

Η νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος

1. Η εντολή και το καθήκον της άσκησης νομισματικής πολιτικής

Η Συνθήκη για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης αναθέτει στο Ευρωσύστημα τον στόχο της διατήρησης της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ. Συγκεκριμένα, ορίζει ότι «ο κύριος στόχος του ΕΣΚΤ [Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών] είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών».

Η πρόκληση που αντιμετωπίζει η ΕΚΤ μπορεί να διατυπωθεί ως εξής: το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ πρέπει να επηρεάζει τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά χρήματος και, κατ' επέκταση, το επίπεδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, ούτως ώστε να διασφαλίζει τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα.

Αγορά χρήματος: η αγορά μέσω της οποίας γίνεται άντληση, επένδυση και διαπραγμάτευση βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων, με τοποθετήσεις που γενικώς έχουν αρχική διάρκεια έως ένα έτος.

Βραχυπρόθεσμο επιτόκιο: Το επιτόκιο δανείου ή άλλης οφειλής με διάρκεια μικρότερη του ενός έτους.

Πρώτον, η νομισματική πολιτική είναι σημαντικά αποτελεσματικότερη εάν παρέχει ένα σταθερό σημείο αναφοράς σχετικά με τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό, δηλ. τις προσδοκίες των ανθρώπων για τις μελλοντικές αυξήσεις των τιμών. Από αυτή την άποψη, οι κεντρικές τράπεζες πρέπει να προσδιορίζουν τους στόχους τους, να τους επεξεργάζονται λεπτομερώς και να εφαρμόζουν πιστά μια συνεπή και συστηματική μέθοδο για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής, καθώς και να επικοινωνούν με τους πολίτες με ειλικρίνεια και σαφήνεια. Αυτά αποτελούν βασικά στοιχεία για την επίτευξη υψηλού βαθμού αξιοπιστίας. Εάν μια κεντρική τράπεζα δεν τηρεί τον λόγο της, οι πολίτες θα χάσουν την εμπιστοσύνη τους προς αυτήν, με αποτέλεσμα να υποστεί πλήγμα η αξιοπιστία της κεντρικής τράπεζας. Η αξιοπιστία αποτελεί, επομένως, απαραίτητη προϋπόθεση για τη διαμόρφωση των προσδοκιών των πολιτών για τον πληθωρισμό.

Δεύτερον, επειδή οι επιδράσεις στην οικονομία από τις μεταβολές επιτοκίων (δηλ. η διαδικασία μετάδοσης) εκδηλώνονται με χρονική υστέρηση, οι τρέχουσες μεταβολές της νομισματικής πολιτικής θα επηρεάσουν το επίπεδο των τιμών μόνο μετά την πάροδο αρκετών τριμήνων ή ετών. Αυτό σημαίνει ότι οι κεντρικές τράπεζες πρέπει να εξακριβώνουν ποια είναι η ενδεδειγμένη κατεύθυνση πολιτικής, προκειμένου να διατηρήσουν τη σταθερότητα των τιμών στο μέλλον, όταν θα έχουν πραγματοποιηθεί όλες οι προσαρμογές στην οικονομία. Υπό την έννοια αυτή, η νομισματική πολιτική πρέπει να είναι προσανατολισμένη προς το μέλλον.

Η κεντρική τράπεζα πρέπει να είναι προσανατολισμένη προς το μέλλον, ωστόσο η νομισματική πολιτική δεν μπορεί να αντισταθμίζει απροσδόκητα γεγονότα τα οποία μπορεί να έχουν αντίκτυπο στην οικονομία, αυτά δηλαδή που αποκαλούμε οικονομικές διαταραχές. Σε περίπτωση διαταραχής του επιπέδου των τιμών βραχυπρόθεσμα (π.χ. της διαταραχής που προκαλείται επειδή μεταβάλλονται οι τιμές των βασικών εμπορευμάτων διεθνώς ή οι έμμεσοι φόροι), είναι αναπόφευκτη κάποια βραχυπρόθεσμη μεταβλητότητα των ρυθμών πληθωρισμού. Επιπλέον, επειδή ο τρόπος με τον οποίο η νομισματική πολιτική επηρεάζει την οικονομία είναι πολύπλοκος, οι επιδράσεις των οικονομικών διαταραχών και της νομισματικής πολιτικής χαρακτηρίζονται πάντα από υψηλό βαθμό αβεβαιότητας. Για τους λόγους αυτούς, η νομισματική πολιτική θα πρέπει να διατηρεί έναν μεσοπρόθεσμο προσανατολισμό, προκειμένου να αποφεύγεται η ανάληψη υπερβολικά επιθετικών ενεργειών και η πρόκληση άσκοπης αστάθειας στην πραγματική οικονομία.

Τέλος, ακριβώς όπως κάθε άλλη κεντρική τράπεζα, η ΕΚΤ αντιμετωπίζει σημαντική αβεβαιότητα όσον αφορά, μεταξύ άλλων, την αξιοπιστία των στατιστικών στοιχείων τα οποία λαμβάνει και αφορούν την οικονομία (δηλ. των οικονομικών δεικτών), τον τρόπο με τον οποίο λειτουργεί η οικονομία, δηλ. η διάρθρωση της οικονομίας της ζώνης του ευρώ, και τον τρόπο μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στην οικονομία. Επομένως, μια επιτυχημένη



νομισματική πολιτική πρέπει να στηρίζεται σε ευρεία βάση, λαμβάνοντας υπόψη όλες τις συναφείς πληροφορίες, προκειμένου να κατανοεί τους παράγοντες που καθοδηγούν τις οικονομικές εξελίξεις, και δεν μπορεί να βασίζεται σε ένα μικρό σύνολο δεικτών ή σε ένα μόνο υπόδειγμα της οικονομίας.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει υιοθετήσει και ανακοινώσει μια στρατηγική νομισματικής πολιτικής¹ για να διασφαλίσει μια συνεπή και συστηματική προσέγγιση ως προς τη λήψη αποφάσεων νομισματικής πολιτικής. Η στρατηγική αυτή ενσωματώνει τις γενικές αρχές που προαναφέρθηκαν, προκειμένου να ανταποκρίνεται στις προκλήσεις τις οποίες καλείται να αντιμετωπίσει η κεντρική τράπεζα. Αποσκοπεί στη δημιουργία ενός ολοκληρωμένου πλαισίου, εντός του οποίου θα μπορούν να λαμβάνονται αποφάσεις σχετικά με το κατάλληλο επίπεδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων και στη συνέχεια θα μπορούν να ανακοινώνονται στο ευρύ κοινό.

2. Τα βασικά στοιχεία της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ

Το πρώτο στοιχείο της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ είναι ο ποσοτικός ορισμός της σταθερότητας των τιμών. Επιπλέον, η στρατηγική καθιερώνει ένα πλαίσιο για να διασφαλίσει ότι το Διοικητικό Συμβούλιο αξιολογεί όλες τις σχετικές πληροφορίες και αναλύσεις που απαιτούνται για τη λήψη αποφάσεων νομισματικής πολιτικής, με σκοπό τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα.

