γενική ασάφεια σχετικά με το τι υποκινεί τις προτιμήσεις μιας ανεξάρτητης κεντρικής τράπεζας σχετικά με την εξωτερική αξία του νομίσματος διότι σχεδόν πάντα η πολιτική εξουσία καθορίζει τη συναλλαγματική πολιτική και όχι η κεντρική τράπεζα. Συνήθως οι Υπουργοί Οικονομικών θέτουν τις παραμέτρους της πολιτικής και η κεντρική τράπεζα εκτελεί. Όμως με τη στροφή στις κυμαινόμενες ισοτιμίες ο ρόλος της κεντρικής τράπεζας αυξάνεται καθώς μπορεί να χρησιμοποιήσει τα επιτόκια για να επηρεάσει την εξωτερική αξία του

νομίσματος. Η ΕΚΤ δεν έχει κάποια εντολή από τη πολιτική εξουσία και έτσι μπορεί να διαχειριστεί με σύνεση την εξωτερική αξία του ευρώ. Το ερώτημα είναι πως θα διαχειριστεί την εξωτερική αξία του ευρώ εν απουσία κυβερνητικών οδηγιών.

Μια υπάρχουσα άποψη που εξηγεί το τι υποκινεί την ΕΚΤ για να πάρει τις αποφάσεις της έχει να κάνει με τη θεωρία Εντολέα-Αντιπρόσωπου (Principal-Agent Theory). Σύμφωνα με τη θεωρία ο εντολέας μεταβιβάζει εξουσία στον αντιπρόσωπο με τη προϋπόθεση ο αντιπρόσωπος να ενεργεί σύμφωνα με τα συμφέροντα του εντολέα του (Kaltenthaler, 2003). Στη περίπτωση της ΕΚΤ εντολές είναι δύο ειδών, οι πολιτικοί και ο χρηματοοικονομικός τομέας, ενώ αντιπρόσωπος είναι η ΕΚΤ. Οι εντολές θέτουν ρητά ή όχι πολύ δεσμευτικές εντολές στην ΕΚΤ για να εκτελέσει. Η ΕΚΤ ενεργεί σύμφωνα με τις προτιμήσεις των πολιτικών επειδή αυτοί ελέγχουν τις αμοιβές και τα μπόνους των ιθυνόντων της ΕΚΤ ή ενεργεί προς το συμφέρον των χρηματοοικονομικών οργανισμών αφού αυτοί ελέγχουν το κύρος και τη μελλοντική εργασιακή απασχόληση των ιθυνόντων της ΕΚΤ. Συνεπώς η ΕΚΤ δεν έχει αρκετή ανεξαρτησία για να ασκήσει πολιτική σύμφωνα με τις δικές της προτιμήσεις, απλά μεσολαβεί για να εξυπηρετήσει τα συμφέροντα των πολιτικών και οικονομικών εντολέων της.

Ποια είναι όμως τα συμφέροντα των οικονομικών και πολιτικών εντολέων; Σύμφωνα με μελέτες των Henning (1994) και Frieden (1991) σε οικονομίες που έχουν στενούς δεσμούς βιομηχανικού-χρηματοοικονομικού τομέα θα προωθηθούν οι στόχοι ανταγωνιστικής τιμής νομίσματος και σταθερής ισοτιμίας. Ο βιομηχανικός κλάδος επιδιώκει χαμηλή τιμή του νομίσματος για να είναι πιο ανταγωνιστικά τα προϊόντα του και σταθερή ισοτιμία για χαμηλότερα συναλλακτικά κόστη. Μέσω της στενής του σχέσης με το χρηματοοικονομικό τομέα ο βιομηχανικός τομέας κάνει τους πολιτικούς να προσέξουν τα συμφέροντα του και να διαμορφώσουν αναλόγως την εξωτερική νομισματική πολιτική.

Η Ε.Ε. αποτελείται από κράτη με ισχυρούς δεσμούς βιομηχανικού και τραπεζικού τομέα. Επίσης τα κράτη έχουν ανοικτές και σχετικά

προσανατολισμένες στις εξαγωγές οικονομίες. Συνεπώς σύμφωνα με την παραπάνω θεωρία θα περίμενε κάποιος η ΕΚΤ να εκτελεί εντολές για χαμηλή ανταγωνιστική και σταθερή ισοτιμία του ευρώ για να εξυπηρετήσει τα συμφέροντα των οικονομικών και πολιτικών εντολέων της. Η υποτίμηση του ευρώ από το δολάριο (1999-200) έπρεπε σύμφωνα με τα παραπάνω να γίνει καλοδεχούμενη από την ΕΚΤ καθώς ευνοούσε τις εξαγωγές και την ανάπτυξη και άρα εξυπηρετούσε τα συμφέροντα των εντολέων της. Όμως αντ' αυτού η ΕΚΤ προσπάθησε να αναχαιτίσει την υποτίμηση, πράξη που αντιτίθεται στα συμφέροντα των υποτιθέμενων εντολέων της. Συνεπώς διαπιστώνουμε ότι πρέπει να απορρίψουμε τη θεωρία Εντολέα-Αντιπροσώπου ως άποψη που εξηγεί τις προτιμήσεις των ιθυνόντων της ΕΚΤ.

Η επικρατούσα άποψη. Αρχικά πρέπει να αναφέρουμε ότι το πιο σημαντικό πράγμα για τους ιθύνοντες της ΕΚΤ είναι από τη μία η εικόνα επάρκειας και ικανότητας που βγάζουν στο κόσμο, μια αίσθηση ότι επιτελούν καλό έργο για την κοινωνία, και από την άλλη η ανεξαρτησία στη λήψη αποφάσεων. Η εικόνα ικανότητας τους δίνει γενική αναγνωρισιμότητα ότι λειτουργούν προς το γενικό καλό και αποτρέπει τους πολιτικούς από το να τους πιέσουν διότι το να πιέσεις ένα ικανό στέλεχος είναι μη δημοφιλές. Η ανεξαρτησία δείχνει ότι η ΕΚΤ δεν εκτελεί απλά εντολές πολιτικών, αλλά έχει μεγαλύτερο κοινωνικό ρόλο.

Η εικόνα αξιοπιστίας και η ανεξαρτησία λήψης αποφάσεων διατηρούνται όταν επιτευχθούν καλές οικονομικές επιδόσεις στην ευρωζώνη όπως ανάπτυξη, χαμηλός πληθωρισμός και χαμηλή ανεργία. Συνεπώς οι ιθύνοντες της ΕΚΤ προτιμούν αυτά τα οικονομικά αποτελέσματα διότι έτσι μεγιστοποιούν και τα δικά τους συμφέροντα.

Η επικρατούσα άποψη ανάμεσα στα ανώτερα στελέχη των κεντρικών τραπεζών στις μέρες μας είναι ότι ο θεμέλιος λίθος για καλές γενικές οικονομικές επιδόσεις είναι η διατήρηση σταθερών τιμών. Στην άποψη αυτή συνέδραμαν οι μονεταριστικές επιρροές, η επιτυχημένη πολιτική της Bundesbank και τα διδάγματα του πληθωρισμού στις δεκαετίες '70 και '80.

Το ερώτημα είναι πώς η ισοτιμία σχετίζεται με την σταθερότητα των τιμών. Η ΕΚΤ για να πετύχει το στόχο σταθερότητας των τιμών θέλει να έχει αυτόνομη νομισματική πολιτική στην ευρωζώνη. Αν ακολουθηθεί μια συναλλαγματική πολιτική ως προτεραιότητα τότε αυτομάτως περιορίζονται οι επιλογές άσκησης εσωτερικής νομισματικής πολιτικής για τη διατήρηση σταθερών τιμών. Σε καθεστώς πλήρους κίνησης κεφαλαίων, που υπάρχει σήμερα, καθεστώς σταθερών ισοτιμιών και πλήρης νομισματική αυτονομία δεν γίνεται να συνυπάρξουν. Γι' αυτό και η ΕΚΤ έχει κίνητρο να εναντιώνεται σε πολιτική σταθερών ισοτιμιών.

Βέβαια αυτό δεν σημαίνει ότι η ΕΚΤ αδιαφορεί για τις ισοτιμίες. Αν υποτιμηθεί το ευρώ οι εισαγωγές γίνονται ακριβότερες και ασκούνται πληθωριστικές πιέσεις στο γενικό επίπεδο των τιμών. Συνεπώς η ΕΚΤ δεν επιθυμεί υποτίμηση σε επίπεδο που αρχίζει να απειλείται η σταθερότητα των τιμών.

Η συναλλαγματική πολιτική καθορίζεται από τα συμφέροντα των ιθυνόντων της ΕΚΤ που περιγράψαμε και όχι από τις πολιτικές πιέσεις. Οι πολιτικοί έχουν συνήθως βραχυπρόθεσμους στόχους. Αν η ΕΚΤ υποκύψει στις πολιτικές πιέσεις θα θέσει σε κίνδυνο τα μέσο-μακροπρόθεσμα οικονομικά αποτελέσματα και την σταθερότητα των τιμών. Αν συμβεί αυτό θα χαθεί η εικόνα ικανότητας που έχουν οι ιθύνοντες με αποτέλεσμα να τους ασκηθούν πιέσεις, κάτι που δεν το επιθυμούν με τίποτα. Βέβαια πάντα θα ασκούνται πιέσεις από τα κράτη και κοινωνικούς παράγοντες αλλά οι ιθύνοντες αντιτίθεται όσο αυτό είναι δυνατόν.

Συνοψίζοντας, η ΕΚΤ προτιμά να έχει μια ουδέτερη στάση σχετικά με την ισοτιμία ώστε να ασκεί πιο ελεύθερα την νομισματική πολιτική. Θα επιδιώξει να ανατιμήσει το νόμισμα μόνο όταν υπάρχει η απειλή εισαγομένου πληθωρισμού. Η επικρατούσα αυτή άποψη αντιτίθεται στην άποψη της θεωρίας Εντολέα-Αντιπροσώπου που στη περίπτωση υποτίμησης η ΕΚΤ δεν θα προσπαθούσε να

την σταματήσει καθώς θα βελτιωνόταν η ανταγωνιστική θέση της βιομηχανίας στη παγκόσμια αγορά.

Η πρακτική επαλήθευση. Στη συνέχεια θα εξετάσουμε αν η επικρατούσα, κατά την γνώμη μας, άποψη για τις προτιμήσεις των ιθυνόντων της ΕΚΤ αποδεικνύεται και εμπειρικά από τις οικονομικές εξελίξεις που συνέβησαν. Υπενθυμίζω ότι η άποψη αναφέρει ότι οι προτιμήσεις των ιθυνόντων σχετικά με την συναλλαγματική πολιτική είναι ουδετερότητα απέναντι στην ισοτιμία, εκτός αν η υποτίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου απειλεί το πληθωρισμό. Για χάρη της ανάλυσης θα εξετάσουμε τις οικονομικές εξελίξεις σε τρεις περιόδους:

- Πολιτική ουδετερότητας από Ιανουάριο του '99 ως Φεβρουάριο '00
- Ενεργητική πολιτική από Φεβρουάριο του '00 ως αρχές του '01, και
- Επιστροφή σε πολιτική ουδετερότητας από αρχές '01 και μετά

Η επικρατούσα άποψη θα ισχύει αν η πρώτη περίπτωση πολιτικής ουδετερότητας οφειλόταν στην έλλειψη πληθωριστικών πιέσεων εισαγόμενων μέσω της ισοτιμίας, η πολιτική παρέμβασης ήταν αποτέλεσμα ανησυχίας για τον εισαγόμενο πληθωρισμό και αν η επιστροφή σε πολιτική ουδετερότητας έγινε λόγω της εξαφάνισης των πληθωριστικών κινδύνων. Οι πηγές που θα χρησιμοποιήσουμε για να ρίξουμε φως στις συναλλαγματικές προτιμήσεις και σκέψεις των ιθυνόντων της ΕΚΤ είναι: α) η μηνιαίες εκδόσεις της ΕΚΤ, β) συνεντεύξεις τύπου και λόγοι των ιθυνόντων της ΕΚΤ και γ) οικονομικά δεδομένα στην ευρωζώνη.

Συναλλαγματική πολιτική ουδετερότητας (Γενάρης '99-Φεβρουάριος '00). Ο πρόεδρος της ΕΚΤ Duisenberg σε δηλώσεις του το '99 κατέστησε σαφές ότι η ΕΚΤ τηρεί στάση ουδετερότητας απέναντι στην συναλλαγματική ισοτιμία για να μη δεθούν τα χέρια της σχετικά με την διατήρηση σταθερών τιμών. Δήλωσε επίσης ότι η υποτίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου δεν εμπνέει ανησυχίες για πληθωριστικές πιέσεις. Επίσης στις μηνιαίες της εκδόσεις η ΕΚΤ αναφέρει ότι παρακολουθεί στενά την ισοτιμία του ευρώ και δεν υπάρχει λόγος ανησυχίας και παρέμβασης από πλευρά της. Ακόμα τα οικονομικά δεδομένα της ευρωζώνης

δείχνουν πληθωρισμό κάτω του 2%, που είναι ο στόχος, στο πρώτο εξάμηνο του ευρώ. Συνεπώς διαφαίνεται ότι δεν υπάρχει καμιά ανησυχία από την υποτίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου, αντιθέτως ενισχύονται οι εξαγωγές. Η έλλειψη ανησυχίας από την υποτίμηση για τον πληθωρισμό φαίνεται από την ενέργεια της ΕΚΤ να μειώσει τα επιτόκια από 3,00% σε 2,5% τον Απρίλιο του '99. Η θέση αυτή ουδετερότητας της ΕΚΤ απέναντι στη συναλλαγματική πολιτική συνάδει και με την επικρατούσα άποψη καθώς οι ιθύνοντες της ΕΚΤ ικανοποιημένοι που η εξωτερική αξία του ευρώ δεν απειλεί τη σταθερότητα των τιμών δεν αναλαμβάνουν ενεργή πολιτική απέναντι στην ισοτιμία.

Στροφή σε ενεργητική πολιτική (Φεβρουάριος '00-αρχές του '01). Το Φεβρουάριο του 2000 η ΕΚΤ άλλαξε τη στάση της απέναντι στην ισοτιμία ευρώ/δολαρίου. Στις 3 του ίδιου μήνα αύξησε τα επιτόκια κατά 0,25%. Η έναρξη μιας ενεργητικής πολιτικής αναφορικά με την εξωτερική αξία του ευρώ είναι γεγονός. Ο πρόεδρος της ΕΚΤ σε συνέντευξη τύπου το 2000 διαπιστώνει ότι η υποτίμηση του ευρώ δημιουργεί πρόβλημα στην μελλοντική σταθερότητα των τιμών. Δηλώνει ότι οι τιμές των εισαγωγών αναμένεται να αυξηθούν περαιτέρω δημιουργώντας πιέσεις στο πληθωρισμό. Καταλήγει λέγοντας ότι είναι υποχρέωση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ να διατηρήσει σταθερές τις τιμές και την ανάπτυξη στην ευρωζώνη. Στην ίδια συνέντευξη αναφέρει ότι η οι εξελίξεις της ισοτιμίας του ευρώ αποτελούν έναν από τους κυριότερους παράγοντες που ασκούν διαρκή πίεση στις μελλοντικές εξελίξεις των τιμών και τον οποίο πρέπει να αντιμετωπίσουν. Στο ίδιο πνεύμα η μηνιαία έκδοση του Φεβρουαρίου της ΕΚΤ διαπιστώνει ότι η ισοτιμία του ευρώ επηρεάζει το πληθωρισμό μέσω της εισαγωγής ακριβότερων τελικών και ενδιάμεσων αγαθών. Αποτέλεσμα όλων αυτών είναι η ΕΚΤ να ακολουθήσει σφικτή νομισματική πολιτική επικεντρώνοντας στην υποτίμηση του ευρώ.

Όπως είδαμε¹⁷ η ΕΚΤ προχώρησε σε παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος το Σεπτέμβρη και το Νοέμβρη του 2000, άλλο ένα σημάδι της ενεργητικής συναλλαγματικής πολιτικής.

Τα οικονομικά δεδομένα επιβεβαιώνουν τη σύνδεση υποτίμησης του ευρώ με το πληθωρισμό. Από τις αρχές του '99 ως το Φεβρουάριο του '00 οι τιμές των εισαγωγών αυξήθηκαν 20% με αποτέλεσμα ο πληθωρισμός (δείκτης τιμών του καταναλωτή) να σκαρφαλώσει το Φεβρουάριο στο 2%¹⁸. Επειδή αναμενόταν να αυξηθεί περαιτέρω ο πληθωρισμός στους επόμενους μήνες, λόγω της ετεροχρονισμένης ενσωμάτωσης του κόστους των υψηλότερων τιμών των εισαγωγών στην οικονομία, η ΕΚΤ έπρεπε ή να εγκαταλείψει το στόχο πληθωρισμού το πολύ 2% ή να κάνει κάτι για την υποτίμηση. Αν τώρα συνυπολογίσουμε όλα τα ανωτέρω κατανοούμε γιατί η ΕΚΤ κινήθηκε ώστε να συγκρατήσει τη πτώση του ευρώ. Αξίζει να σημειωθεί ότι κατά το διάστημα της ενεργητικής πολιτικής έγιναν έξι αυξήσεις επιτοκίων τα οποία σκαρφάλωσαν στο 4,75%

Επιστροφή στην πολιτική ουδετερότητας (αρχές του 2001 και μετά). Αφού το ευρώ άρχισε να ανατιμάται έναντι του δολαρίου η θέση της ΕΚΤ απέναντι στην ισοτιμία του έγινε ξανά ουδέτερη. Άρχισε να χαλαρώνει την νομισματική πολιτική από το Φθινόπωρο του 2000 και από το Μάιο του 2001 άρχισε να ρίχνει τα επιτόκια θέτοντας την μεσοπρόθεσμη βλέψη για μείωση του πληθωρισμού. Τα επιτόκια τον Ιούνιο του 2003, ύστερα από επτά μειώσεις, έπεσαν στο 2% και έμειναν εκεί σταθερά για 2,5 χρόνια. Βέβαια μέχρι το Μάιο-Ιούνιο του 2001 ο πληθωρισμός ήταν σε υψηλά επίπεδα αλλά αυτό δεν ανησυχούσε την ΕΚΤ διότι οφειλόταν στο βαθμιαίο και αργοπορημένο πέρασμα των αυξήσεων του πετρελαίου και των τιμών των εισαγωγών μέσω των μη-ενεργειακών προϊόντων του δείκτη των τιμών του καταναλωτή. Όντως μετά τον Ιούνιο του 2001 ο

¹⁷ Βλέπε σελ. 59

¹⁸ Βλέπε Παράρτημα 11 και διάγραμμα 2.1 στη σελ. 51

πληθωρισμός έπεσε σταδιακά κοντά στο 2% από κοντά στο 3,5% που ήταν. Επίσης μετά τον Αύγουστο του 2001 υποχώρησε και η τιμή του πετρελαίου.

Επίσης το 2001 ξεκίνησε μια τάση υποτίμησης του δολαρίου που οφειλόταν στην επιβράδυνση της αμερικανικής οικονομίας και επεκτάθηκε από τα τρομοκρατικά κτυπήματα της 11^{ης} Σεπτεμβρίου, δίνοντας τέλος στη περίοδο του σκληρού δολαρίου. Αυτό οδήγησε τους υπευθύνους της ΕΚΤ να σκεφθούν ότι τα αποτελέσματα της υποτίμησης του ευρώ στο πληθωρισμό ήταν προσωρινά και θα εξαφανίζονταν μέσα στο 2001 (Kaltenthaler, 2003). Συνυπολογίζοντας όλα τα παραπάνω η ΕΚΤ επέστρεψε το 2001 σε ουδέτερη πολιτική σχετικά με την εξωτερική αξία του ευρώ.

Συμπεράσματα. Υπάρχει έμφυτη τάση στην ΕΚΤ να μην ακολουθεί κάποια συναλλαγματική πολιτική για να μην εμποδίσει η λειτουργία αυτή την ικανότητά της να εφαρμόζει τη νομισματική πολιτική με στόχο τη διατήρηση σταθερών τιμών. Μόνο όταν απειλείται ο πληθωρισμός μέσω των υψηλότερων τιμών η ΕΚΤ είναι διατεθειμένη να ασκήσει ενεργητική συναλλαγματική πολιτική. Η στάση που είχε η ΕΚΤ απέναντι στην ισοτιμία ευρώ/δολαρίου επιβεβαιώνει την παραπάνω άποψη για τις προτιμήσεις της. Προτεραιότητα είναι η διατήρηση σταθερών τιμών.

Οι ευρωπαίοι εξαγωγείς μόλις υποτιμήθηκε το ευρώ είδαν αύξηση των εξαγωγών τους και συνεπώς ήταν υπέρμαχοι της υποτίμησης. Η ΕΚΤ όμως πήρε μέτρα αναχαίτισης της υποτίμησης κίνηση που ήταν αντίθετη στα συμφέροντα των εξαγωγέων. Συνεπώς η ΕΚΤ δεν αποτελεί φερέφωνο της ευρωπαϊκής βιομηχανίας και των τραπεζικών συμμαχιών τους. Επίσης πολιτικοί όπως ο Γερμανός Καγκελάριος Gerhard Schroder δήλωναν ότι η πτώση του ευρώ είναι καλοδεχούμενη επειδή δίνει ώθηση στις εξαγωγές. Παρά τη δήλωση αυτή ενός τόσο ισχυρού πολιτικού η ΕΚΤ πήρε αντίθετα μέτρα, συνεπώς δεν είναι πειθήνιο όργανο των πολιτικών. Μάλλον είναι μια ομάδα τεχνοκρατών με κεντρική αποστολή την διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Η θετική άποψη είναι ότι η ΕΚΤ αποτελεί μια πραγματικά ανεξάρτητη τράπεζα που διευθύνει σοβαρά με

στόχο τη διατήρηση των τιμών. Η αρνητική άποψη είναι ότι η ΕΚΤ αποτελείται από μια οργάνωση πληθωρισμό-φοβικών τεχνοκρατών με εμμονή στις σταθερές τιμές.

2.3.4 Το ευρώ είναι σκληρό στις μέρες μας. Αλήθεια ή μύθος;

Στα προηγούμενα είδαμε ότι η ΕΚΤ τηρεί ουδέτερη συναλλαγματική πολιτική. Μόλις υποτιμήθηκε έντονα το ευρώ ακολούθησε ενεργητική πολιτική με σκοπό να αναχαιτίσει την υποτίμηση ώστε να προστατεύσει το πληθωρισμό. Ποια είναι όμως η πολιτική της ΕΚΤ σε περίπτωση έντονης ανατίμησης του ευρώ; Θα προσπαθήσει να την αναχαιτίσει όπως και την υποτίμηση, θα παραμείνει ουδέτερη ή θα ακολουθήσει πολιτική σκληρού νομίσματος; Το ερώτημα αυτό είναι περισσότερο επίκαιρο από ποτέ καθώς το ευρώ έχει ανατιμηθεί μες στο 2006 έναντι του δολαρίου και του γιεν. Αφού προσπαθήσουμε να απαντήσουμε τα ερωτήματα θα αναφερθούμε στις αρνητικές επιπτώσεις του σκληρού ευρώ και θα εξηγήσουμε γιατί πραγματικά το ευρώ έχει ανατιμηθεί έναντι του δολαρίου.

Στροφή της ΕΚΤ υπέρ του σκληρού ευρώ. Παρά το γεγονός ότι από μεριάς ΕΚΤ δεν υπάρχει επίσημη γραμμή και τηρεί σιγή ιχθύος, φαίνεται ότι υπάρχει στην Ευρώπη μια τάση υπέρ του σκληρού ευρώ. Αρχικά θα αναφερθούμε στις σχετικές δηλώσεις που έχουν γίνει και φανερώνουν αλλαγή της ψυχολογίας. Ο πρόεδρος της ΕΚΤ κ. Trichet την ανατίμηση του ευρώ το 2004 την είχε χαρακτηρίσει ανεπιθύμητη και βάνουση. Το Μάιο όμως του 2006 σε συνέντευξη τύπου δεν έκανε καμία αναφορά για την νέα κούρσα ανόδου του ευρώ, πράγμα που μπορεί να είναι μια σιωπηρή απόδειξη της στροφής στο σκληρό ευρώ. Ο Υπουργός Οικονομικών της Γερμανίας Gerrit Zalm είχε δηλώσει ότι το σκληρό ευρώ είναι καλό για τις τιμές του πετρελαίου. Επίσης οι Sarkozy, Prodi και Solbes έχουν εκφρασθεί θετικά για το σκληρό ευρώ. Αν αναλογιστούμε ότι οι υπουργοί οικονομικών είναι πιο 'πολιτικοί' από τους ιθύνοντες της ΕΚΤ τότε οι δηλώσεις αποκτούν μεγαλύτερη δυναμική (Fleckenstein, 2004).

Αντιθέτως με τη περίπτωση της υποτίμησης του 2000, στην ανατίμηση η ΕΚΤ δεν επιθυμεί να παρέμβει στην αγορά συναλλάγματος αλλά ούτε να μειώσει την ισοτιμία του ευρώ. Αντιθέτως δείχνει να απολαμβάνει την άνοδο του ευρώ ερμηνεύοντας την ως ένδειξη απόκτησης κύρους στις διεθνείς αγορές. Όμως οι υπεύθυνοι της ΕΚΤ αποφεύγουν ανοικτά και δημοσίως να προωθήσουν την άνοδο του ευρώ στο επίπεδο που θα βοηθήσει στην αναζωογόνηση της οικονομικής ανάπτυξης. Η εξήγηση για αυτή την ‘μαζεμένη’ στάση είναι ο φόβος των ιθυνόντων της ΕΚΤ να καταστρέψουν την εύθραυστη καλή υπόληψη που έχει ο κόσμος για αυτούς, στη περίπτωση που οι προσπάθειές τους καταστούν ανεπιτυχείς.

