



1. ΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΑΣΚΗΣΗΣ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) ανέλαβε δραστηριότητα για τη χάραξη και άσκηση της νομισματικής πολιτικής καθώς επίσης και για την άσκηση (αλλά όχι τη χάραξη, αφού αυτή αποτελεί ευθύνη του συμβουλίου Υπουργών Οικονομικών των χωρών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης-ECOFIN) της συναλλαγματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ,

- Ένα ποσοτικό ορισμό του πρωταρχικού στόχου της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, δηλαδή της σταθερότητας των τιμών, και
- τους “δύο πυλώνες” της στρατηγικής που χρησιμοποιούνται για την επίτευξη του στόχου αυτού:
 - α) τον πρωταγωνιστικό ρόλο που αποδίδεται στην ποσότητα χρήματος, όπως σηματοδοτείται από την ανακοίνωση της τιμής αναφοράς για την αύξηση ενός ευρύτερου νομισματικού μεγέθους, και
 - β) την αξιολόγηση, σε ευρεία βάση, των προοπτικών για την εξέλιξη των τιμών και για τους κινδύνους που ενδέχεται να απειλήσουν τη σταθερότητα των τιμών σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ. Η αξιο-

ΑΣΚΗΣΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΜΕ ΧΡΗΣΗ ΤΩΝ ΠΑΓΙΩΝ ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΕΩΝ⁽¹⁾

από την 1η Ιανουαρίου 1999, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στη Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση. Ωστόσο, ήδη από την ίδρυσή της τον Ιούνιο του 1998, η ΕΚΤ συντόνιζε σε σημαντικό βαθμό τη νομισματική πολιτική των 11 κρατών μελών της, ώστε να καταστεί δυνατή η σύγκλιση των επιτοκίων τους.

Τον Οκτώβριο και Δεκέμβριο 1998 η ΕΚΤ διατύπωσε με σαφήνεια τη στρατηγική νομισματικής πολιτικής που ακολουθεί το Ευρωσύστημα⁽²⁾.

Η στρατηγική αυτή αποτελείται από τρία κύρια στοιχεία:

ΧΡΗΣΤΟΥ Π. ΝΟΥΝΗ

MSc Εφαρμοσμένης Οικονομικής και Οικονομικής Πολιτικής, Τμήμα Οικονομικών Επιστημών Εθνικό και Καποδιστριακό Πανεπιστήμιο Αθηνών

λόγηση αυτή θα γίνεται με τη μορφή μεταβλητών που διαθέτουν ιδιότητες προπορευόμενων δεικτών για τις μελλοντικές εξελίξεις των τιμών.

Ο ΠΟΣΟΤΙΚΟΣ ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ

Το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε να δημοσιεύσει έναν ποσοτικό ορισμό της σταθερότητας των τιμών, με σκοπό τη σαφή καθοδήγηση των προσδοκιών σχετικά με τη μελλοντική εξέλιξη των τιμών, αφού με έναν τέτοιο ορισμό παρέχεται μια σαφής

⁽¹⁾ Θερμές ευχαριστίες στον καθηγητή Χρήστο Γκόρτσο για τις χρήσιμες υποδείξεις αλλά και τις ουσιαστικές παρατηρήσεις του.

⁽²⁾ Το Ευρωσύστημα αποτελείται από την ΕΚΤ και τις 11 εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών μελών της Νομισματικής Ένωσης. Επιπλέον, το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ), αποτελείται από την ΕΚΤ και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των 15 κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

ένδειξη, ικανή να προσδώσει στο κοινό μια βάση για την αξιολόγηση της επιτυχίας και της αξιοπιστίας της ενιαίας νομισματικής πολιτικής.

Ειδικότερα, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υιοθέτησε τον ακόλουθο ορισμό: “η σταθερότητα των τιμών ορίζεται ως ετήσια αύξηση του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή για τη ζώνη του ευρώ με ρυθμό χαμηλότερο του 2%”. Η σταθερότητα των τιμών σύμφωνα με τον ορισμό αυτό “πρέπει να διατηρείται μεσοπρόθεσμα”. Αξιοσημείωτο είναι επίσης ότι η λέξη “αύξηση” υποδηλώνει σαφώς ότι ο αντιπληθωρισμός, δηλαδή η παρατεταμένη πτώση του ΕΔΤΚ, δεν κρίνεται συνεπής με τη σταθερότητα των τιμών.

Παράλληλα, η ΕΚΤ ανακοίνωσε την τιμή αναφοράς για την αύξηση του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους Μ3, λαμβάνοντας υπόψη τον ορισμό για τη σταθερότητα των τιμών, την τάση ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ της ζώνης ευρώ ετησίως (2-2,5%) και μεσοπρόθεσμα μείωσης της ταχύτητας κυκλοφορίας του Μ3 (0,5-1% ετησίως). Η τιμή αναφοράς για την αύξηση του Μ3 προσδιορίστηκε σε 4,5% για το 1999.

2. ΜΕΣΑ ΑΣΚΗΣΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Με βάση τις αποφάσεις του Συμβουλίου του ΕΝΙ⁽³⁾, το ΕΣΚΤ θα επικεντρώνει την προσοχή του κατά την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στην αξιοποίηση έμμεσων κατά κύριο λόγο τρόπων για τον έλεγχο της ρευστότητας. Θα εστιάζεται δε είτε σε ενδιάμεσους νομισματικούς στόχους – συγκεκριμένα, βραχυπρόθεσμα επιτόκια – είτε σε απευθείας στόχο που θα αφορά τον πληθωρισμό.

Ειδικότερα, το κυριότερο μέσο της νομισματικής πολιτικής θα είναι η πολιτική της ανοικτής αγοράς με διάφορες παραλλαγές της, που αναφέρονται στη συχνότητα και την έκταση της παρεμβάσεως ανάλογα με την οικονομική συγκυρία. Η πολιτική αυτή ουσιαστικά συνίσταται στην αγορά ή πώ-

ληση τίτλων εκφρασμένων σε ευρώ από την ΕΚΤ. Έτσι, εάν η ΕΚΤ επιλέξει για παράδειγμα την άσκηση περιοριστικής νομισματικής πολιτικής, θα προβεί σε διάθεση στην αγορά τίτλων ευρώ, ώστε να απορροφήσει ρευστότητα σε ευρώ.