2.1 Πρωταρχικός στόχος

Πρωταρχικός στόχος του Ευρωσυστήματος είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ και, επομένως, η προστασία της αξίας του ευρώ διεθνώς ή της αγοραστικής του δύναμης. Η διασφάλιση σταθερών τιμών είναι η σημαντικότερη συμβολή της νομισματικής πολιτικής στην επίτευξη ευνοϊκού οικονομικού περιβάλλοντος και υψηλού επιπέδου απασχόλησης. Τόσο ο υψηλός πληθωρισμός όσο και ο αποπληθωρισμός μπορούν να αποδειχτούν εξαιρετικά επιζήμιοι για την κοινωνία, από οικονομική και κοινωνική άποψη. Με την επιφύλαξη του πρωταρχικού στόχου της σταθερότητας των τιμών, το Ευρωσύστημα στηρίζει επίσης τις γενικές οικονομικές πολιτικές στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Επιπλέον, το Ευρωσύστημα ενεργεί σύμφωνα με τις αρχές της οικονομίας της ανοικτής αγοράς, όπως ορίζεται στη Συνθήκη.

Αν και η Συνθήκη ορίζει ρητώς τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών ως κύριο στόχο της ΕΚΤ, δεν παρέχει ακριβή ορισμό της. Προκειμένου να προσδιορίσει ακριβέστερα τον στόχο αυτό, το 1998 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε τον ακόλουθο ποσοτικό ορισμό: **«Η σταθερότητα των τιμών ορίζεται ως η ετήσια αύξηση του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) για τη ζώνη του ευρώ με ρυθμό χαμηλότερο του 2%. Η σταθερότητα των τιμών πρέπει να διατηρείται μεσοπρόθεσμα»**. Το 2003 το Διοικητικό Συμβούλιο διασαφήνισε περαιτέρω ότι, στο πλαίσιο του εν λόγω ορισμού, αποσκοπεί στη διατήρηση ρυθμών πληθωρισμού σε επίπεδα κάτω, αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα.

Το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε να ανακοινώσει έναν ποσοτικό ορισμό της σταθερότητας των τιμών στους πολίτες για διάφορους λόγους. Πρώτον, ο ορισμός διασαφηνίζει τον τρόπο με τον οποίο το Διοικητικό Συμβούλιο ερμηνεύει το καθήκον που του έχει ανατεθεί από τη Συνθήκη και έτσι διευκολύνει την κατανόηση του πλαισίου της νομισματικής πολιτικής (δηλαδή, προσδίδει στη νομισματική πολιτική μεγαλύτερη διαφάνεια). Δεύτερον, ο ορισμός της σταθερότητας των τιμών παρέχει ένα σαφές και μετρήσιμο σημείο αναφοράς βάσει του οποίου οι πολίτες μπορούν να ελέγχουν την ΕΚΤ για τις πράξεις της². Σε περίπτωση απόκλισης της εξέλιξης των τιμών από τον ορισμό της σταθερότητας των τιμών, η ΕΚΤ θα πρέπει να δώσει σχετικές εξηγήσεις και να αναλύσει τον τρόπο με τον οποίο προτίθεται να αποκαταστήσει τη σταθερότητα των τιμών εντός αποδεκτού χρονικού διαστήματος. Τέλος, ο ορισμός καθοδηγεί τους πολίτες και τους επιτρέπει να διαμορφώνουν τις δικές τους προσδοκίες όσον αφορά τη μελλοντική εξέλιξη των τιμών.

Ο ορισμός της σταθερότητας των τιμών έχει πολλά αξιοσημείωτα χαρακτηριστικά. Πρώτον, η εντολή που έχει δοθεί στην ΕΚΤ αφορά το σύνολο της ζώνης του ευρώ. Συνεπώς, οι αποφάσεις για την ενιαία νομισματική πολιτική αποσκοπούν στην επίτευξη της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο. Αυτή η εστίαση της προσοχής στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο είναι η φυσική συνέπεια του ότι σε μια νομισματική ένωση η νομισματική πολιτική μπορεί να επηρεάζει μόνο το μέσο επίπεδο των επιτοκίων της αγοράς χρήματος στο εσωτερικό της περιοχής αυτής, δηλαδή δεν μπορεί να καθορίζει διαφορετικά επιτόκια για διαφορετικές περιοχές της ζώνης του ευρώ.

¹ Η στρατηγική νομισματικής πολιτικής αποτελεί μια συνεκτική και διαρθρωμένη περιγραφή του τρόπου με τον οποίο λαμβάνονται οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής, προκειμένου να επιτυγχάνεται ο στόχος της κεντρικής τράπεζας.

² Η νομική και πολιτική υποχρέωση ενός ανεξάρτητου ιδρύματος να εξηγεί και να αιτιολογεί με σωστό τρόπο τις αποφάσεις του στους πολίτες και στους εκλεγμένους αντιπροσώπους τους, αναλαμβάνοντας έτσι την ευθύνη για την εκπλήρωση των στόχων του. Η ΕΚΤ λογοδοτεί στους Ευρωπαίους πολίτες και, πιο επίσημα, στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο.

2.2 Ο ΕνΔΤΚ

Ο ορισμός προσδιορίζει επίσης έναν συγκεκριμένο δείκτη τιμών – δηλαδή τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) για τη ζώνη του ευρώ – ο οποίος χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της επίτευξης της σταθερότητας των τιμών. Η χρήση ενός ευρέος δείκτη τιμών καθιστά σαφή τη δέσμευση της ΕΚΤ για πλήρη και αποτελεσματική προστασία έναντι της μείωσης της αγοραστικής δύναμης του χρήματος.

Ο ΕνΔΤΚ, τον οποίο δημοσιεύει η Eurostat, η Στατιστική Υπηρεσία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, είναι ο βασικός δείκτης που μετρά την εξέλιξη των τιμών στη ζώνη του ευρώ. Ο δείκτης αυτός έχει εναρμονιστεί σε όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ, με σκοπό τον υπολογισμό της εξέλιξης των τιμών σε συγκρίσιμη βάση. Ο ΕνΔΤΚ είναι ο δείκτης που επιτρέπει τη μέτρηση, με τη μεγαλύτερη δυνατή προσέγγιση, των μεταβολών που σημειώνονται με την πάροδο του χρόνου στην τιμή ενός αντιπροσωπευτικού καλαθιού καταναλωτικών αγαθών στη ζώνη του ευρώ.

Θα βρεις τα στοιχεία που χρειάζεσαι στον Πίνακα 5.1 της ενότητας «Στατιστικά στοιχεία» του πιο πρόσφατου Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ.

2.3 Γιατί αποτελεί στόχο η επίτευξη ρυθμών πληθωρισμού κάτω, αλλά πλησίον του 2%

Κάνοντας αναφορά στην «αύξηση του ΕνΔΤΚ με ρυθμό χαμηλότερο του 2%», ο ορισμός καθιστά σαφές ότι τόσο ο πληθωρισμός με ρυθμό άνω του 2% όσο και ο αποπληθωρισμός (δηλ. η πτώση του επιπέδου των τιμών) δεν συμβαδίζουν με τη σταθερότητα των τιμών. Από την άποψη αυτή, η σαφής ένδειξη από μέρους της ΕΚΤ ότι στόχος είναι η διατήρηση του ρυθμού πληθωρισμού σε επίπεδο χαμηλότερο, αλλά πλησίον του 2%, σηματοδοτεί τη δέσμευσή της να παρέχει ένα επαρκές περιθώριο για την αποφυγή των κινδύνων αποπληθωρισμού.

