

11) Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΒΑΣΙΚΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Το συνολικό πλέγμα των ρυθμίσεων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος υπήρξε αποτελεσματικό. Σημειώθηκε σύγκλιση των επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ και αποτράπηκαν ασύμμετρες διαταραχές ακόμη και σε περιόδους έντασης. Η πτώση των επιτοκίων ευνόησε έστω προσωρινά τις προσπάθειες των κρατών μελών για την εξυγίανση των δημόσιων οικονομικών και ενθάρρυνε τις επιχειρήσεις να επενδύσουν με στόχο την αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας της ευρωπαϊκής οικονομίας. Η πολιτική επιτοκίων που ακολούθησε η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) κρίνεται σαν μετριοπαθής και θετική. Τα γενικότερα προβλήματα της οικονομίας της Ε.Ε. (μέτριοι ρυθμοί ανάπτυξης, ανεργία) δεν μπορούν να αποδοθούν στη νομισματική πολιτική που υπήρξε ελαστική αλλά συνδέονται εν μέρει με άλλες παραμέτρους της ακολουθούμενης από τα κράτη μέλη ευρύτερης οικονομικής πολιτικής και σε εξωγενείς παράγοντες. Βάσιμη, όμως, κριτική ασκήθηκε στην ΕΚΤ για την καθυστερημένη αντίδρασή της στη μεγάλη άνοδο της ισοτιμίας του ευρώ στα τέλη του 2003 με αρχές του 2004, η οποία απετέλεσε ανασχετικό παράγοντα της ανάπτυξης για την Ευρωζώνη. Σε σύγκριση με την πολιτική επιτοκίων της Ομοσπονδιακής Τράπεζας Αποθεματικών (Federal Reserve System, FED) των ΗΠΑ, η ΕΚΤ υστέρησε όσον αφορά την αντίδρασή της να μειώσει έγκαιρα τα επιτόκια ώστε να αποφευχθεί η οικονομική επιβράδυνση ή να τα μειώσει στο κατώτερο επίπεδο της FED κατά την περίοδο 25 Ιουνίου 2003 έως 29 Ιουνίου 2004 (1%).

ΟΙ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΤΟ 1999

► Στις **22.12.1998** το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε τα επιτόκια για τις πρώτες πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Το επιτόκιο των πράξεων της κύριας αναχρηματοδότησης, δηλ. της εβδομαδιαίας δημοπρασίας με λήξη δύο εβδομάδων που είναι το βασικό επιτόκιο μέσω του οποίου επηρεάζεται η εξέλιξη των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων της αγοράς, ορίσθηκε στο 3%. Τα επιτόκια των δύο πάγιων διευκολύνσεων, που οριοθετούν ένα εύρος της χρηματαγοράς, ορίσθηκαν ως εξής: το επιτόκιο διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης στο 4,5% και το επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων στο 2%. **Κατ' εξαίρεση** για την περίοδο από 4 έως 21.1.99 το επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης ορίσθηκε σε 3,25% και της αποδοχής καταθέσεων σε 2,75%. Η προσωρινή αυτή ρύθμιση έγινε για να διευκολυνθούν οι συμμετέχοντες στις αγορές να προσαρμοστούν ομαλότερα στο νέο περιβάλλον. Στις 5.1.99 η ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι στην πρώτη πράξη κύριας αναχρηματοδότησης διατέθηκε ένα συνολικό ποσό 75 δισεκ. ευρώ που κατανεμήθηκε σε 944 πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ που υπέβαλλαν προσφορά. Τον Ιανουάριο του 1999, τα επιτόκια της αγοράς ήταν σταθερά. Τόσο τα επιτόκια ενός μηνός όσο και τα επιτόκια τριών μηνών κυμαίνονταν σε επίπεδο γύρω στο 3,2%.

► Στις **21.1.1999 και 4.2.1999** το Δ.Σ. της ΕΚΤ αποφάσισε όπως κρατήσει σταθερά τα βασικά επιτόκια (3% - 4,5% - 2%) κρίνοντας ότι το Μ3 είχε σταθερή εξέλιξη και ήταν ευνοϊκή η γενική αξιολόγηση των προοπτικών για τη σταθερότητα των τιμών.

► Στη συνεδρίαση της **4.3.1999** το Δ.Σ. της ΕΚΤ αποφάσισε όπως διατηρήσει αμετάβλητα τα βασικά επιτόκια (3% και 4,5% - 2%) επειδή κρίθηκε και πάλι ότι είχε εξασφαλισθεί η σταθερότητα των τιμών. Εξ άλλου η επίδραση των επιτοκίων της ΕΚΤ ήταν ικανοποιητική αφού το επιτόκιο μίας ημέρας των αγορών, όπως μετρείται με τον δείκτη ΕΟΝΙΑ, κυμάνθηκε ελαφρά πάνω από το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης (3%) και μόνο στις 23.2.99 αυξήθηκε στο 3,34% παρότι τα αποθεματικά του συνολικού τραπεζικού συστήματος της ζώνης του ευρώ ήταν πλεονασματικά. Το επιτόκιο τριών μηνών της αγοράς, όπως μετρείται με το δείκτη EURIBOR, κυμάνθηκε γύρω στο 3,04% με 3,11%. Στις 4.3.99, η μέση απόδοση των 10 ετών ομολόγων του Δημοσίου ήταν 4,31%, δηλαδή περισσότερο από 0,50% υψηλότερη από ό,τι στο τέλος Ιανουαρίου.

► Το Δ.Σ. της ΕΚΤ στη συνεδρίασή του της **8 Απριλίου 1999** αποφάσισε να μειώσει τα **επιτόκια** που ισχύουν για τα μέσα νομισματικής πολιτικής. Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης καθορίσθηκε στο **2,5%** και τα επιτόκια οριακής χρηματοδότησης και αποδοχής καταθέσεων μειώθηκαν αντίστοιχα στο **3,5%** και **1,5%**. Η ΕΚΤ αιτιολόγησε τη μείωση ως εξής: α) ο κινητός μέσος τριών μηνών του ετήσιου ρυθμού αύξησης του Μ3 κατά την περίοδο Δεκεμβρίου 1998 - Φεβρουαρίου 1999 αυξήθηκε στο

5,1%. Το ποσοστό αυτό εξακολουθεί να βρίσκεται πλησίον της τιμής αναφοράς (4,5%). Όσον αφορά το δεύτερο πυλώνα, σε σχέση με τους χρηματοοικονομικούς δείκτες, τόσο οι αγορές ομολόγων όσο και οι αγορές συναλλάγματος παρέμειναν σταθερές κατά το Μάρτιο, β) η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ εξασθένησε και αυτό επιβεβαιώθηκε από τις προβλέψεις διεθνών οργανισμών που αναθεώρησαν προς τα κάτω τις εκτιμήσεις τους για την αύξηση του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ (2% για το 1999 και 2,5% για το 2000), γ) τους τελευταίους μήνες παρατηρήθηκε πτώση στην καθαρή δημιουργία θέσεων εργασίας ενώ η πρόοδος για τη μείωση της ανεργίας ήταν πολύ σταδιακή, δ) η μείωση των επιτοκίων δεν ενείχε κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών αφού ο ΕνΔΤΚ σε ετήσια βάση από το Νοέμβριο του 1998 μέχρι το Φεβρουάριο του 1999 παρέμενε αμετάβλητος στο 0,8%. Το Δ.Σ. της ΕΚΤ εκτίμησε ότι έπρεπε να ακολουθήσει μια μεσοπρόθεσμη προοπτική στραμμένη προς το μέλλον και ότι δεν υπήρχαν ανησυχητικές ενδείξεις από την αύξηση του M3 για τη σταθερότητα των τιμών.

► Το Δ.Σ. της ΕΚΤ, στις συνεδριάσεις του της **22.4 και 6.5.1999** αποφάσισε να διατηρήσει τα επιτόκια αμετάβλητα (2,5% - 3,5% - 1,5%). Ο κινητός μέσος τριών μηνών του ρυθμού αύξησης του M3 ήταν 5,2% παραμένοντας αρκετά κοντά στην τιμή αναφοράς του 4,5%. Όσον αφορά το δεύτερο πυλώνα των προοπτικών για την εξέλιξη των τιμών, τα στοιχεία ενίσχυαν τις εκτιμήσεις για τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα έστω και αν ο ΕνΔΤΚ αυξήθηκε στο 1% τον Μάρτιο κύρια λόγω της ανόδου των τιμών του πετρελαίου. Ένας νέος δείκτης ωριαίου κόστους των μισθολογικών τάσεων του Eurostat επιβεβαίωσε τη συγκράτηση των μισθών το 1998 ενώ οι προβλέψεις για το 1999 ανέφεραν ελαφρές μόνο αυξήσεις. Η πτώση της αύξησης της παραγωγής συνεχίστηκε ενώ είχε επιβραδυνθεί ο αριθμός αύξησης της απασχόλησης.

► Το Δ.Σ. της ΕΚΤ στις συνεδριάσεις του της **20.5 και 2.6.1999** αποφάσισε όπως διατηρήσει αμετάβλητα τα επιτόκια των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης (2,5%), οριακής χρηματοδότησης (3,5%) και αποδοχής καταθέσεων (1,5%). Ο κινητός μέσος τριών μηνών της αύξησης του M3 (Φεβρουάριος - Απρίλιος 1999) μειώθηκε στο 5% ενώ ο ετήσιος ρυθμός της συνολικής πιστωτικής επέκτασης μειώθηκε από 7,7% τον Μάρτιο σε 7,3% τον Απρίλιο. Το επιτόκιο μιας ημέρας της αγοράς, όπως μετρείται με το δείκτη EONIA, κυμάνθηκε μεταξύ 2,51% και 2,54%, ελαφρά δηλαδή υψηλότερα από το 2,5% που είναι το επιτόκιο της ΕΚΤ για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης. Η απόδοση του 10ετούς ομολόγου του Δημοσίου αυξήθηκε κατά 0,4 της εκατοστιαίας μονάδας αλλά η διαφορά με τις αποδόσεις των ομολόγων των ΗΠΑ διευρύνθηκε μέχρι τις 1.6.99 περισσότερο από 1,50 της εκατοστιαίας μονάδας. Ο ΕνΔΤΚ έφθασε, τον Απρίλιο, στο 1,1% αυτό όμως οφειλόταν αποκλειστικά στην αύξηση της τιμής του πετρελαίου.

► Το Δ.Σ. της ΕΚΤ, στις συνεδριάσεις του της **20.5, 2.6, 17.6, 1.7, 15.7 και 29.7.1999** αποφάσισε όπως διατηρήσει αμετάβλητα τα βασικά επιτόκια των πράξεων νομισματικής πολιτικής (2,5% και 3,5% - 1,5%). Το M3 αυξήθηκε το Μάιο σε 5,3% ενώ ο μέσος κινητός όρος των τριών μηνών (Μάρτιος - Μάιος 1999) αυξήθηκε ελαφρά στο 5,2%. Η συνολική πιστωτική επέκταση αυξήθηκε από 7,3% τον Απρίλιο σε 7,9% το Μάιο. Το επιτόκιο μιας ημέρας αυξήθηκε στο 2,6%. Το επιτόκιο EURIBOR ενός μηνός αυξήθηκε ελαφρά στο 2,64% και το EURIBOR τριών μηνών έφθασε το 2,67% στο τέλος Ιουνίου. Οι αποδόσεις των δεκαετών ομολόγων του Δημοσίου δεν ξεπέρασαν το 4,7%. Ο ΕνΔΤΚ, παρά την αύξηση στις τιμές του πετρελαίου, αυξήθηκε το Μάιο στο 0,9% ενώ η ετήσια αύξηση του ΕνΔΤΚ ήταν 1%. Η μείωση οφειλόταν στην πτώση των τιμών των υπηρεσιών και στην επιβράδυνση της αύξησης της τιμής των τροφίμων. Επόμενα, κρίθηκε ότι δεν κινδύνευε η σταθερότητα των τιμών. Το ίδιο συμπέρασμα εξήχθη και για το επόμενο διάστημα. Ο μέσος τριών μηνών του ετήσιου ρυθμού αύξησης του M3 για την περίοδο Απριλίου - Ιουνίου 1999 υποχώρησε στο 5,1% ενώ ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M3 μειώθηκε από 5,2 το Μάιο σε 5% τον Ιούνιο. Ο ετήσιος ρυθμός της συνολικής πιστωτικής επέκτασης προς τους κατοίκους της ζώνης του ευρώ υποχώρησε σε 7,7% τον Ιούνιο από 7,9% το Μάιο. Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων του Δημοσίου αυξήθηκαν τον Ιούλιο κατά 0,50 περίπου της εκατοστιαίας μονάδας. Στις 5 Αυγούστου το μέσο επίπεδο των αποδόσεων των δεκαετών ομολόγων της Ευρωζώνης υπερέβη ελάχιστα το 5,1%. Τέλος, τον Ιούνιο ο ΕνΔΤΚ έκλεισε στο 0,9% έναντι ετήσιας αύξησης 1% το Μάιο.

► Το Δ.Σ. της ΕΚΤ στις συνεδριάσεις του της **26.8, 9.9, 23.9, 7.10 και 21.10.99** αποφάσισε όπως διατηρήσει αμετάβλητα τα βασικά επιτόκια των πράξεων νομισματικής πολιτικής (2,5% - 3,5% - 1,5%). Στη συνεδρίαση της 21.10.99 αποφάσισε επίσης όπως για τις πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης της 28.10, 25.11 και 23.12.99 θα διανεμηθεί ένα ποσό 25 δισεκ. ευρώ ανά συνεδρίαση αντί του ποσού των 15 δισεκ. ευρώ που προσφερόταν για όλες τις ανωτέρω πράξεις από τον Ιανουάριο του 1999. Τον Ιούλιο του 1999 ο δωδεκάμηνος ρυθμός αύξησης του M3 αυξήθηκε σε 5,6% από 5,3% τον προηγούμενο μήνα. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της νομισματικής κυκλοφορίας ανήλθε τον Ιούλιο σε 3,8% έναντι 2,9% τον Ιούνιο. Ο ετήσιος ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα της ζώνης του ευρώ επιβραδύνθηκε κατά 0,5% και διαμορφώθηκε τον Ιούλιο σε 10,4%. Ο πληθωρισμός όπως μετρείται με τον ΕνΔΤΚ αυξήθηκε κατά 0,2 της εκατοστιαίας μονάδας από τον Ιούνιο και διαμορφώθηκε σε 1,1% τον Ιούλιο. Η καθοδική τάση των τιμών, ιδιαίτερα σε μη βιομηχανοποιημένα είδη διατροφής, εξουδετερώθηκαν από τις αυξανόμενες τιμές της ενέργειας και των συνεπειών της. Μέχρι τον Ιούλιο του 1999 η μέση τιμή του πετρελαίου είχε αυξηθεί σε 18,1 ευρώ ανά βαρέλι έναντι 9,4 ευρώ το Φεβρουάριο του 1999. Ύστερα από μία σοβαρή εξασθένηση το 1998 υπήρχαν πλέον ορατές ενδείξεις ότι οι τιμές παραγωγού αρχίζουν να αυξάνονται. Τον Αύγουστο του 1999 ο ετήσιος ρυθμός του M3 έφθασε το 5,7% και ο κινητός μέσος τριών μηνών του ρυθμού αύξησης αυτού ξεπέρασε περισσότερο από 1 εκατοστιαία μονάδα την τιμή αναφοράς (4,5%). Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της νομισματικής κυκλοφορίας επιταχύνθηκε ελαφρά σε 3,9% τον Αύγουστο ενώ το σύνολο των πιστώσεων προς κατοίκους της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 7,8%. Ο ΕνΔΤΚ έφθασε το 1,2% τον Αύγουστο εξ αιτίας της συνεχιζόμενης ανόδου της διεθνούς τιμής του πετρελαίου. Τον Αύγουστο το βαρέλι πωλείτο σε μέσα επίπεδα 19,2 ευρώ. Τα επιτόκια της χρηματαγοράς μετακινήθηκαν προς τα άνω στις αρχές Οκτωβρίου ενώ είχαν μείνει σταθερά στη διάρκεια του Σεπτεμβρίου. Ελαφρά αύξηση παρουσίασαν οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων. Στις 5.10.99, το μέσο επίπεδο των αποδόσεων των 10ετών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ ήταν στο 5,34%, δηλαδή περίπου 0,25 της εκατοστιαίας μονάδας υψηλότερο από ό,τι στα τέλη Αυγούστου. Οι χρηματιστηριακές τιμές, την ίδια ημερομηνία, στη ζώνη του ευρώ ήταν περισσότερο από 8% υψηλότερες απ' ό,τι στο τέλος του 1998 και εμφάνισαν σχετική σταθεροποίηση σε σύγκριση με το επίπεδο του τέλους Αυγούστου. Συμπερασματικά, μέχρι και τον Οκτώβριο υπήρχε κάποια σταθερότητα στους χρηματοοικονομικούς δείκτες, η συνεχιζόμενη όμως αύξηση της ρευστότητας και των διεθνών τιμών πετρελαίου αναμενόταν να προκαλέσει μεταβολή των επιτοκίων της ΕΚΤ.

► Στις **4 Νοεμβρίου 1999** το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε **να αυξήσει τα επιτόκια κατά 0,50%**: το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης αυξήθηκε από 10.11.99 σε **3%**, το επιτόκιο διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης αυξήθηκε από 5.11.99 σε **4%** και το επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων αυξήθηκε από 5.11.99 σε **2%**. Σύμφωνα με την ΕΚΤ η απόφαση αυτή αντισταθμίζει τις ανοδικές τάσεις των κινδύνων που απειλούν τη σταθερότητα των τιμών και συμβάλλει σε μία διατηρήσιμη αντιπληθωριστική ανάπτυξη. Ο κύριος λόγος της ανόδου των επιτοκίων ήταν ότι ο κίνδυνος αποσταθεροποίησης των τιμών που είχε διαφανεί από τις αρχές του Ιουνίου έφθασε στο υψηλότερο σημείο του στις αρχές Νοεμβρίου. Πολλοί δείκτες, συμπεριλαμβανομένου αυτού της νομισματικής επέκτασης, υποδήλωναν μια ευρεία ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ. Ο πληθωρισμός αναμενόταν ότι θα αυξανόταν σταδιακά τους επόμενους μήνες, κύρια λόγω της αύξησης των τιμών του πετρελαίου, ενώ τελευταία στοιχεία των τιμών βιομηχανικής παραγωγής ενίσχυαν αυτή την πρόβλεψη. Η άνοδος των επιτοκίων θα βοηθούσε στον περιορισμό της ρευστότητας μεσοπρόθεσμα και τη διατήρηση του πληθωρισμού κάτω από το 2%. Η άποψη ότι η αύξηση των επιτοκίων θα έθετε σε κίνδυνο την οικονομική ανάπτυξη δεν ήταν σωστή. Μία έγκαιρη αύξηση των επιτοκίων αποτρέπει μία μεγαλύτερη αύξησή τους στο μέλλον. Αναφορικά με τις νομισματικές εξελίξεις πρέπει να σημειωθεί ότι το μέγεθος M3 ήταν σε συνεχή άνοδο. Ο κινητός μέσος όρος τριών μηνών (Ιουλίου - Σεπτεμβρίου 1999) ήταν 5,9%, δηλαδή 1,4% μεγαλύτερος από την τιμή αναφοράς (4,5%). Η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα είχε υπερβεί το 10%. Ο ΕνΔΤΚ ήταν το Σεπτέμβριο του 1999 1,2%, παρουσίαζε δηλαδή σχετική σταθερότητα, όμως η συνεχιζόμενη αύξηση των διεθνών τιμών του πετρελαίου και η υπέρβαση του νομισματικού στόχου αποτελούσαν κίνδυνο έξαρσης των πληθωριστικών πιέσεων.

► Το Δ.Σ. της ΕΚΤ στις συνεδριάσεις του της **18.11, 2.12 και 15.12.1999** αποφάσισε όπως διατηρήσει αμετάβλητα τα επιτόκια.

ΟΙ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΤΟ 2000

► Το Δ.Σ. της ΕΚΤ στις συνεδριάσεις του της **5.1 και 20.1.2000**, παρά την πίεση την οποία δέχτηκε από οικονομικούς κύκλους και τα μέσα μαζικής ενημέρωσης λόγω της αποδυνάμωσης του ευρώ έναντι του δολαρίου, αποφάσισε όπως διατηρήσει αμετάβλητα τα επιτόκια. Πράγματι, η μέση μηνιαία ισοτιμία του ευρώ έναντι του αμερικανικού νομίσματος από 1,034 το Νοέμβριο, υποχώρησε το Δεκέμβριο του 1999 σε 1,01. Το Νοέμβριο του 1999 το μέγεθος M3 παρουσίασε ετήσια αύξηση 6,2% έναντι 5,8% του προηγούμενου μήνα και στόχου 4,5%. Ο ΕνΔΤΚ αυξήθηκε σε 1,6% έναντι αύξησης 1,4 τον Οκτώβριο κύρια λόγω της αύξησης των διεθνών τιμών πετρελαίου. Το βαρέλι πωλείτο το Νοέμβριο 23,5 ευρώ έναντι 20,8 ευρώ τον Οκτώβριο. Η συνολική πιστωτική επέκταση των ΝΧΙ προς τους κατοίκους της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε κατά 8,5% έναντι 8% τον Οκτώβριο. Εν τούτοις, αντίρροπες δυνάμεις στην Ε.Ε. και ιδιαίτερα ορισμένες κυβερνήσεις πίεζαν την ΕΚΤ να μην αυξήσει τα επιτόκιά της για να μη διακυβευτεί η διαδικασία ανάκαμψης που είχε αρχίσει. Στη φάση αυτή, παρά τις ανησυχητικές ενδείξεις, η ΕΚΤ έκρινε ότι δεν απειλείται η σταθερότητα των τιμών και άφησε αμετάβλητα τα επιτόκια.

Εν τω μεταξύ οι προβλέψεις για αύξηση των επιτοκίων ενισχύθηκαν και από την αλματώδη αύξηση των τιμών του πετρελαίου και από την αύξηση των επιτοκίων στην οποία προχώρησαν η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ και η Τράπεζα της Αγγλίας. Τελικά, στη συνεδρίαση της 3 Φεβρουαρίου 2000 το Δ.Σ. της ΕΚΤ αποφάσισε να αυξήσει κατά 25 εκατοστιαίες μονάδες τα επιτόκιά της. Έτσι το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης διαμορφώθηκε στο 3,25%, το επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης στο 4,25% και το επιτόκιο καταθέσεων στο 2,25%. Η αύξηση δικαιολογήθηκε από την προσπάθεια συγκράτησης των τιμών μεσοπρόθεσμα. Και οι δύο πυλώνες της στρατηγικής του Ευρωσυστήματος προειδοποιούσαν για τον κίνδυνο πληθωριστικών πιέσεων. Το μέγεθος M3 σε ετήσια βάση είχε αυξηθεί το Δεκέμβριο σε 6,4% έναντι 6,2% το Νοέμβριο και στόχου 4,5%. Η ετήσια πιστωτική επέκταση των ΝΧΙ προς τους κατοίκους της ζώνης του ευρώ έμεινε σταθερή αλλά ο ΕνΔΤΚ αυξήθηκε σε 1,7% έναντι 1,5% το Νοέμβριο όπως αναθεωρήθηκε από το αρχικό 1,6%. Οι τιμές πετρελαίου συνέχιζαν την ανοδική τους πορεία ενώ το ευρώ είχε πέσει κάτω από την ισοτιμία του ενός δολαρίου. Η περιορισμένη αύξηση των επιτοκίων θα μπορούσε να αιτιολογηθεί και σαν συμβιβαστική λύση στις αντίθετες απόψεις ορισμένων πολιτικών ιδιαίτερα στη Γαλλία όπου η ανάκαμψη της οικονομίας και η μείωση της ανεργίας ήταν ήδη ορατές, κύρια όμως στη Γερμανία όπου τα πρώτα σημάδια εξόδου από την ύφεση εμφανίστηκαν στο τέλος του 1999 και στις αρχές του 2000.

► Στη συνεδρίαση της **16 Μαρτίου 2000** το Δ.Σ. της ΕΚΤ αποφάσισε να **αυξήσει τα επιτόκια κατά 0,25%**. Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης αυξήθηκε στο **3,5%**, το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης στο **4,5%** και το επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων στο **2,5%**. Η απόφαση είχε στόχο την αντιμετώπιση των πληθωριστικών πιέσεων καθώς και οι δύο πυλώνες της στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος υποδείκνυαν τον κίνδυνο διατάραξης της σταθερότητας των τιμών. Η παρατεινόμενη απόκλιση του ρυθμού αύξησης του M3 από την τιμή αναφοράς και η δυναμική αύξηση των πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα σήμαινε την ύπαρξη άφθονης ρευστότητας. Στοιχεία που δημοσιεύθηκαν έφεραν το μέσο τριών μηνών του ετήσιου ρυθμού αύξησης του M3 για την περίοδο Δεκεμβρίου 1999 - Φεβρουαρίου 2000 στο 5,9% έναντι 5,8% την περίοδο Νοεμβρίου 1999 - Ιανουαρίου 2000. Για το 1999, το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 2,3% ενώ συνεχιζόταν κατά το έτος 2000 η ισχυρή εγχώρια ζήτηση κι η αύξηση του ΑΕΠ. Οι θετικές επιχειρηματικές προσδοκίες της βιομηχανίας και η εμπιστοσύνη των καταναλωτών της Ευρωζώνης ενισχύθηκαν. Ο ΕνΔΤΚ αυξήθηκε το Φεβρουάριο στο 2% από 1,9% τον προηγούμενο μήνα ενώ ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των τιμών παραγωγού αυξήθηκε στο 5,7% από 5,1% τον Ιανουάριο του 2000. Η συναλλαγματική όμως ισοτιμία του ευρώ δεν αντανάκλασε τη βελτίωση των προοπτικών στη ζώνη του ευρώ.

► Στη συνεδρίαση της **27 Απριλίου 2000** το Δ.Σ. της ΕΚΤ αποφάσισε και πάλι να **αυξήσει τα επιτόκια κατά 0,25%**. Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης αυξήθηκε

στο **3,75%**, το επιτόκιο διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης στο **4,75%** και το επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων στο **2,75%**. Και η απόφαση αυτή ήταν σύμφωνη με την πολιτική προληπτικής αντιμετώπισης των κινδύνων διατάραξης της σταθερότητας των τιμών που απέρρεαν από την έντονη αύξηση των νομισματικών και πιστωτικών μεγεθών και από το χαμηλό επίπεδο της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ στο πλαίσιο μιας ταχείας οικονομικής επέκτασης. Ο μέσος όρος τριών μηνών (Ιανουάριος - Μάρτιος 2000) του ετήσιου ρυθμού αύξησης του M3 ανήλθε στο 6% και ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα έφθασε το Μάρτιο στο 10,9% έναντι 10,4% τον προηγούμενο μήνα. Τον Μάρτιο του 2000 ο ΕνΔΤΚ αυξήθηκε στο 2,1% ενώ ο Δείκτης Τιμών Παραγωγού στο 6,2% από 5,8% το Φεβρουάριο. Η χρησιμοποίηση του εργοστασιακού δυναμικού αυξήθηκε τον Απρίλιο παράλληλα με τις επιχειρηματικές προσδοκίες της βιομηχανίας και την εμπιστοσύνη των καταναλωτών ενώ οι προβλέψεις για περαιτέρω αύξηση του ΑΕΠ ενισχύθηκαν και οι αποδόσεις των ομολόγων στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκαν ελαφρά τον Απρίλιο. Όμως, η ονομαστική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ παρουσίασε απόκλιση από τα ολοένα πιο θετικά βασικά οικονομικά μεγέθη της ζώνης.

► Στη συνεδρίαση της **8 Ιουνίου 2000** το Δ.Σ. της ΕΚΤ αποφάσισε να κάνει το μεγάλο άλμα και να **αυξήσει τα επιτόκια κατά 0,50%**. Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης διαμορφώθηκε στο **4,25%**, το επιτόκιο διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης στο **5,25%** και το επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων στο **3,25%**. Στην ίδια συνεδρίαση το Δ.Σ. αποφάσισε όπως από τις 28.6.2000 οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης διεξάγονται με δημοπρασίες μεταβλητού επιτοκίου. Το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις αυτές ορίστηκε στο 4,25%. Και η νέα αύξηση των επιτοκίων δικαιολογήθηκε από την προσπάθεια επίτευξης διαρκούς μη πληθωριστικής ανάπτυξης. Όμως, καθοριστικό ρόλο έπαιξε η νέα σημαντική αύξηση των τιμών του πετρελαίου φθάνοντας κατά μέσο όρο τα 30,4 ευρώ το βαρέλι το Μάιο του 2000 λόγω αφενός της αύξησης των διεθνών τιμών και αφετέρου της περαιτέρω διολίσθησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ. Ο ετήσιος ρυθμός της αύξησης του M3 ανήλθε σε 6,3% την περίοδο Φεβρουαρίου - Απριλίου 2000, πολύ μακριά δηλαδή από το στόχο του 4,5%. Η μηνιαία άνοδος του M3 τον Απρίλιο του 2000 ήταν 41 δισεκ. ευρώ. Τα επιτόκια της χρηματαγοράς συνέχισαν να αυξάνονται το Μάιο ενώ οι αποδόσεις των 10ετών ομολόγων μειώθηκαν και η διαφορά με τα αντίστοιχα ομόλογα των ΗΠΑ διευρύνθηκε σε 0,95%. Η ανεργία έπεσε τον Απρίλιο στην Ευρωζώνη στο 9,2% του εργατικού δυναμικού ενώ ο ΕνΔΤΚ υποχώρησε στο 1,9% τον Απρίλιο. Οι εξελίξεις αυτές δικαιολογούν την ανωτέρω άποψη ότι κύρια στην απόφαση αύξησης των επιτοκίων κατά 0,5% βάρυναν η μεγάλη αύξηση της τιμής του πετρελαίου, η υποχώρηση της ισοτιμίας του ευρώ και η αύξηση του M3.

► Την επόμενη περίοδο (**Ιούλιος μέχρι 30 Αυγούστου 2000**) τα επιτόκια παρέμειναν αμετάβλητα. Ο μέσος κινητός τριών μηνών του M3 παρέμεινε στάσιμος στο 6,3% την περίοδο Μάρτιος - Μάιος 2000. Ο δεύτερος πυλώνας έδειξε ότι η ανάπτυξη στην Ευρωζώνη συνεχίζεται. Η εμπιστοσύνη των βιομηχανικών μονάδων έφθασε το ανώτερο σημείο της τον Ιούνιο. Στις συνεδριάσεις της 21.6 και 6.7.2000 το Δ.Σ. της ΕΚΤ άφησε αμετάβλητα τα επιτόκια. Το ίδιο συνέβη και στις συνεδριάσεις της 20.7 και 3.8.2000. Όμως, ο ΕνΔΤΚ σε ετήσια βάση αυξήθηκε τον Ιούνιο στο 2,4% από 1,9% τον Απρίλιο και παρέμεινε στο επίπεδο αυτό μέχρι τον Αύγουστο. Το ΑΕΠ της ζώνης αυξήθηκε και οι συντηρητικότερες προβλέψεις για όλο το 2000 ήσαν για 3,4% ενώ πιο αισιόδοξα σενάρια μιλούσαν για 3,75%. Η ανεργία έπεσε τον Ιούνιο στο 9,1% του εργατικού δυναμικού με τάση περαιτέρω μείωσης μέχρι το τέλος του έτους. Όμως, οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου μετά από μία προσωρινή υποχώρηση επανήλθαν στο τέλος Αυγούστου σε επίπεδο πάνω από τα 30 δολάρια το βαρέλι. Για πρώτη φορά το M3 υποχώρησε τον Ιούνιο στο 6% για το δεύτερο τρίμηνο του έτους έναντι οριστικού στοιχείου 6,4% της περιόδου Μαρτίου - Μαΐου 2000. Ιδιαίτερη όμως ανησυχία προκάλεσε στο τέλος Αυγούστου η υποχώρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ κάτω από το 0,90 σε σχέση με το δολάριο. Για το λόγο αυτό με ιδιαίτερο ενδιαφέρον οι αναλυτές ανέμεναν τη νέα συνεδρίαση του Δ.Σ. της ΕΚΤ και προεξοφλούσαν αύξηση επιτοκίων κατά 0,25% έως 0,50%.

► Στη συνεδρίαση του Δ.Σ. της ΕΚΤ της **31 Αυγούστου 2000** αποφασίσθηκε η **αύξηση**

των επιτοκίων κατά 0,25%. Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης αυξήθηκε από 4,25% σε **4,5%**. Το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης αυξήθηκε από 5,25% σε **5,5%** και το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων μίας ημέρας αυξήθηκε από 3,25% σε **3,5%**. Η αύξηση του μεγέθους M3 παρουσίασε την περίοδο Μαΐου - Ιουλίου αποεπιτάχυνση από 6% σε 5,5% αλλά εξακολουθούσε να υπερβαίνει το στόχο 4,5%. Παρόμοια εξέλιξη είχαν και τα δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα. Αυξήθηκαν κατά 8,9% έναντι αύξησης 9,3% της προηγούμενης περιόδου (Απρίλιος - Ιούνιος). Το ΑΕΠ της Ευρωζώνης συνέχισε να αυξάνεται και νεότερες προβλέψεις για το 2000 μιλούσαν για 3,75%. Όμως, ο Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή ήταν σε ετήσια βάση 2,4% τον Ιούνιο και Ιούλιο έναντι 1,9% το Μάιο 2000. Η τιμή του πετρελαίου ήταν πάνω από 30 δολάρια το βαρέλι, οι τιμές των ενδιάμεσων αγαθών αυξάνονταν ενώ η ισοτιμία του ευρώ παρέμενε χαμηλή. Τα ανωτέρω υποδήλωναν έξαρση των πληθωριστικών πιέσεων η οποία κατέστησε αναγκαία την αύξηση των επιτοκίων.

► Το ΔΣ της ΕΚΤ στη συνεδρίασή του της **5 Οκτωβρίου 2000** αποφάσισε όπως **αυξήσει τα επιτόκια κατά 0,25%**. Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης αυξήθηκε από 4,5% στο 4,75%, της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης από 5,5% στο 5,75% και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων από 3,50% στο 3,75%. Η ΕΚΤ αιτιολόγησε την απόφασή της ως εξής:

1) παρά το γεγονός ότι το ευρύτερο νομισματικό μέγεθος M3 υποχώρησε ελαφρά εξακολουθεί να ευρίσκεται πάνω από την τιμή αναφοράς (4,5%) ενώ σε υψηλό επίπεδο παραμένει η χορήγηση δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα

2) υπάρχουν κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών που οφείλονται στην αύξηση των τιμών του πετρελαίου, οι οποίες παραμένουν σταθερά πάνω από τα 30 δολάρια το βαρέλι

3) οι πληθωριστικές πιέσεις ενισχύονται και από την ασθενή ισοτιμία του ευρώ

4) η αύξηση των επιτοκίων δεν θα ανακόψει το ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ που προβλέπεται να είναι σταθερός ακόμα και ανοδικός. Αντίθετα, εξασφαλίζει ένα υγιές αντιπληθωριστικό περιβάλλον που διευκολύνει την ανάπτυξη

5) η μείωση των επιτοκίων δεν συνδέεται με τη συντονισμένη συναλλαγματική παρέμβαση της 22.9.2000, είναι όμως συνεπής με τους στόχους αυτής.

Στη συνέχεια τα επιτόκια της ΕΚΤ παρέμειναν σταθερά. Η ΕΚΤ εγκατέλειψε την τακτική της αύξησης των επιτοκίων σαν μέθοδο στήριξης του ευρώ και επέλεξε τις παρεμβάσεις στις αγορές συναλλάγματος (βλ. κεφάλαιο Κ6) οι οποίες αν και δεν είχαν μεγάλη επιτυχία εν τούτοις εμπέδωσαν στην αγορά την πεποίθηση ότι η ΕΚΤ θα στήριζε "πάση θυσία" το ενιαίο νόμισμα. Όμως, τόσο ο πρώτος όσο και ο δεύτερος πυλώνας δεν έδειχναν ότι ήταν αναγκαία η αύξηση των επιτοκίων για την εξασφάλιση της σταθερότητας των τιμών παρά το γεγονός ότι στο διάστημα 15.11 μέχρι 30.11.2000 οι τιμές του πετρελαίου παρέμειναν πάνω από 30 δολάρια το βαρέλι.

