

**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ**

**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

**ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ**



**Π Τ Υ Χ Ι Α Κ Η Ε Ρ Γ Α Σ Ι Α**

**ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ ΟΝΕ, ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ**

**ΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ**

**ΔΗΜΗΤΡΟΥΛΑΣ ΓΕΩΡΓ. ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ**

**ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ**

**ΛΥΜΠΕΡΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ Ε. Δ. ΠΡΟΣΩΠΙΚΟ**

**Μ Ε Σ Ο Λ Ο Γ Γ Ι 2 0 1 2**

**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ**

**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

**ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ**

**Π Τ Υ Χ Ι Α Κ Η Ε Ρ Γ Α Σ Ι Α**

Χρηματοπιστωτικό σύστημα και Ο.Ν.Ε., εξελίξεις, τάσεις και  
προοπτικές

**ΔΗΜΗΤΡΟΥΛΑΣ ΓΕΩΡΓ. ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ (Α.Μ. 13592)**

panadimi@logistiki.teimes.gr

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ

ΛΥΜΠΕΡΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ Ε. Δ. ΠΡΟΣΩΠΙΚΟ

Μ Ε Σ Ο Λ Ο Γ Γ Ι 2 0 1 2



### **Επισήμανση**

Οι διαπιστώσεις, τα αποτελέσματα, τα συμπεράσματα και οι πιθανές προτάσεις της παρούσας πτυχιακής εργασίας –εκτός των αναφορών που σημαίνονται ως λήμματα- αποτελούν προσωπικές θεωρητικές ή εμπειρικές διαπιστώσεις του σπουδαστή (σπουδάστριάς ) ή της ομάδας των σπουδαστών που την επιμελήθηκαν και δεν απηχούν κατ' ανάγκη τη γνώμη του εισηγητή εκπαιδευτικού, του Εκπαιδευτικού Προσωπικού του Τμήματος Λογιστικής ή του Α.Τ.Ε.Ι. Μεσολογγίου.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΠΡΟΛΟΓΟΣ</b> .....	<b>7</b>
<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b> .....	<b>8</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1ο</b> .....	<b>10</b>
1.1. Η έννοια του αντιπραγματισμού .....	10
1.1.1. Τα μειονεκτήματα του αντιπραγματισμού .....	10
1.2. Η εξέλιξη του χρήματος στην πορεία της ιστορίας .....	11
1.3. Το χρήμα και οι τεχνικές του λειτουργίες.....	13
1.3.1. Οι ιδιότητες του χρήματος.....	15
1.4. Τα είδη χρήματος.....	17
1.5. Το Οικονομικό – Εισοδηματικό Κύκλωμα (The Circular-Flow Diagram) και ο ρόλος του χρήματος σε αυτό.....	19
1.5.1. Οι μεταβολές στο Οικονομικό Κύκλωμα (Εισροές- Εκροές).....	19
1.5.2. Ο ρόλος του χρήματος στο εισοδηματικό κύκλωμα .....	21
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2ο</b> .....	<b>23</b>
<b>ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ</b> .....	<b>23</b>
2.1. Ελλειμματικές και πλεονασματικές μονάδες.....	23
2.2. Οι πηγές των χρηματοδοτικών πόρων .....	24
2.2.1. Οι τράπεζες .....	24
2.3. Παρουσίαση του Τραπεζικού Συστήματος .....	25
2.3.1. Η Κεντρική Τράπεζα .....	25
Η Τράπεζα της Ελλάδος: Ιστορική αναδρομή.....	26
2.3.2. Οι εμπορικές τράπεζες .....	27
2.4. Η Νομισματική Βάση.....	28
2.4.1. Η Πρωτογενής παραγωγή χρήματος.....	28
2.4.2. Η Δευτερογενής παραγωγή χρήματος .....	29
2.5. Η Προσφορά Χρήματος.....	31
2.6. Ο έλεγχος της προσφοράς χρήματος.....	32
2.6.1. Πολιτική ανοιχτής αγοράς .....	34
2.6.2. Υποχρεωτικά Ποσοστά Τραπεζικών Διαθεσίμων .....	34
2.6.3. Μεταβολή του προεξοφλητικού επιτοκίου .....	35
2.6.4. Συμπεράσματα και προβλήματα στον έλεγχο της προσφοράς χρήματος.....	36
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3ο</b> .....	<b>36</b>
<b>Η ΖΗΤΗΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΣ</b> .....	<b>36</b>
3.1. Ζήτηση Χρήματος (demand for money) .....	36
3.1.1. Η ποσοτική θεωρία / θεωρία του Fisher .....	36
3.1.2. Η θεωρία της σχολής του Cambridge .....	37
3.1.3. Η Κεϋνσιανή θεωρία .....	38
3.1.4. Οι θεωρίες των Baumol - Tobin .....	39
3.1.5. Η νέα ποσοτική θεωρία του Friedman .....	39
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4ο</b> .....	<b>47</b>
<b>ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ</b> .....	<b>47</b>
4.1. ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – Η πορεία προς την Νομισματική ένωση .....	47
4.2. Νομισματική και Οικονομική Πολιτική .....	49
4.3. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) .....	50
4.4. Η σταθερότητα των τιμών.....	51
4.5. Το “πλαίσιο των δύο πυλώνων” .....	53
4.6. Η άσκηση της νομισματικής πολιτικής στην ζώνη του ευρώ και οι επιδόσεις της .....	54
<b>ΦΑΣΗ 1 – ΜΕΤΑΒΑΣΗ ΣΤΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΕΝΩΣΗ (ΜΕΣΑ ΤΟΥ 1998 ΕΩΣ ΜΕΣΑ ΤΟΥ 1999)</b> .....	<b>54</b>

ΦΑΣΗ 2 – ΑΥΞΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΜΕ ΣΚΟΠΟ ΤΗ ΣΥΓΚΡΑΤΗΣΗ ΤΩΝ ΠΛΗΘΩΡΙΣΤΙΚΩΝ ΠΙΕΣΕΩΝ (ΜΕΣΑ ΤΟΥ 1999 ΕΩΣ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2000) .....	55
ΦΑΣΗ 3 – ΠΡΟΣ ΤΑ ΚΑΤΩ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΒΑΣΙΚΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΤΗΣ ΕΚΤ (ΑΡΧΕΣ ΤΟΥ 2001 ΕΩΣ ΜΕΣΑ ΤΟΥ 2003).....	56
ΦΑΣΗ 4 – ΑΜΕΤΑΒΛΗΤΑ ΤΑ ΒΑΣΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΤΗΣ ΕΚΤ (ΜΕΣΑ ΤΟΥ 2003 ΕΩΣ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2005) .....	57
ΦΑΣΗ 5 – ΑΡΣΗ ΤΟΥ ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΤΙΚΟΥ ΧΑΡΑΚΤΗΡΑ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ (ΑΠΟ ΤΑ ΤΕΛΗ ΤΟΥ 2005 ΚΑΙ ΕΞΗΣ).....	59
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5ο .....</b>	<b>61</b>
<b>ΤΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ Η ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2009.....</b>	<b>61</b>
5.1. Οι αγορές Χρήματος, Κεφαλαίου και Παραγώγων προϊόντων .....	61
5.2. Η μεγάλη χρηματοπιστωτική κρίση .....	65
5.3. Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και η χρηματοπιστωτική κρίση .....	69
<b>ΕΠΙΛΟΓΟΣ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....</b>	<b>74</b>

## ΠΡΟΛΟΓΟΣ

---

Σκοπός της πτυχιακής αυτής είναι να παρουσιαστεί ο ρόλος του χρήματος και το τραπεζικό σύστημα στην σύγχρονη ζωή καθώς και πώς αυτές τελικά οι μεταβλητές επηρεάζουν την οικονομία και κατ' επέκταση την ευημερία μιας κοινωνίας.

Στο κεφάλαιο 1ο παρουσιάζεται ο ορισμός του χρήματος και ο ρόλος που έχει αυτό στην οικονομία. Ξεκινώντας με την έννοια του αντιπραγματισμού παρουσιάζουμε την εξέλιξη του χρήματος, τις τεχνικές του λειτουργίες και τα είδη χρήματος. Επιπλέον, αναφέρουμε τον ρόλο αυτού στην οικονομία και πώς η ποσότητα και η ταχύτητα κυκλοφορίας του επηρεάζει το εισοδηματικό κύκλωμα και γενικότερα την οικονομία.

Στο κεφάλαιο 2ο παρουσιάζεται και αναλύεται το χρηματοπιστωτικό σύστημα που λειτουργεί σήμερα και τον τρόπο με τον οποίο επιτυγχάνεται η προσφορά χρήματος. Ιδιαίτερη αναφορά θα υπάρχει για την Τράπεζα της Ελλάδος, ενώ θα μελετηθεί ο πρωτογενείς και δευτερογενείς τρόπος παραγωγής χρήματος καθώς και οι πολιτικές με τις οποίες μπορούμε να ελέγξουμε την ποσότητα και την ταχύτητα κυκλοφορίας χρήματος.

Στο κεφάλαιο 3ο παρουσιάζονται συνοπτικά οι διάφορες θεωρίες ζήτησης του χρήματος και αναλύεται η καμπύλη IS-LM που αποτελεί πολύτιμο εργαλείο κατανόησης αυτών των μηχανισμών.

Στο κεφάλαιο 4ο μελετάται η Ευρωπαϊκή ένωση και ο τρόπος λειτουργίας της νομισματικής και οικονομικής ένωσης. Σαν χώρα μέλος του ευρώ, κρίθηκε αναγκαίο να γίνει ξεχωριστή αναφορά στην ευρωπαϊκή ολοκλήρωση και προοπτική ενώ ιστορικά θα παρουσιαστούν οι διάφορες φάσεις της νομισματικής ένωσης και του ευρώ μέχρι και την οικονομική κρίση του 2009.

Τέλος, στο κεφάλαιο 5ο θα μελετήσουμε την πρόσφατη οικονομική κρίση, τις αιτίες που την προκάλεσαν αλλά και τις συνέπειες που αυτή είχε, ενώ με την ευκαιρία αυτή θα αναλυθούν διάφορα τραπεζικά προϊόντα που έπαιξαν ιδιαίτερο ρόλο στο παγκόσμιο οικονομικό και τραπεζικό σύστημα τις τελευταίες δεκαετίες.

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

---

Εδώ και πάρα πολλούς αιώνες απασχολεί τις κοινωνίες παγκοσμίως οι όροι «οικονομία» και «χρήμα». Όλοι ασχολούνται με αυτό το θέμα γιατί πολύ απλά όλοι συνεισφέρουν στην οικονομία του κράτους και όλοι είναι μέρος του οικονομικού συστήματος που λειτουργεί αέναα με έναν κυκλικό και επαναλαμβανόμενο τρόπο (οικονομικό-εισοδηματικό κύκλωμα). Τα αγαθά μετατρέπονται σε χρήματα και με τα χρήματα αγοράζουμε προϊόντα ή υπηρεσίες. Οι διάφορες μεταβολές του εισοδήματος και της δαπάνης μπορούν να κατανοηθούν με την συνοπτική περιγραφή του οικονομικού συστήματος-κυκλώματος.

Σε ένα πολύ απλό υπόδειγμα μιας φανταστικής οικονομίας, υποθέτουμε ότι υπάρχουν μόνο δύο στοιχεία, οι επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Οι καταναλωτές στα νοικοκυριά χρειάζονται διάφορα αγαθά και γι' αυτό δουλεύουν στις επιχειρήσεις, παράγουν αγαθά και έπειτα τα αποκτούν δίνοντας σε αντάλλαγμα τα ημερομίσθιά τους.

Το χρήμα είναι ένα από τα κεντρικότερα θέματα που μελετώνται στα οικονομικά και διαμορφώνουν την πιο αδιάσειστη σύνδεσή του με τη χρηματοδότηση. Το σύνολο των χρημάτων σε μια οικονομία έχει επιπτώσεις άμεσα στον πληθωρισμό και τα επιτόκια και ως εκ τούτου επηρεάζει ιδιαίτερος. Μια νομισματική κρίση μπορεί να έχει πολύ σημαντικά οικονομικά αποτελέσματα, ιδιαίτερα εάν οδηγεί στη νομισματική αποτυχία και την υιοθέτηση μιας πολύ λιγότερο αποδοτικής οικονομίας ανταλλαγών. Ταυτόχρονα, το τραπεζικό σύστημα είναι ό,τι είναι το κυκλοφορικό σύστημα για έναν οργανισμό. Μέσω αυτού συντηρείται αλλά και αναπτύσσεται το εθνικό σώμα. Άρα είναι πολύ σημαντικό να είναι ενταγμένο σε μια γενική εθνική πολιτική, που στόχο έχει να κατανέμει τους εθνικούς πόρους με τέτοιο τρόπο, ώστε από τη μία να διατηρούνται οι υπάρχουσες δραστηριότητες και από την άλλη να αναπτύσσονται καινούριες. Δραστηριότητες, που θα δημιουργήσουν θέσεις εργασίας και θα συντελέσουν όχι μόνον στην ανάπτυξη, αλλά και στη γενικότερη κοινωνική λειτουργία.



## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ ΚΑΙ ΑΚΡΩΝΥΜΙΩΝ

---

Α.Ε.Π.= Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν

Δισ.= Δισεκατομμύρια

Δ.Σ.= Διοικητικό Συμβούλιο

Ε.Ε.= Ευρωπαϊκή Ένωση

Ε.Ε.Χ.= Εταιρείες Επενδύσεως Χαρτοφυλακίου

Εκ.= Εκατομμύρια

Ε.Κ.Τ= Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Ε.Σ.Υ.Ε.= Εθνική Στατιστική Υπηρεσία Ελλάδος

κ.α.= και άλλα

κ.λ.π.= και λοιπά

Ο.Τ.Α.= Οργανισμός Τοπικής Αυτοδιοίκησης

Χ.Α.Α.= Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

### Το χρήμα και ο ρόλος του στην οικονομία

#### 1.1. Η έννοια του αντιπραγματισμού

Με τον όρο «αντιπραγματισμός» εννοούμε την ανταλλαγή προϊόντων μεταξύ δύο ατόμων χωρίς την χρήση κάποιου μέσου για χρήμα. Αποτέλεσε το πρώτο βήμα για την οικονομική πρόοδο και ανάπτυξη, αφού από τις οικογένειες που κατανάλωναν μόνο ό,τι παρήγαγαν, ανακαλύφθηκε η χρησιμότητα της ανταλλαγής προϊόντων μεταξύ διαφορετικών παραγωγών. Αντίθετα με την ατομική οικονομία (όπου κάθε μέλος παράγει και καταναλώνει μόνο τα δικά του προϊόντα), ο αντιπραγματισμός έχει σαν αποτέλεσμα υψηλότερα επίπεδα παραγωγής και κατανάλωσης για το κάθε μέλος της οικονομίας. Αυτό συμβαίνει γιατί η ανταλλαγή προϊόντων επιτρέπει σε κάθε άτομο να εξειδικεύεται στην παραγωγή ενός αγαθού στο οποίο είναι πιο παραγωγικό από άλλα μέλη της οικονομίας χωρίς όμως να στερείται άλλα προϊόντα που χρειάζεται και επιθυμεί, μια μορφή δηλαδή που μας θυμίζει την έννοια του καταμερισμού εργασιών.

Έτσι, αφού κάθε άτομο απασχολείται στην παραγωγή ενός παραγωγού προϊόντος, πετυχαίνουμε υψηλότερη παραγωγή συνολικά ανά απασχολούμενο, ενώ με την ανταλλαγή επιτρέπεται μεγαλύτερη και ποικιλότερη κατανάλωση ανά άτομο. Ο αντιπραγματισμός δηλαδή, προάγει την εξειδίκευση, αυξάνει την παραγωγικότητα και το συνολικό παραγόμενο προϊόν, που αποτελεί το ζητούμενο για κάθε οικονομία έτσι ώστε να επέλθει η μεγέθυνσή της.

##### 1.1.1. Τα μειονεκτήματα του αντιπραγματισμού

Με την πάροδο όμως του χρόνου, όσο ο καταμερισμός της εργασίας γινόταν πιο λεπτομερής και ο όγκος των συναλλαγών μεγαλύτερος, οι δυσκολίες για τον καταμερισμό της εργασίας αυξάναν. Οι δυσκολίες κυρίως φάνηκαν στον τρόπο συναλλαγής των αγαθών<sup>1</sup>.

Καταρχάς, δεν υπήρχε σύμπτωση στις προτιμήσεις ανάμεσα στους συναλλασσόμενους, δηλαδή για το προϊόν που το κάθε άτομο της κοινωνίας παράγει θα έπρεπε να υπάρχει και ένα άλλο άτομο που ταυτόχρονα θα ζητά το προϊόν αλλά θα προσφέρει και αυτό που το πρώτο ζητά. Έτσι π.χ αυτός που επιθυμούσε ν' ανταλλάξει ένα αρνί με σιτάρι θα έπρεπε να βρει εκείνον που επιθυμούσε να ανταλλάξει το σιτάρι με το αρνί. Επίσης ο κτηνοτρόφος π.χ που είχε ανάγκη από ορισμένη ποσότητα σιτάρι ήταν δύσκολο να ν' ανταλλάξει μέρος από την αγελάδα του με την ποσότητα αυτή του σιταριού, ή ακόμα δύσκολο να πάρει τα ζώα του στον τόπο αγοράς του σταριού ή από άλλα προϊόντα. Επιπλέον, αυξάνοντας τον αριθμό των ατόμων που εμφανίζονται στην αγορά με κάποιο προϊόν για ανταλλαγή, μειώνεται η πιθανότητα να συναντηθούν δύο μεμονωμένα άτομα που ζητούν

---

<sup>1</sup> Νομισματική Θεωρία & Πολιτική, McCALLUM T.BENNET, Εκδ. ΚΡΙΤΙΚΗ ΑΕ, 2002

μια συγκεκριμένη ανταλλαγή. Ενώ τέλος, θα πρέπει να συνυπολογίσουμε και την αύξηση του κόστους, εφόσον η αποθήκευση αντικειμένων με αποκλειστικό προορισμό να διατεθούν ως αντάλλαγμα για την αγορά προϊόντων, απαιτεί κάποιο κόστος (παραγωγής και αποθήκευσης), ενώ θα πρέπει σε αυτό να συμπεριλάβουμε και το κόστος που θα προκύψει από την πιθανή φθορά και αλλοίωση, όσο αυτά παραμένουν αποθηκευμένα, μειώνοντας ταυτόχρονα και την ανταλλακτική τους αξία (αγοραστική δύναμη). Για το λόγο αυτό, θα έπρεπε ο κάθε ένας συναλλασσόμενος να αποφασίσει για την ποσότητα που θα παρήγαγε και θα αποθήκευε, να αναζητήσει πρόθυμους αγοραστές (που θα πρέπει ταυτόχρονα να είναι και πωλητές των προϊόντων που ο ίδιος έχει ανάγκη), και όλα αυτά με το ελάχιστο δυνατό κόστος.

Όλοι αυτοί οι υπολογισμοί δεν είναι απλοί, και όσο τα προϊόντα θα αυξάνονται (μαζί με τις ανάγκες) και η παραγωγή θα επεκτείνεται, θα επιμηκύνεται ταυτόχρονα και ο χρόνος που θα απαιτείται στην αναζήτηση ενδιαφερομένων πωλητών και τόσο θα αυξάνει το κόστος παραγωγής και αποθήκευσης που αναφέραμε.

Σαν συμπέρασμα λοιπόν, ενώ ο αντιπραγματισμός, αρχικά ευνοεί το εμπόριο και προάγει την εξειδίκευση, τελικά καταλήγει να οριοθετεί την έκτασή τους λόγω των δυσχερειών και αδυναμιών που παρουσιάζονται σε μια αγορά που συνεχώς μεγαλώνει.

Έτσι δημιουργήθηκε η ανάγκη για ένα κοινό μέσο που θα ήταν άμεσα και αποδεκτό στις συναλλαγές. Από τις ανάγκες αυτή δημιουργήθηκε το πρώτο χρήμα και έτσι την περίοδο του αντιπραγματισμού ακολούθησε η εποχή του πραγματικού-περικεκτικού χρήματος.

## **1.2. Η εξέλιξη του χρήματος στην πορεία της ιστορίας**

Η φυσική μορφή των χρηματικών στοιχείων μπορεί να διαφέρει, και διαφορετικές μορφές χρημάτων έχουν υπάρξει ιστορικά. Τα προϊόντα ήταν η πρώτη μορφή χρημάτων που εμφανίστηκαν. Στο πλαίσιο ενός συστήματος χρημάτων - προϊόντων, το αντικείμενο που χρησιμοποιείται ως χρήμα έχει την αξία έμφυτη. Πολλοί πολιτισμοί σε όλο τον κόσμο ανέπτυξαν τελικά τη χρήση χρημάτων των οποίων η αξία βασιζόταν στην αξία του υλικού από το οποίο ήταν φτιαγμένα. Ο σίγλος ή σέκελ ήταν αρχικά μια μονάδα χρήματος αλλά και μονάδα βάρους<sup>2</sup>. Η πρώτη χρήση του όρου προήλθε από τη Μεσοποταμία γύρω στο 3000 π.Χ. Κοινωνίες στην Αμερική, την Ασία, την Αφρική και την Αυστραλία άρχισαν να χρησιμοποιούν όστρακα ως χρήμα. Πολλά αντικείμενα έχουν χρησιμοποιηθεί ως χρήματα, από τα φυσικά λιγοστά πολύτιμα μέταλλα έως κοχύλια και από τσιγάρα έως τα εξ ολοκλήρου τεχνητά χρήματα όπως τα χαρτονομίσματα. Τα πρώτα νομίσματα κατασκευάστηκαν αρχικά από χαλκό, κατόπιν από σίδηρο και αυτό επειδή ο χαλκός και ο σίδηρος

---

<sup>2</sup> Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, Νομισματική Θεωρία, εκδ. Μπενού, Αθήνα 2000

ήταν ισχυρά υλικά που χρησιμοποιήθηκαν για την κατασκευή όπλων. Η χρηματική αξία των νομισμάτων προέκυπτε από την αξία του μετάλλου από το οποίο ήταν κατασκευασμένο.

Ο Βασιλιάς Φείδων του Άργους, το 700 π.Χ. περίπου, άλλαξε τα νομίσματα από το σίδηρο σε ένα μάλλον άχρηστο και διακοσμητικό μέταλλο, το ασήμι, και, σύμφωνα με τον Αριστοτέλη, αφιέρωσε μερικά από τα νομίσματα σιδήρου που έμειναν (που ήταν στην πραγματικότητα ράβδοι σιδήρου) στο ναό της Ήρας. Ο βασιλιάς Φείδων έπλασε τα ασημένια νομίσματα στην Αίγινα, στο ναό της θεάς της φρόνησης και του πολέμου Αθηνάς Αφαιάς, και χάραξε τα νομίσματα με μια Χελώνα, η οποία χρησιμοποιείται μέχρι σήμερα ως σύμβολο της κεφαλαιοκρατίας. Τα νομίσματα Χελώνες έγιναν αποδεκτά ευρέως και χρησιμοποιήθηκαν ως διεθνές μέσο ανταλλαγής μέχρι τις ημέρες του Πελοποννησιακού Πολέμου, όταν η Αθηναϊκή δραχμή τα αντικατέστησε. Σύμφωνα με τον Ηρόδοτο Τα πρώτα χρυσά νομίσματα στην ιστορία εκδόθηκαν από το Λύδιο βασιλιά Κροίσο, γύρω στο 650 – 600 π.Χ. Σύμφωνα με ένα μύθο, ο Δίας τιμώρησε την Ήρα και την έδεσε την με μια χρυσή αλυσίδα μεταξύ ουρανού και γης. Η Ήρα, με τη βοήθεια του Ηφαίστου, έσπασε τη χρυσή αλυσίδα και απελευθερώθηκε. Λέγεται ότι όλος ο χρυσός που βρίσκεται στη γη προέρχεται από τα κομμάτια αυτής της χρυσής αλυσίδας, που έπεσαν από τον ουρανό. Ίσως λόγω αυτού του μύθο, ο χρυσός χρησιμοποιήθηκε στην αρχαία Ελλάδα μόνο στους ναούς, τάφους και κοσμήματα και δεν υπάρχει οποιοδήποτε αρχαίο ελληνικό χρυσό νόμισμα, μέχρι περίπου το 390 π.Χ., όταν ο Έλληνας βασιλιάς Φίλιππος ο 2ος της Μακεδονίας εξέδωσε τα πρώτα χρυσά νομίσματα. Σύμφωνα με άλλο μύθο, οι εφευρέτες των χρημάτων ήταν η Δημοδίκη (ή Ερμοδίκη) από την Κύμη (σύζυγος του Μίδα), ο Λύκος (γιος του Πανδίου του 2ου και πρόγονος των Λυκίων) και ο Εριχθόνιος, από τη Λυδία ή τη Νάξο.

Η μέθοδος της χρήσης νομισμάτων, ως χρήμα, με βάση την αξία του υλικού από το οποίο ήταν φτιαγμένα τελικά εξελίχθη στη μέθοδο του αντιπροσωπευτικού χρήματος. Αυτό συνέβη επειδή οι έμποροι χρυσού και αργύρου ή οι τράπεζες άρχισαν να εκδίδουν αποδείξεις στους καταθέτες – εξαργυρώσιμες με χρήματα ουσιαστικής αξίας - τα οποία είχαν κατατεθεί. Τελικά, αυτές οι αποδείξεις έγιναν ευρέως αποδεκτές ως μέσο πληρωμής και ξεκίνησαν να χρησιμοποιούνται ως χρήμα.

Τα χάρτινα χρήματα ή τραπεζογραμμάτια χρησιμοποιήθηκαν για πρώτη φορά στην Κίνα, κατά τη διάρκεια της Δυναστείας των Σονγκ. Αυτά τα τραπεζογραμμάτια, γνωστά ως "Jiaozhi" εξελίχθηκαν από χρεόγραφο που είχαν χρησιμοποιηθεί από τον 7ο αιώνα μ.Χ., ωστόσο, δεν είχαν σταματήσει τη χρήση των νομισμάτων ουσιαστικής αξίας. Στην Ευρώπη τα πρώτα τραπεζογραμμάτια εξεδόθησαν από τη Stockholms Banco το 1661 και χρησιμοποιήθηκαν παράλληλα με κέρματα<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Παναγιώτης Γ. Κορλιράς, Νομισματική Θεωρία, εκδ. Μπενού, Αθήνα 2000

Η ευκολία των συναλλαγών που παρείχε η έκδοση των τραπεζογραμματίων από τις τράπεζες καθιέρωσε τα χαρτονομίσματα σε ευρεία και κοινώς αποδεκτή συναλλακτική πρακτική. Μ' αυτό το νομισματικό σύστημα, όπου το μέσο συναλλαγής είναι χαρτιά, τα οποία μπορούν να μετατραπούν σε προκαθορισμένες, σταθερές ποσότητες χρυσού, αντικαταστάθηκε η χρήση των χρυσών νομισμάτων ως χρήματος μεταξύ του 17ου και 19ου αιώνα στην Ευρώπη. Αυτά τα πιστοποιητικά χρυσού νομιμοποιήθηκαν ως χρήμα και η ρευστοποίησή τους σε χρυσό αποθαρρύνθηκε. Στις αρχές του 20ου αιώνα όλες σχεδόν οι χώρες υιοθέτησαν αυτό το σύστημα όπου για τα πιστοποιητικά που εξέδιδαν, υπήρχε προκαθορισμένη ποσότητα χρυσού προς εξαργύρωση.

Μετά τον δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο, με τη διάσκεψη του Bretton Woods, οι περισσότερες χώρες υιοθέτησαν τα χρήματα Fiat των οποίων η τιμή είχε καθοριστεί σύμφωνα με το δολάριο ΗΠΑ. Το αμερικανικό δολάριο με τη σειρά του καθορίστηκε σε σχέση με το χρυσό. Το 1971, η κυβέρνηση των ΗΠΑ έπαυσε τη μετατρεψιμότητα του δολαρίου ΗΠΑ σε χρυσό. Μετά από αυτό, πολλές χώρες ακολούθησαν το παράδειγμα των ΗΠΑ και η πλειονότητα των χρημάτων παγκοσμίως σταμάτησε να υποστηρίζεται από αποθέματα χρυσού.

Σήμερα ο ορισμός του τι είναι χρήμα σε μια οικονομία είναι πολύ συγκεκριμένος: Χρήμα είναι το σύνολο των κερμάτων, τραπεζογραμματίων και καταθέσεων. Οτιδήποτε άλλο εκτός από αυτά τα τρία δεν είναι χρήμα. Ο όρος τραπεζογραμμάτιο είναι συνώνυμος με τον όρο χαρτονομίσμα. Το σύνολο κερμάτων και χαρτονομισμάτων ονομάζεται σύνολο νομισματικής κυκλοφορίας. Χρήμα όμως δεν είναι μόνο η νομισματική κυκλοφορία. Οι καταθέσεις είναι καταθέσεις των ιδιωτών στις εμπορικές τράπεζες και καταθέσεις των εμπορικών τραπεζών στην κεντρική τράπεζα.

### **1.3. Το χρήμα και οι τεχνικές του λειτουργίες.**

Αν όπως ήδη αναφέραμε ο αντιπραγματισμός ήταν μεγάλο βήμα από την σιτοπαραγωγή και την αυτοκατανάλωση, το μεγαλύτερο όμως βήμα του ανθρώπου προς την οικονομική ανάπτυξη και μεγέθυνση ήταν η δημιουργία του χρήματος.

Η αντικατάσταση του αντιπραγματισμού από ένα σύστημα συναλλαγών που θα βασίζονταν στην ύπαρξη μιας κοινά αποδεκτής αντιπαροχής, ενός κοινού μέσου πληρωμών θα μπορούσε να απλουστεύσει το εμπόριο, να ενθαρρύνει ακόμα περισσότερο την εξειδίκευση, να διευρύνει τις παραγωγικές δυνατότητες και να προωθήσει την οικονομική και κοινωνική ευημερία.

Με το όρο χρήμα εννοούμε τα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιούνται και γίνονται ευρέως αποδεκτά για πληρωμές και συγκεντρώνει μερικές φυσικές ιδιότητες, οι οποίες του επιτρέπουν να επιτελεί ορισμένες τεχνικές λειτουργίες. Ως ρυθμιστής της διακίνησης προϊόντων και συντελεστών

παραγωγής, το χρήμα διαδραματίζει με επιτυχία τον ρόλο του, εφόσον δεν παύει να λειτουργεί αποτελεσματικά<sup>4</sup>:

- **Μέτρο αξίας**

Η λειτουργία αυτή του χρήματος δίνει την δυνατότητα να εκφραστεί η αξία των διαφόρων αγαθών σε μια κοινή βάση.

Η μονάδα του συγκεκριμένου αγαθού που υιοθετείται από μια οικονομία ως χρήμα καθιερώνεται συνήθως ως μέτρο έκφρασης της αγοραίας τιμής και αξίας κάθε άλλου αγαθού ή υπηρεσίας. Η αγοραία αξία οποιουδήποτε εμπορεύματος μετριέται από την τιμή του η οποία μπορεί να εκφραστεί ανάλογα με τον τόπο και το χρόνο με διάφορες ονομασίες, όπως άλλωστε έχουμε συναντήσει ιστορικά.

Η παρουσία ενός κοινού μέτρου της αξίας απλουστεύει τον υπολογισμό της αναλογίας ανταλλαγής μεταξύ δύο οποιονδήποτε αγαθών και καταργεί την ανάγκη απομνημόνευσης πρακτικά άπειρων επιμέρους σχετικών τιμών. Η σχέση ανταλλαγής προκύπτει πολύ εύκολα, ακόμη και μεταξύ δύο αγαθών που στην πραγματικότητα δεν ανταλλάσσονται ποτέ μεταξύ τους. Από την στιγμή που έχει προσδιοριστεί η χρηματική τιμή δύο οποιονδήποτε εμπορευμάτων, η μεταξύ τους σχέση ανταλλαγής (σχετική τιμή) προκύπτει με απλή διαίρεση<sup>5</sup>.