Ένα περιθώριο ασφαλείας έναντι του αποπληθωρισμού

Η αναφορά στην «αύξηση του ΕνΔΤΚ με ρυθμό χαμηλότερο, αλλά πλησίον του 2%» παρέχει ένα περιθώριο ασφαλείας έναντι της επίμονης πτώσης του μέσου επιπέδου των τιμών στην οικονομία, δηλ. του αποπληθωρισμού. Παρόλο που το κόστος του πληθωρισμού και του αποπληθωρισμού για την οικονομία είναι παρόμοιο, είναι ιδιαίτερα σημαντικό ο αποπληθωρισμός να αποφεύγεται: από τη στιγμή που θα εμφανιστεί, ενδέχεται να εδραιωθεί επειδή τα ονομαστικά επιτόκια δεν μπορούν να μειωθούν κάτω από το μηδέν, αφού κανένας δεν θα ήταν διατεθειμένος να δανείσει χρήματα σε κάποιον άλλο αν τα χρήματα που θα του επιστρέφονταν μετά από ορισμένο χρονικό διάστημα θα ήταν λιγότερα. Σε ένα περιβάλλον αποπληθωρισμού, η νομισματική πολιτική ενδέχεται να μην είναι σε θέση να τονώσει επαρκώς τη συνολική ζήτηση, χρησιμοποιώντας τα επιτόκια. Κάθε απόπειρα μείωσης των ονομαστικών επιτοκίων κάτω του μηδενός θα αποτύχαινε, καθώς οι πολίτες θα προτιμούσαν να έχουν μετρητά αντί να δανείζον ή να καταθέτουν τα χρήματά τους με αρνητικό επιτόκιο. Αν και η διενέργεια ορισμένων πράξεων νομισματικής πολιτικής εξακολουθεί να είναι εφικτή ακόμη και με μηδενικά ονομαστικά επιτόκια, η αποτελεσματικότητα αυτών των εναλλακτικών πολιτικών δεν είναι απολύτως βέβαιη. Επομένως, είναι προτιμότερο η νομισματική πολιτική να έχει ένα περιθώριο ασφαλείας έναντι του αποπληθωρισμού. Ο στόχος της αύξησης του ΕνΔΤΚ με ρυθμό χαμηλότερο, αλλά πλησίον του 2% λαμβάνει επίσης υπόψη πιθανά σφάλματα μεροληψίας στη μέτρηση του ΕνΔΤΚ (δηλαδή υπερεκτιμάρει η πραγματική αύξηση των τιμών στην οικονομία), καθώς και τις πιθανές επιδράσεις των διαφορών πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ, αφού ορισμένες χώρες παρουσιάζουν χαμηλό και άλλες υψηλό πληθωρισμό.

2.4 Ο μεσοπρόθεσμος προσανατολισμός της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ

Βασική πτυχή της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ είναι το γεγονός ότι θέτει ως στόχο την επίτευξη σταθερότητας των τιμών «μεσοπρόθεσμα». Όπως περιγράφεται παραπάνω, αυτό αντανάκλα την ομοφωνία ότι η νομισματική πολιτική δεν μπορεί, και επομένως δεν θα πρέπει, να επιχειρεί την εξομάλυνση της εξέλιξης των τιμών ή του πληθωρισμού σε βραχυπρόθεσμους ορίζοντες διάρκειας μερικών εβδομάδων ή μηνών. Οι αλλαγές στη νομισματική πολιτική επηρεάζουν τις τιμές μόνο με χρονική υστέρηση και το μέγεθος των ενδεχόμενων επιπτώσεων είναι αβέβαιο. Αυτό υποδηλώνει ότι η νομισματική πολιτική δεν μπορεί να αντισταθμίσει όλες τις απροσδόκητες διαταραχές του επιπέδου των τιμών. Συνεπώς, κάποια βραχυπρόθεσμη μεταβλητότητα του πληθωρισμού είναι αναπόφευκτη.

Η οικονομία υπόκειται συνεχώς σε διαταραχές που είναι σε μεγάλο βαθμό απρόβλεπτες και επηρεάζουν επίσης την εξέλιξη των τιμών. Ταυτόχρονα, η επίδραση της νομισματικής πολιτικής στην εξέλιξη των τιμών εκδηλώνεται μόνο με σημαντική χρονική υστέρηση, η οποία ποικίλλει και, όπως συμβαίνει στις περισσότερες οικονομικές σχέσεις, είναι αρκετά αβέβαιη. Σε αυτό το πλαίσιο, θα ήταν αδύνατο για τις κεντρικές τράπεζες να διατηρούν ανά πάσα στιγμή τον πληθωρισμό σε συγκεκριμένο επίπεδο-στόχο ή να τον επαναφέρουν στο επιθυμητό επίπεδο μέσα σε πολύ σύντομο χρονικό διάστημα. Άρα, η νομισματική πολιτική χρειάζεται να ενεργεί με προσανατολισμό προς το μέλλον και μπορεί να διατηρεί τη σταθερότητα των τιμών μόνο για πιο μακροχρόνιες περιόδους. Αυτοί είναι οι λόγοι που αιτιολογούν τον μεσοπρόθεσμο προσανατολισμό της ΕΚΤ.

Η έννοια “μεσοπρόθεσμος” περιέχει εσκεμμένα κάποια ευελιξία ως προς τον ακριβή προσδιορισμό του χρονικού διαστήματος. Αυτό αντανακλά το γεγονός ότι δεν είναι σκόπιμο να προσδιορίζεται εκ των προτέρων (ex ante) ένας συγκεκριμένος χρονικός ορίζοντας για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής, καθώς ο χρόνος μετάδοσής της στην οικονομία είναι μεταβλητός και αβέβαιος. Μια εξαιρετικά επιθετική αντίδραση της νομισματικής πολιτικής για την αποκατάσταση της σταθερότητας των τιμών μέσα σε ένα πολύ σύντομο χρονικό διάστημα ενδέχεται, υπό αυτές τις συνθήκες, να προκαλέσει σημαντικό κόστος από την άποψη της μεταβλητότητας της παραγωγής και της απασχόλησης, που θα μπορούσε σε έναν πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα να επηρεάσει και την εξέλιξη των τιμών. Σε αυτές τις περιπτώσεις, είναι ευρέως αποδεκτό ότι η σταδιακή αντίδραση της νομισματικής πολιτικής είναι ενδεδειγμένη τόσο για την αποφυγή μιας άσκοπης υψηλής μεταβλητότητας της πραγματικής δραστηριότητας όσο και για τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών σε πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Επομένως, ο μεσοπρόθεσμος προσανατολισμός παρέχει επίσης στην ΕΚΤ την ευελιξία που χρειάζεται για να ανταποκρίνεται κατάλληλα στις διαφορετικές οικονομικές διαταραχές που ενδέχεται να προκύψουν. Ταυτόχρονα, θα πρέπει να καταστεί σαφές ότι, από μια προοπτική εκ των υστέρων («ex post»), η ΕΚΤ μπορεί να θεωρείται υπόλογη μόνο για τις τάσεις του πληθωρισμού.

2.5 Οι δύο πυλώνες της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ

Το πλαίσιο που χρησιμοποιεί η ΕΚΤ για την οργάνωση, την εξέταση και τη διασταύρωση των πληροφοριών που κρίνονται σημαντικές για την αξιολόγηση των κινδύνων διατάραξης της σταθερότητας των τιμών βασίζεται σε δύο προσεγγίσεις ανάλυσης, που αναφέρονται ως οι δύο «πυλώνες».