► Στις συνεδριάσεις της **19.10 και 2.11.2000** το ΔΣ άφησε άθικτα τα επιτόκια. Ο πρώτος πυλώνας έδειξε ότι ο τριμηνιαίος μέσος όρος του M3 την περίοδο Ιουλίου - Σεπτεμβρίου ήταν 5,4% όπως ακριβώς στο προηγούμενο τρίμηνο. Όσον αφορά το δεύτερο πυλώνα, δεν φαίνεται ότι η απότομη πτώση των ρυθμών ανάπτυξης στις ΗΠΑ το τρίτο τρίμηνο του έτους θα επηρέαζε σοβαρά την ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ που παραμένει ισχυρή ενώ η ανεργία μειώνεται. Η αναμενόμενη μικρή υποχώρηση του ΑΕΠ το τρίτο τρίμηνο στην Ευρωζώνη διευκολύνει την προσπάθεια συγκράτησης του πληθωρισμού. Ο πληθωρισμός αυξήθηκε τον Σεπτέμβριο στο 2,8% από 2,3% τον Αύγουστο σαν αποτέλεσμα της αύξησης των τιμών του πετρελαίου. Εκτιμήθηκε, όμως, ότι τα αποθέματα αντίστασης ήταν αρκετά δεδομένου ότι η εξάρτηση τώρα της Ευρωζώνης από το πετρέλαιο είναι μικρότερη απ' ό,τι στο παρελθόν.

Στις συνεδριάσεις του της 16.11, 30.11 και 14.12.2000 το ΔΣ της ΕΚΤ άφησε πάλι ανέπαφα τα επιτόκια. Η ελαφρά αύξηση κατά 0,1% (από 5,4% σε 5,5%) του μέσου τριμηνιαίου όρου του M3 την περίοδο Αυγούστου - Οκτωβρίου δεν ενέπνευσε ανησυχία. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ παραμένει ισχυρός αν και έχουν διαφανεί ήδη σημεία μικρής υποχώρησης. Ο πληθωρισμός υποχώρησε τον Οκτώβριο στο 2,7% από 2,8% τον προηγούμενο μήνα. Οι ανοδικές πιέσεις από την αύξηση των τιμών εξανεμίζονται. Εξ άλλου από την 1.12.2000 η τιμή του πετρελαίου Brent υποχωρεί κάτω από τα 30 δολάρια για να φθάσει την 14.12.2000 τα 25,93 δολάρια το βαρέλι. Ελαφρά μείωση παρατηρείται στην αύξηση των συνολικών πιστώσεων σε 6,4% τον Οκτώβριο έναντι 7% το Σεπτέμβριο. Στη συνεδρίαση της 14.12.2000

το ΔΣ της ΕΚΤ αποφάσισε επίσης όπως επιβεβαιώσει την ισχύουσα από 1.1.1999 τιμή αναφοράς (4,5%) για την αύξηση του Μ3 και για το έτος 2001.

ΟΙ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΤΟ 2001

► Στη συνεδρίασή του της **4.1.2001** το ΔΣ της ΕΚΤ αποφάσισε όπως διατηρήσει τα υφιστάμενα επιτόκια ανέπαφα. Ο τριμηνιαίος μέσος όρος (Σεπτέμβριος - Νοέμβριος 2000) του Μ3 έπεσε στο 5,1% από 5,4% το προηγούμενο τρίμηνο ενώ ο ίδιος μέσος όρος του τριμήνου Οκτώβριος - Δεκέμβριος 2000 μειώθηκε στο 4,9%. Μείωση παρατηρήθηκε και στην πιστωτική επέκταση προς το δημόσιο και ιδιωτικό τομέα. Από 6,4% τον Οκτώβριο έπεσε στο 5,8% το Νοέμβριο. Ανεπαίσθητη μείωση σημειώθηκε στον ετήσιο ρυθμό αύξησης του ανεξόφλητου μέρους των εκδοθέντων χρεογράφων από κατοίκους της ζώνης του ευρώ (7,9% τον Οκτώβριο έναντι 8% το Σεπτέμβριο του 2000). Τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια της λιανικής τραπεζικής αυξήθηκαν ελαφρά τον Νοέμβριο ενώ στάσιμα παρέμειναν τα αντίστοιχα επιτόκια μακροπρόθεσμων λήξεων. Αντίθετα, τα επιτόκια της αγοράς χρήματος έπεσαν σημαντικά το Δεκέμβριο του 2000 και τον Ιανουάριο του 2001. Ο πληθωρισμός, όπως μετρείται με τον ΕνΔΚΤ, αυξήθηκε από 2,7% τον Οκτώβριο σε 2,9% το Νοέμβριο. Η πτώση όμως των τιμών του πετρελαίου που ακολούθησε (από 15.12.2000 έως 19.1.2001 το πετρέλαιο Brent πωλείτο από 22,97 έως 26,24 δολάρια το βαρέλι) έπεισε ότι η πολιτική των σταθερών επιτοκίων της ΕΚΤ ήταν σωστή. Αμφιβολίες ηγέρθησαν μόνο μετά την 17.1.2001 όταν ο ΟΡΕC ανακοίνωσε την απόφασή του να περικόψει την παραγωγή πετρελαίου κατά 5% προκειμένου να ωθήσει τις τιμές σε επίπεδο πάνω από 25 δολάρια το βαρέλι. Ένας άλλος παράγοντας που ενισχύει τα επιχειρήματα εκείνων που επιθυμούν τη μείωση των επιτοκίων της ΕΚΤ είναι η σχετική υποχώρηση στους ρυθμούς αύξησης του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ. Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία η αύξηση αυτή έφθασε το υψηλότερο σημείο της το δεύτερο τρίμηνο του 2000 (3,7%). Το τρίτο τρίμηνο μειώθηκε στο 3,4%. Ελαφρά μείωση επίσης σημειώθηκε στη βιομηχανική παραγωγή. Ο δείκτης εμπιστοσύνης των καταναλωτών παρέμεινε αμετάβλητος την περίοδο Σεπτέμβριος - Νοέμβριος 2000 μετά από μια πτώση το Σεπτέμβριο από τα υψηλά επίπεδα που είχαν καταγραφεί μέχρι τον Αύγουστο. Αμετάβλητα επίσης ήταν και τα στοιχεία για την ανεργία (8,9% το Νοέμβριο του 2000). Επόμενα, η ΕΚΤ ενήργησε σωστά όταν έκρινε ότι πρέπει να επιμείνει στην πολιτική των σταθερών επιτοκίων. Τυχόν αύξηση αυτών θα σήμαινε περαιτέρω συγκράτηση των πληθωριστικών πιέσεων αλλά πτώση της αύξησης του ΑΕΠ σε χαμηλότερα επίπεδα και αύξηση της ανεργίας. Τυχόν μείωση των επιτοκίων θα σήμαινε μεγαλύτερους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης αλλά και πυροδότηση των πληθωριστικών πιέσεων μετά μάλιστα και από την απόφαση του ΟΡΕC της 17.1.2001. Δεν αποκλειόταν, όμως, να συνέβαλε στην αποδυνάμωση της ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου διότι θα διεύρυνε πάλι τη ψαλίδα των διαφορικών επιτοκίων και θα ανέκοπτε την αντιστροφή της ροής των κεφαλαίων από τις ΗΠΑ στην Ευρωζώνη.

► Στις συνεδριάσεις του της **18.1 και 1.2.2001** το ΔΣ της ΕΚΤ διατήρησε τα επιτόκια αμετάβλητα. Έκρινε ότι ο κίνδυνος αποσταθεροποίησης των τιμών μεσοπρόθεσμα είχε μετριασθεί. Ο μέσος κινητός του Μ3 για το διάστημα Οκτωβρίου - Δεκεμβρίου έπεσε στο 5% από 5,1% το προηγούμενο τρίμηνο. Όσον αφορά το δεύτερο πυλώνα α) οι πληθωριστικές πιέσεις από τις τιμές του πετρελαίου και την ισοτιμία του ευρώ είχαν υποχωρήσει. Το Δεκέμβριο του 2000 ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του εναρμονισμένου δείκτη τιμών καταναλωτή υποχώρησε στο 2,6% από 2,9% το Νοέμβριο β) ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ άρχισε να υποχωρεί τόσο στη ζώνη του ευρώ όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο. Νέες προβλέψεις ομιλούν για αύξηση του ΑΕΠ της Ευρωζώνης κατά 2,75% το 2001. γ) Όμως οι πληθωριστικές πιέσεις πιθανόν να αναζωπυρωθούν λόγω της διαφαινόμενης πρόθεσης του ΟΡΕC να περικόψει την παραγωγή, της μείωσης της ανεργίας και ιδιαίτερα της αύξησης των πιστώσεων κατά 6,3% το Δεκέμβριο έναντι 5,9% το Νοέμβριο. Η ΕΚΤ, προκειμένου να πέσει ο ΗΙCΡ κάτω από το 2%, συνέστησε να ελεγχθούν οι αυξήσεις των μισθών, να επιταχυνθούν οι διαρθρωτικές αλλαγές στις αγορές εργασίας και προϊόντων και να ολοκληρωθούν ταχύτερα οι χρηματοοικονομικές αγορές της ζώνης του ευρώ.

► Στις συνεδριάσεις της **15.2, 1.3 και 15.3.2001** το ΔΣ της ΕΚΤ αποφάσισε όπως διατηρήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Ο μέσος κινητός τριών μηνών του Μ3 για το διάστημα Νοεμβρίου 2000 - Ιανουαρίου 2001 έπεσε στο 5% από 5,1% το προηγούμενο τρίμηνο, ενώ τον Ιανουάριο του 2001 ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του Μ3 έπεσε στο 4,7% από 5,2% το Δεκέμβριο του 2000. Όσον αφορά το δεύτερο πυλώνα: α) ο πληθωρισμός (ΗΙCΡ) έπεσε τον

Ιανουάριο του 2001 στο 2,4% από 2,6% τον προηγούμενο μήνα β) παρατηρήθηκε περαιτέρω πτώση των διεθνών τιμών του πετρελαίου αν και ο ΟΡΕC έγινε γνωστό ότι προσανατολίζεται σε ημερήσια περικοπή της παραγωγής προκειμένου να συγκρατήσει τις τιμές πάνω από τα 25 δολάρια το βαρέλι γ) η αύξηση του ΑΕΠ της Ευρωζώνης μειώνεται αλλά όχι τόσο όσο αυτή των ΗΠΑ. Το Δεκέμβριο του 2000 η βιομηχανική παραγωγή, εξαιρουμένου του τομέα των κατασκευών, αυξήθηκε κατά 1,3 έναντι αύξησης 1,1% τον προηγούμενο μήνα ενώ η ετήσια αύξηση το Δεκέμβριο ήταν 8% έναντι 5,3% του τέταρτου τριμήνου. Οι διαθέσιμες προβλέψεις αναφέρουν ότι ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ της Ευρωζώνης θα κινηθεί το 2000 και 2001 γύρω στο 3% αν και ορισμένες εκτιμήσεις για το 2001 ήσαν πιο απαισιόδοξες (2,5% με 2,75%) δ) η ανεργία τον Ιανουάριο του 2001, σαν ποσοστό επί του εργατικού δυναμικού, έμεινε στο 8,8%, δηλαδή αμετάβλητη από τον Οκτώβριο του 2000. Στο προσεχές διάστημα η ΕΚΤ έπρεπε να αποφασίσει εάν μία μείωση των επιτοκίων θα αύξανε τους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ χωρίς όμως να δημιουργεί πιέσεις στον πληθωρισμό. Η αύξηση όμως του πληθωρισμού τον Φεβρουάριο σε 2,6% από 2,4% τον Ιανουάριο του 2001, κύρια λόγω της ανόδου στις τιμές του κρέατος, που οφειλόταν στις συνέπειες του αφθώδους πυρετού, κατέστησε εξαιρετικά δύσκολη τη λήψη της απόφασης. Μάλλον θα επικρατούσε τελικά η άποψη ότι πτώση των επιτοκίων σημαίνει αύξηση του ΑΕΠ και ισχυρότερη ισοτιμία του ευρώ.

► Στις συνεδριάσεις της **11.4 και 26.4.2001** το Δ.Σ. της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει ως έχουν τα επιτόκια του Ευρωσυστήματος. Όπως είναι γνωστό, πρωταρχικός στόχος της ΕΚΤ είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών ενώ στους σκοπούς του Federal Reserve System περιλαμβάνεται επί πλέον η οικονομική ανάπτυξη και η αύξηση της απασχόλησης. Η ανωτέρω απόφαση υπαγορεύθηκε και πάλι από τον κίνδυνο των πληθωριστικών πιέσεων. Παρατηρήθηκε ελαφρά αύξηση του μέσου κινητού όρου της περιόδου Δεκεμβρίου-Φεβρουαρίου του Μ3 στο 4,8%. Όσον αφορά τον δεύτερο πυλώνα: α) ο πληθωρισμός (HICP) παρουσίασε ελαφρά αύξηση τον Φεβρουάριο στο 2,6% κύρια λόγω των διακυμάνσεων των ενεργειακών προϊόντων και της ισοτιμίας του ευρώ, β) τα επιτόκια της αγοράς χρήματος και τα επιτόκια της λιανικής τραπεζικής μειώθηκαν τους τρεις τελευταίους μήνες γ) οι τιμές των μετοχών συνέχισαν να μειώνονται το Μάρτιο και τον Απρίλιο του 2002 δ) το ΑΕΠ της Ευρωζώνης αυξήθηκε κατά 0,7% το τελευταίο τρίμηνο του 2002 αλλά σε ετήσια βάση μειώθηκε το Β' εξάμηνο σε 3,1% έναντι 3,6% του Α' εξαμήνου, ε) τον Ιανουάριο του 2001 η βιομηχανική παραγωγή παρέμεινε σε ικανοποιητικά επίπεδα (5,2%), παρατηρήθηκε όμως μείωση του δείκτη βιομηχανικής εμπιστοσύνης.

► Το Δ.Σ. της ΕΚΤ στη συνεδρίασή του της **10 Μαΐου 2001 αποφάσισε όπως μειώσει τα επιτόκια κατά 0,25%**. Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης μειώθηκε από 4,75% στο **4,50%**, της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης από 5,75% στο **5,50%** και το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων από 3,75% στο **3,50%**. Η ΕΚΤ έκρινε ότι δεν υπάρχουν κίνδυνοι πληθωριστικών πιέσεων σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα και η οικονομία μπορεί να αναπτυχθεί σε ένα υγιές περιβάλλον. Ο μέσος κινητός του Μ3 της περιόδου Ιανουαρίου-Μαρτίου παρέμεινε αμετάβλητος (4,8%). Παινήθηκε μια υποχώρηση στην αύξηση του ΑΕΠ της Ευρωζώνης και αυτός ήταν ο κύριος λόγος της μείωσης των επιτοκίων αφού προηγουμένα είχε ασκηθεί έντονη κριτική στην ΕΚΤ σε σύγκριση με την ευέλικτη πολιτική και τη συνεχή μείωση των επιτοκίων από τη FED. Αυτό φαίνεται και από τις ανησυχίες που εξέφρασε ταυτόχρονα με τη μείωση η ΕΚΤ για ενδεχόμενη αύξηση του πληθωρισμού στο μέλλον και την έκκλησή της για μια ελεγχόμενη αύξηση των μισθών.

► Το Δ.Σ. της ΕΚΤ στις συνεδριάσεις του της **23.5, 7.6, 21.6, 5.7, 19.7 και 2.8.2001** αποφάσισε όπως αφήσει ανέπαφα τα επιτόκια του Ευρωσυστήματος. Ο μέσος κινητός τριών μηνών του Μ3 παρουσίασε μείωση την περίοδο Φεβρουαρίου-Απριλίου από 4,8% σε 4,6% αλλά στη συνέχεια αυξήθηκε σε 4,9% (Μάρτιος-Μάιος), 5,3% (Απρίλιος-Ιούνιος) και 5,9% (Μάιος-Ιούλιος). Ο πληθωρισμός (HICP) τον Απρίλιο ήταν 2,9%, το Μάιο ανήλθε στο 3,4% και υποχώρησε τους επόμενους μήνες (Ιούνιος 3%, Ιούλιος 2,8%). Επόμενα, όσον αφορά τη σταθερότητα των τιμών, η πολιτική της ΕΚΤ ήταν ορθή. Όμως η αύξηση του ΑΕΠ της Ευρωζώνης από 2,4% το πρώτο τρίμηνο υποχώρησε στο 1,7% το δεύτερο τρίμηνο του 2001 στα πλαίσια της παγκόσμιας οικονομικής επιβράδυνσης και της ύφεσης της Ιαπωνίας.

► Στη συνεδρίασή του της **30.8.2001 το ΔΣ της ΕΚΤ μείωσε τα επιτόκια κατά 0,25%**. Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης μειώθηκε από 4,50% στο **4,25%** το

επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης από 5,50% στο **5,25%** και το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων από 3,50% στο **3,25%**.

Ο Πρόεδρος της ΕΚΤ Βιμ Ντέξενμπερχ δήλωσε ότι τα επιτόκια τώρα είναι στο κατάλληλο επίπεδο για να διατηρήσουν τη σταθερότητα των τιμών προσθέτοντας ότι θεωρείται προφανές μια πτώση του πληθωρισμού στο προσεχές διάστημα. Σημείωσε ότι η αύξηση του M3 τους προηγούμενους μήνες πρέπει να ερμηνευθεί προσεκτικά. Αντανακλά τη σχετικά επίπεδη καμπύλη απόδοσης και την πρόσφατη αποδυνάμωση της χρηματιστηριακής αγοράς. Η ΕΚΤ δεν υπερεκτιμά την επίδραση της επιβράδυνσης στις ΗΠΑ αλλά προβληματίζεται για το βάθος και τη χρονική διάρκεια αυτής. Ο κ. Ντέξενμπερχ ομιλώντας για τις συνέπειες της αμερικανικής επιβράδυνσης στην οικονομία της Ευρωζώνης είχε υπόψη του τις εκτιμήσεις του Eurostat για αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,7% έναντι αρχικής πρόβλεψης 2,4%. Όσον αφορά τη μελλοντική πτώση του πληθωρισμού υπολόγιζε στην πτώση της οικονομικής δραστηριότητας.

► Το ΔΣ της ΕΚΤ στην τακτική του συνεδρίαση της 13.9.2001 είχε αποφασίσει να αφήσει αμετάβλητα τα επιτόκια.

► Το Δ.Σ. της ΕΚΤ σε τηλεσυνεδρίασή του της **17 Σεπτεμβρίου 2001 μείωσε τα επιτόκια κατά 50 εκατοστιαίες μονάδες**. Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης μειώθηκε από 4,25% στο **3,75%**, της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης από 5,25% στο **4,75%** και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων από 3,25% στο **2,75%**. **Η μείωση ήταν αποτέλεσμα διαβουλεύσεων με τη FED και άλλες κεντρικές τράπεζες μετά τις τρομοκρατικές επιθέσεις της 11.9.2001 και την επαπειλούμενη ύφεση της παγκόσμιας οικονομίας**. Το Δ.Σ. της ΕΚΤ στις συνεδριάσεις του της 27.9, 11.10 και 25.10.2001 αποφάσισε να αφήσει αμετάβλητα τα επιτόκια του Ευρωσυστήματος. Όσον αφορά τον πρώτο πυλώνα της στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής ο μέσος κινητός τριών μηνών του M3 αυξήθηκε από 5,9% σε 6,4% το τρίμηνο Ιούνιος-Αύγουστος και σε 6,9% το τρίμηνο Ιούλιος-Σεπτέμβριος. Όμως, η ΕΚΤ άρχισε να υποβαθμίζει την αξιοπιστία του βασικού νομισματικού της μεγέθους επαναλαμβάνοντας συνεχώς ότι τα στοιχεία παρουσιάζουν στρέβλωση προς τα πάνω λόγω των διακρατήσεων χρεογράφων της αγοράς χρήματος και βραχυπρόθεσμων χρεογράφων από μη κατοίκους της Ευρωζώνης. Σχετικά με το δεύτερο πυλώνα: α) ο πληθωρισμός (HICP) μειώθηκε ελαφρά τον Οκτώβριο από 2,5% σε 2,4% β) οι τιμές του πετρελαίου παρουσίαζαν συνεχή μείωση για να φθάσουν στις 24.10 τα 10,94 δολάρια (Brent) γ) τα επιτόκια της αγοράς χρήματος σημείωσαν αισθητή πτώση ενώ μείωση της απόδοσης γύρω στο 4,9% είχαν και τα κυβερνητικά ομόλογα της Ευρωζώνης (10.10) δ) οι δείκτες επιχειρηματικής και καταναλωτικής εμπιστοσύνης μειώθηκαν, ε) η ανεργία παρέμεινε στάσιμη στο 8,3% όπως ήταν τον Ιούλιο του 2001.

► Το Δ.Σ. της ΕΚΤ στη συνεδρίασή του της **8 Νοεμβρίου 2001 μείωσε τα επιτόκια κατά πενήντα εκατοστιαίες μονάδες** και αυτή ήταν η τελευταία μείωση για το έτος 2001. Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης μειώθηκε από 3,75% στο **3,25%** της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης από 4,75% στο **4,25%** και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων από 2,75% στο **2,25%**. Όπως είδαμε το M3 είχε αυξηθεί στο 6,9% αλλά το στοιχείο κρίθηκε στρεβλωμένο προς τα πάνω. Ο πληθωρισμός παρουσίαζε πτώση από μήνα σε μήνα και σε αυτό συνέβαλαν: α) η συνεχής μείωση των τιμών του πετρελαίου. Η τιμή του πετρελαίου Brent είχε υποχωρήσει την 7.11.2001 στα 19,07 δολάρια το βαρέλι και του πετρελαίου Crude στα 19,92 δολάρια, β) η συνεχής πτώση της οικονομικής δραστηριότητας όπως εμφανιζόταν στα στοιχεία του Eurostat και οι δυσσώμενες προβλέψεις για το ΑΕΠ. Τεκμαίρεται ότι η νέα μείωση των επιτοκίων μπορεί να έγινε λόγω της εξασθένισης του πληθωρισμού και των προβλέψεων για πτώση του κάτω από το όριο αναφοράς 2% το νέο έτος αλλά η ΕΚΤ έλαβε σοβαρά υπόψη την απειλούμενη οικονομική επιβράδυνση και τον κίνδυνο ύφεσης της παγκόσμιας οικονομίας.

► Το Δ.Σ. της ΕΚΤ στη συνεδρίασή του στις **6.12.2001** αποφάσισε να αφήσει αμετάβλητα τα επιτόκια του Ευρωσυστήματος.

ΟΙ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΤΟ 2002

► Το Δ.Σ. της ΕΚΤ στη συνεδρίασή του **3.1.2002** αποφάσισε να αφήσει αμετάβλητα τα επιτόκια του Ευρωσυστήματος. Αποφάσισε επίσης ότι το 2002 θα χορηγεί ένα ποσό 20 δισεκ. ευρώ για κάθε πράξη πιο μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης. Διατήρησε, όμως, το δικαίωμα της μεταβολής του ποσού σε περιπτώσεις απρόβλεπτων εξελίξεων στις ανάγκες ρευστότητας. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του Μ3 την περίοδο Σεπτέμβριος-Νοέμβριος 2001 αυξήθηκε στο 7,4% έναντι 6,7% το προηγούμενο τρίμηνο (Αύγουστος-Οκτώβριος). Η αύξηση αυτή οφειλόταν σε μια σημαντική προτίμηση για ρευστά διαθέσιμα μέσα σε ένα κλίμα εντεινόμενης διεθνούς χρηματοοικονομικής αβεβαιότητας. Όσον αφορά το δεύτερο πυλώνα: α) ο πληθωρισμός (HICP) έπεσε από 2,4% τον Οκτώβριο σε 2,1 το Νοέμβριο ενώ σύμφωνα με εκτιμήσεις παρέμεινε στάσιμος το Δεκέμβριο του 2001 β) το ΑΕΠ του τρίτου τριμήνου του 2001 αυξήθηκε μόλις κατά 0,1% και σε ετήσια βάση κατά 1,4% γ) οι δείκτες εμπιστοσύνης (European Commission's Business Survey and The purchasing Managers' Index PMI) σημείωσαν ελαφρά αύξηση το Δεκέμβριο του 2001 υποδηλώνοντας κάποια ελαφρά αισιοδοξία για τη βελτίωση του επιχειρηματικού κλίματος το επόμενο έτος δ) η αύξηση της απασχόλησης το τρίτο τρίμηνο του 2001 ήταν ανεπαίσθητη (0,2%).

► Το Δ.Σ. της ΕΚΤ στη συνεδρίασή του της **7.2.2002** αποφάσισε να αφήσει αμετάβλητα τα επιτόκια. Ο πρώτος πυλώνας της στρατηγικής της νομισματικής που περιλαμβάνει το Μ3 ήταν αρνητικός. Ο μέσος κινητός τριών μηνών της περιόδου Οκτώβριος-Δεκέμβριος 2001 αυξήθηκε στο 7,8% από 7,4% το προηγούμενο τρίμηνο. Η ΕΚΤ εκτίμησε ότι η αύξηση είναι προσωρινή και δεν απειλεί τη σταθερότητα των τιμών. Η άποψη αυτή στηρίχθηκε στην αποεπιτάχυνση της αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας. Όσον αφορά το δεύτερο πυλώνα: α) ο εναρμονισμένος δείκτης του πληθωρισμού (HICP) εκτιμάται ότι αυξήθηκε τον Ιανουάριο σε 2,5% από 2,1% το Δεκέμβριο αλλά η αρνητική αυτή εξέλιξη αποδίδεται σε συγκυριακή φαινόμενα όπως οι κακές καιρικές συνθήκες εξ αιτίας των οποίων αυξήθηκαν οι τιμές των οπωρολαχανικών, οι αυξήσεις των εμμέσων φόρων σε ορισμένες χώρες της Ευρωζώνης και η σταθεροποίηση των τιμών του πετρελαίου (γύρω στα 20 δολάρια το βαρέλι) σε υψηλότερα επίπεδα απ' ό,τι τους προηγούμενους μήνες. Η εισαγωγή των τραπεζογραμματίων και κερμάτων ευρώ δεν φαίνεται ότι επηρέασε τον πληθωρισμό διότι τα φαινόμενα κερδοσκοπίας ήταν σπάνια. Πάντως η μέση ετήσια αύξηση του πληθωρισμού στην Ευρωζώνη το 2001 ήταν 2,7% έναντι 2,4% το 2000 β) το ΑΕΠ παρέμεινε στάσιμο το δεύτερο και τρίτο τρίμηνο του 2001. Εκτιμάται ότι η βιομηχανική παραγωγή το τέταρτο τρίμηνο του 2001 παρουσιάζει ελαφρά κάμψη. Υπάρχει, όμως, συγκρατημένη αισιοδοξία ότι θα υπάρξει ελαφρά ανάκαμψη του ΑΕΠ στο τέλος του πρώτου τριμήνου του 2002 γ) η παραγωγικότητα παρέμεινε στάσιμη το δεύτερο και τρίτο τρίμηνο του 2001 ενώ το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σε ετήσια βάση αυξήθηκε κατά 2,5%. Το ΔΣ της ΕΚΤ στην ίδια συνεδρίαση τόνισε τη σπουδαιότητα του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης και την υποστήριξή του στις προσπάθειες να αποφευχθούν υπερβολικά δημοσιονομικά ελλείμματα. Το μεγαλύτερο πρόβλημα φαίνεται ότι αντιμετώπιζε η Γερμανία με έλλειμμα κοντά στο 3% του ΑΕΠ χωρίς, όμως το Συμβούλιο ECOFIN να της απευθύνει σύσταση.

► Το Δ.Σ. της ΕΚ στη συνεδρίασή του της **7.3.2002** αποφάσισε όπως αφήσει αμετάβλητα τα επιτόκια του Ευρωσυστήματος. Όσον αφορά τον πρώτο πυλώνα, ο μέσος όρος του τριμήνου Νοεμβρίου 2001-Ιανουαρίου της ετήσιας αύξησης του Μ3 ανήλθε στο 8% έναντι 7,8% του προηγούμενου τριμήνου. Οι μεγάλοι ρυθμοί αύξησης της νομισματικής κυκλοφορίας ουσιαστικά αντανakλούν την αλλαγή της προτίμησης των επενδυτών σε βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις λόγω της μεγάλης αβεβαιότητας στις αγορές. Φαίνεται, όμως, ότι η κατάσταση αυτή άρχισε να βελτιώνεται διότι ανακόπηκε η δυναμική των βραχυπρόθεσμων επενδύσεων το τελευταίο διάστημα. Σχετικά με το δεύτερο πυλώνα α) ορισμένα στοιχεία του επιχειρηματικού τομέα πείθουν για μια ελαφρά ανάκαμψη των οικονομιών της Ευρωζώνης το πρώτο τετράμηνο του 2002. Η πρόβλεψη αυτή ενισχύεται από τις προσδοκίες της αγοράς για τις αποδόσεις των ομολόγων, τους ευνοϊκούς όρους χρηματοδότησης και τα υγιή οικονομικά στοιχεία β) ο πληθωρισμός (HICP) από 2% το Δεκέμβριο του 2001 ανήλθε στο 2,7% τον Ιανουάριο του 2002 αλλά αυτό οφείλεται στην άνοδο των τιμών του πετρελαίου, στις ακραίες καιρικές συνθήκες που επηρέασαν τις τιμές των μη βιομηχανοποιημένων ειδών διατροφής ενώ οι στρογγυλοποιήσεις προς τα πάνω από την εισαγωγή του ευρώ με φυσική μορφή είχαν μικρή επίδραση στην αύξηση του τιμαρίθμου. Η ΕΚΤ προέβλεπε πτώση του πληθωρισμού κάτω από το 2% τους επόμενους μήνες και σε αυτό συνηγορούσε η μείωση του HICP το Φεβρουάριο στο 3,4% γ) η δέσμευση των κυβερνήσεων να σεβασθούν το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης και να περιορίσουν το έλλειμμα τους κάτω του 3% του ΑΕΠ

ήταν ένα θετικό γεγονός δ) Το ΑΕΠ της Ευρωζώνης αυξήθηκε μόλις 0,1% το τρίτο τρίμηνο έναντι του προηγούμενου τριμήνου. Νεότερα στοιχεία έδειξαν ότι το ΑΕΠ του τέταρτου τριμήνου του 2001 μειώθηκε κατά 0,2% σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο, ε) η βιομηχανική παραγωγή καταναλωτικών αγαθών ανήλθε στο 0,3% το Δεκέμβριο έναντι πτώσης 0,4% το Νοέμβριο ζ) οι λιανικές πωλήσεις μειώθηκαν κατά 0,6% το Δεκέμβριο έναντι αύξησης 1,2% το Νοέμβριο, η) η ΕΚΤ προέβλεπε ότι η ανεργία στην Ευρωζώνη θα αυξηθεί στο 8,6% το 2002, θα πέσει στο 8,4% το 2003 και στο 7,3% το 2006.

► Το Δ.Σ. της ΕΚΤ στη συνεδρίασή του της **4.4.2002** αποφάσισε όπως αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Ο μέσος κινητός του M3 για το τρίμηνο Δεκέμβριος 2001-Φεβρουαρίου 2002 μειώθηκε στο 7,8% έναντι 8% του προηγούμενου τριμήνου:α) η ΕΚΤ εκτιμά ότι η πτώση της αύξησης του ΑΕΠ έφθασε το κατώτερο σημείο της το 2001 και αναμένει ανάκαμψη το 2002. Ο δείκτης επιχειρηματικού κλίματος IFO της Γερμανίας έφθασε το Μάρτιο στο 91,8 από 88,5 το Φεβρουάριο ενώ ο δείκτης PMI των Reuters αυξήθηκε για πέμπτο διαδοχικό μήνα στο 50 της κλίμακας. Ο πληθωρισμός σημείωσε ελαφρά άνοδο στο 2,5% ενώ οι τιμές του πετρελαίου Brent στις 4.4.2002 ήταν στα 27,27 δολάρια το βαρέλι. Επόμενα, η απόφαση της ΕΚΤ ήταν ισορροπημένη μεταξύ των κινδύνων για την αύξηση του πληθωρισμού (που σημαίνει αύξηση επιτοκίων) και της επιθυμίας να συνδράμει την οικονομική ανάπτυξη (μείωση επιτοκίων).

Το ΔΣ της ΕΚΤ στη συνεδρίασή του της 2.5.2002 αποφάσισε να διατηρήσει στο ίδιο επίπεδο τα επιτόκια. Ο μέσος κινητός της ετήσιας αύξησης του M3 για την περίοδο Ιανουάριος – Μάρτιος 2002 μειώθηκε στο 7,5% από 7,8% το προηγούμενο τρίμηνο. Ο πληθωρισμός τον Απρίλιο έπεσε στο 2,4% από 2,5% το Μάρτιο ενώ οι τιμές του πετρελαίου Brent κυμάνθηκαν τον Απρίλιο από 23,16 έως 27,66 δολάρια το βαρέλι. Το ποσοστό της ανεργίας στην Ευρωζώνη παρέμεινε το Μάρτιο στο 8,4% σταθερό από το Νοέμβριο του 2001. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών παρουσίασε πλεόνασμα το Φεβρουάριο του 2002 2,1 δισεκ. ευρώ έναντι πλεονάσματος 1,2 δισεκ. ευρώ το Φεβρουάριο του 2001.

► Αμετάβλητα παρέμειναν τα επιτόκια και κατά τη συνεδρίαση του ΔΣ της ΕΚΤ της **2.5.2002**. Οι προοπτικές για τη σταθερότητα των τιμών κρίθηκαν λιγότερο ευνοϊκές ενώ οι οικονομικές προοπτικές ήσαν αβέβαιες. Ο μέσος όρος τριών μηνών του ετήσιου ρυθμού αύξησης του M3 υποχώρησε στο 7,5% την περίοδο Ιανουάριος-Μάρτιος 2002 από 7,8% το προηγούμενο τρίμηνο. Η ανάκαμψη αναμένεται ότι θα είναι σταδιακή ενώ η περαιτέρω πτώση του πληθωρισμού δεν ήταν δυνατή λόγω της αύξησης των τιμών του πετρελαίου. Στο διάστημα 31 Μαρτίου- 30 Απριλίου 2002 οι τιμές των μετοχών στη Νέα Υόρκη υποχώρησαν σημαντικά. Συγκεκριμένα, ο δείκτης Standard and Poor's 500 μειώθηκε κατά 6% και ο δείκτης NASDAQ composite κατά 9%. Στη ζώνη του ευρώ ο ευρύτερος δείκτης Dow Jones EURO STOXX σημείωσε πτώση κατά 5%.

► Το ΔΣ της ΕΚΤ άφησε αμετάβλητα τα επιτόκια στις συνεδριάσεις του της **6.6, 4.7, 1.8 και 12.9.2002**. Ο μέσος όρος τριών μηνών του ετήσιου ρυθμού αύξησης του M3 τις περιόδους Φεβρουάριος-Απρίλιος, Μάρτιος-Μάιος και Απρίλιος-Ιούνιος παρέμεινε στο 7,4% ενώ την περίοδο Μάιος- Ιούλιος μειώθηκε στο 7,3%. Όσον αφορά το δεύτερο πυλώνα: α) ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΕνΔΤΚ (HICP) από 2,4% τον Απρίλιο έπεσε στο 2% το Μάιο, στο 1,8% τον Ιούνιο και αυξήθηκε στο 1,9% τον Ιούλιο και στο 2,1% τον Αύγουστο β) σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του Eurostat, το δεύτερο τρίμηνο του 2002 το ΑΕΠ της Ευρωζώνης αυξήθηκε μόλις κατά 0,3% δηλαδή ελαφρά χαμηλότερα από το πρώτο τρίμηνο (+ 0,4%). γ) σύμφωνα με τις έρευνες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τη ζώνη του ευρώ, ο δείκτης οικονομικού κλίματος το Μάιο του 2002 διαμορφώθηκε στο + 0,4, τον Ιούνιο στο - 0,2, τον Ιούλιο και τον Αύγουστο στο - 0,3 και το Σεπτέμβριο στο + 0,3. Ο δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών το Μάιο και τον Ιούνιο ήταν στο 3, τον Ιούλιο στο 1, τον Αύγουστο στο 0 και το Σεπτέμβριο στο 2. Ο δείκτης επιχειρηματικών προσδοκιών της βιομηχανίας το Μάιο ήταν στο -3, τον Ιούνιο και τον Αύγουστο στο -4 και το Σεπτέμβριο στο -5. δ) η ανεργία το Μάιο του 2002 ήταν στο 8,2% του εργατικού δυναμικού ενώ τους μήνες Ιούνιο, Ιούλιο, Αύγουστο και Σεπτέμβριο σταθεροποιήθηκε στο 8,3% ε) η μέση ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ από 0,917 το Μάιο ανήλθε στο 0,978 τον Αύγουστο. Η ΕΚΤ εκτίμησε ότι η υποτονική ζήτηση και η άνοδος της ισοτιμίας του ευρώ θα συνέβαλαν στην πτώση του πληθωρισμού.