Ειδικότερα, για τον κατάλληλο επηρεασμό των επιτοκίων και τη διαχείριση της ρευστότητας στη ζώνη του ευρώ, η ΕΚΤ έχει στη διάθεσή της τέσσερις εναλλακτικές κατηγορίες πράξεων ανοικτής αγοράς. Οι δύο σπουδαιότερες πράξεις ανοικτής αγοράς είναι οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (ΠΚΑ), οι οποίες έχουν διάρκεια δύο εβδομάδων και διενεργούνται κάθε εβδομάδα, με σκοπό τη χορήγηση ρευστότητας, και οι πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (ΠΠΚΑ), οι οποίες έχουν διάρκεια τριών μηνών και διενεργούνται κάθε μήνα. Μέσω αυτών παρέχεται ρευστότητα σε πιο μακροχρόνια βάση και σηματοδότηση αποδοχής ή όχι των υφισταμένων επιπέδων επιτοκίων της αγοράς χρήματος. Σημειώτεον ότι οι περισσότερες από τις πράξεις ανοικτής αγοράς του Ευρωσυστήματος αποτελούνται από αντίστροφες συναλλαγές έναντι παροχής κατάλληλων ασφαλειών.

Επίσης το Ευρωσύστημα μπορεί να διενεργεί πράξεις ανοικτής αγοράς για την εξομάλυνση βραχυπρόθεσμων διακυμάνσεων της ρευστότητας με αντίστροφες (ή αντιστρεπτές) συναλλαγές, απευθείας αγοραπωλησίες περιουσιακών στοιχείων, αποδοχή καταθέσεων ή με πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων με στόχο τον έλεγχο της ρευστότητας (προσφορά ή απορρόφηση ρευστότητας) στην αγορά και τον επηρεασμό των επιτοκίων. Ιδιαίτερα δε, επιδιώκεται η εξομάλυνση των επιπτώσεων στα

⁽³⁾ Το ΕΝΙ ήταν προσωρινό ίδρυμα που δημιουργήθηκε κατά την έναρξη του Δευτέρου Σταδίου της ΟΝΕ (1η Ιανουαρίου 1994). Το ΕΝΙ δεν ήταν αρμόδιο για τη νομισματική πολιτική στην ΕΕ, η οποία εξακολουθούσε να ασκείται από τις εθνικές αρχές. Τα δύο κυριότερα καθήκοντα του ΕΝΙ ήταν (1) να ενισχύει τη συνεργασία μεταξύ των κεντρικών τραπεζών και το συντονισμό των νομισματικών πολιτικών και (2) να αναλάβει τις αναγκαίες προετοιμασίες για την ίδρυση του ΕΣΚΤ για την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και για τη δημιουργία ενιαίου νομίσματος στο τρίτο στάδιο. Το ΕΝΙ τέθηκε υπό εκκαθάριση την 1η Ιουνίου 1998.



επιτόκια που προκαλούνται από μη αναμενόμενες διακυμάνσεις στη ρευστότητα.

Ενώ οι ΠΚΑ και οι ΠΠΚΑ διενεργούνται μέσω κανονικών δημοπρασιών, οι πράξεις για την εξομάλυνση των βραχυπρόθεσμων διακυμάνσεων της ρευστότητας μπορούν να γίνουν με ταχείες δημοπρασίες ή μέσω διμερών διαδικασιών που αφορούν περιορισμένη ομάδα αντισυμβαλλομένων, εκτός από τις απευθείας πράξεις, οι οποίες μπορούν να γίνουν μόνο μέσω διμερών διαδικασιών.

Τέλος οι άλλες πράξεις ανοικτής αγοράς περιλαμβάνουν διορθωτικές πράξεις που έχουν μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα και διάρκεια, η οποία μπορεί να είναι τυποποιημένη ή όχι. Οι πράξεις αυτές μπορούν να περιλαμβάνουν αντισυμβαλλόμενες συναλλαγές, απευθείας αγοραπωλησίες περιουσιακών στοιχείων ή έκδοση χρεογράφων της ΕΚΤ. Η ΕΚΤ θα δύναται να προσφεύγει σε χρήση τους όταν επιθυμεί να επηρεάσει τη θέση της διαρθρωτικής ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος και να προσαρμόσει τη διαρθρωτική θέση του ΕΣΚΤ έναντι του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Εξαιτίας όμως του ελλείμματος διαρθρωτικής ρευστότητας που επικρατούσε στη ζώνη του ευρώ κατά την έναρξη του Τρίτου Σταδίου, η ΕΚΤ αποφάσισε να μην εκδώσει χρεόγραφα από την αρχή του Τρίτου Σταδίου.

Εκτός από την πολιτική ανοικτής αγοράς, η ΕΚΤ θα δημιουργήσει δύο πάγιες διευκολύνσεις (standing facilities), που θα είναι διαθέσιμες στις εμπορικές τράπεζες ή αλλιώς στα πιστωτικά ιδρύματα, μία για την παροχή ρευστότητας (διευκόλυνση οριακής αναχρηματοδότησης-marginal lending facilities/lombard) και μια άλλη για την απορρόφηση ρευστότητας (διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων-deposit facility) στη διατραπεζική αγορά. Τα επιτόκια των δύο διευκολύνσεων θα οριοθετούν το κατώτατο και το ανώτατο επιτόκιο της διατραπεζικής αγοράς, δηλαδή το όριο διακύμανσής τους και θα σηματοδοτούν τη γενική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής.

Τέλος, η Συνθήκη προβλέπει τη δυνατότητα προσφυγής του ΕΣΚΤ στην πολιτική επιβολής υποχρεωτικών δεσμεύσεων διαθεσίμων των εμπορικών τραπε-

ζών στην ΕΚΤ που κυμαίνονται σε πολύ χαμηλότερο επίπεδο (2% έχει καθοριστεί από 01.01.1999) από αυτά που υιοθετούνται και επιβάλλουν οι εθνικές κεντρικές τράπεζες. Το μέσο αυτό τίθεται ως προς την εφαρμογή του στη διακριτική ευχέρεια της ΕΚΤ, και έχει ως στόχο τη σταθεροποίηση των επιτοκίων στην αγορά χρήματος, τη δημιουργία (ή την αύξηση) ενός διαρθρωτικού ελλείμματος ρευστότητας και πιθανώς τη συμβολή στον έλεγχο της νομισματικής επέκτασης.