Στο πλαίσιο της στρατηγικής της ΕΚΤ, οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής βασίζονται σε μια ενδελεχή ανάλυση των κινδύνων για τη σταθερότητα των τιμών. Η ανάλυση αυτή πραγματοποιείται βάσει δύο συμπληρωματικών προσεγγίσεων για τον προσδιορισμό της εξέλιξης των τιμών. Η πρώτη προσέγγιση αποβλέπει στην αξιολόγηση των βραχυμεσοπρόθεσμων προσδιοριστικών παραγόντων της εξέλιξης των τιμών, με έμφαση στην πραγματική δραστηριότητα και τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες της οικονομίας. Λαμβάνει υπόψη το γεγονός ότι η εξέλιξη των τιμών σε αυτούς τους χρονικούς ορίζοντες επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από την αλληλεπίδραση της προσφοράς και της ζήτησης στις αγορές αγαθών, υπηρεσιών και συντελεστών παραγωγής. Η ΕΚΤ αποκαλεί αυτή την προσέγγιση «οικονομική ανάλυση». Η δεύτερη προσέγγιση, που αποκαλείται «νομισματική ανάλυση», επικεντρώνεται σε έναν πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα, εκμεταλλευόμενη τη μακροχρόνια σχέση μεταξύ χρήματος και τιμών. Η νομισματική ανάλυση χρησιμεύει κυρίως ως μέσο διασταύρωσης, από μια μεσομακροπρόθεσμη προοπτική, των βραχυμεσοπρόθεσμων ενδείξεων για τη νομισματική πολιτική που προκύπτουν από την οικονομική ανάλυση.

Η προσέγγιση βάσει των δύο πυλώνων έχει σχεδιαστεί έτσι ώστε να εξασφαλίζεται ότι, κατά την αξιολόγηση των κινδύνων διατάραξης της σταθερότητας των τιμών, αξιοποιούνται όλες οι σημαντικές πληροφορίες και ότι δίδεται η δέουσα προσοχή στις διαφορετικές προσεγγίσεις και στη διασταύρωση των πληροφοριών, προκειμένου να εκτιμηθούν συνολικά οι κίνδυνοι διατάραξης της σταθερότητας των τιμών. Αντιπροσωπεύει την έννοια της διαφοροποιημένης ανάλυσης, την οποία και μεταδίδει στους πολίτες, διασφαλίζοντας τη λήψη ορθών αποφάσεων βάσει διαφορετικών προσεγγίσεων ανάλυσης.

2.5.1 Οικονομική ανάλυση

Η οικονομική ανάλυση επικεντρώνεται κυρίως στην αξιολόγηση των τρεχουσών οικονομικών και χρηματοοικονομικών εξελίξεων, καθώς και των βραχυμεσοπρόθεσμων κινδύνων που αυτές συνεπάγονται για τη σταθερότητα των τιμών. Οι οικονομικές και χρηματοοικονομικές μεταβλητές που αποτελούν αντικείμενο αυτής της ανάλυσης περιλαμβάνουν, για παράδειγμα, την εξέλιξη της συνολικής παραγωγής, τη συνολική ζήτηση και τις συνιστώσες της, τη δημοσιονομική πολιτική, τις συνθήκες στις αγορές κεφαλαίων και εργασίας, μια ευρεία κλίμακα δεικτών τιμών και κόστους, την εξέλιξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας, την παγκόσμια οικονομία και το ισοζύγιο πληρωμών, τις χρηματοπιστωτικές αγορές και τη χρηματοοικονομική θέση των τομέων της ζώνης του ευρώ. Όλοι αυτοί οι παράγοντες βοηθούν να αξιολογηθεί η δυναμική της πραγματικής οικονομικής δραστηριότητας και η πιθανή εξέλιξη των τιμών ως συνισταμένη της προσφοράς και της ζήτησης στις αγορές αγαθών, υπηρεσιών και συντελεστών παραγωγής σε πιο βραχυπρόθεσμους ορίζοντες.

Πραγματικοί οικονομικοί και χρηματοοικονομικοί δείκτες

Στο πλαίσιο της οικονομικής της ανάλυσης, η ΕΚΤ επικεντρώνεται κυρίως στην αξιολόγηση των τρεχουσών οικονομικών και χρηματοοικονομικών εξελίξεων, καθώς και των βραχυμεσοπρόθεσμων κινδύνων που αυτές συνεπάγονται για τη σταθερότητα των τιμών.

Όσον αφορά την ανάλυση των δεικτών της πραγματικής οικονομίας, η ΕΚΤ εξετάζει ανά τακτά διαστήματα την εξέλιξη της συνολικής παραγωγής, τη ζήτηση και τις συνθήκες στις αγορές εργασίας, μια ευρεία κλίμακα δεικτών τιμών και κόστους, τη δημοσιονομική πολιτική, καθώς και το ισοζύγιο πληρωμών για τη ζώνη του ευρώ.

Για παράδειγμα, πρώτον, όσον αφορά την εξέλιξη των τιμών και του κόστους – μαζί με τον ΕνΔΤΚ και τις συνιστώσες του – αναλύεται η εξέλιξη των τιμών του βιομηχανικού τομέα, όπως μετρείται με βάση τις τιμές παραγωγού, καθώς

οι μεταβολές του κόστους παραγωγής μπορεί να μετακυλιστούν στις τιμές καταναλωτή. Το κόστος εργασίας, το οποίο είναι βασικό στοιχείο του συνολικού κόστους παραγωγής, ενδέχεται να έχει σημαντική επίδραση στη διαμόρφωση των τιμών. Τα στατιστικά στοιχεία για το κόστος εργασίας παρέχουν επίσης πληροφορίες για την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας της ζώνης του ευρώ.

Δεύτερον, οι δείκτες παραγωγής και ζήτησης (εθνικοί λογαριασμοί, βραχυπρόθεσμα στατιστικά στοιχεία για τη δραστηριότητα του βιομηχανικού τομέα και του τομέα των υπηρεσιών, παραγγελίες και στοιχεία ερευνών ποιότητας) μας βοηθούν να προσδιορίσουμε ποια φάση του οικονομικού κύκλου διανύει η οικονομία, γεγονός που με τη σειρά του έχει σημασία για την ανάλυση των προοπτικών εξέλιξης των τιμών. Επιπλέον, τα στοιχεία για την αγορά εργασίας (όσον αφορά την απασχόληση, την ανεργία, τις θέσεις εργασίας και το ποσοστό συμμετοχής στην αγορά εργασίας) είναι σημαντικά για την παρακολούθηση των οικονομικών εξελίξεων και την αξιολόγηση των διαρθρωτικών αλλαγών στη λειτουργία της οικονομίας της ζώνης του ευρώ. Επιπλέον, ο δημόσιος τομέας αντιπροσωπεύει σημαντικό μέρος της οικονομικής δραστηριότητας. Οι πληροφορίες για τους χρηματοοικονομικούς και μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς του Δημοσίου είναι ουσιώδεις.

Τρίτον, τα στατιστικά στοιχεία για το ισοζύγιο πληρωμών, μαζί με τα στατιστικά στοιχεία για το εξωτερικό εμπόριο, παρέχουν πληροφορίες για τις εξελίξεις στον τομέα των εξαγωγών και των εισαγωγών που ενδέχεται να επηρεάσουν τις πληθωριστικές πιέσεις μέσω της επίδρασής τους στις συνθήκες της ζήτησης. Τα στοιχεία αυτά επιτρέπουν επίσης την παρακολούθηση των τιμών του εξωτερικού εμπορίου – που επί του παρόντος υπολογίζονται κατά προσέγγιση από τους δείκτες αξίας ανά μονάδα προϊόντος εξαγωγών και εισαγωγών. Οι εν λόγω δείκτες συμβάλλουν στην αξιολόγηση κυρίως της επίδρασης που μπορεί να έχουν στις τιμές των εισαγομένων οι διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας και οι μεταβολές των τιμών των βασικών εμπορευμάτων (όπως το πετρέλαιο). Εν συντομία, οι δείκτες αυτοί συμβάλλουν στην αξιολόγηση των διακυμάνσεων της συνολικής ζήτησης, της συνολικής προσφοράς και του βαθμού χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού.