► Το ΔΣ της ΕΚΤ στις συνεδριάσεις του της **10.10 και 7.11.2002** αποφάσισε να αφήσει αμετάβλητα τα επιτόκια και για το λόγο αυτό δέχτηκε εντονότατη κριτική από τις κυβερνήσεις, τον χρηματοοικονομικό τομέα και τους αναλυτές διότι ήταν ήδη ορατή η οικονομική

επιβράδυνση στη ζώνη του ευρώ. Εν τούτοις, η ύπαρξη ισχυρής μειοψηφίας στη συνεδρίαση της 7.11.2002 υποδήλωνε ότι δεν θα αργούσε η μείωση των επιτοκίων. Ήδη η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτών Αγορών (FOMC) της FED είχε μειώσει την 6.11.2002 τα επιτόκια κατά 0,75% με συνέπεια το επιτόκιο μίας ημέρας, με το οποίο δανείζεται το πιστωτικό σύστημα από τη FED, να κατέλθει στο ιστορικό χαμηλό των 1,25% και το συμβολικό προεξοφλητικό επιτόκιο στο 0,75%. Ο μέσος κινητός τριών μηνών της ετήσιας αύξησης του M3 της Ευρωζώνης τις περιόδους Ιούνιος-Αύγουστος και Ιούλιος Σεπτέμβριος παρέμεινε αμετάβλητος στο 7,1%. Η αύξηση του ΑΕΠ το δεύτερο τρίμηνο αναθεωρήθηκε από 0,3% στο 0,4% ενώ το τρίτο και τέταρτο τρίμηνο του 2002 η οικονομική δραστηριότητα και η ζήτηση παρέμειναν υποτονικές. Τον Οκτώβριο όλοι οι δείκτες των ερευνών της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ήταν αρνητικοί (π.χ οικονομικό κλίμα – 0,1, εμπιστοσύνη καταναλωτών – 1, επιχειρηματικές προσδοκίες βιομηχανίας – 3). Η τιμή του πετρελαίου κυμαινόταν σε λογικά επίπεδα (Brent 23,70 δολάρια το βαρέλι, crude 25,77). Ο ΕνΔΤΚ από 2,1% το Σεπτέμβριο ανήλθε σε 2,2% τον Οκτώβριο ενώ η απασχόληση παρουσίαζε μείωση ιδιαίτερα στον βιομηχανικό τομέα.

► Το ΔΣ της ΕΚΤ στη συνεδρίασή του της **5 Δεκεμβρίου 2002 αποφάσισε να μειώσει τα επιτόκια του Ευρωσυστήματος κατά 0,50%**. Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης μειώθηκε από 3,25% σε **2,75%**, το επιτόκιο διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης από 4,25 σε **3,75%** και το επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων από 2,25% σε **1,75%**. Όπως είδαμε, τα δύο τελευταία τρίμηνα ο μέσος κινητός του M3 παρέμενε αμετάβλητος στο 7,1% έναντι στόχου 4,5%. Επόμενα υπήρχε μία άνετη ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ. Η αύξηση του M3 είχε επηρεασθεί σημαντικά από την αναδιάρθρωση των χαρτοφυλακίων προς ευκολότερα ρευστοποιήσιμα στοιχεία σε ένα περιβάλλον αβεβαιότητας και έντασης στις αγορές. Η αναιμική αύξηση του ΑΕΠ (+ 0,3% το τρίτο τρίμηνο) και η εντυπωσιακή αύξηση της ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ (1,0017 την 5.12.2002) καθιστούσε αδύνατη την εκδήλωση πληθωριστικών πιέσεων. Ο υψηλός βαθμός αβεβαιότητας των αγορών που ενισχυόταν από τις γεωπολιτικές εντάσεις στην Παλαιστίνη, τη Βόρειο Κορέα και ιδιαίτερα με το ενδεχόμενο ενός πολέμου κατά του Ιράκ με συνέπεια την παραπέρα αύξηση των τιμών του πετρελαίου και η παγκόσμια οικονομική ύφεση συνηγορούσαν στην αποφασισθείσα μείωση των επιτοκίων. **Ήταν η πρώτη κίνηση της ΕΚΤ μετά το Νοέμβριο του 2001.** Ο πρώην Πρόεδρος της Bundesbank Καρλ Όπτο Πελ δήλωσε ότι αυτή η κίνηση έπρεπε να γίνει νωρίτερα. Οι επενδύσεις κεφαλαίου στη Γερμανία, την ατμομηχανή της Ευρώπης, είχαν συρρικνωθεί το τρίτο τρίμηνο στο 1,1% ενώ οι πτωχεύσεις επιχειρήσεων στην ίδια χώρα είχαν αυξηθεί το 2002 κατά 16% και σύμφωνα με τις προβλέψεις θα αυξάνονταν κατά 11% το 2003. Ο Πρόεδρος της ΕΚΤ Βιμ Ντέεζενμπερχ δικαιολογώντας τη μείωση των επιτοκίων τόνισε: ο πληθωρισμός (2,2%) ευρίσκεται πάνω από το επιθυμητό όριο και σε αυτό έχουν συμβάλει τα έμμεσα αποτελέσματα των προηγούμενων αυξήσεων στις τιμές του πετρελαίου, των τροφίμων και των stroγγυλοποιήσεων από την εισαγωγή του ευρώ.

- Σύμφωνα με ορισμένες εκτιμήσεις, από τις κερδοσκοπικές stroγγυλοποιήσεις με την ευκαιρία της εισαγωγής του τραπεζογραμματίου και κέρματος ευρώ ο πληθωρισμός επιβαρύνθηκε κατά μέσο όρο στην Ευρωζώνη αρχικά κατά 0,2% και στην Ελλάδα ειδικότερα κατά 0,5%. Αργότερα, η επιβάρυνση αυτή γενικά ήταν πολλαπλάσια και ειδικότερα για την Ελλάδα και την Ιταλία είχε σαν συνέπεια την εξίσωση των αγαθών και υπηρεσιών στο επίπεδο των προηγμένων κρατών της Ε.Ε με αποτέλεσμα τη διάβρωση της αγοραστικής δύναμης των μισθωτών και συνταξιούχων.
- Επιπρόσθετα, η αυξητική τάση των μισθών και η έλλειψη προόδου στις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στις αγορές εργασίας και προϊόντων και η αύξηση σε ορισμένες χώρες των εμμέσων φόρων και των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών ενισχύουν τις πληθωριστικές πιέσεις οι οποίες μπορούν να ενταθούν από την αύξηση των τιμών του πετρελαίου. Από την άλλη πλευρά όμως, η μείωση των επιτοκίων κρίθηκε απαραίτητη λόγω της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, των ασθενών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης, της υψηλής ανεργίας της Ευρωζώνης και της παραπέρα επιδείνωσης της κατάστασης λόγω των γεωπολιτικών εντάσεων. Ο κ. Ντέεζενμπερχ επέμεινε στην πιστή τήρηση του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης προκειμένου να επιτευχθεί μια διαρκής οικονομική ανάπτυξη στηριζόμενη στη δημοσιονομική εξυγίανση. Ήδη η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει κινήσει τη διαδικασία του υπερβολικού ελλείμματος κατά της Γερμανίας και της Πορτογαλίας ενώ απηύθυνε προειδοποίηση στη Γαλλία. Συμπερασματικά, ο επαπειλούμενος κίνδυνος οικονομικής ύφεσης στην Ευρωζώνη ήταν ο κυριότερος λόγος της μείωσης των επιτοκίων του

ΟΙ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΤΟ 2003

► Το ΔΣ της ΕΚΤ στη συνεδρίασή του της **9.1.2003** αποφάσισε όπως αφήσει αμετάβλητα τα επιτόκια. Ο μέσος κινητός τριών μηνών της αύξησης του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους M3 παρέμεινε και πάλι σταθερός στο 7,1% την περίοδο Σεπτέμβριος-Νοέμβριος 2003. Οι τιμές του πετρελαίου την 9.1.2003 είχαν εκτοξευθεί στα 27,95 δολάρια το βαρέλι για το Brent και στα 30,56 για το Crude. Το Νοέμβριο, ο πληθωρισμός ήταν στο 2,3% ενώ οι γεωπολιτικές εντάσεις λόγω του πιθανού πολέμου κατά του Ιράκ ενισχύονταν. Από την άλλη πλευρά όμως: α) το ΑΕΠ της Ευρωζώνης αυξανόταν με απειθιστικά αργούς ρυθμούς (0,3%) β) οι οικονομικές δείκτες της ζώνης του ευρώ, και ιδιαίτερα της Γερμανίας, υποχωρούσαν ενώ ο μέσος κινητός τριών μηνών της αύξησης της βιομηχανικής παραγωγής ήταν μόλις +0,1% β) η ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ είχε ανέλθει την 9.1.2003 στο 1,0539 που σήμαινε λιγότερες πληθωριστικές πιέσεις αλλά και μείωση των εξαγωγών.

► Το Δ.Σ της ΕΚΤ άφησε αμετάβλητα τα επιτόκια στη συνεδρίασή του της **6.2.2003**. Ο μέσος κινητός τριών μηνών της ετήσιας αύξησης του M3 την περίοδο Οκτώβριος-Δεκέμβριος 2002 έπεσε στο 6,9% από 7,1% το προηγούμενο τρίμηνο. Όσον αφορά το δεύτερο πυλώνα: α) η αύξηση του ΑΕΠ της Ευρωζώνης παρέμενε υποτονική, γύρω στο 0,3% β) ο εναρμονισμένος δείκτης των τιμών καταναλωτή (HICP) μειώθηκε τον Ιανουάριο στο 2,1% από 2,3% τον προηγούμενο μήνα. Την πώση ενίσχυσε αποφασιστικά η υψηλή ισοτιμία του ευρώ (μέση ισοτιμία Ιανουαρίου έναντι του δολαρίου 1,062) η οποία απορρόφησε τις πληθωριστικές πιέσεις από την αύξηση των τιμών του πετρελαίου και ορισμένων εμμέσων φόρων και διοικητικά καθοριζόμενων τιμών. γ) ο ετήσιος ρυθμός της αύξησης των δανείων ανέβηκε το Δεκέμβριο του 2002 στο 4% από 3,9% το Νοέμβριο δ) οι τιμές των μετοχών μειώθηκαν στη ζώνη του ευρώ την περίοδο από το τέλος Δεκεμβρίου μέχρι την 5/2/2003 κατά 6% και στις ΗΠΑ κατά 4%. Για όλο το έτος 2002 ο δείκτης μετοχών της ζώνης του ευρώ Dow Jones EURO STOXX μειώθηκε κατά 34,5% ενώ δείκτης μετοχών των ΗΠΑ Standard and Poor's 500 κατά 23,4% ε) η ανεργία στη ζώνη του ευρώ παρέμεινε αμετάβλητη το Δεκέμβριο στο 8,5% του εργατικού δυναμικού ζ) το πλεόνασμα του ισοζυγίου πληρωμών της ζώνης του ευρώ παρουσίασε εντυπωσιακή αύξηση. Ανήλθε σε 10,3 δισεκ. ευρώ το Νοέμβριο του 2002 από 2,7 δισεκ. το Νοέμβριο του 2001.

ΟΙ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΝΟΔΟ ΤΗΣ ΙΣΟΤΙΜΙΑΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Η φιλολογία για τις επιπτώσεις στην οικονομία της Ευρωζώνης από την άνοδο του ευρώ κατέληξε σε δύο συμπεράσματα: **1)** το ισχυρό ευρώ μειώνει το κόστος των εισαγωγών και κύρια ελαχιστοποιεί την επιβάρυνση του πληθωρισμού από την αύξηση των τιμών του πετρελαίου που εκφράζονται σε δολάρια ΗΠΑ και **2)** μειώνει τις εξαγωγές της ζώνης του ευρώ. Μια προσεκτικότερη όμως ανάλυση ως προς τη δεύτερη επίπτωση έδειχνε ότι η Γερμανία, για παράδειγμα, που φαίνεται ότι παρουσίαζε το μεγαλύτερο πρόβλημα, δεν είχε σοβαρές αρνητικές συνέπειες. Το 43% των Γερμανικών εξαγωγών απορροφάται από τις άλλες χώρες της Ευρωζώνης οι οποίες όμως έχουν το ίδιο νόμισμα. Από την άλλη πλευρά το ισχυρό ευρώ αύξανε την αγοραστική δύναμη των κατοίκων της ζώνης και συνέβαλλε στην τόνωση της εσωτερικής ζήτησης **3)** το ισχυρό ευρώ μείωνε το δημόσιο χρέος των κρατών της Ευρωζώνης που ήταν εκφρασμένο σε δολάρια. Όμως, τα μειονεκτήματα από την παραπέρα άνοδο του ευρώ θα υπερτονίζονταν εάν το ενιαίο νόμισμα συνέχισε να ανεβαίνει πέραν του 1,10. Η οικονομία της Ευρωζώνης που βρισκόταν σε μακρά οικονομική επιβράδυνση, δεν θα μπορούσε να ανακάμψει ικανοποιητικά.

► Το Δ.Σ της ΕΚΤ στη συνεδρίασή του της **6 Μαρτίου 2003** αποφάσισε να μειώσει τα επιτόκια κατά **0,25%**. Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης μειώθηκε από 2,75 στο **2,50%**, το επιτόκιο διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης από 3,75% σε **3,50%** και το επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων από 1,75% σε **1,50%**. Το Δ.Σ της ΕΚΤ δικαιολόγησε την απόφασή του με το επιχείρημα ότι οι προοπτικές σε μεσοπρόθεσμη βάση για τη σταθερότητα των τιμών βελτιώθηκαν τους πρόσφατους μήνες και σε αυτό συνέβαλλαν η υποτονική οικονομική δραστηριότητα και η ανατίμηση του ευρώ. Ουσιαστικά, όμως, **η ΕΚΤ ήθελε να συνδράμει τις κυβερνήσεις στην αντιμετώπιση**

των δυσμενών συνεπειών από τις παρατεινόμενες γεωπολιτικές εντάσεις και ιδιαίτερα από τον επικείμενο πόλεμο κατά του Ιράκ. Όσον αφορά τον πρώτο πυλώνα, ο μέσος κινητός τριών μηνών της ετήσιας αύξησης του M3 της περιόδου Νοέμβριος 2002-Ιανουάριος 2003 ανήλθε στο 7,1% έναντι 6,9% του προηγούμενου τριμήνου. Η συνεχιζόμενη αύξηση του ευρύτερου μεγέθους της νομισματικής κυκλοφορίας αποδόθηκε στην προτίμηση για μεγαλύτερη ρευστότητα σε μία περίοδο έντονης αβεβαιότητας στην αγορά και χαμηλών επιτοκίων. Όμως η επέκταση των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα και ιδιαίτερα προς τις μη χρηματοδοτικές επιχειρήσεις μειώθηκε. Όσον αφορά το δεύτερο πυλώνα: α) σύμφωνα με εκτιμήσεις του Eurostat το ΑΕΠ της Ευρωζώνης το τελευταίο τρίμηνο του 2002 αυξήθηκε μόλις κατά 0,2% έναντι αύξησης μεταξύ 0,3 και 0,4% τα προηγούμενα τρίμηνα. Ενώ η καταναλωτική δαπάνη παρέμεινε σε ικανοποιητικά επίπεδα, η μείωση των εξαγωγών ήταν ο κύριος λόγος της οικονομικής επιβράδυνσης β) ο πληθωρισμός (HICP) το Φεβρουάριο του 2003 ανήλθε σε 2,4% έναντι 2,2% τον Ιανουάριο. Η μικρή αύξηση αποδίδεται κύρια στην άνοδο της τιμής των καυσίμων γ) οι τιμές των μετοχών, με εξαίρεση ορισμένες αναλαμπές, εξακολουθούν να πέφτουν. Μεταξύ τέλους Ιανουαρίου και 5^{ης} Μαρτίου ο ευρύτερος χρηματιστηριακός δείκτης της Ευρωζώνης Dow Jones EURO STOXX μειώθηκε κατά 7% ενώ ο δείκτης των ΗΠΑ Standard and Poor's 500 υποχώρησε κατά 3% δ) η ανεργία στην Ευρωζώνη αυξήθηκε τον Ιανουάριο του 2003 στο 8,6% του εργατικού δυναμικού έναντι 8,5% το Δεκέμβριο του 2002 ε) απογοητευτική είναι η δημοσιονομική κατάσταση των κρατών της ζώνης του ευρώ. Ο λόγος του ελλείμματος της Γενικής Κυβέρνησης σε σχέση με το ΑΕΠ ανήλθε το 2002 στο 2,2% έναντι αύξησης 1,5% το 2001. Ο λόγος του δημόσιου χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητος στο 69,7% το 2002 πολύ πιο πάνω από το όριο του 60% που έχει τεθεί από τη Συνθήκη του Μάαστριχ ζ) η ισοτιμία του ευρώ μετά από μία περίοδο σταθεροποίησης το Φεβρουάριο (μεταξύ 1,07 και 1,09 σε σχέση με το δολάριο ΗΠΑ), ξανακέρδισε έδαφος ιδιαίτερα σε σύγκριση με τη Βρετανική λίρα το Μάρτιο η) το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Ευρωζώνης το Δεκέμβριο του 2002 κατέγραψε πλεόνασμα 8,1 δισεκ. ευρώ ενώ το Δεκέμβριο του 2001 το πλεόνασμα ήταν μόλις 2,3 δισεκ. ευρώ. Η ΕΚΤ επιμένει ότι για να επιτευχθεί οικονομική ανάκαμψη και να μειωθεί η ανεργία, πρέπει να συγκρατηθούν οι μισθοί, να εξυγιανθούν τα δημόσια οικονομικά των κρατών μελών και να προχωρήσουν ικανοποιητικά οι διαρθρωτικές αλλαγές στις αγορές εργασίας και προϊόντων.

► Το Δ.Σ της ΕΚΤ στη συνεδρίασή του της **3.4.2003** αποφάσισε όπως αφήσει αμετάβλητα τα επιτόκια. Ο μέσος κινητός τριών μηνών της ετήσιας αύξησης του M3 την περίοδο Δεκέμβριος 2002-Φεβρουάριος 2003 ήταν 7,4% έναντι οριστικού διορθωμένου στοιχείου 7% το προηγούμενο τρίμηνο. Η αύξηση αποδόθηκε και πάλι στην προτίμηση των επενδυτών σε πιο βραχυπρόθεσμες και άμεσα ρευστοποιήσιμες τοποθετήσεις μικρού κινδύνου και στο χαμηλό επίπεδο επιτοκίων των αγορών της ζώνης του ευρώ. Εξακολουθεί να υφίσταται μία μεγάλη ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ η οποία όμως δεν εγκυμονεί κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών λαμβανομένης υπόψη της καθοδικής πορείας των τιμών των καυσίμων (γύρω στα 25 δολάρια το βαρέλι το πετρέλαιο brent), της ασθενούς οικονομικής δραστηριότητας (αύξηση του ΑΕΠ της Ευρωζώνης μόλις 0,8% το 2002) και της μεγάλης ανόδου του ευρώ η μέση ισοτιμία του οποίου έναντι του δολαρίου ΗΠΑ τον Ιανουάριο, Φεβρουάριο και Μάρτιο του 2003 ήταν αντίστοιχα 1,062, 1,077 και 1,081. Ο εναρμονισμένος δείκτης (HICP) με τον οποίο μετράται ο πληθωρισμός στην Ευρωζώνη εκτιμάται ότι έμεινε στάσιμος το Μάρτιο στο 2,4%. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των μισθών ανά εργαζόμενο το τρίτο τρίμηνο του 2002 παρέμεινε αμετάβλητος στο 2,7%. Η ανεργία στην Ευρωζώνη αυξήθηκε το Φεβρουάριο στο 8,7% του εργατικού δυναμικού από 8,6% τον Ιανουάριο. Παρά την αντίδραση των συνδικάτων, η ΕΚΤ συνεχίζει να αποδίδει έμφαση όχι μόνο στη συγκράτηση των μισθών και την απελευθέρωση των αγορών εργασίας και προϊόντων αλλά και στην έγκαιρη αντιμετώπιση του προβλήματος της γήρανσης του πληθυσμού που αποτελεί ωρολογιακή βόμβα για το σύστημα κοινωνικής ασφάλισης και κατ' επέκταση για τα δημόσια οικονομικά.

Σύμφωνα με το άρθρο «**The need for comprehensive reforms to cope with population ageing**», ECB April 2003 Monthly Bulletin): **1)** προβλέψεις του Eurostat για τη ζώνη του ευρώ δείχνουν ότι ο λόγος μεταξύ των ηλικιών 65 και άνω και 15-64, που ήταν 25% το έτος 2000, θα ξεπεράσει το 50% το έτος 2050 λόγω της υπογεννητικότητας και της αύξησης του μέσου όρου διάρκειας της ζωής. Αυτό με τη σειρά του θα επιβαρύνει τη σχέση

συνταξιούχων-εργαζομένων με συνέπεια την εμφάνιση τεράστιων ελλειμμάτων στους οργανισμούς κοινωνικής ασφάλισης **2)** τα ελλείμματα θα καλυφθούν από τον κρατικό προϋπολογισμό με αποτέλεσμα την αποσταθεροποίηση των δημόσιων οικονομικών και της οικονομίας γενικότερα. Σύμφωνα με μελέτη του ECOFIN, που πραγματοποιήθηκε από την ομάδα εργασίας γήρανσης του πληθυσμού της Επιτροπής Οικονομικής Πολιτικής, η αύξηση της δαπάνης του κρατικού προϋπολογισμού για δημόσιες συντάξεις σε πολλές χώρες της Ευρωζώνης μέχρι το έτος 2050 θα ανέλθει μεταξύ 3% και 6% του ΑΕΠ. Σε αυτό το ποσοστό πρέπει να προστεθεί ένα άλλο 2% έως 4% του ΑΕΠ για την κάλυψη ελλειμμάτων των ταμείων υγείας και κοινωνικής φροντίδας. Η μέση επιβάρυνση του ΑΕΠ το έτος 2000 για συντάξεις, δαπάνες υγείας και μακροπρόθεσμη κοινωνική φροντίδα ανήρχετο στο 18% του ΑΕΠ της Ευρωζώνης. Το έτος 2040 η επιβάρυνση αυτή αναμένεται να ανέλθει στο 25,5% του ΑΕΠ και να παραμείνει στο ποσοστό αυτό μέχρι το 2050 **3)** Εάν δεν ληφθούν μέτρα τα ελλείμματα θα καλυφθούν με πρόσθετους φόρους με συνέπεια την πτώση της οικονομικής δραστηριότητας και τη μεγάλη αύξηση της ανεργίας **4)** προτείνεται: **4α)** η προώθηση των ανταποδοτικών συστημάτων, δηλαδή η άμεση σχέση μεταξύ παροχών και εισφορών με κατεύθυνση τη μείωση των εισφορών μακροπρόθεσμα ώστε να μειωθεί το μη μισθολογικό κόστος εργασίας, να αυξηθεί η ανταγωνιστικότητα και η απασχόληση **4β)** η αύξηση των ορίων ηλικίας συνταξιοδότησης και ο περιορισμός των κινήτρων για πρόωρη συνταξιοδότηση **4γ)** η μετάβαση από τα μη κεφαλαιοποιητικά ή αναδιανεμητικά συστήματα στα κεφαλαιοποιητικά συστήματα κοινωνικής ασφάλισης και η παράλληλη λειτουργία ιδιωτικών ασφαλιστικών προγραμμάτων για την παροχή συμπληρωματικής σύνταξης και την κάλυψη των επιπρόσθετων δαπανών υγείας **4δ)** η κατάργηση των αυστηρών κανονισμών εργασίας, ώστε να αυξηθεί η απασχόληση και κατά συνέπεια οι εισφορές που θα στηρίζουν το δημόσιο σύστημα κοινωνικής ασφάλισης. Σε παρόμοια κατεύθυνση κινήθηκαν και οι επισημάνσεις του Διοικητή της ΤτΕ κατά την παρουσίαση της ετήσιας έκθεσης με συνέπεια να υπάρξει άμεση αντίδραση της ΓΣΕΕ.

► Το Δ.Σ της ΕΚΤ στη συνεδρίασή του της **8.5.2003** διατήρησε αμετάβλητα τα επιτόκια. Μετά το τέλος του πολέμου στο Ιράκ, οι σημαντικοί γεωπολιτικοί κίνδυνοι και οι τιμές του πετρελαίου μειώθηκαν με συνέπεια να δημιουργούνται οι προϋποθέσεις για μια οικονομική ανάκαμψη. Η ΕΚΤ, όμως, δεν αναμένει την έναρξη αυτής της ανάκαμψης παρά μόνον στα τέλη του τρέχοντος έτους με επιτάχυνση το 2004. Ο πληθωρισμός υποχώρησε τον Απρίλιο στο 2,1% από 2,4% το Μάρτιο ενώ η αύξηση του ΑΕΠ της Ευρωζώνης το τελευταίο τρίμηνο του 2002 εκτιμάται ότι ανήλθε μόλις στο 0,1%. Ο μέσος κινητός τριών μηνών του Μ3 για την περίοδο Ιανουάριος-Μάρτιος 2003 αυξήθηκε κατά 7,7% έναντι 7,3% το προηγούμενο τρίμηνο αλλά και αυτή η αύξηση αποδόθηκε στην επικρατούσα αβεβαιότητα στις αγορές και στη στροφή των επενδύσεων σε περισσότερες ασφαλείς και ρευστοποιήσιμες τοποθετήσεις. Από τα συμφραζόμενα προέκυπτε ότι το Δ.Σ της ΕΚΤ θα μείωνε τα επιτόκια στην επόμενη συνεδρίασή του.

► Στη συνεδρίαση της **8.5.2003** το Δ.Σ της ΕΚΤ συζήτησε και τη **στρατηγική της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος**. Είχε διαφανεί από μακρού ότι ο στόχος 4,5% για την αύξηση του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους Μ3 δεν ήταν πραγματοποιήσιμος. Το γεγονός αυτό υπέσκαπτε την αξιοπιστία της ΕΚΤ. Επίσης, το τελευταίο διάστημα απασχολούσε έντονα τους αναλυτές ο κίνδυνος αποπληθωρισμού. Στις δύο αυτές επισημάνσεις ήλθε να απαντήσει το Δ.Σ της ΕΚΤ που αποφάσισε: **1)** σύμφωνα με τα ισχύοντα η σταθερότητα των τιμών ορίζεται ως η ετήσια αύξηση του ΕνΔΤΚ (HICP) για τη ζώνη του ευρώ με ρυθμό χαμηλότερο του 2%. Η σταθερότητα των τιμών πρέπει να διατηρείται μεσοπρόθεσμα. Ο ορισμός αυτός επιβεβαιώνεται αλλά ταυτόχρονα το Δ.Σ συμφώνησε ότι στο πλαίσιο της σταθερότητας των τιμών θα επιδιώκει να διατηρήσει τον πληθωρισμό σε επίπεδα πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα προκειμένου να παράσχει επαρκές επίπεδο ασφάλειας έναντι των κινδύνων αποπληθωρισμού. Επίσης θα εξετασθεί το ζήτημα της ενδεχόμενης ύπαρξης μεροληψίας ως προς τον τρόπο μέτρησης του ΕνΔΤΚ, καθώς και οι επιπτώσεις των διαφορών πληθωρισμού εντός της ζώνης του ευρώ **2)** η εισαγωγική δήλωση του Προέδρου θα αρχίζει με την οικονομική ανάλυση, δηλαδή με τον δεύτερο πυλώνα, και στη συνέχεια θα ακολουθεί η νομισματική ανάλυση του πρώτου πυλώνα. Η τιμή αναφοράς για τη νομισματική επέκταση δεν θα επανεξετάζεται σε ετήσια βάση. Με τον τρόπο αυτό επιχειρήθηκε η σχετική υποβάθμιση του Μ3 αν και ο Πρόεδρος Βιμ Ντέεζενμπερχ στη συνέντευξή του της 5.6.2003 απαντώντας σε ερώτηση δημοσιογράφου δήλωσε: δεν υπάρχει νέος ρόλος για το Μ3. Απλά αντιστρέψαμε τη σειρά συζήτησης των δύο πυλώνων της

στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος διότι η προηγούμενη σειρά αντιμετωπιζόταν σαν κατάταξη και υπεροχή του Μ3. Η στρατηγική δεν άλλαξε.

► Το Δ.Σ της ΕΚΤ στη συνεδρίασή του της **5 Ιουνίου 2003 αποφάσισε να μειώσει τα επιτόκια κατά 0,50%**. Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης μειώθηκε από 2,50 στο **2%**, το επιτόκιο διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης από 3,50% σε **3%** και το επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων από 1,50% σε **1%**. Τα μέλη του Δ.Σ επηρεάστηκαν από τις συνεχείς πιέσεις των πολιτικών για μείωση των επιτοκίων και από την ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ότι το πρώτο τρίμηνο του 2003 ο ρυθμός ανάπτυξης της Ευρωζώνης ήταν σχεδόν μηδενικός. Ο Πρόεδρος της ΕΚΤ στην καθιερωμένη συνέντευξη τύπου που ακολούθησε επισήμανε: α) η απόφαση είναι σύμφωνη με τη στρατηγική μας για τη διατήρηση του πληθωρισμού πλησίον του 2% και ταυτόχρονα λάβαμε υπόψη τους κινδύνους από τη μείωση της οικονομικής δραστηριότητας β) ειδικότερα, από την οικονομική ανάλυση προέκυψε ότι η αύξηση του ΑΕΠ το πρώτο τρίμηνο του 2003 ήταν υποτονική και θα παραμείνει υποτονική όλο το πρώτο εξάμηνο του έτους. Μία μικρή και βαθμιαία αύξηση του ΑΕΠ θα πραγματοποιηθεί το δεύτερο εξάμηνο αλλά μεγαλύτερη αναμένεται το νέο έτος. Όσον αφορά τον εξωτερικό τομέα, η αναμενόμενη αύξηση της ζήτησης θα εξουδετερωθεί από το ανατιμημένο ευρώ. Στον εσωτερικό τομέα, αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης θα υπάρξει το δεύτερο εξάμηνο του 2003 και μετά και θα προέλθει από την αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος που θα προκύψει από τις μειωμένες τιμές των εισαγόμενων αγαθών και το χαμηλότερο ρυθμό πληθωρισμού γ) στο πλαίσιο της νομισματικής ανάλυσης, παρατηρούμε μία επιμονή στην αύξηση του Μ3 που οφείλεται, όμως, στην αλλαγή των προτιμήσεων των επενδυτών για βραχυπρόθεσμες, ρευστοποιήσιμες και ασφαλείς τοποθετήσεις που περιλαμβάνονται στο Μ3. Αυτή η τάση θα υποχωρήσει στο μέλλον στο μέτρο που θα μειώνεται η αβεβαιότητα στις αγορές δ) η αποφασισθείσα μείωση φέρει τα επιτόκια στο χαμηλότερο επίπεδο από το 1948. Είναι η σειρά τώρα των δημοσιονομικών και διαρθρωτικών πολιτικών για να συμβάλουν στην επίτευξη της οικονομικής ανάκαμψης. Πράγματι, όπως προέκυψε από τα στατιστικά στοιχεία της Ευρωζώνης ο πληθωρισμός υποχώρησε το Μάιο στο 1,9% από 2,1% τον Απρίλιο ενώ σύμφωνα με τις εκτιμήσεις το ΑΕΠ κατέγραφε ρυθμούς αύξησης πλησίον του μηδέν. Κίνδυνος, όμως, αποπληθωρισμού δεν υπήρχε. Μεταξύ τέλους Απριλίου και 4 Ιουνίου οι τιμές των μετοχών, σύμφωνα με τον ευρύτερο δείκτη Dow Jones EURO STOXX, αυξήθηκαν κατά 4%. Αρνητικές προοπτικές υπήρχαν για τα δημοσιονομικά στοιχεία. Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ο μέσος όρος του ελλείμματος της Γενικής Κυβέρνησης της Ευρωζώνης θα αυξηθεί το 2003 στο 2,5% του ΑΕΠ από 2,2% το 2002 ενώ το δημόσιο χρέος σε 69,9% του ΑΕΠ από 69,1% το 2002. Το πρώτο τρίμηνο του 2003, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Ευρωζώνης κατέγραψε έλλειμμα 2,1 δισεκ. ευρώ έναντι πλεονάσματος 12 δισεκ. το πρώτο τρίμηνο του 2002. Το έλλειμμα προήλθε από τη μείωση του πλεονάσματος του εμπορικού ισοζυγίου (από 26,7 δισεκ. το πρώτο τρίμηνο του 2002 σε 14,3 δισεκ. το πρώτο τρίμηνο του 2003) και από την αύξηση του ελλείμματος εισοδημάτων (από 7,4 σε 13,8 δισεκ. ευρώ). Επόμενα, η πτώση του πληθωρισμού και η άσχημη οικονομική κατάσταση της Ευρωζώνης, διευκόλυναν την ΕΚΤ να μειώσει τα επιτόκια κατά 0,50%.

► Το Δ.Σ της ΕΚΤ στη συνεδρίασή του της **10.7.2003** αποφάσισε όπως αφήσει αμετάβλητα τα επιτόκια. Όσον αφορά την οικονομική ανάλυση προκύπτει ότι σύμφωνα με εκτιμήσεις το ΑΕΠ της Ευρωζώνης παρέμεινε υποτονικό και το δεύτερο τρίμηνο του 2003 ύστερα από την πολύ μικρή αύξηση (0,1%) που κατέγραψε το πρώτο τρίμηνο. Ο χαμηλός, όμως, πληθωρισμός και το ιστορικά χαμηλό επίπεδο επιτοκίων θα αυξήσουν το διαθέσιμο εισόδημα και την δανειοληπτική ικανότητα με αποτέλεσμα να αναμένεται μία ανεπαίσθητη ανάκαμψη της οικονομίας το δεύτερο εξάμηνο και μεγαλύτερη το 2004. Ο πληθωρισμός θα κυμανθεί σύμφωνα με το νέο ορισμό γύρω στο 2% και θα πέσει κάτω από το 2% το 2004. Η προσωρινή αύξηση αυτού τον Ιούνιο οφείλεται στην πτώση της ισοτιμίας του ευρώ, στην αύξηση των τιμών των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής και την αύξηση των τιμών του πετρελαίου. Πράγματι, είχε προεξοφληθεί η αύξηση της προσφοράς πετρελαίου λόγω της αναμενόμενης τροφοδοσίας της διεθνούς αγοράς από το Ιράκ μετά την άρση των διεθνών κυρώσεων από τον ΟΗΕ. Για το λόγο αυτό, οι τιμές είχαν μειωθεί. Όταν κατέστη σαφές ότι η μεταπολεμική εκμετάλλευση του Ιρακινού πετρελαίου θα αργούσε οι τιμές ανέβηκαν και κινήθηκαν από 27 έως 30 δολάρια το βαρέλι. Η ανεργία στην Ευρωζώνη είχε σταθεροποιηθεί σε υψηλά επίπεδα παραμένοντας τον Απρίλιο και το Μάιο στο 8,8%. Οι δείκτες της ιδιωτικής

κατανάλωσης παρείχαν συγκεχυμένες ενδείξεις. Οι λιανικές πωλήσεις αυξήθηκαν κατά 1,5% τον Απρίλιο σε μηνιαία βάση. Εν τούτοις, τα διαχρονικά στοιχεία των λιανικών πωλήσεων παρουσίαζαν μία μεγάλη μεταβλητότητα με μεγάλες αυξήσεις τον Ιανουάριο και τον Απρίλιο και μειώσεις το Φεβρουάριο και το Μάρτιο. Η βιομηχανική παραγωγή αυξήθηκε σε μηνιαία βάση τον Απρίλιο κατά 0,5% μετά από μία μείωση το Μάρτιο. Ο μέσος κινητός τριών μηνών της βιομηχανικής παραγωγής της περιόδου Φεβρουάριος-Απρίλιος 2003 παρέμεινε στο 0,2%, όσος ήταν και το πρώτο τρίμηνο του έτους. Όσον αφορά τη νομισματική ανάλυση ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του Μ3 μειώθηκε το Μάιο στο 8,5% από 8,6% τον Απρίλιο. Ο μέσος κινητός τριών μηνών της ετήσιας αύξησης για την περίοδο Μάρτιος-Μάιος 2003 ήταν στο 8,3% από 8,2% το προηγούμενο τρίμηνο. Η συνέχιση της δυναμικής του Μ3 τον Απρίλιο και το Μάιο -δηλαδή και μετά την άρση των γεωπολιτικών εντάσεων και της μεταβλητότητας στα χρηματιστήρια- πιθανόν να οφείλεται στο χαμηλό κόστος της διακράτησης του χρήματος. Επί πλέον η αύξηση της μεταβλητότητας στις ομολογιακές αγορές το Μάιο συνδέεται με τη πτώση των αποδόσεων των ομολόγων σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Αναλύοντας τα συστατικά του Μ3 παρατηρούμε α) το Μ1 αυξήθηκε το Μάιο κατά 11,4%. Ειδικότερα, η κυκλοφορία των τραπεζογραμματίων και κερμάτων ευρώ μειώθηκε το Μάιο κατά 34,3% ενώ οι τοποθετήσεις μιας ημέρας αυξήθηκαν κατά 8,3% β) ο ετήσιος ρυθμός των βραχυπρόθεσμων καταθέσεων αυξήθηκε κατά 5,8% γ) ο ετήσιος ρυθμός των διαπραγματεύσιμων μίσων μειώθηκε κατά 8,9%. Ο ετήσιος ρυθμός των πιστώσεων προς τους κατοίκους της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε κατά 4,9% το Μάιο (Γενική Κυβέρνηση +4,55, ιδιωτικός τομέας +5,1%). Αν και οι αποδόσεις των δεκαετών ομολόγων της Ευρωζώνης και των ΗΠΑ είχαν πέσει σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, στα μέσα του Ιουνίου υπήρξε μία θεαματική αύξηση στο 4% και 3,7% αντίστοιχα εκφράζοντας τις προσδοκίες των επενδυτών για τη μελλοντική βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας.