3. ΠΑΓΙΕΣ ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΕΙΣ (STANDING FACILITIES)

Όπως υποδηλώνεται και στον τίτλο, στόχος του παρόντος άρθρου είναι η ανάλυση των δύο πάγιων διευκολύνσεων ως μέσων άσκησης νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Εισαγωγικά λοιπόν θα μπορούσαμε να αναφέρουμε ότι οι αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να χρησιμοποιούν την οριακή πιστωτική διευκόλυνση για την εξασφάλιση ρευστότητας μιας ημέρας έναντι παροχής ασφάλειας με κατάλληλα στοιχεία ενεργητικού, καθώς και τη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων για να πραγματοποιούν καταθέσεις μιας ημέρας στο Ευρωσύστημα. Στόχος των παγίων διευκολύνσεων, που διατίθενται στις τράπεζες για να διασφαλιστεί η παροχή ή η απορρόφηση ρευστότητας στη διάρκεια μιας ημέρας, είναι η σηματοδότηση της γενικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής και η διαμόρφωση μιας ζώνης εντός της οποίας θα κινούνται τα επιτόκια μιας ημέρας σε κανονικές συνθήκες. Με άλλα λόγια τα επιτόκια των παγίων διευκολύνσεων σχηματίζουν ένα “εύρος διακύμανσης” για το επιτόκιο της αγοράς μιας ημέρας (overnight), όπου το επιτόκιο της οριακής πιστωτικής διευκόλυνσης αποτελεί το άνω όριο και το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων το κάτω όριο. Στην ουσία τα επιτόκια των δύο διευκολύνσεων θα οριοθετούν το κατώτατο και το ανώτατο επιτόκιο της διατραπεζικής αγοράς, δημιουργώντας δηλαδή ένα διάδρομο μέσα στον οποίο περιορίζονται οι διακυμάνσεις των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων.

Ενας στενός διάδρομος επιτοκίων αποτελεί ένα αυτόματο εργαλείο περιορισμού της μεταβλητότητας των επιτοκίων καθώς επίσης μειώνει και την ανάγκη για παρεμβάσεις ανοικτής αγοράς από πλευράς Κεντρικής Τράπεζας για εξομάλυνση βραχυπρόθεσμων διακυμάνσεων της ρευστότητας. Ωστόσο εάν ο διάδρομος είναι πολύ στενός, τότε ενδεχομένως κάτι τέτοιο να υπονομεύει την ανάπτυξη μιας αγοράς ευρώ με επάρκεια ρευστότητας, καθώς θα υπάρχουν λιγότερα κίνητρα από πλευράς χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων να αντλήσουν ρευστότητα δια μέσου της διατραπεζικής αγοράς.

Η πρακτική σημασία του παραπάνω ζητήματος δεν είναι ξεκάθαρη και χειροπιαστή. Με δεδομένα τα στενά περιθώρια διακύμανσης των επιτοκίων στις ευρωπαϊκές χρηματαγορές, τα όρια των διαδρόμων πρέπει να απέχουν πολύ λίγο από τα επιτόκια της αγοράς προκειμένου να είναι αποτελεσματικές οι πάγιες διευκολύνσεις.

Στην πράξη το σωστό εύρος του διαδρόμου επιτοκίων, περιλαμβανομένου του εύρους του γύρω από τα bid/ask spreads, είναι εμπειρικό ζήτημα και προσφάτως παρατηρείται μια σημαντική διαφοροποίηση του εύρους του διαδρόμου μεταξύ των ευρωπαϊκών κεντρικών τραπεζών που εμπλέκονται σ' αυτή τη διαδικασία.

Η ΕΚΤ συνεπώς θα πρέπει να επικεντρωθεί στην ανεύρεση του άριστου τρόπου καθορισμού του αρχικού εύρους του διαδρόμου των επιτοκίων. Επιπλέον, τα μέσα που η ΕΚΤ έχει στη διάθεσή της για να μεταβάλλει το διάδρομο μπορεί να διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο.

Ο διάδρομος επιτοκίων θα μπορούσε να μεταβάλλεται αυτόματα ως συνάρτηση των κινήσεων των εβδομαδιαίων συμφωνιών επαναγοράς (weekly repos).

Σ' αυτή την περίπτωση, τα εβδομαδιαία επιτόκια των repos, και όχι αυτά του διαδρόμου, θα παρέχουν σήματα πολιτικής στους αντισυμβαλλομένους.

Εναλλακτικά η ΕΚΤ μπορεί να αποφασίσει ότι η μεταβολή των επιτοκίων των δύο ειδών σταθεροποιητικών πράξεων θα γίνεται ανεξάρτητα από αυτήν των εβδομαδιαίων συμφωνιών επαναγοράς, με δύο τρόπους:

➤ είτε ταυτόχρονη μεταβολή και των δύο επιτο-

κίων (lombard και deposit), ούτως ώστε το εύρος του διαδρόμου να παραμένει αμετάβλητο, ➤ είτε ανεξάρτητα, ούτως ώστε το εύρος του διαδρόμου να αυξομειώνεται.

Στο παρελθόν, οι κεντρικές τράπεζες είχαν χρησιμοποιήσει πληθώρα τέτοιων μεταβολών προκειμένου να διασαφηνίσουν την πρακτική της νομισματικής πολιτικής που ακολουθούν. Ωστόσο, για την ΕΚΤ, η οποία παρεμπιπτόντως εμπειρεύει αρκετά μέλη που δεν έχουν την εμπειρία του συστήματος, θα ήταν ορατός ο κίνδυνος – ιδιαίτερα στα αρχικά στάδια – της διαστρέβλωσης από την αγορά και της μη σωστής μετάδοσης σ' αυτήν, των επιθυμητών σημάτων νομισματικής πολιτικής.

Στις σύγχρονες χρηματαγορές, όπου οι αποδόσεις είναι υψηλές και τα επιτόκια αντιδρούν γρήγορα και άμεσα σε νέες ειδήσεις, τα ενιαία, ομοιόμορφα και διευκρινιστικά σήματα πολιτικής από τις κεντρικές τράπεζες αποτελούν κρίσιμο παράγοντα άσκησης νομισματικής πολιτικής, καθώς επίσης και ορθής σηματοδότησης και ερμηνείας των μεταβολών των επιτοκίων από τις αγορές.

Στο σημείο αυτό κρίνεται αναγκαία μια πιο αναλυτική και διεξοδική ανάλυση των δύο πάγιων διευκολύνσεων.

3.1. ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΗ ΟΡΙΑΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ (MARGINAL LENDING/LOMBARD FACILITY)

Οι αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να χρησιμοποιήσουν αυτή τη διευκόλυνση προκειμένου να αποκτήσουν ρευστότητα, έναντι ενεχύρου, στη διάρκεια μιας ημέρας. Η διευκόλυνση έχει ως σκοπό την ικανοποίηση των αναγκών των αντισυμβαλλομένων για ρευστότητα. Κάτω από κανονικές συνθήκες το επιτόκιο αυτών των διευκολύνσεων αποτελεί συνήθως την οροφή για το αντίστοιχο overnight διατραπεζικό επιτόκιο. Οι όροι και συνθήκες της διευκόλυνσης είναι ακριβώς οι ίδιοι σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ.