Επιπλέον θα πρέπει να τονιστεί πως η επινόηση και ανάπτυξη οποιουδήποτε λογιστικού συστήματος προϋποθέτει την ύπαρξη ενός κοινού μέτρου της αξίας, μιας κοινής λογιστικής μονάδας, ενώ η ύπαρξη ενός συγκεκριμένου νομίσματος και η νομική υποχρέωση της χρησιμοποίησης του ως μέσου πληρωμών δεν αποκλείουν το ενδεχόμενο οι συναλλασσόμενοι να χρησιμοποιούν και κάποιο άλλο μέτρο της αξίας.

- **Μέσο πληρωμών**

Η πιο φανερή και η πιο σημαντική από τις λειτουργίες του χρήματος είναι η ευρύτατη χρησιμοποίησή του ως μέσο συναλλαγών και συγκεκριμένα ως μέσο με το οποίο γίνονται οι πληρωμές. Είναι μάλιστα τόσο σημαντική, που τελικά ως χρήμα μιας οικονομίας ορίζεται οπωσδήποτε κάθε αντικείμενο που χρησιμοποιείται ευρέως ως μέσο πληρωμών. Όπως ήδη αναφέραμε, βασική προϋπόθεση για να καθιερωθεί ως χρήμα ένα αγαθό είναι να γίνει δεκτό ως αντιπαροχή από μεγάλο μέρος της αγοράς και των συναλλασσομένων<sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup> Νομισματική Θεωρία & Πολιτική, McCALLUM T.BENNET, Εκδ. ΚΡΙΤΙΚΗ ΑΕ, 2002

<sup>5</sup> Ι. Παπαδάκης, Τραπεζικό περιβάλλον - Νομισματική Θεωρία και Πολιτική, Τόμος Α', Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο, Πάτρα 1999

<sup>6</sup> Ι. Παπαδάκης, Τραπεζικό περιβάλλον - Νομισματική Θεωρία και Πολιτική, Τόμος Α', Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο, Πάτρα 1999

Η επινόηση και υιοθέτηση ενός μέσου πληρωμών στις συναλλαγές εξοικονομεί χρόνο και ανθρώπινες προσπάθειες, τις οποίες συνεπάγεται ο αντιπραγματισμός, ενώ προάγει την εξειδίκευση και συντελεί στην αύξηση της παραγωγικότητας στην οικονομία.

- **μέσο και μέτρο μελλοντικών παροχών - αποτελεσματικό μέσο αποταμίευσης και φύλαξης της αγοραστικής δύναμης<sup>7</sup>**

Η ύπαρξη και η δυνατότητα χρήσης ενός κοινά αποδεκτού μέσου πληρωμών αποδεσμεύουν κάθε πράξη αγοράς κάποιου προϊόντος από την ανάγκη να πουληθεί ταυτόχρονα κάποιο άλλο.

Η διακράτηση και φύλαξη ενός αποθέματος μέσου πληρωμών αντί άλλων αντικειμένων για ανταλλαγές επιτρέπει στους φορείς οικονομικής δραστηριότητας να επιλέγουν με μεγαλύτερη άνεση τα αγαθά που θα αγοράσουν, τους πωλητές από τους οποίους θα τα αγοράσουν και την χρονική στιγμή που θα τα αγοράσουν.

Επιπλέον, η σύναψη συμφωνίας για μία συναλλαγή, στην οποία η αντιπαροχή ή άλλη πληρωμή, θα καταβληθεί κάποτε στο μέλλον, διευκολύνεται σημαντικά όταν υπάρχει ένα μέσο πληρωμών που η αγοραστική του αξία στο μέλλον μπορεί να προβλεφθεί με ικανοποιητική προσέγγιση. Όποιος επιθυμεί να αγοράσει κάτι, χωρίς το τωρινό εισόδημά του να είναι αρκετό, μπορεί να επιδιώξει την προμήθεια του αγαθού με την υπόσχεση στην οικονομία ένα μέσο πληρωμών, ξέρει ότι τη στιγμή της εξόφλησης το αντικείμενο αυτό θα έχει ορισμένη αγοραστική δύναμη και δε θα έχει πάψει να αποτελεί μέσο πληρωμών.

Όσον αφορά την αποταμίευση, τα άτομα διατηρούν ένα μέρος από το εισόδημά και την περιουσία τους με την μορφή του χρηματικού αποθέματος. Το κάνουν κυρίως για να γεφυρώνουν το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ διαδοχικών εισπράξεων εισοδήματος. Στο διάστημα αυτό τα άτομα αντιμετωπίζουν καθημερινές ανάγκες (έκτατες ή μη) και προβαίνουν σε αγορές καταβάλλοντας διάφορα χρηματικά ποσά ή πολλές φορές θέλουν σταδιακά να συγκεντρώσουν ορισμένο χρηματικό κεφάλαιο για μια αγορά μεγάλης αξίας, άλλωστε, υπάρχει στον άνθρωπο μια έμφυτη ροπή του ανθρώπου να αποταμιεύει.

### **1.3.1. Οι ιδιότητες του χρήματος**

Οι τεχνικές λειτουργίες του χρήματος δεν επιτελούσαν το ίδιο ικανοποιητικά όλα ανεξαιρέτως τα αντικείμενα που χρησιμοποιήθηκαν κατά καιρούς ως χρήμα. Αυτό εξηγεί γιατί ένα είδος χρήματος που χρησιμοποιείται για κάποιο διάστημα συνήθως αντικαθίσταται αργότερα από ένα άλλο. Τούτο συνέβη ακόμη και με το μακροβιότερο είδος, τα ασημένια κέρματα, τα οποία επιβίωσαν πάνω από

---

<sup>7</sup> Ι. Παπαδάκης, Τραπεζικό περιβάλλον - Νομισματική Θεωρία και Πολιτική, Τόμος Α', Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο, Πάτρα 1999

δύο χιλιετίες. Την ανανέωση υπαγορεύει κυρίως η ανάγκη να συγκεντρώνει το χρήμα, στον μέγιστο δυνατό βαθμό και με το μικρότερο κόστος, ορισμένες επιθυμητές ιδιότητες, που το καθιστούν ιδιαίτερα χρήσιμο. Το χρήμα πρέπει κυρίως να<sup>8</sup>:

- μεταφέρεται εύκολα
- είναι σχετικά σπάνιο

Το αντικείμενο που χρησιμοποιείται ως χρήμα πρέπει να είναι σπάνιο αλλά όχι σπανιότατο, ώστε να έχουν οι χρηματικές μονάδες ανταλλακτική αξία λογική, δηλαδή να τόση ώστε να εξυπηρετούνται όσο γίνεται περισσότερες συναλλαγές.

- μη φθείρεται γρήγορα
- έχει υποδιαιρέσεις και πολλαπλάσια

Οι καθημερινές μικροσυναλλαγές πρέπει να διενεργούνται με αυτό το μέσο χωρίς να απαιτείται ο τεμαχισμός του, αλλά επίσης πρέπει από το ίδιο χρήμα να εξυπηρετούνται και οι μεγαλύτερης αξίας συναλλαγές χωρίς να απαιτείται η μεταφορά τεράστιων ποσοτήτων του.

- είναι τυποποιημένο

Για να έχει πρακτική χρησιμότητα το χρήμα, πρέπει να είναι τυποποιημένο. Οι μονάδες του πρέπει να είναι όλες της ίδιας ποσότητας και αξίας. Οι συναλλασσόμενοι δεν πρέπει να σπαταλούν χρόνο προκειμένου να διαπιστώσουν την ποιότητα, την γνησιότητα, την εγκυρότητα και πραγματική ποσότητα του χρήματος που εισπράττουν ή πληρώνουν. Η χρονοτριβή στις συναλλαγές αποφεύγεται, όταν η χρηματική μονάδα, τα πολλαπλάσια και οι υποδιαιρέσεις της είναι τυποποιημένα και η γνησιότητά τους πιστοποιείται από τον φορέα που τα εκδίδει και την εγγυάται.

- αναγνωρίζεται αμέσως ως χρήμα

Η τυποποίηση του χρήματος και η επίσημη έπ' αυτού εκτύπωση συμβόλων ευκολύνει την άμεση αναγνώρισή του. Ευκολότερα αναγνωρίζονται και γίνονται δεκτές με εμπιστοσύνη οι μονάδες χρήματος που έχουν κοπή από επίσημο φορέα.

Ανά τον κόσμο και στην διαδρομή του χρόνου, άπειρα αντικείμενα χρησιμοποιήθηκαν κατά καιρούς ως χρήμα, για να υποκατασταθούν αργότερα από τον ρόλο αυτό από άλλα, τα οποία συγκέντρωναν σε μεγαλύτερο βαθμό τις έξι αυτές επιθυμητές ιδιότητες. Το ίδιο γίνεται σήμερα και μάλλον θα γίνεται και στο μέλλον.

---

<sup>8</sup> Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, Νομισματική Θεωρία, εκδ. Μπενού, Αθήνα 2000



## 1.4. Τα είδη χρήματος

### Το Περιεκτικό Χρήμα

Με τον όρο περιεκτικό χρήμα εννοούμε το χρήμα οι λειτουργίες του οποίου ως μέσου συναλλαγών και ως μέτρου αξίας των εμπορευμάτων έχει ίση αξία με την εμπορευματική του αξία (βόδια, χρυσός, όστρακα, πολύτιμο μέταλλο), δηλαδή η νομισματική (χρηματική) αξία ακριβώς ίση με την αξία τους ως αγαθά, δηλαδή την αξία χρήσης τους<sup>9</sup>. Περιεκτικό χρήμα ήταν όλα τα είδη και προϊόντα που έχουν χρησιμοποιηθεί ως χρήμα και τα οποία έχουν χρήσεις άλλες από εκείνες του χρήματος, όλα τα έμψυχα και άψυχα μέσα που χρησιμοποίησε ο άνθρωπος για χρήμα του προηγούμενου αιώνος τα οποία αναφέραμε και παραπάνω (δούλοι, γυναίκες, ζώα, όστρακα, πέτρες, χρυσός, σίδηρος ασήμι)<sup>10</sup>.

### Το Παραστατικό χρήμα – Τραπεζικό χρήμα

Με το πέρασμα του χρόνου, θέλοντας ο άνθρωπος να κάνει χρήση πρακτικότερων μέσων για χρήμα δημιούργησε το παραστατικό χρήμα, δηλαδή του χρήματος εκείνου το οποίο ενσωματώνει αξία χρήσης, ως αγαθό, μικρότερο της νομισματικής τους αξίας.

Έτσι με τον όρο παραστατικό χρήμα εννοούμε το χρήμα του οποίου η αναγραφόμενη αξία αντιστοιχεί σε αξία μεγαλύτερη από την αξία του υλικού που το αποτελεί. Το παραστατικό χρήμα είναι στοιχείο του νεώτερου πολιτισμού και προϋποθέτει την ύπαρξη μιας πλήρως εμπορευματικής οικονομίας, μεγάλο αριθμό συναλλαγών, υψηλό καταμερισμό της εργασίας, και φυσικά την εγγύηση του εκδότη του παραστατικού χρήματος για την αναγραφόμενη αξία.

Το παραστατικό χρήμα ξεκίνησε όταν οι χρυσοχόοι, που έκοβαν χρυσά ή αργυρά νομίσματα και τα διαφύλατταν για λογαριασμό πελατών τους εκδίδοντας ταυτόχρονα αποδεικτικά κατάθεσης πολύτιμων μετάλλων. Έτσι, όποιος ήθελε να πραγματοποιήσει μια συναλλαγή δεν ήταν απαραίτητο να έχει μαζί του την φυσική ποσότητα του χρήματος, αλλά αρκούσε το χαρτί εκείνο που πιστοποιούσε την ύπαρξη της ποσότητας αυτής κατατεθειμένη στον χρυσοχόο. Με τον τρόπο αυτό εξοικονομούνταν χρόνος και μειώνονταν οι πιθανότητες κλοπής του. Η μέθοδος αυτή αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα παραστατικού χρήματος αφού το χαρτί που πιστοποιούσε την ύπαρξη του χρυσού σίγουρα είχε πολύ μικρότερη αξία από την πραγματική- χρηματική αξία του χαρτιού στην αγορά<sup>11</sup>.

<sup>9</sup> Νομισματική Θεωρία & Πολιτική, McCALLUM T.BENNET, Εκδ. ΚΡΙΤΙΚΗ ΑΕ, 2002

<sup>10</sup> Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, Νομισματική Θεωρία, εκδ. Μπενού, Αθήνα 2000

<sup>11</sup> Νομισματική Θεωρία & Πολιτική, McCALLUM T.BENNET, Εκδ. ΚΡΙΤΙΚΗ ΑΕ, 2002

Μια άλλη περίπτωση παραστατικού χρήματος ήταν όταν κάποιες κοινωνίες για να μπορέσουν να εξοικονομήσουν χρυσό, έσπαγαν τα χρυσά νομίσματα και έφτιαχναν νέα με διάφορες προσμίξεις, διατηρώντας όμως την ίδια ονομαστική αξία με πριν. Έτσι, αν και αρχικά το κάθε νόμισμα είχε την ονομαστική του αξία και σε περιεκτικότητα, μετά τις προσμίξεις το νόμισμα που προέκυπτε είχε πολύ μικρότερη αξία.

Με την έκδοση των χάρτινων αποδεικτικών, οι χρυσοχόοι μετατράπηκαν στους πρώτους τραπεζίτες, με ευρεία κοινωνική αποδοχή και φερεγγυότητα. Έπαιρναν αμοιβή για τις υπηρεσίες που προσέφεραν και σταδιακά είχαν την δυνατότητα να δανειοδοτούν τις ελλειμματικές μονάδες (φυσικά έναντι κάποιου κέρδους), δημιουργώντας έτσι την μορφή επιχείρησης με παροχές υποτυπωδών τραπεζικών προϊόντων.

Με το πέρασμα του χρόνου όλες οι συναλλαγές πραγματοποιούνταν με τον τρόπο αυτό και ακόμα και όταν κάποιος επέσυρε την ποσότητα του χρυσού του, κάποιος άλλος την ίδια στιγμή κατέθεταν την δική τους. Τα εκδιδόμενα χαρτιά ήταν κοινά αποδεκτά και σαν αποτέλεσμα όλες οι συναλλαγές πραγματοποιούνταν σε ελάχιστο χρόνο.

Με τον τρόπο αυτό, η δημιουργία παραστατικού χρήματος για πρακτικούς λόγους εξάλειψης των χρονοβόρων διαδικασιών αλλά και η δυνατότητα των ελλειμματικών μονάδων να δανειστούν επέφερε την ανάπτυξη και την οικονομική μεγέθυνση. Τα χρήμα πολλαπλασιάστηκαν και μαζί με αυτό περισσότεροι παραγωγικοί συντελεστές χρησιμοποιούνται αποδοτικά συμβάλλοντας. Δίνοντας την δυνατότητα χρηματοδότησης πόρων μετατρέσιμων σε παραγωγικά μέσα δημιουργήθηκαν παραγωγικές δομές, αναπτύσσοντας ταυτόχρονα την ιδέα της «Τραπεζικής Πίστης», βασικά αρχή για την ανάπτυξη του τραπεζικού συστήματος που θα αναλύσουμε παρακάτω.

Η ταχύτατη διάδοση του χάρτινου τμήματος, το οποίο παράγεται από ιδιώτες, δημιουργεί έναν νέο οικονομικό χάρτη, όπου το χρήμα, ως μέσο ανταλλαγής πάρα ως αγαθό, είναι επιθυμητό, αφού είναι σε θέση να αγοράσει πραγματικά αγαθά και υπηρεσίες, όχι μόνο στο παρόν αλλά, διαφυλασσόμενο ως αξία, και στο μέλλον.

Πλέον, κάθε κράτος, μέσω της εκδοτικής τράπεζας, ελέγχει μονοπωλιακά τη συνολική προσφορά των κυκλοφορούντων τραπεζογραμματίων ή χαρτονομισμάτων, καθώς επίσης και την ποσότητα των μεταλλικών κερμάτων (η ονομαστική αξία τους είναι μεγαλύτερη από την αξία του μετάλλου). Στην Ευρώπη, όσες χώρες ανήκουν στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση, το δικαίωμα έκδοσης χρήματος για αυτές έχει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, τον ρόλο της οποίας θα αναλύσουμε σε άλλο σημείο παρακάτω.

## **1.5. Το Οικονομικό – Εισοδηματικό Κύκλωμα (The Circular-Flow Diagram) και ο ρόλος του χρήματος σε αυτό**

Εδώ και πάρα πολλούς αιώνες απασχολεί τις κοινωνίες παγκοσμίως η σχέση μεταξύ των δύο όρων: «οικονομία» και «χρήμα». Όλοι ασχολούνται με αυτό το θέμα γιατί πολύ απλά όλοι συνεισφέρουν στην οικονομία του κράτους και όλοι είναι μέρος του οικονομικού συστήματος που λειτουργεί αέναα με έναν κυκλικό και επαναλαμβανόμενο τρόπο (οικονομικό-εισοδηματικό κύκλωμα). Τα αγαθά μετατρέπονται σε χρήματα και με τα χρήματα αγοράζουμε προϊόντα ή υπηρεσίες. Οι διάφορες μεταβολές του εισοδήματος και της δαπάνης μπορούν να κατανοηθούν με την συνοπτική περιγραφή του οικονομικού συστήματος-κυκλώματος.

Σε ένα πολύ απλό υπόδειγμα μιας φανταστικής οικονομίας, υποθέτουμε ότι υπάρχουν μόνο δύο στοιχεία, οι επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Οι καταναλωτές στα νοικοκυριά χρειάζονται διάφορα αγαθά και γι' αυτό δουλεύουν στις επιχειρήσεις, παράγουν αγαθά και έπειτα τα αποκτούν δίνοντας σε αντάλλαγμα τα ημερομίσθιά τους.

Όλες αυτές οι συναλλαγές πραγματοποιούνται μέσω χρημάτων. Το χρήμα ρέει σε ένα κύκλο που ξεκινά από τις επιχειρήσεις και περνά στους εργάτες και στα νοικοκυριά τους, έπειτα δαπανάται από τους καταναλωτές-εργάτες και επιστρέφει στις επιχειρήσεις. Σε αυτό το πολύ απλό υπόδειγμα δεν υπάρχει τίποτα που να μπορεί να σταματήσει το χρήμα από το να κυκλοφορεί συνεχώς. Έχει κατεύθυνση πάντα αντίθετη από την ροή των αγαθών και των συντελεστών παραγωγής δημιουργώντας έτσι αγαθά προς πώληση και απασχόληση για τους εργάτες.

Το μέγεθος της παραγωγής και ο βαθμός απασχόλησης παραγωγικών συντελεστών εξαρτώνται από την ροή των χρηματικών εισοδημάτων και των χρηματικών δαπανών που πραγματοποιούνται στην οικονομία. Στο οικονομικό κύκλωμα, το εισόδημα είναι κάθε φορά ίσο με την δαπάνη, αφού κάθε συναλλαγή έχει έναν αγοραστή και έναν πωλητή, ενώ κάθε χρηματική μονάδα που ξοδεύεται από κάποιον αγοραστή είναι ταυτόχρονα μια χρηματική μονάδα εισοδήματος για κάποιον πωλητή. Το συνολικό ποσό που δαπανάται είναι ίσο με το εισόδημα και έτσι σε κάθε κύκλο παραγωγής η αξία των αγαθών που αποστέλλονται στα καταστήματα, δηλαδή το Εθνικό προϊόν είναι ίσο με το Εθνικό εισόδημα και τις Εθνικές δαπάνες.

### **1.5.1. Οι μεταβολές στο Οικονομικό Κύκλωμα (Εισροές- Εκροές)**

Θέλοντας να μας δώσει το υπόδειγμά περισσότερες πληροφορίες για μία πραγματική περίπλοκη οικονομία υποθέτουμε ότι στον επόμενο κύκλο ένα από τα νοικοκυριά εισπράττει ένα επιπλέον ποσό χρημάτων (εκτός του κύκλου) το οποίο δαπανά (εισροή). Τα επιπλέον αυτά χρήματα έχουν σαν αποτέλεσμα την αύξηση της ζήτησης των προϊόντων (υποθέτουμε ότι δεν υπάρχει αποταμίευση) αλλά με δεδομένη και σταθερή την προσφορά αυτό οδηγεί σε αύξηση των τιμών,

αυξάνοντας τα έσοδα των επιχειρήσεων. Με την αύξηση της ζήτησης, οι επιχειρήσεις λαμβάνουν μήνυμα από την οικονομία ότι υπάρχει διαθέσιμο περισσότερο χρήμα και ότι θα μπορούσαν να πωληθούν περισσότερες μονάδες προϊόντος στην αρχική τιμή. Για να ανταποκριθούν, αυξάνουν την παραγωγή τους προσφέροντας περισσότερα ημερομίσθια, και αυξάνουν το εισόδημα των εργατών. Αν τυχόν δεν καταφέρουν οι επιχειρήσεις να αυξήσουν την παραγωγή, τότε τα προϊόντα θα εξακολουθούν πωλούνται πιο ακριβά.

Αντίστοιχα, αν ένα ποσό «φύγει» από την οικονομία επειδή ένα νοικοκυριό έστειλε μέρος από το εισόδημά του στο εξωτερικό (εκροή), αυτό σημαίνει ότι το νοικοκυριό θα διαθέσει λιγότερα χρήματα για κατανάλωση και θα μειώσει την ζήτησή του<sup>12</sup>. Οι επιχειρήσεις μην μπορώντας να πουλήσουν όλα τα προϊόντα θα μειώσουν τις τιμές και σε δεύτερη φάση θα μειώσουν την παραγωγή τους έχοντας παρατηρήσει την έλλειψη ζήτησης. Η μικρότερη παραγωγή απαιτεί λιγότερα ημερομίσθια και άρα θα δοθεί λιγότερο εισόδημα στα νοικοκυριά.

Υπάρχουν πολλές εκροές και εισροές σε μια ανεπτυγμένη οικονομία. Υποθέτοντας την ύπαρξη του κρατικού τομέα στο υπόδειγμά μας, η κυβέρνηση μέσω των δημοσίων δαπανών πραγματοποιεί εισροές στο εισόδημα νοικοκυριών και επιχειρήσεων ενώ η φορολογία που εισπράττει δημιουργεί εκροές. Αντίστοιχα, το εξωτερικό εμπόριο, επηρεάζει την κυκλική ροή του εισοδήματος με τις εξαγωγές, και τις εισαγωγές. Η πληρωμή των εξαγόμενων προϊόντων είναι το χρήμα που εισρέει, ενώ στις εισαγωγές το χρήμα εκρέει από την κυκλική ροή.

Συνοπτικά, στο εισοδηματικό κύκλωμα παρουσιάζονται διαφορετικές μεταβολές των βασικών μεταβλητών (εισόδημα, δαπάνες, τιμές, προϊόν, απασχόληση) ανάλογα από το αν πραγματοποιήθηκε μια εισροή ή εκροή. Η αύξηση διαθέσιμου χρήματος έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση της κυκλικής ροής του εισοδήματος δημιουργώντας μια πίεση ζήτησης η οποία αρχικά ήταν πληθωριστική, έδωσε όμως έπειτα στις επιχειρήσεις κίνητρο για αύξηση της παραγωγής και άρα αύξηση της απασχόλησης. Στην περίπτωση εκροής χρήματος μειώνεται το διαθέσιμο εισόδημα για δαπάνες και άρα μειώνεται η ζήτηση με αποτέλεσμα την μείωση της απασχόλησης και έπειτα του συνολικού προϊόντος.

Το καθαρό αποτέλεσμα αυτών των εισροών και των εκροών είναι που έχει σημασία. Το αποτέλεσμα ωστόσο δεν είναι άμεσο αλλά χρειάζεται ένας ολόκληρος κύκλος για να ολοκληρωθεί μέσα στο σύστημα. Αν οι εισροές είναι μεγαλύτερες από τις εκροές το εθνικό εισόδημα θα αυξηθεί, ενώ αν οι εκροές είναι μεγαλύτερες θα μειωθεί. Όταν οι εισροές είναι ίσες με τις εκροές έχουμε σταθερή κυκλική ροή και μία ισορροπημένη κατάσταση<sup>13</sup>.

<sup>12</sup> Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, Νομισματική Θεωρία, εκδ. Μπενού, Αθήνα 2000

<sup>13</sup> Δ. Αρχοντόπουλος, Σημειώσεις Πολιτικής Οικονομίας, Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ, Ηράκλειο 2006

### 1.5.2. Ο ρόλος του χρήματος στο εισοδηματικό κύκλωμα

Όλες αυτές οι μεταβολές που ήδη αναλύσαμε εκφράζονται σε «χρηματικές ροές», δηλαδή μετρώνται σε χρηματικές μονάδες ανά χρονική περίοδο. Το εισοδηματικό κύκλωμα εκφράζει μια μεταβαλλόμενη κυκλοφορία χρήματος. Το εισόδημα, οι δαπάνες, τα ημερομίσθια και οι τιμές των προϊόντων εκφράζονται σε χρήμα και επηρεάζονται, όχι μόνο από τις εισροές και τις εκροές που συμβαίνουν στο κύκλωμα, αλλά και από τις μεταβολές της διαθέσιμης ποσότητας και της ταχύτητας κυκλοφορίας του χρήματος. Έτσι, σε οποιαδήποτε εισροή ή εκροή τα αποτελέσματα, αν και από την μέχρι τώρα μελέτη μας ήταν προβλέψιμα, μπορούν να τροποποιηθούν με μεταβολές στη διαθέσιμη ποσότητα και ταχύτητα κυκλοφορίας των χρημάτων που ρέουν στο κύκλωμά μας.

Για να μελετήσουμε πληρέστερα τον τρόπο που επηρεάζει η ποσότητα και η ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος το εισοδηματικό κύκλωμα υποθέτουμε την ύπαρξη του νομισματο-πιστωτικού συστήματος, δηλαδή την ύπαρξη τραπεζών και κεφαλαιαγοράς που καθορίζουν αυτές τις παραμέτρους.

Οι τράπεζες συλλέγουν καταθέσεις από πολλούς αποταμιευτές και χορηγούν δάνεια στις επιχειρήσεις (προσφέρουν δηλαδή χρήμα) και στην κεφαλαιαγορά, οι αποταμιευτές (που προσφέρουν διαθέσιμο χρήμα) αγοράζουν απευθείας τους τίτλους που εκδίδουν οι επιχειρήσεις. Οι τράπεζες αποτελούν την «αγορά χρήματος» και η «αγορά κεφαλαίου» λειτουργεί μέσω του χρηματιστηρίου και μεταβάλλουν την ποσότητα και την ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος αφού έχουν την δυνατότητα να προσφέρουν διαθέσιμο χρήμα.

Η επάρκεια και η σωστή ταχύτητα κυκλοφορίας των μέσων πληρωμής συντελεί στην απορρόφηση της μέγιστης παραγωγής που πραγματοποιείται στο επίπεδο της πλήρους απασχόλησης (θεωρούμε την τεχνολογία δεδομένη). Η συνολική ποσότητα του χρήματος καταναλώνεται σε προϊόντα ποσότητας ίσης με το συνολικό προϊόν στο επίπεδο αυτό.

Αν η ποσότητα χρήματος δεν είναι αρκεί για την αγορά του συνολικού προϊόντος, μέρος της παραγωγής δεν πωλείται (άσχετα με το αν αυτό ζητείται) και οι επιχειρήσεις παράγουν ποσότητες μικρότερες από τις πραγματικές τους δυνατότητες απολύοντας το πλεονάζον εργατικό δυναμικό.

Όταν η ποσότητα κυκλοφορούντος χρήματος είναι μεγαλύτερη από όση χρειάζεται για την απορρόφηση του συνολικού προϊόντος της πλήρους απασχόλησης, η ζητούμενη ποσότητα είναι μεγαλύτερη από τα διαθέσιμα αγαθά. Οι επιχειρήσεις αρχικά δεν μπορούν να ανταποκριθούν στις ανάγκες της ζήτησης και απορροφούν τα επιπλέον χρήματα που κυκλοφορούν στην κυκλική ροή αυξάνοντας τις τιμές τους. Εάν μπορούν να παραχθούν περισσότερα αγαθά μπορεί να μην υπάρξει περαιτέρω πίεση για συνεχή αύξηση των τιμών. Ωστόσο, εάν δεν μπορούν να παραχθούν περισσότερα αγαθά, τότε η αύξηση των τιμών μπορεί να εξακολουθήσει. Στην περίπτωση αυτή

υπάρχει υπερβολικά πολύ χρήμα που αντιστοιχεί σε λίγα αγαθά. Τα εργοστάσια που παράγουν παρόμοια αγαθά στο εξωτερικό θα παρατηρήσουν τις υψηλότερες τιμές του προϊόντος μας και θα εξάγουν το δικό τους προϊόν δημιουργώντας εισαγωγές. Αντίστοιχα, το οικονομικό κύκλωμα που μελετάμε δεν είναι σε θέση να εξάγει αγαθά καθώς η πλήρης δυναμικότητα των εργοστασίων χρησιμοποιείται για να παράγει αγαθά για την εγχώρια αγορά. Έτσι τα καταστήματα θα παραλάβουν εισαγωγές για να τις πουλήσουν. Τα χρήματα από τις εισαγωγές θα πάνε στο εξωτερικό, δηλαδή θα φύγουν από την κυκλική ροή, στερώντας χρήματα από τις επιχειρήσεις. Αυτό σημαίνει συμπίεση των μισθών και λιγότερες θέσεις εργασίας που θα μειώσουν ακόμα περισσότερο την ζήτηση.

Συνεπώς, προκύπτει το συμπέρασμα ότι βραχυχρόνια η ποσότητα χρήματος που κυκλοφορεί στην οικονομία πρέπει να είναι εκείνη ακριβώς που χρειάζεται για να απορροφάται με τις χρηματικές δαπάνες το προϊόν που παράγεται κάτω από συνθήκες πλήρους απασχόλησης.

Αντίστοιχα, στην μακροχρόνια περίοδο, όπου οι τεχνολογικές συνθήκες μεταβάλλονται, μπορούμε να αναπτύξουμε τις δομές και τις δραστηριότητες εκείνες που αποφέρουν μεγαλύτερο όφελος στο εισοδηματικό κύκλωμα και άρα στην κοινωνία. Οι παραγωγικοί συντελεστές θα μεταφερθούν μέσω του πολύτιμου ρόλου του χρήματος που δίνει την δυνατότητα να ενισχυθούν όσες παραγωγικές δραστηριότητες επιθυμούνται.