Είναι εμφανές ότι το σκληρό ευρώ είναι πλέον καλοδεχούμενο από την ΕΚΤ. Αντίθετα το 2004 η ΕΚΤ πίστευε ότι το σκληρό ευρώ θα πλήξει την οικονομική ανάκαμψη. Η στροφή αυτή της ΕΚΤ αποτελεί συνταρακτική εξέλιξη μες στην αγορά συναλλάγματος. Παρά το γεγονός ότι το δολάριο εξασθενούσε καμιά χώρα δεν είχε αποδεχτεί το ρίσκο ενός σκληρού νομίσματος. Γεννάται όμως το ερώτημα, γιατί η ΕΚΤ αγκαλιάζει το σκληρό ευρώ; Ποιοι στόχοι της εξυπηρετούνται μέσω του ανατιμημένου ευρώ;

Ήδη έχουμε αναφέρει ότι πρωταρχικός και ανώτερος κάθε άλλου στόχος της ΕΚΤ είναι η διατήρηση σταθερών τιμών. Η ξέφρενη κούρσα του μαύρου χρυσού έχει θέσει σε κίνδυνο το στόχο αυτό. Επειδή το πετρέλαιο αποτιμάται σε δολάρια, αν η αύξηση της τιμής του συνδυαστεί με υποτίμηση του ευρώ τότε οι πληθωριστικές πιέσεις είναι μεγάλες. Αυτό συνέβη το 1999-2000 με αποτέλεσμα ο πληθωρισμός να πλησιάσει το 3,5% και να προκαλέσει τη παρέμβαση της ΕΚΤ. Αν όμως το ευρώ είναι σκληρό τότε απορροφά ένα μέρος της αύξησης του πετρελαίου με αποτέλεσμα ο πληθωρισμός να κινδυνεύει λιγότερο. Είναι όμως τόσο μεγάλη η αύξηση του πετρελαίου για να επιτάσσει ένα σκληρό νόμισμα; Μετά τη κρίση του '99-'00 το πετρέλαιο έμεινε για αρκετό διάστημα σε σχετικά χαμηλά επίπεδα (25-35 δολάρια ανά βαρέλι αργού πετρελαίου Brent). Το 2004 άρχισε να αυξάνεται με ρυθμό 5% περίπου, ενώ το 2005 εκτοξεύτηκε μέχρι τα 70

δολάρια το βαρέλι με μια μέση ετήσια αύξηση γύρω στο 10%. Το 2006 μέχρι το Μάιο η μέση ετήσια αύξηση είναι κοντά στο 13% φθάνοντας τον Ιούλιο το ιστορικό μέχρι τότε υψηλό των σχεδόν 76 δολαρίων¹⁹. Συνεπώς βλέπουμε ότι η αύξηση είναι σημαντική και συνεχής ασκώντας τρομερές πληθωριστικές πιέσεις. Μάλιστα αν παρακολουθήσουμε τις γεωπολιτικές εξελίξεις στη Μέση Ανατολή, όπου η αστάθεια δείχνει μόνιμη πλέον και δημιουργεί ανησυχίες για την ασφάλεια των μελλοντικών αποθεμάτων πετρελαίου, σίγουρα το πρόβλημα των αυξήσεων του πετρελαίου θα υπάρχει για πολύ καιρό. Η άποψη αυτή ενισχύεται από το γεγονός ότι τα μελλοντικά συμβόλαια πετρελαίου του Δεκεμβρίου του 2008 συναλλάσσονται αυτή τη στιγμή (Ιούλιος 2006) στα 73,5 δολάρια. Συνεπώς το σκληρό ευρώ παρέχει ασπίδα προστασίας από τις πληθωριστικές πιέσεις και διατήρησης της οικονομικής ανάκαμψης. Επίσης πρέπει να συνυπολογιστεί ότι οι μεγάλες αυξήσεις του πετρελαίου πλήττουν κατά ένα μεγάλο ποσοστό τους καταναλωτές, ροκανίζοντας το εισόδημά τους το οποίο ούτως ή άλλως αυξάνεται με μικρό ποσοστό κάθε έτος. Μια υποτίμηση του ευρώ θα πολλαπλασιάζε τα προβλήματα.

Το γεγονός ότι η ΕΚΤ πραγματικά ανησυχεί αντικατοπτρίζεται από το σφίξιμο της νομισματικής πολιτικής. Το Δεκέμβριο του 2005 η ΕΚΤ αύξησε τα επιτόκια, τα οποία ήταν αμετάβλητα στο 2% για 2,5 χρόνια, κατά 0,25%. Την αύξηση αυτή ακολούθησαν άλλες δύο το Μάρτιο και τον Ιούνιο του 2006 για να σκαρφαλώσουν τα επιτόκια στο 2,75%. Οι αυξήσεις έγιναν για να προληφθούν αυξήσεις του πληθωρισμού που φαίνονταν να πλησιάζουν. Αξίζει να σημειωθεί ότι μόλις η ΕΚΤ αποφάσισε να αυξήσει τα επιτόκια πρώτη φορά οι τιμές του πετρελαίου είχαν αυξηθεί κατά 10% σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά ενώ το ευρώ είχε υποτιμηθεί έναντι του δολαρίου περίπου 11% σε σχέση με την περσινή χρονιά, γεγονότα που ίσως συνέδραμαν στην απόφαση της ΕΚΤ. Αξίζει να σημειωθεί ότι επειδή η επιτοκιακή πολιτική δεν είναι ανεξάρτητη από την συναλλαγματική πολιτική, οι αυξήσεις των επιτοκίων κατέστησαν ελκυστικότερα

¹⁹ Βλέπε Παράρτημα 12

τα ευρωπαϊκά περιουσιακά στοιχεία έναντι των αμερικανικών δίνοντας μια ώθηση ανόδου στο ευρώ. Επίσης η ανατίμηση του ευρώ μες στο 2006 συνέβαλε στην αποτροπή μεγαλύτερων αυξήσεων των επιτοκίων, καθώς οι προσδοκίες σχετικά με τον πληθωρισμό κάπως χειροτέρευσαν. Το γεγονός αυτό είναι ένα μεγάλο συν για τη διατήρηση της οικονομικής ανάπτυξης.

Βέβαια το σκληρό ευρώ έχει και άλλες θετικές επιπτώσεις στην οικονομία. Με την ανατίμηση του ευρώ οι τιμές των εισαγόμενων προϊόντων διατηρούνται σε χαμηλά επίπεδα βοηθώντας τον πληθωρισμό να παραμείνει χαμηλός. Επίσης η υψηλή ισοτιμία βοηθάει να συγκρατηθούν οι μισθολογικές απαιτήσεις των σωματείων σε χαμηλά επίπεδα διατηρώντας έτσι υψηλή την ανταγωνιστική πίεση. Η ΕΚΤ μπορεί να χρησιμοποιήσει το σκληρό ευρώ για να επιτύχει τη φιλόδοξη αναδιάρθρωση της αγοράς εργασίας και του κοινωνικού καθεστώτος των οικονομιών των κρατών μελών της.

Επιπρόσθετα το σκληρό ευρώ είναι ένα είδος επαίνου για το νέο νόμισμα καθώς αποκτά κύρος ως νόμισμα αποθέματος στα θησαυροφυλάκια των εθνικών τραπεζών σε χώρες όπως τη Κίνα, τη Ταϊλάνδη και τη Μαλαισία. Σε όρους διεθνούς εμπορίου ήδη έγινε πιο σημαντικός 'παίχτης' από το δολάριο.

Η Ευρώπη αποτελεί μακράν το μεγαλύτερο εισαγωγέα τεχνολογίας στο κόσμο. Με ισχυρό ευρώ τα κόστη υψηλής τεχνολογίας για τις ευρωπαϊκές επιχειρήσεις θα είναι μικρότερα με αποτέλεσμα τον εμπλουτισμό της παραγωγικότητας λόγω της νέας τεχνολογίας και αύξηση της ανταγωνιστικότητάς τους.

Τίθεται όμως το ερώτημα ως πιο σημείο η ΕΚΤ θα επικουρεί την ανατίμηση. Υπάρχουν απόψεις ότι μόλις η ισοτιμία θα πλησιάσει το όριο των 1,30-1,32 δολαρίων τότε η ΕΚΤ θα αρχίσει να ανησυχεί. Πρέπει όμως να σημειώσουμε ότι το όριο αυτό δεν είναι ξεκάθαρο καθώς η Ευρώπη έχει δυναμώσει σε σχέση με το 2004 όπου μια τέτοια ισοτιμία θα δημιουργούσε πρόβλημα. Πολλά θα εξαρτηθούν από τις εξελίξεις στις Η.Π.Α. και από την πολιτική ανταπόκριση των κυβερνήσεων των κρατών μελών της ευρωζώνης.

Όμως το σκληρό ευρώ είναι ένα νόμισμα με δύο όψεις, που συνεπάγεται και αρνητικές επιπτώσεις στην οικονομία τις οποίες αναφέρουμε στη συνέχεια.

Αρνητικές επιπτώσεις λόγω του σκληρού ευρώ. Το σκληρό ευρώ ως ένα νόμισμα με δύο όψεις συνεπάγεται και κάποιες αρνητικές επιπτώσεις στην οικονομία στους τομείς των εξαγωγών και της ανάπτυξης.

Όταν το ευρώ είναι σκληρό τα ευρωπαϊκά αγαθά και υπηρεσίες χάνουν την ανταγωνιστικότητά τους έναντι των ξένων διότι γίνονται ακριβότερα για τους ξένους. Επομένως οι ευρωπαίοι εξαγωγείς αντιδρούν όταν το ευρώ είναι σκληρό. Θα μπορούσε βέβαια κάποιος να πει ότι την δεκαετία του '90 οι ΗΠΑ είχαν σκληρό νόμισμα χωρίς αυτό να συνδέεται με αδύναμη ανάπτυξη. Όμως η Αμερικανική οικονομία είναι πιο ευέλικτη από την Ευρωπαϊκή και όταν χρειάστηκε οι επιχειρήσεις προέβησαν σε μειώσεις αποδοχών και απολύσεις κάτι το οποίο στην Ευρώπη δεν είναι εύκολο να γίνει. Επίσης μες στην Ευρώπη δεν είναι όλες οι χώρες το ίδιο ενθουσιασμένες με το σκληρό ευρώ. Στην ευρωζώνη υπάρχουν χώρες με διαφορετικό πολιτισμό, ιστορία, οικονομία και πολιτική. Η Γερμανία με το σκληρό μάρκο και τα πολύ ανταγωνιστικά κόστη επιθυμεί το σκληρό ευρώ περισσότερο από την Γαλλία και την Ιταλία με ιστορικό αδύναμων νομισμάτων και μη ανταγωνιστικού εξαγωγικού κόστους (Krauss, 2006). Επίσης οι προτιμήσεις των κρατών απέναντι σε σκληρό νόμισμα εξαρτώνται και από το πόσο ανοιχτές οικονομίες είναι, με τις πιο ανοικτές να επηρεάζονται περισσότερο από το σκληρό ευρώ.

Το σκληρό νόμισμα όμως απειλεί και την εύθραυστη κατά κάποιους οικονομική ανάπτυξη της Ευρώπης. Υπάρχει η άποψη ότι η Ευρώπη θα ευνοεί το σκληρό ευρώ όσο η παγκόσμια οικονομία ανακάμπτει, μόλις όμως η αμερικανική οικονομία επιβραδυνθεί τότε το σκληρό ευρώ θα οδηγήσει σε ύφεση.

Σε αυτό το σημείο πρέπει να τονίσουμε ότι οι παραπάνω αρνητικές επιπτώσεις δεν είναι το ίδιο έντονες για όλες τις οικονομίες αλλά σημαντικό ρόλο διαδραματίζουν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε οικονομίας. Τις ιδιαιτερότητες της ευρωπαϊκής οικονομίας αναφέρουμε παρακάτω.

Οι κάτοικοι της ευρωζώνης έχουν μάθει να είναι ευαίσθητοι στις ισοτιμίες καθώς ζουν σε πολύ ανοικτές οικονομίες που εξάγουν το 50% της παραγωγής τους. Τα πράγματα όμως άλλαξαν με την δημιουργία της ευρωζώνης. Η οικονομία της ευρωζώνης είναι κλειστή διότι οι περισσότερες των εξαγωγών των κρατών μελών πάνε σε άλλα κράτη μέλη με αποτέλεσμα να μένουν ανεπηρέαστες οι χώρες και η ευρωζώνη από την ανατίμηση του ευρώ. Μόνο το 15-16% της συνολικής παραγωγής πάει σε χώρες εκτός ευρωζώνης, ποσοστό που θα μειωθεί και άλλο αν Ηνωμένο Βασίλειο και Σουηδία μπουν στην ευρωζώνη. Συνεπώς οι αρνητικές συνέπειες του σκληρού νομίσματος μετριάζονται λόγω του ότι η οικονομία της ευρωζώνης είναι σε μικρό ποσοστό ανοικτή οικονομία, γεγονός που δεν μπορεί να αγνοηθεί.

Σημαντικό είναι το γεγονός ότι η οικονομία της ευρωζώνης είναι μια οικονομία προσανατολισμένη στις υπηρεσίες. Ένα σκληρό νόμισμα εμπλουτίζει το εισόδημα των καταναλωτών κρατώντας χαμηλό το πληθωρισμό. Καθώς οι καταναλωτές ξοδεύουν το περισσότερο εισόδημα τους σε υπηρεσίες, που είναι λιγότερο εκτεθειμένες στο διεθνή ανταγωνισμό, τα κέρδη του σκληρού ευρώ υπερσκελίζουν τις βραχυπρόθεσμες απώλειες του βιομηχανικού τομέα (Chaney, 2001). Οι υπηρεσίες στην Ευρώπη έχουν μερίδιο 80% στις Ευρωπαϊκές οικονομίες από 70% που είχαν τη δεκαετία του '70. Επίσης το μερίδιο των υπηρεσιών στη συνολική πραγματική ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της ευρωζώνης είναι 71% έναντι 21% της βιομηχανίας πλην κατασκευών, 6% του κατασκευαστικού τομέα και μόλις 2% της γεωργίας-αλιείας²⁰ (ΕΚΤ, 2005).

Επίσης πρέπει οι εξαγωγείς που παραπονιούνται έντονα για το σκληρό ευρώ να αντιληφθούν την πραγματικότητα. Επιχείρηση που κερδίζει μόνο όταν το ευρώ είναι στα 0,8-0,9 δολάρια πρέπει καλύτερα να αυξήσει τη παραγωγικότητα της άμεσα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν η Γερμανία και η Ιαπωνία που παρότι είχαν από τα σκληρότερα νομίσματα κυριαρχούσαν στις εξαγωγές. Είναι η καινοτομία και η υψηλή παραγωγικότητα που κατέστησαν τις χώρες αυτές

²⁰ Βλέπε Παράρτημα 13

κυρίαρχες δυνάμεις και όχι ένα ασθενές νόμισμα. Τέλος υπάρχουν ενδείξεις ότι οι μεγάλες ευρωπαϊκές επιχειρήσεις αποδεικνύονται ελαστικές έναντι του σκληρού ευρώ.

Όσον αφορά την ανάπτυξη στην Ευρώπη φαίνεται ότι έχει προχωρήσει σε σημείο όπου οι εξαγωγές δεν είναι πλέον η μοναδική πηγή ανάπτυξης. Η πραγματική και αειφόρος ανάπτυξη δεν είναι αποτέλεσμα ενός ασθενούς νομίσματος. Αντίθετα την ανάπτυξη μπορούν να την εγγυηθούν μόνο διαρθρωτικές αλλαγές και μεταρρυθμίσεις που θα αφορούν τις ακαμψίες της αγοράς, τις δημοσιονομικές πολιτικές και τη χαμηλή παραγωγικότητα. Επίσης πρέπει να μειωθούν οι φόροι, να ενισχυθεί το επιχειρηματικό περιβάλλον και οι επενδύσεις, να χρηματοδοτηθούν η παιδεία, η έρευνα και η ανάπτυξη και να αναδιαρθρωθεί η αγορά εργασίας. Μόνο τότε θα τονωθεί πραγματικά η ανάπτυξη. Φαίνεται ότι το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο θέλει να ανταποκριθεί σε αυτές τις προκλήσεις καθώς την άνοιξη του 2005 συμφώνησε ότι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, το Συμβούλιο και τα κράτη μέλη πρέπει να επανενεργοποιήσουν τη στρατηγική της Λισσαβόνας, του φιλόδοξου μεταρρυθμιστικού προγράμματος που υιοθετήθηκε το Μάρτιο του 2000 με έμφαση στην αειφόρο ανάπτυξη και την απασχόληση. Να δούμε όμως τι λένε και οι αριθμοί για την ανάπτυξη. Η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας ξεκίνησε το γ' τρίμηνο του 2003 και τη χρονιά εκείνη η ανάπτυξη ήταν στο 0,7% σε ετήσιους ρυθμούς. Το 2004 η ανάπτυξη αυξήθηκε στο 1,8% σε ετήσιους ρυθμούς, αλλά το 2005 επιβραδύνθηκε στο 1,4% σε ετήσιους ρυθμούς κυρίως λόγω της αύξησης της τιμής του μαύρου χρυσού και της ανατίμησης του ευρώ του 2004 που σημειώνονται με χρονική υστέρηση. Όμως το 2006 η ανάπτυξη ενισχύθηκε με 0,6% σε τριμηνιαίους ρυθμούς κατά το α' τρίμηνο και 0,8% σε τριμηνιαίους ρυθμούς κατά το β' τρίμηνο, τα οποία αντιστοιχούν σε πάνω από 2% ετήσια αύξηση. Το ποσοστό αυτό αύξησης μπορεί να μην είναι μεγάλο λόγω διαφόρων παραγόντων αλλά είναι ενδεικτικό σταθερής και με γερά θεμέλια ανάπτυξης. Παρατηρούμε επομένως ότι η ανάκαμψη δεν επηρεάστηκε σημαντικά από την ανατίμηση του ευρώ αλλά

αντιθέτως ξαναβρήκε την ορμή της και δείχνει ότι εδραιποιείται και αποκτά μεσοπρόθεσμο χαρακτήρα.

Από όλα τα παραπάνω βλέπουμε ότι το σκληρό νόμισμα δεν έχει τόσο αρνητικές επιπτώσεις όσο παλαιότερα πίστευε η ΕΚΤ ίσως επηρεασμένη από τις διαμαρτυρίες του λόμπι των εξαγωγέων. Η ΕΚΤ βάζοντας στη ζυγαριά της τα οφέλη ενός σκληρού νομίσματος από τη μια και τα κόστη από την άλλη βλέπει ότι γέρνει προς τα οφέλη και για αυτό ευνοεί το σκληρό ευρώ.

Σκληρό ευρώ ή ασθενές δολάριο; Προηγουμένως είδαμε ότι το ευρώ είναι σκληρό και ότι η ΕΚΤ τηρεί θετική στάση απέναντί του. Τίθεται όμως το ερώτημα, γιατί πραγματικά το ευρώ είναι σκληρό; Κάποιος θα μπορούσε να ισχυριστεί ότι συμβαίνει διότι η ευρωπαϊκή οικονομία είναι ανώτερη της αμερικανικής και λόγω της πολιτικής της ΕΚΤ. Όμως αν συγκρίνουμε τα οικονομικά στοιχεία των δύο οικονομιών κατά την περίοδο 2002-2005 όπου και το ευρώ ανατιμήθηκε έναντι του δολαρίου θα διαπιστώσουμε ότι η παραπάνω άποψη δεν ευσταθή²¹. Σε όρους ανάπτυξης του πραγματικού ΑΕΠ οι ΗΠΑ σημειώνει καλύτερες επιδόσεις σε σχέση με την ευρωζώνη με μέση ετήσια αύξηση 3,025% έναντι 1,25% της ευρωζώνης. Το ίδιο συμβαίνει και στην παραγωγικότητα εργασίας με τις ΗΠΑ να σημειώνουν μέση ετήσια αύξηση 2,925% έναντι 0,575% της ευρωζώνης. Η ανεργία ήταν μικρότερη στις ΗΠΑ με 5,766% έναντι 8,633% στην ευρωζώνη. Η ευρωζώνη σημείωσε πλεονάσματα στο ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών σε αντίθεση με τις ΗΠΑ που σημείωσαν ελλείμματα. Ο μέσος πληθωρισμός ήταν ελάχιστα υψηλότερος στις ΗΠΑ με 2,5% έναντι 2,175% στην ευρωζώνη. Τέλος τα βραχυπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια ήταν υψηλότερα στην ευρωζώνη με 2,475% έναντι 2,025% αλλά η υποτίμηση του δολαρίου θα αντιστάθμιζε οποιαδήποτε διαφορά επιτοκίων (Hubner, 2006). Εν συντομία, σύμφωνα με τα οικονομικά στοιχεία των δύο οικονομιών δεν μπορεί να στοιχειοθετηθεί η τόσο έντονη ανατίμηση του ευρώ ούτε ο ισχυρισμός ότι το ευρώ είναι πιο ανταγωνιστικό από το δολάριο.

²¹ Βλέπε Παράρτημα 14

Η ΕΚΤ μάλλον αποδέχθηκε το σκληρό ευρώ ως δώρο που προσπαθεί να αξιοποιήσει, παρά είναι δικό της δημιούργημα. Σίγουρα η σταθερή οικονομική ανάπτυξη στην ευρωζώνη και η εδραιοποίηση του ευρώ ως αξιόπιστο νόμισμα συνέδραμαν στο να γίνει το ευρώ σκληρό αλλά κυρίως η ανατίμηση του αντικατοπτρίζει τις αλλαγές της οικονομικής πολιτικής των ΗΠΑ. Το ευρώ δηλαδή είναι σκληρό επειδή το δολάριο είναι ασθενές. Γιατί όμως το δολάριο είναι ασθενές;

Η ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου είναι αποτέλεσμα κυρίως των 'δίδυμων' ελλειμμάτων της αμερικανικής οικονομίας. Κύρια αιτία της συνεχούς διολίσθησης του δολαρίου εκτιμάται ότι είναι η ολοένα και μεγαλύτερη έμφαση που αποδίδουν οι διεθνείς αγορές στους κινδύνους που εγκυμονεί το πολύ υψηλό και συνεχώς διευρυμένο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ, το οποίο συνδέεται και με το πολύ υψηλό δημοσιονομικό έλλειμμα των ΗΠΑ και την εξαιρετικά χαμηλή αποταμίευση των νοικοκυριών.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ έχει συγκεντρώσει τα τελευταία έτη την προσοχή κυβερνήσεων, κεντρικών τραπεζών, οικονομικών αναλυτών και αγορών λόγω των κινδύνων που εγκυμονεί για την παγκόσμια οικονομία. Το μέγεθος και η αυξητική τάση του ελλείμματος έχουν προκαλέσει ανησυχίες για την διατηρησιμότητά του επομένως για το ενδεχόμενο απότομης και μη ομαλής διόρθωσης του, με δυσμενείς επιπτώσεις για τη παγκόσμια οικονομία. Υπάρχει το ενδεχόμενο απότομης μείωσης της εισροής κεφαλαίων στις ΗΠΑ για τη χρηματοδότηση του ελλείμματος, μεγαλύτερης περαιτέρω υποτίμησης του δολαρίου, αύξησης των επιτοκίων και μείωσης της εγχώριας ζήτησης στις ΗΠΑ, των οποίων οι εισαγωγές έχουν στηρίξει σημαντικά τη ραγδαία άνοδο της παγκόσμιας οικονομίας τα τελευταία έτη.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών το 2002 σημείωσε έλλειμμα 473,9 δις δολαρίων και συνέχισε να αυξάνεται σκαρφαλώνοντας το 2005 στο ιστορικό υψηλό των 791,5 δις δολαρίων ή 6,4% του ΑΕΠ(υπολογίζεται ότι το 5% είναι το ανώτατο όριο μιας αξιόπιστης οικονομίας). Στο ίδιο πλαίσιο το εμπορικό ισοζύγιο

το 2005 σημειώνει έλλειμμα 63,96 δις δολαρίων. Επίσης το σύνολο των ακαθάριστων εξωτερικών υποχρεώσεων των ΗΠΑ στο τέλος του 2003 ανερχόταν στο 95% του ΑΕΠ ενώ το σύνολο των καθαρών εξωτερικών υποχρεώσεων στο 25% του ΑΕΠ. Η συνεχής αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ παρά τη σημαντική υποτίμηση του δολαρίου τα τελευταία τρία έτη αντανακλά την έντονη ανισορροπία μεταξύ εγχώριας αποταμίευσης και επένδυσης στις ΗΠΑ και αποδίδεται σε συνδυασμό παραγόντων, η εξέλιξη των οποίων υπόκειται σε σημαντική αβεβαιότητα. Οι παράγοντες αυτοί είναι οι ακόλουθοι:

- Η αποταμίευση των νοικοκυριών στις ΗΠΑ είναι εξαιρετικά χαμηλή και μειώνεται συνεχώς, αντανακλώντας εν μέρει τα πολύ χαμηλά επιτόκια, τα οποία ενθαρρύνουν το δανεισμό για καταναλωτικού σκοπούς και έχουν συμβάλει σε μεγάλη αύξηση των τιμών των κατοικιών.
- Η δημοσιονομική πολιτική ήταν πολύ επεκτατική τα τελευταία έτη, όπως δείχνει και το έλλειμμα στον ομοσπονδιακό προϋπολογισμό των ΗΠΑ που το 2004 έφθασε τα 413\$ δις ενώ μόλις 4 χρόνια πριν υπήρχε πλεόνασμα της τάξεως των 200\$ δις.
- Είναι περιορισμένη η μετακύλιση (pass-through) της υποτίμησης του δολαρίου στις εγχώριες τιμές των ΗΠΑ εξηγώντας έτσι τη συνεχόμενη υψηλή ζήτηση εισαγωγών στις ΗΠΑ. Σύμφωνα όμως με το πρώην πρόεδρο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας κ. Greenspan υπάρχει το ενδεχόμενο η μετακύλιση της υποτίμησης του δολαρίου και συνακόλουθα η μείωση των εισαγωγών στις ΗΠΑ να παρατηρηθούν με χρονική υστέρηση η οποία κατά κάποιους μπορεί να φτάσει και τα δύο χρόνια (Τράπεζα της Ελλάδος, 2005).