Οι εθνικές κεντρικές τράπεζες μπορούν να αποκτήσουν ρευστότητα μέσω της διευκόλυνσης της οριακής αναχρηματοδότησης είτε με τη μορφή των ημερή-



σιων συμφωνιών επαναγοράς (overnight repurchase agreements, πχ η κυριότητα του περιουσιακού στοιχείου μεταβιβάζεται στο δανειστή ενώ τα αντισυμβαλλόμενα μέρη συμφωνούν να αντιστρέψουν τη συναλλαγή την αμέσως επόμενη εργάσιμη ημέρα, μέσω επαναμεταβίβασης του περιουσιακού στοιχείου στο δανειζόμενο), είτε μέσω ημερήσιων ενεχυριασθέντων δανείων (overnight collateralised loans, πχ ένα επιτόκιο προσφέρεται για τα περιουσιακά στοιχεία αλλά, υποθέτοντας εκπλήρωση των υποχρεώσεων δανεισμού, η κυριότητα του περιουσιακού στοιχείου περιέρχεται στο δανειζόμενο).

Περισσότεροι όροι για τις συμφωνίες επαναγοράς εμπεριέχονται στις συμβασιακές συμφωνίες (contractual arrangements) που θέτονται από την εκάστοτε εθνική κεντρική τράπεζα. Οι ρυθμίσεις της παροχής ρευστότητας με τη μορφή δανείων με ενέχυρο συνυπολογίζουν τις διαφορετικές διαδικασίες που απαιτούνται για να πραγματοποιηθεί ο καθορισμός και η επακόλουθη διαμόρφωση του σχετικού επιτοκίου στα ενυπόθηκα δάνεια που λαμβάνουν χώρα με διαφορετικές δικαιοδοσίες.

Αναφορικά στη διάρκεια της πίστωσης στις διευκολύνσεις οριακής αναχρηματοδότησης, αυτή είναι ημερήσια (overnight). Για τους αντισυμβαλλόμενους που συνδέονται απευθείας με το διασυνοριακό σύστημα πληρωμών μεγάλης αξίας TARGET⁽⁴⁾ (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express-Transfer), η πίστωση εξοφλείται με το άνοιγμα του εθνικού RTGS (Real-time Gross Settlement System) συστήματος και του Securities Settlement System την επόμενη εργάσιμη ημέρα.

Το επιτόκιο ανακοινώνεται προκαταβολικά από το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών και υπολογίζεται ως ένα απλό επιτόκιο. Η βάση ημερών για τον υπολογισμό των δεδουλευμένων τόκων είναι ο αριθμός των πραγματικών ημερών προς το ημερολογιακό έτος των 360 ημερών (Act/360). Η ΕΚΤ μπορεί να αλλάξει το επιτόκιο οποιαδήποτε χρονική στιγμή, με αντίκτυπο όχι νωρίτερα από την επόμενη εργάσιμη ημέρα. Τέλος, η καταβολή των δεδουλευμένων τόκων γίνεται στη λήξη της κατάθεσης.

3.2. ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΗ ΑΠΟΔΟΧΗΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ (DEPOSIT FACILITY)

Οι αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να χρησιμοποιήσουν τη διευκόλυνση αυτή για να δημιουργήσουν ημερήσιες καταθέσεις στις εθνικές κεντρικές τράπεζες. Οι καταθέσεις αποζημιώνονται με ένα προκαθορισμένο επιτόκιο. Υπό κανονικές συνθήκες, το επιτόκιο της διευκόλυνσης αυτής προσδιορίζει το κατώτατο όριο επιτοκίων της ζώνης των επιτοκίων, μέσα στην οποία θα κινείται το overnight επιτόκιο. Όπως και στη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης, έτσι και σε αυτή τη διευκόλυνση ισχύουν οι ίδιοι όροι και διαδικασίες για ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ. Επιπλέον, οι ημερήσιες καταθέσεις που πραγματοποιούνται από τους αντισυμβαλλόμενους τοκίζονται με προκαθορισμένο επιτόκιο. Καμιά εγγύηση δεν δίνεται ως αντάλλαγμα για τη χρήση της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων.

Η διάρκεια των καταθέσεων είναι ημερήσια. Για τους αντισυμβαλλόμενους που συνδέονται απευθείας με το σύστημα πληρωμών TARGET, οι καταθέσεις που πραγματοποιούνται έχουν διάρκεια μέχρι το άνοιγμα του εθνικού συστήματος RTGS την επόμενη εργάσιμη ημέρα. Ομοίως, με τη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης, το επιτόκιο ανακοινώνεται προκαταβολικά από το ΕΣΚΤ και υπολογίζεται ως ένα απλό επιτόκιο. Η βάση ημερών για τον υπολογισμό των δεδουλευμένων τόκων είναι ο αριθμός των πραγματικών ημερών προς το ημερολογιακό έτος των 360 ημερών. Η ΕΚΤ μπορεί να αλλάξει το επιτόκιο οποιαδήποτε χρονική στιγμή, με αντίκτυπο

⁽⁴⁾ Σύστημα TARGET (Διερωπαϊκό Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ταχείας Μεταφοράς Κεφαλαίων σε Πραγματικό Χρόνο): σύστημα πληρωμών που αποτελείται από τα αντίστοιχα συστήματα διακανονισμού σε συνεχή χρόνο – ΣΔΠΧ – των κρατών μελών που συμμετέχουν στη ζώνη του ευρώ. Τα εθνικά ΣΔΠΧ συνδέονται μεταξύ τους μέσω του μηχανισμού Διασύνδεσης, έτσι ώστε να πραγματοποιούνται διασυνοριακές μεταφορές κεφαλαίων αυθημερόν σε όλη τη ζώνη του ευρώ. Με το σύστημα TARGET μπορούν να συνδεθούν και τα ΣΔΠΧ των κρατών μελών που δεν συμμετέχουν στη ζώνη του ευρώ, υπό τον όρο ότι τα εν λόγω συστήματα θα είναι σε θέση να επεξεργάζονται πληρωμές σε ευρώ.

όχι νωρίτερα από την επόμενη εργάσιμη ημέρα. Το επιτόκιο των καταθέσεων είναι πληρωτέο κάθε εργάσιμη ημέρα στη λήξη της κατάθεσης.