Επίσης παρακολουθείται στενά και η εξέλιξη των δεικτών χρηματοπιστωτικών αγορών, καθώς και των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Οι μεταβολές των τιμών των περιουσιακών στοιχείων ενδέχεται να επηρεάσουν την εξέλιξη των τιμών λόγω της εισοδηματικής επίδρασης και της επίδρασης πλούτου. Για παράδειγμα, καθώς ανεβαίνουν οι τιμές των μετοχών, τα νοικοκυριά που διαθέτουν μετοχές γίνονται πλουσιότερα και ενδέχεται να επιλέξουν να αυξήσουν τις καταναλωτικές τους δαπάνες. Αυτό αυξάνει την καταναλωτική ζήτηση και ενδέχεται να τροφοδοτήσει πληθωριστικές πιέσεις στο εσωτερικό της οικονομίας. Αντίθετα, όταν οι τιμές των μετοχών υποχωρούν, τα νοικοκυριά ενδέχεται να περιορίσουν τις δαπάνες. Ένας επιπρόσθετος τρόπος με τον οποίο οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων μπορούν να επηρεάσουν τη συνολική ζήτηση είναι μέσω της αξίας των στοιχείων που παρέχονται ως ασφάλεια, τα οποία επιτρέπουν στους δανειζόμενους να εξασφαλίσουν περισσότερα δάνεια ή/και να μειώσουν τα ασφάλιστρα κινδύνου που ζητούν οι δανειστές/τράπεζες. Οι αποφάσεις για τη χορήγηση δανείων επηρεάζονται συχνά σε μεγάλο βαθμό από την αξία των περιουσιακών στοιχείων που παρέχονται ως ασφάλεια. Εάν η αξία τους μειωθεί, τότε τα δάνεια θα γίνουν πιο ακριβά και ενδεχομένως να είναι δύσκολη ακόμη και η λήψη τους, με αποτέλεσμα τη μείωση των δαπανών και, κατ'επέκταση, της ζήτησης.

Η ανάλυση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και των χρηματοοικονομικών αποδόσεων παρέχει επίσης πληροφορίες σχετικά με τις προσδοκίες των χρηματοπιστωτικών αγορών, συμπεριλαμβανομένης της προσδοκώμενης μελλοντικής εξέλιξης των τιμών. Για παράδειγμα, κατά την αγορά και πώληση ομολόγων, οι συμμετέχοντες στη χρηματοπιστωτική αγορά εκφράζουν έμμεσα τις προσδοκίες τους για τη μελλοντική εξέλιξη των πραγματικών επιτοκίων και του πληθωρισμού. Χρησιμοποιώντας διάφορες τεχνικές, η ΕΚΤ μπορεί να αναλύσει τις τιμές χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, προκειμένου να εξαγάγει συμπεράσματα σχετικά με τις έμμεσες προσδοκίες της αγοράς για τις μελλοντικές εξελίξεις. Οι αγορές περιουσιακών στοιχείων, και επομένως οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων, είναι από την ίδια τους τη φύση προσανατολισμένες προς το μέλλον. Οι μεταβολές των τιμών των περιουσιακών στοιχείων μεταδίδουν επομένως σε μεγάλο βαθμό «ειδήσεις» – πληροφορίες για εξελίξεις τις οποίες δεν ανέμεναν οι αγορές. Υπό αυτή την έννοια, η παρακολούθηση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων συμβάλλει ενδεχομένως στον εντοπισμό των διαταραχών που πλήττουν επί του παρόντος την οικονομία, ιδίως διαταραχών όσον αφορά τις προσδοκίες για τις μελλοντικές οικονομικές εξελίξεις. Η ανάλυση των χρηματοπιστωτικών αγορών επιτρέπει επίσης να αξιολογούνται στατιστικές πληροφορίες για τις τιμές των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων από διάφορες πηγές. Επιπλέον, η ΕΚΤ συλλέγει η ίδια ορισμένες στατιστικές πληροφορίες.

Η εξέλιξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας αξιολογείται επίσης προσεκτικά λόγω της επίδρασής της στη σταθερότητα των τιμών. Οι διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας επιδρούν άμεσα στην εξέλιξη των τιμών, καθώς επηρεάζουν τις τιμές των εισαγομένων. Αν και η ζώνη του ευρώ είναι μια σχετικά κλειστή οικονομία σε σύγκριση με τις μεμονωμένες χώρες μέλη της, οι τιμές των εισαγομένων επηρεάζουν πράγματι την εξέλιξη των εγχώριων τιμών παραγωγού και καταναλωτή. Οι διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας μεταβάλλουν ενδεχομένως και την ανταγωνιστικότητα των τιμών των αγαθών που παράγονται εγχώρια στις διεθνείς αγορές, επηρεάζοντας κατά συνέπεια τις συνθήκες της ζήτησης και, πιθανότατα, τις προοπτικές για τις τιμές.

Στην ανάλυση αυτή, λαμβάνεται δεόντως υπόψη η ανάγκη προσδιορισμού της προέλευσης και της φύσης των διαταραχών που επηρεάζουν την οικονομία, της επίδρασής τους στο κόστος και στην τιμολογιακή συμπεριφορά, καθώς και των πιθανοτήτων εξάπλωσής τους στην οικονομία βραχυμεσοπρόθεσμα. Για παράδειγμα, η κατάλληλη αντίδραση της νομισματικής πολιτικής στις πληθωριστικές συνέπειες από μια πρόσκαιρη αύξηση της τιμής του πετρελαίου διεθνώς μπορεί να διαφέρει από την κατάλληλη αντίδραση σε υψηλότερους ρυθμούς πληθωρισμού λόγω της επίδρασης στο κόστος εργασίας μισθολογικών αυξήσεων οι οποίες δεν συμβαδίζουν με τον ρυθμό αύξησης της παραγωγικότητας. Η πρώτη αντίδραση είναι πιθανόν να προκαλέσει μια παροδική και βραχύβια άνοδο του πληθωρισμού που μπορεί να αντιστραφεί γρήγορα. Αν η διαταραχή καθ' εαυτήν δεν προκαλεί άνοδο των πληθωριστικών προσδοκιών, δεν μπορεί να αποτελέσει μεγάλη απειλή για τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα. Στην περίπτωση εκτεταμένων μισθολογικών αυξήσεων, υπάρχει ο κίνδυνος να δημιουργηθεί ένας αυτοσυντηρούμενος φαύλος κύκλος αύξησης του κόστους, άνοδου των τιμών και υψηλών μισθολογικών απαιτήσεων. Η καλύτερη λύση για την αποτροπή αυτής της εξέλιξης θα ήταν μια αποφασιστική αντίδραση της νομισματικής πολιτικής, προκειμένου να επανεπιβεβαιωθεί η δέσμευση των κεντρικών τραπεζών να διατηρούν τη σταθερότητα των τιμών, συμβάλλοντας έτσι στη σταθεροποίηση των πληθωριστικών προσδοκιών.