Το χρήμα λοιπόν και η ομαλή ροή του, μέσω του εισοδηματικού κυκλώματος επιτρέπει στα αποτελέσματα των εισροών και των εκροών να είναι όσο το δυνατόν πιο ευεργετικά. Ελέγχοντας τυχόν αποκλίσεις οι βραχυχρόνιες διακυμάνσεις της παραγωγής, της απασχόλησης και του επιπέδου των τιμών δεν θα είναι τόσο ισχυρές που να ανατρέπουν ή να επιβραδύνουν την μακροχρόνια τάση για μεγέθυνση της οικονομίας επιτρέποντας την οικονομική σταθερότητα. Η σωστή διαχείρισή του συντελεί στην οικονομική πρόοδο, την ανάπτυξη, τη μεγέθυνση, τη σταθεροποίηση της οικονομίας και την αύξηση της αποτελεσματικότητάς της.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2ο

### ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

---

#### 2.1. Ελλειμματικές και πλεονασματικές μονάδες

Σε κάθε οικονομία υπάρχουν οικονομικές μονάδες που έχουν την δυνατότητα να αποταμιεύουν ενώ κάποιες άλλες επιθυμούν να καταναλώσουν ή να επενδύσουν χρηματικά ποσά υψηλότερα από αυτά του εισοδήματός τους. Για παράδειγμα, οι οικογενειακοί προϋπολογισμοί είναι συνήθως πλεονασματικοί, με την έννοια ότι τα νοικοκυριά έχουν την δυνατότητα αποταμίευσης. Από την άλλη πλευρά, οι επιχειρήσεις που επιθυμούν να αναπτύξουν τον κεφαλαιουχικό εξοπλισμό πραγματοποιούν επενδύσεις όχι με ίδια κεφάλαια, αλλά με κεφάλαια τα οποία δανείζονται από τις πλεονασματικές μονάδες.

Για να είναι αποτελεσματική η λειτουργία μιας οικονομίας θα πρέπει το σύνολο των χρηματικών πλεονασμάτων να διοχετεύεται προς τις οικονομικές μονάδες που έχουν ανάγκη χρηματοδότησης. Δεδομένης της δυσκολίας που έχει η απευθείας επικοινωνία μεταξύ των πλεονασματικών και ελλειμματικών μονάδων, τον ρόλο αυτό αναλαμβάνει να διεκπεραιώσει το πιστωτικό σύστημα στην οικονομία. Μέσω αυτού διοχετεύονται τα κεφάλαια των οικονομικών μονάδων που αποταμιεύουν προς αυτές που επιθυμούν να δανειστούν. Αυτή η διαμεσολάβηση έγκειται σε μία διπλή λειτουργία, η οποία απευθύνεται αφενός μεν στις πλεονασματικές μονάδες με στόχο την συγκέντρωση των αποταμιεύσεων και αφετέρου προς τις ελλειμματικές με στόχο την εξυπηρέτηση των χρηματοδοτικών (δανειακών) αναγκών τους<sup>14</sup>.

Οι αποταμιευτές ή δανειστές προσφέρουν κεφάλαια είτε άμεσα είτε έμμεσα ενώ οι δανειζόμενοι ζητούν κεφάλαια συνιστώντας τις πιστωτικές υποχρεώσεις. Οι πιστωτικές αγορές, όπως για παράδειγμα η αγορά μετοχών και ομολόγων, εκδίδουν τις απευθείας αξιώσεις των δανειστών προς τους δανειζόμενους σε μορφή μετοχών ή ομολόγων, ενώ οι Πιστωτικοί Διαμεσολαβητές, προσφέρουν τα απαιτούμενα κεφάλαια με έμμεσο τρόπο.

Οι ενδιάμεσοι χρηματοδοτικοί θεσμοί και οργανισμοί μαζί με τις χρηματοδοτικές αγορές προσφέρουν μια εξειδικευμένη αλλά απαραίτητη υπηρεσία στο οικονομικό σύστημα, συλλέγουν τις αποταμιεύσεις και τα ταμειακά περισσεύματα από έναν πολύ μεγάλο αριθμό αποταμιευτών (όπου ο μέσος αποταμιευτής είναι μικρού μεγέθους) και έπειτα ομαδοποιούν τα συλλεγόμενα ποσά σε ποσότητες που να εξυπηρετούν τις ελλειμματικές μονάδες, όπου συνήθως οι απαιτήσεις κάθε μέσου δανειστή είναι πολύ μεγαλύτερες από αυτές του μέσου καταθέτη. Μπορούμε λοιπόν να θεωρήσουμε

---

<sup>14</sup> Νομισματική Θεωρία & Πολιτική, McCALLUM T.BENNET, Εκδ. ΚΡΙΤΙΚΗ ΑΕ, 2002

πως οι υπηρεσίες που προσφέρουν στο οικονομικό σύστημα οι θεσμοί, οι οργανισμοί και οι αγορές που συνθέτουν το νομισματοπιστωτικό σύστημα αναλαμβάνουν<sup>15</sup>:

1. Την προσέλκυση αποταμιευτικών κεφαλαίων, με σκοπό να επιτυγχάνεται η συγκέντρωση επαρκών αποταμιευτικών πόρων
2. Τον μετασχηματισμό των συγκεντρωθέντων κεφαλαίων έτσι ώστε να εξυπηρετούνται οι χρηματοδοτικές ανάγκες.
3. Συμβάλουν στην ενίσχυση της αποταμιευτικής νοοτροπίας του κοινού

## **2.2. Οι πηγές των χρηματοδοτικών πόρων**

Το τραπεζικό σύστημα και η κεφαλαιαγορά αποτελούν δύο από τα κυριότερα τμήματα των ενδιάμεσων χρηματοδοτικών οργανισμών και αγορών που συνθέτουν το νομισματοπιστωτικό σύστημα της οικονομίας.

Οι επιχειρήσεις ακόμα και το δημόσιο, έχουν την δυνατότητα να καλύψουν τις χρηματοδοτικές τους ανάγκες, είτε μέσω του δανεισμού και όταν συμβαίνει αυτό μιλάμε για χρηματοδοτικές ανάγκες, είτε μέσω αύξησης των «ιδίων κεφαλαίων» τους και μιλάμε για κεφαλαιακές ανάγκες. Αντίστοιχα, οι πηγές χρηματοδότησης, όπως ήδη αναφέραμε, προέρχονται από εγχώριες ή ξένες αποταμιεύσεις που φτάνουν στις ελλειμματικές μονάδες μέσω των τραπεζών, της κεφαλαιαγοράς, αλλά και με αύξηση της νομισματικής κυκλοφορίας. Για να φτάσει το χρήμα ωστόσο από την μία πλευρά στην άλλη είναι απαραίτητη η ύπαρξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Για να αποκτήσουν οι ελλειμματικές μονάδες το περίσσειμα των πλεονασματικών μονάδων και να μπορέσουν να χρησιμοποιήσουν τους πόρους εκδίδουν κάποιους τίτλους προσφέροντας είτε άμεσα (μέσω της κεφαλαιαγοράς) είτε έμμεσα (μέσω των τραπεζών). Οι πρώτοι τίτλοι ονομάζονται ιδιοκτησιακοί ενώ οι δεύτεροι πιστωτικοί. Η κεφαλαιαγορά, και πιο συγκεκριμένα το χρηματιστήριο, είναι μια οργανωμένη αγορά όπου οι αποταμιευτές έρχονται απευθείας σε επαφή, σε αντίθεση με την αντίστοιχη διαδικασία κάλυψης χρηματοδοτικών αναγκών μέσω των τραπεζών που γίνεται έμμεσα<sup>16</sup>.

### **2.2.1. Οι τράπεζες**

Οι τράπεζες αποτελούν τον πιο παραδοσιακό και χαρακτηριστικό τύπο ενδιάμεσου χρηματοδοτικού οργανισμού (financial intermediary), και από πλευράς όγκο κεφαλαίων κατέχουν την δεσπόζουσα θέση στο όλο σύστημα χρηματοδοτικής διαμεσολάβησης. Το σύνολο των τραπεζών που λειτουργεί σε μία χώρα αποτελεί το «τραπεζικό σύστημα». Το τραπεζικό σύστημα κάθε χώρας αποτελείται από

<sup>15</sup> Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, Νομισματική Θεωρία, εκδ. Μπενού, Αθήνα 2000

<sup>16</sup> Νομισματική Θεωρία & Πολιτική, McCALLUM T.BENNET, Εκδ. ΚΡΙΤΙΚΗ ΑΕ, 2002



την Κεντρική Τράπεζα, τις εμπορικές τράπεζες και τους ειδικούς πιστωτικούς οργανισμούς. Κύριο χαρακτηριστικό είναι ότι ο τραπεζικός κλάδος είναι ελεγχόμενος και αυτή η εποπτεία ασκείται από τις «Νομισματικές Αρχές», αρμοδιότητες των οποίων έχει η Κεντρική Τράπεζα. Ολόκληρο το σύστημα διευκολύνει την λειτουργία του «ενάρετου κύκλου», όπου οι αποταμιεύσεις διευκολύνουν τις επενδύσεις μέσω των αποδόσεων και της οικονομικής ανάπτυξης που προκαλούν και διευρύνουν την αποταμιευτική ικανότητα.

Οι τράπεζες λειτουργούν ως οργανισμοί που συλλέγουν αποταμιεύσεις εκδίδουν αντίστοιχους αποταμιευτικούς τίτλους. Αυτοί μπορεί να είναι είτε μια απόδειξη αυτής της εκχώρησης του περισσεύματος, όπως πχ ένα βιβλιάριο λογαριασμού κατάθεσης ταμιευτηρίου, ένα απόσπασμα (extrait) της κατάστασης και της κίνησης ενός λογαριασμού όψεως ή τρεχούμενου, ο οποίος κινείται με μια ομολογία, ή ένα πιστοποιητικό προθεσμιακής κατάθεσης με συγκεκριμένη λήξη και όρους (επιτόκιο) ή ένα τραπεζικό ομόλογο, επίσης με συγκεκριμένη λήξη και όρους<sup>17</sup>.

Αυτούς τώρα τους κατατεθειμένους αποταμιευτικούς πόρους οι τράπεζες τους διαθέτουν προς τις ελλειμματικές μονάδες παίρνοντας στα χέρια τους αντίστοιχους υποσχετικούς τίτλους που εκδίδουν οι ελλειμματικές μονάδες και αποτελούν τις απαιτήσεις της τράπεζας απέναντί τους (που είναι υποχρεώσεις έναντι των καταθετών τους).

### **2.3. Παρουσίαση του Τραπεζικού Συστήματος**

Οι τρεις μεγάλοι φορείς (Κεντρική Τράπεζα, εμπορικές τράπεζες και ειδικοί πιστωτικοί οργανισμοί) συμβάλουν στην δημιουργία του χρήματος πρωτογενώς αλλά και δευτερογενώς μέσω του πολλαπλασιαστική χρήματος που θα αναλύσουμε παρακάτω.

#### **2.3.1. Η Κεντρική Τράπεζα**

Σύμφωνα με τα διεθνώς ισχύοντα, στην κορυφή της ιεραρχικής πυραμίδας του τραπεζικού συστήματος κάθε χώρας, βρίσκεται η Κεντρική Τράπεζα. Ο ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών είναι εντελώς διαφορετικός από το ρόλο των υπόλοιπων μελών του τραπεζικού συστήματος, δεδομένου ότι οι Κεντρικές Τράπεζες δεν ασκούν συνήθεις τραπεζικές εργασίες τις οποίες ασκεί οποιαδήποτε εμπορική τράπεζα. Σπουδαιότερη και πρωταρχική αρμοδιότητα της Κεντρικής Τράπεζας είναι η άσκηση της νομισματικής πολιτικής και επειδή η αποτελεσματικότητα της εισοδηματικής πολιτικής εξαρτάται από την καλή λειτουργία, την σταθερότητα και την ασφάλεια του συστήματος των πληρωμών του τραπεζικού συστήματος και του συνολικού πιστωτικού τομέα, η κεντρική τράπεζα έχει επωμιστεί και το καθήκον της διοικητικής εποπτείας των τραπεζών και του συστήματος

---

<sup>17</sup> Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, Νομισματική Θεωρία, εκδ. Μπενού, Αθήνα 2000

πληρωμών. Επιπλέον, η Κεντρική Τράπεζα συμβουλεύει το κράτος σε ζητήματα εποπτείας του ευρύτερου πιστωτικού τομέα και χρηματοοικονομικής διαχείρισης των δημοσίων οικονομικών.

Συνοπτικά, οι κυριότερες αρμοδιότητες της Κεντρικής Τράπεζας είναι<sup>18</sup>:

- 1) Η Κεντρική Τράπεζα έχει το αποκλειστικό προνόμιο της έκδοσης τραπεζογραμματίων του εθνικού νομίσματος. Είναι η αποκλειστική εκδοτική αρχή του νομίσματος κάθε χώρας, δηλαδή ο τροφοδότης ρευστού χρήματος της οικονομίας.
- 2) Έχει σημαντικές αρμοδιότητες στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής, πιστωτικής και συναλλαγματικής πολιτικής, όπως και την διατήρηση χαμηλού του πληθωρισμού και κατά συνεπεία ελέγχει την προσφερόμενη ποσότητα χρήματος στην οικονομία.
- 3) Τέλος, έχει ουσιαστικές αποκλειστικές αρμοδιότητες αναφορικά με την εποπτεία του τραπεζικού συστήματος, δηλαδή στον καθορισμό των κανόνων λειτουργίας του συνόλου του νομισματοπιστωτικού συστήματος.

Να τονιστεί ακόμα, πως η Κεντρική Τράπεζα μπορεί επίσης να καταδεικνύει στις εμπορικές τράπεζες πώς να κατανέμουν τα δάνεια που χορηγούν. Μπορεί για παράδειγμα, να υποδεικνύει μείωση των δάνειων που δίνονται σε εισαγωγές ξένων προϊόντων και αύξηση των δανείων σε εξαγωγείς εγχώριων προϊόντων, ώστε να βοηθήσει την εγχώρια παραγωγή. Ακόμα, μπορεί να ενισχύσει τις επενδύσεις και να μειώσει την κατανάλωση, μπορεί να προσδιορίσει χαμηλό επιτόκιο για δάνεια που χορηγούνται για επενδύσεις και υψηλό επιτόκιο για δάνεια καταναλωτικά<sup>19</sup>.

Στις σύγχρονες οικονομίες η Κεντρική Τράπεζα αποτελεί δημόσιο όργανο, θεσμικά ανεξάρτητο από την εκτελεστική κρατική εξουσία και υπόλογο για την νομισματική πολιτική και τις παράλληλες αρμοδιότητες<sup>20</sup>.

### **Η Τράπεζα της Ελλάδος: Ιστορική αναδρομή**

Η ίδρυση της Τράπεζας της Ελλάδος το 1927, προέκυψε για να καλύψει τις ανάγκες του νεοσύστατου ελληνικού κράτους για οικονομική ανόρθωση της χώρας, ιδιαίτερα μετά την καταστροφή της Μικράς Ασίας και τη μαζική έλευση των προσφύγων. Η ίδρυση μιας αυτοτελούς Κεντρικής Τράπεζας της χώρας, ανταποκρινόταν πρωταρχικά στην ανάγκη μεταρρυθμίσεως και εκσυγχρονισμού του τραπεζικού συστήματος, δεδομένου ότι αυτό αποτελούσε τη βασική προϋπόθεση για την οικονομική εξυγίανση και την αποκατάσταση της νομισματικής σταθερότητας της. Το τραπεζικό σύστημα της εποχής εκείνης στηριζόταν αποκλειστικά σχεδόν στην ιδιωτική

---

<sup>18</sup> ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση, Αθήνα Οκτώβριος 2010

<sup>19</sup> . Παπαδάκης, Τραπεζικό περιβάλλον - Νομισματική Θεωρία και Πολιτική, Τόμος Α', Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο, Πάτρα 1999

<sup>20</sup> Νομισματική Θεωρία & Πολιτική, McCALLUM T.BENNET, Εκδ. ΚΡΙΤΙΚΗ ΑΕ, 2002

πρωτοβουλία και ο κρατικός έλεγχος ήταν στην ουσία ανύπαρκτος αφού δεν υπήρχε ειδικό νομοθετικό πλαίσιο που να διέπει τις τραπεζικές εργασίες<sup>21</sup>.

Σκοπός λοιπόν της Ελληνικής Κεντρικής Τράπεζας, ήταν η εκδοτική λειτουργία, η πιστωτική πολιτική, η θεσμοθέτηση και ο έλεγχος του νομοθετικού πλαισίου για τη ρύθμιση και τον έλεγχο της λειτουργίας του τραπεζικού συστήματος και η ανάληψη της διαχείρισης της πολιτικής επί της ισοτιμίας του νομίσματος της χώρας. Παράλληλα, η ίδρυση αυτή ανταποκρινόταν στις διεθνείς τάσεις που επικρατούσαν ήδη στο τραπεζικό τομέα και στις νέες αντιλήψεις για τις μεθόδους και τα όργανα ασκήσεως της νομισματικής και πιστωτικής πολιτικής.

Η νομισματική πολιτική στην Ελλάδα, καθοριζόταν και εξασκούσαν από την Τράπεζα της Ελλάδος, η οποία είχε την αποκλειστική αρμοδιότητα στον τομέα της νομισματικής πολιτικής. Πριν από τη ψήφιση του νόμου αυτού, υπεύθυνη για τη χάραξη νομισματικής πολιτικής, όπως και γενικότερα της οικονομικής πολιτικής ήταν η κυβέρνηση και η Τράπεζα της Ελλάδος είχε μόνο την ευθύνη της υλοποίησης της πολιτικής αυτής και όχι του καθορισμού της.

Μετά την ένταξη της δραχμής στο ενιαίο νόμισμα, η νομισματική πολιτική, καθώς και οι υπόλοιπες λειτουργίες της κεντρικής τράπεζας χαράσσονται και ασκούνται πλέον από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, ανάλυση για τα ζητήματα αυτά θα γίνει σε ξεχωριστό κεφάλαιο.

### **2.3.2. Οι εμπορικές τράπεζες**

Οι καταθέσεις στις εμπορικές τράπεζες προέρχονται από ιδιώτες, ιδιωτικές επιχειρήσεις, δημόσιους οργανισμούς κτλ. και διακρίνονται σε καταθέσεις όψεως, καταθέσεις ταμιευτηρίου και καταθέσεις επί προθεσμία. Οι καταθέσεις όψεως γίνονται από επιχειρήσεις και συχνά διακινούνται από επιταγές. Οι καταθέσεις ταμιευτηρίου είναι η απλούστερη και πιο συνηθισμένη μορφή κατάθεσης. Στις καταθέσεις όψεως και ταμιευτηρίου ο καταθέτης έχει το δικαίωμα να κάνει κατάθεση ή ανάληψη χρηματικού ποσού οποιαδήποτε χρονική στιγμή το επιθυμεί. Στην περίπτωση των καταθέσεων επί προθεσμία, ο καταθέτης δεν έχει το δικαίωμα να αποσύρει τα χρήματα του ούτε μέρος αυτών, πριν παρέλθει η συμφωνημένη προθεσμία, αν όμως θελήσει να αποσύρει τα χρήματά του νωρίτερα από την προθεσμία, πληρώνει ένα προκαθορισμένο πρόστιμο στην τράπεζα. Το επιτόκιο καταθέσεων δεν είναι πάντοτε το ίδιο, αλλά διαφέρει για κάθε τράπεζα και οπωσδήποτε εξαρτάται από το είδος της κατάθεσης. Στις καταθέσεις επί προθεσμία το επιτόκιο είναι μεγαλύτερο από αυτό των άλλων καταθέσεων, αυτό συμβαίνει γιατί η τράπεζα γνωρίζει το χρονικό διάστημα που έχει στην διάθεσή του το ποσό και μπορεί να το εκμεταλλεύεται καλύτερα με λιγότερους κινδύνους.

---

<sup>21</sup> ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση, Αθήνα Οκτώβριος 2010

Οι εμπορικές τράπεζες, για να καλύψουν το κόστος λειτουργίας τους (μισθοδοσία, ενοίκια κτλ.) και να έχουν κέρδος, χορηγούν δάνεια με επιτόκιο υψηλότερο από αυτό των καταθέσεων. Η χορήγηση δανείων γίνεται σε ιδιώτες, σε επιχειρήσεις και το κράτος. Όπως κάθε επιχείρηση, έτσι και η εμπορική τράπεζα έχει σαν αντικειμενικό σκοπό την μεγιστοποίηση του κέρδους. Όσο αυξάνονται τα δάνεια που χορηγεί, τόσο αυξάνονται οι τόκοι που εισπράττει και επομένως τα κέρδη της. Σαν συμπέρασμα, η μεγιστοποίηση του κέρδους θα σήμαινε ουσιαστικά μεγιστοποίηση των χρηματικών ποσών που χορηγεί. Υπάρχουν όμως δύο σημαντικοί περιορισμοί στις δανειοδοτήσεις. Ο ένας προέρχεται από την πολιτική και τους κανονισμούς που επιβάλλει η Κεντρική Τράπεζα, όπως ο καθορισμός του ποσοστού ρευστών διαθεσίμων. Ο άλλος περιορισμός προέρχεται από τις ίδιες τις τράπεζες που επιδιώκουν να εξασφαλίσουν την επιστροφή των χρηματικών κεφαλαίων που δανείζουν μαζί με τους τόκους. Για το λόγο αυτό, όταν μια τράπεζα χορηγεί κάποιο δάνειο, φροντίζει να ερευνά την οικονομική κατάσταση του δανειοδοτούμενου και την δυνατότητα της αποδοτικής χρησιμοποίησης του δανείου, δηλαδή επιδιώκει την εξασφάλιση των κεφαλαίων της.

Γενικά, οι εμπορικές τράπεζες επιδιώκουν την μεγιστοποίηση των κερδών και ταυτόχρονα την ελαχιστοποίηση των κινδύνων τον οποίο αναλαμβάνουν. Οι δύο αυτές επιδιώξεις είναι σε κάποιο βαθμό αντίθετες και για τον λόγο αυτό η πολιτική των δανειοδοτήσεων είναι τέτοια, ώστε να επιτυγχάνονται υψηλά κέρδη χωρίς υπερβολικούς κινδύνους.

#### **2.4. Η Νομισματική Βάση**

Νομισματική βάση (B) είναι το άθροισμα των εκδοθέντων τραπεζογραμματίων και κερμάτων ( $C_{\varepsilon}$ ) και των καταθέσεων των τραπεζών ( $K_{\tau}$ ) στην Κεντρική Τράπεζα, δηλαδή<sup>22</sup>:

$$B = C_{\varepsilon} + K_{\tau}$$

Η νομισματική βάση δηλαδή είναι το πρωτογενές χρήμα που δημιουργεί η Κεντρική Τράπεζα, είναι ίση με την καθαρή διαφορά μεταξύ των πιστωτικών απαιτήσεων και των πιστωτικών υποχρεώσεών της.

##### **2.4.1. Η Πρωτογενής παραγωγή χρήματος**

Πρώτο στάδιο στην δημιουργία του χρήματος είναι η δημιουργία νομισματικής βάσης, παραγωγής δηλαδή χρήματος άμεσα σε κέρματα και χαρτονομίσματα που υπάρχει στην οικονομία και ελέγχεται από το Εκδοτικό Ίδρυμα, δηλαδή εκείνο τον οργανισμό που είναι επίσημα εξουσιοδοτημένος και ο μόνος αρμόδιος και υπεύθυνος για τον σκοπό αυτό. Τον ρόλο αυτό συνήθως αναλαμβάνει η Κεντρική Τράπεζα κάθε οικονομίας, έχει δηλαδή το «εκδοτικό προνόμιο» και με τον τρόπο αυτό ελέγχεται η νομισματική κυκλοφορία, δηλαδή ελέγχει καταρχάς την προσφορά χρήματος.

---

<sup>22</sup> . Παπαδάκης, Τραπεζικό περιβάλλον - Νομισματική Θεωρία και Πολιτική, Τόμος Α', Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο, Πάτρα 1999

Για την Ελλάδα μας, αλλά και για ακόμα 17 χώρες (Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Εσθονία, Ιρλανδία, Ισπανία, Ιταλία, Κύπρος, Λουξεμβούργο, Μάλτα, Ολλανδία, Πορτογαλία, Σλοβακία, Σλοβενία και η Φινλανδία) το ρόλο αυτό έχει αναλάβει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έχει το αποκλειστικό δικαίωμα να εγκρίνει την έκδοση χαρτονομισμάτων στην ευρωζώνη. Αποστολή της είναι η διαχείριση του ΕΥΡΩ (€), του ενιαίου νομίσματος της ΕΕ και η εγγύηση σταθερότητας τιμών.

#### **2.4.2. Η Δευτερογενής παραγωγή χρήματος**

Όπως ήδη αναφέραμε, στην οικονομία υπάρχουν οικονομικές μονάδες που έχουν την δυνατότητα να αποταμιεύουν ενώ κάποιες άλλες επιθυμούν να καταναλώσουν ή να επενδύσουν χρηματικά ποσά υψηλότερα από αυτά του εισοδήματός τους. Η δυσαρμονία μεταξύ αυτών που αποταμιεύουν και αυτών που αναζητούν κεφάλαια δημιουργεί ευκαιρίες για εμπόριο και συναλλαγές. Έτσι, οι εμπορικές τράπεζες που αναλαμβάνουν το σκοπό αυτό, δέχονται παντός είδους καταθέσεις (δίνοντας κάποιο τόκο επί των χρημάτων) και προβαίνουν σε παντός είδους χορηγήσεις (λαμβάνοντας κάποιο τόκο επί των χρημάτων).

Το σύνολο των καταθέσεων διακρίνεται σε τρεις κατηγορίες. Τις καταθέσεις όψεως, τις καταθέσεις ταμιευτηρίου και τις καταθέσεις προθεσμίας. Να επισημάνουμε εδώ πως οι καταθέσεις όψεως (με τις οποίες θα παρουσιάσουμε το παράδειγμά μας) είναι καταθέσεις φυσικών και νομικών προσώπων οι οποίες διακινούνται συνήθως με επιταγές και υποθέτουμε ότι είναι άτοκες, δηλαδή η τράπεζα δεν πληρώνει τόκο επί των υπολοίπων αυτών των λογαριασμών στους δικαιούχους τους. Αντίστοιχα, μέσω των καταθέσεων αυτών οι εμπορικές τράπεζες έχουν την δυνατότητα να χορηγούν δάνεια για τα οποία η τράπεζα λαμβάνει τόπους<sup>23</sup>.

Ωστόσο, οι εμπορικές τράπεζες δεν έχουν την δυνατότητα να χορηγούν σε δάνεια όλα τα χρήματα των καταθέσεων. Άλλωστε πολλά προβλήματα μπορούν να προκύψουν αν οι καταθέτες επιδιώξουν την απόσυρση ενός μεγάλου μέρους των καταθέσεων ταυτόχρονα προκαλώντας προβλήματα ρευστότητας στην τράπεζα και σε ακραία περίπτωση έως και μια συστημική κρίση. Για την άμβλυνση τυχών προβλημάτων, οι κεντρικές τράπεζες εποπτεύουν τις εμπορικές τράπεζες με την πολιτική των ρευστών διαθεσίμων. Οι κεντρικές τράπεζες έχοντας τον εποπτικό ρόλο του τραπεζικού συστήματος και την διατήρηση της σταθερότητας σε αυτό, απαιτούν από τις τράπεζες να διατηρούν ένα ελάχιστο κλάσμα των καταθέσεων όψεως ως ταμειακά αποθέματα, εξασφαλίζοντας ότι οι τράπεζες έχουν αρκετά ρευστά για την κάλυψη αναλήψεων.

Πιο αναλυτικά και απλουστευμένα, η λειτουργία της τράπεζας ουσιαστικά αποτυπώνεται στον ισολογισμό της και περιλαμβάνει τα **διαθέσιμα**, τις **επενδύσεις**, τα **δάνεια**, στο ενεργητικό, τα

<sup>23</sup> Νομισματική Θεωρία & Πολιτική, McCALLUM T.BENNET, Εκδ. ΚΡΙΤΙΚΗ ΑΕ, 2002

**κεφάλαια** και τις **καταθέσεις** στο παθητικό. Στο παθητικό, όπου εκφράζονται οι υποχρεώσεις της τράπεζας, έχουμε τα κεφάλαια, που οφείλονται στους μετόχους της και τις καταθέσεις που ανήκουν στους καταθέτες-πελάτες της τράπεζας, ενώ στο ενεργητικό όπου περιγράφονται οι απαιτήσεις της τράπεζας, έχουμε τα ρευστά διαθέσιμα (δηλαδή την ρευστότητα που υποχρεούται να έχει η τράπεζα για λόγους ασφαλείας από την κεντρική τράπεζα), τις επενδύσεις (που αφορούν τοποθετήσεις ποσών σε χρεόγραφα πχ έντοκα γραμμάτια δημοσίου) και τα δάνεια, δηλαδή τα χρηματικά ποσά που χορήγησε η τράπεζα ως δάνεια στους πελάτες της και τα οποία είναι επίσης απαιτητά ανάλογα με την διάρκεια σε πελάτες της και με την χρονική διάρθρωση των τοκοχρεολυτικών δόσεων.

Η πρακτική των ρευστών διαθέσιμων επεκτείνει την προσφορά χρήματος (μετρητά και καταθέσεις όψεως) πολλαπλάσια μεγαλύτερη από το ποσό της νομισματικής βάσης που δημιουργήθηκε πρωτογενώς από την κεντρική τράπεζα της χώρας.

Ας υποθέσουμε ότι σε μια οικονομία υπάρχει μία μόνο εμπορική τράπεζα και ότι τα άτομα που συναλλάσσονται μεταξύ τους χρησιμοποιούν μετρητά και καταθέσεις όψεως αλλά δεν παρακρατούν ρευστό και πραγματοποιούν τις συναλλαγές τους μέσω της μοναδικής αυτής εμπορικής τράπεζας. Έστω λοιπόν, ότι κατατίθεται σε έναν λογαριασμό όψεως το ποσό των 10.000 χρηματικών μονάδων από το εξωτερικό σε έναν πελάτη της τράπεζας, αυξάνοντας φυσικά την νομισματική βάση κατά το ίδιο ποσό. Η εμπορική τράπεζα, δεσμευμένη από την Κεντρική Τράπεζα να κρατήσει σαν ρευστά διαθέσιμα το 10% του ποσού αυτού έχει την δυνατότητα να δανείσει το ποσό των 9.000 χρηματικών μονάδων σε κάποιο άλλο πελάτη της ο οποίος με την σειρά του θα το πιστώσει σε έναν λογαριασμό όψεως είτε δικό του είτε κάποιου από όπου σκοπεύει να κάνει αγορές αυξάνοντας και πάλι την νομισματική βάση κατά 9.000 χρημ.μον. αυτή τη φορά. Έπειτα, η τράπεζα έχει και πάλι την δυνατότητα να κρατήσει το ποσό των 900 χρημ.μον. (το 10% δηλαδή των 9.000) και να δανείσει σε κάποιον άλλο πελάτη τα υπόλοιπα 8.100 χρημ.μον. Φυσικά η νομισματική βάση θα αυξηθεί και πάλι, αυτή τη φορά με 8.100 χρημ.μον. αφού ο πελάτης που χρειάστηκε να δανειστεί το ποσό αυτό, το μετέφερε σε λογαριασμό κάποιου άλλου πελάτη και άρα ξανάκατατέθηκε και πάλι στην τράπεζα. Συνολικά ως τώρα η νομισματική βάση έχει αυξηθεί κατά 27.100 χρημ.μον (δηλαδή  $10.000 + 9.000 + 8.100 = 27.100$ ).

Με τον ίδιο τρόπο η τράπεζα θα δανείσει σε κάποιο άλλο πελάτη το ποσό των 7.290 χρημ.μον. κρατώντας μόνο το απαραίτητο ποσό των 810 χρ.μ. (δηλαδή το 10% του 8.100) τα οποία και θα πιστωθούν σε κάποιο άλλο λογαριασμό όψεως. Αν συνεχίσουμε με τον ίδιο τρόπο, όπως παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα, η τελική αύξηση της νομισματικής βάσης θα είναι στις 100.000 χρηματικές μονάδες κ.ο.κ.