Τα ιδρύματα, από την άλλη πλευρά, που μπορούν να έχουν πρόσβαση στις δύο παραπάνω διευκολύνσεις θα πρέπει να εκπληρώνουν ορισμένα γενικά κριτήρια καταλληλότητας συμμετοχής (the general counterparty eligibility criteria), τα οποία περιγράφονται παρακάτω. Θεωρείται δεδομένη η πρόσβαση στις δύο πάγιες διευκολύνσεις μέσω των εθνικών κεντρικών τραπεζών, στο κράτος μέλος στο οποίο έχει εγκατασταθεί ο θεσμός. Επίσης, θεωρείται δεδομένη η παραπάνω διευκόλυνση μόνο τις ημέρες εκείνες κατά τις οποίες το σχετικό RTGS σύστημα είναι εγκατεστημένο και λειτουργεί κανονικά.

Καθ' όλη τη διάρκεια μιας εργάσιμης ημέρας πριν τις 6:30 μ.μ. ώρα ΕΚΤ οι αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να υποβάλουν αίτηση πρόσβασης στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων στην αρμόδια εθνική κεντρική τράπεζα. Στην αίτηση αυτή, πρέπει να αναφέρεται το ποσό που πρόκειται να κατατεθεί κατά τη διαδικασία της διευκόλυνσης και, εάν τα περιουσιακά στοιχεία που θα χρησιμοποιηθούν για τη συναλλαγή δεν έχουν ήδη κατατεθεί ή παραδοθεί στις εθνικές κεντρικές τράπεζες, τότε πρέπει να προσδιορίζονται και αυτά. Η ΕΚΤ έχει στη δικαιοδοσία της δυνατότητα αναστολής ή αναβολής της πρόσβασης στις πάγιες διευκολύνσεις σε ορισμένα μέλη, όταν οι περιστάσεις καταστήσουν κάτι τέτοιο αναγκαίο. Επιπλέον η ΕΚΤ μπορεί να αποφασίσει να εγκαταστήσει μια διαδικασία για αυτόματη πρόσβαση στη διαδικασία της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων στο τέλος της ημέρας.

Πιο αναλυτικά, η χρήση των δύο διευκολύνσεων επηρεάζεται από τις διαδικασίες κλεισίματος της ημέρας στο Ευρωσύστημα και είναι ιδιαίτερης σημασίας για τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς. Το TARGET κλείνει στις 6:00 μ.μ. ώρα ΕΚΤ. Εκείνη την ώρα όλες οι χρεωστικές θέσεις των συμμετεχόντων θεωρούνται αυτόματα ως αίτηση προσφυγής στην οριακή διευκόλυνση χρηματοδότησης. Οι εθνικές κεντρικές τράπεζες αρχίζουν τις διαδικασίες κλεισί-

ματος ημέρας στις 6:30 μ.μ. ώρα ΕΚΤ. Η ώρα αυτή είναι και η προθεσμία για αιτήσεις πρόσβασης στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων του ΕΣΚΤ.

Τέλος, σημειώνεται ότι δεν υπάρχει όριο στο ποσό το οποίο ένα αντισυμβαλλόμενο μέρος μπορεί να καταθέσει στην παραπάνω διαδικασία. Πάντως η επιλογή της προσφυγής στις πάγιες διευκολύνσεις κατά την άσκηση της νομισματικής πολιτικής εναπόκειται στη διακριτική ευχέρεια της ΕΚΤ και ειδικότερα στους εκάστοτε στόχους, στους οποίους εστιάζεται, καθώς και στις γενικές κατευθυντήριες γραμμές νομισματικής πολιτικής που ακολουθεί. Έτσι, η ΕΚΤ μπορεί να υιοθετήσει αυτό το μέσο νομισματικής πολιτικής ανά πάσα στιγμή.

4. ΑΣΚΗΣΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ: ΟΙ ΑΝΤΙΣΥΜΒΑΛΛΟΜΕΝΟΙ ΚΑΙ ΤΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΠΟΥ ΜΠΟΡΟΥΝ ΝΑ ΓΙΝΟΥΝ ΔΕΚΤΑ

Προκειμένου να εξασφαλίσει ενιαία κατεύθυνση νομισματικής πολιτικής και ίσους όρους για τους αντισυμβαλλόμενους στη ζώνη του ευρώ, το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα (ΕΝΙ) επεξεργάστηκε κοινά κριτήρια επιλογής τόσο για τους αντισυμβαλλόμενους όσο και για τα περιουσιακά στοιχεία που θα χρησιμοποιούν στις συναλλαγές τους με το Ευρωσύστημα.

Α) ΟΙ ΑΝΤΙΣΥΜΒΑΛΛΟΜΕΝΟΙ

Βάσει κοινών κριτηρίων επιλογής καταρτίστηκε κατάλογος των αντισυμβαλλομένων που μπορούν να γίνουν δεκτοί για πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Ο κατάλογος αυτός περιλαμβάνει όλα τα ιδρύματα που υπόκεινται στην υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών. Τα



ιδρύματα αυτά θα μπορούν κατ' αρχήν να έχουν πρόσβαση στις πράξεις ανοικτής αγοράς με βάση τις διαδικασίες των κανονικών δημοπρασιών και στις δύο πάγιες διευκολύνσεις. Επίσης οι αντισυμβαλλόμενοι που μπορούν να γίνουν δεκτοί στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος θα πρέπει να πληρούν ορισμένες προϋποθέσεις από πλευράς προληπτικής εποπτείας και λειτουργίας, δηλαδή θα πρέπει να διαθέτουν οικονομική ευρωστία, να υπόκεινται σε προληπτική εποπτεία και να πληρούν κριτήρια λειτουργίας για τη συμμετοχή τους σε πράξεις νομισματικής πολιτικής.

Επίσης επιδιώκεται η ευρύτερη δυνατή συμμετοχή αντισυμβαλλομένων κατά τη διαδικασία εκτέλεσης της νομισματικής πολιτικής. Η ύπαρξη ενός ευρέος φάσματος αντισυμβαλλομένων είναι συνεπής με την αρχή της αποκέντρωσης στην εκτέλεση των πράξεων νομισματικής πολιτικής του ΕΣΚΤ, αφού με αυτό τον τρόπο ενισχύεται η αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής και η ίση μεταχείριση, καθώς επίσης διευκολύνεται και η ομαλή λειτουργία του συστήματος πληρωμών.

Μόνο στην περίπτωση των παρεμβάσεων ανοικτής αγοράς για την εξομάλυνση βραχυπρόθεσμων διακυμάνσεων της ρευστότητας (fine-tuning operations) μπορεί για λόγους αποτελεσματικής λειτουργίας, οι συναλλαγές να αφορούν ένα περιορισμένο φάσμα αντισυμβαλλομένων. Για άμεσες συναλλαγές όμως δεν υπάρχει περιορισμός στην επιλογή του εύρους των αντισυμβαλλομένων.