Προκειμένου να λαμβάνει τις κατάλληλες αποφάσεις, το Διοικητικό Συμβούλιο πρέπει να έχει μια ολοκληρωμένη εικόνα της οικονομικής κατάστασης που επικρατεί και να γνωρίζει την ιδιαίτερη φύση και το μέγεθος των οικονομικών διαταραχών που απειλούν τη σταθερότητα των τιμών.

Θα βρεις τα στοιχεία που χρειάζεσαι στις ενότητες 5 και 6, καθώς και στον Πίνακα 7.1 της ενότητας «Στατιστικά στοιχεία» του πιο πρόσφατου Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ.

Στο πλαίσιο της οικονομικής ανάλυσης, σημαντικό ρόλο διαδραματίζουν οι μακροοικονομικές προβολές³. Οι προβολές, που καταρτίζονται από εμπειρογνώμονες, συμβάλλουν στη συγκέντρωση και τη σύμπτυξη μεγάλου αριθμού οικονομικών στοιχείων και διασφαλίζουν τη συνέπεια μεταξύ διαφορετικών πηγών οικονομικών δεδομένων. Έτσι, αποτελούν βασικό στοιχείο για την τελειοποίηση της αξιολόγησης των οικονομικών προοπτικών και των βραχυμεσοπρόθεσμων διακυμάνσεων του πληθωρισμού σε σχέση με την τάση του.

Μακροοικονομικές προβολές για τη ζώνη του ευρώ

Η λέξη "προβολή" χρησιμοποιείται για να τονίσει ότι οι προβολές που δημοσιεύονται είναι το αποτέλεσμα ενός σεναρίου το οποίο βασίζεται σε μια δέσμη τεχνικών υποθέσεων· σύμφωνα με μία από αυτές τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια ακολουθούν τις προσδοκίες της αγοράς. Σε αυτή τη βάση καταρτίζονται οι προβολές σε πολλές κεντρικές τράπεζες με σκοπό την όσο το δυνατόν καλύτερη ενημέρωση των φορέων λήψης αποφάσεων νομισματικής πολιτικής σχετικά με το τι θα μπορούσε να συμβεί αν τα επιτόκια πολιτικής ακολουθούσαν τις προσδοκίες των συμμετεχόντων της αγοράς. Λόγω αυτού του γεγονότος, θα πρέπει να καταστεί σαφές ότι οι προβολές δεν αποτελούν απαραίτητα τον καλύτερο τρόπο πρόβλεψης μελλοντικών αποτελεσμάτων. Πράγματι, εάν οι προβολές έδειχναν ότι υπάρχει μια απειλή για τη σταθερότητα των τιμών στο μέλλον, θα αποτελούσε ένα σενάριο που θα ήταν απίθανο να υλοποιηθεί, αφού η νομισματική πολιτική θα ενεργεί πάντοτε για να αντιμετωπίσει τέτοιες απειλές διατήρησης της σταθερότητας των τιμών. Επομένως, οι μακροοικονομικές προβολές για τον πληθωρισμό δεν θα πρέπει να θεωρούνται ως αμφισβήτηση της δέσμευσης του Διοικητικού Συμβουλίου να διατηρήσει τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα. Οι φορείς καθορισμού των μισθών και των τιμών (δηλ. οι κυβερνήσεις, οι επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά) θα πρέπει να στηρίζονται στον ποσοτικό ορισμό της ΕΚΤ για τη σταθερότητα των τιμών και κυρίως στον στόχο για τη διατήρηση του πληθωρισμού σε επίπεδο χαμηλότερο, αλλά πλησίον του 2% ως την καλύτερη πρόβλεψη για την εξέλιξη των τιμών μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα.

Αν και χρήσιμες, οι μακροοικονομικές προβολές έχουν κάποιους περιορισμούς. Γιατί; Επειδή βασίζονται σε μια απλοποιημένη απεικόνιση της οικονομίας, η οποία ονομάζεται οικονομικό υπόδειγμα, και επομένως δεν μπορούν να περιέχουν όλες τις συναφείς πληροφορίες. Συγκεκριμένα, χρήσιμες πληροφορίες, όπως αυτές που περιέχονται στα νομισματικά μεγέθη, δεν ενσωματώνονται εύκολα στο πλαίσιο που χρησιμοποιείται για την κατάρτιση των προβολών. Οι προβολές περιέχουν επίσης κάποια κριτική σκέψη και συγκεκριμένες υποθέσεις οι οποίες μπορούν να μεταβληθούν πολύ γρήγορα, όπως οι υποθέσεις για τις τιμές του πετρελαίου ή τις συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Για όλους αυτούς τους λόγους, η συμβολή των μακροοικονομικών προβολών στη στρατηγική νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ είναι σημαντική, όχι όμως και ολοκληρωτική. Το Διοικητικό Συμβούλιο τις αξιολογεί μαζί με πολλές άλλες πληροφορίες και αναλύσεις που εντάσσονται στο πλαίσιο των δύο πυλώνων. Σε αυτές περιλαμβάνονται νομισματικές αναλύσεις και αναλύσεις των τιμών των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, μεμονωμένοι

³ Οι προβολές εμπειρογνώμων του Ευρωσυστήματος είναι τα αποτελέσματα αναλύσεων που διεξάγονται από εμπειρογνώμονες του Ευρωσυστήματος με σκοπό την πρόβλεψη πιθανών μελλοντικών μακροοικονομικών εξελίξεων στη ζώνη του ευρώ ως μέρος της οικονομικής ανάλυσης.

δείκτες και προβλέψεις άλλων οργανισμών. Το Διοικητικό Συμβούλιο δεν αναλαμβάνει την ευθύνη για τις μακροοικονομικές προβολές ούτε και τις χρησιμοποιεί ως το μοναδικό εργαλείο για την οργάνωση και την κοινοποίηση της αξιολόγησής του.

Θα βρεις τα στοιχεία που χρειάζεσαι στα ακόλουθα έγγραφα:

- «Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος για τη ζώνη του ευρώ», οι οποίες δημοσιεύονται στο Μηνιαίο Δελτίο της ΕΚΤ του Ιουνίου και του Δεκεμβρίου (βλ. για παράδειγμα http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eurosystemstaffprojections_201106el.pdf), και
- «Μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ», οι οποίες δημοσιεύονται στο Μηνιαίο Δελτίο της ΕΚΤ του Μαρτίου και του Σεπτεμβρίου (βλ. για παράδειγμα <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201103el.pdf>).

2.5.2 Νομισματική ανάλυση

Η ΕΚΤ αποδίδει ξεχωριστή θέση στο χρήμα μέσα από ένα σύνολο επιλεγμένων βασικών δεικτών τους οποίους παρακολουθεί και μελετά προσεκτικά. Αυτή η απόφαση ελήφθη δεδομένης της μεσο-μακροπρόθεσμης στενής σχέσης μεταξύ της νομισματικής επέκτασης και του πληθωρισμού. Αυτή η ευρέως αποδεκτή σχέση παρέχει στη νομισματική πολιτική ένα σταθερό και αξιόπιστο ονομαστικό σημείο αναφοράς πέρα από τους ορίζοντες που χρησιμοποιούνται συνήθως για την κατάρτιση προβλέψεων για τον πληθωρισμό. Επομένως, η απόδοση πρωταγωνιστικού ρόλου στο χρήμα στο πλαίσιο της στρατηγικής αποτέλεσε άλλο ένα εργαλείο για την υποστήριξη του μεσοπρόθεσμου προσανατολισμού της. Πράγματι, η λήψη αποφάσεων πολιτικής και η αξιολόγηση των συνεπειών τους, όχι μόνο βάσει των βραχυπρόθεσμων ενδείξεων που απορρέουν από την ανάλυση των οικονομικών και χρηματοοικονομικών συνθηκών αλλά και βάσει συλλογισμών για την ποσότητα χρήματος και τη ρευστότητα, βοηθούν την κεντρική τράπεζα να μην περιορίζεται στις παροδικές επιδράσεις των διαφόρων διαταραχών και να μην παρασύρεται προς την ανάληψη πιο επιθετικών ενεργειών.