► Το Δ.Σ της ΕΚΤ στη συνεδρίασή του της **31.7.2003** αποφάσισε να αφήσει αμετάβλητα τα επιτόκια. Όσον αφορά την οικονομική ανάλυση επαναλάμβανε ότι η οικονομική δραστηριότητα της Ευρωζώνης ήταν υποτονική (πρώτο τρίμηνο +0,1%) αλλά η αύξηση της εξωτερικής ζήτησης, που αναμενόταν λόγω της ανάκαμψης σε πολλές περιοχές του πλανήτη, θα συνέβαλλε στη βελτίωση των ρυθμών οικονομικής προόδου ιδιαίτερα το 2004. Ο εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή έπεσε τον Ιούλιο στο 1,9% από 2% τον Ιούνιο και με τον τρόπο αυτό επετεύχθη ο στόχος για πληθωρισμό κάτω αλλά κοντά στο 2% ώστε να αποφευχθεί η απειλή του αποπληθωρισμού. Η ισοτιμία του ευρώ εξακολούθησε να υποχωρεί καθώς αναμενόταν μία ισχυρή ανάκαμψη της οικονομίας των ΗΠΑ το δεύτερο εξάμηνο του 2003. Η ανεργία παρέμεινε στα ίδια επίπεδα ενώ τα εποχικά προσαρμοσμένα στοιχεία του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών το Μάιο έδειξαν ένα πλεόνασμα 2 δισεκ. ευρώ έναντι ελλείμματος 1 δισεκ. τον Απρίλιο. Σχετικά με την νομισματική ανάλυση, ο μέσος κινητός τριών μηνών του Μ3 την περίοδο Απρίλιος-Ιούνιος 2003 αυξήθηκε ελαφρά στο 8,5% από 8,4% το προηγούμενο τρίμηνο. Η συνεχιζόμενη ισχυρή νομισματική επέκταση οφείλεται κατά κύριο λόγο στο χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων.

► Το Δ.Σ της ΕΚΤ στη συνεδρίασή του της **4.9.2003** άφησε αμετάβλητα τα επιτόκια. Ο Αντιπρόεδρος της ΕΚΤ Λουκάς Παπαδήμος, ο οποίος προηδρεύσε της συνεδρίασης, τόνισε τα εξής στην καθιερωμένη συνέντευξη τύπου: α) όσον αφορά την οικονομική ανάλυση, η οικονομική δραστηριότητα υπήρξε πολύ ασθενής με την αύξηση του ΑΕΠ να εγγίζει το 0. Εν τούτοις, η άνοδος της εμπιστοσύνης και οι πρόσφατες εξελίξεις στις αγορές ενισχύουν το σενάριο για σταδιακή μικρή αύξηση του ΑΕΠ το δεύτερο εξάμηνο και μεγαλύτερη το 2004. Σε αυτό συνηγορεί η παρατηρούμενη διεθνής ανάκαμψη που θα αυξήσει τις εξαγωγές της Ευρωζώνης και οι εξελίξεις στο εσωτερικό που η αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος λόγω του ελεγχόμενου πληθωρισμού ο οποίος από 2,1% τον Αύγουστο αναμένεται να μειωθεί στο άμεσο μέλλον και της ενισχυμένης ισοτιμίας του ευρώ θα αυξήσει τη ζήτηση και το γεγονός ότι συνεχίζονται οι προσπάθειες των επιχειρήσεων να καταστούν ανταγωνιστικές και αποδοτικές σε συνδυασμό με τα χαμηλά επιτόκια που αποτελούν κίνητρο για νέες επενδύσεις. Όμως, δεν έχουν εκλείψει οι κίνδυνοι από το υψηλό επίπεδο των τιμών του πετρελαίου και από τη μη τήρηση από ορισμένες χώρες του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης β) όσον αφορά τη νομισματική ανάλυση, υφίσταται πλεονάζουσα ρευστότητα, περισσότερη μάλιστα απ' ό,τι χρειάζεται η αγορά, αλλά αυτό δεν δημιουργεί ανησυχία για τη σταθερότητα των τιμών λαμβανομένης υπόψη της ασθενούς οικονομικής δραστηριότητας. Περισσότερη προσοχή πρέπει να αποδοθεί στην νομισματική επέκταση όταν η οικονομία της Ευρωζώνης αρχίσει να ανακάμπτει με ταχείς ρυθμούς οπότε θα δημιουργηθούν πληθωριστικές πιέσεις γ) τα υγιή

δημόσια οικονομικά συμβάλλουν όχι μόνο στη σταθερότητα των τιμών αλλά και σε μακροπρόθεσμη ανάπτυξη. Οι στρατηγικές δημοσιονομικής εξυγίανσης οδήγησαν στο παρελθόν σε μεγαλύτερη παρά σε μικρότερη ανάπτυξη. Η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική μπορεί να επηρεάσει θετικά την ανάπτυξη με την προϋπόθεση ότι δεν δημιουργούνται υπερβολικά ελλείμματα δ) δεν υπάρχει προς το παρόν σκέψη για μείωση των επιτοκίων. Κάθε μήνα η ΕΚΤ αξιολογεί τα διαθέσιμα στοιχεία και ανάλογα αποφασίζει. Σύμφωνα τώρα με τα στοιχεία του μηνιαίου δελτίου της ΕΚΤ μηνός Σεπτεμβρίου του 2003 τα μεγέθη αναπτύσσονται ως εξής: 1) στον οικονομικό τομέα, ο πληθωρισμός (HICP) ανήλθε τον Αύγουστο στο 2,1% από 1,9% τον Ιούλιο, το ΑΕΠ παρουσιάζει μηδενική αύξηση το δεύτερο τρίμηνο, ο PMI (Purchasing Managers Index) αυξήθηκε στο 49,1 τον Αύγουστο από 48 τον Ιούλιο, η ανεργία τον Ιούλιο παρέμεινε στάσιμη στο 8,9%, ο δείκτης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την εμπιστοσύνη των καταναλωτών ήταν τον Ιούλιο -7 έναντι -8 τον Ιούνιο και ο δείκτης βιομηχανικής εμπιστοσύνης για τους ίδιους μήνες ήταν αντίστοιχα -8 και -6. Συνεχίζεται η επιδείνωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων με τη Γερμανία και τη Γαλλία να σπάζουν το φράγμα του 3% του ΑΕΠ του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Οι συνδυασμένες καθαρές εισροές στην Ευρωζώνη από άμεσες επενδύσεις και επενδύσεις χαρτοφυλακίου τον Ιούνιο του 2003 έφθασαν τα 38,2 δισεκ. ευρώ 2) στον νομισματικό και χρηματοοικονομικό τομέα, ο μέσος κινητός τριών μηνών του M3 της περιόδου Μάιος-Ιούλιος 2003 παρέμεινε σταθερός στο 8,5% όσο ήταν και το προηγούμενο τρίμηνο ενώ τον Ιούλιο ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M3 ήταν στο 8,5 έναντι 8,4% τον προηγούμενο μήνα. Οι αλλαγές των χαρτοφυλακίων, παρά τη μείωση των γεωπολιτικών εντάσεων, ήταν περιορισμένες. Επιφυλακτικοί παραμένουν οι ιδιώτες επενδυτές για μαζικές τοποθετήσεις στα χρηματιστήρια μετά τις τεράστιες απώλειες τα τελευταία χρόνια. Εν τούτοις, την περίοδο τέλος Ιουλίου με 3 Σεπτεμβρίου ο δείκτης Dow Jones Euro Stoxx αυξήθηκε κατά 6% ενώ ανοδικά κινήθηκε και ο ευρύτερος δείκτης των ΗΠΑ Standards and Poor's 500 που αυξήθηκε κατά 4%. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της νομισματικής κυκλοφορίας (M1) έπεσε τον Ιούλιο στο 30,3% έναντι 39,1% το πρώτο τρίμηνο του 2003. Εντυπωσιακή άνοδο παρουσίασε ο ετήσιος μέσος ρυθμός αύξησης του άληκτου ποσού των εταιρικών δανείων των μη NXI που το δεύτερο τρίμηνο έφθασε στο 12,7% από 6,6% το πρώτο τρίμηνο του 2003. Τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια της λιανικής τραπεζικής έπεσαν τον Ιούλιο στο χαμηλότερο επίπεδο από το 1990 ενώ οι αποδόσεις των δεκάχρονων κυβερνητικών ομολόγων στις 3/9 ήταν 4,4% για τη ζώνη του ευρώ και 4,6% για τις ΗΠΑ.

► Το Δ.Σ της ΕΚΤ στη συνεδρίασή του της **2.10.2003** άφησε αμετάβλητα τα επιτόκια. Όσον αφορά την οικονομική ανάλυση: το ΑΕΠ της Ευρωζώνης παρέμεινε στάσιμο το πρώτο εξάμηνο. Σύμφωνα με εκτίμηση του Eurostat το πραγματικό ΑΕΠ μειώθηκε κατά 0,1% σε τριμηνιαία βάση το δεύτερο τρίμηνο του 2003 και η βιομηχανική παραγωγή (χωρίς τις κατασκευές) αυξήθηκε μόλις κατά 0,1% τον Ιούλιο σε μηνιαία βάση μετά από μηδενική αύξηση τον Ιούνιο. Ο δείκτης βιομηχανικής εμπιστοσύνης αυξήθηκε τον Αύγουστο και τον Σεπτέμβριο ενώ αύξηση παρουσίασε τον Σεπτέμβριο και για τρίτο συνεχή μήνα ο Purchasing Managers' Index. Οι λιανικές πωλήσεις αυξήθηκαν οριακά τον Ιούνιο κατά 0,1% ενώ η ανεργία παρέμεινε τον Αύγουστο στο 8,8% του εργατικού δυναμικού. Την 1^η Οκτωβρίου το ευρώ σε σχέση με το δολάριο ήταν στο 1,17 δηλαδή 6,8% υψηλότερα από το τέλος Αυγούστου και 23,4% πάνω από τον μέσο όρο του 2002. Την ίδια ημερομηνία η ονομαστική πραγματική ισοτιμία (nominal effective exchange rate) του ευρώ, όπως μετρείται έναντι των νομισμάτων των 12 μεγαλύτερων εμπορικών εταίρων, ανατιμήθηκε κατά 3% συγκριτικά με το επίπεδο αυτής τέλους Αυγούστου και κατά 12,9% σε σχέση με τον μέσο όρο του 2002. Οι συνδυασμένες άμεσες επενδύσεις και επενδύσεις χαρτοφυλακίου εμφάνισαν τον Ιούλιο καθαρή εκροή 38,9 δισεκ. ευρώ. Κατά το μεγαλύτερο μέρος αφορούσαν εκροές σε ομόλογα και έντοκα γραμμάτια. Αντίθετα, οι επενδύσεις σε μετοχές και στην αγορά χρήματος κατέγραψαν πλεόνασμα. Τελικά, το έλλειμμα του λογαριασμού άμεσων επενδύσεων για τον Ιούλιο ανήλθε σε 3,6 δισεκ. ευρώ. Σχετικά με την νομισματική ανάλυση: ο ετήσιος ρυθμός του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους M3 έπεσε τον Αύγουστο στο 8,2% από 8,6% τον Ιούλιο. Ο μέσος κινητός των τριών μηνών για την περίοδο Ιούνιος-Αύγουστος μειώθηκε ελαφρά στο 8,4% από 8,5% το προηγούμενο τρίμηνο. Ο εναρμονισμένος δείκτης των τιμών καταναλωτή έμεινε αμετάβλητος το Σεπτέμβριο στο 2,1%. Ο δείκτης των μισθών που προέκυψαν μετά από διαπραγματεύσεις μειώθηκε σε ετήσιους ρυθμούς στο 2,7% το δεύτερο τρίμηνο του 2003 από 2,7% το πρώτο τρίμηνο.

► Το Δ.Σ της ΕΚΤ στη συνεδρίασή του της **6.11.2003**, στην οποία προήδρευσε για πρώτη φορά ο νέος Πρόεδρος της ΕΚΤ Ζαν-Κλωντ Τρισέ, αποφάσισε όπως αφήσει αμετάβλητα τα επιτόκια. Όσον αφορά την οικονομική ανάλυση: πρόσφατα στοιχεία δείχνουν μία ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας από την οποία ωφελείται και η οικονομία της Ευρωζώνης η οποία αναμένεται να ανακάμψει περισσότερο κατά το νέο έτος όπως αντανακλάται στο αυξανόμενο επίπεδο εμπιστοσύνης των επιχειρηματικών ερευνών, των προπορευόμενων δεικτών (leading indicators) και των προβλέψεων των αναλυτών. Τα στοιχεία της παραγωγής δείχνουν μία θετική αύξηση του ΑΕΠ το τρίτο τρίμηνο του έτους. Η εμπιστοσύνη των παραγωγών και των καταναλωτών όπως και η χρησιμοποίηση των μέσων παραγωγής (capacity utilisation) έχουν αυξηθεί. Ο πληθωρισμός (HICP) τον Οκτώβριο προβλέπεται να μειωθεί στο 2,1% από 2,2% τον Σεπτέμβριο (τελικά μειώθηκε στο 2%). Εν τούτοις παραμένουν οι κίνδυνοι από τις υψηλές τιμές του πετρελαίου (γύρω στα 30 δολάρια το βαρέλι), την αύξηση των τιμών των τροφίμων και των οπωροκηπευτικών και τις αναμενόμενες το νέο έτος αυξήσεις των εμμέσων φόρων και των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ. Όμως, η υψηλή ισοτιμία του ευρώ αντισταθμίζει τις συνθήκες από την μεγάλη αύξηση των τιμών του πετρελαίου και των εισαγομένων αγαθών ενώ οι μεσοπρόθεσμες προοπτικές για τον πληθωρισμό είναι ευνοϊκές υπό την προϋπόθεση ότι οι αυξήσεις των μισθών θα κινηθούν σε λογικά επίπεδα. Όσον αφορά τη νομισματική ανάλυση: αν και η αύξηση τους προηγούμενους μήνες του ευρύτερου μεγέθους M3 ήταν αρκετά μεγάλη, παρατηρείται μια τάση μείωσης αυτού. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M3 έπεσε το Σεπτέμβριο στο 7,4% από 8,2% τον Αύγουστο. Ο μέσος κινητός των τριών μηνών της ετήσιας αύξησης του M3 για την περίοδο Ιούλιος-Σεπτέμβριος μειώθηκε στο 8,1% από 8,4% το προηγούμενο τρίμηνο. Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων αυξήθηκαν τον Οκτώβριο κατά 40 εκατοστιαίες μονάδες. Αύξηση παρουσίασαν και οι τιμές των μετοχών. Στο διάστημα τέλος Σεπτεμβρίου μέχρι τις 5 Νοεμβρίου ο δείκτης Dow Jones EURO STOXX αυξήθηκε κατά 9% έναντι αύξησης 6% που σημείωσε το ίδιο διάστημα ο δείκτης των ΗΠΑ Standard and Poor's. Το Δ.Σ της ΕΚΤ επέμεινε για μια ακόμη φορά στην πιστή τήρηση του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης (Σ.Σ.Α) που αποτελεί τον ακρογωνιαίο λίθο στήριξης της νομισματικής πολιτικής και του ενιαίου νομίσματος. Όμως τόσο η ΕΚΤ όσο και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα υποστούν ήττα στο Συμβούλιο ECOFIN που δεν θα επιβάλλει τελικά κυρώσεις στη Γερμανία και τη Γαλλία που για τρίτο συνεχή χρόνο το ετήσιο δημοσιονομικό τους έλλειμμα υπερέρβη το 3% του ΑΕΠ. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή είχε υποβάλλει κείμενο συστάσεων που ανέφερε και την επιβολή προστίμων στις δύο ανωτέρω χώρες. Την 24.11.2003 η Ιταλική Προεδρία κατέθεσε στο Eurogroup (το όργανο που αποτελείται από τους υπουργούς οικονομίας μόνο των κρατών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ) σχέδιο κειμένου συμπερασμάτων το οποίο αναγνώριζε την υποχρέωση της Γερμανίας και της Γαλλίας να μειώσουν τα ελλείμματα αυτών κάτω από το 3% του ΑΕΠ με βάση συγκεκριμένο χρονοδιάγραμμα χωρίς όμως το κείμενο αυτό να συνοδεύεται από την απειλή επιβολής κυρώσεων όπως προέβλεπε το Σ.Σ.Α. Στην ανεπίσημη αυτή ψηφοφορία η Ελλάδα ψήφισε υπέρ της πρότασης της Προεδρίας. Την 25.11.2003 συνήλθε το ECOFIN (το όργανο που είναι αρμόδιο για τη λήψη απόφασης και στο οποίο συμμετέχουν όλοι οι υπουργοί οικονομίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης). Η προεδρία έθεσε σε ψηφοφορία το κείμενο επίκλησης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής το οποίο απορρίφθηκε διότι δεν συγκέντρωσε την απαιτούμενη ειδική πλειοψηφία των δύο τρίτων. Υπέρ ψήφισαν οκτώ κράτη μέλη (Ελλάδα, Αυστρία, Βέλγιο, Δανία, Φινλανδία, Κάτω Χώρες, Ισπανία, Σουηδία) και κατά επτά (Γερμανία, Γαλλία, Ηνωμένο Βασίλειο, Ιταλία, Ιρλανδία, Λουξεμβούργο, Πορτογαλία). Στην συμβιβαστική πρόταση της Ιταλικής Προεδρίας (μόνο χώρες του Eurogroup) υπέρ ψήφισαν η Ιταλία, Γαλλία, Γερμανία, Ιρλανδία, Βέλγιο και Ελλάδα (σύνολο σταθμισμένων ψήφων 50) και κατά η Αυστρία, Φινλανδία, Κάτω Χώρες, Ισπανία (σύνολο ψήφων 20). Η πρόταση αυτή περιείχε τη δέσμευση της Γερμανίας να μειώσει το δημοσιονομικό της έλλειμμα κατά 0,6% του ΑΕΠ το 2004 και κατά 0,5% το 2005 και τη δέσμευση της Γαλλίας να μειώσει το έλλειμμά της κατά 0,75% το 2004 και κατά 0,70% το 2005. Ουσιαστικά παραβιάστηκε το Σ.Σ.Α. Η ΕΚΤ αντέδρασε στην παραβίαση αυτή με ανακοίνωσή της στις 25.11.2003. Το ΔΣ αυτής εξέφρασε τη βαθιά του λύπη για την απόρριψη των προτάσεων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και τόνισε ότι η απόφαση του ECOFIN ενέχει σοβαρούς κινδύνους για την αξιοπιστία του θεσμικού πλαισίου και την εμπιστοσύνη στα υγιή δημόσια οικονομικά των κρατών μελών της Ευρωζώνης. Λαμβάνει υπόψη τις δεσμεύσεις της Γαλλίας και της Γερμανίας να επαναφέρουν τα δημοσιονομικά τους ελλείμματα εντός του ορίου του Σ.Σ.Α το αργότερο μέχρι τα τέλη του 2005 και προτρέπει τις κυβερνήσεις να τιμήσουν τις υποχρεώσεις τους. Είναι απαραίτητο να

αναληφθεί άμεση δράση ώστε να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη στην οικονομία της Ευρωζώνης.

► Το Δ.Σ της ΕΚΤ στη συνεδρίασή του της **4.12.2003** αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα κρίνοντας για μια ακόμα φορά ότι η παρούσα κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής είναι κατάλληλη για να εξασφαλίσει τη σταθερότητα των τιμών. Όσον αφορά την οικονομική ανάλυση: α) τα τελευταία στοιχεία δείχνουν ότι η παγκόσμια οικονομία ευρίσκεται σε φάση ανάκαμψης από την οποία επωφελείται και η οικονομία της Ευρωζώνης. Το τρίτο τρίμηνο του 2003 το ΑΕΠ της Ευρωζώνης αυξήθηκε κατά 0,4% ύστερα από τρία τρίμηνα στασιμότητας. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κύρια στην αύξηση των εξαγωγών. Η βιομηχανική παραγωγή με βάση τον μέσο όρο των τελευταίων τριών μηνών δείχνει κάποια δειλή άνοδο. Η εμπιστοσύνη των βιομηχανιών και των καταναλωτών είναι συνέχεια ανοδική β) η ανεργία παρέμεινε και τον Οκτώβριο στο 8,8% του εργατικού δυναμικού δηλαδή αμετάβλητη από τον Μάρτιο του 2003 γ) τα δημόσια οικονομικά χειροτερεύουν. Το ετήσιο δημοσιονομικό έλλειμμα της Ευρωζώνης από 2,2% του ΑΕΠ το 2002 αναμένεται να αυξηθεί στο 2,8% το 2003. Η Γαλλία και η Γερμανία παραβίασαν για δεύτερο συνεχή χρόνο το Σ.Σ.Α και το 2003 αναμένεται να υπερβούν το 4% του ΑΕΠ. Η Πορτογαλία, η Ιταλία και οι Κάτω Χώρες κινούνται γύρω στο 3%. Οι άλλες χώρες προβλέπεται ότι θα κινηθούν κάτω από το 3% αλλά θα παρουσιάσουν αύξηση του ελλείμματος. Μόνο, όμως, η Ιρλανδία φαίνεται πρόθυμη να λάβει μέτρα για τον περιορισμό του ελλείμματος της Γενικής Κυβέρνησης. Το δημόσιο χρέος αναμένεται να αυξηθεί το 2003 στο 70,4% του ΑΕΠ και αυτή είναι η πρώτη φορά μετά από συνεχείς μειώσεις από το 1999. Τα κράτη μέλη με χρέος άνω του 60% του ΑΕΠ θα αυξηθούν στα 6 σε σύνολο 12 δ) ο εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή της Ευρωζώνης (HICP) αφού μειώθηκε τον Οκτώβριο στο 2% θα αυξηθεί πάλι στο 2,2% το Νοέμβριο λόγω κύρια της αύξησης των τιμών του πετρελαίου. Δεν φαίνεται να υπάρχουν πιέσεις από τις αυξήσεις των μισθών αφού το πρώτο εξάμηνο τα κέρδη των μισθών ήσαν σε ετήσια βάση 2,9% ενώ πρόσφατα στοιχεία δείχνουν ότι το τρίτο τρίμηνο και σύμφωνα με τα αποτελέσματα των συλλογικών διαπραγματεύσεων οι μισθοί αυξήθηκαν κατά 2,5%. Η υψηλή ισοτιμία του ευρώ (πάνω από 1,21 σε σχέση με το δολάριο) βοηθά στη συγκράτηση των πληθωριστικών πιέσεων δεδομένου ότι συμβάλλει στη μείωση των τιμών των εισαγομένων αγαθών και υπηρεσιών. Όσον αφορά την νομισματική ανάλυση, η ετήσια αύξηση του μέσου κινητού των τριών μηνών του M3 της περιόδου Αύγουστος- Οκτώβριος μειώθηκε στο 7,9% έναντι 8,5% του προηγούμενου τρίμηνου. Εν τούτοις, τον Οκτώβριο η ετήσια αύξηση του M3 ήταν 8% που αποδεικνύει ότι συνεχίζεται η ύπαρξη μεγαλύτερης ρευστότητας στην Ευρωζώνη απ' ότι χρειάζεται.

ΟΙ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΤΟ 2004

Αμετάβλητα παρέμειναν καθ' όλη τη διάρκεια του 2004 τα βασικά επιτόκια του Ευρωσυστήματος. Δηλαδή, το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης στο 2%, το επιτόκιο διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης στο 3% και το επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων στο 1%.

► Το Δ.Σ της ΕΚΤ στην πρώτη συνεδρίασή του το νέο έτος της **8.1.2004** αποφάσισε να αφήσει αμετάβλητα τα επιτόκια θεωρώντας ότι η παρούσα κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής είναι κατάλληλη για την εξασφάλιση της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα. Διαπίστωσε ότι η παγκόσμια οικονομία ευρίσκεται στο στάδιο της ανάκαμψης ενώ στην Ευρωζώνη το τρίτο τρίμηνο του 2003, σύμφωνα με τις προβλέψεις, το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,4% μετά από τρία τρίμηνα σχεδόν μηδενικής ανάπτυξης. Μεγαλύτεροι ρυθμοί ανάπτυξης αναμένονται το 2004. Η ανάπτυξη στην Ευρωζώνη οφείλεται κύρια στην αύξηση των εξαγωγών λόγω της αυξανόμενης εξωτερικής ζήτησης παρά την ισχυρή ισοτιμία του ευρώ (πάνω από 1,27 δολάρια) που υπονομεύει την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας. Η εσωτερική ζήτηση αναμένεται να αυξηθεί όπως και οι επενδύσεις λόγω των χαμηλών επιτοκίων χρηματοδότησης. Για να βελτιωθεί η ανταγωνιστικότητα απαιτούνται διαρθρωτικές αλλαγές στις αγορές εργασίας και προϊόντων. Ο πληθωρισμός αποκλιμακώνεται και αναμένεται να πέσει κάτω από το 2% στη διάρκεια του 2004. Παραμένουν οι κίνδυνοι από το υψηλό επίπεδο των τιμών του πετρελαίου και την αύξηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων αλλά η ισχυρή ισοτιμία του ευρώ αποδυναμώνει τις πληθωριστικές πιέσεις. Εάν, όμως, η οικονομία της Ευρωζώνης παρουσιάσει μεγάλους ρυθμούς ανάπτυξης στο μέλλον και

υπάρξει αναζωπύρωση του πληθωρισμού δεν αποκλείεται μία αύξηση των επιτοκίων. Στον νομισματικό τομέα, η αύξηση του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους M3 σε ετήσια βάση μειώθηκε το Νοέμβριο στο 7,4% από 8,1% τον Οκτώβριο. Η υπερβολική, όμως, ρευστότητα που υπάρχει στη ζώνη του ευρώ παραμένει χωρίς ωστόσο να απειλεί τη σταθερότητα των τιμών τουλάχιστον όσο η πρόοδος προς την οικονομική ανάπτυξη είναι σταδιακή.

► Στη συνεδρίασή του της **5.2.2004**, το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα θεωρώντας ότι δεν υπάρχουν θεμελιώδεις μεταβολές που να δικαιολογούν τη μεσοπρόθεσμη άποψη για τη σταθερότητα των τιμών. Σχετικά με την οικονομική ανάλυση, τα πρόσφατα στοιχεία για την παραγωγή και οι αναφορές για την εμπιστοσύνη των επιχειρηματιών παραμένουν συμβατές με την πρόβλεψη για συνέχιση της αύξησης της οικονομικής ανάπτυξης μέχρι τέλος του 2004. Το ΑΕΠ της Ευρωζώνης αυξήθηκε το τρίτο τρίμηνο του 2003 κατά 0,4% σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο. Η αύξηση αυτή αποδίδεται στη δυναμική των εξαγωγών ενώ η συνεισφορά της εσωτερικής ζήτησης ήταν αρνητική. Το εξωτερικό περιβάλλον είναι ευνοϊκό, διότι έξω από τη ζώνη του ευρώ μεγεθύνεται η οικονομική ανάπτυξη που ευνοεί τις εξαγωγές των κρατών μελών της Ευρωζώνης. Παράλληλα η εσωτερική ζήτηση ευνοείται από το ιστορικά χαμηλό των επιτοκίων το οποίο δημιουργεί εξαιρετικές προϋποθέσεις χρηματοδότησης. Ο εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή (HICP) το Δεκέμβριο του 2003 ήταν στο 2% (έναντι 2,2% το Νοέμβριο) ενώ το ίδιο ποσοστό εκτιμάται και για τον Ιανουάριο του 2004. Σχετικά με τη νομισματική ανάλυση, η ετήσια αύξηση του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους M3 μειώθηκε το Δεκέμβριο σε 7% από 7,4% το Νοέμβριο και σε σύγκριση με το υψηλό του Ιουλίου του 2003 (8,7%). Τέλος, όσον αφορά τη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ, τον Ιανουάριο και στις αρχές του Φεβρουαρίου παρατηρήθηκε μία μικρή υποχώρηση έναντι του δολαρίου (1,25 την 4.2.2004). Την ημερομηνία αυτή η ονομαστική πραγματική ισοτιμία του ευρώ, όπως μετράται έναντι των νομισμάτων των 12 κυριότερων εμπορικών εταίρων της ζώνης του ευρώ, ήταν 1,3% χαμηλότερη σε σχέση με το επίπεδο του τέλους του προηγούμενου έτους και 4% υψηλότερη από το μέσο επίπεδο του 2003. Κύρια, η υποχώρηση του ευρώ αντανάκλα την άνοδο έναντι αυτού της λίρας στερλίνας και του γεν. Στη συνεδρίασή του της **4.3.2004**, το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Σχετικά με την οικονομική ανάλυση, το ΑΕΠ της Ευρωζώνης, σύμφωνα με τις προβλέψεις του Eurostat, αυξήθηκε το τέταρτο τρίμηνο του 2003 κατά 0,3% έναντι 0,4% του τρίτου τριμήνου. Επόμενα, παρατηρείται μία βαθμιαία αύξηση της οικονομικής ανάπτυξης που σε συνδυασμό με την υψηλή ισοτιμία του ευρώ δεν δημιουργεί προβλήματα στον έλεγχο του πληθωρισμού (HICP) ο οποίος μειώθηκε τον Ιανουάριο στο 1,9% και σύμφωνα με τις προβλέψεις θα μειωθεί περισσότερο τον Φεβρουάριο στο 1,6%. Σχετικά με τη νομισματική ανάλυση, η ετήσια αύξηση του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους M3 μειώθηκε τον Ιανουάριο σε 6,5% από 7% το Δεκέμβριο. Η μεγάλη αυτή υποχώρηση του M3 αντανάκλα την τάση των διαχειριστών χαρτοφυλακίων για πιο μακροπρόθεσμες και με μεγαλύτερο κίνδυνο τοποθετήσεις.

► Στη συνεδρίασή του της **1.4.2004**, το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Σχετικά με την οικονομική ανάλυση, η οικονομική ανάπτυξη, αν και με αργούς ρυθμούς, συνεχίζεται. Η τρομοκρατική επίθεση στο σιδηροδρομικό σταθμό Ατότσα της Μαδρίτης την 11.3.2004, δεν φαίνεται να είχε αρνητικές συνέπειες. Εν τούτοις, οι οικονομικοί και χρηματοοικονομικοί δείκτες εκπέμπουν μικτά στοιχεία που σημαίνει ότι η αβεβαιότητα στις αγορές συνεχίζεται. Οι εξαγωγές της Ευρωζώνης ενισχύονται από την παγκόσμια ανάπτυξη. Σύμφωνα με εκτιμήσεις της Eurostat ο πληθωρισμός (HICP) το μήνα Μάρτιο παρέμεινε στο 1,6%. Η άνοδος των τιμών του πετρελαίου (την 31 Μαρτίου το Brent έφθασε τα 32,3 δολάρια το βαρέλι) και η άνοδος των τιμών των υπηρεσιών προκαλούν επί του παρόντος σχετική μόνο ανησυχία ενώ η μεγάλη άνοδος του ευρώ (η ισοτιμία του με το δολάριο διακυμάνθηκε από 1,21 με 1,24) προκαλεί προβληματισμό σχετικά με την αρνητική του επίδραση στις εξαγωγές αλλά παράλληλα ευνοεί τη διατήρηση του πληθωρισμού σε χαμηλά επίπεδα. Τον Ιανουάριο του 2004, οι άμεσες επενδύσεις και οι επενδύσεις χαρτοφυλακίου σαν σύνολο κατέγραψαν εισροές στην Ευρωζώνη ύψους 22,4 δισεκ. ευρώ. Σχετικά με τη νομισματική ανάλυση, η ετήσια αύξηση του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους M3 μειώθηκε τον Φεβρουάριο σε 6,3% από 6,5% τον Ιανουάριο. Αυτό δείχνει ότι η προσαρμογή των χαρτοφυλακίων σε πιο μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες τοποθετήσεις με μεγαλύτερο κίνδυνο προχωρά αλλά με μεγάλη επιφυλακτικότητα εκ μέρους των επενδυτών και των χριστών θέσεων. Οι αποδόσεις των δεκαετών κυβερνητικών ομολόγων υποχώρησαν το

Μάρτιο στη ζώνη του ευρώ κατά 5 b.p και τις ΗΠΑ κατά 15 b.p. Ανεπαισθητες ήταν οι διακυμάνσεις, τον Μάρτιο, και στις χρηματιστηριακές αγορές. Στις ΗΠΑ ο δείκτης S & P 500 υποχώρησε κατά 2%, στη ζώνη του ευρώ ο δείκτης Dow Jones EURO STOXX μειώθηκε κατά 3% ενώ στην Ιαπωνία ο δείκτης Nikkei 225 αυξήθηκε κατά 2%.

► Στη συνεδρίασή του της **6.5.2004**, το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Σχετικά με την οικονομική ανάλυση, τα στοιχεία παρέχουν μία μικτή εικόνα. Η αύξηση του ΑΕΠ στην Ευρωζώνη το τέταρτο τρίμηνο του 2003 ήταν 0,3% δηλαδή σύμφωνη με τις προβλέψεις. Η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης, η οποία προηγούμενα είχε παρουσιάσει μια ελαφρά άνοδο, αναθεωρήθηκε σε ποσοστά προς το μηδέν. Οι επενδύσεις αυξήθηκαν σε τριμηνιαία βάση κατά 0,6% ενώ οι λιανικές πωλήσεις μειώθηκαν σημαντικά τον Φεβρουάριο και ελαφρά τον Μάρτιο. Τον ίδιο μήνα, η ανεργία στην Ευρωζώνη παρέμεινε στο 8,8% του εργατικού δυναμικού με προσθήκη 28.000 ατόμων στους καταγεγραμμένους ανέργους. Ο πληθωρισμός (HICP) το μήνα Μάρτιο ανήλθε σε 1,7% από 1,6% τον Φεβρουάριο ενώ οι αυξήσεις των μισθών κινήθηκαν σε πτωτικά επίπεδα (2,1% το τέταρτο τρίμηνο έναντι 2,5% το τρίτο τρίμηνο του 2003). Όσον αφορά τη νομισματική ανάλυση, η ετήσια αύξηση του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους M3 παρέμεινε σταθερή στο 6,3% ενώ ο μέσος κινητός των τριών μηνών την περίοδο Ιανουάριος-Μάρτιος 2004 μειώθηκε στο 6,4% από 6,6% την περίοδο Δεκέμβριος 2003-Φεβρουάριος 2004. Το ιστορικά χαμηλό των επιτοκίων οδηγεί σε μια υπερβάλλουσα αλλά ελεγχόμενη ρευστότητα στην Ευρωζώνη.

► Στη συνεδρίασή του της **3.6.2004** το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Όσον αφορά την οικονομική ανάλυση, επιβεβαιώνεται ότι η οικονομική ανάκαμψη έχει ήδη ξεκινήσει. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Eurostat, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ επιταχύνθηκε το πρώτο τρίμηνο του 2004 κατά 0,6%. Αυτό οφειλόταν σε αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης και των εξαγωγών. Το σενάριο για μόνιμη ανάπτυξη στην Ευρωζώνη δεν είναι, όμως, ασφαλές δεδομένης της αύξησης των τιμών του πετρελαίου και της μακροοικονομικής ανισορροπίας σε παγκόσμιο επίπεδο. Σύμφωνα με αρχική πρόβλεψη της Eurostat, ο ετήσιος πληθωρισμός με βάση τον ΕνΔΤΚ ήταν το Μάιο 2,5% έναντι 2% τον Απρίλιο. Εάν οι διεθνείς τιμές πετρελαίου επιμένουν σε υψηλά επίπεδα, τότε ο πληθωρισμός θα απομακρυνθεί από τον στόχο πλησίον του 2%. Παράγοντες που πείθουν ότι ο πληθωρισμός δεν θα ξεφύγει από τον έλεγχο είναι η αυξανόμενη ισοτιμία του ευρώ και η συγκράτηση του κόστους εργασίας. Σχετικά με τη νομισματική ανάλυση, συνεχίστηκε η εξομάλυνση της συμπεριφοράς των επενδυτών, δηλαδή η περαιτέρω στροφή τους προς μακροπρόθεσμα στοιχεία ενεργητικού. Η ετήσια αύξηση του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους M3 μειώθηκε τον Απρίλιο σε 5,5% από 6,3% το Μάρτιο. Παρά τη μείωση αυτή, εξακολουθεί να υφίσταται υπερβάλλουσα ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ που σε συνδυασμό με την αύξηση των τιμών του πετρελαίου επιβάλλει την προσεκτική παρακολούθηση των εξελίξεων από την ΕΚΤ.