Στις πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων, αντισυμβαλλόμενοι μπορεί να είναι χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, που συμμετέχουν ενεργά στην αγορά συναλλάγματος, είναι εγκατεστημένα στις χώρες της ευρωζώνης και έχουν επιλεγεί από το Ευρωσύστημα.

Επιπλέον τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μπορούν να έχουν πρόσβαση στις πάγιες διευκολύνσεις ή τις πράξεις ανοικτής αγοράς μόνο μέσω της κεντρικής τράπεζας της χώρας όπου εδρεύουν. Αν ένα ίδρυμα έχει πρόσβαση σε περισσότερες από μια χώρες της ζώνης του ευρώ, τότε κάθε παράρτημα έχει δικαίωμα πρόσβασης σε αυτές τις πράξεις μέσω της

κεντρικής τράπεζας της χώρας στην οποία το παράρτημα είναι εγκατεστημένο. Σημειώνεται ότι προσφορές στις δημοπρασίες του ευρωσυστήματος μπορούν να υποβάλλονται μόνο από κάποιο παράρτημα ή τα κεντρικά γραφεία ενός πιστωτικού ιδρύματος.

Κρίνεται αναγκαία επίσης για τους αντισυμβαλλόμενους η φερεγγυότητα και η συνέπεια που πρέπει να επιδεικνύουν όσον αφορά στις υποχρεώσεις τους που απορρέουν από τους διεθνείς εναρμονισμένους εποπτικούς κανόνες. Σε διαφορετική περίπτωση το Ευρωσύστημα μπορεί να τους στερήσει τη δυνατότητα πρόσβασης στις πράξεις.

Τέλος, ο κατάλογος των ιδρυμάτων που υπόκεινται στην υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεμάτων, και ο οποίος δημοσιοποιήθηκε μέσω Διαδικτύου τον Οκτώβριο του 1998, περιλαμβάνει πάνω από 8.000 ιδρύματα, από τα οποία πάνω από 4.000 έχουν πρόσβαση στις δύο πάγιες διευκολύνσεις του Ευρωσυστήματος, ενώ 3.000 έχουν πρόσβαση στις πράξεις αναχρηματοδότησης.

Β) ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΠΟΥ ΜΠΟΡΟΥΝ ΝΑ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΗΘΟΥΝ ΩΣ ΕΞΑΣΦΑΛΙΣΕΙΣ

Το Ευρωσύστημα δέχεται ένα ευρύ φάσμα περιουσιακών στοιχείων ως ασφάλεια για τις πιστωτικές του πράξεις. Τα περιουσιακά στοιχεία που μπορούν να γίνουν δεκτά διακρίνονται σε δύο κατηγορίες: της πρώτης και της δεύτερης βαθμίδας. Η πρώτη βαθμίδα αποτελείται από εμπορεύσιμα χρεόγραφα τα οποία πληρούν τα ομοιόμορφα σε όλη τη ζώνη του ευρώ κριτήρια επιλογής, όπως αυτά έχουν οριστεί από την ΕΚΤ, ενώ η δεύτερη βαθμίδα αποτελείται από άλλα χρεόγραφα εμπορεύσιμα και μη, μετοχικούς τίτλους και μη εμπορεύσιμα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, για τα οποία λαμβάνονται υπόψη οι διαφορές μεταξύ των εθνικών χρηματοπιστωτικών και τραπεζικών συστημάτων και έχουν καθοριστεί κριτήρια επιλογής που έχει θέσει η ΕΚΤ.

Καμιά διάκριση δε γίνεται μεταξύ των δύο αυτών κατηγοριών τίτλων όσον αφορά την ποιότητα των περιουσιακών στοιχείων και την αποδοχή τους για τους

διάφορους τύπους των παρεμβάσεων νομισματικής πολιτικής από την ΕΣΚΤ. Η μόνη διαφορά είναι ότι τα περιουσιακά στοιχεία που εντάσσονται στη δεύτερη βαθμίδα δεν χρησιμοποιούνται από το ΕΣΚΤ για άμεσες συναλλαγές. Τα κριτήρια αποδοχής των περιουσιακών στοιχείων για τις λειτουργίες της νομισματικής πολιτικής από το ΕΣΚΤ είναι τα ίδια με τα κριτήρια αποδοχής των περιουσιακών στοιχείων που χρησιμοποιούνται ως ενέχυρο για την παροχή ρευστότητας στη διάρκεια της ημέρας στα πλαίσια του TARGET.

Επίσης οι αντισυμβαλλόμενοι με το ΕΣΚΤ μπορούν να χρησιμοποιήσουν αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία σε διασυνοριακή βάση, δηλαδή να δανειστούν από την κεντρική τράπεζα του κράτους μέλους στο οποίο είναι εγκατεστημένα με τη χρήση περιουσιακών στοιχείων που φυλάσσονται σε άλλο κράτος μέλος (ο πίνακας του παραρτήματος παρουσιάζει τα κύρια χαρακτηριστικά των περιουσιακών στοιχείων της πρώτης και της δεύτερης βαθμίδας). Ο κατάλογος των περιουσιακών στοιχείων που μπορούν να γίνουν δεκτά για τις πιστωτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος κοινοποιήθηκε μέσω Internet τον Οκτώβριο του 1998.

Τέλος, όλα τα περιουσιακά στοιχεία που μπορούν να γίνουν δεκτά θα υπόκεινται σε συγκεκριμένα μέτρα ελέγχου του κινδύνου. Αυτά τα μέτρα καθορίστηκαν κατά τη διάρκεια του 1997, αφού λήφθηκαν υπόψη οι πρακτικές της αγοράς και αντιδράσεις στις αρχικές προτάσεις του ENI.

Για τα μέσα της πρώτης βαθμίδας, τα μέτρα ελέγχου του κινδύνου περιλαμβάνουν περιθώρια ασφαλείας, συγκεκριμένη διαφορά μεταξύ παρεχόμενης ασφάλειας και καλυπτόμενης απαίτησης (haircut) ανάλογη με την εναπομένουσα διάρκεια και τα τοκομερίδια των τίτλων (που σημαίνει ότι η αξία των περιουσιακών στοιχείων θα υπολογίζεται βάσει της αγοραίας αξίας του μείον ένα συγκεκριμένο ποσοστό) και ειδοποιήσεις κατάθεσης περιθωρίου (margin calls) που σκοπό έχουν να διασφαλίσουν ότι η αξία των περιουσιακών στοιχείων ισοδυναμεί πάντοτε με το ποσό της παρεχόμενης ρευστότητας συν την αξία του αρχικού περιθωρίου ασφαλείας. Για τη δεύτερη βαθμίδα,

τα μέτρα ελέγχου του κινδύνου καθορίζονται από την εθνική κεντρική τράπεζα που έχει συμπεριλάβει τα εν λόγω περιουσιακά στοιχεία στο σχετικό κατάλογο και υπόκεινται στην έγκριση της ΕΚΤ. Τα μέτρα αυτά είναι τουλάχιστον εξίσου αυστηρά όσο και τα αντίστοιχα μέτρα ελέγχου του κινδύνου που εφαρμόζονται στα περιουσιακά στοιχεία της πρώτης βαθμίδας.

5. ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΤΗΣ ΕΚΤ

Το επιτόκιο των κυρίων πράξεων αναχρηματοδότησης, που διεξάγει η ΕΚΤ – συνήθως με τη μορφή δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου – καθορίστηκε στο 3%. Το ύψος του επιτοκίου αυτού ήταν σε αντιστοιχία με το επίπεδο των βασικών επιτοκίων παρέμβασης των εθνικών κεντρικών τραπεζών της ζώνης ευρώ, που προέκυψε ως αποτέλεσμα της σύγκλισης των εθνικών νομισματικών πολιτικών τους στο τέλος του Δευτέρου Σταδίου.

Ειδικότερα το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής αναχρηματοδότησης, που αποτελεί το ανώτατο όριο των επιτοκίων της χρηματαγοράς, ορίστηκε σε 4,5%. Από την άλλη πλευρά το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, που αποτελεί το κατώτατο όριο των επιτοκίων της χρηματαγοράς, ορίστηκε σε 2%.

Ωστόσο για το χρονικό διάστημα μέχρι την 21η Ιανουαρίου 1999 θεωρήθηκε σκόπιμο να περιοριστεί παροδικά το εύρος του “διαδρόμου” που σχηματίζουν τα επιτόκια των δύο πάγιων διευκολύνσεων, ώστε να διευκολυνθεί η προσαρμογή του τραπεζικού συστήματος στις νέες συνθήκες. Έτσι, το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής αναχρηματοδότησης ορίστηκε στο 3,25%, ενώ εκείνο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων ορίστηκε στο 2,75%.

Την 8η Απριλίου 1999 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να μειώσει το επιτόκιο των κυρίων πράξεων αναχρηματοδότησης στο 2,5%. Επίσης, τα επιτόκια των διευκολύνσεων οριακής αναχρηματοδότησης και αποδοχής καταθέσεων μειώθηκαν σε 3,5% και 1,5% αντιστοίχως, με αποτέλεσμα να περιοριστεί



και το εύρος του “διαδρόμου”. Η απόφαση αυτή λήφθηκε με γνώμονα τη διατήρηση των προοπτικών για τη συνεχιζόμενη σταθερότητα των τιμών, μετά τη διαπίστωση της χαλάρωσης των πληθωριστικών πιέσεων λόγω της αποδυνάμωσης της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ, δεδομένου ότι η νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος επιδιώκει να συμβάλει στην πλήρη εκμετάλλευση των αναπτυξιακών δυνατοτήτων της ζώνης ευρώ. Οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης διεξήχθησαν ως δημοπρασίες κυμαινόμενου επιτοκίου, σε συμφωνία με την αρχή ότι το Ευρωσύστημα δεν προτίθεται να σηματοδοτεί την πολιτική του μέσω των πράξεων αυτής της κατηγορίας.

Καταληκτικά, κατά τους πρώτους μήνες της Νομισματικής Ένωσης δεν υπήρξε η ανάγκη της διεξαγωγής πράξεων για εξομάλυνση βραχυπρόθεσμων διακυμάνσεων της ρευστότητας, καθώς η εξέλιξη των επιτοκίων για τοποθετήσεις μιας ημέρας ήταν γενικά ομαλή, και παρουσίαζε διακυμάνσεις άξιες προσοχής μόνο στο τέλος των περιόδων τήρησης των υποχρεωτικών δεσμεύσεων. Οι διακυμάνσεις αυτές εξαλείφονται στην αρχή της επόμενης περιόδου τήρησης υποχρεωτικών δεσμεύσεων και δεν έχουν σημαντική επίδραση στα επιτόκια για τοποθετήσεις με μεγαλύτερες διάρκειες κατά μήκος της καμπύλης απόδοσης.

6. ΣΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΜΕΣΩ ΤΩΝ ΠΑΓΙΩΝ ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΕΩΝ

Ο διάδρομος επιτοκίων που σχηματίζεται από τις δύο πάγιες διευκολύνσεις μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τη σηματοδότηση της νομισματικής πολιτικής σε ένα πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα από αυτόν των πράξεων ανοικτής αγοράς. Αυτό είναι εφικτό στην περίπτωση που υπάρξει μια “σιωπηρή” δέσμευση από πλευράς κεντρικής τράπεζας ότι δεν θα μεταβάλλει πολύ συχνά τα δύο επιτόκια των πάγιων διευκολύνσεων, στο βαθμό βέβαια που δεν

προκύπτουν εξωγενείς διαταραχές στο σύστημα, αλλά αντίθετα επικρατούν κανονικές συνθήκες.

Γενικά η δημιουργία ενός διαδρόμου επιτοκίων από τις πάγιες διευκολύνσεις μπορεί να θεωρηθεί ως ένα είδος άτυπης δέσμευσης των κεντρικών τραπεζών για ομαλή πορεία των επιτοκίων στο προσεχές μέλλον. Με αυτόν τον τρόπο, δημιουργείται μεγαλύτερη ευχέρεια στην κεντρική τράπεζα να διευρύνει τους διαύλους επικοινωνίας της με τις αγορές. Φυσικά, όταν η κατεύθυνση και η ταχύτητα αλλαγών των στόχων είναι ανεξάρτητη του εύρους του διαδρόμου επιτοκίων, για παράδειγμα εξαιτίας του γεγονότος ότι η κεντρική τράπεζα μεταβάλλει συστηματικά το διάδρομο κάθε φορά που τα βραχυπρόθεσμα αγοραία επιτόκια τον προσεγγίζουν, τότε η αξία της δέσμευσης για στασιμότητα επιτοκίων ατονεί.