Παρατηρούμε δηλαδή, ότι η αύξηση μιας κατάθεσης κατά 10.000€ οδηγεί σε αύξηση της προσφοράς χρήματος κατά 90.000€ που αντανακλά την αύξηση των πιστώσεων της μοναδικής εμπορικής τράπεζας προς το κοινό. Αν υποθέσουμε δηλαδή ότι με την μεταβλητή **R** συμβολίζουμε τα ρευστά διαθέσιμα της τράπεζας προς την κεντρική τράπεζα και ως μεταβλητή **D** συμβολίσουμε το ποσό των καταθέσεων στην εμπορική τράπεζα, τότε το ποσοστό των υποχρεωτικών διαθεσίμων που ορίζεται από την κεντρική τράπεζα ( $r$ ), θα ισούται με <sup>24</sup>:

$$r = R/D \text{ και άρα } D = R/r$$

Από τις σχέσεις αυτές προκύπτει το συμπέρασμα ότι η μεταβολές στο ποσό ρευστών διαθεσίμων της τράπεζας μεταβάλλει και την ποσότητα χρήματος στην νομισματική βάση. Όσο χαμηλότερα είναι τα υποχρεωτικά διαθέσιμα τόσο περισσότερο χρήμα δημιουργείται και πολλαπλασιάζεται στην οικονομία και αντίστροφα όσο υψηλότερο το ποσοστό των ποσών διαθεσίμων, τόσο περιορίζεται η πολλαπλασιαστική επίδραση στην νομισματική βάση.

Μέσω λοιπόν, της λειτουργίας του πολλαπλασιαστή, η Κεντρική Τράπεζα έχει την δυνατότητα να καθορίζει και την δευτερογενή διαδικασία μεταβολής της ποσότητας χρήματος.

## 2.5. Η Προσφορά Χρήματος

Αν το προνόμιο της έκδοσης του «πρωτογενούς χρήματος» το έχει η Κεντρική Τράπεζα, την δυνατότητα δημιουργίας πρόσθετου, δηλαδή «δευτερογενούς χρήματος» μέσα στην οικονομία, την έχει το Τραπεζικό Σύστημα στο σύνολό του και με τη σύνθεση αυτών των δύο παραμέτρων προκύπτει η θεωρία γύρω από την προσφορά χρήματος. Αν και ως νομισματική βάση ορίζουμε το σύνολο των ρευστών διαθεσίμων, δηλαδή τα τραπεζογραμμάτια και τα κέρματα τα οποία βρίσκονται στην κατοχή του ιδιωτικού τομέα της οικονομίας το μέγεθος της προσφοράς χρήματος στην πραγματικότητα είναι πολύ μεγαλύτερο<sup>25</sup>.

Όπως είδη γνωρίζουμε, για την πραγματοποίηση των συναλλαγών χρησιμοποιούμε ως μέσο το χρήμα, το οποίο όμως μπορεί να μην έχει την μορφή των κερμάτων και των χαρτονομισμάτων αλλά και άλλων όπως για παράδειγμα είναι οι επιταγές, ή ακόμα και τα ομόλογα, επιπλέον, χρήμα, είναι και το ποσό που είναι κατατεθειμένο σε έναν λογαριασμό ταμιευτηρίου, σε έναν λογαριασμό όψεως ή προθεσμίας. Όλα αυτά όμως, έχουν ένα ιδιαίτερο χαρακτηριστικό, δεν έχουν την ίδια ρευστότητα και κατ' επέκταση όχι την ίδια σημασία και αποδοχή. Για παράδειγμα, δεν είναι το ίδιο να έχει κάποιος στην κατοχή του 1.000€ σε χαρτονομίσματα και 1.000€ σε επιταγή 6μηνη.

<sup>24</sup> Ι. Παπαδάκης, Τραπεζικό περιβάλλον - Νομισματική Θεωρία και Πολιτική, Τόμος Α', Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο, Πάτρα 1999

<sup>25</sup> Νομισματική Θεωρία & Πολιτική, McCALLUM T.BENNET, Εκδ. ΚΡΙΤΙΚΗ ΑΕ, 2002

Αποτελεί λοιπόν επιτακτική ανάγκη για την Νομισματική Αρχή, δηλαδή την Κεντρική τράπεζα, οι διαφορετικοί ορισμοί της συνολικής προσφοράς χρήματος της οικονομίας για τον λόγο του ότι τα διάφορα χρηματικά μέσα επιδρούν με διαφορετικό τρόπο και διαφορετική ένταση πάνω στα κρίσιμα μεγέθη της οικονομίας. Αυτό μπορούμε εύκολα να το αντιληφθούμε αν αναλογιστούμε την διαφορά μεταξύ της ύπαρξης ενός τεράστιου κεφαλαίου κατατεθειμένου σε λογαριασμό όψεως και την ύπαρξη του ίδιου ποσού σε έντοκα γραμμάτια δημοσίου<sup>26</sup>.

Έτσι, στην νομισματική θεωρία υπάρχουν αρκετοί ορισμοί της Προσφοράς Χρήματος, η συνολική διαθέσιμη ποσότητα χρήματος σε μία οικονομία για κάθε χρήση ονομάζεται "χρηματικό απόθεμα" - money supply (M).

Η "M" *απαρτίζεται από τέσσερα κλιμακωτά υπομεγέθη*<sup>27</sup>:

- Το M0, ο πιο στενός ορισμός της προσφοράς χρήματος που περιλαμβάνει το σύνολο χαρτονομισμάτων, κερμάτων που κατέχονται από το μη τραπεζικό κοινό, δηλαδή κυκλοφορούν έξω από το τραπεζικό σύστημα
- Το M1, περιλαμβάνει το M0, αλλά και τους λογαριασμούς όψεως και τρεχούμενους. Ο στενός ορισμός M1 στηρίζεται στην λογική ότι τα κέρματα, τα χαρτονομίσματα και οι λογαριασμοί όψεως είναι τέλεια υποκατάστατα μεταξύ τους στην εκπλήρωση της βασικής λειτουργίας του χρήματος ως μέσου διεξαγωγής των οικονομικών συναλλαγών.
- Το M2, περιλαμβάνει το M1 και τους λογαριασμούς ταμειυτηρίου και μεγάλες καταθέσεις άνω των \$100.000
- Ο ευρύς ορισμός M3 περιλαμβάνει το M2, άλλους λογαριασμούς εξωτερικού και καταθέσεις σε ευρώ/δολλάρια, τα repos (δηλαδή οι πωλήσεις κρατικών χρεογράφων σε ιδιώτες με συμφωνία επαναγοράς τους από τον πωλητή σε συγκεκριμένη ημερομηνία και τα τραπεζικά ομόλογα
- Το M4, ο πολύ ευρύ ορισμός, περιλαμβάνει το M3, τα Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου και τα Ομόλογα Δημοσίου με διάρκεια μέχρι ένα χρόνο

## **2.6. Ο έλεγχος της προσφοράς χρήματος**

Τα διαθέσιμα της Κεντρικής τράπεζας αποτελούνται από αποθέματα (νομισματικά ή χρυσού) που έχουν δημιουργηθεί από συσσώρευση χρήματος, καταθέσεις τραπεζών και τον πλούτο του κράτους. Αυτά τα αποθέματα, σε συνδυασμό με την έκδοση νέου -μη πληθωριστικού- χρήματος, χρησιμοποιούνται κατά καιρούς από την κεντρική τράπεζα για την άσκηση νομισματικής πολιτικής

<sup>26</sup> Ι. Παπαδάκης, Τραπεζικό περιβάλλον - Νομισματική Θεωρία και Πολιτική, Τόμος Α', Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο, Πάτρα 1999

<sup>27</sup> Νομισματική Θεωρία & Πολιτική, McCALLUM T.BENNET, Εκδ. ΚΡΙΤΙΚΗ ΑΕ, 2002



(στήριξη νομίσματος, ή παροχή ρευστότητας στην αγορά). Έτσι, καθίσταται δυνατή η τροφοδότηση των υπολοίπων τραπεζών και της οικονομίας γενικότερα, με χρηματική ρευστότητα όταν κάτι τέτοιο είναι απαραίτητο. Δεδομένου ότι οι διάφορες εμπορικές τράπεζες παρέχουν, από τα αποθέματά τους, διαφόρων ειδών δάνεια και χρηματοδοτήσεις σε ιδιώτες και επιχειρήσεις, τα διαθέσιμα της κεντρικής τράπεζας μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να παρέχουν φθινό χρήμα στις υπόλοιπες τράπεζες σε περίοδο ύφεσης, ενώ στην αντίθετη περίπτωση, εάν κριθεί απαραίτητη από την κεντρική τράπεζα η μείωση της ποσότητας χρήματος που κυκλοφορεί σε περίοδο αυξημένης συνολικής δαπάνης, ακολουθείται η ακριβώς αντίθετη πολιτική στην προσφορά χρήματος. Με αυτό τον τρόπο αποφεύγεται η αθρόα παροχή δανειοδοτήσεων και πιστώσεων από τις εμπορικές τράπεζες, με αποτέλεσμα να μειωθούν τελικά οι τιμές αγαθών και υπηρεσιών.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα είναι υπεύθυνη για τη χάραξη και την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής της ζώνης του ευρώ. Για να εκπληρώσει την αποστολή της, η ΕΚΤ χρησιμοποιεί το “Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών” (ΕΣΚΤ), το οποίο καλύπτει όλες χώρες της ΕΕ, αλλά μόνον οι 17 από τις χώρες αυτές έχουν υιοθετήσει μέχρι σήμερα το ευρώ και αποτελούν τη “ζώνη του ευρώ”. Οι κεντρικές τους τράπεζες, μαζί με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα απαρτίζουν το λεγόμενο “Ευρωσύστημα”.

Η ΕΚΤ επιτελεί το έργο της με πλήρη ανεξαρτησία. Η Τράπεζα, οι εθνικές κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος, αλλά και όλα τα μέλη των οργάνων λήψης αποφάσεων τους δεν μπορούν να ζητούν ή να δέχονται υποδείξεις από οποιονδήποτε άλλο οργανισμό. Τα θεσμικά όργανα της Ένωσης και οι κυβερνήσεις των κρατών μελών οφείλουν να σέβονται αυτή την αρχή και να μην προσπαθούν να επηρεάσουν την ΕΚΤ ή τις εθνικές κεντρικές τράπεζες.

Ο έλεγχος της Προσφοράς Χρήματος πραγματοποιείται με την άσκηση Νομισματικής Πολιτικής. Με τον όρο Νομισματική πολιτική εννοούμε το σύνολο των μέτρων που λαμβάνει το κράτος και επηρεάζει τη ποσότητα του Χρήματος που κυκλοφορεί στην Αγορά. Κύριος φορέας άσκησης της Νομισματικής πολιτικής σε κάθε χώρα είναι η Κεντρική Τράπεζα (Εκδοτική Τράπεζα).

Τα κυριότερα μέτρα της Νομισματικής Πολιτικής είναι τα εξής<sup>28</sup>:

- Πράξεις ανοικτής αγοράς (Open market operations), αγοράζοντας κρατικά ομόλογα στην ελεύθερη αγορά και καταβάλλοντας στους κατόχους την χρηματιστηριακή αξία των ομολόγων
- Υποχρεωτικές δεσμεύσεις (Minimum reserves), με την πολιτική των ρευστών διαθεσίμων (που υποχρεούνται να τηρούν οι εμπορικές τράπεζες στα ταμεία τους ή σε λογαριασμό όψεως στην κεντρική τράπεζα)

---

<sup>28</sup> Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, Νομισματική Θεωρία, εκδ. Μπενού, Αθήνα 2000

- Πάγιες διευκολύνσεις (Standing facilities) με την πολιτική του προεξοφλητικού επιτοκίου (επιτόκια με τα οποία δανείζονται χρήμα οι εμπορικές τράπεζες από την κεντρική τράπεζα).

### **2.6.1. Πολιτική ανοιχτής αγοράς**

Ο σημαντικότερος τρόπος με τον οποίο η κεντρική τράπεζα επηρεάζει την προσφορά χρήματος (συνολική ποσότητα χρήματος σε κυκλοφορία) είναι η πολιτική της ανοιχτής αγοράς.

Κάθε Κεντρική Τράπεζα κατέχει μερίδιο των χρεογράφων δημοσίου, δηλαδή έντοκα γραμμάτια του δημοσίου και ομόλογα, ενώ τέλος χορηγεί και δάνεια προς τις τράπεζες εκείνες που παρουσιάζουν προβλήματα ρευστότητας. Χειριζόμενη λοιπόν η τράπεζα τους λογαριασμούς αυτούς που παρουσιάζονται στους ισολογισμούς της, έχει την δυνατότητα να ελέγξει και την νομισματική βάση. Πραγματοποιώντας αγοραπωλησίες χρεογράφων δημοσίου και επηρεάζοντας την ρευστότητα των εμπορικών τραπεζών, που έπειτα αυτές με την σειρά τους επηρεάζουν την ρευστότητα των επιχειρήσεων, μπορεί και διαμορφώνει την νομισματική βάση.

Για να γίνει πιο κατανοητή η Πολιτική της Ανοιχτής Αγοράς, ας υποθέσουμε ότι η Κεντρική Τράπεζα αποφασίζει να αγοράσει χρεόγραφα του Δημοσίου αξίας 1.000 χρηματικών μονάδων, με δυνητικούς πωλητές το Τραπεζικό Σύστημα, το μη κοινό εκτός τραπεζικού συστήματος και τα ειδικά πιστωτικά ιδρύματα. Για να αγοράσει η Κεντρική Τράπεζα αυτά τα χρεόγραφα θα πρέπει να εκδώσει επιταγές 1.000 χρηματικών μονάδων και να τις μεταβιβάσει στους πωλητές. Υποθέτοντας ότι αγοραστής είναι μια εμπορική τράπεζα, οι 1.000 χρηματικές μονάδες θα μειώσουν τα χρεόγραφα του τραπεζικού συστήματος αυξάνοντας όμως κατά το ίδιο ποσό τα αποθέματα του τραπεζικού συστήματος, ενώ αντίστοιχα η Κεντρική Τράπεζα θα αυξήσει κατά 1.000 χρηματικές μονάδες τα χρεόγραφα της. Σαν αποτέλεσμα των πράξεων αυτών πετυχαίνουμε μια αύξηση της νομισματικής βάσης κατά 1.000 χρηματικές μονάδες.

Αν τώρα υποθέταμε ότι η Κεντρική Τράπεζα αποφάσιζε να αγοράσει αυτά τα χρεόγραφα των 1.000 χρηματικών μονάδων από το μη τραπεζικό σύστημα, οι πωλητές, θα έπαιρναν σε μετρητά το ποσό αυτό, και είτε θα το κρατούσαν σε μορφή ρευστού στο ταμείο τους, ή θα το κατέθεταν σε έναν τραπεζικό λογαριασμό μιας εμπορικής τράπεζας. Με τον τρόπο αυτό και πάλι το τραπεζικό σύστημα θα αύξανε τα αποθεματικά του κατά 1.000 χρηματικές μονάδες, οπότε και πάλι η νομισματική βάση θα αύξανε.

Σαν συμπέρασμα λοιπόν προκύπτει ότι μια απόφαση της Κεντρικής Τράπεζας για αγορά χρεογράφων οδηγεί σε αύξηση της νομισματικής βάσης, ενώ αντίστοιχα να αποφάσιζε την πώληση αυτών θα είχαμε μια μείωση της νομισματικής βάσης με τον ίδιο ακριβώς μηχανισμό.

### **2.6.2. Υποχρεωτικά Ποσοστά Τραπεζικών Διαθεσίμων**

Όπως ήδη αναφέραμε, τα ρευστά διαθέσιμα είναι οι καταθέσεις που έχουν δεχτεί οι τράπεζες αλλά δεν τις έχουν δανείσει. Όπως ήδη αναλύσαμε παραπάνω, η αύξηση (μείωση) του ποσοστού υποχρεωτικών διαθεσίμων μειώνει (αυξάνει) τον Πολλαπλασιαστή Χρήματος και επομένως μεταβάλλει την προσφορά χρήματος.

Ωστόσο, θα πρέπει στο σημείο αυτό να συμπληρώσουμε στην ανάλυσή μας την ύπαρξη του διατραπεζικού επιτοκίου. Προκειμένου να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη τους οι εμπορικές τράπεζες προσπαθούν να μην διατηρούν ρευστά διαθέσιμα περισσότερα από τα απαιτούμενα. Εν τούτοις οι καθημερινές μεταβολές στις αναλήψεις και καταθέσεις στις τράπεζες είναι αδύνατον να προβλεφθούν με ακρίβεια και πολλές φορές κάποιες τράπεζες αντιμετωπίζουν πρόβλημα ρευστότητας, ενώ κάποιες άλλες έχουν συσσωρεύσει περισσότερα ρευστά διαθέσιμα απ' ότι επιθυμούν. Για το λόγο αυτό, έχει αναπτυχθεί η διατραπεζική αγορά χρήματος, στην οποία προσδιορίζεται το διατραπεζικό επιτόκιο και αναφέρεται στην σύναψη δανείων μιας ημέρας μεταξύ των τραπεζών (το επιτόκιο είναι γνωστό ως overnight market interest rate και ονομάζεται federal funds rate στις ΗΠΑ, και EONIA (euro overnight index average) στην ευρωζώνη). Το διατραπεζικό επιτόκιο προσδιορίζεται έτσι ώστε να επέλθει ισορροπία στην αγορά ρευστών διαθεσίμων. Π.χ., αν η προσφορά ρευστών διαθεσίμων (από τις τράπεζες που έχουν υπερβάλλοντα ρευστά διαθέσιμα) υπερβαίνει τη ζήτησή τους (από τις τράπεζες που έχουν λιγότερα απ' αυτά που θέλουν), τότε το διατραπεζικό επιτόκιο προσαρμόζεται προς τα κάτω, ενώ αν για παράδειγμα η ζήτηση δανείων από την πλευρά των επιχειρήσεων ωθεί τις εμπορικές τράπεζες στην αναζήτηση επιπλέον ρευστών διαθεσίμων προκειμένου να χορηγήσουν τις επιπλέον πιστώσεις στις επιχειρήσεις, θα απευθυνθούν στις άλλες τράπεζες με το διατραπεζικό επιτόκιο να εκτιμάται υψηλότερο από το βασικό επιτόκιο αναχρηματοδότησης (υποθέτουμε ότι αρχικά τα δύο επιτόκια ήταν ίσα).

### **2.6.3. Μεταβολή του προεξοφλητικού επιτοκίου**

Ένας άλλος τρόπος μεταβολής των διαθεσίμων μετρητών και της νομισματικής βάσης που μπορεί να γίνει από την Κεντρική Τράπεζα, είναι ο τρόπος διαχείρισης των Προεξοφλητικών δανείων, των δανείων δηλαδή που συνάπτονται με εμπορικές τράπεζες που αντιμετωπίζουν πρόβλημα προσωρινής ρευστότητας.

Όταν η Κεντρική Τράπεζα δίνει την δυνατότητα με ένα χαμηλό προεξοφλητικό επιτόκιο να δανειστούν οι εμπορικές τράπεζες, σε αντίθεση με τα αντίστοιχα διατραπεζικά επιτόκια άλλων δανείων που συνάπτουν μεταξύ τους οι τράπεζες, οι δεύτερες αποφασίζουν πιο εύκολα να συνάψουν δάνεια και με τον τρόπο αυτό να αυξήσουν τα αποθεματικά τους και άρα την νομισματική βάση. Έτσι λοιπόν συμπεραίνουμε ότι μια αύξηση του προεξοφλητικού επιτοκίου μειώνει την προσφορά χρήματος, ενώ μια μείωση του προεξοφλητικού επιτοκίου αυξάνει την προσφορά χρήματος.

#### 2.6.4. Συμπεράσματα και προβλήματα στον έλεγχο της προσφοράς χρήματος

Θα πρέπει να τονιστεί εδώ ότι ο τρόπος αύξησης της νομισματικής βάσης μέσω της αγοράς χρεογράφων είναι συνήθως πιο αποτελεσματικός από την μεταβολή του προεξοφλητικού επιτοκίου.

Τέλος, να αναφέρουμε ότι ο έλεγχος της προσφοράς χρήματος δεν μπορεί να είναι πάντα απόλυτα ακριβής. Υπάρχουν δύο σημαντικά προβλήματα που αντιμετωπίζει η Κεντρική Τράπεζα, αφού αφενός δεν δύναται να ελέγξει το ποσοστό των χρημάτων ( $cr$ ) που τα νοικοκυριά επιλέγουν να κρατήσουν σε μετρητά αντί να τα καταθέσουν στις τράπεζες, και επιπλέον, πολλές φορές δεν ελέγχει το ποσό των χρημάτων ( $r$ ) που οι Τράπεζες αποφασίζουν να δανείσουν, πέραν των ρευστών διαθεσίμων, δημιουργώντας το «Πρόβλημα Ηθικού Κινδύνου», δηλαδή ακατάλληλη συμπεριφορά χρηματοπιστωτικών οργανισμών, η οποία στηρίζεται στο γεγονός ότι γνωρίζουν πως σε περιπτώσεις Έσχατης Ανάγκης, η Κεντρική Τράπεζα θα παρέμβει να τους σώσει μέσω δανεισμού<sup>29</sup>.

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3ο

## Η ΖΗΤΗΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

---

### 3.1. Ζήτηση Χρήματος (demand for money)

Η ζήτηση χρήματος είναι η ποσότητα χρηματικών διαθεσίμων που οι επενδυτές επιλέγουν να έχουν στο χαρτοφυλάκιο τους, επομένως, η επιλογή της ζητούμενης ποσότητας χρήματος συνιστά βήμα προς την τελική διάρθρωση του χαρτοφυλακίου.

Για να βρεθούν οι προσδιοριστικοί παράγοντες που συμβάλλουν στη διαμόρφωση της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου ενός επενδυτή και ειδικότερα στη ζήτηση χρήματος για την εξυπηρέτηση των αναγκών και των στόχων του, έχουν προταθεί αρκετές απόψεις διαφόρων οικονομικών σχολών σχετικά με τους προσδιοριστικούς παράγοντες της ζήτησης χρήματος. Οι κυριότερες από αυτές είναι:

#### 3.1.1. Η ποσοτική θεωρία / θεωρία του Fisher

Κατά τον Fisher η ζήτηση χρήματος δημιουργείται από την ανάγκη κατοχής ρευστών διαθεσίμων για τη διεξαγωγή των συναλλαγών μέσα σε μια ορισμένη χρονική περίοδο και παρουσίασε την εξίσωση ανταλλαγής<sup>30</sup>:

$$MV = PQ \quad \text{ή} \quad \frac{M}{P} = \frac{Q}{V}$$

---

<sup>29</sup> Νομισματική Θεωρία & Πολιτική, McCALLUM T.BENNET, Εκδ. ΚΡΙΤΙΚΗ ΑΕ, 2002

<sup>30</sup> Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, Νομισματική Θεωρία, εκδ. Μπενού, Αθήνα 2000

όπου:

M = ποσότητα χρήματος

V = ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος

P = δείκτης τιμών καταναλωτή

Q = ποσότητα αγαθών και υπηρεσιών

Η απαιτούμενη συνεπώς ποσότητα χρήματος εξαρτάται από τη συνολική αξία των συναλλαγών και την ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος. Επειδή όμως, σύμφωνα με τον Fisher, η ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος και ο όγκος συναλλαγών βραχυχρόνια παραμένουν αμετάβλητα, προκύπτει το συμπέρασμα ότι η μεταβολή της ποσότητας του χρήματος συνεπάγεται αναλογική μεταβολή στις τιμές. Συνοπτικά οι παραδοχές της ποσοτικής θεωρίας είναι οι εξής<sup>31</sup>:

- Η κυκλοφοριακή ταχύτητα είναι σταθερή (αλλάζει μακροχρόνια καθώς αλλάζει η διάρθρωση της οικονομίας, το επίπεδο ανάπτυξης, η τεχνολογία και οι συνήθειες)
- Το συνολικό προϊόν της οικονομίας είναι δεδομένο (η οικονομία λειτουργεί με πλήρη απασχόληση όλων των συντελεστών παραγωγής)
- Το χρήμα λειτουργεί σαν μέσο συναλλαγής και η ζήτηση του δεν επηρεάζεται από κερδοσκοπικές δραστηριότητες
- Η προσφορά χρήματος προσδιορίζεται εξωγενώς από την Κεντρική Τράπεζα

### 3.1.2. Η θεωρία της σχολής του Cambridge

Σύμφωνα με την θεωρία της σχολής του Cambridge, η ζήτηση χρήματος εξαρτάται από το οικονομικό όφελος\* που επιτυγχάνουν τα άτομα ή οι επιχειρήσεις από τα παρακρατούμενα ρευστά χρηματικά ποσά. Όπως και στην ποσοτική θεωρία, έτσι και εδώ βασικός παράγοντας προσδιορισμού της ζήτησης χρήματος θεωρούνται τα εισοδήματα των επιμέρους ατόμων. Δηλαδή η ζήτηση είναι ουσιαστικά ένα ποσοστό του εισοδήματος και υποθέτοντας ότι οι προσδοκώμενες αποδόσεις κεφαλαίου και αγαθών (πληθωρισμός) είναι σταθερές, τότε προκύπτει μια εξίσωση που μοιάζει πολύ με αυτή του Fisher<sup>32</sup>:

$$M_d = K * Y$$

$$\text{όμως: } Y = P * Q \text{ και } K = (M_d / Y) * 1/V$$

άρα

$$M_d * V = P * Q$$

<sup>31</sup> Νομισματική Θεωρία & Πολιτική, McCALLUM T.BENNET, Εκδ. ΚΡΙΤΙΚΗ ΑΕ, 2002

<sup>32</sup> Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, Νομισματική Θεωρία, εκδ. Μπενού, Αθήνα 2000

όπου:

$k$  = το ποσοστό που τα άτομα επιθυμούν να κρατούν σε ρευστά διαθέσιμα και είναι σταθερό

$Y$  = εισόδημα (προϊόν) πλήρους απασχόλησης

$M$  = ποσότητα χρήματος

$V$  = ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος

$P$  = δείκτης τιμών καταναλωτή

$Q$  = ποσότητα αγαθών και υπηρεσιών

Η θεωρία του Cambridge για τη ζήτηση του χρήματος διαφέρει από εκείνη του Fisher σε ορισμένα μόνο σημεία όπως:

- Ο Fisher δίνει έμφαση στη λειτουργία του χρήματος ως μέσου συναλλαγών, ενώ οι οικονομολόγοι του Cambridge στους προσδιοριστικούς παράγοντες της απόφασης των ατόμων για τη διατήρηση ρευστών διαθεσίμων.
- Η θεωρία του Fisher βασίζεται στη μικροοικονομική θεωρία, ενώ του Cambridge σε μακροοικονομικές υποθέσεις.
- Η ποσοτική θεωρία συνδέει την παρακράτηση ρευστών διαθεσίμων μόνο με το όφελος από τη διευκόλυνση των συναλλαγών, ενώ του Cambridge την συνδέει με τη γενικότερη χρησιμότητα της για τους κατόχους.
- Το οικονομικό αυτό όφελος προσδιορίζεται από την εξέλιξη του πληθωρισμού, το επιτόκιο και τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου του κάθε ατόμου ή της επιχείρησης.

### 3.1.3. Η Κεϋνσιανή θεωρία

Η ζήτηση του χρήματος, σύμφωνα με τον Keynes, συνδέεται με το δίλημμα κάθε οικονομικής μονάδας μεταξύ:

- του ρευστού χρήματος που δεν αποφέρει τόκο αλλά δεν εμπεριέχει και τον κίνδυνο ζημιάς
- άλλων μορφών επενδύσεων που αποδίδουν εισόδημα αλλά εμπεριέχουν ρίσκο

Γι' αυτό και στην κεϋνσιανή θεωρία η ζήτηση χρήματος ταυτίζεται με την **προτίμηση ρευστότητας**. Επίσης κατά τον Keynes, εκτός από το συναλλακτικό κίνητρο, οι οικονομικές μονάδες νιώθουν ασφαλείς να παρακρατούν επιπλέον ρευστά για την κάλυψη έκτακτων εξόδων (**κίνητρο προφύλαξης**) ή για να εκμεταλλευτούν επενδυτικές ευκαιρίες για να αυξήσουν τον πλούτο τους (**κίνητρο κερδοσκοπίας**).

Η κεϋνσιανή θεωρία μελετήθηκε και βελτιώθηκε από τους οικονομολόγους της δεκαετίας του 1950 κι αυτό κυρίως γιατί διευρύνθηκε το φάσμα των επενδυτικών ευκαιριών, με την ανάπτυξη των

χρηματαγορών / κεφαλαιαγορών και τη συνεχιζόμενη μέχρι σήμερα εμφάνιση νέων χρηματιστηριακών προϊόντων. Αυτό είχε ως συνέπεια τη μελέτη της διάρθρωσης του χαρτοφυλακίου των επενδυτών, ώστε να μεγιστοποιείται η απόδοση των διαθέσιμων περιουσιακών στοιχείων τους. Η ίδια θεωρία πάντως από το 1936 μέχρι σήμερα, αποτελεί τον άξονα όλων των μετέπειτα θεωριών ζήτησης χρήματος οι οποίες ουσιαστικά την συμπληρώνουν<sup>33</sup>.

#### **3.1.4. Οι θεωρίες των Baumol - Tobin**

Κατά τον Baumol η ζήτηση χρήματος προσδιορίζεται όχι μόνον από το εισόδημα αλλά και από το επιτόκιο, γιατί από το ύψος του εξαρτάται η απώλεια εισοδήματος των επενδυτών όταν αυτοί δεν επενδύσουν τα χρήματά τους στον τόκο (π.χ. προθεσμιακή κατάθεση). Αυτό σημαίνει ότι όσο υψηλότερο είναι το επιτόκιο τόσο μικρότερη θα είναι η ζήτηση για παρακράτηση ρευστών προς εξυπηρέτηση των συναλλαγών.

Η ανάλυση του Tobin επέκτεινε την κεϋνσιανή θεωρία που συνδέεται με το κίνητρο κερδοσκοπίας προσθέτοντας τα στοιχεία της αβεβαιότητας και του κινδύνου κατά την πρόβλεψη του μελλοντικού επιτοκίου, ώστε να μπορεί να επιλέξει ο επενδυτής μεταξύ της παρακράτησης ρευστών διαθεσίμων ή κρατικών ομολόγων. Τα στοιχεία αυτά οδηγούν στην επιλογή σχηματισμού ενός μικτού χαρτοφυλακίου αξιών (συνύπαρξη ρευστών και ομολόγων), ώστε με μεγάλη πιθανότητα το τελικό αποτέλεσμα αποδόσεων-ζημιών να είναι θετικό.

Οι θεωρίες των Baumol-Tobin συνέβαλαν στην ενίσχυση της κεϋνσιανής θεωρίας για τη ζήτηση χρήματος, αμφισβητώντας την κλασική υπόθεση σχετικά με την σταθερότητα του όρου  $V$ , αποδεικνύοντας ότι η ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος αυξάνει, αυξανόμενου του  $Q$ <sup>34</sup>.

#### **3.1.5. Η νέα ποσοτική θεωρία του Friedman**

Ο Friedman ουσιαστικά δεν απέρριψε τις προηγούμενες θεωρίες ζήτησης χρήματος, αλλά πιστός και δογματικός μονεταριστής αναθεώρησε ορισμένες πτυχές της ποσοτικής θεωρίας. Ειδικότερα, επικεντρώθηκε στη χρησιμότητα των υπηρεσιών που προσφέρει το χρήμα προς τους καταναλωτές και τις παραγωγικές οικονομικές μονάδες<sup>35</sup>.