► Στη συνεδρίασή του της **1.7.2004** το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει και πάλι τα επιτόκια αμετάβλητα. Η οικονομική ανάλυση δείχνει ότι η οικονομική ανάπτυξη συνεχίζεται στην Ευρωζώνη. Η αύξηση του ΑΕΠ σε τριμηνιαία βάση αυξήθηκε το πρώτο τρίμηνο του 2004 κατά 0,6%. Η οικονομική ανάπτυξη παραμένει ισχυρή και εκτός ζώνης του ευρώ ενθαρρύνοντας τις εξαγωγές. Εν τούτοις, παραμένει ο κίνδυνος της υποχώρησης των ρυθμών ανάπτυξης λόγω της συνεχιζόμενης αύξησης των τιμών του πετρελαίου. Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Eurostat, ο πληθωρισμός ήταν στο 2,4% τον Ιούνιο από 2,5% το Μάιο. Η αύξηση των τιμών του πετρελαίου και οι αυξήσεις των έμμεσων φόρων και των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών είναι ένας από τους παράγοντες αύξησης το πληθωρισμού ενώ αντίθετα οι μετριοπαθείς αυξήσεις των μισθών βοηθούν στη συγκράτηση αυτού (ως διοικητικά καθοριζόμενες τιμές (administered prices) νοείται ο τρόπος τιμολόγησης με βάση τον οποίο η τιμή πώλησης καθορίζεται από τον παραγωγό ενώ η ποσότητα που πρέπει να παραχθεί καθορίζεται από τις δυνάμεις της αγοράς). Ιδιαίτερα, οι αυξήσεις των τιμών πετρελαίου πρόκειται να συνεχισθούν αφού καθοδηγούνται από τη μεγάλη παγκόσμια ζήτηση κύρια της Κίνας και των ΗΠΑ. Για το λόγο αυτό η ΕΚΤ αυτοδεσμεύεται να παρακολουθεί προσεκτικά τις εξελίξεις στον τομέα αυτό και ιδιαίτερα τα έμμεσα αποτελέσματα που μπορούν να οδηγήσουν σε αύξηση των πληθωριστικών πιέσεων. Η νομισματική ανάλυση δείχνει μία πτώση της αύξησης του M3 στη διάρκεια των προηγούμενων μηνών. Η ετήσια αύξησή του υποχώρησε το Μάιο στο 4,7% από 5,5% τον Απρίλιο ενώ ο μέσος κινητός των τριών μηνών την περίοδο Μάρτιος-Μάιος 2004 μειώθηκε στο 5,5% από 6% την περίοδο Φεβρουάριος-Απρίλιος 2004.

Συνδυαζόμενη η οικονομική με τη νομισματική ανάλυση, δεν δικαιολογούν αύξηση των επιτοκίων.

► Στη συνεδρίασή του της **5.8.2004** το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα παρά το γεγονός ότι προέβλεψε τη συνέχιση των πληθωριστικών πιέσεων και τους επόμενους μήνες κύρια λόγω της συνεχιζόμενης αύξησης των τιμών του πετρελαίου. Σχετικά με την οικονομική ανάλυση, η παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη συνεχίζει να συμβάλει θετικά στις εξαγωγές της Ευρωζώνης ενώ η εσωτερική ζήτηση και οι επενδύσεις αυξάνονται σαν αποτέλεσμα των εξαιρετικά χαμηλών επιτοκίων. Η νεότερη εκτίμηση για την αύξηση του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ το πρώτο τρίμηνο του 2004 συμφώνησε με την αρχική δηλαδή στο 0,6% δείχνοντας μια αργή αλλά σταθερή ανάκαμψη. Ο πληθωρισμός, όπως μετράται με τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή (HICP), μειώθηκε, σύμφωνα με τις προβλέψεις, τον Ιούνιο στο 2,4% από 2,5% το Μάιο ενώ εκτίμηση της Eurostat ανέφερε ότι παρέμεινε στο ίδιο επίπεδο και τον Ιούλιο. Παρά τις συνεχιζόμενες πληθωριστικές πιέσεις, δύο παράγοντες πείθουν ότι ο HICP παραμένει υπό έλεγχο: α) το υψηλό επίπεδο της ισοτιμίας ευρώ-δολαρίου (άνω του 1,20) που μετριάξει τις συνέπειες του εισαγόμενου πληθωρισμού και ιδιαίτερα την αύξηση των τιμών του πετρελαίου που τιμολογείται σε δολάρια και β) οι μετριοπαθείς αυξήσεις των μισθών. Το πρώτο τρίμηνο του 2004, η ετήσια αύξηση της ανά υπάλληλο αμοιβής μειώθηκε στο 1,9% από 2,1% το προηγούμενο τρίμηνο. Αναφορικά με τη νομισματική ανάλυση, ανατρέπεται τώρα η συνεχής πτωτική εξέλιξη του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους M3. Η ετήσια αύξηση του M3 τον Ιούνιο ήταν 5,4% από 4,8% το Μάιο. Εν τούτοις, ο μέσος κινητός των τριών μηνών την περίοδο Απρίλιος-Ιούνιος 2004 μειώθηκε στο 5,2% από 5,5% την περίοδο Μάρτιος-Μάιος 2004.

► Στη συνεδρίασή του της **2.9.2004** το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Όσον αφορά την οικονομική ανάλυση: α) ο πληθωρισμός υποχώρησε τον Ιούλιο στο 2,3% από 2,4% τον Ιούνιο κύρια λόγω της σχετικής υποχώρησης των τιμών των μη επεξεργασμένων προϊόντων και των τιμών των μη ενεργειακών βιομηχανικών προϊόντων β) σύμφωνα με τις προβλέψεις της Eurostat, το ΑΕΠ της Ευρωζώνης αυξήθηκε το δεύτερο τρίμηνο του 2004 κατά 0,5% ελαφρά χαμηλότερα από το ποσοστό του πρώτου τριμήνου (0,6%) γ) η ιδιωτική κατανάλωση υποχώρησε το δεύτερο τρίμηνο του 2004 σε σύγκριση με την αύξηση που παρουσίασε το πρώτο τρίμηνο. Αυτό οφείλεται στη μείωση των λιανικών πωλήσεων που αποτελούν το 40% της ιδιωτικής κατανάλωσης δ) Η ανεργία στη ζώνη του ευρώ, αφού παρέμεινε επί μακρό χρονικό διάστημα στο 8,8%, φαίνεται να σταθεροποιείται σε υψηλότερα επίπεδα. Τον Απρίλιο, το Μάιο, τον Ιούνιο και τον Ιούλιο του 2004 ήταν στο 9% του εργατικού δυναμικού ε) όσον αφορά τις δημοσιονομικές εξελίξεις, η κατάσταση επιδεινώνεται. Σύμφωνα με τις προβλέψεις, το 2004, επτά χώρες θα έχουν δημόσιο χρέος σε σχέση με το ΑΕΠ πάνω από την τιμή αναφοράς του 60% (Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ιταλία και Πορτογαλία). Επίσης πολλές χώρες θα παρουσιάσουν ένα έλλειμμα σε σχέση με το ΑΕΠ άνω του 3% (Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Κάτω Χώρες) ενώ άλλες θα το πλησιάσουν (Ιταλία, Πορτογαλία). Αναφορικά με τη νομισματική ανάλυση, η ετήσια αύξηση του M3 τον Ιούλιο ήταν 5,5% από 5,4% τον Ιούνιο.

► Στη συνεδρίασή του της **7.10.2004** το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Όσον αφορά την οικονομική ανάλυση, επιβεβαιώθηκε η πρόβλεψη για αύξηση του ΑΕΠ της Ευρωζώνης το δεύτερο τρίμηνο του 2004 κατά 0,5% έναντι 0,6% το πρώτο τρίμηνο. Η βιομηχανική παραγωγή αυξάνεται σε ποσοστό πλησίον του 1% ενώ αντίθετα οι λιανικές πωλήσεις μειώθηκαν κατά 1,3% σε μηνιαία βάση τον Αύγουστο. Η ανεργία παρέμεινε και τον Αύγουστο στο 9% του εργατικού δυναμικού. Ο πληθωρισμός τον Σεπτέμβριο μειώθηκε στο 2,1% από 2,3% τον Αύγουστο. Όσον αφορά τη νομισματική ανάλυση, η ετήσια αύξηση του M3 τον Αύγουστο ήταν 5,6% από 5,5% τον Ιούλιο. Ο μέσος κινητός των τριών μηνών την περίοδο Ιούνιος-Αύγουστος 2004 αυξήθηκε στο 5,4% από 5,2% την περίοδο Μάιος- Ιούλιος 2004.

► Στη συνεδρίασή του της **4.11.2004** το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα παρά το γεγονός ότι η τιμή του πετρελαίου έφθασε σε ιστορικά υψηλό επίπεδο (56,17 δολάρια το βαρέλι την 25.10.2004), ο πληθωρισμός τον Οκτώβριο, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Eurostat, αυξήθηκε στο 2,5% και το M3 άρχισε και πάλι να αυξάνεται σε ετήσια βάση. Πιο αναλυτικά, σχετικά με την οικονομική ανάλυση: α) η αύξηση του ΑΕΠ της Ευρωζώνης σε τριμηνιαία βάση, αναθεωρήθηκε αναφορικά με το πρώτο τρίμηνο του 2004

από 0,5% σε 0,6% ενώ οι εκτιμήσεις για το δεύτερο τρίμηνο παρέμειναν στο 0,5% β) ο πληθωρισμός, όπως μετράται από τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή (HICP), αυξήθηκε σύμφωνα με τις προβλέψεις τον Οκτώβριο σε 2,5% από 2,1% το Σεπτέμβριο. Αυτό αποδόθηκε κύρια στη μεγάλη αύξηση των τιμών του πετρελαίου γ) η ανεργία παρέμεινε και τον Αύγουστο στο 9% όπως ήταν σταθερά από τον Απρίλιο του 2004 και εντεύθεν δ) η ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου την 3^η Νοεμβρίου 2004 έφθασε 1,28 δηλαδή 2% ισχυρότερη απ' ό,τι ήταν στο τέλος Σεπτεμβρίου. Όσον αφορά τη νομισματική ανάλυση, η ετήσια αύξηση του M3 τον Σεπτέμβριο του 2004 ήταν 6% από 5,6% τον Αύγουστο. Ο μέσος κινητός των τριών μηνών την περίοδο Ιούλιος-Σεπτέμβριος 2004 αυξήθηκε στο 5,7% από 5,4% την περίοδο Ιούνιος- Αύγουστος 2004. Η έκδοση χρεογράφων στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε ελαφρά τον Αύγουστο στο 7,6% από 7,4% τον Ιούλιο. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της έκδοσης διαπραγματευόμενων μετοχών τον Αύγουστο παρέμεινε σταθερός στο 0,9%. Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων μειώθηκαν ελαφρά μεταξύ του Σεπτεμβρίου και της 3^{ης} Νοεμβρίου και συγκεκριμένα στην Ευρωζώνη κατά 10 bp και στις ΗΠΑ κατά 5 bp ενώ στην Ιαπωνία αυξήθηκαν κατά 10 bp. Την ίδια περίοδο οι τιμές των μετοχών αυξήθηκαν ελαφρά (στην Ευρωζώνη κατά 4%, στις ΗΠΑ κατά 2% και στην Ιαπωνία κατά 1%). Η απόφαση της ΕΚΤ να αφήσει αμετάβλητα τα επιτόκια παρά τις υπέρπουσες πληθωριστικές πιέσεις, μάλλον επιβλήθηκε από το γεγονός ότι η οικονομική ανάπτυξη δεν έχει ακόμα αποδειχθεί βιώσιμη ενώ θετική επίδραση στη συγκράτηση των τιμών ασκούν η υψηλή ισοτιμία του ευρώ και οι μετριοπαθείς μισθολογικές αυξήσεις.

► Στη συνεδρίασή του της **2.12.2004** το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Ο Πρόεδρος της ΕΚΤ τόνισε ότι παρά το γεγονός ότι οι πληθωριστικές πιέσεις επιμένουν σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, μειώθηκαν πρόσφατα από την υποχώρηση των τιμών του πετρελαίου σε σύγκριση με το ιστορικά υψηλό του Οκτωβρίου. Εν τούτοις, σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα ο κίνδυνος αύξησης του πληθωρισμού είναι πιθανός και για το λόγο αυτό η ΕΚΤ θα παρακολουθεί προσεκτικά τις εξελίξεις. Σχετικά με την οικονομική ανάλυση, οι προβλέψεις της Eurostat για το τρίτο τρίμηνο του 2003 δείχνουν μια αποκλιμάκωση της αύξησης του ΑΕΠ σε τριμηνιαία βάση στο 0,3% έναντι 0,5% το δεύτερο τρίμηνο και 0,6% το πρώτο τρίμηνο του 2004. Είναι προφανές ότι η μεγάλη αύξηση των τιμών του πετρελαίου αρχίζει και δημιουργεί πρόβλημα στην ανάπτυξη. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Eurostat, ο πληθωρισμός το Νοέμβριο υποχώρησε στο 2,2% από 2,4% τον Οκτώβριο. Όσον αφορά τη νομισματική ανάλυση, επιβεβαιώνεται η τάση της αύξησης της κυκλοφορίας του χρήματος που απομακρύνεται αργά αλλά σταθερά από το στόχο του 4,5%. Η ετήσια αύξηση του M3 τον Οκτώβριο του 2004 ήταν 5,8% από 5,6% το τρίτο τρίμηνο και 5,4% το πρώτο τρίμηνο του 2004.

ΟΙ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΤΟ 2005

► Στη συνεδρίασή του της **13.1.2005** το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει και πάλι τα επιτόκια αμετάβλητα όπως ισχύουν από τον Ιούνιο του 2003, δηλαδή 2% για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, 3% για τη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης και 1% για τη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων. Σχετικά με την οικονομική ανάλυση, η αύξηση του ΑΕΠ συνεχίζεται έστω και με βραδύτερους ρυθμούς από αυτούς του πρώτου και δεύτερου τριμήνου του 2004. Η επιβράδυνση οφείλεται σε μικρότερους ρυθμούς αύξησης των εξαγωγών και της ιδιωτικής κατανάλωσης. Η αύξηση των εξαγωγών σε τριμηνιαία βάση υποχώρησε το τρίτο τρίμηνο του 2004 σε 1,5% έναντι 2,2% κατά μέσο όρο το πρώτο εξάμηνο του 2004. Η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης υποχώρησε από 0,4% κατά μέσο όρο το πρώτο εξάμηνο του 2004 σε 0,1% το τρίτο τρίμηνο του 2004. Οπωσδήποτε, η υψηλή ισοτιμία του ευρώ, οι υψηλές τιμές του πετρελαίου και η σχετική κάμψη των υψηλών ρυθμών αύξησης των εξαγωγών σε παγκόσμιο επίπεδο ασκούν αρνητική επίδραση στην ανάκαμψη της Ευρωζώνης. Η αύξηση της απασχόλησης στην Ευρωζώνη το τρίτο τρίμηνο ήταν 0,1% σε τριμηνιαία βάση ενώ η ανεργία το Νοέμβριο ήταν στο 8,9% του εργατικού δυναμικού. Σύμφωνα με εκτιμήσεις της Eurostat, ο πληθωρισμός, όπως μετράται με τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή (HICP), αυξήθηκε ελαφρά το Δεκέμβριο στο 2,3% από 2,2% το Νοέμβριο. Όσον αφορά τη νομισματική ανάλυση, παρατηρείται μία αργή αλλά σταθερή αύξηση της νομισματικής κυκλοφορίας. Η ετήσια αύξηση του M3 το Νοέμβριο ήταν στο 6% από 5,8% τον Οκτώβριο. Ο μέσος κινητός των τριών μηνών την περίοδο Σεπτέμβριος-Νοέμβριος 2004 αυξήθηκε στο 5,9% από 5,8% την περίοδο Αύγουστος-Οκτώβριος 2004.

► Στη συνεδρίασή του της **3.2.2005** το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει και πάλι τα επιτόκια αμετάβλητα. Στη συνέντευξη τύπου που ακολούθησε, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ Ζαν Κλωντ Τρισέ τόνισε, μεταξύ άλλων τα εξής: α) πρόσφατα στοιχεία πείθουν ότι η οικονομική ανάπτυξη συνεχίστηκε έστω και με μέτριους ρυθμούς και στο τέταρτο τρίμηνο του 2004 ενώ στη διάρκεια του 2005 αναμένεται μία επιτάχυνση αυτής β) η παγκόσμια ανάπτυξη εξακολουθεί να ευνοεί τις εξαγωγές της Ευρωζώνης ενώ στον εσωτερικό τομέα οι επενδύσεις ευνοούνται από τα χαμηλά επιτόκια, τα κέρδη και τη μεγαλύτερη αποδοτικότητα των επιχειρήσεων. Εν τούτοις, η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται να συμβαδίσει με το διαθέσιμο εισόδημα γ) όσον αφορά τον πληθωρισμό, αν και παρουσιάζει κάποια μεταβλητότητα που εξαρτάται κύρια από τις αυξομειώσεις των τιμών του πετρελαίου, δεν υπάρχουν στοιχεία που να πείθουν ότι αναμένεται μία μη ελεγχόμενη αύξηση αυτού στην Ευρωζώνη. Όμως, οι κίνδυνοι για τον πληθωρισμό και την οικονομική ανάπτυξη θα περιορισθούν όσο παρουσιάζουν πτωτική εξέλιξη οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου και όσο οι εθνικές κυβερνήσεις λαμβάνουν διαρθρωτικά μέτρα για να περιορίσουν τα δημοσιονομικά ελλείμματα δ) Ο ετήσιος πληθωρισμός, όπως μετράται με τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή (HICP), αυξήθηκε τελικά το Δεκέμβριο στο 2,4% από 2,2% το Νοέμβριο. Σύμφωνα με τις προβλέψεις αναμένεται μία ακόμα μικρή αποκλιμάκωση του πληθωρισμού τον Ιανουάριο του 2005. Εν τούτοις, παραμένουν οι κίνδυνοι των έμμεσων επιδράσεων από την αύξηση των τιμών του πετρελαίου, της αύξησης των μισθών, εφόσον αυτοί δεν συγκρατηθούν σε επιθυμητό για τον έλεγχο του πληθωρισμού επίπεδο, και των τιμών ορισμένων αγαθών ε) το ευρύτερο νομισματικό μέγεθος M3 αυξάνεται σταθερά το δεύτερο εξάμηνο του 2003 λόγω των χαμηλών επιτοκίων. Εξακολουθεί να υφίσταται περισσότερη ρευστότητα στην Ευρωζώνη από ότι χρειάζεται για να εξασφαλισθεί μία μη πληθωριστική οικονομική ανάπτυξη ζ) όσον αφορά τα δημοσιονομικά ελλείμματα, η ΕΚΤ επιμένει στην αναγκαιότητα της μη χαλάρωσης της προληπτικής δράσης του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, στην επίτευξη από όλα τα κράτη μέλη του ορίου του 3% του ΑΕΠ και στη συνέχεια την εξασφάλιση ισοσκελισμένων ή πλεονασματικών προϋπολογισμών η) τέλος, η ΕΚΤ υποστηρίζει την απόφαση του Συμβουλίου Ecofin που υιοθέτησε το πρόγραμμα των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων για το έτος 2005 με έμφαση την αντιμετώπιση των προβλημάτων που προκύπτουν από τη γήρανση του πληθυσμού ώστε να επιτευχθούν οι στόχοι για μια μεγαλύτερη οικονομική ανάπτυξη και μείωση της ανεργίας.

► Στη συνεδρίασή του της **3.3.2005** το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Σχετικά με την οικονομική ανάλυση, σύμφωνα με εκτίμηση του Eurostat, το ΑΕΠ της Ευρωζώνης αυξήθηκε σε τριμηνιαία βάση κατά 0,2% το τέταρτο τρίμηνο του 2004. Η αύξηση του ΑΕΠ το τρίτο τρίμηνο του ίδιου έτους αναθεωρήθηκε προς τα κάτω στο 0,2%. Οι επιδόσεις αυτές μπορεί να είναι απογοητευτικές, αλλά η αύξηση που παρατηρήθηκε στην εσωτερική ζήτηση και ιδιαίτερα στην κατανάλωση δημιουργεί ελπίδες για κάποια πιο ταχύτερη ανάπτυξη στη διάρκεια του 2005. Η οικονομία της Ευρωζώνης μπορεί να επωφεληθεί από την εξωτερική ζήτηση λόγω της ισχυρής παγκόσμιας ανάπτυξης ενώ οι θετικοί όροι χρηματοδότησης λόγω των επιτοκίων της Ευρωζώνης που εξακολουθούν να παραμένουν χαμηλά και η αύξηση των κερδών των επιχειρήσεων ενθαρρύνουν την πραγματοποίηση επενδύσεων. Δεν πρέπει όμως να υποβαθμίζονται οι κίνδυνοι των υψηλών τιμών του πετρελαίου και η αβεβαιότητα για την αύξηση της κατανάλωσης. Ο πληθωρισμός σε ετήσια βάση, όπως μετράται από τον HICP, τον Ιανουάριο του 2005 μειώθηκε στο 1,9% από 2,4% το Δεκέμβριο του 2004. Όμως, οι τιμές του πετρελαίου, που εξακολουθούν να παραμένουν σε υψηλά επίπεδα, αναμένεται να ωθήσουν τον πληθωρισμό τους επόμενους μήνες σε επίπεδα πάνω αλλά πλησίον του 2%. Όσον αφορά τη νομισματική ανάλυση, η αύξηση του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους M3 το πρώτο εξάμηνο του 2004 συνεχίστηκε. Τον Ιανουάριο του 2005, η ετήσια αύξησή του ήταν 6,6% από 6% το τέταρτο τρίμηνο του 2004. Ο μέσος κινητός τριών μηνών της ετήσιας αύξησης του M3 την περίοδο Νοέμβριος 2004 – Ιανουάριος 2005 αυξήθηκε κατά 6,3% από 6,1% το προηγούμενο τρίμηνο γεγονός που πιθανόν να ενισχύσει τις πληθωριστικές πιέσεις στο μέλλον οι οποίες προς το παρόν συγκρατούνται από την υψηλή ισοτιμία του ευρώ (μέση μηνιαία ισοτιμία ευρώ δολαρίου Φεβρουαρίου 1,3014). Απογοητευτικές εξελίξεις υπήρξαν το 2004 στα δημόσια οικονομικά των κρατών της ζώνης του ευρώ. Ο μέσος όρος του δημόσιου χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ αυξήθηκε στο 71%. Επτά κράτη μέλη ήταν πάνω από το 60% ενώ τρία ήταν πλησίον ή πάνω από το 100% του ΑΕΠ. Ο μέσος όρος του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης ήταν σταθερός στο 2,8% του ΑΕΠ. Τα προγράμματα σταθεροποίησης παρουσιάζουν μια μεικτή εικόνα. Η Γερμανία και η Γαλλία σκοπεύουν να μειώσουν το έλλειμά τους στο 3% του ΑΕΠ ή κάτω από αυτό ενώ οι Κάτω

Χώρες στοχεύουν να το μειώσουν ελαφρά κάτω από το 3%. Η Ελλάδα υποχρεώνεται να μειώσει το έλλειμμα της κάτω από το 3% αλλά σε δύο χρόνια (2005-2006). Άλλες χώρες, όπως η Ιταλία και η Πορτογαλία, λαμβάνουν προσωρινά μέτρα μείωσης του ελλείμματος αλλά δεν φαίνεται να αποδίδουν ικανοποιητικά. Εν τω μεταξύ η FED είχε προβεί σε δύο αυξήσεις του βασικού επιτοκίου χρηματοδότησης των τραπεζών για μια ημέρα (Fed fund overnight rate), την 2.2 από 2,25% σε 2,50% και την 22.3 από 2,50 σε 2,75%.

► Στη συνεδρίασή του της **7.4.2005** το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Η εκτίμηση του Δ.Σ παραμένει αμετάβλητη ότι δεν υπάρχουν δηλαδή κίνδυνοι για τον πληθωρισμό σε μεσοπρόθεσμη βάση όσο η ανάπτυξη δεν επιταχύνεται εντυπωσιακά. Όσον αφορά την οικονομική ανάλυση, τα στοιχεία είναι μεικτά. Η οικονομική ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ προχωρά αλλά με αργούς ρυθμούς. Η παγκόσμια ανάπτυξη είναι ισχυρή και ευνοεί τις εξαγωγές. Ο πληθωρισμός το Μάρτιο αναμένεται να είναι 2,1% όσο δηλαδή το Φεβρουάριο. Οι αυξήσεις των μισθών παραμένουν σε μέτρια επίπεδα και το 2005. Παραμένει ο κίνδυνος από τις υψηλές τιμές του πετρελαίου. Η ανεργία αυξήθηκε το Μάρτιο στο 8,9%. Σχετικά με τη νομισματική ανάλυση, η ετήσια αύξηση του M3 μειώθηκε το Φεβρουάριο στο 6,4% από 6,6% τον Ιανουάριο ενώ ο μέσος κινητός τριών μηνών της περιόδου Δεκέμβριος 2004 – Φεβρουάριος 2005 αυξήθηκε στο 6,5% από 6,3% το προηγούμενο τρίμηνο. Στις χρηματιστηριακές αγορές, η αύξηση των τιμών των μετοχών που αυξάνονταν από τα μέσα του 2004 διακόπηκε το Μάρτιο. Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων στη ζώνη του ευρώ μειώθηκαν το Μάρτιο και στις αρχές Απριλίου. Τέλος, η μέση ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου το Μάρτιο ανήλθε στο 1,3201 από 1,3014 το Φεβρουάριο.

► Στη συνεδρίασή του της **4.5.2005**, που πραγματοποιήθηκε στο Βερολίνο, το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Στη καθιερωμένη συνέντευξη τύπου, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ Ζαν-Κλωντ Τρισέ τόνισε ότι δεν υπάρχουν πειστικά στοιχεία για την άνοδο του πληθωρισμού στην Ευρωζώνη και για το λόγο αυτό τα επιτόκια έμειναν αμετάβλητα. Αναφορικά με την οικονομική ανάλυση, η οικονομική ανάπτυξη επιβραδύνεται και αντισταθμίζει τις πληθωριστικές πιέσεις από τις υψηλές τιμές του πετρελαίου. Μακροπρόθεσμα, προβλέπεται μία δυναμικότερη ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ και προς την κατεύθυνση αυτή συμβάλλουν το χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων, η υπερβάλλουσα ρευστότητα, η ισχυρή εξωτερική ζήτηση και τα διευρυνόμενα κέρδη των επιχειρήσεων που ευνοούν τη διενέργεια επενδύσεων. Ο πληθωρισμός το Μάρτιο ήταν 2,1% και σύμφωνα με εκτιμήσεις παρέμεινε στο ίδιο επίπεδο και τον Απρίλιο. Σχετικά με τη νομισματική ανάλυση, η ετήσια αύξηση του M3 το Μάρτιο έπεσε στο 6,5% από 6,7% το Φεβρουάριο ενώ ο μέσος κινητός τριών μηνών της περιόδου Ιανουάριος- Μάρτιος 2005 έμεινε στο 6,7% όσο και το προηγούμενο τρίμηνο. Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων και οι χρηματιστηριακές αγορές παρουσίασαν πτώση τον Απρίλιο. Όσον αφορά τη δημοσιονομική κατάσταση των κρατών της ζώνης του ευρώ, δεν παρατηρείται ικανοποιητική πρόοδος. Η ΕΚΤ επιμένει ότι πρέπει να τηρηθούν οι όροι του αναθεωρημένου Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης και οι στόχοι που έχουν αποδεχθούν τα κράτη μέλη για τη σταδιακή εξάλειψη των υπερβολικών ελλειμμάτων. Η ΕΚΤ επαναλαμβάνει την πρότασή της για διαρθρωτικές αλλαγές στην αγορά εργασίας και επειδή η πολιτική αυτή προξενεί αντιδράσεις είναι χρήσιμο να εξηγηθεί στους εργαζόμενους ότι μακροπρόθεσμα έχουν να κερδίσουν πολλά διότι θα αυξηθεί η παραγωγικότητα, θα ενισχυθεί η βιωσιμότητα των επιχειρήσεων και θα δημιουργηθούν νέες θέσεις εργασίας.

► Στη συνεδρίασή του της **2.6.2005** το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Αν και η αύξηση του ΑΕΠ της Ευρωζώνης το πρώτο τρίμηνο του 2005 εκτιμάται σε 0,5%, νεότερα στοιχεία υποδήλωναν μία επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης στη διάρκεια του 2005 που μερικά οφειλόταν στη μεγάλη αύξηση των τιμών πετρελαίου και την υποχώρηση της εσωτερικής ζήτησης. Η αύξηση του πληθωρισμού (HICP) το Μάιο ήταν στο 1,9% έναντι 2,1% τον Απρίλιο. Αναμενόταν να συγκρατηθεί το 2005 σύμφωνα με το στόχο (πλησίον του 2%) με την προϋπόθεση να συγκρατηθούν οι μισθολογικές αυξήσεις. Όμως, η κατάσταση παρέμενε ανασφαλής λόγω της ανόδου των τιμών του πετρελαίου. Αντίθετα με την οικονομική κατάσταση στην Ευρωζώνη, η παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη συνεχιζόταν. Στις ΗΠΑ, σε ετήσια βάση, το πρώτο τρίμηνο του 2005 το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 3,2% και στην Κίνα κατά 9,2% ενώ στις άλλες περιοχές αν και οι ρυθμοί ανάπτυξης ήταν ικανοποιητικοί διαπιστωνόταν κάποια αποεπιτάχυνση οφειλόμενη στην αύξηση των τιμών του πετρελαίου. Το Brent πωλείτο το Μάιο γύρω στα 57 δολάρια το βαρέλι παρά την αύξηση της παγκόσμιας

παραγωγής και των αποθεμάτων των ΗΠΑ. Η ετήσια αύξηση του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους της Ευρωζώνης Μ3 ήταν τον Απρίλιο 6,7% ενώ ο μέσος κινητός των τριών μηνών της περιόδου Φεβρουάριος-Απρίλιος 2005 ήταν στο 6,6% όσο δηλαδή το προηγούμενο τρίμηνο. Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς χρήματος ήσαν σε επίπεδο κατώτερο αυτών του Μαρτίου. Τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια παρέμειναν σταθερά, με αποτέλεσμα τη σμίκρυνση της διαφοράς των μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων επιτοκίων (yield curve flattening). Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων μειώθηκαν στις κυριότερες αγορές. Ειδικότερα μεταξύ του τέλους Φεβρουαρίου και αρχής Ιουνίου στην Ευρωζώνη έπεσαν κατά 45 εκατοστιαίες μονάδες βάσης και στις ΗΠΑ κατά 50. Οι τιμές των μετοχών παρέμειναν σταθερές. Συνολικά, η ΕΚΤ έκρινε ότι οι πληθωριστικές πιέσεις βρίσκονταν υπό έλεγχο αλλά έπρεπε να υπάρξει επαγρύπνηση για το μέλλον δεδομένης της αύξησης των τιμών του πετρελαίου και της πλεονάζουσας ρευστότητας. Η πτώση της ισοτιμίας του ευρώ από 1,3201 το Μάρτιο σε 1,2694 το Μάιο και σε επίπεδα προς το 1,22 στη συνέχεια, καθιστούσε πιο ανταγωνιστικά τα εξαγόμενα προϊόντα και τις υπηρεσίες της Ευρωζώνης δεν εξασφάλιζε όμως μία ενισχυμένη προστασία, όπως στο παρελθόν, έναντι των πληθωριστικών πιέσεων.

► Στη συνεδρίασή του της **7.7.2005** το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα παρά τις πιέσεις των πολιτικών για μείωση που κατά την άποψή τους θα βοήθησε την ασθμαίνουσα οικονομία της Ευρωζώνης. Πράγματι, η άνοδος του ΑΕΠ που παρατηρήθηκε το 2004 και ιδιαίτερα το πρώτο τρίμηνο του 2005 ήταν προσωρινή και η οικονομική ανάπτυξη της Ευρωζώνης δεν ήταν ανοδική όπως αναμενόταν. Σαν αιτίες προσδιορίζονταν η αύξηση των διεθνών τιμών του πετρελαίου που τον Ιούνιο κατέγραψαν νέο ρεκόρ, η ασθενής εσωτερική ζήτηση και η περιορισμένη αύξηση της κατανάλωσης (ο όγκος των λιανικών πωλήσεων τους δύο πρώτους μήνες του δεύτερου τριμήνου του 2005 μειώθηκε κατά 0,6% συγκριτικά με το πρώτο τρίμηνο). Μόνο ο τομέας των υπηρεσιών παρουσίαζε ικανοποιητικές επιδόσεις. Αντίθετα, το ιστορικά χαμηλό των επιτοκίων ευνοούσε τις επενδύσεις και η παγκόσμια ανάπτυξη τις εξαγωγές της Ευρωζώνης. Όμως, ο όγκος των εξαγωγών έδειχνε να υποχωρεί. Το εποχικά προσαρμοσμένο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Ευρωζώνης τον Απρίλιο παρουσίασε έλλειμμα 0,8 δισεκατομμύρια ευρώ. Ο πληθωρισμός (HICP) επανήλθε τον Ιούνιο στο 2,1% και ήδη στελέχη της ΕΚΤ εκτιμούσαν ότι για όλο το έτος δεν θα έπεφτε κάτω του 2%. Το Μ3 σε ετήσια βάση αυξήθηκε το Μάιο κατά 7,3% έναντι 6,8% τον Απρίλιο ενώ ο μέσος κινητός των τριών μηνών της περιόδου Μάρτιος-Μάιος 2005 ήταν στο 6,9% από 6,6% το προηγούμενο τρίμηνο. Η ΕΚΤ επαναλάμβανε την ανάγκη για προσεκτική παρακολούθηση της κατάστασης και τις παραινήσεις προς τις κυβερνήσεις για δημοσιονομική εξυγίανση και διαρθρωτικές αλλαγές.

► Στη συνεδρίασή του της **4.8.2005**, που πραγματοποιήθηκε μέσω τηλεσύσκεψης, το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα δηλαδή όπως είχαν διαμορφωθεί κατά τη συνεδρίαση της 5 Ιουνίου 2003 και συγκεκριμένα το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης στο 2%, το επιτόκιο διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης στο 3% και το επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων στο 1%. Σχετικά με την οικονομική ανάλυση, υπήρχαν οι ακόλουθες διαπιστώσεις: α) η οικονομία της Ευρωζώνης αναμενόταν να επεκταθεί στη διάρκεια του 2005 λόγω της αυξημένης εξωτερικής ζήτησης και της ελαφριάς αύξησης της εσωτερικής ζήτησης. Το ΑΕΠ της Ευρωζώνης εκτιμάται ότι αυξήθηκε κατά 0,5% το πρώτο τρίμηνο του 2005 έναντι 0,3% και 0,2% το τρίτο και τέταρτο τρίμηνο του 2004 ενώ η απασχόληση αυξήθηκε το πρώτο τρίμηνο του 2005 κατά 0,2%. Όμως, η συνεχιζόμενη αύξηση των τιμών του πετρελαίου, που στις αρχές Αυγούστου ήσαν λίγο πάνω από τα 60 δολάρια το βαρέλι, υπέσκαπτε την αγοραστική δύναμη των πολιτών και την εμπιστοσύνη των καταναλωτών, επόμενα και την προοπτική ουσιαστικής ανόδου της εσωτερικής ζήτησης β) οι εκτιμήσεις για τον πληθωρισμό (HICP) το μήνα Ιούλιο έδειχναν μια αύξηση στο 2,2% από 2,1% τον Ιούνιο. Προς το παρόν δεν προέκυπταν κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών, όμως η ΕΚΤ τόνιζε ότι παρακολουθεί στενά τις εξελίξεις και ιδιαίτερα την επίπτωση στον πληθωρισμό από τη μεγάλη αύξηση των τιμών του πετρελαίου και τις δευτερογενείς επιδράσεις που πιθανόν να προέκυπταν από τη συμπεριφορά στον καθορισμό των τιμών και των μισθών γ) την 1.8.2005 η ισοτιμία ευρώ-δολαρίου ΗΠΑ ήταν στο 1,23 δηλαδή 1,8% ψηλότερα από το επίπεδο στο τέλος Ιουνίου και 1% χαμηλότερα συγκριτικά με το μέσο επίπεδο του 2004 δ) οι αποδόσεις του δεκαετούς ομολόγου του δημοσίου στην Ευρωζώνη αυξήθηκαν κατά 20 ποσοστιαίες μονάδες βάσης μεταξύ τέλους Ιουνίου και 3.8.2005 για να φθάσουν στο 3,4% ενώ στις ΗΠΑ αυξήθηκαν στο 4,4% δηλαδή κατά 40 ποσοστιαίες μονάδες

βάσης. Αναφορικά με τη νομισματική ανάλυση: α) ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M3 ήταν στο 7,5% τον Ιούνιο του 2005 από 7,3% το Μάιο β) ο μέσος κινητός των τριών μηνών του M3 αυξήθηκε στο 7,2% για την περίοδο Απρίλιος-Ιούνιος 2005 από 6,9% το προηγούμενο τρίμηνο. Διαπιστώνεται μία σταθερή αύξηση του M3 από το δεύτερο εξάμηνο του 2004 που σημαίνει ότι υπάρχει μια υπερβάλλουσα ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ που μπορεί να αποτελέσει κίνδυνο για τη σταθερότητα των τιμών μαζί με τη συνεχιζόμενη αύξηση των τιμών του πετρελαίου.