Τα αίτια της παγκόσμιας ανισορροπίας μπορούν να αναζητηθούν και σε άλλες οικονομίες καθώς το έλλειμμα των ΗΠΑ συνεπάγεται και πλεονάσματα για άλλες οικονομίες. Αυτές είναι οι αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες όπως η Κίνα, άλλες χώρες της Ν.Α. Ασίας και η Ιαπωνία που διατηρούν

πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και συσσωρεύουν απαιτήσεις έναντι των ΗΠΑ.

Λόγω των ελλειμμάτων οι ανάγκες εξωτερικής χρηματοδότησης των ΗΠΑ είναι τεράστιες. Η χρηματοδότηση του διευρυνόμενου ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στις ΗΠΑ εξασφαλίστηκε επί σειρά ετών, όταν το έλλειμμα ήταν χαμηλό και κυρίως αντανακλούσε υψηλό επίπεδο επενδύσεων, με τη καθαρή εισροή ιδιωτικών κεφαλαίων, κυρίως με τη μορφή ξένων άμεσων επενδύσεων και επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Όμως κατά τα τελευταία έτη, όπου και το έλλειμμα έχει αυξηθεί σημαντικά και αντανακλά το δημοσιονομικό έλλειμμα και τη χαμηλή αποταμίευση των νοικοκυριών, η χρηματοδότηση αυτή βασίστηκε λιγότερο σε ιδιωτικά κεφάλαια, εν μέρει ενόψει του αυξημένου συναλλαγματικού κινδύνου για τις τοποθετήσεις σε δολάρια, και περισσότερο στην αύξηση των επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων των κεντρικών τραπεζών, κυρίως χωρών της Ν.Α. Ασίας. Η πολιτική της σύνδεσης των νομισμάτων κάποιων κρατών της Ν.Α. Ασίας με το δολάριο μέσω παρεμβάσεων στις αγορές συναλλάγματος οδήγησε στη συσσώρευση πολύ υψηλών συναλλαγματικών διαθεσίμων η οποία χαρακτηρίζεται υπερβολική (στην Κίνα από το 2001 ως το 2004 τα συναλλαγματικά διαθέσιμα σχεδόν τριπλασιάστηκαν φθάνοντας τα 615 δις δολ.).

Όμως η υποτίμηση του δολαρίου δεν είναι αποτέλεσμα μόνο των πιέσεων που ασκήθηκαν από τις αγορές συναλλάγματος. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι είναι και αποτέλεσμα των αποφάσεων των ιθυνόντων της αμερικανικής οικονομικής πολιτικής για πολιτική ελεγχόμενης υποτίμησης του δολαρίου. Η υποτίμηση του δολαρίου μπορεί να βοηθήσει να μειωθεί το αμερικανικό εμπορικό έλλειμμα αυξάνοντας τις τιμές των εισαγωγών εγχώρια και μειώνοντας τις τιμές των εξαγωγών στο εξωτερικό καθιστώντας τις πιο ανταγωνιστικές για τις άλλες χώρες. Αυτό θα βελτιώσει τις ανισορροπίες της οικονομίας των ΗΠΑ.

Βλέποντας το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ να αυξάνεται δραματικά στις 24 Σεπτεμβρίου του 2002 πραγματοποιήθηκε σύσκεψη του

Αμερικανικού Ινστιτούτου. Σκοπός ήταν να διορθωθεί η θέση του δολαρίου σε σχέση με τα άλλα νομίσματα και να προωθηθούν οι αναγκαίες ρυθμιστικές διαδικασίες. Επειδή υπήρχαν στοιχεία ότι το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών θα συνεχίσει να αυξάνεται τα επόμενα χρόνια αποφασίστηκε να υποτιμηθεί το δολάριο ώστε να επιτευχθεί μια υποφερτή σχέση εθνικού νομίσματος και ελλείμματος. Υπήρχαν δύο πλεονεκτήματα της αμερικανικής οικονομίας που ευνοούσαν την απόφαση υποτίμησης. Το πρώτο ήταν ότι λόγω της ‘χαλαρότητας’ της αμερικανικής οικονομίας μια υποτίμηση του δολαρίου δεν θα είχε ιδιαίτερη επίδραση στο πληθωρισμό και τα επιτόκια. Το δεύτερο ήταν ότι λόγω της καλύτερης απόδοσης της αμερικανικής οικονομίας έναντι των άλλων βιομηχανικών χωρών δεν θα υπήρχε διαρροή κεφαλαίων από τις ΗΠΑ, γεγονός που θα οδηγούσε σε καταστροφική υποτίμηση του δολαρίου και σε υπερχρέωση των ΗΠΑ.

Διαφωνίες υπήρξαν ως προς το μέγεθος της υποτίμησης. Το πιθανό εύρος ήταν 10%-25% με τους περισσότερους να συγκλίνουν στο 20%. Το μέγεθος της υποτίμησης είχε να κάνει με το πιο ποσοστό επιθυμούν οι ιθύνοντες να βρίσκεται το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών με τις απόψεις να ποικίλουν από 2% ως 4% του ΑΕΠ. Η υποτίμηση που τελικά ακολούθησε τη σύσκεψη ήταν βαθμιαία, κανονική και σύμφωνη με την οικονομική ανάκαμψη σε ΗΠΑ και υπόλοιπο κόσμο. Μετά τη σύσκεψη και ως τις αρχές του 2004 η υποτίμηση της μέσης πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του δολαρίου ανήλθε στο 15%, ενώ η υποτίμηση του δολαρίου έναντι του ευρώ έφθασε στο 33%.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σταθεροποιήθηκε μες το 2003 παρόλο που η οικονομική ανάπτυξη που υπήρχε αυξάνει τις ανισορροπίες. Όμως το 2004 ξανάρχισε να αυξάνεται με προοπτικές το 2010 να προσεγγίσει το 10% του ΑΕΠ. Το γεγονός αυτό οδήγησε σε μια νέα σύσκεψη στις του Αμερικανικού Ινστιτούτου στην Ουάσιγκτον στις 25 Μαΐου του 2004 που ήταν συνέχεια της προηγούμενης. Από τους περισσότερους ιθύνοντες υποστηρίχθηκε ότι πρέπει να ακολουθήσει αξιοσημείωτη υποτίμηση του

δολαρίου. Βέβαια πάλι υπάρχουν διαφωνίες ως προς το μέγεθος της υποτίμησης, κάποιοι ισχυρίζονται ότι πρέπει να υποτιμηθεί 20% και να παραμείνει μετά σταθερό ενώ κάποιοι άλλοι ισχυρίζονται ότι μετά την πρώτη υποτίμηση με 20% θα πρέπει να υποτιμάται το δολάριο 10% κάθε χρόνο.

Υπάρχει όμως η ανάγκη και οι άλλες χώρες να δεχθούν να ανατιμήσουν τα νομίσματα τους έναντι του δολαρίου. Η έλλειψη ευελιξίας στις συναλλαγματικές ισοτιμίας των χωρών της Ν.Α. Ασίας συνεπάγεται ότι το ευρώ κυρίως, όπως και άλλα ελευθέρως κυμαινόμενα νομίσματα, επωμίζεται δυσανάλογο βάρος της υποτίμησης του δολαρίου και των συναλλαγματικών προσαρμογών που επιβάλλουν οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, με αποτέλεσμα να ανατιμάται σημαντικά έναντι του δολαρίου. Επομένως είναι καταφανέστατο ότι το ευρώ είναι σκληρό διότι αντικατοπτρίζει το γεγονός ότι το δολάριο είναι ασθενές για τους λόγους που μόλις αναλύσαμε. Η ελεύθερη κυμαινόμενη ισοτιμία του ευρώ/δολαρίου σε συνδυασμό με την θετική στάση της ΕΚΤ υπέρ του σκληρού ευρώ συνέδραμαν αποφασιστικά ώστε το ευρώ να ανατιμηθεί σημαντικά έναντι του δολαρίου. Μερική συνεισφορά στην υποτίμηση του δολαρίου έχουν και οι χαμηλές αποδόσεις των αμερικανικών καταθέσεων σε δολάρια και των αμερικανικών κρατικών ομολόγων που είναι το πολύ 1,25% έναντι του 2,5% των ευρωπαϊκών επιτοκίων, μη ανταμείβοντας έτσι ούτε το πληθωρισμό.

Όσοι Αμερικανοί οικονομολόγοι ευελπιστούσαν ότι η υποτίμηση του δολαρίου θα ήταν ικανή από μόνη της να διορθώσει τα τεράστια ελλείμματα φαίνεται να διαψεύδονται καθώς παρά τη σημαντική υποτίμηση του δολαρίου τα τελευταία χρόνια το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αυξάνεται διαρκώς. Το έλλειμμα αυτό αντανακλά υστέρηση της εγχώριας αποταμίευσης έναντι των εγχώριων επενδύσεων, με αποτέλεσμα η χρηματοδότηση του ελλείμματος να συμπληρώνεται με την εισροή πόρων από το εξωτερικό. Για να μειωθεί το έλλειμμα απαιτούνται προσαρμογές τόσο της συναλλαγματικής ισοτιμίας όσο και της εγχώριας ζήτησης στις ΗΠΑ (μείωσή της σε σχέση με την εγχώρια παραγωγή). Επομένως οι ΗΠΑ θα πρέπει να χρησιμοποιήσουν κατά

προτεραιότητα τη δημοσιονομική και νομισματική πολιτική, που έχουν περισσότερο άμεσο έλεγχο, για τη μείωση των ελλειμμάτων και την αύξηση της εγχώριας αποταμίευσης ώστε να διατηρηθεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών ότι το εξωτερικό έλλειμμα βρίσκεται σε διατηρήσιμη τροχιά. Μια μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στο 3% του ΑΕΠ κρίνεται ικανοποιητική, αν ληφθούν υπόψη η παρατηρούμενη αύξηση της παραγωγικότητας στην οικονομία των ΗΠΑ και η αυτόνομη εισροή κεφαλαίων.

Παρά το γεγονός ότι οι ΗΠΑ επωμίζονται το κύριο βάρος της διόρθωσης των παγκόσμιων μακροοικονομικών ανισορροπιών, προσαρμογές της πολιτικής των άλλων μεγάλων οικονομιών που αντιμετωπίζουν σημαντικές ανισορροπίες ή δυσκαμψίες είναι επίσης απαραίτητες, ώστε να επιτευχθεί ομαλή αντιμετώπιση των ανισορροπιών και να αποφευχθούν βίαιες και μη ελεγχόμενες προσαρμογές μέσω των αγορών. Οι Υπουργοί Οικονομικών και οι Διοικητές των Κεντρικών Τραπεζών της Ομάδας των 7 (G-7) κατά τις συναντήσεις τους σε Φλόριντα, Λονδίνο και Ουάσιγκτον κατά το 2004 και 2005 επισήμαναν ότι “είναι επιθυμητή μεγαλύτερη ευελιξία στις τιμές συναλλάγματος των νομισμάτων χωρών και οικονομικών περιοχών οι οποίες χαρακτηρίζονται από ανεπαρκή ευελιξία” (Τράπεζα της Ελλάδος, 2005). Οι αναγκαίες προσαρμογές στη ζώνη του ευρώ και την Ιαπωνία αφορούν κυρίως την προώθηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων οι οποίες θα προσδώσουν δυναμισμό στις αντίστοιχες οικονομίες, θα ενισχύσουν την εγχώρια ζήτηση και έτσι θα συμβάλουν στη διόρθωση των παγκόσμιων μακροοικονομικών ανισορροπιών.

Πρέπει να σημειώσουμε ότι μια μερίδα οικονομολόγων πιστεύει ότι η περαιτέρω υποτίμηση του δολαρίου θα αποβεί επιζήμια για την αμερικανική οικονομία. Το προνόμιο της Αμερικής να εκδίδει το νόμισμα συναλλαγματικού αποθέματος του κόσμου, ένα προνόμιο που τώρα κινδυνεύει, επιτρέπει στην Αμερική να δανείζεται φθηνά, και έτσι να ξοδεύει παραπάνω από όσα κερδίζει, σε πολύ καλύτερους όρους σε σχέση με τις άλλες χώρες. Είναι σαν να υπογράφεις επιταγές που είναι αποδεκτές σαν πληρωμή αλλά ποτέ δεν εξαργυρώνονται.

Σύμφωνα με την άποψη αυτή οι ΗΠΑ με την συνεχή υποτίμηση του δολαρίου κινδυνεύει να χάσει το προνόμιο αυτό που κατέχει. Αν οι ΗΠΑ απωλέσουν το υπάρχον καθεστώς που υπάρχει στα συναλλαγματικά διαθέσιμα οι δανειστές των ΗΠΑ θα αρχίσουν να εξαργυρώνουν τις ‘επιταγές’ τους με αποτέλεσμα το δολάριο να κατακυλά συνεχώς. Όλα αυτά θα οδηγήσουν σε βαθιά κρίση και ίσως οι ΗΠΑ αρχίσουν να χάνουν την ηγετική τους θέση. Αν το απαισιόδοξο για τις ΗΠΑ αυτό σενάριο επαληθευθεί το ευρώ και το γιεν θα βγουν κερδισμένα καθώς σε αυτά θα στραφεί ο κόσμος ως νομίσματα συναλλαγματικών διαθεσίμων.

2.4 Η Συναλλαγματική πολιτική των νέων κρατών-μελών της Ε.Ε.

Η μελέτη πάνω στην συναλλαγματική πολιτική της ΕΚΤ δεν μπορεί να θεωρηθεί ολοκληρωμένη αν δεν γίνει αναφορά στην συναλλαγματική πολιτική των υπολοίπων 13 κρατών μελών της Ε.Ε. που βρίσκονται εκτός ευρωζώνης. Δέκα από αυτά τα κράτη είναι νέα στην Ε.Ε. και ανάμεσα στις εθνικές κεντρικές τράπεζές τους και στην ΕΚΤ έχουν δημιουργηθεί ιδιαίτερες και στενές σχέσεις συνεργασίας. Καθώς τα νέα αυτά κράτη μέλη πρόκειται να γίνουν μέλη της ΟΝΕ δεν μπορεί να αγνοηθεί η συναλλαγματική τους πολιτική στη παρούσα εργασία.

2.4.1. Τα νέα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Την 1η Μάη του 2004 δέκα κράτη έγιναν τα νέα μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι Κύπρος, Τσεχία, Εσθονία, Ουγγαρία, Λετονία, Λιθουανία, Μάλτα, Πολωνία, Σλοβακία και Σλοβενία εισήλθαν στην Ε.Ε. Οι χώρες αυτές έχουν κάποια κοινά στοιχεία. Είχαν κοινή αφετηρία καθώς ήταν πρώην κομμουνιστικά καθεστώτα που ξεκίνησαν την μεταβατική διαδικασία το 1989. Επίσης αντιμετώπισαν παρόμοιες αλλαγές την προηγούμενη δεκαετία καθώς αντιμετώπισαν την ανάγκη μακροοικονομικής σταθερότητας, μετάβασης από την

ελεγχόμενη οικονομία σε οικονομία της αγοράς και συμμόρφωση με τις απαιτήσεις της Ε.Ε. Ακόμα είχαν κοινό στόχο, την είσοδο στην Ε.Ε. και στην Ο.Ν.Ε. με τελικό στάδιο την υιοθέτηση του ευρώ.

Επίσης η Βουλγαρία και η Ρουμανία, τις οποίες κατόπιν αναφέρουμε, ξεκίνησαν μαζί με τις προηγούμενες χώρες τις ενταξιακές διαπραγματεύσεις αλλά ακόμα δεν έγιναν μέλη της Ε.Ε., ενώ η Τουρκία και η Κροατία μόλις τον προηγούμενο Οκτώβρη ξεκίνησαν τις ενταξιακές διαπραγματεύσεις (για το λόγο αυτό δεν τις αναφέρουμε παρακάτω).

Όσον αφορά την συναλλαγματική τους πολιτική, ομοιότητες υπάρχουν κυρίως κατά την αφετηρία και κατά το τέλος της μεταβατικής διαδικασίας. Στην αφετηρία υιοθέτησαν οι περισσότερες χώρες σταθερό συναλλαγματικό καθεστώς ενώ κατά το τέλος στοχεύουν στην σταθεροποίηση των νομισμάτων τους έναντι του ευρώ και τελικώς στην υιοθέτηση του. Είναι κοινή για όλα τα κράτη η διαδοχή τριών διαφορετικών σταδίων, είσοδος στην Ε.Ε., συμμετοχή στο ΜΣΙ ΙΙ και τέλος υιοθέτηση του ευρώ.

Τέλος αξίζει να αναφερθεί ότι ο ρόλος του ευρώ στα κράτη αυτά αυξανόταν διαρκώς καθώς γίνεται το κύριο νόμισμα αναφοράς.

2.4.2 Η Συναλλαγματική Πολιτική των νέων κρατών μελών κατά την διάρκεια των τριών φάσεων

Τα νέα κράτη μέλη της Ε.Ε. υιοθέτησαν διαφορετικές συναλλαγματικές και νομισματικές στρατηγικές από της αρχές του '90 ως σήμερα, κάποιες χώρες μάλιστα άλλαξαν στην πορεία την στρατηγική τους. Στη συνέχεια θα κάνουμε μια επισκόπηση των υιοθετημένων συναλλαγματικών στρατηγικών στις τρεις διαφορετικές φάσεις της διαδικασίας μετάβασης. Οι τρεις φάσεις είναι διαδοχικά: Φάση Σταθεροποίησης (1990-1994), Φάση Μετάβασης (1995-2000) και Φάση Εισόδου (2001-υιοθέτηση του ευρώ) (Nerlich, 2002).

Φάση Σταθεροποίησης. Τα περισσότερα κράτη κατά την έναρξη της διαδικασίας μετάβασης το 1989 αντιμετώπιζαν νομισματική απειλή και πολύ

υψηλό πληθωρισμό (μ.ο. 300%) λόγω των συνεχών υποτιμήσεων των νομισμάτων τους, του μεγάλου εύρους τιμών, της απελευθέρωσης του εμπορίου και των αυξανόμενων δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Επίσης παρουσίασαν και μεγάλη πτώση των εξαγωγών. Συνεπώς είχαν ανάγκη μιας αξιόπιστης 'άγκυρας' για να σταθεροποιήσουν τις οικονομίες τους. Στις περισσότερες χώρες μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία αποτελούσε την εξωτερική άγκυρα που θα δάμαζε τον πληθωρισμό και θα μείωνε τα αποπληθωριστικά κόστη. Οι χώρες της Βαλτικής και η Πολωνία που αντιμετώπιζαν υψηλό πληθωρισμό υιοθέτησαν σταθερό καθεστώς που τις βοηθούσε και να ξεπεράσουν τα προβλήματα που είχαν ως υπό ανάπτυξη αγορές διεθνούς συναλλάγματος και την έλλειψη εμπειρίας κεντρικών τραπεζών. Επίσης το γεγονός ότι οι περισσότερες χώρες ήταν μικρές ανοικτές οικονομίες όπου η συναλλαγματική ισοτιμία διαδραματίζει βασικό ρόλο στην αποπληθωριστική διαδικασία συνετέλεσε στην υιοθέτηση σταθερού καθεστώτος. Συνολικά οι χώρες που ακολούθησαν σταθερό καθεστώς ισοτιμιών ήταν οι : Εσθονία, Λιθουανία, Λετονία, Πολωνία, Σλοβακία, Ουγγαρία, Τσεχία και Μάλτα.

Υπήρχαν κάποιες διαφορές στα σταθερά καθεστάτα καθώς αυτά ποίκιλλαν²². Στις περισσότερες περιπτώσεις τα καθεστάτα στηρίζονταν πάνω σε καλάθια νομισμάτων με κύριο νόμισμα το δολάριο με εξαίρεση την Κύπρο (που είχε ενδιάμεσο καθεστώς) και την Εσθονία που στηρίζονταν στο ECU και στο μάρκο αντίστοιχα.

Αξίζει να σημειωθεί ότι τρεις χώρες (Βουλγαρία, Σλοβενία και Ρουμανία) υιοθέτησαν καθεστώς εύκαμπτων συναλλαγματικών ισοτιμιών κυρίως διότι δεν είχαν επαρκή διεθνή αποθέματα για να στηρίξουν ένα σταθερό καθεστώς.

Μεταβατική Φάση. Στα μέσα του '90 η πραγματική ανάπτυξη είχε επιτευχθεί σχεδόν σε όλα τα υποψήφια κράτη-μέλη, ενώ η πλήρης ανάκαμψη των αρχικών απωλειών των εξαγωγών δεν είχε ακόμα επιτευχθεί. Εντυπωσιακή ήταν η πρόοδος στον πληθωρισμό που μειώθηκε κατά μ.ο. στο 25%. Οπότε η σταθεροποίηση της οικονομίας μέσω εξωτερικής άγκυρας έγινε λιγότερο επιβεβλημένη και έτσι

²² Τα καθεστάτα περιλάμβαναν: currency board arrangements, conventional pegs, narrow bands

μερικά κράτη βαθμιαία υιοθέτησαν πιο εύκαμπτα συναλλαγματικά καθεστώτα. Τα σταθερά καθεστώτα καθιστούσαν δύσκολη τη περαιτέρω μείωση του πληθωρισμού που χρειαζόταν για να διατηρήσουν τα κράτη την εξωτερική τους ανταγωνιστικότητα. Επίσης λόγω της οικονομικής βελτίωσης σημειώθηκε στα κράτη μεγάλη εισροή κεφαλαίων που κατέστησε αναγκαία την επιβολή ρυθμίσεων στα υπάρχοντα συναλλαγματικά καθεστώτα .

Ως αποτέλεσμα των παραπάνω εξελίξεων μερικές χώρες βαθμιαία κινήθηκαν σε από τα καθεστώτα σταθερών ισοτιμιών σε πιο εύκαμπτα καθεστώτα. Έτσι η Τσεχία η Πολωνία και η Σλοβακία κινήθηκαν σε καθεστώτα κυμαινόμενης ισοτιμίας αφού πρώτα υιοθέτησαν ενδιάμεσα καθεστώτα ενώ η Ουγγαρία κινήθηκε σε ενδιάμεσο καθεστώς. Οι υπόλοιπες χώρες διατήρησαν σε γενικές γραμμές τα καθεστώτα της προηγούμενης φάσεως εκτός από την Βουλγαρία που αποτέλεσε την εξαίρεση καθώς από εύκαμπτο καθεστώς πήγε σε σταθερό μετά από την νομισματική της κρίση του 1998.

Φάση Εισόδου. Καθώς η διαδικασία μετάβασης δεν έχει ολοκληρωθεί και οι υποψήφιες χώρες πρέπει να μπουν στην ευρωζώνη, η κύρια κατευθυντήρια δύναμη για αλλαγές του συναλλαγματικού καθεστώτος στη Φάση της Εισόδου σχετίζεται με την προοπτική της συμμετοχής των χωρών στην Ο.Ν.Ε. ως πλήρη μέλη. Για να υιοθετήσουν το ευρώ ,οι υποψήφιες χώρες, πρέπει αφού ενταχθούν στην Ε.Ε.(γεγονός που έγινε την 1^η Μαΐου 2004) να προσχωρήσουν στο ΜΣΙ ΙΙ (Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών) τουλάχιστον για 2 έτη και να ευθυγραμμίσουν την νομισματική και συναλλαγματική τους πολιτική με τις απαιτήσεις του ΜΣΙ ΙΙ. Η παραπάνω κίνηση είναι στα πλαίσια των εξελίξεων του οικονομικού περιβάλλοντος, καθώς οι οικονομικές πολιτικές και δομές των υποψηφίων κρατών πρόκειται να προσανατολίζονται διαρκώς και περισσότερο προς την ευρωζώνη.

Εν συνεχεία θα αναφέρουμε τι είναι ο ΜΣΙ ΙΙ και τι περιλαμβάνει.

2.4.3 Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών II

Τι είναι; Ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ERM) ήταν ένα σύστημα που δημιουργήθηκε από την Ευρωπαϊκή Κοινότητα το Μάρτιο του 1979, ως κομμάτι του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος (EMS). Στόχος του ήταν να μειώσει την αστάθεια των συναλλαγματικών ισοτιμιών και να επιτύχει νομισματική σταθερότητα στη Ευρώπη ώστε να προετοιμάσει την Οικονομική και Νομισματική Ένωση και την εισαγωγή ενός αποκλειστικού νομίσματος, του ευρώ που θα λάμβανε χώρα την 1 Ιανουαρίου του 1999.

Ο ΜΣΙ βασίστηκε στην ιδέα των σταθερών ορίων εντός των οποίων θα κινείται η συναλλαγματική ισοτιμία. Πριν την εισαγωγή του ευρώ οι ισοτιμίες βασίζονταν στο ECU την ευρωπαϊκή μονάδα μέτρησης, του οποίου η αξία προσδιοριζόταν σαν ένας σταθμισμένος μέσος όρος των συμμετεχόντων νομισμάτων.

Το 1999 ο ΜΣΙ II αντικατέστησε το ΜΣΙ. Το Ελληνικό και το Δανέζικο νόμισμα ήταν μέλη του συστήματος αλλά καθώς η Ελλάδα εισήγαγε το ευρώ το 2001 η Δανέζικη κορώνα έμεινε το μόνο ενεργό μέλος.