Οι πρώτοι θεωρούν το χρήμα ως διαρκές αγαθό το οποίο χρησιμοποιούν για την απόκτηση καταναλωτικών αγαθών, ενώ αντίθετα οι παραγωγικές μονάδες ταυτίζουν το χρήμα με τα άλλα

---

<sup>33</sup> Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, Νομισματική Θεωρία, εκδ. Μπενού, Αθήνα 2000

<sup>34</sup> Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, Νομισματική Θεωρία, εκδ. Μπενού, Αθήνα 2000

<sup>35</sup> Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, Νομισματική Θεωρία, εκδ. Μπενού, Αθήνα 2000

ενδιάμεσα αγαθά (μηχανές, εξοπλισμός, αποθέματα) για να παράγουν το αγαθό που προσφέρει η επιχείρηση.

Κατά τον Friedman η διάρθρωση του μικτού οικονομικού χαρτοφυλακίου των οικονομικών μονάδων (αξιόγραφα ή/και ρευστά διαθέσιμα) εξαρτάται από τέσσερις παράγοντες:

- Τον πλούτο τους (μόνιμο εισόδημα), ο οποίος διακρίνεται σε ανθρώπινο κεφάλαιο και πραγματικό πλούτο. Ο πρώτος είναι σημαντικότερος του δεύτερου και όσο ενισχύεται η σχετική του θέση στο συνολικό πλούτο τόσο αυξάνεται και η ζήτηση χρήματος.
- Τις μεταβολές των τιμών των αγαθών και των χρηματιστηριακών τίτλων, οι οποίες όταν είναι αυξητικές οδηγούν στη μείωση της ζήτησης χρήματος, γιατί αυξάνεται το κόστος ευκαιρίας.
- Την απώλεια εσόδων από εναλλακτικές πηγές (κατάθεση, αγορά ομολογιών, αγορά μετοχών).
- Την τάση των οικονομικών εξελίξεων, η οποία δημιουργεί αισιοδοξία ή απαισιοδοξία για την οριστικοποίηση κάθε επενδυτικής επιλογής. Αυτό σημαίνει ότι το οικονομικό κι επιχειρηματικό κλίμα, σε συνδυασμό με τη σταθερότητα του θεσμικού οικονομικού πλαισίου, επηρεάζουν σημαντικά τη διάρθρωση ενός μικτού χαρτοφυλακίου, ώστε να εξασφαλίσει ο επενδυτής τη μεγαλύτερη δυνατή απόδοση των κεφαλαίων του.

Συνεπώς, κατά τη μονεταριστική θεωρία, η πραγματική ζήτηση χρήματος επηρεάζεται από πολλές μεταβλητές κι αυτές με την σειρά τους συνδέονται όλες άμεσα με το **ονομαστικό επιτόκιο** και το **εισόδημα**.

### **3.1.6. Συμπεράσματα**

Από τις τέσσερις πρώτες θεωρίες προκύπτει ότι η ζήτηση χρήματος προορίζεται για<sup>36</sup>:

- την εξυπηρέτηση των συναλλαγών
- την αντιμετώπιση απρόβλεπτων εξελίξεων (κίνητρο προφύλαξης) και
- την κερδοσκοπία

### **3.2. Παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση χρήματος**

#### 1) Το επίπεδο των τιμών

Όσο υψηλότερο είναι το γενικό επίπεδο τιμών, τόσο περισσότερο χρήμα χρειάζονται τα άτομα για τη διεκπεραίωση των συναλλαγών τους, δημιουργώντας μεγαλύτερες ανάγκες ρευστότητας και αυξάνοντας την ονομαστική ζήτηση χρήματος.

---

<sup>36</sup> Νομισματική Θεωρία & Πολιτική, McCALLUM T.BENNET, Εκδ. ΚΡΙΤΙΚΗ ΑΕ, 2002



Παράδειγμα:

Πριν από εξήντα χρόνια το επίπεδο τιμών στις ΗΠΑ ήταν το ένα δέκατο περίπου του σημερινού. Επειδή χρειάζονταν λιγότερα χρήματα στις συναλλαγές, το ποσό που κρατούσαν τότε οι άνθρωποι σε μετρητά ήταν πολύ μικρότερο από το ποσό που κρατούν σήμερα.

## 2) Πραγματικό εισόδημα

Όσο περισσότερες συναλλαγές διεξάγουν τα άτομα ή οι επιχειρήσεις, τόσο μεγαλύτερη ρευστότητα χρειάζονται, με συνεπεία να ζητούν περισσότερο χρήμα. Ένας σημαντικός παράγοντας για τον προσδιορισμό του αριθμού των συναλλαγών είναι το πραγματικό εισόδημα<sup>37</sup>.

Παράδειγμα:

Ένα μεγάλο supermarket με πολύ κίνηση, συναλλάσσεται με περισσότερους πελάτες και προμηθευτές και πληρώνει περισσότερους υπαλλήλους σε σχέση μ' ένα παντοπωλείο.

Επομένως, η ζητούμενη ποσότητα χρήματος αυξάνει όταν αυξάνει το πραγματικό εισόδημα, διότι τότε δημιουργείται η ανάγκη περισσότερων συναλλαγών και συνεπώς η ανάγκη για μεγαλύτερη ρευστότητα.

## 3) Επιτόκια

Σύμφωνα με τη θεωρία διάρθρωσης του χαρτοφυλακίου, η ζήτηση χρήματος εξαρτάται από τις προσδοκώμενες αποδόσεις, τόσο του χρήματος, όσο και των εναλλακτικών, μη χρηματικών στοιχείων. Η αύξηση της προσδοκώμενης απόδοσης του χρήματος αυξάνει τη ζήτηση χρήματος, ενώ η αύξηση της προσδοκώμενης απόδοσης των εναλλακτικών περιουσιακών στοιχείων ωθεί τους κατόχους πλούτου να κινηθούν προς αυτά, με συνέπεια τη μείωση της ζήτησης χρήματος.

Παράδειγμα:

Έστω ότι ο συνολικός πλούτος κάποιου είναι 10.000€ κι έχει 8.000€ σε κρατικά ομόλογα με απόδοση 8% και 2.000€ σ' ένα τοκοφόρο λογαριασμό όψεως με απόδοση 3%. Λόγω της ρευστότητας που του παρέχει ο λογαριασμός αυτός, δεν τον πειράζει η χαμηλότερη απόδοση του. Εάν, όμως, το επιτόκιο των κρατικών ομολόγων αυξηθεί σε 10% και το επιτόκιο του λογαριασμού όψεως παραμείνει σταθερό, ίσως αποφασίσει να μεταφέρει 1.000€ από το λογαριασμό όψεως στα ομόλογα. Με αυτή την αναδιάρθρωση, μειώνει τα χρηματικά του διαθέσιμα (τη ζήτηση χρήματος) από 2.000€ σε 1.000€.

## 4) Πλούτος

Όταν ο πλούτος αυξάνει, ένα μέρος της αύξησης μπορεί να κρατείται με τη μορφή χρηματικών διαθεσίμων, αυξάνοντας τη ζήτηση χρήματος. Ωστόσο, αν δεν μεταβάλλονται το εισόδημα κι οι

---

<sup>37</sup> Νομισματική Θεωρία & Πολιτική, McCALLUM T.BENNET, Εκδ. ΚΡΙΤΙΚΗ ΑΕ, 2002

συναλλαγές, το κίνητρο των οικονομικών μονάδων να κρατούν πρόσθετο πλούτο σε χρηματικά διαθέσιμα, κι όχι σε κάποια εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία με μεγαλύτερη απόδοση, είναι μικρό.

### 5) Κίνδυνος

Αν αυξηθεί σημαντικά ο κίνδυνος των εναλλακτικών περιουσιακών στοιχείων, όπως των μετοχών και των ακινήτων, οι άνθρωποι μπορεί να στραφούν σε ασφαλέστερες επιλογές, όπως τα χρηματικά διαθέσιμα. Επομένως, η αύξηση του κινδύνου στην οικονομία μπορεί να αυξήσει τη ζήτηση χρήματος.

Ο κίνδυνος, όμως, των χρηματικών διαθεσίμων δεν είναι πάντα χαμηλός. Σε περιόδους ακανόνιστου πληθωρισμού, η πραγματική απόδοση των χρηματικών διαθεσίμων (η ονομαστική απόδοση μείον τον πληθωρισμό) μπορεί να γίνει αβέβαιη, ακόμη κι όταν η ονομαστική τους απόδοση είναι δεδομένη.

Σ' αυτή την περίπτωση, η ζήτηση χρήματος μειώνεται, καθώς οι άνθρωποι στρέφονται σε περιουσιακά στοιχεία που οι πραγματικές τους αποδόσεις επηρεάζονται λιγότερο από τον ακανόνιστο πληθωρισμό, όπως ο χρυσός, τα διαρκή καταναλωτικά αγαθά και τα ακίνητα, και τους παρέχουν περισσότερη ασφάλεια.

### 6) Ρευστότητα εναλλακτικών περιουσιακών στοιχείων

Όσο γρηγορότερα κι ευκολότερα μπορούν να ρευστοποιηθούν τα εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία, τόσο μικρότερη είναι η ανάγκη διακράτησης χρήματος, άρα η ζήτηση χρήματος μειώνεται.

Παράδειγμα:

Μια οικογένεια μπορεί να έχει πιστωτικό όριο στις επιταγές της ανάλογο της αξίας του σπιτιού της, οπότε δεν χρειάζεται υψηλά χρηματικά διαθέσιμα<sup>38</sup>.

### 7) Τεχνολογία των πληρωμών

Παράδειγμα:

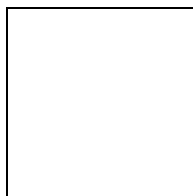
Η εισαγωγή των πιστωτικών καρτών επέτρεψε τη διεξαγωγή συναλλαγών χωρίς τη μεσολάβηση χρήματος. Τα ATM επίσης έχουν μειώσει τη ζήτηση μετρητών, διότι μπορεί όποιος θέλει να τραβήξει μετρητά όποτε τα χρειαστεί.

### **3.3. Συνάρτηση ζήτησης χρήματος**

Οι επιπτώσεις του επιπέδου των τιμών, του πραγματικού εισοδήματος και του επιτοκίου στη ζήτηση χρήματος εκφράζονται από τη σχέση<sup>39</sup>:

---

<sup>38</sup> Νομισματική Θεωρία & Πολιτική, McCALLUM T.BENNET, Εκδ. ΚΡΙΤΙΚΗ ΑΕ, 2002



όπου:

$M_d$  = συνολική ζήτηση χρήματος, σε ονομαστικούς όρους

$P$  = το επίπεδο τιμών

$Y$  = το πραγματικό εισόδημα ή προϊόν

$i$  = το ονομαστικό επιτόκιο των εναλλακτικών, μη χρηματικών περιουσιακών στοιχείων

$L$  = μια συνάρτηση που συνδέει τη ζήτηση χρήματος με το πραγματικό εισόδημα και το ονομαστικό επιτόκιο

Σύμφωνα με την εξίσωση, η ονομαστική ζήτηση χρήματος, είναι ανάλογη του επιπέδου των τιμών. Συνεπώς, αν το επίπεδο των τιμών διπλασιαστεί, *ceteris paribus*, η ονομαστική ζήτηση χρήματος θα διπλασιαστεί επίσης, αντικατοπτρίζοντας το γεγονός ότι χρειάζονται τα διπλάσια χρήματα για τη διεκπεραίωση των ίδιων πραγματικών συναλλαγών.

Η εξίσωση δείχνει επίσης, ότι σε κάθε επίπεδο τιμών η ζήτηση χρήματος εξαρτάται από το πραγματικό εισόδημα και το ονομαστικό επιτόκιο των μη χρηματικών περιουσιακών στοιχείων. Η αύξηση του πραγματικού εισοδήματος αυξάνει τη ζήτηση για ρευστότητα και, κατά συνέπεια, τη ζήτηση χρήματος.

Η αύξηση του ονομαστικού επιτοκίου κάνει ελκυστικότερα τα μη χρηματικά περιουσιακά στοιχεία, με αποτέλεσμα τη μείωση της ζήτησης χρήματος.

### 3.4. Το υπόδειγμα IS/LM

Το υπόδειγμα IS/LM απεικονίζει τη σχέση μεταξύ των επιτοκίων (όπου με το όρο επιτόκιο εννοείται εδώ το επιτόκιο των *μη-χρηματικών* περιουσιακών στοιχείων και χρεογράφων) και του παραγόμενου προϊόντος τόσο στην αγορά αγαθών και υπηρεσιών (τη λεγόμενη "πραγματική οικονομία") όσο και στην αγορά χρήματος. Αναπτύχθηκε αρχικά από τον John R. Hicks ως μια προσπάθεια "νεοκλασικής-κεϋνσιανής σύνθεσης". Η καμπύλη IS αντιπροσωπεύει την πραγματική οικονομία (παραγωγή προϊόντων, παροχή υπηρεσιών). Μείωση των επιτοκίων αυξάνει την παραγωγή. Η καμπύλη IS είναι φθίνουσα. Η καμπύλη LM αντιπροσωπεύει την επίδραση του χρηματοοικονομικού τομέα, και είναι αύξουσα.

Το υπόδειγμα IS/LM είναι ένα από τα σημαντικότερα εργαλεία της σύγχρονης μακροοικονομικής θεωρίας, παρότι δεν είναι χωρίς προβλήματα στο κατά πόσο είναι αυτοσυνεπές ή και κατά πόσο

---

<sup>39</sup> Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, Νομισματική Θεωρία, εκδ. Μπενού, Αθήνα 2000

είναι αρκετά ακριβές. Για διάφορους λόγους, οι αγορές μπορεί να μην ισορροπούν, η πραγματική προσφορά μπορεί να αποκλίνει από τη ζήτηση, οι αγορές δεν εκκαθαρίζουν "αυτόματα", και οι καμπύλες IS/LM που απεικονίζουν τη "γενική ισορροπία" όλων των αγορών (προϊόντων και υπηρεσιών και χρήματος) δεν είναι παρά ένα υπόδειγμα (μοντέλο)<sup>40</sup>.

Μια άλλη βάσιμη κριτική (Pasinetti, 1974) αφορά τη χρονική εξάρτηση των μεγεθών που περιγράφει η IS/LM, καθώς η τομή των δύο καμπυλών υπονοεί *ταυτόχρονη* ισορροπία. Στην πραγματικότητα όμως, και επίσης σύμφωνα με την περιγραφή του Keynes, πρόκειται για μια αναδρομική χρονική ακολουθία διαδοχικών και εναλλασσόμενων αποφάσεων στην "αγορά κεφαλαίων" και στην "αγορά αγαθών". Το επιτόκιο καθορίζεται από αποφάσεις χαρτοφυλακίου στην αγορά χρήματος, και κατόπιν με κάποια βέβαια χρονική υστέρηση καθορίζονται οι αποφάσεις για επενδύσεις και το συνολικό προϊόν στην πραγματική οικονομία, το οποίο πάλι εκ νέου καθορίζει κατοπινές αποφάσεις χαρτοφυλακίου, κ.ο.κ..

Η IS/LM διδάσκεται σε όλα τα προπτυχιακά μαθήματα μακροοικονομικής, και είναι πολύ χρήσιμη για τη γενική κατανόηση, αλλά για να γίνουν ποσοτικές προβλέψεις με πρακτική χρησιμότητα χρειάζονται λεπτομερέστερα και πιο πολύπλοκα μοντέλα, τα οποία να ενσωματώνουν και εμπειρικά (οικονομετρικά) δεδομένα, χρονικές παραμέτρους και άλλες παραμέτρους.

### 3.4.1. Καμπύλη LM

Η καμπύλη LM είναι μια αύξουσα καμπύλη, βλ. σχήμα, που συσχετίζει το πραγματικό ΑΕΠ=  $Y$  (οριζόντιος άξονας) με το επιτόκιο =  $i$  (κάθετος άξονας). Κάθε ένα σημείο της LM αντιπροσωπεύει ένα σημείο ισορροπίας μεταξύ της συνολικής προσφοράς χρήματος και της συνολικής ζήτησης χρήματος. Δηλαδή κάθε ένα σημείο της LM αντιπροσωπεύει ένα σημείο όπου του αριστερό μέλος της εξίσωσης  $M/P = L(i, Y)$  ισούται με το δεξί της μέλος. Το αριστερό μέλος αντιπροσωπεύει πραγματικές μετρούμενες ποσότητες.  $M$  είναι η συνολική ποσότητα (προσφορά) χρήματος,  $P$  το γενικό επίπεδο τιμών. Το δεξί μέλος αντιπροσωπεύει την *καμπύλη ζήτησης χρήματος* ή απλά *ζήτηση χρήματος*, που είναι συνάρτηση του επιτοκίου  $i$  και του πραγματικού ΑΕΠ  $Y$ <sup>41</sup>.

Η συνολική ποσότητα χρήματος, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα, είναι σταθερή και καθορίζεται από την κεντρική τράπεζα και τις εμπορικές τράπεζες. Η ζήτηση χρήματος σημαίνει απλά την κατακράτηση ρευστοποιήσιμων μετρητών σε λογαριασμούς και καταθέσεις, (i)για λόγους καθημερινών συναλλαγών και (ii)για λόγους κερδοσκοπικούς, έναντι της δέσμευσης σε μακροπρόθεσμα ομόλογα. Όσο μεγαλύτερο το προϊόν (εισόδημα) μιας οικονομίας τόσο μεγαλύτερη

<sup>40</sup> Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, Νομισματική Θεωρία, εκδ. Μπενού, Αθήνα 2000

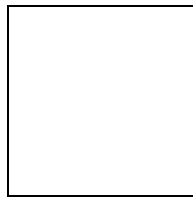
<sup>41</sup> Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, Νομισματική Θεωρία, εκδ. Μπενού, Αθήνα 2000

η ζήτηση χρήματος για σκοπούς συναλλακτικούς. Ενώ όσο μεγαλύτερο το επιτόκιο τόσο μεγαλύτερη η ζήτηση χρήματος για κερδοσκοπία.

### 3.4.2. Καμπύλη IS

Κάθε ένα σημείο της IS αντιπροσωπεύει ένα σημείο ισορροπίας μεταξύ της συνολικής επένδυσης (Investment) και της συνολικής αποταμίευσης (Saving). Η καμπύλη IS αντιπροσωπεύει την πραγματική οικονομία (παραγωγή προϊόντων, παροχή υπηρεσιών). Μείωση των επιτοκίων αυξάνει την παραγωγή. Η καμπύλη IS είναι φθίνουσα. Τούτο με βάση τη λογική ότι μείωση των επιτοκίων αυξάνει την κατανάλωση έναντι της αποταμίευσης (μικρότερο κίνητρο για αποταμίευση), αλλά και αυξάνει τις επενδυτικές δαπάνες σε κεφαλαιουχικό εξοπλισμό έναντι της κατακράτησης των κεφαλαίων σε ομόλογα. Με μείωση του επιτοκίου, κινείται δηλαδή η οικονομία πάνω στη καμπύλη IS προς σημείο ισορροπίας αποταμίευσης-επένδυσης το οποίο αντιστοιχεί σε μεγαλύτερο προϊόν<sup>42</sup>.

**Μετατόπιση της (IS) (σχήμα):** Στο σχήμα δίνεται υποθετικό παράδειγμα μετατόπισης της IS προς τα δεξιά. Αν υποθέσουμε ότι το συνολικό προϊόν  $Y$  σαν συνάρτηση του επιτοκίου δίνεται από φθίνουσα γραμμική σχέση, τότε έχουμε έναν όρο ανάλογο του επιτοκίου και με αρνητικό πρόσημο και έναν σταθερό όρο. Η μετατόπιση της IS δεξιά γίνεται με αύξηση του σταθερού όρου, που αποκαλείται και αυτόνομες (δηλ. ανεξάρτητες από το επιτόκιο) επενδύσεις. Σε μια πραγματική οικονομία έχει υποστηριχθεί ότι αυτό μπορεί να γίνει με αύξηση των κρατικών δαπανών και επενδύσεων. Δυστυχώς όμως δεν ισχύει μια απλή "υδραυλική" σχέση. Στην πραγματικότητα είναι για παράδειγμα δυνατό η μετατόπιση της IS δεξιά να οδηγήσει την LM αριστερά, και η οικονομία να ισορροπήσει τελικά σε σημείο με το ίδιο συνολικό προϊόν, αν και με ψηλότερο επιτόκιο<sup>43</sup>.



Δημοσιονομική επέκταση χρηματοδοτούμενη από έλλειμμα και εκτόπιση επενδύσεων.

Στο σχήμα μπορούμε να δούμε τις επιδράσεις της χρηματοδοτούμενης από έλλειμμα (δηλ. από έκδοση ομολόγων) αύξησης των κρατικών δαπανών σύμφωνα με το υπόδειγμα IS/LM. Με αρχικό σημείο το A η δημοσιονομική επέκταση μετατοπίζει σημαντικά την IS προς τα δεξιά, το οποίο σημαίνει αύξηση του συνολικού εισοδήματος από  $Y_A$  σε  $Y_B$ , η οποία ακολουθείται, βάση της επίδρασης στη ζήτηση χρήματος, από άνοδο του επιτοκίου και συνεπώς μείωση των επενδύσεων και

<sup>42</sup> Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, Νομισματική Θεωρία, εκδ. Μπενού, Αθήνα 2000

<sup>43</sup> Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, Νομισματική Θεωρία, εκδ. Μπενού, Αθήνα 2000

πτώση του εισοδήματος πάλι σε ΥΓ. Δηλαδή κινούμαστε πάνω στην IS προς το σημείο ισορροπίας Γ. Ωστόσο η επίδραση των "αποφάσεων χαρτοφυλακίου" λόγω της προσφοράς επιπλέον ομολόγων σημαίνει ότι θα έχουμε και (μικρή) μετατόπιση της LM αριστερά, επομένως το εισόδημα καταλήγει να είναι ΥΔ και το επιτόκιο  $i\Delta$ . Με άλλα λόγια υπάρχει σε κάποιο βαθμό η λεγόμενη "εκτόπιση του ιδιωτικού τομέα" με μείωση των ιδιωτικών επενδύσεων. Το ακριβές μέγεθος αυτής της "εκτόπισης" εξαρτάται από τις ελαστικότητες της ζήτησης χρήματος και των επενδύσεων ως προς το εισόδημα και το επιτόκιο<sup>44</sup>.

---

<sup>44</sup> Παναγιώτης Γ. Κορλίρας, Νομισματική Θεωρία, εκδ. Μπενού, Αθήνα 2000

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4ο

### ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

---

Το ευρώ πλέον διαδραματίζει ένα σημαντικότατο ρόλο στην λειτουργία της τεράστιας ευρωπαϊκής αγοράς και στην επίτευξη μιας πραγματικά Ενιαίας Αγοράς. Επίσης έχει συμβάλει στην προστασία της οικονομίας της ζώνης από τις πολλές παγκόσμιες διαταραχές και φυσικά τη σημαντική αναταραχή των τελευταίων 3 ετών. Αυτά τα επιτεύγματα χρειάστηκαν χρόνο και μεγάλη προσπάθεια. Η ΕΕ κινείται σε άγνωστα νερά, λαμβάνει αποφάσεις σημαντικής κλίμακας και πολυπλοκότητας και τις εφαρμόζει σε συνεργασία με όλα τα μέλη του Ευρωσυστήματος.

Η άσκηση μακροοικονομικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ βασίζεται στο σαφή καταμερισμό αρμοδιοτήτων. Η νομισματική πολιτική ασκείται σε υπερεθνικό επίπεδο από την ΕΚΤ, ενώ οι οικονομικές πολιτικές εξακολουθούν να υπάγονται στην αρμοδιότητα των κρατών-μελών, ωστόσο παράλληλα υπόκεινται σε διαδικασίες συντονισμού. Η Συνθήκη του Μάαστριχτ χορήγησε στην ΕΚΤ και το Ευρωσύστημα την ανεξαρτησία που χρειάζονται για να ασκούν την ενιαία νομισματική πολιτική και να εκτελούν τα λοιπά τους καθήκοντα, ενώ ταυτόχρονα υποχρεώνει την ΕΚΤ να υποβάλλει ορισμένες εκθέσεις προς το ευρύ κοινό και τους αιρετούς εκπροσώπους του, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο.

Είναι λοιπόν σημαντικό να κατανοήσουμε πώς λειτουργεί η νεοσυσταθείσα νομισματική ένωση, πώς συμβάλει στην οικονομική ανάπτυξη και ευημερία και πώς χρησιμοποιεί τα νομισματικά εργαλεία εκείνα με τα οποία θα συμβάλει στην έξοδο από την κρίση έτσι ώστε να επιτευχθεί η μετάβαση προς μία οικονομική ζώνη με πλήρη οικονομική και νομισματική ενοποίηση.

#### 4.1. ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – Η πορεία προς την Νομισματική ένωση

Η ευρωπαϊκή νομισματική ενοποίηση ανάγεται στις αρχές της δεκαετίας του '60, οπότε τα έξι μέλη της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας (ΕΟΚ) άρχισαν να συνεργάζονται σε νομισματικά θέματα. Τότε περίπου διατυπώθηκε και η πρώτη συγκεκριμένη πρόταση για τη δημιουργία ευρωπαϊκής οικονομικής και νομισματικής ένωσης, σύμφωνα με την οποία η ζώνη ελεύθερων συναλλαγών που είχε θεσπιστεί με τη Συνθήκη της Ρώμης θα έπρεπε να οδηγήσει σε οικονομική ένωση μέχρι το τέλος της δεκαετίας. Δεν έγινε όμως καμία ενέργεια, ενόσω το διεθνές νομισματικό σύστημα παρέμενε σταθερό επί αρκετά χρόνια.

Το 1969, έπειτα από αλληπάλληλες συναλλαγματικές κρίσεις και κρίσεις του ισοζυγίου πληρωμών, οι ηγέτες των έξι μελών της ΕΟΚ αποφάσισαν να καταστρώσουν ένα σχέδιο για την οικονομική και νομισματική ένωση. Η απόφασή τους οδήγησε στην Έκθεση Βέρνερ το 1970, η οποία προέβλεπε τη δημιουργία αυτής της ένωσης σε τρία στάδια έως το 1980. Το ενδιαφέρον για αυτό το φιλόδοξο

σχέδιο ατόνησε το 1971 μετά την κατάρρευση του συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του Bretton Woods. Ταυτόχρονα, οι ευρωπαϊκές χώρες συνειδητοποίησαν ότι η ανεξέλεγκτη διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών θα μπορούσε να βλάψει την περαιτέρω ενοποίηση των εμπορικών συναλλαγών<sup>45</sup>.

Ένα πρώτο βήμα έγινε το 1972, με το λεγόμενο “νομισματικό φίδι”, σκοπός του οποίου ήταν να σταθεροποιήσει τις συναλλαγματικές ισοτιμίες μεταξύ ορισμένων ευρωπαϊκών νομισμάτων, αλλά ναυάγησε λόγω της περαιτέρω νομισματικής αναταραχής και της διεθνούς ύφεσης που ακολούθησε την πρώτη πετρελαϊκή κρίση το 1973. Το 1977, και ενώ εν τω μεταξύ διάφορα νομίσματα είχαν ενταχθεί στο “φίδι” ή το είχαν εγκαταλείψει, το σύστημα είχε γίνει ταυτόσημο με μια “ζώνη του γερμανικού μάρκου” όπου συμμετείχαν η Γερμανία, οι χώρες Μπενελούξ (Βέλγιο, Ολλανδία, Λουξεμβούργο) και η Δανία.

Το 1979 η Γαλλία και η Γερμανία έδωσαν νέα ώθηση στο αίτημα της νομισματικής ενοποίησης, προσπάθεια που κατέληξε στη δημιουργία του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος (ΕΝΣ), το οποίο διήρκεσε μέχρι την εισαγωγή του ευρώ το 1999. Έμφαση δόθηκε στο συντονισμό της νομισματικής πολιτικής και τη σύγκλιση προς τη σταθερότητα των τιμών, ως παράγοντες που ευνοούν τη διατήρηση σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Κατά την περίοδο αυτή, οι σχέσεις μεταξύ των κεντρικών τραπεζών συσφίχθηκαν περαιτέρω και οι ενδιαφερόμενες χώρες δεσμεύονταν να ασκήσουν πολιτική σύγκλισης προκειμένου να μειωθεί η συχνότητα και ο αντίκτυπος των αποσταθεροποιητικών υποτιμήσεων (οι οποίες συνέβαιναν κατά διαστήματα). Επιπλέον, καταργήθηκαν οι έλεγχοι στην κίνηση κεφαλαίων, επικράτησαν πολιτικές χαμηλού πληθωρισμού σε όλες τις χώρες και η οικονομική ενοποίηση σημείωσε πρόοδο.

Προς το τέλος της δεκαετίας του '80, άρχισε πάλι να συζητείται κατά πόσον θα ήταν εφικτή η ευρωπαϊκή οικονομική και νομισματική ένωση. Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ανέθεσε σε επιτροπή εμπειρογνομόνων, υπό την προεδρία του Ζακ Ντελόρ, να υποβάλει προτάσεις για την υλοποίηση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ). Η “Έκθεση Ντελόρ”, που επακολούθησε, αποτέλεσε το προσχέδιο της Συνθήκης του Μάαστριχτ, η οποία υπεγράφη από τους αρχηγούς κρατών ή κυβερνήσεων των κρατών-μελών της ΕΕ το 1992 και κυρώθηκε από όλες τις χώρες της ΕΕ μέχρι το τέλος του 1993<sup>46</sup>.

Η Συνθήκη έθετε τα θεμέλια για την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος μετά από μια δεκαετία περίπου. Κατά την περίοδο που ακολούθησε προχώρησε η διαδικασία σύγκλισης και έγιναν οι

---

<sup>45</sup> ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση, Αθήνα Οκτώβριος 2010

<sup>46</sup> Ελλάδα και Ευρωπαϊκή Ένωση 1981-2006 (Ο Απολογισμός μιας κοινής πορείας), ΧΥΤΟΠΟΥΛΟΥ- ΠΑΠΠΑ ΕΛΕΝΗ, 2007, Εκδ. ΧΥΤΟΠΟΥΛΟΥ ΕΛΕΝΗ



αναγκαίες θεσμικές ρυθμίσεις. Το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ίδρυμα (ENI), το οποίο ιδρύθηκε το 1994, ξεκίνησε τις προετοιμασίες που αφορούσαν το κανονιστικό, οργανωτικό και υλικοτεχνικό πλαίσιο για το νέο υπερεθνικό σύστημα κεντρικών τραπεζών. Αυτή η προπαρασκευή ήταν απαραίτητη για την ίδρυση της ΕΚΤ και του ΕΣΚΤ και την εκτέλεση των καθηκόντων τους, καθώς και για την εισαγωγή του νέου ενιαίου νομίσματος.

Το Μάιο του 1998 το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης αποφάσισε ότι 11 χώρες πληρούσαν τα κριτήρια σύγκλισης, δηλαδή τις προϋποθέσεις που είχαν καθοριστεί για την υιοθέτηση του ευρώ. Την 1η Ιουνίου 1998 ιδρύθηκαν η ΕΚΤ και το ΕΣΚΤ. Έως ότου όλα τα κράτη-μέλη της ΕΕ υιοθετήσουν το ευρώ, ο βασικός φορέας θα είναι το Ευρωσύστημα, το οποίο αποτελείται από την ΕΚΤ και τις κεντρικές τράπεζες των χωρών της ζώνης του ευρώ. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Ευρωσύστημα αντιμετώπισαν εξ αρχής κάποιες σημαντικές προκλήσεις<sup>47</sup>.