► Στη συνεδρίασή του της **1.9.2005**, το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Ο Πρόεδρος της ΕΚΤ Ζαν Κλωντ Τρισέ στη συνέντευξη τύπου που δόθηκε μετά τη συνεδρίαση επεσήμανε τα εξής: α) παρά τους αυξανόμενους κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών, ιδιαίτερα από τα υψηλά επίπεδα των τιμών του πετρελαίου, δεν παρατηρούμε σε μεσοπρόθεσμη βάση σημαντική αύξηση των πληθωριστικών πιέσεων. Εν τούτοις, θα εξακολουθήσουμε να παρατηρούμε προσεκτικά τις εξελίξεις β) η οικονομική ανάπτυξη αυξάνεται στην Ευρωζώνη με μέτριους όμως ρυθμούς γ) το ευνοϊκό εξωτερικό περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από υψηλούς ρυθμούς αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ αποτελεί πρόκληση για την εξαγωγική επέκταση των κρατών της Ευρωζώνης δ) οι κίνδυνοι συνίστανται στην επιβράδυνση της ανάπτυξης από τις τιμές του πετρελαίου, τη χαμηλή εσωτερική ζήτηση και την πτώση των δεικτών εμπιστοσύνης των καταναλωτών ε) οι κίνδυνοι για τον πληθωρισμό βασίζονται στις δευτερογενείς επιδράσεις στους μισθούς και στη τιμολόγηση αγαθών και υπηρεσιών από την αύξηση των τιμών του πετρελαίου, των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών και των εμμέσων φόρων ζ) η ρευστότητα, όπως απεικονίζεται από το ευρύτερο νομισματικό μέγεθος M3, αυξάνεται σαν αποτέλεσμα των ιστορικά χαμηλών επιτοκίων και ευνοεί την πραγματοποίηση επενδύσεων η) αποτελεί λυπηρό γεγονός ότι η δημοσιονομική προσαρμογή συντελείται με πολύ αργούς ρυθμούς και θ) είναι αναγκαία η προώθηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και ιδιαίτερα στο πλαίσιο του Κοινοτικού Προγράμματος της Λισσαβόνας.

Σύμφωνα με τις προβλέψεις του Eurostat, ο ετήσιος πληθωρισμός (HICP) μειώθηκε τον Αύγουστο στο 2,1% από 2,2% τον Ιούλιο. Το ΑΕΠ της Ευρωζώνης υποχώρησε το δεύτερο τρίμηνο του 2005 στο 0,3% από 0,4% το πρώτο τρίμηνο. Η ανεργία παρέμεινε στο 8,7% του εργατικού δυναμικού τον Ιούνιο όσο ήταν και το Μάιο. Όσον αφορά τις νομισματικές εξελίξεις, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M3 ήταν στο 7,9% τον Ιούλιο έναντι 7% το δεύτερο τρίμηνο του 2005 και 6% το πρώτο τρίμηνο. Ο μέσος κινητός των τριών μηνών του M3 για την περίοδο Μάιος-Ιούλιος 2005 αυξήθηκε στο 7,6% από 7,2% το προηγούμενο τρίμηνο.

► Στη συνεδρίασή του της **6.10.2005**, που έλαβε χώρα στην Τράπεζα της Ελλάδος, στην Αθήνα, το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Το σημείο που πρέπει να τονισθεί στη φρασεολογία της ΕΚΤ είναι «η απαιτούμενη ισχυρή επαγρύπνηση για τους αυξανόμενους κινδύνους που αφορούν τη σταθερότητα των τιμών». Αυτό σημαίνει ότι η ΕΚΤ αρχίζει να προβληματίζεται για τη πιθανότητα αύξησης των επιτοκίων λόγω του αυξανόμενου πληθωρισμού. Αναφορικά με την οικονομική ανάλυση α) το ΑΕΠ της Ευρωζώνης αυξήθηκε στο πρώτο τρίμηνο του 2005 κατά 0,4% και το δεύτερο τρίμηνο 0,3%. Η επιβράδυνση αποδίδεται στο υψηλό επίπεδο των τιμών του πετρελαίου. Όμως, εκτιμάται ότι η οικονομική ανάπτυξη της Ευρωζώνης θα επιταχυνθεί σταδιακά από το δεύτερο εξάμηνο του 2006 β) η ισχυρή παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη ευνοεί τις εξαγωγές της Ευρωζώνης γ) σε εσωτερικό επίπεδο, οι επενδύσεις ευνοούνται από τη μεγάλη αύξηση των εταιρικών κερδών δ) όμως, η ανωτέρω πρόοδος προς την οικονομική ανάπτυξη υποσκάπτεται από τις υψηλές τιμές της ενέργειας και την ασθενή καταναλωτική εμπιστοσύνη ε) ο ετήσιος πληθωρισμός (HICP) αυξήθηκε το Σεπτέμβριο στο 2,5% από 2,2% τον Αύγουστο και πιθανόν θα παραμείνει σε τέτοια επίπεδα στο βραχυπρόθεσμο μέλλον ζ) οι αυξήσεις των μισθών είναι συγκρατημένες αν και το υψηλό επίπεδο των τιμών του πετρελαίου και οι πιθανές δευτερογενείς επιδράσεις αυτών όπως και οι αυξήσεις των διοικητικών τιμών (administered prices είναι ο τρόπος τιμολόγησης με βάση τον οποίο η τιμή πώλησης καθορίζεται από τον παραγωγό ενώ η ποσότητα που πρέπει να παραχθεί καθορίζεται από τις δυνάμεις της αγοράς) και των εμμέσων φόρων πρέπει να ληφθούν σοβαρά υπόψη. Σχετικά με τη νομισματική ανάλυση το χρήμα και οι πιστώσεις εξακολουθούν να αυξάνονται. Η ετήσια αύξηση του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους M3 ανέβηκε τον Αύγουστο στο 8,1% έναντι 7,9% τον Ιούλιο. Ο μέσος κινητός των τριών μηνών του M3 αυξήθηκε στο 7,9% για την περίοδο Ιούνιος-Αύγουστος 2005 από 7,6% το προηγούμενο τρίμηνο. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των χρεωστικών τίτλων που εκδίδονται από κατοίκους της ζώνης του ευρώ, τον Ιούλιο του 2005 υποχώρησε ελαφριά

στο 7,3% από 7,7% τον Ιούνιο ενώ τον Ιούλιο η αύξηση των τιμών των εισηγμένων μετοχών παρέμεινε σταθερή στο 1,3%. Συνολικά, τόσο η οικονομική όσο και η νομισματική ανάλυση δείχνουν ένα αυξανόμενο κίνδυνο για τη σταθερότητα των τιμών.

► Στη συνεδρίασή του της **3.11.2005**, το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Όμως, το λεκτικό της ΕΚΤ αλλάζει, οι δηλώσεις των μελών του Δ.Σ της ΕΚΤ υπέρ της αύξησης των επιτοκίων διαδέχονται η μία την άλλη και τελικά μέσα στο Νοέμβριο αναγκάζεται και ο πρόεδρος Ζαν Κλωντ Τρισέ να προετοιμάσει τις αγορές για βέβαια πλέον αύξηση των επιτοκίων στη συνεδρίαση του Δεκεμβρίου. Στο λεκτικό της ΕΚΤ επαναλαμβάνεται πολλές φορές η φράση ότι απαιτείται ισχυρή επαγρύπνηση (strong vigilance) για τον κίνδυνο πληθωριστικών πιέσεων που προέρχεται από τις ακόλουθες αιτίες: α) από τις τιμές του πετρελαίου που εκτιμάται ότι θα παραμείνουν και στο μέλλον σε υψηλά επίπεδα. Στις αρχές Νοεμβρίου οι τιμές του πετρελαίου Crude κυμαίνονταν γύρω στα 58 δολάρια το βαρέλι δηλαδή 18% κάτω από το ρεκόρ των 70,80 της 29.8.2005 αλλά 46% ψηλότερες σε σύγκριση με αυτές στις αρχές του έτους β) από τη διαρκώς αυξανόμενη ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ. Η ετήσια αύξηση του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους M3 ανήλθε το Σεπτέμβριο σε 8,5% έναντι αύξησης 8,2% τον Αύγουστο ενώ ο μέσος κινητός τριών μηνών για την περίοδο Ιούλιος-Σεπτέμβριος 2005 ανήλθε στο 8,2% από 7,9% το προηγούμενο τρίμηνο γ) η αύξηση των δανείων του χρηματοπιστωτικού τομέα προς τον ιδιωτικό τομέα το Σεπτέμβριο στο 8,6% από 8,4% τον Αύγουστο. Πράγματι, παρατηρείται μία εμμονή του δείκτη τιμών καταναλωτή σε επίπεδα πάνω από το 2% σε μεγάλη χρονική περίοδο. Από 2,2% τον Αύγουστο αυξήθηκε στο 2,6% το Σεπτέμβριο και υποχώρησε ελαφρά στο 2,5% τον Οκτώβριο. Αντίθετα, σημειώθηκε μία λελογισμένη αύξηση των αποδοχών των εργαζομένων. Η ετήσια αύξηση κατά εργαζόμενο από 1,8% το πρώτο τρίμηνο του 2005, μειώθηκε στο 1,6% το δεύτερο τρίμηνο. Όμως, η ΕΚΤ εκφράζει τους φόβους της ότι εάν ο πληθωρισμός παραμείνει σε επίπεδα άνω του 2% για μεγάλο χρονικό διάστημα ίσως πυροδοτηθούν συνδικαλιστικές διεκδικήσεις των εργαζομένων οι οποίες μπορούν να προξενήσουν δευτερογενείς επιδράσεις στο επίπεδο των τιμών. Σχετικά, με την οικονομική ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ, παρατηρείται μία ασθενική ανάκαμψη που κατά την ΕΚΤ οφείλεται: α) στο υψηλό επίπεδο των τιμών του πετρελαίου β) στην ισχυρή ισοτιμία του ευρώ που αποθαρρύνει τις εξαγωγές και δεν συμβάλλει στην αύξηση του τουρισμού και γ) στους χαμηλότερους ρυθμούς ανάκαμψης σε σχέση με αυτούς στο παρελθόν στην Ευρώπη και κατά πολύ πιο χαμηλότερους από τους ρυθμούς ανάκαμψης των ΗΠΑ. Με βάση τα ανωτέρω δεδομένα, η συνεδρίαση της 3.11.2005 ήταν και η τελευταία εδώ και 29μήνες που διατήρησε αμετάβλητα τα επιτόκια του Ευρωσυστήματος.

1^η ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005: Η ΠΡΩΤΗ ΑΠΟΦΑΣΗ ΓΙΑ ΑΛΛΑΓΗ ΤΟΥ ΕΠΙΠΕΔΟΥ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΤΗΣ ΕΚΤ ΜΕΤΑ ΑΠΟ 30 ΜΗΝΕΣ ΚΑΙ Η ΠΡΩΤΗ ΑΠΟΦΑΣΗ ΓΙΑ ΑΥΞΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΜΕΤΑ ΑΠΟ 62 ΜΗΝΕΣ

► Στη συνεδρίασή του της **1.12.2005**, το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του προέδρου του Eurogroup Γιούνκερ και του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου Αλμούνια, **αποφάσισε όπως αυξήσει τα επιτόκια κατά 0,25%**. Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης αυξήθηκε από 2% στο **2,25%**, της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης από 3% στο **3,25%** και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων από 1% στο **1,25%**.

Από τη συνέντευξη τύπου που παρεχώρησε ο πρόεδρος Τρισέ και σύμφωνα με στοιχεία του μηνιαίου δελτίου της ΕΚΤ (Δεκέμβριος 2005) προκύπτουν τα εξής:

• η απόφαση του ΔΣ να αυξήσει τα επιτόκια υπαγορεύθηκε από την ανάγκη συγκράτησης των μεσο-μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών σε επίπεδο συνεπές με τη σταθερότητα των τιμών. Όμως, και μετά την αύξηση, τα επιτόκια της Ευρωζώνης εξακολουθούν να παραμένουν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, κατάλληλα για τη στήριξη της οικονομικής ανάπτυξης. Η ΕΚΤ θα συνεχίσει να παρακολουθεί στενά όλες τις εξελίξεις τις σχετικές με τους κινδύνους που απειλούν τη σταθερότητα των τιμών

• η οικονομική ανάλυση δείχνει ότι: **α)** η οικονομική δραστηριότητα της Ευρωζώνης ενισχύθηκε το δεύτερο εξάμηνο του 2005. Σύμφωνα με τις προβλέψεις του Eurostat, το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε σε τριμηνιαία βάση το τρίτο τρίμηνο κατά 0,6% έναντι αύξησης 0,3% και 0,4% το πρώτο και δεύτερο τρίμηνο αντίστοιχα. Η διεθνής εξωτερική ζήτηση παραμένει ισχυρή και ευνοεί τις εξαγωγές, τα χαμηλά επιτόκια ενθαρρύνουν τις επενδύσεις ενώ αυξάνονται τα κέρδη των επιχειρήσεων **β)** τα στοιχεία αυτά είναι συνεπή και με τις

προβολές του προσωπικού του Ευρωσυστήματος (Eurosysteem staff projections) που δείχνουν μία αύξηση του ΑΕΠ το 2005 μεταξύ 1,2% και 1,6% και το 2006 και 2007 μεταξύ 1,4% και 2,4% **γ**) ο πληθωρισμός, λόγω και των υψηλών τιμών του πετρελαίου, παραμένει πολύ πάνω από το 2%. Σύμφωνα με τις προβλέψεις του Eurostat, ο επίσημος πληθωρισμός (headline inflation) που εκφράζεται στην Ε.Ε με τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (Harmonised Index of Consumer Prices, HICP) ήταν το Νοέμβριο στο 2,4% έναντι 2,6% και 2,5% αντίστοιχα τους δύο προηγούμενους μήνες. Είναι πιθανόν ότι θα παραμείνει βραχυπρόθεσμα στα ίδια επίπεδα. Ο πυρήνας του πληθωρισμού ή βασικός πληθωρισμός (core inflation or underlying inflation), που προκύπτει εάν στον HICP δεν υπολογίσουμε τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής, αυξήθηκε μόνο κατά 1,4%. Στις προβολές του προσωπικού του Ευρωσυστήματος καταγράφεται ότι ο HICP θα κυμανθεί το 2005 μεταξύ 2,1% και 2,3%, και το 2006 μεταξύ 1,6% και 2,6% **δ**) σύμφωνα με την άποψη του ΔΣ της ΕΚΤ, από την οικονομική ανάλυση συνάγεται ότι παραμένει ο κίνδυνος αύξησης του πληθωρισμού οφειλόμενος στις εξελίξεις στην αγορά πετρελαίου, τη μετακύλιση των προηγούμενων αυξήσεων των τιμών του πετρελαίου στους καταναλωτές μέσω της εγχώριας αλυσίδας της παραγωγής, την πιθανότητα δευτερογενών επιδράσεων στους μισθούς και τη συμπεριφορά τιμολόγησης των προϊόντων και των υπηρεσιών και την επιπρόσθετη αύξηση των διοικητικών τιμών και των έμμεσων φόρων

- η νομισματική ανάλυση δείχνει ότι: **α**) η ρευστότητα στην Ευρωζώνη παραμένει αρκετά υψηλή. Η ενίσχυση της νομισματικής επέκτασης, που άρχισε στα μέσα του 2004, κέρδισε ακόμα μεγαλύτερο έδαφος τους τελευταίους μήνες **β**) Το M3 αυξάνεται καθοδηγούμενο από τα πλέον ρευστοποιήσιμα στοιχεία του και επιβεβαιώνοντας την επίδραση των χαμηλών επιτοκίων **γ**) η αύξηση του δανεισμού, και ιδιαίτερα των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων, παραμένει ισχυρή και για το λόγο αυτό η δυναμική των τιμών στη στεγαστική αγορά πρέπει να παρακολουθείται στενά. Το τρίτο τρίμηνο του 2005, η ετήσια αύξηση του M3 ήταν 8% από 7,1% το δεύτερο τρίμηνο. Όμως, τον Οκτώβριο ο ετήσιος ρυθμός αύξησης υποχώρησε στο 8% από 8,4% το Σεπτέμβριο. Ο μέσος κινητός των τριών μηνών του M3 για την περίοδο Αύγουστος-Οκτώβριος 2005 ήταν 8,2% δηλαδή αμετάβλητος σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο.

- συνδυασμένα, η οικονομική και η νομισματική ανάλυση δείχνουν ότι υφίστανται αυξανόμενοι κίνδυνοι για τον πληθωρισμό

- η δημοσιονομική εξυγίανση ορισμένων κρατών μελών προχωρά με απελπιστικά αργούς ρυθμούς ενώ θα αυξάνεται το βάρος του κρατικού προϋπολογισμού λόγω της γήρανσης του πληθυσμού. Πέντε χώρες (Ελλάδα, Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία και Πορτογαλία) καταγράφουν ετήσια δημοσιονομικά ελλείμματα σε σχέση με το ΑΕΠ πάνω από το όριο αναφοράς του 3% ενώ εκτιμάται ότι για το 2005 ο μέσος όρος της αύξησης στη ζώνη του ευρώ θα είναι στο 2,9% του ΑΕΠ και το 2006 στο 2,8%. Για το συνολικό δημόσιο χρέος σε σχέση με το ΑΕΠ, εκτιμάται ότι το 2005 θα είναι 71,7% δηλαδή 0,9% υψηλότερα από το 2004. Απαιτείται να εφαρμοσθεί με συνέπεια το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης

- σχετικά με τις διαρθρωτικές αλλαγές, το ΔΣ της ΕΚΤ θεωρεί θετικά τα Προγράμματα Εθνικών Μεταρρυθμίσεων 2005-2008 που εντάσσονται στη στρατηγική της Λισσαβόνας και εκτιμά ότι η επίτευξη των στόχων της είναι κρίσιμη για την αντιμετώπιση της τριπλής πρόκλησης δηλαδή της επιταχυνόμενης παγκοσμιοποίησης, του μεγάλου εύρους των τεχνολογικών αλλαγών και της γήρανσης του πληθυσμού.

ΟΙ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΤΟ 2006

► Στη συνεδρίασή του της **12.1.2006**, το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Ιδιαίτερη σημασία αποδόθηκε από τις αγορές στο λεκτικό της απόφασης. Ορισμένοι αναλυτές υποστήριξαν ότι ο πρόεδρος Τρισέ δεν άφησε πολλά περιθώρια για μια νέα αύξηση των επιτοκίων στο άμεσο μέλλον ενώ άλλοι προέβλεψαν μια νέα αύξηση τον Μάρτιο ή Απρίλιο και μία ή δύο ακόμα μέχρι τέλος του 2006. Είναι, όμως, αληθές ότι η ΕΚΤ δεν θα ακολουθήσει την πολιτική της FED για συνεχή, μικρή και συμμετρική αύξηση των επιτοκίων αλλά θα παρατηρεί προσεκτικά τις μεσοπρόθεσμες εξελίξεις και ιδιαίτερα τους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης της Ευρωζώνης και τον πληθωρισμό προκειμένου να λάβει τις αποφάσεις της.

- Ο πρόεδρος Τρισέ τόνισε: 1) η αύξηση του ΑΕΠ της Ευρωζώνης είναι προοδευτική και η εγχώρια ζήτηση φαίνεται ότι συμμετέχει περισσότερο σε αυτή. Η μεγέθυνση αναμένεται να

συνεχισθεί και το 2006. Η παγκόσμια ανάπτυξη στηρίζει σταθερά τις εξαγωγές της Ευρωζώνης. Εν τούτοις, οι κίνδυνοι παραμένουν από τις υψηλές τιμές του πετρελαίου ενώ η καταναλωτική εμπιστοσύνη παραμένει χαμηλή αν και πρόσφατα στοιχεία δείχνουν ότι οι σχετικοί δείκτες βελτιώνονται 2) ο πληθωρισμός ήταν 2,2% το Δεκέμβριο, έναντι 2,3% το Νοέμβριο και 2,5% τον Οκτώβριο. Η σχετική αυτή αποκλιμάκωση οφείλεται στη πρόσκαιρη μείωση των τιμών του πετρελαίου και στη μείωση των τιμών των επεξεργασμένων τροφίμων. Όμως, η μεγάλη μεταβλητότητα αυτών και η αύξηση των διοικητικών τιμών και των εμμέσων φόρων όπως πιθανόν και οι αυξήσεις των μισθών αναμένεται να δημιουργήσουν μεσοπρόθεσμα πληθωριστικές πιέσεις.

Στο Μηνιαίο Δελτίο Φεβρουαρίου της ΕΚΤ αναφέρεται ότι ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του Μ3 το Δεκέμβριο του 2005 ήταν 7,3% από 7,6% το Νοέμβριο ενώ ο μέσος κινητός των τριών μηνών του Μ3 την περίοδο Οκτώβριος – Δεκέμβριος 2005 μειώθηκε σε 7,6% από 8% το προηγούμενο τρίμηνο. Ο πληθωρισμός (HICP) για όλο το 2005 ήταν 2,2% έναντι 2,1% το 2004.

• Την 31.1.2006 η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτών Αγορών (FOMC) της FED αύξησε τα επιτόκιά της κατά 0,25%. Ήταν η 14^η συνεχής αύξηση των επιτοκίων και συνέπεσε με την τελευταία συνεδρίαση που προηγήθηκε ο επί 18 έτη πρόεδρος της FED Άλαν Γκρίνσπαν πριν από τη συνταξιοδότησή του. Το επιτόκιο μιας ημέρας (overnight rate) με το οποίο δανείζει η FED τα πιστωτικά ιδρύματα αυξήθηκε από 4,25% σε 4,50% και το προεξοφλητικό επιτόκιο, το οποίο χρησιμοποιούν μόνο ορισμένες περιφερειακές κεντρικές τράπεζες των ΗΠΑ – μέλη της FED (Βοστώνης, Νέας Υόρκης, Φιλαδέλφειας, Κλήβελαντ, Ρίτςμοντ, Ατλάντας, Σικάγο, Σαιν Λούις, Κάνσας Σίτυ, Ντάλας και Σαν Φραντσίσκο) αυξήθηκε από 5,25% σε 5,50%. Στο λεκτικό της απόφασης, επισημαίνεται ότι η οικονομική ανάπτυξη στις ΗΠΑ είναι διαρκής και ότι οι πληθωριστικές πιέσεις σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα είναι υπό έλεγχο. Όμως, πιθανή αύξηση της χρησιμοποίησης των παραγωγικών συντελεστών καθώς και οι υψηλές τιμές του πετρελαίου έχουν τη δυναμική να αυξήσουν τον πληθωρισμό. Η Επιτροπή δεν αποκλείει περαιτέρω αυξήσεις των επιτοκίων στο μέλλον αλλά αντικατέστησε τη λέξη πιθανόν (likely) με τη λέξη ενδέχεται (may be), πράγμα που σημαίνει, σύμφωνα με τους αναλυτές, ότι πλησιάζει στο τέλος του ο κύκλος της αύξησης των επιτοκίων.

► Στη συνεδρίασή του της **2.3.2006**, το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του προέδρου του Eurogroup Γιούνκερ και του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου Αλμουνιά, **αποφάσισε όπως αυξήσει τα επιτόκια κατά 0,25%**. Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης αυξήθηκε από 2,25% στο **2,50%**, της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης από 3,25% **στο 3,50%** και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων από 1,25% **στο 1,50%**. Ο πρόεδρος Τρισέ τόνισε:

• η απόφαση του ΔΣ να αυξήσει τα επιτόκια υπαγορεύθηκε από την ανάγκη συγκράτησης των μεσο-μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών σε επίπεδο συνεπές με τη σταθερότητα των τιμών και ότι παρά την αύξηση τα επιτόκια εξακολουθούν να παραμένουν σε πολύ χαμηλά επίπεδα

• η οικονομική ανάλυση δείχνει ότι: **α)** σύμφωνα με εκτίμηση της Eurostat το πραγματικό ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε το τέταρτο τρίμηνο του 2005 κατά 0,3% έναντι 0,6% το τρίτο τρίμηνο. Όμως, παρά την υποχώρηση αυτή, πρόσφατοι οικονομικοί δείκτες και έρευνες υποδηλώνουν ότι η οικονομική δραστηριότητα σαφώς βελτιώνεται. Το εξωτερικό περιβάλλον παραμένει ευνοϊκό και φιλικό για την αύξηση των εξαγωγών της Ευρωζώνης. Στο εσωτερικό, τα χαμηλά επιτόκια, η αύξηση των επενδύσεων, τα μεγάλα κέρδη των επιχειρήσεων και η σταδιακή αύξηση της κατανάλωσης ευνοούν μία ισχυρή ανάπτυξη στο μέλλον. Σύμφωνα με τις αναθεωρημένες μακροοικονομικές προβλέψεις του Μαρτίου 2006 του προσωπικού της ΕΚΤ, το ΑΕΠ της Ευρωζώνης το 2006 θα αυξηθεί μεταξύ 1,7% και 2,5% και το 2007 μεταξύ 1,5% και 2,5% **β)** ο πληθωρισμός, αν και φαίνεται να υποχωρεί ελαφρά το Φεβρουάριο στο 2,3% από 2,4% τον Ιανουάριο, αναμένεται να παρουσιάσει ανοδική τάση σε μεσοπρόθεσμο επίπεδο λόγω των υψηλών τιμών του πετρελαίου, των αυξήσεων στις διοικητικά καθοριζόμενες τιμές και τους έμμεσους φόρους ενώ πιέσεις θα εξασκήσουν οι δευτερογενείς επιδράσεις από την άνοδο των τιμών του πετρελαίου μη αποκλειόμενης της άποψης ότι το ανεκτό σημερινό επίπεδο των μισθών να ανατραπεί από ενδεχόμενες διεκδικήσεις των εργαζομένων. Την άποψη αυτή για την αυξανόμενη τάση εκδήλωσης ισχυρών πληθωριστικών πιέσεων ενισχύουν οι μακροοικονομικές προβλέψεις του Μαρτίου 2006 του προσωπικού της ΕΚΤ σύμφωνα με τις οποίες ο πληθωρισμός (HICP) θα κυμανθεί το 2006 μεταξύ 1,9% και 2,5% και το 2007 μεταξύ 1,6% και 2,8%, γεγονός που συνιστά μία προς τα πάνω αναθεώρηση των προηγούμενων προβλέψεων.

• η νομισματική ανάλυση δείχνει ότι η ετήσια αύξηση του M3 παραμένει ισχυρή αν και η αλλαγή των προτιμήσεων των επενδυτών σε πιο μακροπρόθεσμες τοποθετήσεις αμβλύνει την αύξηση της ρευστότητας. Όμως, οι πιστώσεις προς τον ιδιωτικό τομέα και ιδιαίτερα τα στεγαστικά δάνεια αυξάνονται και η αύξηση αυτή συμβάλλει στην ενίσχυση των πληθωριστικών πιέσεων.

Σύμφωνα με το μηνιαίο δελτίο Μαρτίου 2006 της ΕΚΤ, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M3 τον Ιανουάριο του 2006 ήταν 7,6% έναντι 7,3% τον Δεκέμβριο του 2005. Ο μέσος κινητός τριών μηνών της ετήσιας αύξησης του M3 ανήλθε την περίοδο Νοέμβριος 2005 – Ιανουάριος 2006 σε 7,5% έναντι 7,6% το προηγούμενο τρίμηνο (Οκτώβριος – Δεκέμβριος).

• Συνδυαστικά, η οικονομική και νομισματική ανάλυση δικαιολογούν την απόφαση για αύξηση των επιτοκίων ώστε να αντιμετωπισθεί η ανοδική τάση του πληθωρισμού σε μεσομακροπρόθεσμο επίπεδο. Σε ερώτηση δημοσιογράφου, ο πρόεδρος Τρισέ αποκάλυψε ότι το Δ.Σ προβληματίστηκε και για αύξηση των επιτοκίων κατά 0,50%. Διευκρίνισε, όμως, ότι η ΕΚΤ δεν πρόκειται να μιμηθεί την πρακτική άλλων κεντρικών τραπεζών για συνεχείς και ομοιόμορφες ποσοτικά αυξήσεις των επιτοκίων. Θα επιδείξουμε μία ισχυρή επαγρύπνηση (strong vigilance) για την εξέλιξη της κατάστασης και θα αποφασίζουμε όταν αυτό καθίσταται αναγκαίο.

• η δημοσιονομική εξυγίανση ορισμένων κρατών μελών, σύμφωνα με τα προγράμματα σταθεροποίησης, προχωρεί με αργούς ρυθμούς ενώ η κατάσταση θα επιδεινωθεί στο μέλλον από το πρόβλημα της γήρανσης του πληθυσμού. Απαιτούνται πιο αποτελεσματικά μέτρα ώστε να επιτευχθούν οι στόχοι του αναθεωρημένου Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Σύμφωνα με το μηνιαίο δελτίο Μαρτίου 2006 της ΕΚΤ, ο μέσος όρος του ελλείμματος της Γενικής Κυβέρνησης αναμένεται να μειωθεί οριακά στο 2,5% του ΑΕΠ το 2005 από 2,7% το 2004. Όμως, 4 χώρες της Ευρωζώνης (Ελλάδα, Γερμανία, Ιταλία και Πορτογαλία) κατέγραψαν ελλείμματα άνω του 3% του ΑΕΠ το 2005 παραβιάζοντας το όριο αναφοράς. Ο μέσος όρος του δημόσιου χρέους της Ευρωζώνης αναμένεται να αυξηθεί το 2005 στο 71% του ΑΕΠ ενώ επτά χώρες αναφέρουν ελλείμματα άνω του ορίου του 60% και τρεις άνω του 100% του ΑΕΠ.

• σχετικά με τις διαρθρωτικές αλλαγές στις αγορές εργασίας και προϊόντων, επισημαίνονται τα εξής: α) είναι απόλυτα αναγκαίες για τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων, της ανάπτυξης και της απασχόλησης β) από την πλευρά της προσφοράς εργασίας, επιβάλλονται μεταρρυθμίσεις στη φορολογία και τα κίνητρα και επιτάχυνση της ολοκλήρωσης της ενιαίας αγοράς περιλαμβανομένης και της εναρμόνισης του τομέα των υπηρεσιών γ) από την πλευρά της ζήτησης εργασίας, είναι αναγκαία η προώθηση της ευελιξίας των μισθών και της άρσης των αυστηρών κανονιστικών ρυθμίσεων δ) για την ανάπτυξη του ανθρώπινου κεφαλαίου απαιτείται καλύτερη εκπαίδευση και επιμόρφωση.

► Την 28.3.2006, η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτών Αγορών (FOMC) της FED, που συνεδρίασε για πρώτη φορά υπό την προεδρία του νέου προέδρου της FED Μπεν Μπερνάνκι, αύξησε τα επιτόκια της κατά 0,25%. Ήταν η 15^η συνεχής και ισόποση αύξηση των επιτοκίων. Το επιτόκιο μιας ημέρας (overnight rate) με το οποίο δανείζει η FED τα πιστωτικά ιδρύματα αυξήθηκε από 4,50% σε 4,75% και το προεξοφλητικό επιτόκιο, το οποίο χρησιμοποιούν μόνο ορισμένες περιφερειακές κεντρικές τράπεζες των ΗΠΑ – μέλη της FED (Βοστώνης, Νέας Υόρκης, Φιλαδέλφειας, Κλήβελαντ, Ρίτσμοντ, Ατλάντας, Σικάγο, Σαιν Λούις, Κάνσας Σίτυ, Ντάλας και Σαν Φραντσίσκο) αυξήθηκε από 5,50% σε 5,75%. Στο λεκτικό της απόφασης, επισημαίνεται ότι: α) η οικονομική ανάπτυξη υπήρξε ισχυρή το τρέχον τρίμηνο αλλά φαίνεται ότι πιθανόν αποκτά πλέον μέτριους αλλά σταθερούς ρυθμούς β) οι πληθωριστικές πιέσεις είναι υπό έλεγχο αλλά πιθανή αύξηση στη χρησιμοποίηση των παραγωγικών πόρων σε συνδυασμό με τις υψηλές τιμές του πετρελαίου και των άλλων εμπορευμάτων ενδέχεται να αυξήσει τις πληθωριστικές πιέσεις. Η Επιτροπή εκτιμά ότι μπορεί να απαιτηθούν μερικές ακόμη κινήσεις σύσφιξης της νομισματικής πολιτικής προκειμένου να επιτευχθεί σε ισόρροπη βάση ο διπλός στόχος της οικονομικής ανάπτυξης και της σταθερότητας των τιμών. Από τη φράση αυτή, οι αναλυτές θεωρούν βέβαιη μία ακόμη αύξηση των επιτοκίων και πιθανόν μια ακόμα στο μέλλον.

► Στη συνεδρίασή του της **6.4.2006**, το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου Ζοακίν Αλμούνια, αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Ο πρόεδρος Τρισέ στην εισαγωγική του δήλωση τόνισε τα εξής:

• Η πληροφόρηση που είναι διαθέσιμη ενισχύει την άποψή μας ότι πρέπει να αντιμετωπισθούν οι κίνδυνοι ανόδου των τιμών. Παραμένει ουσιώδες να ελεγχθούν οι

μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες ώστε να συμβάλλουμε στην αύξηση της ανάπτυξης και της απασχόλησης σε ένα μη πληθωριστικό περιβάλλον. Με τα επιτόκια της Ευρωζώνης να εξακολουθούν, και μετά τις δύο τελευταίες αυξήσεις, να ευρίσκονται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα και τη νομισματική και πιστωτική επέκταση και τη ρευστότητα να αυξάνονται, η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ παραμένει άνετη (accommodative). Για το λόγο αυτό, θα συνεχίσουμε να παρακολουθούμε στενά τις εξελίξεις ώστε να αποτραπούν σε μεσοπρόθεσμο επίπεδο οι κίνδυνοι που απειλούν τη σταθερότητα των τιμών (από το λεκτικό της απόφασης του Μαρτίου έχει διαγραφεί η φράση «ισχυρή επαγρύπνηση» (strong vigilance).

- Σχετικά με την οικονομική ανάλυση: α) τα πρόσφατα στοιχεία επιβεβαιώνουν την άποψη για την αύξηση της οικονομικής ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ μετά από μια υποτονική αύξηση το τελευταίο τρίμηνο του προηγούμενου έτους. Οι δείκτες προεξοφλούν μια ισχυρότερη ανάπτυξη το πρώτο εξάμηνο του 2006. Πέραν του ευνοϊκού διεθνούς περιβάλλοντος, των χαμηλών επιτοκίων, της επενδυτικής δραστηριότητας και της βελτίωσης των ισολογισμών των επιχειρήσεων, φαίνεται ότι θα αυξηθεί και η κατανάλωση β) ο κίνδυνος για την αύξηση του πληθωρισμού ελέγχεται πλήρως σε βραχυπρόθεσμη βάση. Όμως, είναι ενδεχόμενο αυτή η κατάσταση να ανατραπεί λόγω των αυξήσεων των τιμών του πετρελαίου και των παγκόσμιων ανισοροπιών. Ο πληθωρισμός (HICP), σύμφωνα με εκτιμήσεις της Eurostat μειώθηκε το Μάρτιο στο 2,2% από 2,3% το Φεβρουάριο. Σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα οι αυξήσεις των τιμών μπορεί να παραμείνουν γύρω από αυτά τα επίπεδα αλλά σε μεσομακροπρόθεσμη βάση η εικόνα ενδέχεται να ανατραπεί διότι οι διοικητικά καθοριζόμενες τιμές (administered prices που είναι ο τρόπος τιμολόγησης με βάση τον οποίο η τιμή πώλησης καθορίζεται από τον παραγωγό ενώ η ποσότητα που πρέπει να παραχθεί καθορίζεται από τις δυνάμεις της αγοράς) και οι έμμεσοι φόροι θα ασκήσουν πίεση στον πληθωρισμό στη διάρκεια του 2006 και 2007. Στην κατεύθυνση αυτή μπορεί να συμβάλλουν τα έμμεσα αποτελέσματα της αύξησης των τιμών του πετρελαίου στο παρελθόν. Αντίθετα, προς το παρόν, οι αυξήσεις των μισθών είναι συγκρατημένες εξ αιτίας και των πιέσεων του διεθνούς ανταγωνισμού.

Συμπερασματικά, ο κίνδυνος του πληθωρισμού παραμένει ισχυρός εάν λάβουμε υπόψη την αύξηση των τιμών του πετρελαίου, το ενδεχόμενο να περάσει η αύξηση αυτή στις τιμές καταναλωτή, τις αυξήσεις στις διοικητικά καθοριζόμενες τιμές και τους εμμέσους φόρους και την πιθανότητα της αύξησης των μισθών στο μέλλον πέραν του επιτρεπόμενου από την ανταγωνιστικότητα ορίου.

- Σχετικά με τη νομισματική ανάλυση: α) τα χαμηλά επιτόκια παραμένουν η κύρια αιτία της συνεχιζόμενης νομισματικής επέκτασης β) ο ετήσιος ρυθμός των πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα αυξήθηκε τους τελευταίους μήνες. Ιδιαίτερα, αυξήθηκαν οι χορηγήσεις για στεγαστικά δάνεια προς τα νοικοκυριά και οι πιστώσεις προς τους μη χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Το περιβάλλον αυτό σε συνδυασμό με την υπερβάλλουσα ρευστότητα, ενισχύει την άποψη για την ύπαρξη σημαντικών πληθωριστικών κινδύνων στο μέλλον.