Τι περιλαμβάνει; Στις 1 Σεπτέμβρη του 1998 επικυρώθηκε συμφωνία ανάμεσα στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και στις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών μελών εκτός ζώνης ευρώ για την θέσπιση των λειτουργικών διαδικασιών του ΜΣΙ κατά το τρίτο στάδιο της οικονομικής και νομισματικής ολοκλήρωσης. Η συμφωνία στη συνέχεια τροποποιήθηκε τρεις φορές και στις 16 Μαρτίου του 2006 αντικαταστάθηκε από νέα συμφωνία, τα βασικότερα σημεία της οποίας αναφέρουμε παρακάτω και έχει ισχύ από την 1^η Απριλίου 2006.

Το ΜΣΙ II βοηθά ώστε τα κράτη μέλη εκτός ζώνης ευρώ που συμμετέχουν στο ΜΣΙ II να ακολουθούν πολιτική σταθερότητας και να ενισχύουν τη σύγκλιση επικουρώντας τα έτσι στην προσπάθειά τους να υιοθετήσουν το ευρώ. Η συμμετοχή των κρατών στο ΜΣΙ II είναι προαιρετική αν και αναμένεται τα κράτη υπέρ των οποίων ισχύει η παρέκκλιση να συμμετάσχουν στο μηχανισμό. Τα κράτη μέλη μπορούν εναλλακτικά να συμμετάσχουν αργότερα και όχι εξαρχής.

Το ΜΣΙ ΙΙ λειτουργεί χωρίς να θίγει το πρωταρχικό στόχο της ΕΚΤ και των εθνικών τραπεζών εκτός ζώνης ευρώ, τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών δηλαδή.

Για κάθε νόμισμα των κρατών μελών εκτός ζώνης ευρώ που συμμετέχουν στο ΜΣΙ ΙΙ καθορίζεται μια κεντρική ισοτιμία έναντι του ευρώ. Προβλέπεται δε κανονικό περιθώριο διακύμανσης +/- 15% γύρω από την κεντρική ισοτιμία (Official Journal of the EU, 2006).

Η παρέμβαση πραγματοποιείται σε ευρώ και στα συμμετέχοντα στο ΜΣΙ ΙΙ νομίσματα εκτός ζώνης ευρώ. Η ΕΚΤ και οι συμμετέχουσες εθνικές τράπεζες εκτός ζώνης ευρώ αλληλοενημερώνονται για κάθε παρέμβαση σε συνάλλαγμα για να διαφυλαχθεί η συνοχή του ΜΣΙ ΙΙ. Η παρέμβαση στα όρια του περιθωρίου διακύμανσης είναι κατ' αρχήν αυτόματη και απεριόριστη αλλά μπορεί να διακοπεί αν αντίκειται στο πρωταρχικό στόχο της διατήρησης σταθερότητας των τιμών. Στη περίπτωση παρέμβασης όταν η ισοτιμία φτάσει στα όρια του περιθωρίου διακύμανσης, εφαρμόζεται η διαδικασία της 'μιας πληρωμής μετά την άλλη'²³. Επίσης η ΕΚΤ και οι συμμετέχουσες ΕθνΚΤ εκτός ζώνης ευρώ μπορούν να συμφωνήσουν την διεξαγωγή συντονισμένης παρέμβασης στα όρια του περιθωρίου διακύμανσης.

Για τους σκοπούς της παρέμβασης σε ευρώ και σε συμμετέχοντα νομίσματα εκτός ζώνης ευρώ η ΕΚΤ και κάθε συμμετέχουσα ΕθνΚΤ εκτός ζώνης ευρώ παρέχουν σε αμοιβαία βάση εξαιρετικά βραχυπρόθεσμες πιστωτικές διευκολύνσεις με αρχική διάρκεια τριών μηνών. Αυτές οι χρηματοδοτικές πράξεις λαμβάνουν τη μορφή άμεσων (spot) πωλήσεων και αγορών συμμετεχόντων νομισμάτων δημιουργώντας μεταξύ της ΕΚΤ και των συμμετεχόντων ΕθνΚΤ εκτός ζώνης ευρώ αντίστοιχες απαιτήσεις και υποχρεώσεις εκφρασμένες στο νόμισμα του πιστωτή. Η χρηματοδότηση είναι καταρχήν αυτομάτως διαθέσιμη και κατ' ύψος απεριόριστη, ενώ η χρεώστρια κεντρική τράπεζα προσφεύγει σε αυτή αφού χρησιμοποιήσει δεόντως τα συναλλαγματικά της διαθέσιμα. Ακόμα η

²³ Payment after payment procedure, βλέπε Παράρτημα 15

αρχική διάρκεια της χρηματοδοτικής πράξης μπορεί να παραταθεί αυτομάτως μια φορά για μέγιστη περίοδο τριών μηνών.

Η συνεργασία μεταξύ των συμμετεχόντων ΕθνΚΤ εκτός ζώνης ευρώ και της ΕΚΤ μπορεί να ενισχυθεί περαιτέρω σε θέματα πολιτικής συναλλαγματικών ισοτιμιών. Συγκεκριμένα μπορούν να συνομολογήσουν στενότερους δεσμούς σε θέματα συναλλαγματικών ισοτιμιών όπως περιθώρια διακύμανσης με εύρος μικρότερο του κανονικού(15%).

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ παρακολουθεί τη λειτουργία του ΜΣΙ ΙΙ και ενεργεί ως φορέας συντονισμού της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής, καθώς και ως φορέας διαχείρισης του μηχανισμού παρέμβασης και χρηματοδότησης που περιγράφεται στη συμφωνία. Επίσης παρακολουθεί συνεχώς τη βιωσιμότητα των διμερών σχέσεων συναλλαγματικής ισοτιμίας μεταξύ των συμμετεχόντων νομισμάτων εκτός ευρωζώνης και του ευρώ.

Όλα τα συμβαλλόμενα μέρη της αμοιβαίας αυτής συμφωνίας έχουν το δικαίωμα να κινήσουν εμπιστευτική διαδικασία επανεξέτασης των κεντρικών ισοτιμιών. Τέλος οι ΕθνΚΤ εκτός ευρωζώνης που δε συμμετέχουν στο ΜΣΙ ΙΙ συνεργάζονται με την ΕΚΤ και τις συμμετέχουσες ΕθνΚΤ εκτός ευρωζώνης στο πλαίσιο της διαδικασίας συντονισμού και ανταλλαγής πληροφοριών που απαιτούνται για την ορθή λειτουργία του ΜΣΙ ΙΙ.

2.4.4 Η πολιτική των νέων κρατών μελών σε σχέση με το ΜΣΙ ΙΙ και το ευρώ

Με την είσοδο των νέων κρατών μελών στις 1 Μαΐου του 2004 στην Ε.Ε. , οι εθνικές κεντρικές τράπεζες των 10 αυτών χωρών έγιναν μέλη της συμφωνίας των κεντρικών τραπεζών σχετικά με το ΜΣΙ ΙΙ²⁴. Η συμμετοχή των εθνικών τους νομισμάτων στο ΜΣΙ ΙΙ συμφωνήθηκε κοινά να γίνει σε διαφορετικές ημερομηνίες. Απαιτείται συμμετοχή στο ΜΣΙ ΙΙ τουλάχιστον για 2 χρόνια ώστε

²⁴ Βλέπε παράρτημα 16

τα νέα κράτη μέλη υιοθετήσουν το ευρώ. Οι χώρες αυτές πρέπει να ευθυγραμμίσουν τα συναλλαγματικά τους καθεστώτα με τις απαιτήσεις που θέτει ο ΜΣΙ ΙΙ. Παρακάτω θα αναφέρουμε τις ημερομηνίες που κάθε χώρα έγινε πλήρες μέλος του ΜΣΙ ΙΙ και τις ημερομηνίες που προβλέπεται να εισαγάγουν το ευρώ ως αποκλειστικό τους νόμισμα.

Στις 28 Ιουνίου του 2004 η Εσθονία, η Λιθουανία και η Σλοβενία εισήχθησαν στο ΜΣΙ ΙΙ. Η Εσθονία είχε δέσει το νόμισμά της με το μάρκο αρχικά και κατόπιν με το ευρώ, ενώ σκοπεύει να υιοθετήσει το ευρώ στις 1 Ιανουαρίου του 2008 αφού για τις 1 Ιανουαρίου του 2007 που ήταν η αρχική ημερομηνία δεν ικανοποίησε το κριτήριο του πληθωρισμού. Η Λιθουανία έδεσε το λίτα με το δολάριο μέχρι τις 2 Φεβρουαρίου του 2002 και κατόπιν το άλλαξε με το ευρώ. Αφού έχασε την πρώτη προθεσμία στις 1/1/2007 καθώς δεν πληρούσε το κριτήριο του πληθωρισμού, πρόκειται να υιοθετήσει το ευρώ στις 1/1/2009. Το Σλοβένικο τόλαρ κυμαινόταν +/-15% γύρω από το ευρώ (μετά την είσοδο του στο ΜΣΙ ΙΙ κυμαίνεται +/-1%), ενώ οριστικοποιήθηκε ότι στις 1/1/2007 θα υιοθετήσει το ευρώ (Wikipedia, 2006).

Στις 2 Μαΐου του 2005 Κύπρος, Λετονία και Μάλτα έγιναν μέλη του ΜΣΙ ΙΙ. Η Κύπρος που ήταν σκιάδες μέλος του ΜΣΙ ΙΙ με ζώνη διακύμανσης +/-15% γύρω από το ευρώ αναμένεται να εισαγάγει το ευρώ στις 1/1/2008. Η Λετονία είχε σταθερή ισοτιμία έναντι του Ειδικού Τραβηχτικού Δικαιώματος το οποίο αντικατέστησε στις 1/1/2005 με το ευρώ με όριο διακύμανσης +/-1%. Σκοπεύει να υιοθετήσει το ευρώ στις 1/1/2008, αλλά σύμφωνα με οικονομολόγους προβλήματα με τον έλεγχο του πληθωρισμού θα καθυστερήσουν την είσοδο του ευρώ σίγουρα για ένα έτος. Η Μαλτέζικη λίρα εισήχθη στο ΜΣΙ ΙΙ με όριο διακύμανσης έναντι του ευρώ +/-15%, ενώ στις 1/1/2008 επιθυμεί να υιοθετήσει το ευρώ.

Τελευταία εισήχθη η Σλοβακία στις 28/11/2005 με την κορόνα να κυμαίνεται +/-15% έναντι του ευρώ και να επιθυμεί να εισάγει το ευρώ στις 1/1/2009. Η Τσεχία, η Ουγγαρία και η Πολωνία είναι ακόμα εκτός του ΜΣΙ ΙΙ. Η

Τσεχία ακολουθεί δημοσιονομική και νομισματική πολιτική με στόχο να ευθυγραμμιστεί με τις μακροοικονομικές συνθήκες της υπόλοιπης Ε.Ε. Πρόβλημα της είναι το μεγάλο δημοσιονομικό έλλειμμα. Η είσοδος της στο ΜΣΙ ΙΙ αναμένεται το 2008 με 2009. Η Ουγγαρία σκοπεύει να υιοθετήσει το ευρώ στις 1/1/2010 αλλά ανεπίσημες εκτιμήσεις αναφέρουν το 2012 ή 2014 ως πιθανές ημερομηνίες. Τέλος η Πολωνία με πρωτοβουλία του νέου της Πρωθυπουργού Lech Kaczyński θέλει να οργανώσει δημοψήφισμα αναφορικά με την υιοθέτηση ή όχι του ευρώ. Όμως οι Πολωνοί έχουν υπερψηφίσει με 77% σε σχετικό δημοψήφισμα υπέρ της εισόδου στην Ε.Ε. η οποία συνεπάγεται και την υιοθέτηση του ευρώ. Ο Γενικός Επίτροπος της Κομισιόν κ. Joaquín Almunia υπενθυμίζει στους Πολωνούς ότι δεν έχουν το δικαίωμα επιλογής εισόδου στην Ο.Ν.Ε. που έχουν η Δανία και το Ηνωμένο Βασίλειο.

2.5 Η Συναλλαγματική πολιτική της Δανίας, του Ηνωμένου Βασιλείου και της Σουηδίας

Οι υπόλοιπες τρεις χώρες που ενώ είναι μέλη της Ε.Ε. δεν ανήκουν στην ευρωζώνη, είναι η Δανία το Ηνωμένο Βασίλειο και η Σουηδία. Η Δανία και το Ηνωμένο Βασίλειο έχουν ειδική ρύθμιση από την Συνθήκη του Μάαστριχ της Ε.Ε. Και οι δύο χώρες δεν υποχρεούνται να εισέλθουν στην ευρωζώνη εκτός και αν οι κυβερνήσεις τους αποφασίσουν διαφορετικά με δημοψήφισμα ή ψηφοφορία του Κοινοβουλίου τους. Η Σουηδία όμως είναι υποχρεωμένη να υιοθετήσει το ευρώ καθώς δεν έχει κάποια σχετική ρύθμιση.

2.5.1 Η Δανία

Όπως προαναφέραμε η Δανία έχει το δικαίωμα να μην εισέλθει στην ευρωζώνη αν δεν το επιθυμεί. Το επίσημο πλαίσιο εργασίας για τη συναλλαγματική της πολιτική σταθερού καθεστώτος είναι το EMI ΙΙ στο οποίο η

κορώνα εισήλθε το 1999 και είναι το πιο παλιό μέλος του. Η κεντρική ισοτιμία είναι στις 746,038 κορώνες ανά 100 ευρώ. Η κεντρική ισοτιμία είναι μια μετατροπή της κεντρικής ισοτιμίας έναντι του μάρκου που ρυθμίστηκε πριν το τρίτο στάδιο της Οικονομικής και Νομισματικής Ολοκλήρωσης. Λόγω του μεγάλου βαθμού της σύγκλισης, η Δανία συμφώνησε με την ΕΚΤ και τα άλλα μέλη της ευρωζώνης σε στενότερα όρια διακύμανσης στο +/- 2.25% αντί για +/- 15%. Στις μέρες μας η Δανία έχει διατηρήσει μια σταθερή ισοτιμία της κορώνας πλησιέστερα στη κεντρική ισοτιμία.

Στις 28 Σεπτεμβρίου του 2000 έλαβε χώρα δημοψήφισμα αναφορικά με την είσοδο στην ευρωζώνη όπου οι κάτοικοι της Δανίας το καταψήφισαν με 53,2%. Αν ποτέ μπει η Δανία στην ευρωζώνη η Γροιλανδία που είναι μέρος της αλλά δεν ανήκει στην Ε.Ε. θα πρέπει να διεξάγει χωριστό δημοψήφισμα σχετικά με την υιοθέτηση του ευρώ.

2.5.2 Το Ηνωμένο Βασίλειο

Η Βρετανική Κυβέρνηση υπό του πρωθυπουργού Tony Blair σύστησε μια διαδικασία τριών εγκρίσεων για να εισέλθουν στην ευρωζώνη, που περιλαμβάνει την έγκριση από το Υπουργικό Συμβούλιο, το Κοινοβούλιο και το Βρετανικό εκλογικό σώμα. Ενώ οι υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες βλέπουν το ευρώ ως κατάλληλο θεμέλιο λίθο για την πολιτική ενοποίηση της Ευρώπης, το Ηνωμένο Βασίλειο βλέπει τα οφέλη από την συμμετοχή του στην ευρωζώνη κυρίως από οικονομική σκοπιά. Ο Υπουργός Οικονομικών της Αγγλίας Gordon Brown δημοσίευσε στις 9/6/2003 μια αποτίμηση της συμμετοχής της Αγγλίας στην ευρωζώνη βασισμένη σε πέντε οικονομικά κριτήρια , από τα οποία τα τέσσερα έδωσαν αρνητική απάντηση. Ο Υπουργός Brown ισχυρίστηκε ότι η καλύτερη ισοτιμία για την Αγγλία θα ήταν περίπου 73 πέννες ανά ευρώ, ισοτιμία όμως που δεν αποτελεί επίσημο όρο για την είσοδο στην ευρωζώνη.

Δημοσκοπήσεις έδειξαν ότι η πλειοψηφία του Βρετανικού λαού είναι αρνητική όσον αφορά την υιοθέτηση του ευρώ. Οι λόγοι είναι η απώλεια

οικονομικής και πολιτικής αυτονομίας, το συναισθηματικό δέσιμο με την λίρα καθώς και το γεγονός ότι Βρετανία σημείωσε ανώτερες οικονομικές επιδόσεις από την πλειοψηφία των χωρών μελών της ευρωζώνης.

Ερώτημα γεννάται τι θα γίνει με τις αποικίες της Βρετανίας μόλις εισέλθει στην ευρωζώνη. Κάποιες από τις αποικίες προφανώς θα έχουν ως επίσημο νόμισμά τους το ευρώ ενώ άλλες θα κρατήσουν τα νομίσματά τους με σταθερή ισοτιμία έναντι του ευρώ. Τέλος ενδιαφέρων παρουσιάζει τι θα γίνει με την Σκοτία και την Βόρεια Ιρλανδία που είναι μέρος του Ηνωμένου Βασιλείου αλλά χωρίς επίσημο νόμισμα καθορισμένο με νόμο.

2.5.3 Η Σουηδία

Σε αντίθεση με Αγγλία και Δανία η Σουηδία δεν έχει λάβει με πρωτόκολλο ή κάποια συνθήκη εξαίρεση για την υιοθέτηση του ευρώ. Το 1997 αποφάσισε να μην εισέλθει από την αρχή στην ευρωζώνη και δεν έχει κάνει μέχρι σήμερα κάποια προσπάθεια να εκπληρώσει τα απαιτούμενα κριτήρια για σταθερή ισοτιμία. Στις 13/11/1994 διεξήχθη δημοψήφισμα όπου ο Σουηδικός λαός υπερψήφισε με ποσοστό 53% την υιοθέτηση του ευρώ, που αποτελεί αναπόσπαστο κομμάτι της Συνθήκης Εισόδου της στην Ε.Ε. Όμως το 2003 σε ένα συμβουλευτικό δημοψήφισμα που διενεργήθηκε, υπέρ της εισόδου ήταν μόνο το 42% ενώ κατά το 55,9%.

Η απόφαση της Σουηδίας να μην υιοθετήσει το ευρώ στο εγγύς μέλλον είναι γενικά αποδεκτή εντός της Ε.Ε. Καθώς η Σουηδία εισήλθε στην Ε.Ε. το 1995 δεν μπορούσε να λάβει κάποια ειδική ρύθμιση από την Συμφωνία του Μάαστριχ η οποία που ολοκληρωθεί το 1992. Επιπρόσθετα το 1995 δεν υπήρχε το ευρώ, ούτε φυσικά (2002) ούτε τυπικά (1999) και ίσως για αυτό η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δεν έχει προβεί σε επίσημα μέτρα ώστε να εκπληρώσει η Σουηδία τις υποχρεώσεις της. Ο Πρωθυπουργός της Goran Persson δήλωσε το Σεπτέμβρη του 2004 ότι δεν πρόκειται η Σουηδία να εισέλθει στην Ε.Ε. πριν τις εθνικές εκλογές του 2010.

Η Ε.Ε. έχει προειδοποιήσει ότι κάθε παρόμοια με της Σουηδίας ενέργεια από τα νέα κράτη μέλη δεν θα γίνει ανεκτή όπως έγινε με τη Σουηδία.

3. Η Επιτοκιακή Πολιτική της ΕΚΤ

Η βασική αρμοδιότητα της ΕΚΤ είναι η άσκηση της νομισματικής πολιτικής εκ μέρους των χωρών της ευρωζώνης. Σε αντίθεση με τη συναλλαγματική της πολιτική η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ έχει σαφείς στόχους και καθορισμένες αρμοδιότητες και δικαιοδοσίες. Το βασικότερο εργαλείο της ΕΚΤ για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής της είναι τα επιτόκια της αγοράς. Η επιτοκιακή πολιτική της ΕΚΤ επηρεάζει και επηρεάζεται από τις συναλλαγματικές ισοτιμίες του ευρώ. Συνεπώς για να έχουμε μια σφαιρική εικόνα της συναλλαγματικής πολιτικής της ΕΚΤ θα πρέπει να εξετάσουμε και την επιτοκιακή της πολιτική καθώς επηρεάζει την ισοτιμία του ευρώ με τα άλλα νομίσματα.

3.1 Τα επιτόκια στην Ευρωζώνη

Ακολούθως αφού σχολιάσουμε την αλληλεπίδραση των επιτοκίων με τα βασικά μακροοικονομικά μεγέθη, θα παρουσιάσουμε τις αποφάσεις επιτοκιακής πολιτικής που έλαβε η ΕΚΤ και τους παράγοντες που τις επηρεάζουν. Επίσης θα σχολιάσουμε την επιτοκιακή πολιτική που έχει υιοθετήσει η ΕΚΤ στις μέρες μας.

3.1.1 Επιτόκια, ανάπτυξη, πληθωρισμός και ισοτιμίες.

Ο ανώτερος στόχος της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ είναι η διατήρηση της σταθερότητας στο γενικό επίπεδο τιμών. Το κυριότερο εργαλείο που έχει η ΕΚΤ για την επίτευξη του νομισματικού της στόχου είναι τα επιτόκια. Η ΕΚΤ μπορεί να προκαλέσει αλλαγές στα επιτόκια της αγοράς χρήματος λόγω του ελέγχου που έχει στις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά χρήματος. Οι αλλαγές αυτές επηρεάζουν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια δανεισμού και

καταθέσεων. Μπορεί να επηρεαστούν ακόμα και τα μακροπρόθεσμα επιτόκια αλλά λιγότερο καθώς τα επιτόκια αυτά συνδέονται αρκετά με τις προσδοκίες για μακροπρόθεσμη ανάπτυξη και τις πληθωριστικές τάσεις της οικονομίας. Επίσης οι αλλαγές των επιτοκίων επηρεάζουν τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων (asset prices) και γενικότερα φυσικό και χρηματοοικονομικό πλούτο.

Οι αποφάσεις των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών τόσο οι επενδυτικές όσο και οι αποταμιευτικές και οι καταναλωτικές επηρεάζονται από τις αυξομειώσεις των επιτοκίων. Τα υψηλά επιτόκια ευνοούν τις αποταμιεύσεις των νοικοκυριών καθώς εγγυώνται υψηλότερες επιδόσεις. Αντίθετα τα χαμηλά επιτόκια ευνοούν την κατανάλωση καθώς οι αποταμιεύσεις μπορεί να δίνουν σχεδόν μηδέν ή ακόμα και αρνητικές αποδόσεις ανάλογα με τον υφιστάμενο πληθωρισμό. Επιπρόσθετα με χαμηλά επιτόκια δίδεται κίνητρο σε επιχειρήσεις και νοικοκυριά να λάβουν δάνεια για να χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις τους. Συνεπώς με χαμηλά επιτόκια αυξάνεται η ζήτηση πίστωσης, ενώ με υψηλά επιτόκια λόγω του μεγαλύτερου πιστωτικού κινδύνου μπορεί να μειωθεί η προσφορά πίστωσης από τις τράπεζες.

Τα επιτόκια βρίσκονται σε μεγάλη συνάρτηση με το πληθωρισμό. Όταν υπάρχει υψηλός πληθωρισμός που η ΕΚΤ δεν επιθυμεί τότε πρέπει να αυξήσει τα επιτόκια της αγοράς για να τον χαλιναγωγήσει. Αν αυξηθούν τα επιτόκια το χρήμα γίνεται πιο ακριβό με αποτέλεσμα να μειώνεται η ζήτηση για νομισματική κυκλοφορία καθώς και για δάνεια με αποτέλεσμα η νομισματική βάση- η ποσότητα του χρήματος δηλαδή που εκδίδει η κεντρική τράπεζα- να μειώνεται. Αποτέλεσμα αυτών είναι η μείωση του πληθωρισμού. Όταν ο πληθωρισμός είναι σε χαμηλά επίπεδα τότε και τα επιτόκια μπορούν να βρίσκονται και αυτά σε αρκετά χαμηλά επίπεδα (όπως στην Ιαπωνία που έχει σχεδόν μηδενικά επιτόκια και πληθωρισμό)

Επικρατούσα άποψη στους κόλπους της ΕΚΤ είναι ότι μεσομακροπρόθεσμα η ανάπτυξη ευνοείται όταν τα επιτόκια της αγοράς κινούνται σε χαμηλά επίπεδα καθώς οι επιχειρήσεις ενθαρρύνονται να λάβουν δάνεια για να

χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις τους. Αυτό δεν σημαίνει όμως ότι ελεγχόμενες βραχυπρόθεσμες αυξήσεις των επιτοκίων θα βλάψουν σίγουρα την ανάπτυξη.

Επιτόκια και συναλλαγματική ισοτιμία. Υπάρχει συσχέτιση ανάμεσα στην επιτοκιακή και συναλλαγματική πολιτική. Όταν αυξηθούν τα επιτόκια στην ευρωζώνη τότε τα ευρωπαϊκά περιουσιακά στοιχεία καθίσταται πιο ανταγωνιστικά και αποδοτικά έναντι των ξένων με αποτέλεσμα να αυξηθεί η ζήτηση τους και άρα η ζήτηση σε ευρώ και άρα να ανατιμηθεί το ευρώ.

Αν ανατιμηθεί το ευρώ τότε μειώνονται οι πληθωριστικές πιέσεις. Αν ανατιμηθεί το ευρώ τότε οι τιμές των εισαγόμενων προϊόντων πέφτουν. Επίσης τα ευρωπαϊκά προϊόντα γίνονται λιγότερα ανταγωνιστικά με αποτέλεσμα η εξωτερική ζήτηση να μειώνεται και άρα και η συνολική ζήτηση στην οικονομία. Επίσης οι αυξήσεις του πετρελαίου κατά ένα μεγάλο ποσοστό απορροφούνται. Συνεπώς μια επιτοκιακή αύξηση ενισχύει την ανατίμηση του νομίσματος και αυτή με τη σειρά της περιορίζει το πληθωρισμό.