Συγκεκριμένα, ως νέο ίδρυμα, η ΕΚΤ έπρεπε να αποκτήσει αξιοπιστία και να κερδίσει την εμπιστοσύνη του κοινού και των χρηματοπιστωτικών αγορών ως προς την ικανότητά της να διατηρεί τη σταθερότητα των τιμών. Ως νέο ίδρυμα, έπρεπε επίσης να θεσπίσει ένα πλαίσιο που να διασφαλίζει την αποτελεσματική συνεργασία με τις ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος. Το καινοφανές θεσμικό και οικονομικό περιβάλλον καθιστούσε αυτά τα εγχειρήματα ακόμη πιο πολύπλοκα. Πράγματι, το ευρώ δημιούργησε μια νέα οικονομική και χρηματοπιστωτική οντότητα.

#### **4.2. Νομισματική και Οικονομική Πολιτική**

Το Ευρωσύστημα, προκειμένου να εκπληρώνει τους σκοπούς του διαθέτει μεγάλο βαθμό ανεξαρτησίας από πολιτικές επιρροές. Αντιθέτως, οι οικονομικές πολιτικές (όπως η δημοσιονομική ή η διαρθρωτική πολιτική) εξακολουθούν να εμπίπτουν στο πεδίο αρμοδιότητας των κρατών-μελών, παράλληλα όμως εντάσσονται σε ένα ευρωπαϊκό πλαίσιο, που αποσκοπεί στη διασφάλιση της πειθαρχίας.

Ο κύριος λόγος γι' αυτό το διαχωρισμό είναι ότι, ενώ η νομισματική πολιτική σε μια νομισματική ένωση είναι εξ ορισμού αδιαίρετη, η οικονομική πολιτική πρέπει να λαμβάνει υπόψη τις εθνικές ιδιαιτερότητες και το θεσμικό πλαίσιο κάθε χώρας ώστε να μπορεί να ασκείται πιο αποτελεσματικά σε εθνικό επίπεδο. Επιπλέον, το γεγονός ότι η αρμοδιότητα για την άσκηση της οικονομικής πολιτικής ανήκει κυρίως στις εθνικές κυβερνήσεις επιτρέπει επίσης σε κάποιο βαθμό να αναπτυχθεί άμιλλα μεταξύ των χωρών, η οποία κατατείνει στη βελτίωση της αποτελεσματικότητας των πολιτικών και στην υιοθέτηση βέλτιστων πρακτικών.

---

<sup>47</sup> Ελλάδα και Ευρωπαϊκή Ένωση 1981-2006 (Ο Απολογισμός μιας κοινής πορείας), ΧΥΤΟΠΟΥΛΟΥ- ΠΑΠΠΑ ΕΛΕΝΗ, 2007, Εκδ. ΧΥΤΟΠΟΥΛΟΥ ΕΛΕΝΗ

Η οικονομική πολιτική των κρατών-μελών πρέπει να προσανατολίζεται προς τη σταθερότητα προκειμένου να διασφαλίζει τη συμβατότητα με τον πρωταρχικό σκοπό της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Η ανάγκη αυτή γίνεται όλο και πιο επιτακτική καθώς τα μέλη της ζώνης του ευρώ δεν διαθέτουν πλέον εθνική νομισματική και συναλλαγματική πολιτική και επομένως πρέπει να στηρίζονται σε άλλες πολιτικές για να προάγουν τον ανταγωνισμό και να προσαρμόζονται στις αναταραχές.

Από τα παραπάνω διαφαίνεται η ανάγκη συντονισμού στον τομέα της οικονομικής πολιτικής. Αυτός ο συντονισμός πραγματοποιείται είτε στο πλαίσιο μιας προσέγγισης που βασίζεται σε κανόνες και σε δεσμευτικούς νόμους ή διαδικασίες είτε μέσω μιας “χαλαρής” προσέγγισης που βασίζεται στην αμοιβαία ηθική πίεση ή στήριξη μεταξύ των κρατών-μελών και στο διάλογο σε κοινοτικό επίπεδο.

Η Συνθήκη προβλέπει τρεις διαφορετικούς τρόπους χάραξης πολιτικής στους διάφορους τομείς της ΟΝΕ:

- α) πλήρης εκχώρηση αρμοδιοτήτων στο κοινοτικό επίπεδο για τη νομισματική πολιτική,
- β) συντονισμός που βασίζεται σε κανόνες για τη δημοσιονομική πολιτική
- γ) “χαλαρός” συντονισμός για τις υπόλοιπες οικονομικές πολιτικές.

#### **4.3. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)**

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) ιδρύθηκε την 1η Ιουνίου 1998 και αποτελεί την ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα για το ενιαίο νόμισμα της Ευρώπης, το ευρώ, το οποίο εισήχθη τον Ιανουάριο του 1999<sup>48</sup>.

Απαραίτητη προϋπόθεση για την υιοθέτηση ενιαίου νομίσματος από μια ομάδα χωρών είναι να υπάρχει μια κοινή κεντρική τράπεζα και ένα κοινό σύστημα κεντρικών τραπεζών. Έτσι, στην ΕΚΤ και στο Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ), που περιλαμβάνει την ΕΚΤ και τις κεντρικές τράπεζες όλων των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ), ανατέθηκε το καθήκον να διατηρούν τη σταθερότητα των τιμών και να διαφυλάσσουν την αξιοπιστία του ευρώ.

Το Μάιο του 1998 το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο έλαβε μια από τις πιο βαρυσήμαντες αποφάσεις στην ιστορία της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης. Οι ηγέτες της ΕΕ αποφάσισαν ότι 11 κράτη-μέλη πληρούσαν τις προϋποθέσεις για την υιοθέτηση του ευρώ. Αυτό το ιστορικό βήμα είχε την αφετηρία του στη Συνθήκη του Μάαστριχτ. Η Συνθήκη προέβλεπε ότι η λήψη αποφάσεων νομισματικής πολιτικής γίνεται σε υπερεθνικό επίπεδο και θωρακίζεται από κάθε είδους πιέσεις,

---

<sup>48</sup> Ελλάδα και Ευρωπαϊκή Ένωση 1981-2006 (Ο Απολογισμός μιας κοινής πορείας), ΧΥΤΟΠΟΥΛΟΥ- ΠΑΠΠΑ ΕΛΕΝΗ, 2007, Εκδ. ΧΥΤΟΠΟΥΛΟΥ ΕΛΕΝΗ

συμπεριλαμβανομένων των πιέσεων που ασκούν οι κυβερνήσεις, και με αυτό τον τρόπο διασφάλιζε την πλήρη ανεξαρτησία της ΕΚΤ, επίσης, παραχωρούσε στην ΕΚΤ το αποκλειστικό δικαίωμα να επιτρέπει την έκδοση τραπεζογραμματίων.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, αρμόδιο να χαράζει τη νομισματική πολιτική της ζώνης του ευρώ και να καθορίζει τις κατευθυντήριες γραμμές για την εφαρμογή της, τον Οκτώβριο του 1998 ανακοίνωσε μια στρατηγική νομισματικής πολιτικής προσανατολισμένης στη σταθερότητα, σχεδιασμένη για την επίτευξη του πρωταρχικού σκοπού, που είναι η σταθερότητα των τιμών, σύμφωνα με τη Συνθήκη του Μάαστριχτ. Η στρατηγική περιλαμβάνει δύο βασικά στοιχεία: έναν ποσοτικό ορισμό της σταθερότητας των τιμών και ένα “πλαίσιο δύο πυλώνων”.

#### **4.4. Η σταθερότητα των τιμών**

Η σταθερότητα των τιμών είναι ουσιώδους σημασίας, όχι μόνο επειδή διαφυλάσσει την αξία των εισοδημάτων των πολιτών, ιδίως των πιο ευπαθών και φτωχών ομάδων, αλλά και επειδή η αξιόπιστη διατήρησή της σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα αποτελεί προϋπόθεση για διατηρήσιμη ανάπτυξη και δημιουργία θέσεων απασχόλησης. Με τη σταθεροποίηση των προσδοκιών για μελλοντικό πληθωρισμό σε χαμηλά επίπεδα, συνετέλεσε στη μείωση των ασφαλιστρών έναντι του κινδύνου πληθωρισμού και με τον τρόπο αυτό εξασφάλισε ένα χρηματοπιστωτικό περιβάλλον ευνοϊκό για την ανάπτυξη και τη δημιουργία θέσεων απασχόλησης.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει ορίσει τη σταθερότητα των τιμών ως θετικό ρυθμό πληθωρισμού χαμηλότερο του 2% και έχει ανακοινώσει ότι επιδιώκει τη διατήρηση του πληθωρισμού κάτω αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα. Για σχεδόν μια δεκαετία η σταθερότητα των τιμών έχει επιτευχθεί σε γενικές γραμμές, παρά το γεγονός ότι έντονες αυξήσεις των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων (στις οποίες η νομισματική πολιτική δεν μπορεί να ασκήσει άμεση επίδραση) έχουν επηρεάσει την Ευρώπη και τον υπόλοιπο κόσμο, με αποτέλεσμα ο μέσος ρυθμός πληθωρισμού να διαμορφώνεται ελαφρώς άνω του 2% από την εισαγωγή του ευρώ και εξής. Πρόκειται για ένα σπουδαίο επίτευγμα, εάν ληφθούν υπόψη όλες οι διαταραχές που έχουν χαρακτηρίσει αυτή την περίοδο, καθώς και οι προηγούμενες επιδόσεις των οικονομιών που συμμετέχουν στη ζώνη του ευρώ. Τις δεκαετίες πριν από την εισαγωγή του ευρώ, οι μέσοι ετήσιοι ρυθμοί πληθωρισμού στις αντίστοιχες χώρες ήταν σημαντικά υψηλότεροι από ό,τι στη ζώνη του ευρώ την τελευταία δεκαετία. Με τον τρόπο αυτό επετεύχθη από την εισαγωγή του ευρώ μέχρι το τέλος του 2007 στη ζώνη του ευρώ πάνω από 15 εκατομμύρια θέσεις εργασίας και το ποσοστό ανεργίας διαμορφώθηκε στο χαμηλότερο επίπεδο του από τις αρχές της δεκαετίας του '80.

Η σταθερότητα των τιμών προστατεύει την πραγματική αξία των εισοδημάτων και του πλούτου, ενώ ο μη αναμενόμενος πληθωρισμός οδηγεί αναπόφευκτα στην απρομελέτητη και αυθαίρετη

αναδιανομή τους. Η σταθερότητα των τιμών ωφελεί ιδίως τις ευπαθέστερες κοινωνικές ομάδες, αφού αυτές διατηρούν σχετικά μεγαλύτερο μέρος των αποταμιεύσεών τους με τη μορφή μετρητών και καταθέσεων ταμειευτηρίου, που η πραγματική τους αξία διαβρώνεται εύκολα από τον πληθωρισμό, μάλιστα έχουν μάλλον περιορισμένη δυνατότητα πρόσβασης στις χρηματοπιστωτικές αγορές, οπότε δεν έχουν και πολλά περιθώρια να αποφύγουν το “φόρο πληθωρισμού”. Ειδικότερα οι συνταξιούχοι, οι οποίοι πρέπει να ζήσουν από τη σύνταξή τους και από τις οικονομίες τους που συσσωρεύσαν όσο καιρό εργάζονταν, αποτελούν μια ομάδα που πλήττεται ιδιαίτερα από τον πληθωρισμό<sup>49</sup>.

Επομένως, η σταθερότητα των τιμών συμβάλλει και στην κοινωνική συνοχή και σε ένα περιβάλλον σταθερών τιμών οι πολίτες μπορούν ευκολότερα να διακρίνουν τις μεταβολές των σχετικών τιμών (δηλαδή, αυξομειώσεις των τιμών ενός δεδομένου αγαθού ή υπηρεσίας) από τις μεταβολές του γενικού επιπέδου των τιμών. Δηλαδή μπορούν να στηρίζονται απολύτως στις ενδείξεις και τις πληροφορίες που τους παρέχουν οι τιμές κάθε αγαθού ή υπηρεσίας. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον, οι πολίτες γνωρίζουν ότι κάθε αλλαγή της τιμής ενός αγαθού ή μιας υπηρεσίας συνδέεται με μεταβολές της “σχετικής σπάνεως” του συγκεκριμένου αγαθού ή υπηρεσίας, που με τη σειρά τους προέρχονται από μεταβολές της αντίστοιχης προσφοράς και ζήτησης. Υπ’ αυτή την έννοια, η σταθερότητα των τιμών διευκολύνει τη σύγκριση των τιμών και συνεπώς τη λήψη πιο εμπεριστατωμένων καταναλωτικών και επενδυτικών αποφάσεων, συμβάλλοντας έτσι στην εύρυθμη και αποτελεσματική λειτουργία των αγορών.

Η σταθερότητα των τιμών συμβάλλει επίσης στη διαμόρφωση χαμηλότερων ονομαστικών και πραγματικών επιτοκίων. Παραδείγματος χάριν, ο πληθωρισμός διαβρώνει την πραγματική αξία των ονομαστικών απαιτήσεων και, σε ένα πληθωριστικό περιβάλλον, οι δανειστές κατά κανόνα απαιτούν μια προσαύξηση επί του επιτοκίου ως ασφάλιστρο έναντι του κινδύνου πληθωρισμού τον οποίο διατρέχει η επένδυσή τους. Σε περιβάλλον σταθερών τιμών, αντιθέτως, οι δανειστές δεν απαιτούν τέτοιου είδους ασφάλιστρο. Μειώνοντας τα ασφάλιστρα κινδύνου πληθωρισμού, η σταθερότητα των τιμών οδηγεί σε χαμηλότερα επίπεδα πραγματικών επιτοκίων και ως εκ τούτου καθιστά τις επενδυτικές επιλογές περισσότερο επικερδείς. Από αυτή την άποψη, τα χαμηλότερα επιτόκια συμβάλλουν σε υψηλότερα επίπεδα απασχόλησης και οικονομικής ανάπτυξης.

---

<sup>49</sup> Ελλάδα και Ευρωπαϊκή Ένωση 1981-2006 (Ο Απολογισμός μιας κοινής πορείας), ΧΥΤΟΠΟΥΛΟΥ- ΠΑΠΠΑ ΕΛΕΝΗ, 2007, Εκδ. ΧΥΤΟΠΟΥΛΟΥ ΕΛΕΝΗ

#### **4.5. Το “πλαίσιο των δύο πυλώνων”**

Το “πλαίσιο των δύο πυλώνων”, βασίζεται σε μια οικονομική και σε μια νομισματική ανάλυση. Και οι δύο αναλύσεις χρησιμεύουν στην αξιολόγηση των διαφόρων κινδύνων για τη σταθερότητα των τιμών.

Η οικονομική ανάλυση έχει ορίζοντα βραχυπρόθεσμο έως μεσοπρόθεσμο και αντλεί στοιχεία από ένα ευρύ φάσμα οικονομικών και χρηματοοικονομικών στατιστικών δεδομένων και δεικτών που σχετίζονται με τις προοπτικές για τις τιμές. Η νομισματική ανάλυση, αντιθέτως, έχει ορίζοντα μεσοπρόθεσμο έως μακροπρόθεσμο και αποδίδει εξέχοντα ρόλο στις νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις. Χάρη στο πλαίσιο των δύο πυλώνων, η ανάλυση που διενεργείται εντός της ΕΚΤ είναι σωστά διαρθρωμένη και διευκολύνει την επικοινωνία με το ευρύ κοινό και τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Οι πληροφορίες αυτές, σε συνδυασμό με μια εμπειριστατωμένη αξιολόγηση, επιτρέπουν να αναγνωρίζεται σε πραγματικό χρόνο η υποκείμενη τάση των νομισματικών εξελίξεων και να αξιολογούνται οι συνέπειές της για τους κινδύνους διατάραξης της σταθερότητας των τιμών.

Αυτή η δομή των δύο πυλώνων αποτελεί την οργανωτική αρχή για την εσωτερική ανάλυση στην οποία στηρίζονται οι διαβουλεύσεις και οι αποφάσεις της ΕΚΤ όσον αφορά τη νομισματική πολιτική, καθώς και για την παρουσίασή της στις χρηματοπιστωτικές αγορές και το ευρύ κοινό.

Προκειμένου να σηματοδοτήσει την προσήλωσή της στη νομισματική ανάλυση στο πλαίσιο της στρατηγικής της και να δώσει ένα κριτήριο για την αξιολόγηση των νομισματικών εξελίξεων, το Δεκέμβριο του 1998 η ΕΚΤ ανακοίνωσε μια τιμή αναφοράς (4,5%) για τον ετήσιο ρυθμό αύξησης του ευρέως νομισματικού μεγέθους M3. Η Παρατεταμένη αύξηση της ποσότητας χρήματος με ρυθμό υψηλότερο από αυτή την τιμή αναφοράς υποδηλώνει κινδύνους διατάραξης της σταθερότητας των τιμών. Ως μεταβλητή επελέγη το M3 με βάση τις ενδείξεις ότι αυτό το νομισματικό μέγεθος παρουσιάζει στενή συσχέτιση με το επίπεδο των τιμών. Ταυτόχρονα, ήδη από την αρχή διευκρινίστηκε ότι η νομισματική πολιτική δεν θα αντιδρά μηχανιστικά στις αποκλίσεις του ρυθμού αύξησης του M3 από την τιμή αναφοράς.

Συνολικά, το πλαίσιο δύο πυλώνων ενισχύει την εγκυρότητα της αξιολόγησης που διενεργεί το Διοικητικό Συμβούλιο για τη νομισματική πολιτική, αντισταθμίζοντας σε μεγάλο βαθμό την αβεβαιότητα που χαρακτηρίζει τόσο τα δεδομένα όσο και τα υποδείγματα. Ειδικότερα, αξιοποιείται πλήρως η αμοιβαία συμπληρωματικότητα των δύο πυλώνων, έτσι ώστε να εξασφαλίζεται με τον καλύτερο τρόπο η συνεπής και αποτελεσματική χρήση όλων των πληροφοριών που χρησιμεύουν για την αξιολόγηση των κινδύνων διατάραξης της σταθερότητας των τιμών. Η τακτική διασταύρωση των πορισμάτων της οικονομικής ανάλυσης με τα πορίσματα της νομισματικής ανάλυσης εξασφαλίζει τη συνεπή συνολική αξιολόγηση, κατά την οποία συνεκτιμώνται πληροφορίες που

αφορούν τόσο το βραχυχρόνιο όσο και το μακροχρόνιο ορίζοντα. Έτσι περιορίζεται ο κίνδυνος σφαλμάτων πολιτικής που οφείλονται στην υπερβολική εξάρτηση από ένα και μόνο δείκτη, μία πρόβλεψη ή ένα υπόδειγμα.

Μετά από δεκαετή περίπου εμπειρία πρακτικής εφαρμογής, η στρατηγική της ΕΚΤ αποτελεί ένα αξιόπιστο και έγκυρο πλαίσιο για την αξιολόγηση των κινδύνων διατάραξης της σταθερότητας των τιμών και για την ουσιαστική ενημέρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών και του κοινού σχετικά με την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Την καταλληλότητα της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ πιστοποιεί το γεγονός ότι δεν χρειάστηκε να τροποποιηθούν τα βασικά της στοιχεία.

Τα τελευταία έτη και άλλες κεντρικές τράπεζες ενσωμάτωσαν στο δικό τους πλαίσιο άσκησης της νομισματικής πολιτικής ορισμένα στοιχεία της στρατηγικής της ΕΚΤ. Ο μεσοπρόθεσμος προσανατολισμός καθίσταται όλο και πιο δημοφιλής στις κεντρικές τράπεζες που ακολουθούν στρατηγική καθορισμού στόχου για τον πληθωρισμό και οι οποίες αναγνωρίζουν όλο και περισσότερο την ανάγκη ενός πιο ευέλικτου ορίζοντα πολιτικής.

#### **4.6. Η άσκηση της νομισματικής πολιτικής στην ζώνη του ευρώ και οι επιδόσεις της**

Ας εξετάσουμε τις επιδόσεις της ενιαίας νομισματικής πολιτικής από την έναρξή της τον Ιανουάριο του 1999, και για να γίνει ευκολότερα κατανοητή η κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής ανάλογα με τις εκάστοτε συνθήκες και προκλήσεις, είναι χρήσιμο να διακρίνουμε πέντε φάσεις.

#### **ΦΑΣΗ 1 – ΜΕΤΑΒΑΣΗ ΣΤΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΕΝΩΣΗ (ΜΕΣΑ ΤΟΥ 1998 ΕΩΣ ΜΕΣΑ ΤΟΥ 1999)**

Το Ευρωσύστημα ανέλαβε την αρμοδιότητα για την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής σε μια περίοδο κατά την οποία οι ρυθμοί πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ ήταν μάλλον χαμηλοί και οι προοπτικές για την εξέλιξη των τιμών ήταν ευνοϊκές. Συγχρόνως, η οικονομική δραστηριότητα εξακολουθούσε να επεκτείνεται σε ένα περιβάλλον ιδιαίτερα χαμηλών επιτοκίων, ενώ συνέχιζαν να υπάρχουν οι προϋποθέσεις για σταθερή οικονομική ανάπτυξη.

Στη διάρκεια του 1998, η διαδικασία σύγκλισης πραγματοποιήθηκε με βαθμιαίες μειώσεις των επίσημων επιτοκίων προς τα χαμηλότερα επίπεδα που επικρατούσαν στην υπό δημιουργία ζώνη του ευρώ. Αυτή η διαδικασία σύγκλισης επιταχύνθηκε τους τελευταίους μήνες του 1998 και κορυφώθηκε στις 3 Δεκεμβρίου 1998, όταν όλες οι ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ, με μια συντονισμένη κίνηση, μείωσαν το βασικό τους επιτόκιο στο 3%. Αυτή η συντονισμένη κίνηση που αφορούσε τα επιτόκια θεωρήθηκε ως de facto απόφαση σχετικά με το επίπεδο των επιτοκίων με το

οποίο το Ευρωσύστημα θα ξεκινούσε το Τρίτο Στάδιο της ONE και ως εκ τούτου αποτέλεσε de facto την έναρξη της Νομισματικής Ένωσης στην Ευρώπη<sup>50</sup>.

Στις αρχές του 1999 οι ρυθμοί πληθωρισμού ήταν πολύ χαμηλοί με βάση τα ιστορικά δεδομένα και υπολείπονταν σημαντικά του ανώτατου ορίου που προβλέπει ο ορισμός της ΕΚΤ για τη σταθερότητα των τιμών, ενώ άρχιζαν να διαφαίνονται ενδείξεις έντονης επιβράδυνσης του ρυθμού ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας.

Ο ρυθμός αύξησης του M3 επιταχύνθηκε και από επίπεδα παραπλήσια της τιμής αναφοράς διαμορφωνόταν σε επίπεδα αρκετά άνω του 5%, ενώ τα δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα συνέχισαν να αυξάνονται με υψηλό ρυθμό γύρω στο 10%. Εντούτοις, επειδή η απόκλιση από την τιμή αναφοράς ήταν σχετικά περιορισμένη και η ανάλυση των νομισματικών εξελίξεων εκείνη την περίοδο χαρακτηριζόταν από στοιχεία αβεβαιότητας, θεωρήθηκε ότι η επιτάχυνση του καταγραφόμενου ρυθμού αύξησης του M3 δεν αντανάκλούσε απαραίτητα τον υποκείμενο ρυθμό της νομισματικής επέκτασης. Κατά συνέπεια, το Διοικητικό Συμβούλιο έκρινε ότι οι ενδείξεις που προέκυπταν από τη νομισματική ανάλυση δεν υποδήλωναν ανοδικούς κινδύνους διατάραξης της σταθερότητας των τιμών σε μεσομακροπρόθεσμους ορίζοντες.

Με βάση αυτή τη συνολική εικόνα, στις 8 Απριλίου 1999 η ΕΚΤ μείωσε το σταθερό επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος κατά 50 μονάδες βάσης, από 3,0% σε 2,5%. Η μείωση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ θεωρήθηκε προληπτικό μέτρο για τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα και, μέσω αυτής, την καλύτερη αξιοποίηση του αναπτυξιακού δυναμικού της οικονομίας της ζώνης του ευρώ.

## **ΦΑΣΗ 2 – ΑΥΞΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΜΕ ΣΚΟΠΟ ΤΗ ΣΥΓΚΡΑΤΗΣΗ ΤΩΝ ΠΛΗΘΩΡΙΣΤΙΚΩΝ ΠΙΕΣΕΩΝ (ΜΕΣΑ ΤΟΥ 1999 ΕΩΣ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2000)**

Στη διάρκεια αυτής της περιόδου, οι απότομες αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου και η γενική άνοδος των τιμών των εισαγομένων εξακολούθησαν να ασκούν ανοδικές πιέσεις στις τιμές βραχυχρόνια. Ωστόσο η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ επεκτάθηκε με ταχύτερους ρυθμούς στις αρχές του 2000 και αναμενόταν να συνεχίσει την ίδια πορεία εν μέσω ευνοϊκών εξωτερικών συνθηκών.

Όσον αφορά τη νομισματική ανάλυση, η παρατεταμένη νομισματική επέκταση με ρυθμό που υπερέβαινε την τιμή αναφοράς υποδήλωνε όλο και περισσότερο, στη διάρκεια του 1999 και στις αρχές του 2000, ανοδικούς κινδύνους διατάραξης της σταθερότητας των τιμών σε

---

<sup>50</sup> Ελλάδα και Ευρωπαϊκή Ένωση 1981-2006 (Ο Απολογισμός μιας κοινής πορείας), ΧΥΤΟΠΟΥΛΟΥ- ΠΑΠΠΑ ΕΛΕΝΗ, 2007, Εκδ. ΧΥΤΟΠΟΥΛΟΥ ΕΛΕΝΗ

μεσομακροπρόθεσμους ορίζοντες. Παρά τη βαθμιαία επιβράδυνση που σημειώθηκε τους θερινούς μήνες του 2000, τα διαθέσιμα στοιχεία εξακολουθούσαν να επιβεβαιώνουν ότι υπήρχαν κίνδυνοι πληθωριστικών πιέσεων σε ένα περιβάλλον που χαρακτηριζόταν από ικανοποιητικούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης. Έτσι, η ΕΚΤ αύξησε τα βασικά επιτόκια κατά 225 μονάδες βάσης συνολικά, με διαδοχικές αποφάσεις του μεταξύ Νοεμβρίου 1999 και Οκτωβρίου 2000, με αποτέλεσμα το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος να διαμορφωθεί στο 4,75% τον Οκτώβριο του 2000<sup>51</sup>.

### **ΦΑΣΗ 3 – ΠΡΟΣ ΤΑ ΚΑΤΩ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΒΑΣΙΚΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΤΗΣ ΕΚΤ (ΑΡΧΕΣ ΤΟΥ 2001 ΕΩΣ ΜΕΣΑ ΤΟΥ 2003)**

Στη διάρκεια αυτής της περιόδου, η ΕΚΤ μείωσε τα βασικά επιτόκια κατά 275 μονάδες βάσης συνολικά, με αποτέλεσμα το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος να διαμορφωθεί τον Ιούνιο του 2003 στο ιστορικά χαμηλό επίπεδο του 2%. Πρόκειται για το χαμηλότερο επίπεδο επιτοκίων που έχει σημειωθεί μεταπολεμικά στην Ευρώπη.

Οι αποφάσεις για προς τα κάτω προσαρμογή των επιτοκίων πολιτικής ήταν συμβατές με την επιδίωξη να διατηρούνται οι ρυθμοί πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ σε επίπεδα κάτω αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα. Εφαρμόζοντας πολιτική μείωσης των επιτοκίων, η ΕΚΤ αντέδρασε στη συνεχιζόμενη εξασθένηση των πληθωριστικών πιέσεων, που οφειλόταν στην επιδείνωση των προοπτικών οικονομικής ανάπτυξης μετά τις σοβαρές διαταραχές που έπληξαν την παγκόσμια οικονομία και τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές. Προ πάντων, οι τρομοκρατικές επιθέσεις της 11ης Σεπτεμβρίου 2001 στις ΗΠΑ αύξησαν την οικονομική αβεβαιότητα και υπονόμισαν το κλίμα εμπιστοσύνης. Το γεγονός αυτό θα μπορούσε όχι μόνο να ενισχύσει την ήδη επικρατούσα καθοδική τάση της οικονομικής δραστηριότητας, αλλά και να διαταράξει τη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Όσον αφορά τις εξελίξεις των τιμών, ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ αυξήθηκε περαιτέρω το 2000 και το πρώτο εξάμηνο του 2001 παρά την αισθητή μείωση των τιμών του πετρελαίου και τη σημαντική ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι όλων των σημαντικότερων νομισμάτων. Η ανατίμηση του ευρώ σημειώθηκε μετά από συντονισμένες παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζών στην αγορά συναλλάγματος το Σεπτέμβριο και το Νοέμβριο του 2000. Ο ετήσιος ρυθμός του πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ, ο οποίος είχε διαμορφωθεί στο 2,0% τον Ιανουάριο του 2001, κορυφώθηκε στο 3,1% το Μάιο του 2001. Η επιτάχυνση αυτή

---

<sup>51</sup> Ελλάδα και Ευρωπαϊκή Ένωση 1981-2006 (Ο Απολογισμός μιας κοινής πορείας), ΧΥΤΟΠΟΥΛΟΥ- ΠΑΠΠΑ ΕΛΕΝΗ, 2007, Εκδ. ΧΥΤΟΠΟΥΛΟΥ ΕΛΕΝΗ



οφειλόταν κυρίως στις σημαντικές αυξήσεις των τιμών της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής, οι οποίες σχετίζονταν με τις νόσους που έπληξαν την κτηνοτροφική παραγωγή σε αρκετές χώρες της ζώνης του ευρώ.

Συνολικά, η οικονομική ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ ήταν μάλλον υποτονική το 2002, καθώς ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ ήταν μόλις 0,9%, έναντι 1,9% το 2001, παραμένοντας έτσι χαμηλότερος του δυνητικού ρυθμού τόσο το 2001 όσο και το 2002. Το 2003 δεν παρατηρήθηκε ουσιώδης μεταβολή, καθώς ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ παρέμεινε στάσιμος κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους, τόσο λόγω της κλιμάκωσης των γεωπολιτικών εντάσεων που συνδέονταν με την κατάσταση στο Ιράκ όσο και λόγω της αβεβαιότητας που επικρατούσε στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Όσον αφορά τη νομισματική ανάλυση, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M3, μετά από κάποια επιβράδυνση το 2000 και στις αρχές του 2001, επιταχύνθηκε σημαντικά από τα μέσα του 2001 και έπειτα. Ωστόσο, αυτή η επιτάχυνση δεν θεωρήθηκε ότι υποδήλωνε κινδύνους διατάραξης της σταθερότητας των τιμών σε μεσομακροπρόθεσμους ορίζοντες, και αυτό για πολλούς λόγους<sup>52</sup>:

1. Η επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης του M3 αντανακλούσε το γεγονός ότι οι οικονομικές μονάδες είχαν αυξημένες ανάγκες χρήματος για συναλλακτικούς σκοπούς, προκειμένου να προσαρμοστούν σε προηγηθείσες αυξήσεις των τιμών της ενέργειας και των ειδών διατροφής.
2. Η σχετικά μικρή κλίση της καμπύλης αποδόσεων όπως διαμορφωνόταν εκείνη την περίοδο και το συνεπαγόμενο χαμηλό κόστος ευκαιρίας του χρήματος καθιστούσαν πιο ελκυστικές τις τοποθετήσεις σε νομισματικά περιουσιακά στοιχεία παρά σε πιο μακροπρόθεσμα και υψηλότερου κινδύνου.
3. Η αβεβαιότητα που χαρακτήριζε την ερμηνεία των νομισματικών εξελίξεων επαυξήθηκε λόγω της εκτεταμένης στροφής των επενδυτών του ιδιωτικού τομέα από μετοχές και άλλα πιο μακροπρόθεσμα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία προς ασφαλέστερες τοποθετήσεις με υψηλότερο βαθμό ρευστότητας, που περιλαμβάνονται στο M3.