Νομισματικά μεγέθη

Δεδομένου ότι πολλά διαφορετικά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία είναι στενά υποκατάστατα και ότι η φύση και τα χαρακτηριστικά των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, των συναλλαγών και των μέσων πληρωμής μεταβάλλονται με την πάροδο του χρόνου, δεν είναι πάντοτε σαφές πώς ορίζεται το χρήμα και ποια χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία περιλαμβάνονται στον ορισμό του. Οι κεντρικές τράπεζες συνήθως καθορίζουν και παρακολουθούν πολλά νομισματικά μεγέθη.

Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία: Κάθε στοιχείο το οποίο συνίσταται σε:

- i) μετρητά, ή
- ii) συμβατικό δικαίωμα λήψης μετρητών ή άλλου χρηματοδοτικού μέσου από άλλη επιχείρηση, ή
- iii) συμβατικό δικαίωμα ανταλλαγής χρηματοδοτικών μέσων με άλλη επιχείρηση υπό όρους δυνητικά επωφελείς, ή
- iv) μετοχικό τίτλο άλλης επιχείρησης.

Οι ορισμοί της ΕΚΤ για τα νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ βασίζονται σε εναρμονισμένους ορισμούς του τομέα έκδοσης χρήματος και του τομέα διακράτησης χρήματος, καθώς και των κατηγοριών των υποχρεώσεων των Νομισματικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (NXI). Ο τομέας έκδοσης χρήματος περιλαμβάνει τα NXI που είναι εγκατεστημένα στη ζώνη του ευρώ. Ο τομέας διακράτησης χρήματος περιλαμβάνει όλα τα μη NXI που είναι εγκατεστημένα στη ζώνη του ευρώ εκτός του τομέα της κεντρικής κυβέρνησης.

Βάσει εννοιολογικών αναλύσεων και εμπειρικών μελετών, και σύμφωνα με τη διεθνή πρακτική, το Ευρωσύστημα καθόρισε ένα στενό (M1), ένα «ενδιάμεσο» (M2) και ένα ευρύ νομισματικό μέγεθος (M3). Τα μεγέθη αυτά διαφέρουν ως προς το βαθμό ρευστότητας των περιουσιακών στοιχείων που περιλαμβάνουν.

Το M1 περιλαμβάνει το νόμισμα σε κυκλοφορία, δηλαδή τραπεζογραμμάτια και κέρματα, καθώς και καταθέσεις που μπορούν άμεσα να μετατραπούν σε νόμισμα ή να χρησιμοποιηθούν για πληρωμές χωρίς μετρητά, όπως οι καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας.

Το M2 περιλαμβάνει το M1 συν καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως και δύο ετών ή καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως και τριών μηνών. Οι καταθέσεις αυτές μπορούν να μετατραπούν σε συνιστώσες του χρήματος υπό

τη στενή έννοια. Όμως, ενδέχεται να ισχύουν κάποιοι περιορισμοί, όπως η υποχρέωση έγκαιρης ειδοποίησης, ποινές και χρεώσεις.

Το M3 περιλαμβάνει το M2 και ορισμένους εμπορεύσιμους τίτλους που εκδίδονται από τον τομέα των NXI τα οποία είναι εγκατεστημένα στη ζώνη του ευρώ. Σε αυτούς τους εμπορεύσιμους τίτλους συγκαταλέγονται συμφωνίες επαναγοράς, μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος και χρεόγραφα διάρκειας έως και δύο ετών (συμπεριλαμβανομένων τίτλων της αγοράς χρήματος). Ο υψηλός βαθμός ρευστότητας και η βεβαιότητα ως προς τις τιμές καθιστούν αυτούς τους τίτλους στενά υποκατάστατα των καταθέσεων. Λόγω της συμπερίληψής τους σε αυτή την κατηγορία, η ποσότητα χρήματος υπό την ευρεία έννοια επηρεάζεται λιγότερο από την υποκατάσταση μεταξύ διαφόρων κατηγοριών ρευστών περιουσιακών στοιχείων σε σύγκριση με τους στενότερους ορισμούς της ποσότητας χρήματος αλλά είναι και πιο σταθερή.

Τα ρευστά περιουσιακά στοιχεία κατοίκων της ζώνης του ευρώ σε ξένο νόμισμα μπορούν να αποτελέσουν στενά υποκατάστατα περιουσιακών στοιχείων σε ευρώ. Συνεπώς, τα νομισματικά μεγέθη περιλαμβάνουν τέτοιου είδους περιουσιακά στοιχεία εάν διακρατούνται από NXI εγκατεστημένα στη ζώνη του ευρώ.

Θα βρεις τα στοιχεία που χρειάζεσαι στον Πίνακα 2.3 της ενότητας «Στατιστικά στοιχεία» του πιο πρόσφατου Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ.

2.6 Η τιμή αναφοράς της ΕΚΤ για τη νομισματική επέκταση

Για να σηματοδοτήσει τη δέσμευσή της στη νομισματική ανάλυση και να παράσχει ένα σημείο αναφοράς για τη αξιολόγηση των νομισματικών εξελίξεων, η ΕΚΤ ανακοίνωσε μια τιμή αναφοράς για το ευρύ νομισματικό μέγεθος M3.

Αυτή η τιμή αναφοράς (η οποία ορίστηκε στο 4½% το 1998) αναφέρεται στον ετήσιο ρυθμό αύξησης του M3 που θεωρείται συμβατός με τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα. Η τιμή αναφοράς αντιπροσωπεύει επομένως ένα σημείο αναφοράς για την ανάλυση των πληροφοριών που περιέχουν οι νομισματικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ. Ωστόσο, λόγω του μεσομακροπρόθεσμου χαρακτήρα της προοπτικής αυτής, δεν υπάρχει άμεση σχέση μεταξύ των βραχυπρόθεσμων νομισματικών εξελίξεων και των αποφάσεων νομισματικής πολιτικής. Η νομισματική πολιτική δεν αντιδρά επομένως μηχανικά στις αποκλίσεις του ρυθμού αύξησης του M3 από την τιμή αναφοράς.

Ο πρωταγωνιστικός ρόλος του χρήματος στη στρατηγική της ΕΚΤ σηματοδοτείται από την ανακοίνωση μιας τιμής αναφοράς για τον ρυθμό αύξησης του ευρέος νομισματικού μεγέθους M3. Η επιλογή του M3 βασίζεται σε στοιχεία πολλών εμπειρικών μελετών, ότι δηλαδή αυτό το μέγεθος έχει τις επιθυμητές ιδιότητες μιας σταθερής ζήτησης χρήματος και τις ιδιότητες προπορευόμενου δείκτη για τη μελλοντική εξέλιξη των τιμών στη ζώνη του ευρώ. Η τιμή αναφοράς για το ρυθμό αύξησης του M3 καθορίστηκε έτσι ώστε να είναι συμβατή με την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών. Σημαντικές ή παρατεταμένες αποκλίσεις της νομισματικής επέκτασης από την τιμή αναφοράς θα μπορούσαν, υπό κανονικές συνθήκες, να σηματοδοτήσουν κινδύνους διατάραξης της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα.