Από την άλλη αν το νόμισμα είναι σκληρό και ανατιμάται λόγω κάποιων οικονομικών συνθηκών και εξελίξεων τότε η ΕΚΤ μπορεί να περιορίσει τις αυξήσεις επιτοκίων στις οποίες θα προέβαινε-για να καταπολεμήσει το πληθωρισμό-αν το νόμισμα δεν ήταν σκληρό.

3.1.2 Οι αλλαγές των επιτοκίων από την ΕΚΤ από το '99 ως το τέλος του '05

Με την εκκίνηση του ευρώ στις 1 Ιανουαρίου του 1999 τα επιτόκια που έθεσε η ΕΚΤ για την ευρωζώνη ήταν στο 3%. Το βασικό αυτό επιτόκιο αναφοράς είναι το βραχυχρόνιο επιτόκιο αναχρηματοδότησης(main refinancing operations)(MRO) ενώ τα άλλα δύο βασικά επιτόκια της Ευρωζώνης είναι το επιτόκιο διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης(marginal lending facility) και το επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων(deposit facility). Όταν θα αναφέρουμε επιτόκιο θα εννοούμε το βραχυχρόνιο επιτόκιο αναχρηματοδότησης.

Στις 9 Απριλίου τα επιτόκια έπεσαν στο 2,5%. Ο πολύ υψηλός πληθωρισμός που οφειλόταν στην σημαντική υποτίμηση του ευρώ έναντι των κυριότερων νομισμάτων και στις έντονες πετρελαϊκές αυξήσεις είχε ως αποτέλεσμα ένα μπαράζ αυξήσεων των επιτοκίων από την ΕΚΤ ώστε να συγκρατηθούν οι έντονες πληθωριστικές πιέσεις. Οι αυξήσεις²⁵ που ήταν συνολικά επτά ξεκίνησαν από τις 5 Νοεμβρίου του 1999 και τερματίστηκαν στις 6 Οκτωβρίου του 2000 με το επιτόκιο να φθάνει το 4,75%. Οι πέντε αυξήσεις ήταν της τάξεως του 0,25% ενώ οι άλλες δύο ήταν 0,5% (ΕΚΤ, 2006).

Από το σημείο αυτό και μετά οι πληθωριστικοί κίνδυνοι έδειχναν να εξαφανίζονται με αποτέλεσμα τα επιτόκια να μειώνονται σταδιακά. Με αφετηρία την 11^η Μαΐου του 2001 ακολούθησαν επτά μειώσεις που τερματίστηκαν στις 6 Ιουνίου του 2003 με το επιτόκιο να πέφτει στο ιστορικό χαμηλό μετά το Β' Παγκόσμιο πόλεμο του 2%. Τρεις από τις αυξήσεις ήταν της τάξεως των 25 μονάδων βάσεων ενώ οι υπόλοιπες τέσσερις ήταν των 50 μονάδων βάσεως.

Στη συνέχεια και για περίοδο 2,5 ετών τα επιτόκια παρέμειναν σταθερά στο 2% καθώς έλλειπαν οι πληθωριστικοί κίνδυνοι. Όμως οι έντονες κυρίως αυξήσεις στις τιμές του μαύρου χρυσού που ξεκίνησαν από το 2004 και κορυφώθηκαν το 2005 δημιούργησαν πάλι πληθωριστικές πιέσεις. Η ΕΚΤ, κυρίως για να προλάβει αύξηση του πληθωρισμού σε ανεπιθύμητα επίπεδα, στις 6 Δεκεμβρίου του 2005 αύξησε ξανά, ύστερα από πέντε χρόνια χωρίς αυξήσεις, τα επιτόκια κατά 0,25%.

3.1.3 Παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις επιτοκιακής πολιτικής της ΕΚΤ

Πολύ σημαντικός παράγοντας που η ΕΚΤ τράπεζα λαμβάνει υπόψη της είναι ο βαθμός εμπιστοσύνης που επικρατεί στην οικονομία. Το κλίμα εμπιστοσύνης που επικρατεί είναι πιο σημαντικό μέτρο σύγκρισης από κάποια

²⁵ Βλέπε Παράρτημα 17

άλλα πιθανά μεγέθη μέτρησης της πραγματικής οικονομικής δραστηριότητας. Το αίσθημα εμπιστοσύνης που επικρατεί είναι στενά συνδεδεμένο με το μελλοντικό επίπεδο παραγωγικότητας και με τις προσδοκίες της μελλοντικής ανάπτυξης του πραγματικού ΑΕΠ.

Παρά το γεγονός ότι ο πληθωρισμός και η αύξηση της ποσότητας του χρήματος (M3) επηρεάζουν τις αλλαγές των επιτοκίων, οι αλλαγές αυτές φαίνεται σύμφωνα με έρευνα (Stefan Gerlach,2005) να είναι περισσότερο συνδεδεμένες με την οικονομική δραστηριότητα. Η εξήγηση είναι ότι η οικονομική δραστηριότητα επηρεάζει το στόχο της ΕΚΤ για χαμηλό πληθωρισμό.

Βέβαια το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αντιδρά σε αυξήσεις της νομισματικής βάσης (M3). Το μέγεθος της αντίδρασης εξαρτάται από τον υπάρχοντα πληθωρισμό και από το κλίμα εμπιστοσύνης. Αν οι παραπάνω παράγοντες κινούνται σε κανονικό επίπεδο η πιθανότητα μιας αλλαγής επιτοκίων δεν θα είναι πολύ 'ευαίσθητη' σε μια αύξηση του χρήματος. Όταν όμως υπάρχουν πληθωριστικοί κίνδυνοι τότε η αύξηση της προσφοράς του χρήματος έχει πολύ μεγαλύτερη επίδραση στη πιθανότητα για αλλαγές στα επιτόκια της αγοράς (Gerlach, 2005).

3.1.4 Η Πολιτική των αυξήσεων από την ΕΚΤ στις μέρες μας

Όπως αναφέραμε προηγουμένως η ΕΚΤ διατήρησε για 2,5 χρόνια σταθερά τα επιτόκια στο ιστορικό χαμηλό του 2%. Αυτό έγινε διότι αφενός εξέλειπαν οι πληθωριστικοί κίνδυνοι-καθώς ο πληθωρισμός κυμαινόταν στο 2%-2,2% που είναι οριακά αποδεκτός από την ΕΚΤ- και αφετέρου διότι η ΕΚΤ πιστεύει ότι τα χαμηλά επιτόκια μέσο-μακροπρόθεσμα ευνοούν την ανάπτυξη. Όμως μες στο 2005 άρχισαν να γίνονται αισθητές έντονες πληθωριστικές πιέσεις με αποτέλεσμα η ΕΚΤ να αναθεωρήσει την πολιτική των χαμηλών επιτοκίων. Η ΕΚΤ αποφάσισε να ενεργήσει προληπτικά και όχι κατασταλτικά σε σχέση με το πληθωρισμό με αποτέλεσμα να ξεκινήσει πολιτική αύξησης των επιτοκίων. Οι αυξήσεις ήταν ήπιες της τάξεως των 25 μονάδων βάσεως, με τη πρώτη να

λαμβάνει χώρα στις 6 Δεκεμβρίου του 2005 και να ακολουθούν και τρεις ακόμα αυξήσεις μέχρι σήμερα στις 2 Μαρτίου του 2006, στις 8 Ιουνίου του 2006 και στις 3 Αυγούστου του 2006 με το επιτόκιο να φθάνει το 3%. Στη συνέχεια θα αναφέρουμε τους λόγους που οδήγησαν την ΕΚΤ στην αλλαγή της επιτοκιακής πολιτικής της.

Ο βασικός λόγος της αύξησης των επιτοκίων της αγοράς από την ΕΚΤ είναι οι πληθωριστικοί κίνδυνοι που εμφανίστηκαν. Κύρια αιτία του πληθωρισμού είναι οι σημαντικές αυξήσεις στη τιμή του μαύρου χρυσού. Οι αυξήσεις του πετρελαίου αυξάνουν το κόστος της μεταποιητικής παραγωγής με αποτέλεσμα να μετακυλιέται στις λιανικές τιμές του καταναλωτή. Δυστυχώς η αύξηση του μαύρου χρυσού έχει και δευτερογενείς επιπτώσεις απέναντι στους καταναλωτές μέσω των τιμών και των μισθών. Ένα αρνητικό στοιχείο είναι ότι το πετρέλαιο οδηγεί σε άνοδο του δομικού πληθωρισμού.

Ένας άλλος σημαντικός λόγος που οδήγησε σε αυστηρότερη νομισματική πολιτική για τη συγκράτηση του πληθωρισμού είναι η σημειούμενη ανάπτυξη στην ευρωζώνη. Η ταχύτερη ανάπτυξη έχει ως αποτέλεσμα υψηλότερες τιμές των αγαθών λόγω της αύξησης της εγχώριας ζήτησης και άρα την άνοδο του πληθωρισμού. Καθώς η παγκόσμια οικονομία αναπτύσσεται γρήγορα οι πληθωριστικές πιέσεις αυξάνουν. Η ανάπτυξη στο 2006 σημείωσε υψηλό εξαιτίας συνεπικουρώντας στην αύξηση των επιτοκίων. Υπάρχει η άποψη ότι τα αμετάβλητα χαμηλά επιτόκια είναι επικίνδυνα όταν δεν διαφαίνεται ύφεση.

Τα πολύ χαμηλά επιτόκια που είχε υιοθετήσει η ΕΚΤ είχαν ως αποτέλεσμα το χρήμα να είναι φθηνό και άρα να αυξηθεί η ζήτηση του. Αποτέλεσμα ήταν η προσφορά χρήματος (M3) να κινείται σε διπλάσια ποσοστά (περίπου 9%) από τα όρια της ΕΚΤ(4,5%). Επίσης καθώς τα επιτόκια ήταν χαμηλά αυξήθηκε εντυπωσιακά και η παροχή πιστώσεων με αποτέλεσμα τα δάνεια να είναι διπλάσια του ΑΕΠ. Τα δάνεια στον ιδιωτικό τομέα επιταχύνθηκαν και ειδικά τα στεγαστικά δάνεια. Με λίγα λόγια υπάρχει καλπάζουσα πιστωτική επέκταση. Πρέπει να αποφευχθεί η διόγκωση της 'φούσκας' στα ακίνητα. Η

υπερβολική ρευστότητα μπορεί να δημιουργεί καλές προοπτικές ανάπτυξης αλλά απειλεί την σταθερότητα των τιμών με αποτέλεσμα η ΕΚΤ να αποφασίσει να βάλει φρένο αυξάνοντας τα επιτόκια.

Ένας ακόμα παράγοντας που αύξησε τους πληθωριστικούς κινδύνους είναι οι νέες συλλογικές συμβάσεις εργασίας. Με τις νέες συμβάσεις οι μισθοί υπερέβησαν τον πληθωρισμό με αποτέλεσμα να αυξάνεται η κατανάλωση και ο πληθωρισμός. Τα παραπάνω γεγονότα οδηγούν σε αύξηση των επιτοκίων. Οι μισθοί έχουν δευτερογενείς επιδράσεις στη διαδικασία καθορισμού της τιμολογιακής πολιτικής των επιχειρήσεων. Αξίζει να αναφερθεί ότι οι κυβερνητικές δαπάνες και οι φόροι επηρεάζουν τους μισθούς με αποτέλεσμα να αυξάνεται ο πληθωρισμός.

Επιπρόσθετα, η μείωση της ανεργίας που σημειώθηκε τελευταία δημιουργεί μεγαλύτερη εσωτερική ζήτηση με αποτέλεσμα να ευνοείται η άνοδος των επιτοκίων. Επίσης η αύξηση των φόρων κατανάλωσης και των κρατικών τιμολογίων δημιουργούν πληθωριστικούς κινδύνους.

Οι παραπάνω λόγοι οδήγησαν την ΕΚΤ να πάρει μέτρα πρόληψης του πληθωρισμού αυξάνοντας για πρώτη φορά μετά από πέντε χρόνια τα επιτόκια διότι αλλιώς το κόστος στις τιμές και την αξιοπιστία θα είναι πολύ υψηλό.

Ας δούμε και τις απόψεις των ιθυνόντων της ΕΚΤ σχετικά με τη πολιτική των αυξήσεων. Ο πρόεδρος της ΕΚΤ σε δηλώσεις του τους τελευταίους μήνες είπε τα ακόλουθα: ‘ παρακολουθούμε στενά τις τιμές’, ‘χρειάζεται επαγρύπνηση’, ‘η ΕΚΤ δεν αποφασίζει εκ προοιμίου μηνιαίες αυξήσεις αλλά οι αποφάσεις λαμβάνονται με μοναδικό κριτήριο τα εκάστοτε οικονομικά στοιχεία, δεν υπάρχει δηλαδή προκαθορισμένο πρόγραμμα’, ‘η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ βρίσκεται σε φάση σταδιακού μετασχηματισμού’. Οι δηλώσεις αυτές είναι ενδεικτικές των διαθέσεων της ΕΚΤ και οι αγορές τις λαμβάνουν σοβαρά υπόψη και τις προεξοφλούν αναλόγως . Περίπου ένα μήνα πριν οδηγηθούν σε κάποια αύξηση οι ιθύνοντες της ΕΚΤ προβαίνουν σε δηλώσεις με πολύ προσεγμένη φρασεολογία που είναι ενδεικτική των κινήσεων που θα ακολουθήσουν.

Η ΕΚΤ είναι πιο συντηρητική από την FED. Δεν είναι διατεθειμένη να κάνει τα χατίρια της αγοράς ή να απαλύνει το κόστος του κρατικού δανεισμού. Είναι επιφορτισμένη με το πληθωρισμό ενώ οι Υπουργοί Οικονομικών με την ανάπτυξη για αυτό και οι αποφάσεις της για τα επιτόκια γίνονται με νομισματικά κριτήρια και όχι με αναπτυξιακά κριτήρια. Όμως ο Επίτροπος της Ε.Ε. κ. Αλμούνια δηλώνει ότι η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ δεν πλήττει την ανάπτυξη και ότι δεν είναι τα επιτόκια που φρενάρουν την ανάπτυξη.

Ας εξετάσουμε τώρα και την άλλη όψη του νομίσματος, τα αρνητικά δηλαδή που συνεπάγεται η αύξηση των επιτοκίων. Υπάρχει η άποψη, ιδίως ανάμεσα στους Ευρωπαίους πολιτικούς, ότι η σπουδή της ΕΚΤ να αυξάνει συνεχώς τα επιτόκια τους τελευταίους μήνες θα έχει αρνητικές επιπτώσεις στην οικονομία. Τα επιχειρήματα υπέρ της παραπάνω άποψης αναλύονται αμέσως παρακάτω.

Αρχικά το 'ακριβότερο' χρήμα υπομονεύει τις αναπτυξιακές προοπτικές στις δώδεκα χώρες μέλη της Ευρωζώνης, αφού το ακριβότερο 'ενοίκιο' για τη χρήση κεφαλαίων καθιστά μη κερδοφόρα ορισμένα οριακής απόδοσης επενδυτικά σχέδια. Βέβαια η ΕΚΤ αποκλείει, όπως έχουμε ήδη αναφέρει, οι αυξήσεις των επιτοκίων να πνίξουν την ανάπτυξη.

Παράλληλα αυξάνει το κόστος της εξυπηρέτησης των δανειακών υπολοίπων για ιδιώτες, επιχειρήσεις και κυρίως το κράτος, που είναι και ο μεγαλύτερος δανειζόμενος. Τα τελευταία χρόνια όπως προαναφέραμε λόγω και των χαμηλών επιτοκίων σημειώθηκε μια μεγάλη αύξηση στα στεγαστικά δάνεια. Λόγω του χαμηλού επιτοκίου οι περισσότεροι ιδιώτες σύναψαν τα δάνεια τους με κυμαινόμενο επιτόκιο. Κάθε αύξηση των επιτοκίων που κάνει η ΕΚΤ συνεπάγεται και μια σημαντική επιβάρυνση για τους ιδιώτες που έχουν δάνεια με κυμαινόμενο επιτόκιο. Μια αύξηση των επιτοκίων από 2% σε 3% ισοδυναμεί με αύξηση των μηνιαίων δόσεων 1200-1800 περίπου ευρώ ετησίως για ένα δανειζόμενο ιδιώτη ανάλογα με το ύψος του δανείου και τη διάρκεια αποπληρωμής (Ναυτεμπορική, 2006). Είναι εμφανέςτατο ότι το εισόδημα των νοικοκυριών πλήττεται σημαντικά.

Ενδεικτικό των παραπάνω είναι το γεγονός ότι στην Ελλάδα ενώ το 2005 η αναλογία κυμαινόμενων και σταθερών επιτοκίων στα νέα στεγαστικά δάνεια ήταν 80/20, το 2006 τείνει να εξισωθεί. Συνεπώς υπάρχει μια στροφή προς τα σταθερά που λειτουργούν ως σωσίβιο.

Βέβαια δυσβάστακτες είναι και οι συνέπειες για τις κυβερνήσεις που έχουν υψηλό δημόσιο χρέος καθώς με κάθε αύξηση των επιτοκίων αυξάνονται και οι τόκοι που οφείλει και έτσι μεγεθύνεται το δημόσιο έλλειμμα. Αυτό αποτελεί ένα μεγάλο πρόβλημα για τη χώρα μας την Ελλάδα που έχει μεγάλο δημόσιο χρέος της τάξεως του 106,8% του ΑΕΠ περίπου για το 2006. Αύξηση έστω και 0,5% των επιτοκίων θα αυξήσει το δημόσιο έλλειμμα περίπου 650 εκατ. ευρώ, με αποτέλεσμα να μην μπορεί η ελληνική οικονομία να ξεφύγει από τις πελατειακές συνθήκες που η ίδια δημιούργησε.

Συνεπώς ιδιώτες, επιχειρήσεις και κράτος θα μειώσουν τις δαπάνες για όλες τις άλλες δραστηριότητές τους- κατανάλωση, επενδύσεις, κρατικές δαπάνες- ώστε να εξοικονομήσουν επιπλέον πόρους, για τη χρηματοδότηση του αυξημένου κόστους εξυπηρέτησης των δανείων. Επομένως οι επιπτώσεις από το ακριβότερο χρήμα καταλήγουν σε περιορισμό του αναπτυξιακού δυναμικού που διαθέτει κάθε χώρα μέλος της Ευρωζώνης. Και να σημειωθεί ότι οι δώδεκα οικονομίες που έχουν εισάγει το ευρώ, δεν βρίσκονται όλες στην ίδια φάση του οικονομικού κύκλου.

Οι επιπτώσεις όμως από το ακριβότερο χρήμα δεν σταματούν εδώ. Οι υψηλότερες αποδόσεις τοκοφορίας προσελκύουν στο ευρώ κεφάλαια από άλλα νομίσματα και ενισχύουν την ισοτιμία του σε σχέση με αυτά. Το ακριβότερο όμως ευρώ λειτουργεί ως αντικίνητρο στις εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών από την Ευρωζώνη (Ναυτεμπορική, 2006).

Συμπερασματικά, μέχρι στιγμής οι ανησυχίες και οι προβλέψεις ότι οι αυξήσεις των επιτοκίων θα πλήξουν την ανάπτυξη δεν έχουν επαληθευθεί. Σύμφωνα με τις τελευταίες εκτιμήσεις της ΕΚΤ η ανάπτυξη στην Ευρωζώνη για το 2006 θα είναι στο 2,5% ενώ οι αρχικές προβλέψεις μιλούσαν για 2,1%. Η

ανάπτυξη επομένως ενισχύεται σημαντικά σε σχέση με το 2005 που ήταν στο 1,4%, ενώ και για το 2007 οι προβλέψεις είναι ευοίωνες. Επομένως οι μέχρι στιγμής αυξήσεις δεν φαίνεται να επηρέασαν την ανάπτυξη. Λόγω των παραπάνω θετικών εκτιμήσεων η ΕΚΤ έχει αποφασίσει να προβεί και σε νέες αυξήσεις στο μέλλον με αφετηρία τον Οκτώβριο του 2006 που πρόκειται να αυξήσει τα επιτόκια σε 3,25% . Σύμφωνα με εκτιμήσεις τα επιτόκια θα κλείσουν για το 2006 στο 3,5% ενώ στο 2007 μπορεί να φθάσουν το 3,75%-4%.

3.1.5 Ήπια Επιτοκιακή Πολιτική από την ΕΚΤ

Από την εισαγωγή του ευρώ το 1999 η ΕΚΤ έχει εφαρμόσει μια επιτοκιακή πολιτική με προσεκτικό και προβλέψιμο τρόπο κάνοντας μικρές αλλαγές στα επιτόκια. Αυτή η πολιτική με τις προσεκτικές κινήσεις ονομάζεται ήπια επιτοκιακή πολιτική (interest-rate smoothing). Οι κεντρικές τράπεζες έχουν ροπή προς την ήπια επιτοκιακή πολιτική (Woodford, 2003). Αν συγκρίνουμε τις αυξομειώσεις των επιτοκίων από την ΕΚΤ και την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ κατά την τελευταία εξαετία θα δούμε ότι οι αλλαγές των επιτοκίων της Ομοσπονδιακής Τράπεζας ήταν μεγαλύτερης έκτασης. Από 6,5% μειώθηκαν στο 1% στο διάστημα 2000-03 και έπειτα ανέκαμψαν δυναμικά φθάνοντας το 5,25% στα μέσα του 2006²⁶.

Ένας λόγος που η ΕΚΤ προχωρά σε ήπια επιτοκιακή πολιτική είναι ότι η Ευρωπαϊκή οικονομία μπορεί να είναι πιο ευαίσθητη σε επιτοκιακές αλλαγές από την οικονομία των ΗΠΑ, επιτρέποντας έτσι μικρότερες αλλαγές επιτοκίων για να πετύχει τους στόχους της νομισματικής πολιτικής. Γιατί είναι πιο ευαίσθητη; Πρώτα, υπάρχει ένα πολύ μεγάλο ποσοστό ενυπόθηκων οφειλών στην ευρωζώνη. Ο πρόεδρος της ΕΚΤ Jean-Claude Trichet πρόσφατα εξέφρασε την ανησυχία του για την έκρηξη του real estate (ακίνητη περιουσία) στην ευρωζώνη και το ρίσκο μιας ανώμαλης προσγείωσης καθώς αυξάνονται οι πληρωμές των ενυπόθηκων δανείων με τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Επίσης πολλές κυβερνήσεις της

²⁶ Βλέπε Παράρτημα 17

ευρωζώνης έχουν υψηλή αναλογία χρέους προς ΑΕΠ (ιδιαίτερα το Βέλγιο και η Ιταλία) και μεγάλα ποσά βραχυπρόθεσμου χρέους, με αποτέλεσμα να είναι εκτεθειμένες στις διακυμάνσεις των επιτοκίων. Ακόμα οι αλλαγές των επιτοκίων μπορεί να επηρεάζουν περισσότερο την Ευρώπη σε σχέση με τις ΗΠΑ διότι η Ευρωζώνη είναι πιο ανοιχτή οικονομία. Στην Ευρωζώνη οι εξαγωγές είναι στο 15% του ΑΕΠ, ενώ στις ΗΠΑ μόνο στο 10%. Μεγαλύτερη αστάθεια στα επιτόκια μπορεί να δημιουργήσει μεγαλύτερες διακυμάνσεις στο ευρώ με αποτέλεσμα να υπάρχει αρνητική επίδραση στο εμπόριο της Ευρωζώνης με τον υπόλοιπο κόσμο.

Ένας άλλος λόγος που η πολιτική της ΕΚΤ είναι ήπια είναι το γεγονός ότι η ανάπτυξη της Ευρωζώνης είναι λιγότερο ευμετάβλητη από αυτή των ΗΠΑ. Η τυπική απόκλιση της τριμηνιαίας ανάπτυξης του πραγματικού ΑΕΠ στην Ευρωζώνη ήταν 1,1% κατά το 2000-2005, ενώ στις ΗΠΑ ήταν 1,5% για την ίδια περίοδο. Επειδή οι ρυθμοί ανάπτυξης στις διάφορες χώρες της Ευρωζώνης είναι ετεροχρονισμένοι –κάποιες χώρες έχουν δυναμική ανάπτυξη ενώ κάποιες είναι στάσιμες- η μέση ανάπτυξη της Ευρωζώνης είναι σχετικά σταθερή στο πέρασμα του χρόνου. Επομένως οι ενέργειες από την ΕΚΤ για τις ταχέως αναπτυσσόμενες περιφερειακές χώρες (Ελλάς, Ιρλανδία ή Ισπανία) ισοδυναμούν με ‘χαλαρή’ πολιτική, ενώ για τις βραδέως αναπτυσσόμενες χώρες του πυρήνα (Γερμανία και Γαλλία) ισοδυναμούν με αυστηρή πολιτική. Για την Ευρωζώνη όμως σαν σύνολο οι ενέργειες της ΕΚΤ είναι ικανοποιητικές (Casares, 2006).

3.2 Η ΕΚΤ σε σύγκριση με την FED

Έχουμε ήδη αναφέρει ότι η επιτοκιακή πολιτική αποτελεί το βασικότερο εργαλείο της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ για την υλοποίηση των στόχων της. Επομένως για να κατανοήσουμε πλήρως τις επιτοκιακές αποφάσεις πρέπει να εντρυφήσουμε στην νομισματική πολιτική της ΕΚΤ και στους στόχους της. Για το λόγο αυτό στη συνέχεια θα σχολιάσουμε τη νομισματική πολιτική της ΕΚΤ και θα

την συγκρίνουμε με την πολιτική της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ. Θα παρουσιάσουμε τις διαφορές ανάμεσα στις δύο προσεγγίσεις πολιτικών και θα προσπαθήσουμε να αξιολογήσουμε κατά πόσο κάποια πολιτική είναι πιο αποτελεσματική από την άλλη.