#### **ΦΑΣΗ 4 – ΑΜΕΤΑΒΛΗΤΑ ΤΑ ΒΑΣΙΚΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΤΗΣ ΕΚΤ (ΜΕΣΑ ΤΟΥ 2003 ΕΩΣ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2005)**

Από τον Ιούνιο του 2003 και επί δυόμισι χρόνια η ΕΚΤ διατήρησε αμετάβλητα τα βασικά επιτόκια. Το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης παρέμεινε στο ιστορικά χαμηλό επίπεδο του 2,0%.

---

52

Αναφορικά με τις τιμές, το δεύτερο εξάμηνο του 2003 ο πληθωρισμός δεν σημείωσε τόσο ταχεία και έντονη πτώση όσο αναμενόταν, με κύρια αιτία τις δυσμενείς εξελίξεις των τιμών των ειδών διατροφής και τις υψηλότερες από το αναμενόμενο τιμές του πετρελαίου. Παρά τις μεγάλες αυξήσεις των τιμών των βασικών εμπορευμάτων και της ενέργειας και καθώς ο ρυθμός της οικονομικής ανάπτυξης ανέκαμπτε σταδιακά, οι πληθωριστικές πιέσεις παρέμειναν συγκρατημένες σε όλη τη διάρκεια του 2004 και κατά το μεγαλύτερο μέρος του 2005. Ειδικότερα, ο ετήσιος πληθωρισμός διαμορφώθηκε στο 2,2% το 2005, δηλ. σε επίπεδο ελαφρώς υψηλότερο από ό,τι τα δύο προηγούμενα έτη (2,1%)<sup>53</sup>.

Όσον αφορά την οικονομική δραστηριότητα, η συνολική εικόνα βελτιώθηκε κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2003, καθώς η παγκόσμια οικονομία ανέκτησε το δυναμισμό της, με αποτέλεσμα τη σημαντική άνοδο των εξαγωγών της ζώνης του ευρώ. Παρόλο που η εγχώρια ζήτηση εξακολουθούσε να είναι εξασθενημένη κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2003, θεωρήθηκε ότι υπήρχαν οι προϋποθέσεις για την ανάκαμψή της, εν όψει μάλιστα του χαμηλού επιπέδου των επιτοκίων και των γενικά ευνοϊκών συνθηκών χρηματοδότησης. Όλες οι προβλέψεις καταδείκνυαν συνεχή επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ κατά το 2004 και το 2005.

Όσον αφορά τη νομισματική ανάλυση, η χρηματοπιστωτική και οικονομική αβεβαιότητα άρχισε να υποχωρεί και η επενδυτική συμπεριφορά άρχισε να εξομαλύνεται, κυρίως ως επακόλουθο των εξελίξεων στο Ιράκ έως τα μέσα του 2003. Έτσι, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M3 επιβραδύνθηκε σημαντικά κατά το διάστημα από τα μέσα του 2003 έως τα μέσα του 2004, με την αναστροφή των προηγούμενων αναδιαρθρώσεων χαρτοφυλακίων υπέρ νομισματικών περιουσιακών στοιχείων. Επιπροσθέτως, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα επιταχύνθηκε κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2003. Στη διάρκεια του 2004, η νομισματική ανάλυση παρείχε ενδείξεις περαιτέρω αντιστροφής των αναδιαρθρώσεων χαρτοφυλακίων. Το 2005, ο ρυθμός αύξησης της ποσότητας χρήματος ενισχύθηκε περαιτέρω και ερμηνεύθηκε ως ένδειξη αυξανόμενων κινδύνων για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσομακροπρόθεσμους ορίζοντες<sup>54</sup>.

Έτσι, η παρατηρούμενη από τα μέσα του 2004 έντονη πιστωτική και νομισματική επέκταση αντανάκλούσε την αυξητική επίδραση του πολύ χαμηλού επιπέδου των επιτοκίων που επικρατούσαν τότε στη ζώνη του ευρώ, ενώ αργότερα αντανάκλούσε την ανάκαμψη της οικονομίας της ζώνης του ευρώ.

---

<sup>53</sup> Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Χρηματοπιστωτική Κρίση και Οικονομία, 4η Ετήσια Εσπερίδα της Ελληνικής Εταιρείας Τραπεζικού Δικαίου και Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, Αθήνα Δεκέμβριος 2009

<sup>54</sup> Gikas Hardouvelis, Dimitris Malliaropoulos, Olga Kosma, Maria Prandeka, Vasilis Zarkos, Global Economic & Market Outlook, Eurobank Research, Αθήνα Φεβρουάριος 2010

## **ΦΑΣΗ 5 – ΑΡΣΗ ΤΟΥ ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΤΙΚΟΥ ΧΑΡΑΚΤΗΡΑ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ (ΑΠΟ ΤΑ ΤΕΛΗ ΤΟΥ 2005 ΚΑΙ ΕΞΗΣ)**

Από τα τέλη του 2005 και εξής, η ΕΚΤ αύξησε τα βασικά επιτόκια κατά 200 μονάδες βάσης συνολικά, με αποτέλεσμα το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος να διαμορφωθεί στο 4% στο τέλος Ιουνίου του 2007.

Αυτή η προσαρμογή της διευκολυντικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής ήταν αναγκαία για να αντιμετωπιστούν οι κίνδυνοι διατάραξης της σταθερότητας των τιμών, όπως εντοπίζονταν από την οικονομική και τη νομισματική ανάλυση.

Όσον αφορά τις τιμές, ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός διαμορφώθηκε στο 2,2% το 2006 και στο 2,1% το 2007, ωθούμενος κυρίως από την εγχώρια ζήτηση. Και τα δύο αυτά έτη, ο μετρούμενος ρυθμός πληθωρισμού παρουσίασε σημαντικές διακυμάνσεις, οφειλόμενες σε μεγάλο βαθμό στις εξελίξεις των τιμών του πετρελαίου. Το 2006 και μέχρι τον Αύγουστο, παρουσίασε ανοδική τάση, που ήταν αποτέλεσμα κυρίως των έντονων αυξήσεων των τιμών της ενέργειας, ενώ τους υπόλοιπους μήνες του έτους μειώθηκε κάτω του 2%, συνεπεία της σημαντικής μείωσης των τιμών του πετρελαίου και των επιδράσεων από τη βάση σύγκρισης. Μέχρι το γ' τρίμηνο του 2007, οι ετήσιοι ρυθμοί πληθωρισμού διαμορφώνονταν σε επίπεδα συμβατά με τη σταθερότητα των τιμών όπως την ορίζει η ΕΚΤ, εν μέρει εξαιτίας της ευνοϊκής σύγκρισης σε σχέση με τις εξελίξεις των τιμών της ενέργειας κατά το προηγούμενο έτος.

Αντίθετα, στα τέλη του 2007 και στις αρχές του 2008, ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού αυξήθηκε έντονα και έφθασε σε επίπεδα αισθητά άνω του 2%, ωθούμενος κυρίως από τις σημαντικές αυξήσεις των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2007.

Η οικονομική ανάπτυξη παρουσίασε επιτάχυνση κατά το πρώτο εξάμηνο του 2006, ενώ σταδιακά επεκτάθηκε σε περισσότερους τομείς και έγινε ολοένα και περισσότερο αυτοτροφοδοτούμενη, με κύριο προωθητικό παράγοντα την εγχώρια ζήτηση. Συνολικά, παρά την επίδραση των υψηλών και ευμετάβλητων τιμών του πετρελαίου, το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 2,8% το 2006, έναντι 1,6% το 2005 και 2,1% το 2004. Το 2007, η οικονομική δραστηριότητα συνέχισε να επεκτείνεται με σταθερούς ρυθμούς. Το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 2,7%, ωθούμενο κατά κύριο λόγο από την εγχώρια ζήτηση.

Οι επενδύσεις διατήρησαν το δυναμισμό τους χάρη στις ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης, την υψηλή κερδοφορία και τη συνεχιζόμενη βελτίωση της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων μέσω των μακροχρόνιων αναδιαρθρώσεων στον επιχειρηματικό τομέα. Κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2007 όμως, ασυνήθιστα υψηλή αβεβαιότητα σκίασε τις προοπτικές για την οικονομική δραστηριότητα. Αιτία ήταν η δυσκολία να εκτιμηθούν επακριβώς οι επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία από τη

χρηματοπιστωτική αναταραχή που εκδηλώθηκε τον Αύγουστο. Εντούτοις, τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ παρέμεναν εύρωστα, με σταθερή κερδοφορία των επιχειρήσεων, ικανοποιητική αύξηση της απασχόλησης και μείωση του ποσοστού ανεργίας στο 7,4%, επίπεδο πρωτοφανές για την τελευταία 25ετία. Επικρατούσαν πλέον καθοδικοί κίνδυνοι για τις προοπτικές ανάπτυξης.

Αναφορικά με την παρούσα περίοδο αναταραχής στις χρηματοπιστωτικές αγορές που ξεκίνησε τον Αύγουστο του 2007, όταν η κρίση που εκδηλώθηκε στην αμερικανική αγορά στεγαστικών δανείων προς δανειολήπτες μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας (sub-prime mortgages) εξαπλώθηκε και στην αγορά χρήματος της ζώνης του ευρώ και αποτελεί τη μεγαλύτερη πρόκληση που έχει αντιμετωπίσει μέχρι σήμερα το λειτουργικό πλαίσιο του Ευρωσυστήματος και ολόκληρη η παγκόσμια οικονομία, ανάλυση θα κάνουμε στο κεφάλαιο που ακολουθεί.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5ο

### ΤΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ Η ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2009

---

Στις αρχές του φθινοπώρου του 2008 το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα έφθασε ένα βήμα πριν από την πλήρη κατάρρευσή του. Η διεθνής κρίση υπήρξε αποτέλεσμα της πλήρους απορύθμισης της αγοράς χρήματος και κεφαλαίου που ξεκίνησε στις αρχές της δεκαετίας του 1990 και ολοκληρώθηκε στις μέρες μας. Στόχος στο κεφάλαιο αυτό, είναι να μελετήσουμε τις αιτίες και την εξέλιξη της μεγάλης χρηματοπιστωτικής κρίσης, αφού καταρχήν μελετήσουμε τα χρηματοδοτικά εργαλεία – προϊόντα που αναμφισβήτητα η ραγδαία ανάπτυξή τους συντέλεσε στην διαμόρφωση της υπάρχουσας κατάστασης.

#### **5.1. Οι αγορές Χρήματος, Κεφαλαίου και Παραγώγων προϊόντων**

Όπως ήδη έχουμε αναφέρει, στόχος του χρηματοδοτικού συστήματος είναι να διευκολύνει τη μεταβίβαση κεφαλαίων από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές μονάδες. Αυτό επιτυγχάνεται είτε άμεσα, μέσω συμβολαίων χρέους και αγοράς σχετικών υποδειγματικών στοιχείων (πχ. μετοχών), είτε έμμεσα, αναλαμβάνοντας οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές (πχ. τραπεζικό σύστημα) τον ρόλο της μετατροπής των χρηματοδοτικών κεφαλαίων σε μορφές τιτλοποίησης.

Με βάση τη χρονική διάρκεια των διακινούμενων τίτλων (χρεογράφων ή αξιόγραφων), μπορούμε να διακρίνουμε την αγορά χρήματος (και συναλλάγματος) και την αγορά κεφαλαίου.

Στην αγορά χρήματος διαπραγματεύονται απαιτήσεις στενά υποκατάστατα του χρήματος. Οι τίτλοι που διαπραγματεύονται έχουν μεγάλη ονομαστική αξία, χαμηλό κίνδυνο αθέτησης και μεγάλη ρευστότητα. Εκδότες εργαλείων της χρηματαγοράς είναι το θησαυροφυλάκιο των ΗΠΑ, οργανισμοί που χρηματοδοτούνται από το κράτος, μεγάλες εγχώριες και ξένες τράπεζες, καθώς και μεγάλες βιομηχανίες και τοπικές εξουσίες. Εργαλεία της χρηματαγοράς είναι τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, τα χρεόγραφα των δημοσίων οργανισμών, τα εμπορικά ομόλογα και τα repos<sup>55</sup>.

Η αγορά κεφαλαίου χαρακτηρίζει το θεσμό μέσω του οποίου διακινούνται αξιόγραφα (αποδεικτικά χρέους ή ιδιοκτησίας) με μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα. Η διακίνηση αυτών των τίτλων γίνεται σε οργανωμένες αγορές με βασικά χαρακτηριστικά τον υψηλότερο κίνδυνο αθέτησης των υποχρεώσεων από πλευράς των εκδοτών και η σημαντική διακύμανση των τιμών τους. Εργαλεία της κεφαλαιαγοράς είναι οι μετοχές, οι ομολογίες και τα στεγαστικά δάνεια.

Πιο αναλυτικά, μπορούμε να διακρίνουμε τα χρηματοδοτικά εργαλεία σε:

---

<sup>55</sup> ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας, Αθήνα Οκτώβριος 2010

- **Κρατικά Έντοκα Γραμμάτια (Treasury Bills):** Κρατικά χρεόγραφα βραχυχρόνιας διάρκειας. Δεν δίδουν τοκομερίδιο (zero-coupon bond) και ο κάτοχός του λαμβάνει στη λήξη το σύνολο της ονομαστικής του αξίας από τον εκδότη. Καλύπτουν με χρονικές διάρκειες επενδύσεων όλες τις ανάγκες, προσφέρουν υψηλή απόδοση, διαχειρίζονται εύκολα και υπάρχει η δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης.
- **Κρατικά Ομόλογα (Treasury Bonds):** Μεσοπρόθεσμα και Μακροπρόθεσμα ομόλογα που εξασφαλίζονται από το κράτος και κατά συνέπεια αποτελούν χρεόγραφα μηδενικού κινδύνου.
- **Repos και Reverse repos:** Οι συμφωνίες επαναγοράς (Repurchase Agreement) αποτελούν βραχυπρόθεσμες συναλλαγές όπου πωλείται ένα χρεογράφο με τη συμφωνία ότι ο πωλητής θα το επαναγοράσει σε μια προκαθορισμένη τιμή, μετά την πάροδο συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος. Ως Reverse repos αναφέρονται οι συμφωνίες για τις οποίες την πρωτοβουλία αναλαμβάνει ο δανειστής και όχι ο δανειζόμενος.
- **Κοινοπρακτικά Δάνεια (Syndicated Loans):** Δάνεια τα οποία επιτρέπουν σε μεγάλες, συνήθως πολυεθνικές επιχειρήσεις, να δανεισθούν ιδιαίτερα σημαντικά σε ύψος κεφάλαια, από μια ομάδα τραπεζών, οι οποίες λειτουργούν αρχικά ως ανάδοχοι των δανείων και κατόπιν πωλούν τμήματα των δανείων σε μικρότερες τράπεζες.
- **Ενυπόθηκα Ομόλογα (Mortgage Bonds):** Ομολογιακή έκδοση (δάνειο) που ασφαλίζεται με υποθήκη σε όλα τα περιουσιακά στοιχεία της εκδότριας εταιρίας.
- **Χρεόγραφα Εξασφαλιζόμενα με Υποθήκη (Mortgage-Backed Securities):** Επενδυτικά ομόλογα που διασφαλίζονται με διάφορες υποθήκες. Τα εισοδήματα από τα υποθηκευμένα ακίνητα χρησιμοποιούνται για την εξόφληση ομολογιών.
- **Εμπορικά Ομόλογα (Commercial Bonds):** Βραχυπρόθεσμοι ανώνυμοι τίτλοι που εκδίδονται από μη τραπεζικούς οργανισμούς με μεγάλη οικονομική επιφάνεια, είναι ανασφάλιστα, έχουν ορισμένη λήξη και πωλούνται συνήθως σε προεξοφλητική βάση.
- **Ομολογίες Υψηλού Κινδύνου (Junk Bonds):** Μορφή δανεισμού που συνίσταται στην έκδοση ομολογιών με χαμηλή τιμή και υψηλό επιτόκιο και συνοδεύονται από υψηλό κίνδυνο για τον επενδυτή που τις αγοράζει. Δεν προσφέρονται μαζί με εξασφαλίσεις και σε περίπτωση πτώχευσης του εκδότη η εξόφλησή τους έρχεται τελευταία σε προτεραιότητα.
- **Επιχειρηματικά Κεφάλαια (Venture Capital):** Μέθοδος χρηματοδότησης κατά την οποία ένας χρηματοπιστωτικός οργανισμός αποκτά μερίδιο μιας επιχείρησης κατόπιν καταβολής ενός συγκεκριμένου μεγέθους κεφαλαίου.

- **Αμοιβαία Κεφάλαια (Mutual Funds ή Unit Trusts):** Εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, οι οποίες αντλούν κεφάλαια πουλώντας μερίδια του Ενεργητικού τους στους επενδυτές. Χωρίζονται σε κατηγορίες ανάλογα με τους τίτλους και τις αγορές στις οποίες επενδύουν (μετοχικά ή αναπτυξιακά, ομολογιακά, διεθνή κ.λ.π.). Η αποτίμηση του χαρτοφυλακίου γίνεται σε ημερήσια βάση.
- **Κερδοσκοπικά (Hedge Funds):** Είναι αμοιβαία κεφάλαια που αποσκοπούν στην επίτευξη υψηλών αποδόσεων, μέσω της διαχείρισης στοιχείων υψηλού κινδύνου (π.χ. παράγωγα, συνάλλαγμα)
- **Μετατρέψιμες Ομολογίες (Convertible Bonds):** Ομολογίες οι οποίες παρέχουν το δικαίωμα στον κάτοχό τους να τις ανταλλάξει με μετοχές της εκδότριας επιχείρησης σε συγκεκριμένο χρόνο και σε ορισμένη τιμή.
- **Ανάληψη Κινδύνου (Underwriting):** Συμφωνία ανάληψης διαθέσεως χρεογράφων με την οποία ο ανάδοχος ασφαλίζει την πώληση των χρεογράφων και επωμίζεται τους σχετικούς κινδύνους αγοράζοντας τα αδιάθετα χρεόγραφα, που δεν απορροφώνται.
- **Συμφωνίες Εγγύησης Έκδοσης Γραμματίων:** Ένας δανειζόμενος εκδίδει βραχυχρόνια γραμμάτια, πληρωτέα στον κομιστή και προβλέπεται ότι οι τράπεζες που εγγυώνται την έκδοση είτε θα αγοράσουν τα γραμμάτια, είτε θα έχουν στη διάθεσή του δανειζόμενου συγκεκριμένο πιστωτικό όριο.
- **Ανάληψη Απαιτήσεων Τρίτων (Factoring):** Σύμβαση με εκχώρηση όλων ή μέρους των απαιτήσεων μιας επιχείρησης σε τρίτο φορέα ή εκδοχέα (εταιρία factoring) ο οποίος αναλαμβάνει συγκεκριμένες υποχρεώσεις.
- **Πράξη Πώλησης Αξιογράφων (Forfaiting):** Συμφωνία πώλησης αξιογράφων (συναλλαγματικές, γραμμάτια σε διαταγή, ανέκκλητες πιστώσεις), χωρίς δικαίωμα αναγωγής, που λήγουν στο μέλλον και απορρέουν από μια συναλλαγή. Σκοπός της ρήτηρας είναι να μεταβιβάσει κινδύνους και υποχρεώσεις από τον προμηθευτή-δικαιούχο, στον αγοραστή-forfaiter).
- **Πιστοποιητικά Καταθέσεων:** Τα πιστοποιητικά καταθέσεων (certificates of deposit ή CD's) είναι βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα που εκδίδονται από μια τράπεζα με σκοπό την άντληση κεφαλαίων από την αγορά χρήματος. Οι τίτλοι αυτοί διαπραγματεύονται ελεύθερα στη δευτερογενή αγορά χρήματος, μπορούν δηλαδή να πωληθούν από τον αρχικό αποταμιευτή σε κάποιον άλλον επενδυτή πριν από τη λήξη τους.

Οι έντονες διακυμάνσεις των τιμών στις χρηματοοικονομικές αγορές από την δεκαετία του 1970, είχαν σαν αποτέλεσμα την δημιουργία ζήτησης για μια σειρά νέων χρηματοδοτικών εργαλείων: τα Παράγωγα Χρηματοδοτικά Εργαλεία. Οι μηχανισμοί συναλλαγών με συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης αναπτύχθηκαν οπουδήποτε οι επιχειρηματικοί κίνδυνοι αυξήθηκαν και έπρεπε να αντισταθμιστούν, αφού ο κίνδυνος μοιράζεται σε έναν αριθμό συμβαλλόμενων. Τον Αύγουστο του 1999 ιδρύθηκε το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (Χ.Π.Α.) προσφέροντας την ευκαιρία στην Ελλάδα για Έλληνες και ξένους επενδυτές να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο των επενδύσεών τους χρησιμοποιώντας τυποποιημένα και διαφανή χρηματοοικονομικά εργαλεία<sup>56</sup>.

Πιο αναλυτικά, μπορούμε να διακρίνουμε τα παράγωγα χρηματοδοτικά εργαλεία σε:

- **Δικαιώματα (Options):** Τα δικαιώματα προαίρεσης (options) διακρίνονται σε δύο είδη δικαιωμάτων: το δικαιώματα αγοράς και το δικαιώματα πώλησης. Σε ένα δικαίωμα αγοράς-call option, ο αγοραστής έχει το δικαίωμα να αγοράσει από τον πωλητή του δικαιώματος τον υποκείμενο τίτλο σε μία προκαθορισμένη τιμή (strike price), ενώ σε ένα δικαίωμα πώλησης-put option, ο αγοραστής έχει το δικαίωμα να πωλήσει στον πωλητή του δικαιώματος τον τίτλο. Η συναλλαγή, θα γίνει είτε σε μία συγκεκριμένη ημερομηνία στο μέλλον ή σε μια οποιαδήποτε στιγμή στο χρόνο που απομένει έως τη λήξη του δικαιώματος. Αυτά της πρώτης κατηγορίας καλούνται δικαιώματα Ευρωπαϊκού τύπου (European style options), ενώ της δεύτερης Αμερικάνικου τύπου (American style options). Η συμφωνία δεν είναι δεσμευτική για τον αγοραστή.
- **Προθεσμιακές Πράξεις (Forwards):** Μια προθεσμιακή συναλλαγή (forward) επιβάλλει την υποχρέωση σε δύο συναλλασσόμενους να εκπληρώσουν μία συμφωνία αγοραπωλησίας σε μία προκαθορισμένη μελλοντική στιγμή, σε συγκεκριμένη τιμή. Το βασικό στοιχείο της προθεσμιακής συναλλαγής είναι ότι εισάγεται μία χρονική υστέρηση μεταξύ της συμφωνίας του συμβολαίου και της εκπλήρωσής του.
- **Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Futures):** Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι συμφωνίες με τις οποίες η αγορά ή πώληση ενός αγαθού είναι καθορισμένη (fixed) τη στιγμή που συμφωνείται το συμβόλαιο, ενώ η παράδοση και η πληρωμή προγραμματίζονται για μία καθορισμένη μελλοντική ημερομηνία.
- **Ανταλλαγές (Swaps):** Συναλλαγή, όπου τα δύο μέρη συμφωνούν να ανταλλάξουν προκαθορισμένες σειρές πληρωμών μέσα στο χρόνο. Υπάρχουν διάφοροι τύποι ανταλλαγών, όπως επιτοκίων, νομισμάτων, κυμαινόμενου/κυμαινόμενου επιτοκίου (basis swap), αξιών

---

<sup>56</sup> ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση, Αθήνα Οκτώβριος 2010



(asset swaps), δεικτών (index swaps), forward swaps, μηδενικού τοκομεριδίου, amortising swaps, κ.λ.π.

## 5.2. Η μεγάλη χρηματοπιστωτική κρίση

Το 2009, για πρώτη φορά από τη δεκαετία του 1930, ο συνολικός παγκόσμιος ρυθμός ανάπτυξης έγινε αρνητικός. Η αναταραχή ξεκίνησε τον Αύγουστο του 2007 από τα επισφαλή στεγαστικά δάνεια στις ΗΠΑ και κατέληξε σε όλες τις αγορές χρήματος των αναπτυγμένων χωρών. Παρά τις προσπάθειες εξομάλυνσης των χρηματαγορών με την παροχή ρευστότητας από τις κεντρικές τράπεζες τα τραπεζικά επιτόκια παρέμειναν σε υψηλά επίπεδα λόγω της αύξησης του πιστωτικού κινδύνου<sup>57</sup>. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προκειμένου να διατηρήσουν επάρκεια κεφαλαίων μείωσαν την παροχή νέων πιστώσεων γιατί δεν μπορούσαν να αντλήσουν νέα κεφάλαια σε μια ήδη πτωτική αγορά. Η αναταραχή αυτή γρήγορα μεταδόθηκε στην υπόλοιπη οικονομία.

Μέχρι τότε, η παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη παρέμενε σχετικά υψηλή. Η χρηματοοικονομική κατάσταση όμως επηρέασε αρνητικά μειώνοντας τη χρηματοδότηση των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, προκαλώντας δυσμενείς επιπτώσεις στην οικονομική δραστηριότητα. Οι μεταβολές στη διαθέσιμη ποσότητα και ταχύτητα κυκλοφορίας των χρημάτων στην οικονομία των ΗΠΑ κατάφερε να επιφέρει παγκόσμια διαταραχή στο εισοδηματικό κύκλωμα με αποτέλεσμα την μείωση της παγκόσμιας ζήτησης και τελικά της κατανάλωσης.

Το 2009, το παγκόσμιο εμπόριο μειώθηκε δραματικά και η παγκόσμια οικονομία παρουσίασε αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Στις αρχές του δεύτερου εξαμήνου του 2009 εμφανίστηκαν τα πρώτα σημάδια ανάκαμψης ενώ το τελευταίο τρίμηνο του έτους ήταν θετικό για την αμερικανική οικονομία και σταθεροποιητικό για την ευρωζώνη. Τα προγράμματα στήριξης των οικονομιών από τις κυβερνήσεις, με εγγυήσεις και δημοσιονομική επέκταση, αλλά και οι παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζών, με μειώσεις επιτοκίων και με νέες μορφές παροχής ρευστότητας, βοήθησαν σημαντικά στην ανάκαμψη. Οι διεθνείς κεφαλαιαγορές και οι χρηματαγορές άρχισαν και πάλι να λειτουργούν, καθώς αποκαταστάθηκε σταδιακά το αίσθημα ασφάλειας και η απαιτούμενη ρευστότητα<sup>58</sup>.

Ωστόσο, οι συνθήκες αβεβαιότητας παραμένουν και ο δανεισμός επιχειρήσεων και νοικοκυριών είναι περιορισμένος. Η πιστωτική επέκταση στην Ευρωζώνη είναι αρνητική και η μικρή επιχειρηματική δραστηριότητα κρατά την ανεργία σε υψηλά επίπεδα. Σκοπός για τις χώρες της ευρωζώνης είναι η αποτελεσματική διασφάλιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, η

---

<sup>57</sup> Gikas Hardouvelis, Dimitris Malliaropoulos, Olga Kosma, Maria Prandeka, Vasilis Zarkos, Global Economic & Market Outlook, Eurobank Research, Αθήνα Φεβρουάριος 2010

<sup>58</sup> IOBE, Η Ελληνική Οικονομία 1/10, Αρ. Τεύχους 59, Μάρτιος 2010

αντιμετώπιση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και η θεσμοθέτηση νέων αυστηρών κανόνων διαφάνειας και εποπτείας στη λειτουργία των αγορών<sup>59</sup>.

Η ανεπάρκεια των εποπτικών αρχών των ΗΠΑ αλλά και της Ευρώπης, από τις επενδυτικές δραστηριότητες των πιστωτικών ιδρυμάτων και από την αγορά παραγώγων, κατά την τελευταία δεκαετία, επέτρεψαν τη γρήγορη ανάπτυξη ανεξέλεγκτων κερδοσκοπικών επενδυτικών δραστηριοτήτων μέσω διαφόρων σχημάτων, συντελώντας στην διόγκωση της χρηματοδότησης και υπερχρέωσης νοικοκυριών και επιχειρήσεων, (είχαμε εμπορικές ευρωπαϊκές τράπεζες με δάνεια προς καταθέσεις πελατών ακόμα και πάνω από το 200%). Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτέλεσε η μείωση της αποταμίευσης των νοικοκυριών στις ΗΠΑ από 7% στις αρχές της δεκαετίας του '90 στο μηδέν την περίοδο 2005 - 2007, ενώ παράλληλα η σχέση συνολικού χρέους αμερικανικών νοικοκυριών προς διαθέσιμο εισόδημα αυξήθηκε από 85% το 1995 σε 135% το 2007, ενώ στην Μεγάλη Βρετανία, το συνολικό χρέος τραπεζών, νοικοκυριών και επιχειρήσεων έφθασε από 260% του ΑΕΠ το 2001 στο 460% το 2007<sup>60</sup>.

Οι στόχοι των τραπεζών, από τη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας, του εμπορίου και των παραγωγικών επενδύσεων στράφηκαν στην κερδοσκοπία και τη χρηματοπιστωτική καινοτομία χωρίς οικονομική χρησιμότητα. Τα χαμηλά επιτόκια, η μεγάλη ρευστότητα και τα χαλαρά κριτήρια χρηματοδότησης των τραπεζών στις αρχές της δεκαετίας, οδήγησαν σε μια εκρηκτική αύξηση της χρηματοδότησης των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, δημιουργώντας μια ανισορροπία αποταμίευσης-επένδυσης. Στην Ισλανδία, από όπου και ξεκίνησε η κρίση στην Ευρώπη, οι τράπεζες έφτασαν να έχουν ενεργητικό 10 φορές το ΑΕΠ της χώρας. Από ένα σημείο και μετά, χάθηκε το μέτρο και ο έλεγχος στην ανάπτυξη και τη μόχλευση του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος. Τα αμοιβαία κεφάλαια έφθασαν τα 30τρς.\$ το 2007, διπλασιάστηκαν σε έξι χρόνια.

Οι διαχειριστές των χαρτοφυλακίων απέκτησαν ισχυρά μισθολογικά κίνητρα (οι αμοιβές τους ήταν συνδεδεμένες με τα κέρδη) με αποτέλεσμα να αναλαμβάνουν επενδύσεις με υψηλά ρίσκα, εφευρίσκοντας μεθόδους διασποράς και κάλυψής τους. Έτσι, οι επισφαλείς τοποθετήσεις καλύφθηκαν κάτω από καινοτόμα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Για παράδειγμα, τα hedge funds έφθασαν τα 2τρς.\$ μέσα σε λίγα χρόνια με δυνατότητες μόχλευσης και 10-15 φορές των ιδίων κεφαλαίων τους, ενώ τα private equity funds, ξεπέρασαν τα 1.5τρς.\$, με δυνατότητες μόχλευσης των κεφαλαίων τους 3-4 φορές<sup>61</sup>.