Στο μηνιαίο δελτίο Απριλίου της ΕΚΤ αναφέρεται ότι η ετήσια αύξηση του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους M3 ανήλθε το Φεβρουάριο σε 7,9% έναντι 7,6% τον Ιανουάριο ενώ ο μέσος κινητός των τριών μηνών του M3 την περίοδο Δεκέμβριος 2005 – Φεβρουάριος 2006 αυξήθηκε σε 7,7% από 7,5% το προηγούμενο τρίμηνο.

- Συνδυασμένα η οικονομική και νομισματική ανάλυση δείχνουν ότι οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών παραμένουν υψηλοί. Το Δ.Σ της ΕΚΤ θα εξακολουθήσει να παρακολουθεί στενά τις εξελίξεις για να αποτρέψει την πραγματοποίηση αυτών των κινδύνων.

- Παρά το γεγονός ότι στη διάρκεια του 2005 τα δημοσιονομικά μεγέθη των κρατών μελών βελτιώθηκαν, οι προϋπολογισμοί δεν πείθουν για ένα καλύτερο αποτέλεσμα το 2006. Τα κράτη μέλη πρέπει να επωφεληθούν από την οικονομική ανάκαμψη και να μειώσουν τα ελλείμματα αυτών στο πλαίσιο των προγραμμάτων μεταρρύθμισης.

- Σχετικά με τις διαρθρωτικές αλλαγές σημειώνεται η απόφαση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου της 23 και 24 Μαρτίου 2006 για την επανεργοποίηση της στρατηγικής της Λισσαβόνας με έμφαση στη διατηρησιμότητα και την ποιότητα των δημόσιων οικονομικών, την προώθηση της ευελιξίας στις αγορές προϊόντων και εργασίας, την ενίσχυση του επιχειρηματικού κλίματος και την ολοκλήρωση της ενιαίας αγοράς περιλαμβανομένης και της αγοράς υπηρεσιών.

• Στη συνέντευξη τύπου, ιδιαίτερη αίσθηση προκάλεσε η δήλωση του προέδρου Τρισέ ότι η ΕΚΤ ουδέποτε άφησε να διαφανεί ότι θα αυξήσει οπωσδήποτε τα επιτόκια στη σύνοδο του Μαΐου. Η δήλωση αυτή προβλημάτισε τους αναλυτές που θεωρούσαν σίγουρη κατά 100% μία αύξηση κατά 0,25% των επιτοκίων το Μάιο. Ήδη, πολλοί από αυτούς άρχισαν να αναπροσαρμόζουν τις προβλέψεις τους για μια νέα ενδεχόμενη αύξηση τον Ιούνιο ή

αργότερα. Ποιοι ήσαν, όμως, οι λόγοι, που, παρά τις καταγιγιστικές δηλώσεις των μελών του Δ.Σ της ΕΚΤ υπέρ της αύξησης των επιτοκίων, ανέβαλλε έστω και κατά μικρό χρονικό διάστημα τη λήψη απόφασης; Σύμφωνα με τους αναλυτές, οι κυριότεροι λόγοι ήσαν οι εξής:

⊕ Η εκτίμηση της Eurostat ότι ο πληθωρισμός της ζώνης του ευρώ μειώθηκε το Μάρτιο στο 2,2% από 2,3% το Φεβρουάριο και το γεγονός ότι ο δομικός πληθωρισμός ευρίσκεται υπό έλεγχο (το Φεβρουάριο αυξήθηκε μόλις κατά 1,2%).

⊕ Η οικονομική ανάκαμψη έχει επιβεβαιωθεί αλλά κύρια με βάση δείκτες προσδοκίων και όχι δείκτες της πραγματικής οικονομίας. Το Δ.Σ αναμένει το στοιχείο του ΑΕΠ του πρώτου τριμήνου του 2006 που θα είναι διαθέσιμο στη σύνοδο του Ιουνίου.

⊕ Οι προειδοποιήσεις των πολιτικών ότι η συνέχιση της πολιτικής αύξησης των επιτοκίων θα επιβράδυνε την ανάκαμψη.

⊕ Υπήρχε ο κίνδυνος να πληγεί η ανοδική πορεία των μετοχών των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων και τα κέρδη αυτών.

⊕ Οι προσδοκίες της αγοράς για ταχύτατες και υψηλές αυξήσεις των επιτοκίων της ΕΚΤ θα ωθούσε την ισοτιμία του ευρώ στα ύψη με συνέπεια να πληγεί για μια ακόμα φορά η ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών.

► Στη συνεδρίασή του της **4.5.2006**, το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου της Ε.Ε Ζοακίν Αλμούνια, αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Ο πρόεδρος Τρισέ στην εισαγωγική του δήλωση τόνισε τα εξής:

• η πληροφόρηση που είναι διαθέσιμη επιβεβαιώνει την προηγούμενη εκτίμησή μας ότι παραμένουν δυναμικές οι συνθήκες για την αύξηση της ανάπτυξης και της πιστωτικής επέκτασης αλλά και του πληθωρισμού. Το ΔΣ της ΕΚΤ κρίνει ότι απαιτείται **ισχυρή επαγρύπνηση (strong vigilance)** για να εμποδίσει την υλοποίηση των κινδύνων που αφορούν τη σταθερότητα των τιμών (παρατηρούμε ότι το ΔΣ επαναφέρει τη φράση «ισχυρή επαγρύπνηση», που είχε παραλείψει στην προηγούμενη συνεδρίαση, και το γεγονός αυτό αποδόθηκε στην επιδίωξη της ΕΚΤ **να προετοιμάσει τις αγορές για αύξηση των βασικών της επιτοκίων στην επόμενη συνεδρίαση του Ιουνίου**).

• Σχετικά με την οικονομική ανάλυση, τα στοιχεία που είναι διαθέσιμα από τις αρχές του 2006 πιστοποιούν μία επιτάχυνση της ανάπτυξης το πρώτο τρίμηνο του έτους σε αντίθεση με τους μέτριους ρυθμούς του τελευταίου τριμήνου του 2005. Σύμφωνα με τους τελευταίους δείκτες και τις προβολές Μαρτίου του προσωπικού της ΕΚΤ, η ανάπτυξη θα συνεχισθεί και το δεύτερο τρίμηνο του 2006. Η βιομηχανική εμπιστοσύνη είναι ιδιαίτερα υψηλή και ευνοεί τη διενέργεια επενδύσεων ενώ η βελτίωση στους τομείς της κατανάλωσης και της απασχόλησης είναι αισθητή. Οι συνθήκες σε παγκόσμιο επίπεδο είναι ευνοϊκές σχετικά με τη διατήρηση υψηλών ρυθμών ανάπτυξης ενώ στη ζώνη του ευρώ η αύξηση των επενδύσεων ευνοείται από το χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων, την αναδιάρθρωση των ισολογισμών και τα μεγάλα κέρδη των επιχειρήσεων. Συμπερασματικά, οι κίνδυνοι για την ανάσχεση της ανάπτυξης και την αύξηση του πληθωρισμού σε βραχυπρόθεσμη βάση είναι ευρύτατα ισοζυγισμένοι παρά την πρόσφατη αύξηση των τιμών του πετρελαίου. Όσον αφορά τον πληθωρισμό και σύμφωνα με εκτίμηση του Eurostat, ο εναρμονισμένος δείκτης (HICP) ανέβηκε τον Απρίλιο στο 2,4% από αύξηση του πληθωρισμού κατά 2,2% το Μάρτιο. Αυτό αποδίδεται στις υψηλές τιμές του πετρελαίου. Πέραν του βραχυπρόθεσμου ορίζοντα, την πορεία του πληθωρισμού μπορεί να επηρεάσουν οι δευτερογενείς επιδράσεις των τιμών του πετρελαίου και η συνακόλουθη αύξηση του επιπέδου των μισθών και των τιμών.

• Σχετικά με τη νομισματική ανάλυση, σε ένα πλαίσιο άφθονης ρευστότητας η πιστωτική επέκταση εμφανίζει μία δυναμική. Ιδιαίτερα, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα παραμένει υψηλός και εμφανίζει συνεχώς ανοδικές τάσεις. Υψηλά επίπεδα δανεισμού παρατηρούνται από τα νοικοκυριά και ιδίως για στεγαστικά δάνεια αλλά και από τα μη χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Η κύρια αιτία αυτού του φαινομένου είναι τα ιστορικά χαμηλά επιτόκια και αυτή η κατάσταση ενέχει κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών.

(Σύμφωνα με το μηνιαίο δελτίο Μαΐου 2006 της ΕΚΤ, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους M3 από 7,9% το Φεβρουάριο ανήλθε το Μάρτιο στο 8,6% που ήταν ο μεγαλύτερος από τον Ιούλιο του 2003. Ο μέσος κινητός των τριών μηνών του M3 την περίοδο Ιανουάριος – Μάρτιος 2006 αυξήθηκε σε 8,19% από 7,7% το προηγούμενο τρίμηνο).

• Οι ετήσιοι ρυθμοί πληθωρισμού αναμένονται να είναι υψηλοί και πάντως πάνω από το 2% το 2006 και το 2007. Ο κίνδυνος αυτός ενισχύεται από την πρόσφατη άνοδο των τιμών του

πετρελαίου. Μαζί η οικονομική και νομισματική ανάλυση επιβάλλουν μία ισχυρή επαγρύπνηση για τον έλεγχο του πληθωρισμού σε μεσοπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη βάση.

- Σχετικά με τις δημοσιονομικές πολιτικές, υπάρχουν αρκετά θετικά σημάδια για την εφαρμογή του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, όμως, σε ορισμένα κράτη απαιτείται μεγαλύτερη προσπάθεια.

- Για τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, το ΔΣ επιμένει στην εξασφάλιση ανοικτών, ανταγωνιστικών και με ορθή λειτουργία αγορών εργασίας και προϊόντων με τελικό στόχο την ελκυστικότητα των επενδύσεων και των τεχνολογικών καινοτομιών. Οι ανοικτές αγορές και η ευελιξία είναι απαραίτητοι παράγοντες για την αύξηση της ανάπτυξης και της απασχόλησης.

- την 10.5.2006, η FOMC της FED αύξησε τα επιτόκια αυτής κατά 0,25%. Ήταν η 16^η συνεχής και ισόποση αύξηση των αμερικανικών επιτοκίων. Το επιτόκιο χρηματοδότησης των τραπεζών μιας ημέρας αυξήθηκε στο 5% και το προεξοφλητικό επιτόκιο στο 6%. Το δελτίο τύπου της FOMC ανέφερε: α) η οικονομική ανάπτυξη στις ΗΠΑ παραμένει ισχυρή και το 2006, αναμένεται, όμως, να μετριασθεί στο επόμενο χρονικό διάστημα εξ αιτίας της υποχώρησης της αγοράς στεγαστικών δανείων και των συνεπειών του υψηλού επιπέδου των τιμών ενέργειας και της αύξησης των επιτοκίων β) η αύξηση των τιμών του πετρελαίου και των άλλων εμπορευμάτων φαίνεται επί του παρόντος ότι έχει μέτριες συνέπειες στο δομικό πληθωρισμό, η αύξηση της παραγωγικότητας έχει βοηθήσει στον έλεγχο της αύξησης του κόστους ανά μονάδα εργασίας ενώ οι πληθωριστικές προσδοκίες ευρίσκονται επίσης υπό έλεγχο γ) όμως, πιθανή αύξηση στη χρησιμοποίηση των πρώτων υλών σε συνδυασμό με τις υψηλές τιμές της ενέργειας και των άλλων εμπορευμάτων μπορούν να αυξήσουν τις πληθωριστικές πιέσεις δ) μερικές ακόμα κινήσεις σύσφιξης της νομισματικής πολιτικής απαιτούνται για να αντιμετωπίσουν τον κίνδυνο του πληθωρισμού, όμως, η έκταση και ο χρόνος τέτοιων παρεμβάσεων θα εξαρτάται αποκλειστικά από τις οικονομικές εξελίξεις με βάση τη διαθέσιμη πληροφόρηση. Σε κάθε περίπτωση, η FOMC θα ανταποκριθεί στις αλλαγές των οικονομικών συνθηκών στο μέτρο που αυτό επιβάλλεται για την επίτευξη των στόχων της. Το ανωτέρω ανακοινωθέν της FOMC ερμηνεύθηκε σαν το πιθανό τέλος του κύκλου της αύξησης των επιτοκίων.

► Στη συνεδρίασή του της **8ης Ιουνίου 2006**, το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του προέδρου του Eurogroup Γιούνκερ και του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου Αλμούνια, **αποφάσισε να αυξήσει τα επιτόκια κατά 0,25%**. Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης αυξήθηκε από 2,50% στο **2,75%**, της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης από 3,50% **στο 3,75%** και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων από 1,50% **στο 1,75%**. Ο πρόεδρος Τρισέ τόνισε:

- η απόφαση του ΔΣ να αυξήσει τα επιτόκια υπαγορεύθηκε από τους αυξανόμενους κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμη βάση και την ανάγκη συγκράτησης των μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών σε επίπεδο συνεπές με τη σταθερότητα των τιμών. Παρά την αύξηση τα επιτόκια εξακολουθούν να παραμένουν σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Θα συνεχίσουμε να παρακολουθούμε στενά (to monitor closely) όλες τις εξελίξεις ώστε να εξασφαλίσουμε τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο ορίζοντα (οι αναλυτές εκτίμησαν ότι η απάλειψη της φράσης «ισχυρή επαγρύπνηση» (strong vigilance) και η χρησιμοποίηση της ηπιότερης «στενή παρακολούθηση» σημαίνει ότι η ΕΚΤ δεν πρόκειται να αυξήσει πάλι τα επιτόκια τουλάχιστον στη συνεδρίαση του Ιουλίου)

- η οικονομική ανάλυση έδειξε ότι: **α)** σύμφωνα με εκτίμηση της Eurostat το πραγματικό ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ σε τριμηνιαία βάση αυξήθηκε το πρώτο τρίμηνο του 2006 κατά 0,6% έναντι 0,3% το τελευταίο τρίμηνο του 2005. Επόμενα, επιβεβαιώνεται η άποψη της ΕΚΤ για διατηρήσιμη ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ. Η άποψη αυτή ενισχύεται και από τους δείκτες εμπιστοσύνης με βάση τους οποίους αναμένεται ότι η αύξηση της ανάπτυξης θα συνεχισθεί και τα επόμενα τρίμηνα. Αναλυτικότερα, αναμένεται να συνεχισθεί η αύξηση των επενδύσεων λόγω των χαμηλών επιτοκίων, της αναδιάρθρωσης των ισολογισμών των επιχειρήσεων και της αύξησης των εταιρικών κερδών. Επιπρόσθετα στην κατεύθυνση αυτή συνηγορούν και οι μακροοικονομικές προβλέψεις του Ιουνίου του προσωπικού του Ευρωσυστήματος για αύξηση του ΑΕΠ για το 2006 από 1,8% έως 2,4% και για το 2007 από 1,3% έως 2,3%. Το Δ.Σ της ΕΚΤ κρίνει απόλυτα ισοζυγισμένες τις προβλέψεις και παρατηρεί ότι η προβλεπόμενη αποεπιτάχυνση το 2007 οφείλεται στην πιθανή αύξηση των τιμών του πετρελαίου, τις διεθνείς ανισοροπίες και τον αυξανόμενο προστατευτισμό στο διεθνές εμπόριο **β)** ο πληθωρισμός, σύμφωνα με προβλέψεις της Eurostat αυξήθηκε το Μάιο στο 2,5% από 2,4% τον Απρίλιο και 2,2% το Μάρτιο. Η αύξηση προέρχεται κύρια

από τις δευτερογενείς επιδράσεις των υψηλών τιμών του πετρελαίου ενώ στο μέλλον αρνητικές συνέπειες θα έχουν οι αναγγελθείσες αυξήσεις των εμμέσων φόρων και πιθανόν οι διεκδικήσεις των εργαζομένων για αναπλήρωση της αγοραστικής τους δύναμης. Οι μακροοικονομικές προβλέψεις του Ιουνίου του προσωπικού του Ευρωσυστήματος για τον πληθωρισμό της ζώνης του ευρώ είναι για το 2006 μεταξύ 2,1% και 2,5% και για το 2007 μεταξύ 1,6% και 2,8%. Η άποψη του Δ.Σ της ΕΚΤ είναι ότι ο κίνδυνος για τη σταθερότητα των τιμών έχει αυξηθεί

- η νομισματική ανάλυση δείχνει ότι: **α)** ο ετήσιος ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης και ιδιαίτερα των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα αυξήθηκε περαιτέρω τους τελευταίους μήνες. Μεγαλύτερη αύξηση παρατηρήθηκε στα στεγαστικά δάνεια και τα δάνεια προς τα μη χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. (Σύμφωνα με το μηνιαίο δελτίο Μαΐου 2006 της ΕΚΤ, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M3 τον Απρίλιο του 2006 ήταν 8,8% έναντι 8,6% το Μάρτιο).

- β)** τα χαμηλά επιτόκια είναι η κύρια αιτία της πιστωτικής επέκτασης που σημαίνει μεγαλύτερους πληθωριστικούς κινδύνους στον μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

- Συμπερασματικά, συνδυασμένα από την οικονομική και τη νομισματική ανάλυση προκύπτουν μεσοπρόθεσμα αυξανόμενοι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών.

- Σχετικά με τις δημοσιονομικές πολιτικές, είναι απογοητευτικό το γεγονός ότι σύμφωνα με προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής τα ελλείμματα θα παραμείνουν για το 2006 και το 2007 γύρω στο 2,4% και το δημόσιο χρέος πάνω από το 70% του ΑΕΠ. Απαιτείται η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης προς το αναθεωρημένο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης και η εκμετάλλευση της ευνοϊκής οικονομικής συγκυρίας για τη μείωση των ελλειμμάτων και του δημόσιου χρέους.

(Σημειώνεται ότι το 2006, 11 κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης είχαν ετήσιο δημοσιονομικό έλλειμμα άνω του 3% του ΑΕΠ: Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ηνωμένο Βασίλειο, Ιταλία, Μάλτα, Ουγγαρία, Πολωνία, Πορτογαλία, Σλοβακία και Τσεχία).

- Οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις πρέπει να επιταχυνθούν ώστε να εξασφαλίσουν ανοικτές, ανταγωνιστικές και ορθώς λειτουργούσες αγορές προϊόντων και εργασίας με τελικό στόχο τη δημιουργία ενός ελκυστικού περιβάλλοντος για επενδύσεις, τεχνολογικές πρωτοτυπίες ελαστικότητα στους μισθούς και τις τιμές και εξάλειψη των εμποδίων όπως η χαμηλή παραγωγικότητα και η έλλειψη ανταγωνισμού σε ορισμένους τομείς ή η στην πράξη τιμαριθμοποίηση των μισθών.

- Την 29.6.2006, η FOMC της FED αύξησε τα επιτόκια αυτής κατά 0,25%. Ήταν η 17^η συνεχής και ισόποση αύξηση των αμερικανικών επιτοκίων από τον Ιούνιο του 2004. Το επιτόκιο χρηματοδότησης των τραπεζών μιας ημέρας αυξήθηκε στο 5,25% και το προεξοφλητικό επιτόκιο στο 6,25%. Το δελτίο τύπου της FOMC ανέφερε: α) πρόσφατοι δείκτες δείχνουν ότι η οικονομική ανάπτυξη ελαφρά επιβραδύνεται λόγω κύρια της αποδυνάμωσης της στεγαστικής αγοράς και των αποτελεσμάτων της αύξησης των επιτοκίων και των τιμών του πετρελαίου β) ο πυρήνας του πληθωρισμού αυξήθηκε τους τελευταίους μήνες. Τα κέρδη από την αύξηση της παραγωγικότητας μειώθηκαν από την αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος ενώ οι πληθωριστικές προσδοκίες ευρίσκονται υπό έλεγχο. Όμως, τα υψηλά επίπεδα της χρήσης του παραγωγικού δυναμικού και των τιμών της ενέργειας και των άλλων εμπορευμάτων αποτελούν κίνδυνο για την αύξηση του πληθωρισμού. Αν και η ανάσχεση της αύξησης της ζήτησης θα βοηθούσε να συγκρατήσει στο μέλλον τις πληθωριστικές πιέσεις, η Επιτροπή κρίνει ότι κάποιος κίνδυνος για τον πληθωρισμό υφίσταται γ) η περαιτέρω σύσφιξη της νομισματικής πολιτικής εξαρτάται από την εξέλιξη των οικονομικών δεικτών και ιδιαίτερα από την πορεία του πληθωρισμού και της οικονομικής ανάπτυξης. Οι αναλυτές θεώρησαν ήπιο το ανακοινωθέν και προπομπό του τέλους της περιόδου της συνεχούς αύξησης των αμερικανικών επιτοκίων. Οι αγορές αντέδρασαν με πτώση της ισοτιμίας του δολαρίου και ενίσχυση των τιμών των μετοχών.

► Στη συνεδρίασή του της **6.7.2006**, το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου της Ε.Ε Ζοακίν Αλμούνια, αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Ο πρόεδρος Τρισέ, στην εισαγωγική του δήλωση τόνισε τα εξής:

- η πληροφόρηση που είναι διαθέσιμη επιβεβαιώνει την ανησυχία μας για τη σταθερότητα των τιμών από την άνετη νομισματική πολιτική των χαμηλών επιτοκίων. Η δυναμική της πιστωτικής επέκτασης και γενικά της υπερβάλλουσας ρευστότητας απαιτεί **ισχυρή επαγρύπνηση (strong vigilance)** για να εμποδίσει την υλοποίηση των κινδύνων που αφορούν τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα.

- Σχετικά με την οικονομική ανάλυση, πρόσφατα στοιχεία πιστοποιούν ότι η οικονομική ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ κέρδισε έδαφος και υπήρξε διαρκής (sustainable) στο πρώτο εξάμηνο του 2006. Οι συνθήκες σε παγκόσμιο επίπεδο είναι ευνοϊκές σχετικά με τη διατήρηση υψηλών ρυθμών ανάπτυξης και ευνοούν τις εξαγωγές της ζώνης του ευρώ. Οι επενδύσεις ευνοούνται από το χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων και αυξάνονται ενώ σταδιακά αυξάνεται και η κατανάλωση. Στο θετικό περιβάλλον συμβάλλουν η βελτίωση των συνθηκών απασχόλησης που αυξάνει με τη σειρά της την κατανάλωση, η αναδιάρθρωση των ισολογισμών και τα κέρδη των επιχειρήσεων. Τα μεγέθη ανάπτυξη και πληθωρισμός σε βραχυπρόθεσμα ορίζοντα είναι ισοζυγισμένα αλλά σε πιο μακροπρόθεσμη βάση υπάρχουν σοβαροί κίνδυνοι από την αύξηση των τιμών του πετρελαίου. Όσον αφορά τον πληθωρισμό και σύμφωνα με εκτίμηση του Eurostat, ο εναρμονισμένος δείκτης (HICP) παρέμεινε τον Ιούνιο στο 2,5% όσο δηλαδή ήταν και το Μάιο. Οι παράγοντες που θα επηρεάσουν τον πληθωρισμό στο μέλλον είναι το πιθανό πέρασμα των αυξήσεων των τιμών του πετρελαίου στις τιμές καταναλωτή και η επιβάρυνση που θα προέλθει από την αύξηση των εμμέσων φόρων και των διοικητικών τιμών ενώ δεν αποκλείεται να υπάρξουν διεκδικήσεις των εργαζομένων για την αναπλήρωση της αγοραστικής τους δύναμης και όλα αυτά να οδηγήσουν σε ένα δεύτερο γύρο αύξησης των τιμών.
- Σχετικά με τη νομισματική ανάλυση, το ευρύτερο νομισματικό μέγεθος M3 αυξήθηκε το Μάιο στο 8,9% που ήταν το υψηλότερο ποσοστό από την έναρξη του τρίτου σταδίου της ΟΝΕ. Ο μέσος κινητός των τριών μηνών του M3 την περίοδο Μάρτιος – Μάιος 2006 αυξήθηκε σε 8,7% από 8,4% το προηγούμενο τρίμηνο. Τα χαμηλά επιτόκια ήταν ο κύριος λόγος της ισχυρής νομισματικής επέκτασης. Τα δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα συνεχίζουν να αυξάνονται ενώ τα δάνεια προς τα νοικοκυριά και ιδιαίτερα τα στεγαστικά δάνεια αυξάνονται με ρυθμό 12%. Η υπερβάλλουσα ρευστότητα αποτελεί σοβαρό κίνδυνο για τη σταθερότητα των τιμών.
- Μαζί η οικονομική και νομισματική ανάλυση δείχνουν αυξανόμενους κινδύνους για τον πληθωρισμό και κατά συνέπεια το Δ.Σ της ΕΚΤ θα επιδείξει ισχυρή επαγρύπνηση για να μην υλοποιηθούν οι ανωτέρω κίνδυνοι.
- Σχετικά με τις δημοσιονομικές πολιτικές, οι προοπτικές εξυγίανσης είναι απογοητευτικές ιδιαίτερα στα κράτη μέλη με υπερβολικά ελλείμματα. Πρέπει να αποφευχθούν τα σφάλματα του παρελθόντος και τα κράτη να επωφεληθούν της οικονομικής ανάπτυξης ώστε να διορθώσουν τις δημοσιονομικές ανισορροπίες. Απαιτείται η αυστηρή εφαρμογή του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης.
- Για τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, το ΔΣ επιμένει στην ανταγωνιστικότητα των αγορών εργασίας, προϊόντων και υπηρεσιών ώστε να αντιμετωπισθεί η πρόκληση της παγκοσμιοποίησης και να εξασφαλισθεί η αύξηση της απασχόλησης και του επιπέδου διαβίωσης.
- Ο πρόεδρος Τρισέ, απαντώντας στη συνέχεια σε ερωτήσεις των δημοσιογράφων άφησε να εννοηθεί ότι η επόμενη αύξηση των επιτοκίων εάν χρειασθεί δεν θα είναι της τάξης του 0,50% και συμπλήρωσε ότι ποτέ δεν λαμβάνουμε αποφάσεις προκαταβολικά. Κρίνουμε πάντοτε σύμφωνα με τα διαθέσιμα κάθε φορά στοιχεία. Μετά τη συνέντευξη, οι αναλυτές θεωρούσαν σίγουρη μία αύξηση των επιτοκίων κατά 0,25% στη συνεδρίαση της 3.8.2006 ενώ μια μειοψηφία υποστήριζε ότι η αύξηση αυτή μπορούσε να γίνει στα τέλη Αυγούστου.

► Στη συνεδρίασή του της **3ης Αυγούστου 2006**, το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου Αλμούνια, **αποφάσισε να αυξήσει τα επιτόκια κατά 0,25%**. Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης αυξήθηκε από 2,75% στο **3%**, της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης από 3,75% στο **4%** και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων από 1,75% στο **2%**. Ο πρόεδρος Τρισέ τόνισε:

- η απόφαση του ΔΣ να αυξήσει τα επιτόκια υπαγορεύθηκε από τους αυξανόμενους κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμη βάση λόγω της συνεχιζόμενης οικονομικής ανάκαμψης, της υπερβάλλουσας ρευστότητας και της αύξησης των τιμών ενέργειας, των εμμέσων φόρων και των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών.

- Αναφορικά με την οικονομική ανάλυση, το πραγματικό ΑΕΠ της Ευρωζώνης αυξήθηκε στο 0,6% σε τριμηνιαία βάση το δεύτερο τρίμηνο λόγω κύρια της εσωτερικής ζήτησης και όλες οι προβλέψεις συγκλίνουν ότι η οικονομική ανάπτυξη θα συνεχισθεί με σταθερό βήμα. Οι κίνδυνοι φαίνονται εξισορροπημένοι σε βραχυπρόθεσμη βάση αλλά μεσοπρόθεσμα αυξάνονται λόγω των γεωπολιτικών εντάσεων, της πιθανής αύξησης των τιμών του

πετρελαίου, τω διεθνών ανισορροπιών και των μέτρων προστατευτισμού ιδιαίτερα μετά την αναστολή των διαπραγματεύσεων στα πλαίσια του Γύρου της Ντόχα του Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου. Ο πληθωρισμός (HICP), σύμφωνα με τις προβλέψεις του Eurostat, ήταν 2,5% τον Ιούλιο όσο και το Μάιο. Όμως, οι τιμές μπορούν να αυξηθούν εξ αιτίας της ανόδου των τιμών της ενέργειας, των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών και των εμμέσων φόρων και της πιθανής αύξησης των μισθών. Όλα τα ανωτέρω μεγέθη αυξάνονται με ρυθμούς μεγαλύτερους των αναμενόμενων.

- Σχετικά με τη νομισματική ανάλυση, παρά την αποεπιτάχυνση της αύξησης του M3 τους προηγούμενους μήνες, η ρευστότητα παραμένει άνετη λόγω της αυξανόμενης ζήτησης δανείων από τον ιδιωτικό τομέα και της εύρωστης αγοράς δανείων για την απόκτηση κατοικίας (σύμφωνα με το μηνιαίο δελτίο της ΕΚΤ του μηνός Αυγούστου, η ετήσια αύξηση του M3 τον Ιούνιο μειώθηκε στο 8,5% έναντι 8,8% το Μάιο. Η ετησιοποιημένη αύξηση του M3 σε τριμηνιαία βάση έπεσε τον Ιούνιο στο 9,1% από 11,5% το Μάιο ενώ η ετησιοποιημένη αύξησή του σε εξαμηνιαία βάση παρέμεινε η ίδια στο 9,6%).

- Μαζί η οικονομική και νομισματική ανάλυση δείχνουν ότι οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών αυξάνονται σε μεσοπρόθεσμη βάση. Εάν οι παραπάνω κίνδυνοι αρχίσουν να υλοποιούνται, η ΕΚΤ θα άρει το σημερινό χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής ως άνετης (accommodative) δηλαδή θα προβεί σε περαιτέρω αυξήσεις των επιτοκίων. Για το λόγο αυτό θα παρακολουθήσει στενά τις εξελίξεις και θα πράξει ανάλογα,

- Η δημοσιονομική πολιτική των κρατών της Ευρωζώνης πρέπει να εκμεταλλευθεί την οικονομική ανάπτυξη ώστε να μειωθούν τα ελλείμματα. Σήμερα, που έχει αρχίσει η προεργασία για τους προϋπολογισμούς του 2007, πρέπει να ενταθεί η προσπάθεια και ιδιαίτερα πρέπει να μειωθεί το σκέλος των δαπανών του προϋπολογισμού.

- Οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, εκτός των άλλων, πρέπει να εστιασθούν στην άρση των εμποδίων ώστε να λειτουργήσει αποτελεσματικά η ενιαία αγορά.

- Από τη 1.1.2007 διευρύνεται η ζώνη του ευρώ με την είσοδο της Σλοβενίας. Οφείλουμε να συνδράμουμε τη Σλοβενία για να προσαρμοσθεί ταχύτητα στο νέο περιβάλλον. Επί τη ευκαιρία η ΕΚΤ τονίζει για μια ακόμη φορά ότι θα είναι θετική η άρση των εμποδίων για την ολοκλήρωση της ενιαίας αγοράς και ιδιαίτερα η επίτευξη της κινητικότητας των εργαζόμενων.

- Την 8.8.2006, η FOMC της FED, μετά από 17 συνεχόμενες αυξήσεις των επιτοκίων της, αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Με την απόφαση διαφώνησε ο πρόεδρος της περιφερειακής κεντρικής τράπεζας του Ρίσμοντ Τζέφρεϋ Λάκερ που τάχτηκε υπέρ της αύξησης των επιτοκίων κατά 0,25% προκειμένου να συγκρατηθούν οι πληθωριστικές πιέσεις. Στο σκεπτικό της απόφασης αναφέρεται ότι ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης των ΗΠΑ μετριάσθηκε αλλά ότι οι κίνδυνοι για τον πληθωρισμό παραμένουν και για το λόγο αυτό θα παρακολουθήσει προσεκτικά τα οικονομικά στοιχεία. Ορισμένοι αναλυτές εκτιμούσαν ότι η παύση της ανόδου των αμερικανικών επιτοκίων θα ήταν προσωρινή.

► Στη συνεδρίασή του της **31.8.2006**, το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου της Ε.Ε Ζοακίν Αλμούνια, αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Ο πρόεδρος Τρισέ, στην εισαγωγική του δήλωση τόνισε τα εξής:

- Η διαθέσιμη πληροφόρηση, μετά την αύξηση των επιτοκίων την 3^η Αυγούστου, πείθει για τη βασιμότητα των λόγων που επέβαλλαν την αύξηση αυτή. Απαιτείται ισχυρή επαγρύπνηση (strong vigilance) για να αντιμετωπισθεί ο πληθωριστικός κίνδυνος (από τη φράση αυτή, οι αναλυτές συμπέραναν ότι θα υπάρξουν άλλες δύο αυξήσεις επιτοκίων μέχρι το τέλος του έτους).

- Η οικονομική ανάλυση δείχνει ότι: α) η οικονομική ανάπτυξη υπήρξε ισχυρότερη του αναμενόμενου. Σύμφωνα με τις προβλέψεις του Eurostat, το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε σε τριμηνιαία βάση το δεύτερο τρίμηνο του 2006 κατά 0,9% έναντι 0,6% το πρώτο τρίμηνο. Με βάση διάφορους δείκτες εμπιστοσύνης και άλλα στοιχεία, οι συνθήκες παραμένουν ευνοϊκές και για το τρίτο τρίμηνο του έτους. Οι μακροοικονομικές προβολές του προσωπικού της ΕΚΤ μηνός Αυγούστου, που για πρώτη φορά περιέλαβαν και τη Σλοβενία που από 1.1.2007 εισέρχεται στη ζώνη του ευρώ, δείχνουν ότι το ΑΕΠ θα αυξηθεί το 2006 μεταξύ 2,2% και 2,8% και το 2007 μεταξύ 1,6% και 2,6%. Κατά συνέπεια, οι προηγούμενες προβλέψεις του μηνός Ιουνίου έχουν αναθεωρηθεί προς τα πάνω. Σε μακροπρόθεσμη βάση, η αβεβαιότητα έχει αυξηθεί β) σύμφωνα με τις προβλέψεις του Eurostat, ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού (HICP) έπεσε τον Αύγουστο στο 2,3% από 2,4% τον προηγούμενο μήνα (την 15.9, η Eurostat,

ανέφερε πως ο πληθωρισμός στην Ευρωζώνη μειώθηκε οριστικά στο 2,3% τον Αύγουστο).. Τα χαμηλότερα ποσοστά πληθωρισμού σημειώθηκαν στη Φινλανδία (1,3%), τη Σουηδία (1,6%) και την Πολωνία (1,7%) και τα υψηλότερα στη Λετονία με 6,8%, τη Σλοβακία και την Εσθονία (από 5%). Σε σχέση με τον Ιούλιο ο πληθωρισμός αυξήθηκε τον Αύγουστο σε εννέα κράτη-μέλη, μειώθηκε σε 13 και παρέμεινε αμετάβλητος σε τρία κράτη μέλη. Οι ανωτέρω μακροοικονομικές προβολές του προσωπικού της ΕΚΤ, δείχνουν ότι ο πληθωρισμός θα αυξηθεί το 2006 μεταξύ 2,3% και 2,5% και το 2007 μεταξύ 1,9% και 2,9%. Οι προηγούμενες προβλέψεις του μηνός Ιουνίου έχουν αναθεωρηθεί ελαφρά προς τα πάνω.

- Η νομισματική ανάλυση δείχνει ότι: α) οι ρυθμοί νομισματικής και πιστωτικής επέκτασης παραμένουν ισχυροί λόγω των επιτοκίων που παραμένουν χαμηλά παρά τις πρόσφατες αυξήσεις. Ο μετριασμός της αύξησης του M3 οφείλεται στους υψηλούς ρυθμούς του παρελθόντος και ιδιαίτερα του Μαΐου 2006 και στην επίδραση της αύξησης των επιτοκίων της ΕΚΤ. Η ρευστότητα παραμένει ισχυρή και κατά συνέπεια ο κίνδυνος για τον πληθωρισμό παραμένει. Για το λόγο αυτό, απαιτείται προσεκτική παρακολούθηση των νομισματικών εξελίξεων.

- Μαζί η οικονομική και η νομισματική ανάλυση δείχνουν ότι παραμένουν οι πληθωριστικοί κίνδυνοι σε μεσοπρόθεσμη βάση. Επόμενο, είναι αναγκαία η ισχυρή επαγρύπνηση ώστε να μην υλοποιηθούν οι κίνδυνοι αυτοί.