3.2.1 ΕΚΤ και FED, δύο τράπεζες δύο πολιτικές

Συγκρίνοντας τις νομισματικές πολιτικές που ακολουθούνται από την Αμερικανική Ομοσπονδιακή Τράπεζα (FED) και την ΕΚΤ συχνά πολλοί αναλυτές επικρίνουν την ‘ορθόδοξη’ προσέγγιση του οργανισμού της Φρανκφούρτης. Η ΕΚΤ κατηγορείται για εμμονή στο κατευθυντήριο στόχο της διατήρησης της σταθερότητας των τιμών. Σύμφωνα με την άποψη αυτή η ΕΚΤ πρέπει να δώσει περισσότερη προσοχή στην παραγωγικότητα και στην απασχόληση. Πρέπει να εστιάσει στην πραγματική ανάπτυξη όπως πράττει η FED. Κατά την δεκαεπτάχρονη προεδρία του Alan Greenspan στην FED, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ προσπάθησε να ενισχύσει την πραγματική ανάπτυξη χωρίς να διακινδυνεύσει τη σταθερότητα των τιμών. Η FED προσπάθησε αρκετά να αντιδράσει ενεργά στις κρίσεις που ήταν δυνατόν να βλάψουν την οικονομία είτε τροφοδοτώντας το πληθωρισμό είτε μειώνοντας την απασχόληση και την παραγωγικότητα. Η ενεργητική πολιτική της FED, σύμφωνα πάντα με τους αναλυτές, υπερέχει σε σχέση με την πιο αργοκίνητη προσέγγιση της ΕΚΤ, που αντανακλά την μονεταριστική παράδοση της Bundesbank. Οι Μονεταριστές απορρίπτουν την ενεργητική πολιτική της κεντρικής-τράπεζας. Σκεπτόμενοι τις μεγάλες και ποικίλες υστερήσεις στα αποτελέσματα της νομισματικής πολιτικής, υποστηρίζουν ότι η ενεργητική νομισματική πολιτική κάνει περισσότερο κακό παρά καλό στην οικονομία. Το ερώτημα είναι αν η εμπειρία της FED μπορεί να αναιρέσει τις φοβίες των μονεταριστών, και αν η ΕΚΤ πρέπει να εξομοιωθεί με την FED και να στραφεί σε μια πιο ενεργητική προσέγγιση που θα στοχεύει στην

ενίσχυση της πραγματικής ανάπτυξης παράλληλα με την διατήρηση των σταθερών τιμών.

Η απάντηση στο παραπάνω ερώτημα περιλαμβάνει και θεμελιώδη αλλά και πρακτικά ζητήματα. Όσον αφορά τα πρώτα, είναι αναγκαίο να γίνει διάκριση ανάμεσα στην σταθερή και ασταθή ενεργητική πολιτική των κεντρικών τραπεζών (sound and unsound activism). Ενώ οι μονεταριστές έχουν δίκιο να απορρίπτουν την ασταθή ενεργητική πολιτική, η σταθερή πολιτική μπορεί να βοηθήσει τις κεντρικές τράπεζες να βελτιώσουν τις αποδόσεις τους. Σε πρακτικό επίπεδο μπορεί να υπάρχουν απρόσμενα συμπεράσματα. Σύμφωνα με μια έρευνα την οποία θα σχολιάσουμε αναλυτικά παρακάτω κατά την ύφεση του 1999-2001 η ανταπόκριση της FED στην κρίση δεν ήταν τόσο ταχεία όσο θα περιμέναμε, παρά την επιθυμία της να εφαρμόσει ενεργητική πολιτική. Για τον λόγο αυτό δεν είναι εύκολο να διακρίνουμε πότε η FED είναι πιο αποτελεσματική στην ενίσχυση της πραγματικής ανάπτυξης σε σχέση με την ΕΚΤ. Πριν σχολιάσουμε την έρευνα σχετικά με το αν η πολιτική της FED είναι πιο αποτελεσματική από την πολιτική της ΕΚΤ, θα σχολιάσουμε τα είδη των πολιτικών που η FED και η ΕΚΤ ακολουθούν.

3.2.2 Η Μονεταριστική πολιτική και η Ενεργητική πολιτική

Στις δεκαετίες του '50 και '60 ο Milton Friedman και άλλοι κορυφαίοι μονεταριστές άσκησαν σκληρή κριτική στην ενεργητική πολιτική των κεντρικών τραπεζών. Υποστήριζαν ότι συχνά οι ενεργητικές νομισματικές πολιτικές έχουν αντιπαραγωγικά αποτελέσματα. Εναντιώθηκαν στις κεντρικές τράπεζες που υιοθετούσαν πολλαπλούς και διάφορους στόχους νομισματικής πολιτικής. Εκείνη την εποχή η FED και άλλες κεντρικές τράπεζες συχνά εναλλάσσαν τους στόχους τους. Οι μονεταριστές υποστήριζαν ότι οι κεντρικές τράπεζες πρέπει να απέχουν από την ενεργητική πολιτική και να βασίζονται τις νομισματικές πολιτικές τους σε βασικούς και ξεκάθαρους κανόνες. Ο κανόνας που πρότειναν οι μονεταριστές περιλάμβανε στόχους ανάπτυξης για την προσφορά χρήματος που θα μπορούσε

να δέσει τα χέρια των κεντρικών τραπεζών ενεργητικής πολιτικής. Η έντονη αύξηση του πληθωρισμού στο τέλος της δεκαετίας του '60 και στις αρχές του '70 οδήγησε πολλές κεντρικές τράπεζες και κυβερνήσεις να αναθεωρήσουν την ορθότητα των παραδοσιακών ενεργητικών προσεγγίσεων και να υιοθετήσουν νομισματικούς στόχους διάφορων ειδών.

Οι νομισματικοί στόχοι συνήθως βοηθούσαν τις κεντρικές τράπεζες να μειώσουν το πληθωρισμό σε χαμηλά επίπεδα. Όμως ενώ η ανάπτυξη της ποσότητας του χρήματος παρείχε χρήσιμες πληροφορίες για ενδεχόμενους πληθωριστικούς κινδύνους μακροπρόθεσμα, έδινε ελάχιστες πληροφορίες για τους άμεσους κινδύνους που απειλούσαν τη σταθερότητα των τιμών.

Σκεπτόμενοι την ελλιπή πληροφόρηση που παρέχει η ανάπτυξη του χρήματος έψαξαν να βρουν άλλους παράγοντες που να μπορούν να προβλέψουν τις μελλοντικές αλλαγές στο επίπεδο των τιμών. Το επίπεδο της παραγωγικότητας είναι ένας σημαντικός παράγοντας καθορισμού των μελλοντικών αλλαγών των τιμών. Αν η παραγωγικότητα υπερβαίνει το επίπεδο δυναμικότητας της οικονομίας, η οικονομία υποφέρει από έλλειψη εργατικών μονάδων και από παραγωγική δυσχέρεια με αποτέλεσμα να οδηγούνται προς τα άνωθεν οι τιμές και οι μισθοί. Αντιθέτως αν η παραγωγικότητα είναι κάτω από το επίπεδο δυναμικής της τότε υπάρχει υψηλή ανεργία και υπερβολική παραγωγική δυναμικότητα πιέζοντας τις τιμές προς τα κάτω. Οι κεντρικές τράπεζες που θέλουν να έχουν συνεχώς χαμηλό πληθωρισμό πρέπει να λάβουν υπόψη τους το επίπεδο παραγωγικότητας στη διαμόρφωση της νομισματικής πολιτικής τους. Καθώς η μέτρηση του παραγωγικού επιπέδου ενέχει πολλές δυσκολίες, οι κεντρικές τράπεζες στη πράξη παρακολουθούν πολλούς δείκτες που παρέχουν πληροφορίες για την κυκλική κατάσταση της οικονομίας.

Εάν οι κεντρικές τράπεζες παρακολουθούν μια ποικιλία κυκλικών παραγόντων τότε οι πολιτικές τους τείνουν να γίνουν ενεργητικές. Δεν εμμένουν σε μια σταθερή πολιτική που καθορίζεται από έναν αυστηρό νομισματικό στόχο. Αντ'αυτού προσαρμόζουν τη νομισματική πολιτική όταν νέες πληροφορίες

προκύπτουν από την διαδικασία παρακολούθησης των δεικτών που προειδοποιούν για πληθωριστικό ή αποπληθωριστικό κίνδυνο. Ενώ οι κεντρικές αυτές τράπεζες αψηφούν τη μονεταριστική γνώμη εναντίων της ενεργητικής πολιτικής, οι στρατηγικές τους δεν συνεπάγονται επιστροφή στις άσχημες πληθωριστικές μέρες του '60 και '70. Είναι σημαντικό να τονίσουμε ότι η ενεργητική πολιτική μπορεί να είναι σταθερή ή ασταθή.

Μια σταθερή ενεργητική πολιτική βρίσκεται κοντά στις μονεταριστικές αρχές διότι βασίζεται σε ένα καλοσχεδιασμένο πλαίσιο νομισματικής πολιτικής κατάλληλο να ευνοήσει την σταθερότητα των τιμών. Αντίθετα με τους αυστηρούς νομισματικούς στόχους των μονεταριστών, το πλαίσιο πολιτικής που καθορίζει τη ενεργητική συμπεριφορά είναι περίπλοκο. Για να εξασφαλισθεί η σταθερότητα των τιμών το πλαίσιο αυτό υποχρεώνει τους ιθύνοντες των κεντρικών τραπεζών να προσαρμόσουν τα μέσα πολιτικής τους- στη σημερινή εποχή συνήθως τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια- στις κύριες αλλαγές σε μεταβλητές όπως ο πληθωρισμός, το επίπεδο παραγωγικότητας, η αύξηση του χρήματος και η συναλλαγματική ισοτιμία. Οι ιθύνοντες πρέπει να αντιδράσουν στις μεταβολές αυτών των παραγόντων με σταθερό και προβλέψιμο τρόπο. Η κεντρικές τράπεζες δηλαδή πρέπει να θέσουν την νομισματική πολιτική τους σε μια βάση σταθερής και προβλέψιμης λειτουργίας και συμπεριφοράς. Ακόμα και οι μονεταριστές(π.χ. Meltzer, 1987) παραδέχονται πλέον ότι ένα καλοσχεδιασμένο πλαίσιο νομισματικής πολιτικής μπορεί να προτρέψει τις κεντρικές τράπεζες να αλλάζουν τους νομισματικούς στόχους και τα μέσα συχνά.

Στα καλοσχεδιασμένα πλαίσια πολιτικής το επίπεδο παραγωγικότητας διαδραματίζει έναν πολύ σημαντικό ρόλο καθώς δίδει επιπλέον πληροφόρηση για το μελλοντικό πληθωρισμό. Όσο το εφαρμοζόμενο πλαίσιο είναι σχεδιασμένο να προλαμβάνει το πληθωρισμό ή τον αποπληθωρισμό, τότε και τα δύο είδη των τραπεζών-FED και EKT- είναι πιθανό να συμπεριφέροντε με παρόμοιο τρόπο παρά το γεγονός ότι ο συντελεστής βαρύτητας της παραγωγικότητας στην πολιτική τους δεν είναι ο ίδιος.

Το να αντιδράς στο επίπεδο παραγωγικότητας εντός ενός καλοσχεδιασμένου πλαισίου πολιτικής διαφέρει έντονα από τις ασταθείς ενεργητικές πολιτικές που επικράτησαν στις δεκαετίες του '60 και '70. Οι κεντρικές τράπεζες που βασίζονται σε μια σταθερή ενεργητική πολιτική δεν αλλάζουν συνεχώς τους στόχους της πολιτικής τους. Δεν προάγουν τη σταθερότητα των τιμών σήμερα και τη σταθερότητα της παραγωγικότητας αύριο. Γνωρίζουν ότι δεν είναι δυνατόν να γίνονται τα πάντα σε όλους τους ανθρώπους. Δεν μπορούν να υποσχεθούν υψηλή παραγωγικότητα και απασχόληση διαρκώς. Αντί αυτού περιορίζουν τη δράση τους προσπαθώντας να μετριάσουν τις βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις σε παραγωγικότητα και απασχόληση ώστε να διατηρήσουν σταθερές τις τιμές (Rich, 2004).

3.2.3 Μήπως η ΕΚΤ πρέπει να ακολουθήσει μια ενεργητική πολιτική;

Την απάντηση σε αυτό το ερώτημα προσπάθησε να δώσει μια έρευνα του G.Rich το 2004. Εξέτασε και συνέκρινε τις ενέργειες και αντιδράσεις της ΕΚΤ και της FED. Ήθελε να διαπιστώσει αν η FED ενίσχυσε περισσότερο την πραγματική ανάπτυξη σε σχέση με την ΕΚΤ, όπως πολλοί αναλυτές ισχυρίζονται. Εξέτασε τα επιτόκια των δύο τραπεζών από την μία και το δείκτη τιμών του καταναλωτή και τη ανάπτυξη του πραγματικού ΑΕΠ από την άλλη. Η εξεταζόμενη περίοδος αρχίζει με το επίσημο ξεκίνημα της ΕΚΤ στις αρχές του 1999 και ολοκληρώνεται στο τέλος του 2003. Τα συμπεράσματα της μελέτης αυτής λοιπόν σχολιάζονται αμέσως παρακάτω.

Ένα συμπέρασμα που μπορεί να εξαχθεί είναι ότι η FED δεν ήταν απόλυτα επιτυχής στο να ενισχύσει την πραγματική ανάπτυξη. Για να αντιδράσουν στην ύφεση του 1999-2001 αντιμετώπισαν ένα δίλλημα. Στην προσπάθειά τους να βγουν από την ύφεση ελλόχευε ο πληθωριστικός κίνδυνος. Σε μια τέτοια στρατηγική τα ασαφή μακροοικονομικά στοιχεία μπορεί να οδηγήσουν τους διοικούντες στη λήψη ακατάλληλων νομισματικών αποφάσεων. Παρά το γεγονός ότι η FED φημίζεται για την ικανότητά της να ενισχύει την πραγματική ανάπτυξη

χωρίς να διακινδυνεύει τη σταθερότητα των τιμών, το επεισόδιο του 1999-2001 μας έδειξε ότι ακόμα και η FED μπορεί να κάνει λάθη καθώς επιφορτίζεται με ασαφή δεδομένα όταν σχεδιάζει την πολιτική της.

Ενώ η FED-με τη γνώση που έχουμε σήμερα- άργησε να ανταποκριθεί στην κρίση του 1999-2001, αυτό δεν συνεπάγεται ότι η ενεργητική της πολιτική ήταν όλη λάθος. Μόλις αποφάσισε να αλλάξει ταχύτητα βοήθησε την οικονομία των ΗΠΑ να ανακάμψει. Παρότι τα ασαφή οικονομικά στοιχεία περιπλέκουν τη διαδικασία λήψης αποφάσεων, δεν σημαίνει ότι εμποδίζουν την εφαρμογή σταθερών ενεργητικών πολιτικών. Οι ενστάσεις των μονεταριστών σχετικά με την ορθότητα της ενεργητικής πολιτικής περιέχουν δόση αληθείας. Είναι πιθανών ακολουθώντας μια ενεργητική πολιτική οι κεντρικές τράπεζες να διακινδυνεύσουν το κύριο στόχο της διατήρησης σταθερών τιμών αν επιμείνουν πολύ να εξισορροπήσουν τελείως τις κυκλικές κρίσεις της οικονομικής δραστηριότητας.

Στα πρώτα της χρόνια της ύφεσης του 1999-2001 η ΕΚΤ λόγω των ασαφών οικονομικών στοιχείων οδηγήθηκε και αυτή σε υπερεκτίμηση της κατάστασης της οικονομίας. Βέβαια τα δεδομένα της ΕΚΤ για την ανάπτυξη του πραγματικού ΑΕΠ ήταν λιγότερο παραπλανητικά εν συγκρίσει με αυτά της FED. Σύμφωνα πάντως με τα διαθέσιμα στοιχεία δεν είναι ξεκάθαρο κατά πόσο η FED έκανε καλύτερη δουλειά στην αντιμετώπιση της ύφεσης σε σχέση με την ΕΚΤ.

Βέβαια η ανάκαμψη που σημειώθηκε στην Αμερική από το καλοκαίρι του 2003 ήταν πιο δυναμική σε σχέση με τη νωθρή ανάπτυξη στην Ευρώπη. Η νομισματική πολιτική δεν είναι όμως ο μόνος παράγοντας που επηρέασε τη πρόσφατη ανάκαμψη. Η ΕΚΤ ακολούθησε μια σε μεγάλο βαθμό προσεκτική προσέγγιση έστω και αν αντέδρασε αρκετά ταχέως στη κυκλική ύφεση του 1999-2001. Τα πρώτα χρόνια ενδιαφερόταν ορθά για την αξιοπιστία της. Καθώς ο πληθωρισμός ήταν πάνω από το επιθυμητό όριο του 2%, η ενασχόληση με την αντιμετώπιση της ύφεσης περιορίστηκε. Για να αντιμετωπιστεί ο πληθωρισμός έπρεπε να εφαρμοστεί μια προσεκτική 'χαλαρή' νομισματική πολιτική.

Συμπερασματικά, όσοι ισχυρίζονται ότι η ΕΚΤ δεν μπορεί να ενισχύσει την πραγματική ανάπτυξη είναι πολύ υπερβολικοί. Η ΕΚΤ αντέδρασε πιο γρήγορα στην κρίση του 1999-2001 σε σχέση με τη FED. Και οι δύο τράπεζες χαλάρωσαν τη νομισματική πολιτική τους, ενώ η FED αντέδρασε πιο δυναμικά με μεγαλύτερες μειώσεις των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων σε σχέση με τη ΕΚΤ. Το βασικό συμπέρασμα είναι ότι η ανταπόκριση της ΕΚΤ δεν είναι τόσο βραδυκίνητη όσο οι επικριτές της πιστεύουν (Rich, 2004).

3.2.4 Η άποψη της ΕΚΤ διαμέσου του προέδρου της σχετικά με την ενεργητική πολιτική

Η ΕΚΤ και η FED διαφέρουν στη νομισματική πολιτική στο θέμα του ποιος είναι ο κατάλληλος βαθμός ενεργητικής πολιτικής που πρέπει να υιοθετούν οι κεντρικές τράπεζες. Ο πρόεδρος της ΕΚΤ έχει εκφράσει²⁷ την αντίθεσή του στην ενεργητική πολιτική καθώς υπάρχουν δυσκολίες στη συλλογή λεπτομερών δεδομένων ώστε η ενεργητική πολιτική να καταστεί εφικτή.

Ο Jean-Claude Trichet ισχυρίζεται ότι οι διαφορές στο επίπεδο ενεργητικότητας των πολιτικών μπορούν απόλυτα να εξηγηθούν σύμφωνα με τις διαφορές στις συνθήκες της οικονομίας. Όμως ακόμα αναφέρει ότι υπάρχει διαφορά στις απόψεις σχετικά με την ενεργητική πολιτική που δημιουργεί τις διαφορές στις πολιτικές.

Υπάρχει διαφορά ανάμεσα στην ατομική αξιοπιστία και στην αξιοπιστία του οργανισμού ολόκληρου. Ο προηγούμενος πρόεδρος της FED Greenspan απολάμβανε μεγάλου βαθμού προσωπική αξιοπιστία με αποτέλεσμα να μπορεί να διαμορφώσει ο ίδιος τις συνθήκες της πολιτικής της FED με τη πλήρη πίστη εκ μέρους των αγορών. Στις άλλες όμως κεντρικές τράπεζες δεν μπορεί να γίνει αυτό. Όμως δεν αρκεί η προσωπική αξιοπιστία. Η κεντρική τράπεζα πρέπει να τυγχάνει αξιοπιστίας ως ολότητα διότι μόνο τότε όταν αποσυρθεί ο έχων την

²⁷ Η δήλωση του προέδρου της ΕΚΤ έλαβε χώρα στο Συμπόσιο της FED στο Jackson Hole, Wyoming το 2005

προσωπική αξιοπιστία διοικητής της κεντρικής τράπεζας θα αποφευχθεί η χρηματοοικονομική αναταραχή.

Ο Greenspan εφάρμοσε μια ευέλικτη προσέγγιση στη νομισματική του πολιτική παρά μια προσέγγιση που δεσμεύεται σε συγκεκριμένο κανόνα με καλοσχεδιασμένους στόχους. Ένα μεγάλο μέρος από τη πρόσφατη όμως οικονομική σταθερότητα προέρχεται κυρίως από τις προσδοκίες για χαμηλό πληθωρισμό, κάτι το οποίο προκύπτει από την αξιοπιστία της κεντρικής τράπεζας συνολικά. Κανείς δεν ξέρει με σιγουριά ποιος θα είναι ο επόμενος πρόεδρος σε μια κεντρική τράπεζα και πια πολιτική θα επιθυμεί να υιοθετήσει στο μέλλον. Για αυτό η αξιοπιστία της κεντρικής τράπεζας έρχεται πρώτη σε σχέση με την αξιοπιστία ενός προσώπου. Αυτό οδηγεί σε δέσμευση σε κανόνες και σε ρητούς, καλοχαραγμένους, διαφανείς νομισματικούς στόχους καθώς και διαφανείς διαδικασίες για την υλοποίηση των στόχων.

Ας δούμε τώρα αναλυτικά τις απόψεις του προέδρου της ΕΚΤ σχετικά με το θέμα της ενεργητικής πολιτικής.

“ Το γεγονός ότι η ΕΚΤ έχει κινηθεί τα τελευταία 2-3 χρόνια λιγότερο από την FED έχει δημιουργήσει μια ενδιαφέρουσα συζήτηση αναφορικά με την ενεργητική πολιτική των κεντρικών τραπεζών.

Ενώ η κεντρική τράπεζα πρέπει πάντα να είναι έτοιμη να αναλάβει επιθετική δράση αν χρειαστεί, ένα καλοσχεδιασμένο θεσμικό πλαίσιο με πρωταρχικό στόχο τη σταθερότητα των τιμών και η υιοθέτηση μιας ξεκάθαρης νομισματικής πολιτικής που δεν προσπαθεί να επηρεάσει απευθείας τον επιχειρηματικό κύκλο, μπορεί να καταστήσει την μεταγενέστερη ενεργητική πολιτική μη αναγκαία σε πολλές περιπτώσεις. Η ξεκάθαρη αυτή πολιτική μπορεί να στηρίξει καλύτερα την οικονομική δραστηριότητα και να ελαχιστοποιήσει την μακροοικονομική αστάθεια.

Η κεντρική τράπεζα μπορεί να κάνει χρήση όλων των επιλογών για να αντιδράσει σε καταστάσεις που υπονομεύουν την εμπιστοσύνη και διαταράσσουν τις συνθήκες της αγοράς για μεγάλη περίοδο. Για παράδειγμα μετά τα δραματικά

γεγονότα της 9/11 η ΕΚΤ πήρε άμεσες αποφάσεις παρέχοντας άφθονες ποσότητες ρευστού σε ευρώ. Αυτό αποδεικνύει ότι η ΕΚΤ είναι πρόθυμη να δράσει άμεσα και αποφασιστικά όταν χρειαστεί. Η προληπτική αντιμετώπιση των κρίσεων είναι αυτό που περιμένει κάποιος από ένα επαγγελματία κεντρικό τραπεζίτη. Όμως κάθε οικονομικό απρόοπτο είναι μοναδικό και άνευ προηγουμένου με αποτέλεσμα να απαιτεί διαφορετική ανταπόκριση από τις νομισματικές αρχές.

Η ΕΚΤ έχει αυξήσει τον αριθμό των συνελεύσεων στις οποίες τεκμηριώνει τις στρατηγικές της και προσεκτικά εξηγεί τις ενέργειες της σε ευρύ κοινό. Η ‘αποκάλυψη’ αυτή βοηθά στην διευκρίνιση του περιβάλλοντος της πολιτικής και των βασικών προσδοκιών. Δεν υπάρχει καλύτερος τρόπος να δημιουργηθεί η φήμη ότι η ΕΚΤ πράγματι ακολουθεί μια στρατηγική στη νομισματική πολιτική από το να επιτραπεί στο κόσμο να το συμπεράνει και να το αναγνωρίσει αυτό από την επαναλαμβανόμενη συμπεριφορά. Η συνεπής συμπεριφορά είναι απαραίτητη προϋπόθεση για τους εξωτερικούς παρατηρητές να καταλάβουν τις ενέργειες της ΕΚΤ και να πιστέψουν τις επίσημες αναγγελίες της. Η συμπεριφορά της ΕΚΤ έχει μια διαρκή σπουδαιότητα. Μπορεί να προσθέσει και να αναιρέσει μέρος της αξιοπιστίας με σημαντικό τρόπο.

Αν παρατηρήσουμε τι συνέβη στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού κατά την θητεία του Alan θα διαπιστώσουμε πόσο μεγάλη σημασία αποκτά η αρχή της αξιοπιστίας. Το γεγονός ότι η FED, κατά την διάρκεια των τελευταίων 18 χρόνων, έτυχε πολύ υψηλής αξιοπιστίας οδήγησε σε μεγάλη επιτυχία στο θέμα της διατήρησης σταθερών τιμών, παρά το γεγονός ότι απουσίαζε ένας ποσοτικός καθορισμός του επιπέδου που έπρεπε να είναι ο πληθωρισμός.

Η αξιοπιστία που έχει η ΕΚΤ της δίνει την ώθηση να ελέγχει τις πληθωριστικές προσδοκίες. Οι παρατηρητές και οι συμμετέχοντες στις αγορές έχουν σχηματίσει την πεποίθηση ότι η ΕΚΤ είναι έτοιμη και πρόθυμη να αντιδράσει όποτε αυτό καταστεί απαραίτητο χωρίς να αναχαιτιστεί από οιοδήποτε είδος δημόσιων πιέσεων από κύκλους όπως η πολιτική σφαίρα επιρροής.”(Thoma, 2005).