Ο καθορισμός της τιμής αναφοράς βασίζεται στη σχέση μεταξύ μεταβολών της ποσότητας χρήματος (ΔM), του επιπέδου των τιμών (ΔP), του πραγματικού ΑΕΠ (ΔYR) και της ταχύτητας κυκλοφορίας (ΔV). Σύμφωνα με αυτή την ταυτότητα, η οποία είναι ευρέως γνωστή ως «ποσοτική εξίσωση», η μεταβολή της ποσότητας χρήματος σε μια οικονομία ισούται με τη μεταβολή των ονομαστικών συναλλαγών (όπως εκτιμάται από τη μεταβολή του πραγματικού ΑΕΠ συν τη μεταβολή του πληθωρισμού) μείον τη μεταβολή της ταχύτητας κυκλοφορίας. Η τελευταία μεταβλητή μπορεί να οριστεί ως η ταχύτητα με την οποία η ποσότητα χρήματος μεταφέρεται μεταξύ διαφορετικών κατόχων χρήματος και συνεπώς καθορίζει πόσο χρήμα χρειάζεται για την εξυπηρέτηση συγκεκριμένου επιπέδου ονομαστικών συναλλαγών.

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

Η τιμή αναφοράς ενσωματώνει τον ορισμό της σταθερότητας των τιμών ως αύξησης του ΕνΔΤΚ για τη ζώνη του ευρώ με ρυθμό χαμηλότερο του 2% ετησίως. Επιπλέον, ο ορισμός της τιμής αναφοράς βασίστηκε σε μεσοπρόθεσμες υποθέσεις σχετικά με τον ρυθμό αύξησης της δυναμικής παραγωγής και την τάση της ταχύτητας κυκλοφορίας του M3. Το 1998, όσον αφορά τη μεσοπρόθεσμη τάση του δυναμικού ρυθμού αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ διατυπώθηκε η υπόθεση για ρυθμό 2%–2½% ετησίως, που αντανάκλούσε εκτιμήσεις τόσο διεθνών οργανισμών όσο και της ΕΚΤ. Χρησιμοποιήθηκαν διάφορες προσεγγίσεις για τη διαμόρφωση της υπόθεσης σχετικά με την ταχύτητα κυκλοφορίας, όπου λαμβάνονταν υπόψη απλές (μονομεταβλητές) τάσεις, καθώς και διαθέσιμες πληροφορίες από πιο πολύπλοκα υποδείγματα ζήτησης χρήματος. Συνολικά, τα αποτελέσματα αυτών των προσεγγίσεων υποδείκνυαν μείωση της ταχύτητας κυκλοφορίας του M3 μεταξύ ½% και 1% ετησίως. Βάσει αυτών των

υποθέσεων, η τιμή αναφοράς της ΕΚΤ ορίστηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο το Δεκέμβριο του 1998 στο 4½% ετησίως και παραμένει έκτοτε αμετάβλητη. Το Διοικητικό Συμβούλιο παρακολουθεί κατά πόσον ισχύουν οι συνθήκες και οι υποθέσεις στις οποίες βασίζεται η τιμή αναφοράς και ανακοινώνει ενδεχόμενες μεταβολές των υποθέσεων αυτών αμέσως μόλις κριθεί αναγκαίο.

2.7 Ανάλυση «ειδικών παραγόντων»

Οι νομισματικές εξελίξεις ενδέχεται επίσης να επηρεαστούν, κατά καιρούς, από «ειδικούς» παράγοντες (παράγοντες που δεν περιλαμβάνονται στην τακτική νομισματική ανάλυση) οι οποίοι προκαλούνται, για παράδειγμα, από θεσμικές αλλαγές, όπως οι τροποποιήσεις του τρόπου φορολόγησης των εισοδημάτων από τόκους ή των κεφαλαιακών κερδών. Αυτοί οι ειδικοί παράγοντες μπορούν να επιφέρουν μεταβολές στην ποσότητα χρήματος που διακρατείται, αφού τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις θα αντιδράσουν αναλόγως, αν οι τραπεζικές καταθέσεις οι οποίες συμπεριλαμβάνονται στον ορισμό του νομισματικού μεγέθους M3 δεν είναι πλέον εξίσου ελκυστικές σε σχέση με άλλα χρηματοδοτικά μέσα. Ωστόσο, οι νομισματικές εξελίξεις που προκαλούνται από αυτούς τους ειδικούς παράγοντες μπορεί να μην παρέχουν πολλές πληροφορίες για τη μακροπρόθεσμη εξέλιξη των τιμών. Κατά συνέπεια, η νομισματική ανάλυση της ΕΚΤ προσπαθεί να επικεντρώνεται στις υποκείμενες νομισματικές τάσεις, συμπεριλαμβάνοντας μια αναλυτική αξιολόγηση ειδικών παραγόντων και άλλων διαταραχών που επηρεάζουν τη ζήτηση χρήματος.

2.8 Διασταύρωση πληροφοριών από τους δύο πυλώνες

Όσον αφορά τις αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου για την ενδεδειγμένη κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής, η προσέγγιση βάσει των δύο πυλώνων επιτρέπει τη διασταύρωση των ενδείξεων που απορρέουν από την πιο βραχυπρόθεσμη οικονομική ανάλυση με τις ενδείξεις που απορρέουν από την πιο μακροπρόθεσμη νομισματική ανάλυση. Όπως εξηγείται με περισσότερες λεπτομέρειες παραπάνω, αυτή η διασταύρωση στοιχείων εξασφαλίζει ότι η νομισματική πολιτική δεν παραβλέπει σημαντικές πληροφορίες σχετικές με την αξιολόγηση μελλοντικών τάσεων των τιμών. Αξιοποιείται πλήρως ο συμπληρωματικός χαρακτήρας των στοιχείων των δύο πυλώνων, καθώς αυτός είναι ο καλύτερος τρόπος για να διασφαλιστεί ότι όλες οι σημαντικές πληροφορίες για την αξιολόγηση των προοπτικών των τιμών χρησιμοποιούνται με συνέπεια και αποτελεσματικότητα, διευκολύνοντας τόσο τη διαδικασία λήψης αποφάσεων όσο και την ανακοίνωση αυτών (βλ. διάγραμμα παρακάτω). Η προσέγγιση αυτή περιορίζει τον κίνδυνο σφαλμάτων πολιτικής που μπορεί να επιφέρει η υπερβολική εξάρτηση από έναν μόνο δείκτη, πρόβλεψη ή υπόδειγμα. Ακολουθώντας μια διαφοροποιημένη προσέγγιση για την ερμηνεία των οικονομικών συνθηκών, η στρατηγική της ΕΚΤ στοχεύει στην υιοθέτηση μιας σθεναρής νομισματικής πολιτικής σε ένα περιβάλλον αβεβαιότητας.

Η στρατηγική νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ με προσανατολισμό στη σταθερότητα



Περισσότερα στοιχεία σχετικά με τα επιτόκια της ΕΚΤ μπορείτε να βρείτε στον παρακάτω σύνδεσμο:
<http://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>