---

<sup>59</sup> Δημήτρης Μαλλιαρόπουλος, Τάσος Αναστασάτος, Οικονομία και Αγορές, Eurobank Research, Τόμος 5, Τεύχος 9, Αθήνα Φεβρουάριος 2010

<sup>60</sup> Δημήτρης Μαλλιαρόπουλος, Τάσος Αναστασάτος, Οικονομία και Αγορές, Eurobank Research, Τόμος 5, Τεύχος 9, Αθήνα Φεβρουάριος 2010

<sup>61</sup> Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Χρηματοπιστωτική Κρίση και Οικονομία, 4η Ετήσια Εσπερίδα της Ελληνικής Εταιρείας Τραπεζικού Δικαίου και Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, Αθήνα Δεκέμβριος 2009

Τα χαμηλά επιτόκια της εποχής εκείνης για παραδοσιακές αλλά σίγουρες τοποθετήσεις έσπρωξαν ολοένα και περισσότερους επενδυτές στην αναζήτηση υψηλών αποδόσεων. Οι επισφαλείς τοποθετήσεις στις αγορές στεγαστικών δανείων, πετρελαίου και βασικών ειδών διατροφής μετά από μια περίοδο αλόγιστης πιστωτικής επέκτασης και χρηματοοικονομικής μόχλευσης, αποτέλεσαν την αιτία για μια ξαφνική μείωση της αξίας περιουσιακών στοιχείων διαφόρων χρηματοοικονομικών οργανισμών μετατρέποντας μια τοπική αρχικά οικονομική αναταραχή, σε παγκόσμια οικονομική ύφεση.

Βέβαια θα πρέπει να τονιστεί ότι η κατάσταση αυτή καλλιεργήθηκε από την απουσία των νομισματικών αρχών και ενός ρυθμιστικού πλαισίου λειτουργίας του διεθνούς χρηματοπιστωτικού χώρου, ενώ η ραγδαία εξάπλωση των κερδοσκοπικών αυτών δραστηριοτήτων αλλά και της κρίσης μετέπειτα, οφείλεται στην παγκοσμιοποίηση των οικονομιών και των αγορών χρήματος και κεφαλαίου τις τελευταίες δύο δεκαετίες. Χιλιάδες τράπεζες και επενδυτές στηρίχθηκαν στην αξιοπιστία των αξιολογήσεων διαφόρων οίκων (πχ. Moody's, S & P, Fitch) τοποθετώντας τρισεκατομμύρια σε κινητές αξίες, που νόμιζαν ότι ήταν πολύ χαμηλού κινδύνου αλλά απεδείχθησαν τοξικά προϊόντα. Είχαν αξιολογήσει τα τελευταία χρόνια 70.000 διεθνείς εκδόσεις στη βαθμίδα AAA, δηλαδή ελάχιστου κινδύνου, μεροληπτώντας υπέρ των εκδοτών, που κάλυπταν τα έξοδα αξιολόγησης που θα έπρεπε να πληρώνουν για την προστασία τους οι αγοραστές<sup>62</sup>.

Οι τράπεζες προσέφεραν μια σειρά νέων προϊόντων, όπως τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιωμάτων, οδηγώντας σε επιταχυνόμενη αύξηση των τιμών των κινητών και των ακινήτων αξιών παγκοσμίως, φαινόμενα που δεν συνάντησαν την οργανωμένη αντίδραση των νομισματικών αρχών. Τα φαινόμενα αυτά παρουσιάστηκαν κυρίως στις Ηνωμένες Πολιτείες, τη Μεγάλη Βρετανία και την Ευρώπη. Η ονομαστική αξία των παραγώγων προϊόντων, που διαπραγματεύονται σε διεθνείς οργανωμένες αγορές ξεπέρασε τα 500τρισ.\$ το 2007 και σε μη οργανωμένες αγορές (over-the-counter) τα 540τρισ.\$, αυξημένα 6 φορές σε 10 χρόνια. Οι χρηματοπιστωτικές τιτλοποιήσεις έφθασαν τα 16τρισ.\$ μέσα σε λίγα χρόνια και τα CDOs τα 60τρισ.\$ από 3 μέσα σε 5 χρόνια. Η AIG, μια από τις μεγαλύτερες ασφαλιστικές εταιρείες στον κόσμο, έτρεχε βιβλίο παραγώγων 2 τρισ.\$, κυρίως CDOs<sup>63</sup>.

Οι παράγοντες αυτοί διεύρυναν το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών σε ΗΠΑ και ευρωζώνη με αντίστοιχα πλεονάσματα στις χώρες της Άπω Ανατολής και των πετρελαιοπαραγωγών χωρών. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ αυξήθηκε από 180 δισ.\$ το 1997 σε σχεδόν 800 δισ. το 2007, ενώ παράλληλα τα δολαριακά συναλλαγματικά αποθέματα των

<sup>62</sup> άσος Αναστασάτος, Οικονομία και Αγορές, Eurobank Research, Τόμος 4, Τεύχος 7, Αθήνα Νοέμβριος 2009

<sup>63</sup> Gikas Hardouvelis, Dimitris Malliaropoulos, Olga Kosma, Maria Prandeka, Vasilis Zarkos, Global Economic & Market Outlook, Eurobank Research, Αθήνα Φεβρουάριος 2010

Χωρών της Άπω Ανατολής και των πετρελαιοπαραγωγών χωρών προσέγγισαν τα 6.5 τρισ. το 2008, έναντι 2τρισ.\$ το 2000<sup>64</sup>. Πλέον, το 60% του συνολικού Δημοσίου Χρέους των ΗΠΑ ελέγχεται σήμερα από ξένους επενδυτές.

Παρόμοια ήταν και η κατάσταση και στις αγορές πετρελαίου και βασικών ειδών διατροφής. Κάτω από την πίεση Τραπεζών, προωθήθηκε η άρση κάθε είδους περιορισμού στην αγοραπωλησία τίτλων και προθεσμιακών συμβολαίων. Χρηματοπιστωτικά επενδυτικά κεφάλαια, ακόμα και ασφαλιστικά ταμεία, άρχισαν να αγοράζουν και να πωλούν από το 2005 και μετά ελεύθερα, χωρίς κανέναν πλέον περιορισμό, συμβόλαια, τίτλους και δομημένα προϊόντα σε αυτές τις αγορές με την ευλογία των ρυθμιστικών αρχών. Τα κεφάλαια των διεθνών εμπορεύσιμων αγροτικών προϊόντων στις αγορές προϊόντων αυξήθηκαν από 13 δις δολάρια το 2003 σε 260 δις δολάρια τον Μάρτιο του 2008. Μια αύξηση που έγινε ακόμα μεγαλύτερη μετά τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση των στεγαστικών δανείων, όταν κερδοσκοπικά κεφάλαια, σε αναζήτηση υψηλών αποδόσεων, εγκατέλειψαν τις κατοικίες και επένδυσαν στις αγορές πρώτων υλών και τροφίμων.

Όπως και στη περίπτωση των στεγαστικών δανείων, έτσι και στις αγορές πρώτων υλών και τροφίμων, τα αποτελέσματα της πλήρους απορύθμισης υπήρξαν καταστρεπτικά. Η κερδοσκοπία εκτόξευσε σε σύντομο χρονικό διάστημα τις τιμές στα ύψη, με ολέθρια αποτελέσματα για τους καταναλωτές.

Στη συνέχεια, η κρίση εξελίχθηκε με αστραπιαία ταχύτητα σε κρίση φερεγγυότητας μεγάλων πιστωτικών ιδρυμάτων στις ώριμες αγορές, σε κρίση εμπιστοσύνης στις διατραπεζικές συναλλαγές, σε παγκόσμια κρίση ρευστότητας και τέλος σε κρίση στην παγκόσμια πραγματική οικονομία. Άλλωστε, η παγκοσμιοποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος έχει δημιουργήσει σημαντικές αλληλεξαρτήσεις αγορών, οικονομιών και χωρών σε τέτοιο βαθμό, που τοπικές χρηματοοικονομικές κρίσεις μεταφέρονται με μεγάλη ταχύτητα και ένταση στο υπόλοιπο διεθνές χρηματοπιστωτικό χώρο.

Σήμερα, το παγκόσμιο εμπόριο και η παγκόσμια ναυτιλία έχουν βυθιστεί σε βαθιά κρίση, καθώς οι ναύλοι έχουν καταρρεύσει. Σημαντικοί παραγωγικοί κλάδοι, σε παγκόσμιο επίπεδο, όπως η αυτοκινητοβιομηχανία, κλυδωνίζονται. Η μετάδοση της κρίσης στην πραγματική οικονομία δημιουργεί με τη σειρά της νέες επισφάλειες και αυξάνει τους κινδύνους για τους ισολογισμούς των Τραπεζών, δημιουργώντας ακόμα μεγαλύτερη αβεβαιότητα για μελλοντικές απαιτήσεις κεφαλαιοποίησης.

---

<sup>64</sup> Δημήτρης Μαλλιάρopoulos, Τάσος Αναστασάτος, Οικονομία και Αγορές, Eurobank Research, Τόμος 5, Τεύχος 9, Αθήνα Φεβρουάριος 2010

Με το ξέσπασμα της μεγάλης χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι Αρχές των Ηνωμένων Πολιτειών, αφού διέσωσαν πρώτα ορισμένες τράπεζες, μετά έκριναν σκόπιμο, κυρίως, με ιδεολογικά κριτήρια να αφήσουν την Lehman Brothers να καταρρεύσει, για παραδειγματισμό πειθαρχίας και ευθύνης των μετόχων και πιστωτών. Αποτέλεσμα, η πτώχευσή της δημιούργησε αμέσως παγκόσμιο χάος, με την επικράτηση της ψυχολογίας του ποία θα είναι η επόμενη τράπεζα στη λίστα της κατάρρευσης, εξέλιξη που μετέφερε με ταχύτητα φωτός την κρίση σε όλες τις κεφαλαιαγορές παγκοσμίως.

Ωστόσο, τα χειρότερα απεφεύχθησαν με την μαζική παρέμβαση των αρχών στον τραπεζικό τομέα παγκοσμίως, με κρατικές εγγυήσεις καταθέσεων, κρατικοποιήσεις τραπεζών, συμμετοχή σε αυξήσεις κεφαλαίου και εντυπωσιακή παροχή ρευστότητας, ενώ σήμερα, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών παρεμβαίνει θεσμικά στη διαδικασία καθορισμού των έκτακτων αμοιβών των στελεχών μεγάλων ιδιωτικών τραπεζών.

### **5.3. Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και η χρηματοπιστωτική κρίση**

Η Ελληνική Οικονομία αντιμετώπισε μια διαφορετική οικονομική κρίση με μεγαλύτερες και πιο σύνθετες μεταβολές στο εισοδηματικό της κύκλωμα. Από το 1994 έως τα μέσα του 2008 οι ρυθμοί ανάπτυξης της χώρας έτρεχαν με πρωτόγνωρους ρυθμούς. Η ελληνική οικονομία γνώρισε τη μεγαλύτερη οικονομική άνοδο μετά την μεταπολίτευση. Μέσω κοινοτικών πακέτων στήριξης εισέρευσε αρκετό χρήμα στα ταμιά του κράτους και των επιχειρήσεων. Έτσι, το διάστημα αυτό, πραγματοποιήθηκαν αρκετές επενδύσεις και ενισχύθηκαν οι υλικές υποδομές της χώρας.

Σαν αποτέλεσμα, η εγχώρια συνολική ζήτηση αυξήθηκε αλματωδώς αλλά χωρίς την ανταπόκριση της εγχώριας προσφοράς. Οι επιχειρήσεις δεν αύξησαν την παραγωγή με συνέπεια η αύξηση της ζήτησης να λειτούργησε πληθωριστικά αυξάνοντας ταυτόχρονα τις εισαγωγές και το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Η εισροή ξένων ιδιωτικών παραγωγικών επενδύσεων ήταν περιορισμένη και η χαμηλή ανταγωνιστικότητα των ελληνικών προϊόντων στις διεθνείς αγορές, κράτησαν το ποσοστό απασχόλησης χαμηλό. Οι απότομες αυτές και αντιφατικές μεταβολές οδήγησαν στο υπέρ-δανεισμό τόσο του δημόσιου όσο και του ιδιωτικού τομέα και για πρώτη φορά από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας έγινε αρνητικός<sup>65</sup>.

Επιπλέον, οι αυλές υποδομές (πχ. εκπαίδευση) δεν βελτιώθηκαν και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που θα εξυπηρετούσαν στην αποτελεσματικότερη λειτουργία του κράτους και των αγορών δεν πραγματοποιήθηκαν ποτέ. Η ανεπάρκεια των μεταρρυθμίσεων κράτησε την

---

<sup>65</sup> ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας, Αθήνα Οκτώβριος 2010

επιχειρηματική δραστηριότητα σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Το κράτος δεν εξυπηρετούσε την ανάπτυξη και το φαινόμενο της διαφθοράς ενθάρρυνε μόνο την παραοικονομία.

Η έλλειψη επιχειρηματικής δραστηριότητας οδήγησε σε αύξηση του δημόσιου τομέα, στερώντας παραγωγικούς πόρους και εκτοπίζοντας σταδιακά τον ιδιωτικό τομέα. Παρόλο που οι επιχειρήσεις θα έπρεπε να αδράξουν τις ευκαιρίες χρηματοδότησης από τα πακέτα στήριξης της Ευρωπαϊκής Ένωσης εναπόθεσαν την βιωσιμότητά τους σε αυτά. Ο μόνος τρόπος διατήρησης της ανταγωνιστικής τους θέσης ήταν η φοροδιαφυγή την οποία διευκόλυναν τα φαινόμενα διαφθοράς στον κρατικό μηχανισμό.

Στο εισοδηματικό κύκλωμα το διάστημα αυτό πραγματοποιήθηκε αύξηση των εισροών, μέσω των επιδοτήσεων και των κρατικών δαπανών, και αφετέρου αύξηση των εκροών, μέσω του εξωτερικού εμπορίου. Αυτό όμως που επέφερε την διόγκωση του προβλήματος ήταν η αύξηση του δανεισμού. Η ψευδαίσθηση του πλούτου που ήταν έντονη στα ελληνικά νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις και δημιουργήθηκε από την απότομη και μεγάλη αύξηση της ποσότητας και της ταχύτητας κυκλοφορίας του χρήματος που αύξησε την ζήτηση και την προσφορά δανείων.

Η μη έγκαιρη αντιμετώπιση αυτών των προβλημάτων επέφερε συνεχή αύξηση του δημόσιου χρέους και η έλευση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης επίσπευσε την κατάρρευση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας στις διεθνείς αγορές. Η δημοσιονομική κρίση προκάλεσε σοβαρή αμφισβήτηση της ικανότητας της χώρας να τιθασεύσει το δημοσιονομικό της έλλειμμα και να επαναφέρει την οικονομία σε πορεία σταθεροποίησης και ανάπτυξης. Αυτό άλλωστε αποδείχθηκε με τη ραγδαία αύξηση του ασφαλιστικού κινδύνου για το ελληνικό χρέος, κάτι που αντικατοπτρίζεται στη μεγάλη αύξηση των περιθωρίων δανεισμού (spreads) των ελληνικών ομολόγων.

Ο τραπεζικός τομέας, βασικός παράγοντας στη χρηματοδότηση της οικονομίας, βρέθηκε αντιμέτωπος με τις επιπτώσεις της δημοσιονομικής κρίσης. Αν και στο διεθνές οικονομικό σκηνικό η κρίση εμφανίστηκε αρχικά στο τραπεζικό σύστημα και μεταφέρθηκε στη συνέχεια στην πραγματική οικονομία, στην Ελλάδα το τραπεζικό σύστημα αντιμετώπισε δυσχέρειες ρευστότητας με την υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας γιατί περιόρισε την πρόσβαση των τραπεζών σε πηγές άντλησης ρευστότητας και αύξησε το κόστος δανεισμού τους. Η αύξηση του κόστους δανεισμού του ελληνικού δημοσίου μετακυλίστηκε στο σύνολο της οικονομίας, επιβαρύνοντας το κόστος του χρήματος και το κόστος δανεισμού για τις επιχειρήσεις και τους ιδιώτες. Η εξέλιξη αυτή, ταυτόχρονα με την τάση μείωσης που εμφάνισαν το πρώτο εξάμηνο του έτους οι εγχώριες καταθέσεις, περιόρισαν αρκετά την προσφορά δανείων. Ωστόσο, το ίδιο συνέβη και στη ζήτηση δανείων λόγω της χρηματοοικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων και

νοικοκυριών. Έτσι, ο ετήσιος ρυθμός πιστωτικής επέκτασης υποχώρησε, (παραμένοντας όμως θετικός) ενώ χειροτέρευσε η ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου των τραπεζών μειώνοντας την κερδοφορία τους.

Μοναδική διέξοδος αποτέλεσε η ενεργοποίηση ενός μηχανισμού στήριξης της ελληνικής οικονομίας από τα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, μέσω του Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα φρόντισε την εξασφάλιση της αναχρηματοδότησης με το πρόγραμμα αγοράς κρατικών ομολόγων, την αποδοχή τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου (ή χρεογράφων που καλύπτονται με την εγγύηση του Ελληνικού Δημοσίου) και βοηθώντας την ρευστότητα των ελληνικών τραπεζών. Το πρόγραμμα περιλαμβάνει μια τριετή περίοδο χρηματοδότησης και προδιαγράφει τις γενικές κατευθύνσεις της οικονομικής πολιτικής για τα επόμενα χρόνια στον δημοσιονομικό τομέα και προβλέπει την εφαρμογή διαρθρωτικών αλλαγών και μεταρρυθμίσεων στον ευρύτερο δημόσιο τομέα και τη λειτουργία των αγορών. Η ελληνική οικονομία καλείται να αντιμετωπίσει τη δημοσιονομική αποσταθεροποίηση, την ύφεση, την οικονομική αστάθεια και την υψηλή ανεργία. Οι δαπάνες στο δημόσιο τομέα περιορίστηκαν και ακόμα περιορίζονται δραματικά. Αυξήθηκε η φορολογία, ενώ η γενική ύφεση της οικονομικής δραστηριότητας μείωσε την απασχόληση και επηρέασε αρνητικά το συνολικό εισόδημα της οικονομίας.

Στο πρώτο εξάμηνο του 2010 το ΑΕΠ μειώθηκε έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2009 κατά 3% και ολόκληρο το χρόνο η μείωση αναμένεται ότι θα κυμανθεί περί το 4%. Η ανεργία προβλέπεται ότι θα υπερβεί το 12% και οι μέσες πραγματικές αποδοχές, επηρεαζόμενες και από τον υψηλό πληθωρισμό, θα μειωθούν κατά 8% στο σύνολο της οικονομίας και 17% στο Δημόσιο.

Σήμερα είναι κάτι περισσότερο από βέβαιο ότι η κρίση για την ελληνική οικονομία θα έχει διάρκεια. Έρχεται μια περίοδος παρατεταμένης ύφεσης με κύριο χαρακτηριστικό την υψηλή ανεργία. Τα δημοσιονομικά προβλήματα που σχετίζονται με το έλλειμμα και το χρέος αλλά και τα ταμειακά προβλήματα της οικονομίας περιορίζουν τη δυνατότητα στήριξης της οικονομίας. Με την δημοσιονομική σταθεροποίηση και το διαρθρωτικό μετασχηματισμό της οικονομίας θα δημιουργηθούν οι κατάλληλες προϋποθέσεις για την επανεκκίνηση της αναπτυξιακής διαδικασίας μέσω αύξησης της παραγωγής και της απασχόλησης. Τα ελληνικά προϊόντα θα πρέπει να γίνουν ανταγωνιστικά και να μειωθεί σταδιακά η αυξημένη φορολογία, διατηρώντας όμως μια σταθερή πορεία δημοσιονομικής προσαρμογής. Τα μέτρα που θα παρθούν πρέπει να είναι καλά σχεδιασμένα ώστε να τονωθούν οι τομείς με τα μεγαλύτερα και αμεσότερα αποτελέσματα, έτσι ώστε ο δημοσιονομικός πολλαπλασιαστής να λειτουργήσει αποτελεσματικότερα και το ένα ευρώ της κρατικής παρέμβασης να πολλαπλασιάζεται στο παραγωγικό κύκλωμα της οικονομίας δημιουργώντας μεγαλύτερες επιδράσεις.

Με λίγα λόγια, η ανάπτυξη θα πρέπει στηρίζεται στην εξωστρέφεια, την ανταγωνιστικότητα και την ιδιωτική πρωτοβουλία. Μόνο έτσι θα δημιουργηθεί ένα θετικό κλίμα που θα βελτιώσει ταχύτερα την εμπιστοσύνη των αγορών και θα ασκήσει ευνοϊκή επίδραση στη διαθεσιμότητα και στο κόστος των δανειακών κεφαλαίων ώστε να επιτευχθεί επάρκεια και η σωστή ταχύτητα κυκλοφορίας των μέσων πληρωμής.

Οι ελληνικές τράπεζες δεν αντιμετώπισαν παρόμοιες καταστάσεις με εκείνες του εξωτερικού αφού δεν εκτέθηκαν «τοξικά προϊόντα» και δεν συμμετείχαν ιδιαίτερα στη διεθνή κερδοσκοπία. Οι επενδυτικές τους επιλογές χαρακτηρίστηκαν από συντηρητισμό (είτε τυχαία, είτε από προνοητικότητα).

Όσον αφορά όμως στο θέμα της διαχείρισης της χρηματοπιστωτικής κρίσης, υπήρξαν ανεπαρκής. Δεν έλειψε ούτε η υπέρμετρη επέκταση και επισφαλής δανειοδότηση, ούτε οι επικίνδυνες πρακτικές τιτλοποίησης δανείων.

Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα γνώρισε μία σημαντική άνθηση και διεθνοποίηση τα τελευταία 15 χρόνια. Χρηματοδότησε, με υπερβολές, τα ελληνικά νοικοκυριά, τις επιχειρήσεις και τις παραγωγικές επενδύσεις με ρυθμούς αύξησης μεγαλύτερους του 20% ετησίως. Ακόμη και σήμερα και παρά τη διεθνή κρίση, ο ρυθμός αύξησης των χρηματοδοτήσεων παραμένει θετικός στην Ελλάδα (4% ετησίως), ενώ είναι αρνητικός στην υπόλοιπη Ευρώπη.

Οι ελληνικές ιδιωτικές τράπεζες επικέντρωσαν την προσοχή τους στην ταχύτερη ανάπτυξη των παραδοσιακών τραπεζικών εργασιών, στη χρηματοδότηση της οικονομίας και των υποδομών και την εξωστρεφή ανάπτυξή τους στην Νοτιοανατολική Ευρώπη, με πολλαπλά οφέλη και δυνατότητες. Παρόλα αυτά, να τονιστεί ότι ο υψηλός βαθμός έκθεσης των ελληνικών τραπεζών στις αγορές της Νοτιοανατολικής Ευρώπης και οι σημαντικοί κίνδυνοι που έχουν αναληφθεί αποτελούν πηγή αβεβαιότητας και ενδεχόμενης αστάθειας για το μέλλον.

Έτσι, κατά την διάρκεια της κρίσιμης τελευταίας δεκαετίας, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα, διατήρησε από τους χαμηλότερους βαθμούς μόχλευσης στην Ευρώπη με σχέση αξίας ενεργητικού προς ίδια κεφάλαια γύρω στις 15-16 φορές, έναντι 35 φορές σε ευρωπαϊκά τραπεζικά ιδρύματα. Διατήρησε χαμηλό βαθμό εξάρτησης από τις κεφαλαιαγορές για άντληση ρευστότητας με σχέση δανείων προς καταθέσεις κοντά στο 115%, ενώ, για παράδειγμα, στα τραπεζικά συστήματα της Μεγάλης Βρετανίας, της Ιρλανδίας και της Ισπανίας η σχέση κυμαινόταν μεταξύ 170%-200%. Επιπλέον, διατήρησε ισχυρή κεφαλαιακή επάρκεια με τα βασικά ίδια τους κεφάλαια να κυμαίνονται πάνω από το 8% σε σχέση με το σταθμισμένο ενεργητικό τους, ποσοστό σημαντικά υψηλότερο σε σχέση με την πλειοψηφία των ευρωπαϊκών τραπεζών, ενώ έκανε μόνο περιορισμένη χρήση έναντι χρεώσεων αγοράς του κυβερνητικού πακέτου στήριξης των 28 δις €, που ήταν εξ' αρχής ένα από τα



μικρότερα της Ευρώπης, και αυτό μόνο για να αντιμετωπίσει ζητήματα ρευστότητας που προέκυψαν.

Τα σημερινά προβλήματα των τραπεζών συνδέονται κυρίως, με την οικονομική ύφεση, που προκλήθηκε στην Ελλάδα από τη χειροτέρευση της ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου και τις υψηλές προβλέψεις. Η τεράστια δημοσιονομική κρίση στην Ελλάδα, το σημαντικό έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και οι μεγάλες χρηματοδοτικές ανάγκες του Δημόσιου, έχουν ως αποτέλεσμα τη στενότητα ρευστότητας στην ιδιωτική οικονομία και το υψηλό κόστος άντλησής της, κάτι που δεν συμβάλλει στην ανάκαμψη της οικονομίας.

Για παράδειγμα, οι ελληνικές τράπεζες πληρώνουν σήμερα στις προθεσμιακές καταθέσεις πελατών, στην Ελλάδα και στη Νοτιοανατολική Ευρώπη, πολύ υψηλά επιτόκια, από τα υψηλότερα στην Ευρώπη ενώ το κόστος δανεισμού των ελληνικών τραπεζών από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές (spread) έχει σχεδόν δεκαπλασιαστεί μέσα σε δυο χρόνια.

Όλοι γνωρίζουμε ότι η χώρα μας βρίσκεται αντιμέτωπη με μια σοβαρή οικονομική δυσπραγία, μια σημαντική απώλεια ανταγωνιστικότητας και μια πρωτοφανή δημοσιονομική εκτροπή. Η διεθνής κρίση ανέδειξε τα χρόνια διαρθρωτικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας και τις αδυναμίες του τρέχοντος αναπτυξιακού προτύπου, που στηρίχθηκε κυρίως στην τόνωση της εγχώριας ιδιωτικής και δημόσιας κατανάλωσης και των κατοικιών, στην πλούσια τραπεζική χρηματοδότηση και στις αυξήσεις των πραγματικών μισθών, χωρίς αντίκρισμα στην παραγωγικότητα. Για τον λόγο αυτό αποτελεί επιτακτική ανάγκη η ενίσχυση του σημερινού μη αποτελεσματικού πλαισίου εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, στις τράπεζες, στην κεφαλαιαγορά, στην διαχείριση των αποθεματικών των ασφαλιστικών ταμείων, και στις ιδιωτικές ασφαλίσεις.

Με ανεξάρτητη θεσμική λειτουργία των εποπτικών λειτουργιών, δημιουργώντας συνθήκες νέου εξωστρεφούς αναπτυξιακού προσανατολισμού, με επιτυχή πρόσβαση σε νέες δυναμικές αγορές και με συνδυασμό μιας νέας άνθισης της επιχειρηματικότητας, των ιδιωτικών επενδύσεων, των επενδύσεων στις υποδομές και της προσέλκυσης ξένων παραγωγικών κεφαλαίων, θα καταφέρναμε να επιτύχουμε την έξοδο από την κρίση και την επίτευξη υψηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης.

## ΕΠΙΛΟΓΟΣ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η χρηματοοικονομική κρίση που ξεκίνησε από το τραπεζικό σύστημα στις Η.Π.Α. και επεκτάθηκε στην παγκόσμια πραγματική οικονομία δεν έχει ολοκληρώσει τον κύκλο της.

Τα αίτια τα αναλύσαμε ήδη: η ανεξέλεγκτη ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε τομείς αδιαφανείς και χωρίς εποπτεία. Ολοκληρώνοντας λοιπόν, θα πρέπει να σταθούμε στις δράσεις για την αντιμετώπιση της κρίσης αλλά και το μέλλον του τραπεζικού συστήματος, αφού ακόμα μέτρα δεν έχουν ληφθεί σχετικά με τους νέους κανόνες και την εποπτεία που θα έχει το παγκόσμιο τραπεζικό σύστημα, κάτι που αποτελεί αρνητικό φαινόμενο.

Τα μέτρα που βρίσκονται στο επίκεντρο του διαλόγου αφορούν την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών, την απεικόνιση των κερδών στον ισολογισμό τους, την επιβολή ενός φόρου επί των συναλλαγών, την οικοδόμηση ενός πιο οργανωμένου και συντονισμένου εποπτικού περιβάλλοντος, τον αναβαθμισμένο ρόλο του Financial Stability Board (FSB), τους αυστηρότερους κανόνες ρυθμιστικής παρέμβασης και την εποπτεία στα τραπεζικά ιδρύματα.

Η Ε.Ε. έχει ήδη προχωρήσει στην ανάληψη πρωτοβουλιών για την αποτελεσματικότερη λειτουργία και εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην εσωτερική αγορά της. Πολλοί βέβαια από τους ευρωπαίους τραπεζίτες προειδοποιούν ότι η υπερβολική ρύθμιση μπορεί να προκαλέσει ασφυξία στην αγορά, κυρίως όσον αφορά την χορήγηση δανείων προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις.

Ο αντίκτυπος αυτών των μέτρων αντικατοπτρίζεται καθημερινά στην ύφεση της οικονομίας αλλά εκτιμάται ότι με την ολοκλήρωση των διεθνών και ευρωπαϊκών πρωτοβουλιών θα δημιουργηθεί ένα ασφαλές περιβάλλον για τους δανειολήπτες, που θα ίσως μακροπρόθεσμα και να μεταφραστεί σε φθηνότερα δάνεια.

Στην παρούσα φάση όμως οι δανειολήπτες θα αντιμετωπίσουν άνοδο επιτοκίων και χορήγηση δανείων με πολύ αυστηρά κριτήρια. Για τον λόγο αυτό, θα πρέπει άμεσα να έχουμε παρέμβαση των κυβερνήσεων για τη στήριξη των οικονομιών τους και πρωτοβουλίες για ρυθμιστικές και διαρθρωτικές αλλαγές στον τρόπο λειτουργίας της αγοράς.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- **Ι. Παπαδάκης**, Τραπεζικό περιβάλλον - Νομισματική Θεωρία και Πολιτική, Τόμος Α', Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο, Πάτρα 1999
- **Νομισματική Θεωρία & Πολιτική**, McCALLUM T.BENNET, Εκδ. ΚΡΙΤΙΚΗ ΑΕ, 2002
- **Παναγιώτης Γ. Κορλίρας**, Νομισματική Θεωρία, εκδ. Μπενού, Αθήνα 2000
- **Δ. Αρχοντόπουλος**, Σημειώσεις Πολιτικής Οικονομίας, Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ, Ηράκλειο 2006
- **Ελλάδα και Ευρωπαϊκή Ένωση 1981-2006 (Ο Απολογισμός μιας κοινής πορείας)**, ΧΥΤΟΠΟΥΛΟΥ- ΠΑΠΠΑ ΕΛΕΝΗ, 2007, Εκδ, ΧΥΤΟΠΟΥΛΟΥ ΕΛΕΝΗ

## Μελέτες - Εκθέσεις

- **ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ**, Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας, Αθήνα Οκτώβριος 2010
- **ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ**, Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση, Αθήνα Οκτώβριος 2010
- **IOBE**, Η Ελληνική Οικονομία 1/10, Αρ. Τεύχους 59, Μάρτιος 2010
- **Δημήτρης Μαλλιάρopoulos, Τάσος Αναστασάτος**, Οικονομία και Αγορές, Eurobank Research, Τόμος 5, Τεύχος 9, Αθήνα Φεβρουάριος 2010
- **Gikas Hardouvelis, Dimitris Malliaropoulos, Olga Kosma, Maria Prandeka, Vasilis Zarkos**, Global Economic & Market Outlook, Eurobank Research, Αθήνα Φεβρουάριος 2010
- **Γκίκας Α. Χαρδούβελης**, Χρηματοπιστωτική Κρίση και Οικονομία, 4η Ετήσια Εσπερίδα της Ελληνικής Εταιρείας Τραπεζικού Δικαίου και Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, Αθήνα Δεκέμβριος 2009
- **Τάσος Αναστασάτος**, Οικονομία και Αγορές, Eurobank Research, Τόμος 4, Τεύχος 7, Αθήνα Νοέμβριος 2009