3.3 Ποια θα είναι η πορεία των επιτοκίων στο προσεχές μέλλον;

Στη τελευταία της συνεδρίαση στις 31/8/2006 η ΕΚΤ όπως αναμενόταν διατήρησε σταθερά τα επιτόκια στο 3%. Όμως ο πρόεδρος της ΕΚΤ κ. Trichet υπαινίχθηκε ότι η ΕΚΤ πρόκειται να αυξήσει τα επιτόκια στην επόμενη συνάντηση στις 5 Οκτώβρη. Επίσης έκανε νύξη ότι τα επιτόκια είναι πιθανών να αυξηθούν και άλλο μέχρι το τέλος του έτους. Στην εισαγωγική του δήλωση ο κ. Trichet σημείωσε ότι πρέπει να υπάρχει σκληρή επαγρύπνηση. Έχοντας το παράδειγμα των προηγούμενων αυξήσεων μες στο έτος, οι αγορές μεταφράζουν την λέξη ‘επαγρύπνηση’ ως προανακοίνωση για αύξηση των επιτοκίων στην επόμενη συνάντηση της ΕΚΤ. Αν συνυπολογίσουμε και τις αναθεωρημένες προς τα πάνω τελευταίες προβλέψεις της ΕΚΤ για πληθωρισμό και ανάπτυξη τότε μπορούμε να συμπεράνουμε ότι οι αυξήσεις θα είναι πάνω από μία και πάνω από τις προβλέψεις της αγοράς. Επίσης η επαναλαμβανόμενη αναφορά μες στη δήλωση του προέδρου για την ανάγκη για ‘προοδευτική άρση της νομισματικής διευκόλυνσης’ αντικατοπτρίζει την επιθυμία να μη σχηματιστεί στις αγορές η εντύπωση ότι ο κύκλος των επιτοκιακών αυξήσεων φθάνει στο τέλος του (Hughes, 2006).

Ενώ ο πρόεδρος της ΕΚΤ όταν ρωτήθηκε τι ακριβώς σημαίνει ‘σταδιακή άρση’, ως συνήθως δεν απάντησε ξεκάθαρα, το συμπέρασμα είναι ότι τα επιτόκια πρέπει να αυξηθούν, αλλά όχι επιθετικά. Το συμπέρασμα που εξάγεται από την συνέντευξη τύπου της ΕΚΤ είναι ότι η αυστηρότερη νομισματική πολιτική έχει και άλλο δρόμο να διανύσει.

Το καθαρότερο σημάδι για τις επερχόμενες επιτοκιακές αυξήσεις έρχεται από τις πρόσφατες σημαντικά αναθεωρημένες προς τα πάνω προβλέψεις της ΕΚΤ για την ανάπτυξη και τον πληθωρισμό. Ενώ τον Ιούνιο του 2006 οι προβλέψεις της ΕΚΤ μιλούσαν για αύξηση της ανάπτυξης κατά 2,1% και 1,8% για το 2006

και 2007 αντίστοιχα, οι νέες προβλέψεις του Σεπτεμβρίου δείχνουν σημαντική αύξηση της ανάπτυξης κατά 2,5% και 2,1% για 2006 και 2007 αντιστοίχως. Η παρουσία της εύρωστης αυτής ανάπτυξης και για το επόμενο έτος συνεπάγεται ότι η περαιτέρω αυστηρή νομισματική πολιτική ελλοχεύει λιγότερους κινδύνους για την ανάκαμψη της Ευρωζώνης. Με τις νέες αυτές προβλέψεις για την ανάπτυξη αντικρούονται οι ενστάσεις πολλών Υπουργών Οικονομικών ότι η πολιτική της ΕΚΤ θα βλάψει την ανάπτυξη. Ομολογουμένως ο κ. Trichet αναγνώριζε την ύπαρξη μακροπρόθεσμων κινδύνων που μπορούσαν να βλάψουν την ανάπτυξη, αλλά οι προβλέψεις για διατηρήσιμη δυνατή ανάπτυξη και για την επόμενη χρονιά επιτρέπουν στην ΕΚΤ να επαληθεύσει την άποψη της ότι τα υψηλότερα επιτόκια δεν πλήττουν την Ευρωπαϊκή Οικονομία.

Η τωρινή επιτοκιακή πολιτική της ΕΚΤ είναι εντελώς διαφορετική από την πολιτική της FED αυτό τον καιρό. Οι προοπτικές για μικρότερη ανάκαμψη είναι ο βασικός λόγος που η FED αποφεύγει νέες αυξήσεις επιτοκίων. Ύστερα από 17 συνεχόμενες αυξήσεις με τα επιτόκια να σκαρφαλώνουν από 1% στο 5,25%, η FED αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα τον Αύγουστο του 2006 στο 5,25%²⁸. Παρότι ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ παραμένει πάνω από τα επιθυμητά επίπεδα, οι προβλέψεις για μείωση της οικονομικής δραστηριότητας οδηγούν σε μείωση του πληθωρισμού. Σε πλήρη αντίθεση οι προοπτικές στην Ευρωζώνη για διατηρήσιμη οικονομική ανάκαμψη και για πληθωρισμό πάνω από το στόχο υποδηλώνουν την ανάγκη για περαιτέρω αυστηρή νομισματική πολιτική.

Η διαφορά αυτή των επιτοκιακών πολιτικών στις δύο όχθες του Ατλαντικού δεν έχει μέχρι τώρα επηρεάσει τις κινήσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών αλλά οι πολύ διαφορετικές επιτοκιακές προσεγγίσεις μπορεί να οδηγήσουν σε ένα αρκετά ισχυρό ευρώ στους επόμενους μήνες.

Ο πρόεδρος της ΕΚΤ παρότρυνε στη συνέντευξη τύπου τις χρηματοοικονομικές αγορές και τα μέσα ενημέρωσης να επικεντρώσουν την προσοχή τους στον πληθωρισμό παρά στην οικονομική ανάπτυξη. Ο βασικός

²⁸ Βλέπε Παράρτημα 17

στόχος είναι η σταθερότητα των τιμών. Η αναθεώρηση των προβλέψεων της ΕΚΤ για μεγαλύτερο πληθωρισμό για το 2006 και 2007 αποτελούν την μεγαλύτερη απειλή για το ενδεχόμενο επερχόμενων αυξήσεων. Με τις νέες προβλέψεις ο πληθωρισμός για το 2006 και 2007 εκτιμάται στο 2,4%, ενώ οι προηγούμενες προβλέψεις τον Ιούνιο του 2006 έδειχναν 2,3% και 2,2% αντίστοιχα. Ο προβλεπόμενος για το 2007 πληθωρισμός συνεπάγεται ότι ο πληθωρισμός θα παραμείνει αρκετά πάνω από το επιθυμητό για την ΕΚΤ επίπεδο του λίγο κάτω από 2%. Αν λάβουμε υπόψη και τη δήλωση του μέλους του Συμβουλίου της ΕΚΤ Axel Weber ότι και το 2008 ο πληθωρισμός θα παραμείνει πάνω από τα επιθυμητά επίπεδα, τότε φαίνεται ότι η ΕΚΤ θα αυξήσει τα επιτόκια παραπάνω από το επίπεδο που οι αγορές έχουν προβλέψει.

Το ενδιαφέρον των αγορών τις τελευταίες βδομάδες έχει στραφεί στη προοπτική επιβράδυνσης της Αμερικανικής οικονομίας. Δυσοίωνες προβλέψεις μιλούν για εξασθένηση και στην οικονομική ανάπτυξη της ευρωζώνης. Οι προοπτικές για εξασθένηση της παγκόσμιας οικονομίας μπορεί να βάλουν φραγμούς στις αυξήσεις των επιτοκίων εκ μέρους της ΕΚΤ στο 2007. Βεβαίως οι προβλέψεις της ΕΚΤ είναι διαφορετικές καθώς η ανάπτυξη αναμένεται να υπερβεί το δυναμικό της και ο πληθωρισμός να υπερβεί το στόχο κατά το 2007. Η ΕΚΤ δεν επιθυμεί οι αγορές να σχηματίσουν την εντύπωση ότι το τέλος του κύκλου των επιτοκιακών αυξήσεων είναι ενόψει. Η αυστηρή νομισματική πολιτική έχει δρόμο ακόμα να διανύσει.

Στην επόμενη συνάντηση του διοικητικού συμβουλίου στις 5 Οκτώβρη του 2006 που θα γίνει στο Παρίσι ο κ. Trichet αναμένεται να ανακοινώσει ότι οι αυξήσεις στα επιτόκια πρέπει να συνεχιστούν και στο 2007. Τώρα αν θα φθάσουν το 4% ή και περισσότερο (Gilbert, 2006) όπως πολλοί αναλυτές αναμένουν, μένει να περιμένουμε να το διαπιστώσουμε και στην πράξη.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Όσον αφορά τη Διεθνή Αγορά Συναλλάγματος αξίζει να αναφερθεί ότι έχει παρουσιάσει σημαντική ανάπτυξη παγκοσμίως. Είναι μακράν η μεγαλύτερη αγορά στο κόσμο, σε όρους αξίας συναλλαγών. Τα χρηματοοικονομικά κέντρα με το μεγαλύτερο όγκο συναλλαγών συναλλάγματος είναι του Λονδίνου, της Νέας Υόρκης, του Τόκιο και της Σιγκαπούρης.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ακολουθεί το σύστημα των Κυμαινόμενων Ισοτιμιών το οποίο παρουσιάζει κάποια πλεονεκτήματα αλλά και μειονεκτήματα έναντι του συστήματος των Σταθερών Συναλλαγματικών Ισοτιμιών. Το ευρώ παρότι γνώρισε σημαντική υποτίμηση στα πρώτα χρόνια του στη συνέχεια ανέκαμψε και τα τελευταία χρόνια ανατιμάται έναντι των κυριότερων νομισμάτων. Η ΕΚΤ ακολουθεί ουδέτερη συναλλαγματική πολιτική ώστε να μπορεί απερίσπαστη να ασχοληθεί αποκλειστικά με τη νομισματική πολιτική. Η ουδέτερη αυτή στάση παύει μόνο όταν παρουσιάζονται πληθωριστικοί κίνδυνοι, όπως συνέβη το 2000 όπου και η ΕΚΤ παρενέβη-μαζί με άλλες κεντρικές τράπεζες-ενεργά στην Αγορά Συναλλάγματος για να σταματήσει την υποτίμηση του ευρώ.

Επίσης οι ιθύνοντες της ΕΚΤ φαίνεται το τελευταίο καιρό να υιοθετούν μια τάση υπέρ του σκληρού ευρώ κυρίως διότι ένα ανατιμημένο ευρώ αποτελεί ασπίδα προστασίας απέναντι στους πληθωριστικούς κινδύνους. Το σκληρό ευρώ δεν έχει τόσο αρνητικές επιπτώσεις όσο παλαιότερα πίστευε η ΕΚΤ και γι' αυτό φαίνεται πλέον να το ευνοεί.

Όμως η ύπαρξη ενός ανατιμημένου ευρώ αντικατοπτρίζει κυρίως το γεγονός ότι το δολάριο είναι ασθενές. Και είναι ασθενές λόγω των 'δίδυμων' ελλειμμάτων της Αμερικανικής οικονομίας που δημιουργούν ανησυχία στις χρηματαγορές και ωθούν την FED σε πολιτική ελεγχόμενης υποτίμησης του δολαρίου για να μειώσει τα ελλείμματα. Τα 'δίδυμα' αυτά ελλείμματα είναι το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και το δημοσιονομικό έλλειμμα.

Τα δέκα νέα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης βρίσκονται σε διαδικασία εισόδου στην Ευρωζώνη. Απαραίτητη προϋπόθεση για να υιοθετήσουν το ευρώ είναι η παραμονή τους στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών II τουλάχιστον για δυο χρόνια. Οι ημερομηνία υιοθέτησης του ευρώ δεν θα είναι ίδια για όλες τις χώρες καθώς εξαρτάται από το πότε κάθε χώρα θα ικανοποιήσει τα απαιτούμενα κριτήρια σύγκλισης. Η Δανία και το Ηνωμένο Βασίλειο δεν υποχρεούνται, σε αντίθεση με τη Σουηδία, να εισέλθουν στην ευρωζώνη εκτός αν οι κυβερνήσεις τους αποφασίσουν διαφορετικά.

Τέλος όσον αφορά την επιτοκιακή πολιτική, ύστερα από 2,5 χρόνια σταθερών επιτοκίων στο 2% υπάρχει μια πολιτική αυξήσεων στις μέρες μας. Η ΕΚΤ εφαρμόζει μια ορθολογιστική μονεταριστική πολιτική σε αντίθεση με την FED που ακολουθεί μια πιο ενεργητική πολιτική. Το ποια πολιτική είναι πιο αποτελεσματική δεν είναι ξεκάθαρο. Το σίγουρο είναι ότι η ΕΚΤ λόγω των πληθωριστικών κινδύνων που υπάρχουν πρόκειται να αυξήσει και άλλο τα επιτόκια πάνω από το επίπεδο του 3% που βρίσκονται σήμερα.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

1. Πίνακας 1:

**Συνολικός κύκλος εργασιών στη Διεθνή Αγορά Συναλλάγματος
Παγκοσμίως**

Daily averages in April, in billions of US dollars						
	1989	1992	1995	1998	2001	2004
Spot transactions	317	394	494	568	387	621
Outright forwards	27	58	97	128	131	208
Foreign exchange swaps	190	324	546	734	656	944
Estimated gaps in reporting	56	44	53	60	26	107
Total "traditional" turnover	590	820	1,190	1,490	1,200	1,880
<i>Memo: Turnover at April 2004 exchange rates²</i>	650	840	1,120	1,590	1,380	1,880

¹ Adjusted for local and cross-border double-counting. ² Non-US dollar legs of foreign currency transactions were converted from current US dollar amounts into original currency amounts at average exchange rates for April of each survey year and then reconverted into US dollar amounts at average April 2004 exchange rates.

2. Πίνακας 2:

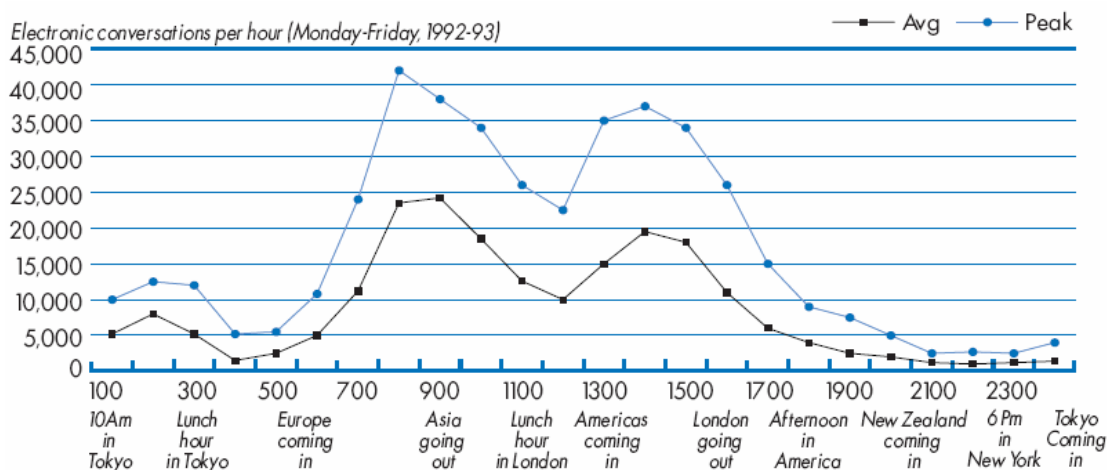
**Συνολικός κύκλος εργασιών στη Διεθνή Αγορά Συναλλάγματος ανά
κατηγορία συναλλασσόμενων**

As a percentage of global turnover				
	1995	1998	2001	2004
With reporting dealers	64	64	59	53
With other financial institutions	20	20	28	33
With non-financial customers	16	17	13	14
Local	46	46	43	38
Cross-border	54	54	57	62

¹ Adjusted for local and cross-border double-counting. Excludes estimated gaps in reporting.

3. Διάγραμμα 1:

Οι επί εικοσιτετραώρου βάσεως ρυθμοί συναλλαγών της Διεθνούς Αγοράς Συναλλάγματος



Note: Time (0100-2400 hours, Greenwich Mean Time)
Source: Reuters

4. Πίνακας 3:

Κατανομή του συνολικού κύκλου εργασιών της Διεθνούς Αγοράς Συναλλάγματος ανά νόμισμα

Percentage shares of average daily turnover in April					
	1992	1995	1998	2001	2004
US dollar	82.0	83.3	87.3	90.3	88.7
Euro	.	.	.	37.6	37.2
Deutsche mark	39.6	36.1	30.1	.	.
French franc	3.8	7.9	5.1	.	.
ECU and other EMS currencies	11.8	15.7	17.3	.	.
Japanese yen	23.4	24.1	20.2	22.7	20.3
Pound sterling	13.6	9.4	11.0	13.2	16.9
Swiss franc	8.4	7.3	7.1	6.1	6.1
Australian dollar	2.5	2.7	3.1	4.2	5.5
Canadian dollar	3.3	3.4	3.6	4.5	4.2

5. Πίνακας 4:

**Συνολικός κύκλος εργασιών της Διεθνούς Αγοράς Συναλλάγματος
ανά συναλλασσόμενο ζεύγος νομισμάτων**

Daily averages in April, in billions of US dollars and per cent								
	1995		1998		2001		2004	
	Amount	% share	Amount	% share	Amount	% share	Amount	% share
US dollar/euro	.	.	.	.	354	30	501	28
US dollar/mark	254	22	291	20	.	.	.	.
US dollar/French franc	51	4	58	4	.	.	.	.
US dollar/ECU	18	2	17	1	.	.	.	.
US dollar/other EMS	104	9	176	12	.	.	.	.
US dollar/yen	242	21	257	18	231	20	206	17
US dollar/sterling	78	7	118	8	125	11	245	14
US dollar/Swiss franc	61	5	79	5	57	5	78	4
US/Canadian dollar	38	3	50	3	50	4	71	4
US/Australian dollar	29	3	42	3	47	4	90	5
US dollar/other	72	6	172	12	195	17	292	16
Euro/yen	.	.	.	.	30	3	51	3
Euro/sterling	.	.	.	.	24	2	43	2
Euro/Swiss franc	.	.	.	.	12	1	26	1
Euro/other	.	.	.	.	21	2	39	2

6. Πίνακας 5:

Συνολικός κύκλος εργασιών της Διεθνούς Αγοράς Συναλλάγματος του Λονδίνου

Daily averages in billions of US dollars

Instrument	April 2005	October 2005
Spot transactions	230	257
Outright forwards	50	66
Foreign exchange swaps	390	467
Total 'traditional' foreign exchange turnover	670	789
Currency Swaps	4	5
Foreign Exchange Options	65	69
Total OTC foreign exchange derivatives turnover	70	73

Adjusted for double counting of deals between survey contributors.
Totals may not sum due to rounding.

7. Πίνακας 6:

Κατανομή του συνολικού κύκλου εργασιών ανά νόμισμα

Percentage shares of average daily turnover

Currency	April 2005	October 2005
US dollar	87	87
Euro	45	44
Pound Sterling	21	21
Japanese yen	16	16
Other currencies	31	32
All currencies	200	200

As two currencies are involved in each transaction, the sum of the percentage shares of individual currencies total 200 per cent instead of 100 per cent. The figures are adjusted for double-counting of deals between survey contributors. Totals may not sum due to rounding.

8. Πίνακας 7:

Συνολικός κύκλος εργασιών ανά ζεύγος νομισμάτων

Daily averages in billions of US dollars and percentage shares

Currency pair	April 2005		October 2005	
	Amount	Proportion of total (%)	Amount	Proportion of total (%)
USD/EUR	255	34	289	34
USD/GBP	115	16	140	16
USD/JPY	97	13	114	13
USD/CHF	36	5	37	4
USD/AUD	30	4	30	3
USD/CAD	21	3	28	3
EUR/GBP	30	4	31	4
EUR/JPY	19	3	17	2
EUR/CHF	14	2	15	2
GBP/JPY	3	0.4	4	0.4
Other currency pairs	121	16	159	18
All currency pairs	739	100	863	100

Adjusted for double counting of deals between survey contributors.

9. Πίνακας 8:

Συνολικός κύκλος εργασιών στη Διεθνή Αγορά Συναλλάγματος της Νέας Υόρκης

All data reported in millions of U.S. Dollars
Average Daily Volume

Instrument	Current Amount Reported	Dollar Change over Previous Year	Percent Change over Previous Year
Spot Transactions	211,799	43,365	25.7
Forward Transactions	73,190	24,181	49.3
Foreign Exchange Swaps Transactions	155,134	37,177	31.5
Over the Counter Options	36,731	701	1.9
GRAND TOTAL	476,854	105,423	28.4

10. Πίνακας 9:

Συνολικός κύκλος εργασιών στη Διεθνή Αγορά Συναλλάγματος της Σιγκαπούρης

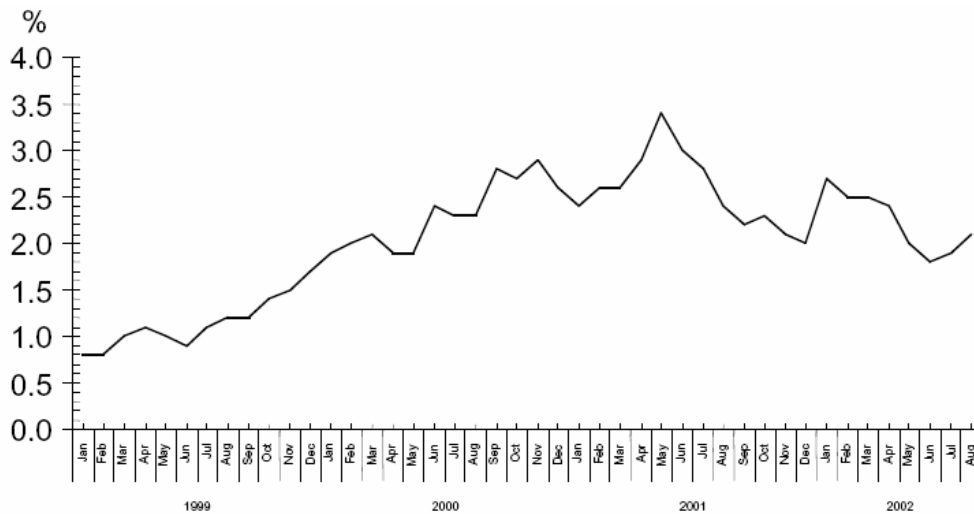
Average Daily Volume

Instrument	October 2005 (US\$ mn)
Spot transactions	55,850
Outright forwards	19,914
Foreign exchange swaps	71,423
Total foreign exchange turnover	147,188
Currency swaps	9,476
Foreign exchange options	10,679
Total foreign exchange derivatives turnover	20,155

*: adjusted for double counting of deals between survey contributors

11. Διάγραμμα 2:

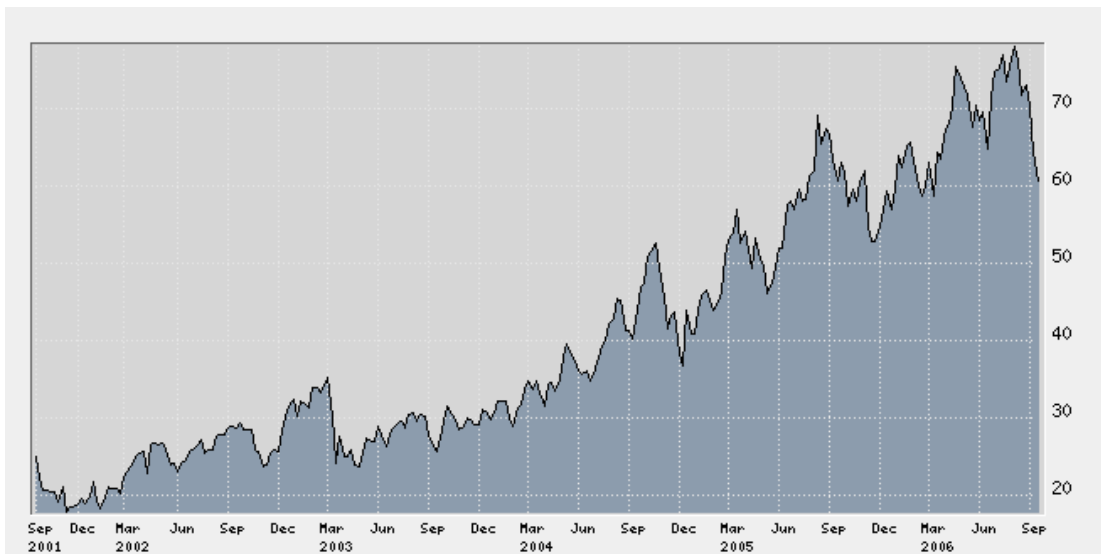
Πληθωρισμός στην Ευρωζώνη (ΔΤΚ)



(Ιανουάριος 1999-Αύγουστος 2002)

12. Διάγραμμα 3:

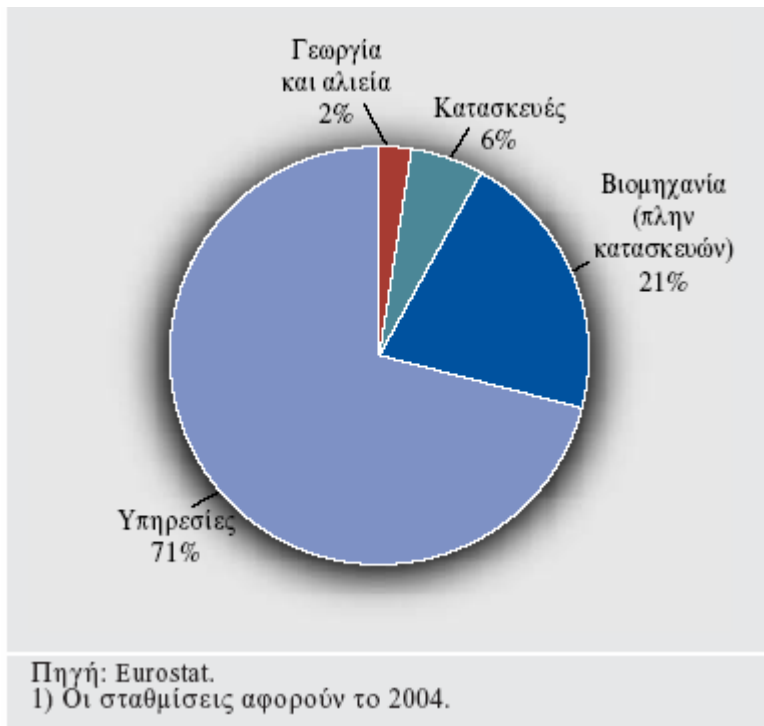
Τιμή Αργού Πετρελαίου κατηγορίας BRENT DTD



(Σεπτέμβριος 2001-Σεπτέμβριος 2006)

13. Σχήμα 1:

Ανάλυση της συνολικής πραγματικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας



14. Πίνακας 10:

Οικονομικά στοιχεία της οικονομίας της Ευρωζώνης και των Η.Π.Α.