Όσοσο στην περίπτωση που τα παραπάνω δεν αντικατοπτρίζουν την πραγματικότητα, οι διάδρομοι επιτοκίων μπορεί να αποτελέσουν χρήσιμες δεσμεύσεις και να επιτρέψουν την ομαλή μετάδοση πληροφοριών στις αγορές χωρίς αντίστοιχη άμεση επίδραση των εν ισχύ βραχυπρόθεσμων επιτοκίων της αγοράς. Παραδείγματος χάρη, τα επιτόκια των διευκολύνσεων οριακής αναχρηματοδότησης μπορεί να ανέλθουν σε ανώτερα επίπεδα, χωρίς επακόλουθη άμεση επίπτωση στα επιτόκια των άλλων εργαλείων νομισματικής πολιτικής, υπονοώντας με αυτόν τον τρόπο ότι το μελλοντικό επίπεδο των επιτοκίων θα κυμανθεί και θα διατηρηθεί σε υψηλότερα επίπεδα.

Αναμφίβολα ένα πολύ μικρό εύρος διαδρόμου επιτοκίων θα μπορούσε να δημιουργήσει προβλήματα, αφού είτε θα περιοριζε σημαντικά τον ενδιαμεσο νομισματικό στόχο για τα επιτόκια είτε θα καθιστούσε την αναμενόμενη διάρκεια δέσμευσης της εξέλιξης των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων εκ μέρους της κεντρικής τράπεζας ασύμβατη και προβληματική. Επιπλέον θα προέκυπτε ασυμβατότητα της αρχής ότι η κεντρική τράπεζα αποτελεί τον κύριο δημιουργό της βραχυπρόθεσμης αγοράς χρήματος.

Αντίθετα ένας διευρυμένος διάδρομος επιτοκίων καθιστά τις πράξεις ανοικτής αγοράς το κύριο εργαλείο διαχείρισης της ρευστότητας της αγοράς.

Αρα αυτή η πολιτική θα πρέπει να αποτελεί επιδίωξη της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης, η οποία άλλωστε είναι γενικά συμβατή και με την παγκόσμια ακολουθούμενη πρακτική.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ίδρυμα, ετήσια έκθεση 1996.
2. Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ίδρυμα, ετήσια έκθεση 1997.
3. Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, ετήσια έκθεση 1998.
4. Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, μηνιαίο δελτίο Ιανουαρίου 1999.
5. ECB, <http://www.ecb.int>.

6. Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, “Ευρώ: Οι προσαρμογές και επιπτώσεις στον ελληνικό τραπεζικό τομέα από την οικονομική και νομισματική ένωση και την εισαγωγή του ευρώ”, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα.

7. Δελτίο ευρώ, τεύχος 2, Ιούλιος 1999, Περιοδική έκδοση της Τράπεζας της Ελλάδος για το ενιαίο ευρωπαϊκό νόμισμα.

8. Ευρωνέα, τεύχος 4, Ιούνιος 1999, Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος.

9. ENI, The single monetary policy in stage three, general documentation on ESCB monetary policy instruments and procedures, September 1997.

10. ENI, The single monetary policy in stage three: Specification of the operational framework, January 1997.

11. Monetary policy in a EMU: Instruments, strategy and transmission mechanisms, EMI, Philippe P. Moutot.

12. Finance and development, the monetary policy of the Eurosystem, March 1999, Otmar Issing.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ

ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΚΑΤΑΛΛΗΛΑ ΝΑ ΓΙΝΟΝΤΑΙ ΔΕΚΤΑ ΩΣ ΕΝΕΧΥΡΟ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

Κριτήρια	Πρώτη βαθμίδα	Δεύτερη βαθμίδα
Είδος περιουσιακού στοιχείου	<ul style="list-style-type: none"> • Χρεόγραφα του ΕΣΚΤ • Άλλες εμπορεύσιμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις 	<ul style="list-style-type: none"> • Εμπορεύσιμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις • Μη εμπορεύσιμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις • Μετοχές διακινούμενες σε αγορά που υπόκειται σε διοικητικούς περιορισμούς
Διαδικασίες διακανονισμού	<ul style="list-style-type: none"> • Τα περιουσιακά στοιχεία πρέπει να έχουν κατατεθεί σε κεντρικό αποθετήριο, σε λογιστική μορφή στις εθνικές κεντρικές τράπεζες ή σε ένα κεντρικό αποθετήριο χρεογράφων, το οποίο πληροί τις ελάχιστες προδιαγραφές της ΕΚΤ 	<ul style="list-style-type: none"> • Τα περιουσιακά στοιχεία πρέπει να επιτρέπουν την πρόσβαση από πλευράς της εθνικής κεντρικής τράπεζας, η οποία τα έχει συμπεριλάβει στον κατάλογο της δεύτερης βαθμίδας
Κατηγορία εκδότη	<ul style="list-style-type: none"> • ΕΣΚΤ • Δημόσιος τομέας • Ιδιωτικός τομέας • Διεθνή και υπερεθνικά ιδρύματα 	<ul style="list-style-type: none"> • Δημόσιος τομέας • Ιδιωτικός τομέας
Οικονομική ευρωστία	<ul style="list-style-type: none"> • Ο εκδότης (εγγυητής) πρέπει να θεωρηθεί οικονομικά εύρωστος από την ΕΚΤ 	<ul style="list-style-type: none"> • Ο εκδότης/οφειλέτης (εγγυητής) πρέπει να έχει θεωρηθεί οικονομικά εύρωστος από την εγχώρια κεντρική τράπεζα
Έδρα Εκδότη	<ul style="list-style-type: none"> • Ευρωπαϊκός Οικονομικός Χώρος¹ (EOX) 	<ul style="list-style-type: none"> • Ζώνη του ευρώ • Έδρα σε άλλες χώρες του EOX μπορεί να γίνει δεκτή εφόσον το εγκρίνει η ΕΚΤ
Τόπος όπου βρίσκεται το περιουσιακό στοιχείο	<ul style="list-style-type: none"> • Ζώνη του ευρώ 	<ul style="list-style-type: none"> • Ζώνη του ευρώ • Περιουσιακά στοιχεία που βρίσκονται σε άλλες χώρες του EOX μπορούν να γίνουν δεκτά εφόσον το εγκρίνει η ΕΚΤ
Νόμισμα	<ul style="list-style-type: none"> • ευρώ² 	<ul style="list-style-type: none"> • ευρώ² • Άλλα νομίσματα του EOX ή ευρώς διακινούμενα νομίσματα μπορούν να γίνουν δεκτά εφόσον το εγκρίνει η ΕΚΤ

¹ Η προϋπόθεση να έχουν έδρα στον EOX δεν ισχύει προκειμένου για εθνικά και υπερεθνικά ιδρύματα.

² Ευρώ ή τα εθνικά νομίσματα στο οποία θα εκφράζεται το ευρώ.

Πηγή: Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ίδρυμα, Ετήσια Έκθεση 1996, σελίδα 75.