	Euro Area		United States	
	1992-2001	2002-2005	1992-2001	2002-2005
Real GDP (percentage change from previous year)	2.1	1.25	3.38	3.025
Foreign balance contributions to changes in real GDP	0.23	-0.075	-0.46	-0.525
Labour productivity in the business sector	1.47	0.575	1.89	2.925
Standardized unemployment rates *up to 2004	9.66	8.633	5.38	5.766
Consumer price indexes	2.62	2.175	5.71	2.5
General government financial balances	-3.29	-2.775	-1.79	-4.3
Short term interest rate	5.71	2.475	4.99	2.025
Effective exchange rates *2005 assumption	103.92	117.875	86.9	98.3
Trade balances for goods and services	95.42	176.025	-164.82	-564.825
Current account balances, bn \$	21.58	20.025	-195.57	-617.175
Current account balances, as a percentage of GDP	0.32	0.325	-2.22	-5.35

Source: OECD Economic Outlook, Volume 2005/2, No. 78, December

15. Διαδικασία της 'μιας πληρωμής μετά την άλλη'

Διαδικασία της «μιας πληρωμής μετά την άλλη»

Σε περίπτωση παρέμβασης στα όρια του περιθωρίου διακύμανσης, τόσο η ΕΚΤ όσο και οι ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ εφαρμόζουν τη διαδικασία της «μιας πληρωμής μετά την άλλη» (payment after payment procedure). Οι ΕθνΚΤ εκτός ζώνης ευρώ που συμμετέχουν στον ΜΣΙ ΙΙ εφαρμόζουν τη διαδικασία αυτή όταν ενεργούν ως ανταποκρίτριες τράπεζες των ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ και της ΕΚΤ σύμφωνα με το παρόν παράρτημα· την ίδια διαδικασία δύνανται, κατά την κρίση τους, να υιοθετήσουν σε περίπτωση παρέμβασης στα όρια του περιθωρίου διακύμανσης οι ΕθνΚΤ εκτός ζώνης ευρώ που συμμετέχουν στον ΜΣΙ ΙΙ, κατά το διακανονισμό της παρέμβασης που έχουν πραγματοποιήσει για ίδιο λογαριασμό.

i) Γενικές αρχές

— Η διαδικασία της «μιας πληρωμής μετά την άλλη» εφαρμόζεται όταν η πραγματοποιούμενη παρέμβαση στα όρια του περιθωρίου διακύμανσης εντός του ΜΣΙ ΙΙ αφορά την ισοτιμία του ευρώ έναντι των νομισμάτων των κρατών μελών εκτός ζώνης ευρώ που συμμετέχουν στον ΜΣΙ ΙΙ.

— Για να έχουν δικαίωμα παρέμβασης στα όρια του περιθωρίου διακύμανσης εντός του ΜΣΙ ΙΙ, οι αντισυμβαλλόμενοι απαιτείται να διατηρούν λογαριασμό στην ενδιαφερόμενη ΕθνΚΤ. Απαιτείται επίσης να διατηρούν διευθύνσεις S.W.I.F.T. ή/και να ανταλλάσσουν επικυρωμένους κωδικούς τηλετύπου με την εν λόγω ΕθνΚΤ ή την ΕΚΤ.

— Οι αντισυμβαλλόμενοι που έχουν δικαίωμα παρέμβασης στα όρια του περιθωρίου διακύμανσης εντός του ΜΣΙ ΙΙ μπορούν να πραγματοποιούν την παρέμβαση και απευθείας με την ΕΚΤ, εφόσον έχουν την ιδιότητα του αποδεκτού αντισυμβαλλόμενου και για τη διενέργεια πράξεων συναλλάγματος με την ΕΚΤ σύμφωνα με την κατευθυντήρια γραμμή ΕΚΤ/2000/1 της 3ης Φεβρουαρίου 2000 σχετικά με τη διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες και τα νομικά έγγραφα για πράξεις που αφορούν τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (1).

— Οι ΕθνΚΤ εκτός ζώνης ευρώ που συμμετέχουν στον ΜΣΙ ΙΙ ενεργούν ως ανταποκρίτριες τράπεζες των ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ και της ΕΚΤ.

— Όταν πραγματοποιείται παρέμβαση στα όρια του περιθωρίου διακύμανσης, η ενδιαφερόμενη ΕθνΚΤ ή η ΕΚΤ αποδεσμεύει το ποσό της πληρωμής για δεδομένη συναλλαγή της μόνο αφότου λάβει επιβεβαίωση της ανταποκρίτριάς της ότι το οφειλόμενο ποσό έχει πιστωθεί στο λογαριασμό της. Οι αντισυμβαλλόμενοι απαιτείται να καταβάλλουν εγκαίρως τα οφειλόμενα, ώστε οι ΕθνΚΤ και η ΕΚΤ να μπορούν να εκπληρώνουν τις αντίστοιχες υποχρεώσεις τους για καταβολή. Κατά συνέπεια, οι αντισυμβαλλόμενοι απαιτείται να καταβάλλουν τα σχετικά ποσά εντός προκαθορισμένης προθεσμίας.

ii) Προθεσμία για τη λήψη χρηματικών ποσών προερχόμενων από αντισυμβαλλόμενους

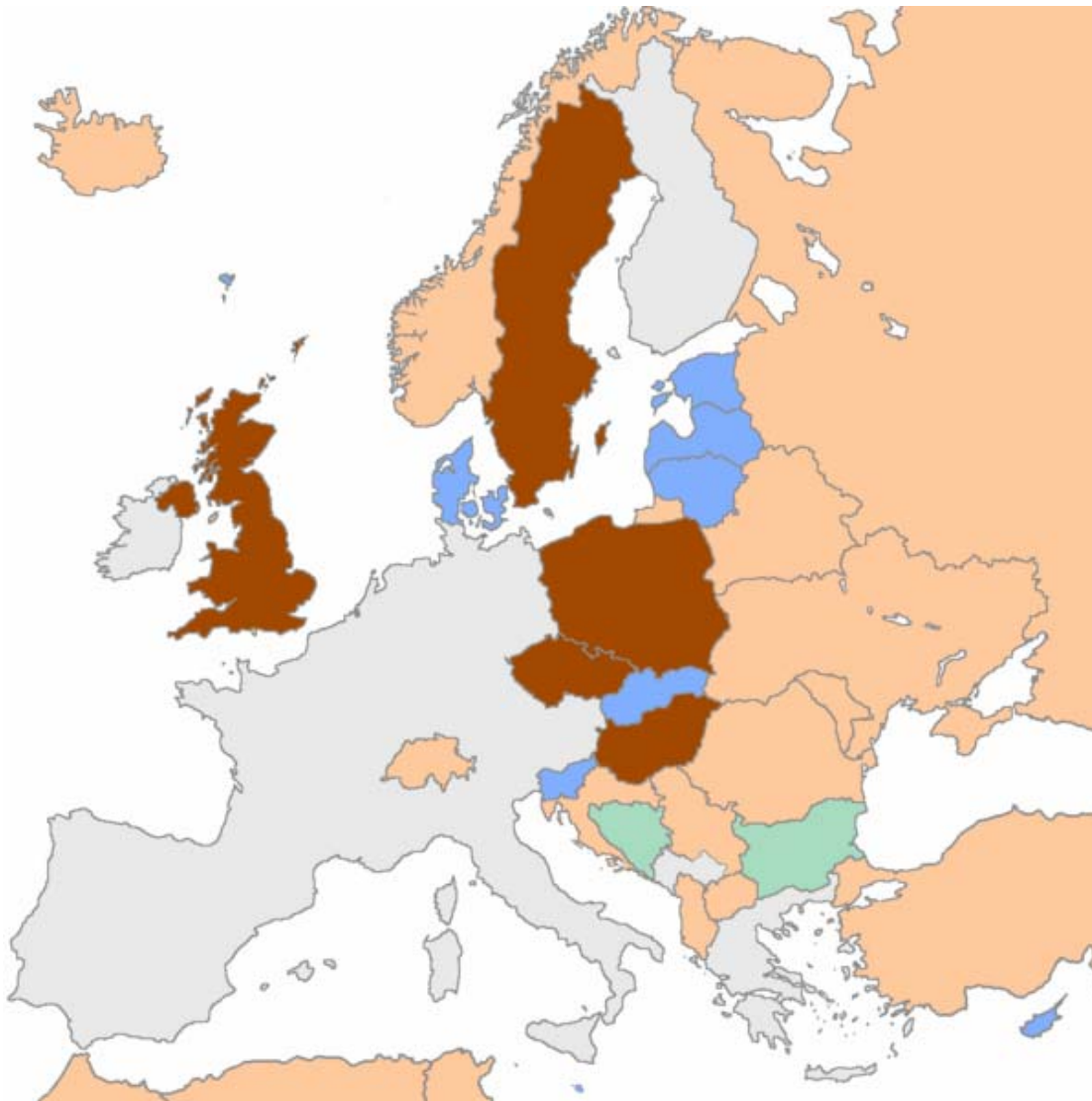
Οι αντισυμβαλλόμενοι καταβάλλουν τα ποσά της παρέμβασης το αργότερο την 1η μ.μ. ώρα ΕΚΤ (ώρα Κεντρικής Ευρώπης) της ημερομηνίας αξίας (valeur).

25.3.2006 C 73/26 Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης EL

(1) ΕΕ L 207 της 17.8.2000, σ. 24. Κατευθυντήρια γραμμή όπως τροποποιήθηκε τελευταία με την κατευθυντήρια γραμμή ΕΚΤ/2005/15 (ΕΕ L 345 της 28.12.2005, σ. 33).

16. Σχήμα 2:

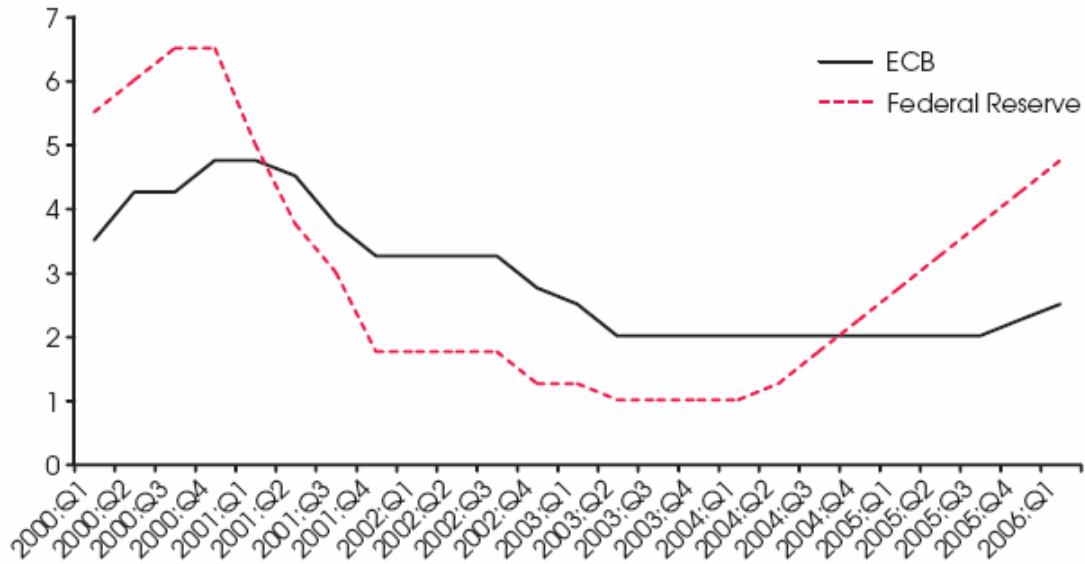
Η εικόνα της Ευρώπης αναφορικά με τα συστήματα των ισοτιμιών



- [ERM II](#) members
- EU members with free-floating currencies
- non-EU members with free-floating currencies
- non-EU members with currencies pegged to the euro

17. Διάγραμμα 4:

Επιτόκια σε Ευρωζώνη και Η.Π.Α.



ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Grauwe, Paul De., Πελαγίδης, Θ., Χορταρέας, Γ. (2003). «Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης», Αθήνα, Εκδόσεις Παπαζήσης.
- Λεβεντάκης, Ι. (2003). «Διεθνής Μακροοικονομική και Χρηματοοικονομική», Αθήνα, Εκδόσεις Σταμούλη.
- Γεωργακόπουλου, Θ., Λιανού, Θ., Μπένου, Θ., Τσεκούρα, Γ., Χατζηπροκοπίου, Μ., Χρήστου, Γ. (1998). «Εισαγωγή στην Πολιτική Οικονομία», Αθήνα, Εκδόσεις Μπένου.
- Καρφάκης, Κ. (2005). «Διεθνείς Νομισματικές Σχέσεις», Αθήνα, τυπωθήτω.
- Νούλας, Α. (2001). «Διεθνής Χρηματοδότηση», Πανεπιστημιακές Παραδόσεις, Νοέμβριος 2001

ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

Α. Ελληνική

- Ναυτεμπορική (2006). «Περισσότερα αρνητικά στην αύξηση επιτοκίων», σ.2.
- ΕΚΤ (2005). «Συναλλαγματικές ισοτιμίες και ισοζύγιο πληρωμών», ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 2005.
- ΕΚΤ (2004). «Συναλλαγματικές ισοτιμίες και ισοζύγιο πληρωμών», ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 2004.
- ΕΚΤ (2003). «Η μεγάλη ανατίμηση του ευρώ το 2003», ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 2003.
- ΕΚΤ (2002). «Το ευρώ ανατιμήθηκε έναντι των κυριότερων νομισμάτων το 2002», ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 2002.
- ΕΚΤ (2001). «Το ευρώ παρέμεινε σχετικά σταθερό κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2001», ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 2001.
- ΕΚΤ (2000). «Ανάκαμψη του ευρώ προς το τέλος του 2000», ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 2000.
- ΕΚΤ (1999). «Το ευρώ εξασθένησε στη διάρκεια του 1999», ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 1999.
- ΕΚΤ (2005). «Θέματα διαχείρισης κινδύνων», ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 2005.
- ΕΚΤ (2004). «Πράξεις συναλλάγματος», ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 2004.
- ΕΚΤ (2003). «Πράξεις συναλλάγματος», ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 2003.
- ΕΚΤ (2002). «Πράξεις συναλλάγματος», ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 2002.
- ΕΚΤ (2001). «Πράξεις συναλλάγματος», ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 2001.
- ΕΚΤ (2000). «Πράξεις συναλλάγματος», ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 2000.
- ΕΚΤ (1999). «Επένδυση συναλλαγματικών διαθεσίμων και ιδίων κεφαλαίων», ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 1999.
- ΕΚΤ (2005). «Εξελίξεις στην παραγωγή, τη ζήτηση και την αγορά εργασίας», ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση 2005
- Βασιλείου, Ε., Γεωργιάδης, Ν., Γκάμας, Δ., Μακρυάς, Χ., Σιδεράς, Σ., Τσουβελεκάκης, Δ. (1998). «Διεθνής Αγορά Χρήματος & Ομολόγων», *Money Show*.

- Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (2006). «Συμφωνία της 16^{ης} Μαρτίου 2006», *Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης*, Μάρτιος 2006.
- Τράπεζα της Ελλάδος (2005). «Οι αγορές συναλλάγματος», Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2004.

B. Ξένη

- Noyer, C. (2006). The Eurosystem 's Single Monetary Policy: A View from the Inside, In: *GIC Conference hosted by the Federal Reserve Bank of Philadelphia*, Philadelphia.
- Karisson, C. (2005) “What? Low interest rates don't ensure economic prosperity?”, June 2005.
- European Central Bank (2005). “More interest rate on the way, ECB Vice-President tells MEP ‘s”.
- Committee on Economic and Monetary Affairs (2005). “ECB now ready to raise interest rates, says Trichet”. In: *Monetary Dialogue with the European Central Bank*, November 2005.
- Hughes, A. (2006). “ECB set to Raise Interest Rates on August 3d”, *IIB Bank Economics Desk*, July 2006.
- Business Report (2006). “ECB raises interest rates”, August 2006.
- Edward (2005). “ECB Interest Rate Policy”, *A Fistful of Euros*, October 2005.
- Deutsche Bundesbank (2005). “Exchange rates and interest rate differentials: recent developments since the introduction of the euro”, Deutsche Bundesbank, Monthly Report, July 2005.
- ECB (2006). “Key ECB interest rates”, ECB, August 2006.
- Gerlach, S. (2005). “Interest Rates Settings by the ECB: Words and Deeds”, November 2005.
- Casares, M. (2006). “ECB Interest Rate smoothing”, *International Economic Trends*, May 2006.
- Kaltenthaler, K. (2003). “Managing the euro”, *European Union Politics*, Vol 4 (3), 329-349 p.
- ECB (2006). “Prices and Costs”, ECB, Monthly Bulletin, July 2006.

- ECB(2006). “Commodity Markets”, ECB, Monthly Bulletin, July 2006.
- Hubner, K. (2006). “Loosing by Default: The Case of the Euro-Dollar Exchange Rate”, *EUMA*, Vol. 2 (7).
- Patel, S., Berner, R. (2006). Business Conditions – Cruise Control? In: Global Economic Forum, May 2006, U.S.
- Mather, A. S. (2006). “Scott Mather Discusses PIMCO ‘s European Outlook and Strategy”, *PIMCO Bonds*, April 2006.
- McHugh, D. (2005). “Strong euro may hurt Europe”, *San Diego Union-Tribune*, January 2005.
- Trichet, C. (2004). “ECB chief laments dollar ‘s fall”, *BBC News*, November 2004.
- Bohme, H. (2004). “Strong euro Sparks Export Fears”, *Deutsche Welle*, November 2004.
- Cambell, R. (2003). “Careful what you wish for”, *Dilacerator*, May 2003.
- Krauss, M. (2006). “Is Europe turning toward a strong euro?”, *Project Syndicate*.
- CIB (2006). “Euro zone activity is gaining further momentum”, *OECD*, May 2006.
- Neuger, G. J. (2005). “EU Sees a Risk of Slower Growth Amid Strong Euro, Oil”, *Bloomberg*, April 2005.
- ETUC (2005). “Use the euro to shield Europe from exchange market turmoil”, *ETUC*, February 2005.
- Lahart, J. (2004). “Is the euro too strong?”, *Cnn/Money*, January 2004.
- Economist print edition (2003), “Grappling with the strong euro”, *European business*, Paris, June 2004.
- Alesina, A., Giavazzi, F. (2003). “The myth of the strong Euro”.
- Duisenberg, F.W. (1999). “Mr. Duisenberg considers the euro, the dollar and national economic policies: What room for manoeuvre?”, *BIS Review*, March 1999.
- Lien, K.(2006).”Strong Euro Should Deter ECB Rate Hike Next Week”, *Daily FX*, June 2006.

- Nieto, E.(2006). “ECB : “strong vigilance”, imminent rate hike”, *Servicio de Estudios Economicos*, April 2006.
- Fleckenstein, B. (2004). “Europe embraces a strong euro; that’ s big news”, *Contrarian Chronicles*, January 2004.
- Chaney, E. (2001). “Euroland: The Case for a Strong Euro”, *Global Economic Forum*, July 2001.
- Cross, Y.,S. (1998). “The Foreign Exchange Market in the United States”, *Federal reserve Bank*, New York.
- Bank for International Settlements (2005). “Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004”, *BIS*, March 2005.
- Foreign Exchange Joint Standing Committee (2006). “Results of the semi-annual FX turnover survey in October 2005”, *FXC*, London, January 2006.
- Foreign Exchange Committee(2006). “Foreign Exchange Rate Releases FX Volume Survey Results”, *FXC*, New York, January 2006.
- Foreign Exchange Market Committee (2005). “Survey of Singapore Foreign Exchange Volume in October 2005”, *FXMC*, Singapore, January 2005.
- Wikipedia (2004), “ Foreign Exchange Market”, *Wikipedia*, April 2004.
- Foreign Exchange Joint Standing Committee (2004). “A review of the work of the London Foreign Exchange Joint Standing Committee in 2004”, *Bank of England*, Quarterly Bulletin.
- Foreign Exchange Joint Standing Committee (2003). “A review of the work of the London Foreign Exchange Joint Standing Committee in 2003”, *FEJSC*.
- Foreign Exchange Joint Standing Committee (2002). “A review of the work of the London Foreign Exchange Joint Standing Committee in 2002”, *FEJSC*.
- Foreign Exchange Market (2006). “The Foreign Exchange Market”, *New York Times*.
- Galati, G., Melvin, M. (2004). “Why has FX trading surged? Explaining the 2004 triennial survey”, *BIS*, Quarterly Review, December 2004.
- Cambridge Mercantile Corporation (2006).”Foreign Exchange Markets & News”, Ανάκτηση 23/5/2006 από <http://www.cambridgefx.com>.

- Danmarks NationalBank (2006). “Foreign-exchange policy / ERM II”, *Danmarks NationalBank*, July 2006.
- Wikipedia (2006). “Countries with the euro as currency”, *Wikipedia*, July 2006.
- De Grauwe, P., Schnabl G. (2004). “EMU Entry Strategies for the New Member States”.
- Nerlich C. (2002). “Exchange rate strategies of EU accession countries: Does exchange rate policy matter?”, *European Central Bank*, Frankfurt, April 2002.
- Wikipedia (2006). “European Exchange Rate Mechanism”, *Wikipedia*, July 2006.
- Fahrholz, Cr. (2003). “Strategic Exchange – Rate Policy of Accession Countries in ERM II”, *Ezoneplus*, April 2003, Working Paper No 14.
- Heng, S., Schroder, U. (2003). “Exchange – rate policy prior to EMU membership”, *Deutsche Bank Research Group*, April 2003.
- European Central Bank (2002). “Exchange rate policies in the accession process”, *European Central Bank*, June 2002.
- Beans, N. (2004). “Dollar devaluation cannot right the US economy”, *World Socialist Web Site*, December 2004.
- Miller, J. (2006). “Dollar Anxiety”, *Dollars & Sense, the magazine of economic justice*, August 2006.
- Endowment, C. (2005). “U.S. current Account Deficit Causes concern Around the Globe”, <http://www.globalization.org>, October 2005.
- Mann, L.C. (2004). “Managing Exchange Rates: Achievement of Global Re-balancing or Evidence of Global Co-dependency?”, *Business Economics*, July 2004.
- Gulati, T., Ramachandram, R. (2005). “The dollar dilemma – Is US current account a global responsibility?”, *Hindu Business Line*, February 2005.
- Venkatesh, M.R.(2006). “Impending dollar crisis – Time for Bretton Woods II”, *Hindu Business Line*, June 2006.
- Khan, N.S. (2004). “The future of sliding dollar”, *Dawn*, December 2004.
- Garten, E.J. (2005). “Dealing with a Declining Dollar – Part I”, *Yale Global Online*, February 2005.

- Edwards, S. (2004). “thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals, and Sudden Stops”, *IMF Staff Papers*, Vol. 51.
- Munchau, W. (2005). “The dollar has fallen enough”, Dooley, March 2005.
- Dooley, M., Folkerts-Landau, D., Garber., P. (2004). “The Revived Bretton Woods System”, *Deutsche Bank*, December 2004.
- Economist (2004). “How long can it remain the world ‘s most important reserve currency?””, *The Economist print edition*, December 2004.
- Rich, G.(2004). “European Monetary Policy: Can the ECB learn from the FED?””, May 2004.
- Belke, A., Polleit, T. (2006). “How the ECB and the US Fed Set Interest Rates”, *Universitat Hohenheim*, Stuttgart, Nr. 269.
- Thoma, M. (2005). “The Fed versus the ECB: Learning Models and Monetary Policy”, *New Economist*, August 2005.
- Baker, D. (2002). “Alan Greenspan and the ECB: Different Policies, Different Results”, *Center For Economic And Policy Research*, February 2002.
- Thoma, M. (2005). “Activist Monetary Policy in the Fed and the ECB”, *New Economist*, August 2005.
- Meier, S. (2006). “ECB ‘s Trichet Pledges “Strong Vigilane” on Inflation (Update1), *Bloomberg Printer – Friendly Page*, September 2006.
- Belkas, T. (2006). “US Fed: (Sounding) Tough on Inflation”, *Daily FX Research Team*, August 2006.
- Love, B. (2006). “Fed may have to hike, ECB should do so: OECD”, *Yahoo! Inc.*
- Gilbert, M. (2006). “ECB ‘s Rate Destination Is 4% or Higher, Not 3.5%: Mark Gilbert”, *Bloomberg Printer – Friendly Page*, September 2006.
- Huges, A. (2006). “ECB steps up its rate threat”, <http://www.finfacts.com>, September 2006.