- Όσον αφορά τη δημοσιονομική πολιτική, παρατηρούμε ότι ορισμένες χώρες επωφελούνται από την οικονομική ανάπτυξη και μειώνουν τα ελλείμματά τους με ταχύτερο ρυθμό του αναμενόμενου. Αντίθετα, άλλες χώρες και ιδιαίτερα αυτές με υπερβολικό έλλειμμα (Γερμανία, Ελλάδα, Γαλλία, Ιταλία και Πορτογαλία) πρέπει να καταβάλουν μεγάλες προσπάθειες για να προσαρμοστούν στους στόχους του αναθεωρημένου Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Τα μεταρρυθμιστικά προγράμματα πρέπει να ενισχύσουν τα οικονομικά κίνητρα και να ενθαρρύνουν τη σταθερότητα των συστημάτων κοινωνικής ασφάλισης.

- Σχετικά με τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, τονίζεται η ανάγκη να ενισχυθούν τα κίνητρα παραμονής στην εργασία και η ικανότητα της ζώνης του ευρώ να απορροφά τα σοκ, να εξασφαλισθεί η λειτουργικότητα της εσωτερικής αγοράς, η ελαστικότητα μισθών και τιμών και καλύτερες συνθήκες για την επιχειρηματικότητα ώστε να συνεχισθεί η αύξηση των επενδύσεων, της καινοτομίας και των θέσεων απασχόλησης.

- Την 20.9.2006, η FOMC της FED αποφάσισε όπως αφήσει τα αμερικανικά επιτόκια αμετάβλητα με διαφωνία μόνο ενός μέλους, του προέδρου της περιφερειακής κεντρικής τράπεζας του Ρίμοντ Τζέφρεϋ Λάκερ που τάχτηκε και πάλι υπέρ της αύξησης των επιτοκίων κατά 0,25%. Στο σκεπτικό της απόφασης τονίζεται ότι: α) ο πληθωριστικός κίνδυνος παραμένει αλλά ο υψηλός βαθμός της χρησιμοποίησης των παραγωγικών εγκαταστάσεων η πτώση των τιμών του πετρελαίου και των άλλων εμπορευμάτων και τα αποτελέσματα των μέχρι τώρα αυξήσεων των επιτοκίων της FOMC παρέχουν τη δυνατότητα ελέγχου της κατάστασης β) τυχόν νέα αύξηση των επιτοκίων θα εξαρτηθεί από την εξέλιξη του πληθωρισμού και της οικονομικής ανάπτυξης. Αναλυτές υποστήριζαν ότι οι δύο τελευταίες αποφάσεις της FOMC για το αμετάβλητο των επιτοκίων εκφράζουν την ανησυχία των μελών της για μία ενδεχόμενη συνέχιση της επιβράδυνσης της οικονομικής ανάπτυξης η οποία έχει ήδη αρχίσει.

► Στη συνεδρίασή του της **5ης Οκτωβρίου 2006**, που πραγματοποιήθηκε στην Τράπεζα της Γαλλίας στο Παρίσι, παρουσία του προέδρου του Eurogroup Γιούνκερ και του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου Αλμούνια, το Δ.Σ της ΕΚΤ **αποφάσισε να αυξήσει τα επιτόκια κατά 0,25%**. Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης αυξήθηκε από 3% στο **3,25%**, της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης από 4% στο **4,25%** και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων από 2% στο **2,25%**. Ο πρόεδρος Τρισέ τόνισε:

- Η απόφαση για την αύξηση των επιτοκίων επιβλήθηκε από τους αυξανόμενους κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Η αύξηση θα συμβάλει στη συγκράτηση των μεσο-μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών. Η νομισματική πολιτική παραμένει άνετη διότι τα επιτόκια εξακολουθούν να παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα και η ρευστότητα είναι ευρύτατη. Εάν επιβεβαιωθεί το βασικό σενάριο της ΕΚΤ, τότε θα είναι αναγκαία μία απορρόφηση της πλεονάζουσας ρευστότητας. Η ΕΚΤ θα συνεχίσει να παρακολουθεί πολύ στενά (to monitor very closely) όλες τις εξελίξεις ώστε να εξασφαλίσει τη σταθερότητα των τιμών σε μεσο-μακροπρόθεσμο επίπεδο.

- Αναφορικά με την οικονομική ανάλυση α) η σε τριμηνιαία βάση αύξηση του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ επιβεβαιώθηκε ότι είναι 0,9% για το δεύτερο τρίμηνο του 2006. Με βάση

πιο πρόσφατα στοιχεία, διαπιστώνεται μία επιταχυνόμενη ανάπτυξη μεγαλύτερη της προσδοκώμενης. Η ανάπτυξη θα συνεχισθεί με τους ίδιους ρυθμούς ίσως με εξαίρεση το τελευταίο τρίμηνο του έτους. Οι επενδύσεις θα παραμείνουν ισχυρές και η αύξηση της κατανάλωσης θα επιταχυνθεί όπως δείχνουν το αυξανόμενο διαθέσιμο εισόδημα και η αύξηση της απασχόλησης. Σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, υπάρχει ο κίνδυνος ανακοπή των ρυθμών ανάπτυξης εάν αυξηθούν και πάλι οι τιμές του πετρελαίου και ενισχυθούν τα προστατευτικά μέτρα κατά του ελεύθερου παγκόσμιου εμπορίου ιδιαίτερα μετά τη διακοπή των διαπραγματεύσεων στα πλαίσια του γύρου της Ντόχα β) σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του Eurostat, ο πληθωρισμός (HICP) μειώθηκε το Σεπτέμβριο στο 1,8% από 2,3% τον Αύγουστο. Αυτή η μείωση ήταν αποτέλεσμα της πρόσκαιρης πτώσης των τιμών του πετρελαίου αλλά προς το τέλος του έτους αναμένεται ότι ο πληθωρισμός θα αυξηθεί και πάλι. Επόμενα, η ΕΚΤ λαμβάνει υπόψη αυτό το γεγονός διότι ενδιαφέρεται να εξασφαλίσει τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμη βάση.

- Σχετικά με τη νομισματική ανάλυση α) η αύξηση του M3 ήταν 8,2% τον Αύγουστο. Η νομισματική και πιστωτική επέκταση παραμένει ισχυρή ιδιαίτερα στα δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα. Η ρευστότητα είναι ευρύτατη και αυτό αποτελεί κίνδυνο για τη σταθερότητα των τιμών β) για το λόγο αυτό, οι νομισματικές εξελίξεις απαιτούν προσεκτική παρακολούθηση από την ΕΚΤ.

- Μαζί η οικονομική και η νομισματική ανάλυση οδηγούν στο συμπέρασμα ότι σε μεσοπρόθεσμη βάση υφίστανται μεγάλοι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών.

- Σχετικά με τη δημοσιονομική πολιτική, τα κράτη μέλη πρέπει να εκμεταλλευθούν τους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης για να μειώσουν τα ελλείμματα ή να αυξήσουν τα πλεονάσματα αυτών. Ιδιαίτερη σημασία έχει η μείωση των κρατικών δαπανών.

- Οι διαρθρωτικές αλλαγές έχουν μεγάλη σημασία για να αντιμετωπίσουν τις δημογραφικές εξελίξεις και την επακόλουθη στο μέλλον γήρανση του εργατικού δυναμικού. Οι αλλαγές στις αγορές εργασίας και προϊόντων είναι απαραίτητες.

Απαντώντας σε ερωτήσεις δημοσιογράφων, ο πρόεδρος Τρισέ τόνισε επίσης τα εξής:

- Η πρόσφατη πτώση των τιμών του πετρελαίου θα οδηγήσει σε ισχυρότερη ζήτηση και θα ενισχύσει τις πληθωριστικές πιέσεις. Ο πληθωρισμός θα είναι πάνω από το 2% στο τέλος του έτους.

- το Δ.Σ της ΕΚΤ δεν εξέτασε στη συνεδρίαση αυτή, την πιθανότητα αύξησης των επιτοκίων κατά 0,50%. Η απόφαση για αύξηση 0,25% είχε στην αρχή τη στήριξη της συντριπτικής πλειοψηφίας των μελών και τελικά λήφθηκε ομόφωνα.

- Η ΕΚΤ δεν δεσμεύεται για τη νομισματική πολιτική που θα ακολουθήσει μέχρι το τέλος του έτους ούτε για το 2007. Αποφασίζει με βάση τα πλέον πρόσφατα στοιχεία.

- Εκτιμά ότι η υποχώρηση των ρυθμών ανάπτυξης της οικονομίας των ΗΠΑ θα είναι ομαλή (soft landing). Η επίδραση, λόγω της παγκοσμιοποίησης, στις άλλες περιοχές δεν θα είναι τόσο σημαντική. Κάθε μείωση του ΑΕΠ των ΗΠΑ κατά 1%, οδηγεί σε μείωση του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ μόνο κατά 0,2%.

Μετά το σκεπτικό της απόφασης και τη συνέντευξη τύπου του προέδρου Τρισέ, οι αναλυτές εκτιμούσαν τα εξής:

- ☛ το ύφος του προέδρου Τρισέ ήταν μεν επιθετικό αλλά δεν χρησιμοποίησε τις λέξεις «ισχυρή επαγρύπνηση» (strong vigilance) που θα σήμαινε νέα αύξηση επιτοκίων το Νοέμβριο. Χρησιμοποίησε τις λέξεις «στενή παρακολούθηση» (to monitor very closely) που ερμηνεύεται σε νέα αύξηση των επιτοκίων κατά 0,25% το Δεκέμβριο

- ☛ διασκέδασε τις φήμες για πιθανή αύξηση των επιτοκίων κατά 0,50% ώστε η ΕΚΤ να προλάβει τυχόν προσγείωση της οικονομίας των ΗΠΑ, λέγοντας ότι δεν πιστεύει ότι η προσγείωση αυτή θα είναι απότομη (hard landing) αλλά αντίθετα θα είναι ομαλή και δεν θα επηρεάσει σημαντικά την ανάπτυξη της ζώνης του ευρώ

- ☛ παρά τις πιέσεις των δημοσιογράφων δεν σκιαγράφησε το χρονοδιάγραμμα της αύξησης των επιτοκίων στο μέλλον. Ορισμένοι αναλυτές, θεωρούν σίγουρη την αύξηση των επιτοκίων κατά 0,25% το Δεκέμβριο αλλά εκτιμούν ότι η ΕΚΤ θα σταματήσει προσωρινά στο 3,50% πριν αποφασίσει οριστικά για περαιτέρω αυξήσεις των επιτοκίων το 2007.

- Την 25.10.2006, η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτών Αγορών (FOMC) της FED αποφάσισε να αφήσει για τρίτη συνεχόμενη συνεδρίαση τα επιτόκια αμετάβλητα με μόνιμη πλέον τη διαφωνία του προέδρου της περιφερειακής κεντρικής τράπεζας του Ρίσιμοντ Τζέφρεϋ Λάκερ που τάχτηκε και πάλι υπέρ της αύξησης των επιτοκίων κατά 0,25% δηλαδή

από 5,25 στο 5,50%. Στο δελτίου τύπου της FOMC τονιζόταν ότι: α) η οικονομική ανάπτυξη στις ΗΠΑ επιβραδύνεται στη διάρκεια του έτους. Αυτό οφείλεται μερικά στην υποχώρηση της στεγαστικής αγοράς. Στο μέλλον αναμένεται ότι η οικονομία θα αναπτυχθεί με πιο συγκρατημένα βήματα β) ο κίνδυνος για την άνοδο του πληθωρισμού παραμένει υψηλός. Εν τούτοις, ο πληθωρισμός μπορεί να συγκρατηθεί από την υψηλή χρησιμοποίηση του παραγωγικού δυναμικού, την πτώση των τιμών του πετρελαίου και την ασκούμενη νομισματική πολιτική των υψηλών επιτοκίων γ) η Επιτροπή θα αυξήσει τα επιτόκια μόνο εάν αυτό επιβληθεί από την εξέλιξη των στοιχείων για τον πληθωρισμό και την οικονομική ανάπτυξη.

Η δημογραφική αλλαγή στη ζώνη του ευρώ

Στο Μηνιαίο Δελτίο Οκτωβρίου 2006 της ΕΚΤ δημοσιεύθηκε άρθρο σχετικό με τη δημογραφική αλλαγή στη ζώνη του ευρώ (Demographic change in the euro area: projections and consequences) αντανακλώντας το πάγιο ενδιαφέρον της ΕΚΤ για την επίδραση της γήρανσης του πληθυσμού στα δημόσια οικονομικά και τη νομισματική πολιτική. Τα κυριότερα σημεία του είναι τα εξής:

■ το ποσοστό γονιμότητας (fertility rate) στη ζώνη του ευρώ είναι σήμερα 1,5 παιδιά ανά γυναίκα (στην Ελλάδα 1,2) και αναμένεται να παραμείνει χαμηλό και τα επόμενα χρόνια. Στις ΗΠΑ αυτό το ποσοστό είναι 2 παιδιά ανά γυναίκα

■ οι δημογραφικές προβολές του Eurostat δείχνουν μία βαθμιαία μείωση του πληθυσμού που κύρια αφορά τον πληθυσμό του εργατικού παραγωγικού δυναμικού (working age population) ο οποίος αποτελείται από τις ηλικίες από 15 μέχρι και 64 ετών. Αντίθετα, οι υπόλοιπες ομάδες του πληθυσμού και ιδιαίτερα αυτή άνω του 65 που δεν εργάζεται (old age population) θα αυξάνεται σε αριθμό λόγω των συνταξιοδοτήσεων και της ανόδου του προσδόκιμου ορίου της ζωής εξ αιτίας της προόδου της ιατρικής επιστήμης. Το ποσοστό της αναλογίας των άνω των 64 ετών ατόμων που δεν εργάζονται αναμένεται να αυξηθεί από το σημερινό επίπεδο του 26% σε 55% το 2050

■ εάν δεν ληφθούν μέτρα διαρθρωτικής πολιτικής ώστε να αυξηθεί η απασχόληση και η παραγωγικότητα της εργασίας, αναμένεται στο μέλλον μία σημαντική μείωση του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ και μία αντίστοιχη μείωση του κατά κεφαλήν εισοδήματος. Εκτιμάται ότι το ΑΕΠ που αυξήθηκε κατά μέσο όρο 2,1% τη δεκαετία 1995 – 2005 θα αυξάνεται περίπου κατά 1% από το 2010 μέχρι το 2050

■ εάν δεν ληφθούν μέτρα αντιμετώπισης του προβλήματος, οι κρατικοί προϋπολογισμοί πρέπει να διαθέτουν όλο και περισσότερες επιδοτήσεις για να εξασφαλίζουν τη βιωσιμότητα των ταμείων συντάξεων και των ταμείων υγείας και μακροπρόθεσμης φροντίδας. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκτιμά ότι η δημογραφική αλλαγή θα σωρεύσει μία αύξηση περισσότερο από 3% στη δαπάνη των ανωτέρω ταμείων σαν ποσοστό του ΑΕΠ. Αυτό θα συμβεί διότι τα περισσότερα ασφαλιστικά συστήματα στηρίζονται στην αρχή των μη κεφαλαιοποιητικών συντάξεων ή όπως άλλως αποκαλείται pay as you go (PAYG) principle όπου οι παρούσες ασφαλιστικές εισφορές χρηματοδοτούν την παρούσα δαπάνη για την καταβολή των συντάξεων

■ η επίδραση της γήρανσης του πληθυσμού στις χρηματοπιστωτικές αγορές σχετίζεται με τρεις κύριους διαύλους δηλαδή με: α) την αποταμίευση - επένδυση των νοικοκυριών β) τον τρόπο επένδυσης των αποταμιεύσεων και γ) τα μέτρα πολιτικής για την αντιμετώπιση των συνεπειών και πως αυτά θα επηρεάσουν τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Επιπρόσθετα, η επίδραση στη αναλογία κατανάλωση – αποταμίευση θα επηρεάσει το ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών. Ένα μεγάλο ποσοστό των αποθεμάτων των ασφαλιστικών ταμείων επενδύεται στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Όσο αυξάνονται οι συνταξιούχοι και μειώνεται το ποσοστό των εργαζόμενων που καταβάλλουν εισφορές τόσο λιγότερα κεφάλαια θα διαθέτουν τα ασφαλιστικά ταμεία και λιγότερα κεφάλαια αυτών θα επενδύονται στις αγορές. Αυτό θα έχει πιθανόν σαν συνέπεια την πτώση των τιμών των χρεογράφων. Αναφορικά με τις εγχώριες αγορές, οι ανωτέρω συνέπειες μπορούν να εξουδετερωθούν προσωρινά σαν αποτέλεσμα της εισροής ξένων κεφαλαίων. Για να γίνει, όμως, αυτό θα πρέπει να προσφερθούν υψηλότερες αποδόσεις οπότε η αύξηση των επιτοκίων θα αυξήσει το χρέος των ασφαλιστικών ταμείων και επόμενα το δημόσιο χρέος. Από τις παραπάνω συνέπειες θα θιγούν ιδιαίτερα οι θεσμικοί επενδυτές (institutional investors) που διαδραματίζουν σήμερα ένα σημαντικό ρόλο στην επένδυση των αποθεματικών των ασφαλιστικών ταμείων. Για το λόγο αυτό απαιτείται ενισχυμένη εποπτεία αυτών από τις κεντρικές τράπεζες

■ η επίδραση της γήρανσης του πληθυσμού στη νομισματική πολιτική θα είναι μέτρια. Δεν

αναμένεται να προκαλέσει από μόνη της φαινόμενα πληθωρισμού ή αποπληθωρισμού. Εάν, όμως, δεν ληφθούν έγκαιρα διαρθρωτικά μέτρα, τότε είναι αναπόφευκτη η αύξηση των φόρων για την κάλυψη των ελλειμμάτων και κατά συνέπεια η εμφάνιση πληθωριστικών πιέσεων που πρέπει να αντιμετωπισθούν με αύξηση των επιτοκίων. Η αύξηση των άμεσων και έμμεσων φόρων θα προκαλέσει μείωση της αγοραστικής δύναμης των εργαζόμενων που μπορούν να διεκδικήσουν μεγαλύτερη αύξηση των μισθών, οπότε η νομισματική πολιτική θα ενεργοποιηθεί και πάλι για να αντιμετωπίσει τον φαύλο κύκλο της αύξησης τιμών και μισθών

■ τα μέτρα πολιτικής για την αντιμετώπιση της δημογραφικής αλλαγής στη ζώνη του ευρώ αναφορικά με την επιβίωση των ασφαλιστικών ταμείων συντάξεων και υγείας μπορεί να είναι:

1) ο διπλασιασμός του ποσοστού των ασφαλιστικών εισφορών που σε ορισμένα κράτη μέλη μπορεί να φθάσει και μέχρι το 40% των αποδοχών

2) για να μη συμβεί αυτό είναι αναγκαία η μετάβαση από τα μη κεφαλοπονητικά ή αναδιανεμητικά συστήματα (pay-as-you-go, (PAYG) systems) στα κεφαλοπονητικά (funded systems) ή η μεταρρύθμιση των συστημάτων PAYG. Ήδη σε ορισμένες χώρες της Ε.Ε έχει αρχίσει ο μετασχηματισμός των συστημάτων pay-as-you-go στις ρυθμίσεις της υποθετικής προσδιοριζόμενης εισφοράς (Notional Defined Contribution, **NDC**) Πρόκειται για την κατά βάση διατήρηση του αναδιανεμητικού συστήματος χρηματοδότησης των συντάξεων που συνοδεύεται, όμως, από μία μίμηση των συστημάτων ατομικής χρηματοδότησης. Δηλαδή, το ποσό της μελλοντικής σύνταξης εξαρτάται αποκλειστικά από τις ασφαλιστικές εισφορές που καταβάλλει κάθε εργαζόμενος όπως καταγράφεται σε ένα ατομικό υποθετικό λογαριασμό (NDC) συν ένα κοινό επιτόκιο που αυξάνει την ατομική σύνταξη λόγω της αύξησης του ποσού από την επένδυση των χρημάτων στις αγορές (common accrual rate)

3) η αύξηση της μετανάστευσης και η ένταξη των νομίμων μεταναστών στα ασφαλιστικά ταμεία αν και αυτή η επιλογή είναι απλά υποστηρικτική και δεν λύνει από μόνη της το πρόβλημα

4) η εξυγίανση των δημόσιων οικονομικών ώστε να ανταποκριθούν αργότερα στις αυξημένες απαιτήσεις της κάλυψης των ελλειμμάτων των ασφαλιστικών ταμείων

5) μέτρα για την αύξηση της απασχόλησης και της παραγωγικότητας της εργασίας

6) όσον αφορά τα ταμεία υγείας, η αύξηση του ποσοστού ατομικής συμμετοχής των ασφαλισμένων στη δαπάνη φαρμάκων ή της νοσοκομειακής και εξωνοσοκομειακής περίθαλψης.

ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Παρόμοιες δυσόιωνες εκτιμήσεις παρατίθενται και στο ελληνικό Εθνικό Στρατηγικό Πλαίσιο Αναφοράς που έγινε γνωστό τον Ιανουάριο του 2007. Λόγω της υπογεννητικότητας ο πληθυσμός της Ελλάδος από 11.080.0000 θα μειωθεί το 2050 σε 10.780.000. Τα παιδιά ηλικίας έως 15 ετών θα μειωθούν κατά 18% (από 1.590.000 το 2005 σε 1.300.000 το 2050), ο ενεργός πληθυσμός από 15 έως 64 ετών θα μειωθεί από 18,7% (από 7.480.000 σε 6.000.000) ενώ αντίθετα τα άτομα ηλικίας πάνω από τα 65 χρόνια θα αυξηθούν κατά 69,4% (από 2.000.000 σε 3.390.000). Αυτό προδιαγράφει την πίεση που θα δεχθούν τα δημόσια οικονομικά για την κάλυψη των ελλειμμάτων στους τομείς της κοινωνικής ασφάλισης και της ιατρικής περίθαλψης.

► Στη συνεδρίασή του της **2.11.2006**, το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του προέδρου του Συμβουλίου Ecofin Έεερο Χαϊνελούομα και του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου της Ε.Ε Ζοακίν Αλμούνια, αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Από τη χρησιμοποίηση των λέξεων «ισχυρή επαγρύπνηση» (**strong vigilance**) συνάγεται ότι αναμένεται αύξηση των επιτοκίων στη συνεδρίαση του Δεκεμβρίου. Από την εισαγωγική δήλωση του προέδρου της ΕΚΤ Ζαν Κλωντ Τρισέ και τη συνέντευξη που παραχώρησε στους δημοσιογράφους προέκυψαν τα εξής:

• Η οικονομική ανάλυση δείχνει: α) η δεύτερη εκτίμηση του Eurostat βεβαιώνει ότι το ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε σε τριμηνιαία βάση κατά 0,9% το δεύτερο τρίμηνο του 2006 μετά από το 0,8% του πρώτου τριμήνου. Η οικονομική επέκταση αναμένεται να συνεχισθεί και στο δεύτερο εξάμηνο του έτους β) η ανεργία μειώνεται και οι προσδοκίες για την αύξηση της απασχόλησης στο μέλλον είναι ευνοϊκές γ) η παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη παρέχει ευκαιρίες αύξησης των εξαγωγών. Οι επενδύσεις ευνοούνται λόγω του χαμηλού επιπέδου των επιτοκίων και τα κέρδη των επιχειρήσεων αυξάνονται δ) η οικονομική ανάπτυξη

αναμένεται να συνεχισθεί σταθερά στη ζώνη του ευρώ. Οι κίνδυνοι για την οικονομική ανάπτυξη είναι σε βραχυπρόθεσμη βάση ευρύτατα ισορροπημένοι λαμβανομένου υπόψη της αποεπιτάχυνσης της ανάπτυξης στις ΗΠΑ και της πρόσφατης πτώσης των τιμών του πετρελαίου ε) ο πληθωρισμός (HICP), σύμφωνα με εκτίμηση του Eurostat, αυξήθηκε τον Οκτώβριο 1,6% από 1,7% το Σεπτέμβριο και 2,3% τον Αύγουστο. Η μείωση του πληθωρισμού οφείλεται σε βασικές συνέπειες όπως η μεγάλη αύξηση των τιμών του πετρελαίου από το προηγούμενο έτος και η σημαντική αποκλιμάκωση αυτών πρόσφατα. Όμως, ο πληθωρισμός είναι πιθανόν να αυξηθεί και πάλι εάν αυξηθούν οι τιμές του πετρελαίου. Για το λόγο αυτό αναμένεται μία μεταβλητότητα του πληθωρισμού μέχρι το τέλος του έτους και τους πρώτους μήνες του 2007. Οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών είναι αυξημένοι διότι εξακολουθούν να περιλαμβάνουν περισσότερο του αναμενόμενου μία μετακύλιση στις τιμές των αυξήσεων των τιμών του πετρελαίου που έγιναν στο παρελθόν ενώ δεν αποκλείεται μια νέα αύξηση των τιμών του πετρελαίου.

- Η νομισματική ανάλυση συνεχίζει να δείχνει αυξανόμενους κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών. Ο ετήσιος ρυθμός της αύξησης του Μ3 ανήλθε το Σεπτέμβριο στο 8,5% από 8,2% τον Αύγουστο. Η νομισματική και πιστωτική επέκταση παραμένουν ισχυρές, τα δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα συνεχίζουν να αυξάνονται με διψήφιο αριθμό ιδιαίτερα στον οικιστικό και εταιρικό τομέα.

- Μαζί η οικονομική και νομισματική ανάλυση προειδοποιούν ότι υφίσταται μεγάλος κίνδυνος για την άνοδο του πληθωρισμού τόσο σε μεσοπρόθεσμο όσο και σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Για το λόγο αυτό απαιτείται ισχυρή επαγρύπνηση (strong vigilance).

- Στη συνέντευξη προς τους δημοσιογράφους ο πρόεδρος Τρισέ τόνισε:

- ο νομισματικός πυλώνας διαδραμάτισε στο παρελθόν σπουδαίο ρόλο και θα συνεχίζει να είναι σημαντικός για τη χάραξη της νομισματικής πολιτικής και στο μέλλον

- ο πληθωρισμός εμφανίζει μία προσωρινή μείωση αλλά προς το τέλος του έτους και τον Ιανουάριο δεν αποκλείεται να αυξηθεί και πάλι

- η ΕΚΤ δεν χρησιμοποιεί, όπως η FED, το στόχο του ουδέτερου επιτοκίου (neutral interest rate)

- το Δ.Σ της ΕΚΤ δεν δεσμεύεται αλλά λαμβάνει σοβαρά υπόψη τις προβολές του προσωπικού της ΕΚΤ και του Ευρωσυστήματος

- η μείωση της κρατικής δαπάνης σημαίνει μικρότερη αύξηση φόρων. Η αύξηση των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών αποτελεί κίνδυνο για τον πληθωρισμό. Συνεπώς, είναι προτιμητέα η προσπάθεια για περιορισμό των κρατικών δαπανών από την αύξηση των φόρων και των τιμολογίων των κρατικών επιχειρήσεων

- είναι, πράγματι, πρόβλημα, η επίπεδη καμπύλη απόδοσης. Τα μακροπρόθεσμης λήξης ομόλογα έπρεπε να έχουν μεγαλύτερη απόδοση. Αυτό το πρόβλημα οφείλεται στη συσσώρευση μεγάλης ρευστότητας στο παρελθόν, την αύξηση των συναλλαγματικών διαθεσίμων των πετρελαιοεξαγωγικών κρατών και επόμενα την προσθήκη επενδυτικών κεφαλαίων στις διεθνείς αγορές. Οι επενδύσεις κυνηγούν το κεφάλαιο αντί να γίνεται το αντίθετο. Με τη φράση αυτή, ο πρόεδρος Τρισέ ήθελε να επισημάνει ότι η πληθώρα των κεφαλαίων που αναζητούν καλές αποδόσεις πιέζει τα μακροπρόθεσμα επιτόκια προς τα κάτω.

- Από τα στοιχεία του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ μηνός Νοεμβρίου 2006 και τις μετέπειτα εξελίξεις προκύπτουν ότι: α) επιβεβαιώνεται η εκτίμηση του Eurostat για αύξηση του πληθωρισμού τον Οκτώβριο μόνο κατά 1,6%. Το ερώτημα που προκύπτει είναι γιατί η ΕΚΤ αυξάνει τα επιτόκια ενώ ο πληθωρισμός έχει μειωθεί σταδιακά από το 2,5% στο 1,6% και τη στιγμή που οι τιμές του πετρελαίου έχουν πέσει κατά 25% σε σύγκριση με τις τιμές του Αυγούστου 2006; β) Το Σεπτέμβριο η ετήσια αύξηση του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους Μ3 ανήλθε σε 8,5% και η ετησιοποιημένη αύξηση του Μ3 του εξαμήνου ανήλθε το Σεπτέμβριο σε 9,8% έναντι 9,5% τον προηγούμενο μήνα. Όπως συνάγεται από την παραπάνω συνέντευξη Τρισέ, η ΕΚΤ θεωρεί ότι 1) η πτώση του πληθωρισμού είναι προσωρινή και στο τέλος του έτους και την αρχή του 2007 θα έχουμε νέες πληθωριστικές πιέσεις διότι πιθανόν θα αυξηθούν και πάλι οι τιμές του πετρελαίου και οι έμμεσοι φόροι ιδιαίτερα στη Γερμανία που από 1.1.2007 αυξάνεται ο ΦΠΑ κατά 3% 2) ο δεύτερος πυλώνας, δηλαδή η νομισματική ανάλυση, εξακολουθεί να είναι σημαντικός για την ΕΚΤ. Η μεγάλη αύξηση του Μ3 και γενικά η πλεονάζουσα ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ αποτελεί κίνδυνο για τη σταθερότητα των τιμών. Συμπερασματικά, το Δ.Σ της ΕΚΤ επιθυμεί να ενεργεί προληπτικά (preemptive) για να αποτρέψει την εκδήλωση πληθωριστικών πιέσεων σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Μένει να επιβεβαιωθεί ή όχι από τις εξελίξεις το σενάριό της.

► Στη συνεδρίασή του της **7.12.2006**, το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του προέδρου του Eurogroup Γιούνκερ και του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου Αλμούνια, **αποφάσισε όπως αυξήσει τα επιτόκια κατά 0,25%**. Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης αυξήθηκε από 3,25% στο **3,50%**, της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης από 4,25% στο **4,50%** και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων από 2,25% **στο 2,50%**. Ο πρόεδρος Τρισέ τόνισε:

- Η απόφαση για την αύξηση των επιτοκίων αιτιολογείται από τους αυξανόμενους κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμη βάση που είχαν επισημανθεί στη συνεδρίαση της 2.11.2006. Η απόφαση συμβάλλει όπως οι μεσο-μακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό της ζώνης του ευρώ προσαρμοσθούν στο στόχο της ΕΚΤ για τη σταθερότητα των τιμών. Το Δ.Σ της ΕΚΤ θα παρακολουθήσει αρκετά προσεκτικά όλες τις εξελίξεις (**will monitor very closely** all developments) ώστε να μην υλοποιηθούν οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών.

- Όσον αφορά την οικονομική ανάλυση, η εκτίμηση του Eurostat για την σε τριμηνιαία βάση αύξηση του ΑΕΠ σχετικά με το τρίτο τρίμηνο του 2006 είναι 0,5%. Το στοιχείο αυτό επιβεβαιώνει την άποψη της ΕΚΤ ότι η οικονομική δραστηριότητα επεκτείνεται δυναμικά αν και με μειότερους ρυθμούς από το πρώτο εξάμηνο του έτους. Πρωταρχικός παράγοντας της οικονομικής ανάπτυξης παραμένει η εσωτερική ζήτηση. Προσπτικά, η οικονομική ανάπτυξη θα συνεχισθεί αν και με διαφορετικούς ρυθμούς στα τρίμηνα του έτους λόγω της αύξησης των έμμεσων φόρων. Η κατανάλωση, επίσης, θα αυξηθεί περισσότερο καθώς οι όροι απασχόλησης βελτιώνονται. Με βάση τα διαθέσιμα μέχρι την 24.11.2006 στοιχεία, οι νέες μακροοικονομικές προβλέψεις του προσωπικού του Ευρωσυστήματος τοποθετούν την αύξηση του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ για το 2006 μεταξύ 2,5% και 2,9%, το 2007 μεταξύ 1,7% και 2,7% και το 2008 μεταξύ 1,8% και 2,8%. Σε σύγκριση με τις αντίστοιχες προβλέψεις του Σεπτεμβρίου τα στοιχεία έχουν αναπροσαρμοσθεί προς τα πάνω αντανακλώνοντας κύρια την αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος από την πτώση των τιμών του πετρελαίου. Οι κίνδυνοι για την οικονομική ανάπτυξη μειώνονται με την επιφύλαξη νέας τυχόν αύξησης των τιμών του πετρελαίου, της λήψης προστατευτικών μέτρων στο διεθνές εμπόριο ιδιαίτερα μετά την αποτυχία του γύρου της Ντόχα και τυχόν νέων διεθνών ανισοροπιών. Αναφορικά με τον πληθωρισμό, η εκτίμηση του Eurostat για το μήνα Νοέμβριο είναι ότι ο ΗΙCΡ αυξήθηκε κατά 1,8% έναντι 1,6% τον Οκτώβριο και 1,7% το Σεπτέμβριο. Η μείωση του πληθωρισμού στο διάστημα αυτό οφείλεται στη μεγάλη πτώση των τιμών του πετρελαίου από τον Αύγουστο και μετά. Είναι, όμως, πιθανόν οι τιμές του πετρελαίου να αυξηθούν και πάλι στις αρχές του νέου έτους. Οι μακροοικονομικές προβλέψεις Δεκεμβρίου του προσωπικού του Ευρωσυστήματος τοποθετούν την αύξηση του πληθωρισμού της ζώνης του ευρώ για το 2006 μεταξύ 2,1% και 2,3%, το 2007 μεταξύ 1,5% και 2,5% και το 2008 μεταξύ 1,3% και 2,5%. Σε σύγκριση με τις αντίστοιχες προβλέψεις του Σεπτεμβρίου τα στοιχεία έχουν αναπροσαρμοσθεί ελαφρώς προς τα κάτω λόγω της μείωσης των τιμών του πετρελαίου. Το Δ.Σ της ΕΚΤ εμμένει στην άποψη για την ύπαρξη αυξημένων κινδύνων για τη σταθερότητα των τιμών λόγω της επίδρασης των προηγούμενων αυξήσεων των τιμών του πετρελαίου στις τιμές, της πιθανότητας νέας αύξησης των τιμών του πετρελαίου και επιπρόσθετα λόγω των αυξήσεων στις διοικητικά καθοριζόμενες τιμές και τους εμμέσους φόρους και του κινδύνου αύξησης των μισθών στο μέλλον σε επίπεδο μεγαλύτερο της παραγωγικότητας.

- Αναφορικά με τη νομισματική ανάλυση, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του Μ3 παρέμεινε αμετάβλητος στο 8,5% τον Οκτώβριο, γεγονός που υποδηλώνει αυξημένους πληθωριστικούς κινδύνους σε μεσο-μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Η αύξηση των επιτοκίων συνέβαλλε κάπως στις νομισματικές εξελίξεις των πρόσφατων μηνών αν και πρόκειται για αλλαγές μεταξύ των συστατικών του Μ3 παρά για μείωση της ρευστότητας. Ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς τα νοικοκυριά φαίνεται ότι σταθεροποιείται ενώ αυτός προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις έχει ανοδική τάση και έχει φθάσει σε επίπεδα πάνω από το 12% σε ετήσια βάση δηλαδή ιστορικά στα υψηλότερα επίπεδα από τις αρχές του 1990. Επόμενα, ο κυριότερος παράγοντας της νομισματικής επέκτασης παραμένει η αύξηση των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα. Η ευρύτατη ρευστότητα εξακολουθεί να αποτελεί σημαντικό κίνδυνο για τη σταθερότητα των τιμών.

- Συνδυαστικά από την οικονομική και νομισματική ανάλυση συνάγεται ότι υφίστανται αυξημένοι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσο-μακροπρόθεσμο ορίζοντα και απαιτείται προσεκτική παρακολούθηση των εξελίξεων.

- Σχετικά με τη δημοσιονομική πολιτική, οι φθινοπωρινές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής συνηγορούν σε πτώση των ελλειμμάτων κάτω από το 3% το 2007. Αυτό, όμως,

οφείλεται μερικά μόνο στη δημοσιονομική προσαρμογή. Τα κράτη μέλη πρέπει να εντείνουν τις προσπάθειές τους στα πλαίσια των κανόνων του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης.

- Για τις διαρθρωτικές αλλαγές, το Δ.Σ της ΕΚΤ επικροτεί την πρόοδο στα εθνικά προγράμματα 2005 – 2008 σε συσχέτιση με τη νέα στρατηγική της Λισσαβόνας. Εν τούτοις, αναμένει πιο τολμηρά μέτρα προς την κατεύθυνση περισσότερο ολοκληρωμένων ευέλικτων και ανταγωνιστικών οικονομιών που θα επιτρέψουν μία πιο επαρκή προσαρμογή και αντοχή των οικονομιών σε εξαιρετικά αρνητικές καταστάσεις.

■ Στη συνέντευξή του προς τους δημοσιογράφους ο πρόεδρος Τρισέ τόνισε:

- δεν προκρίνουμε μεταξύ των κινδύνων του πληθωρισμού και αυτών της ανάπτυξης. Λαμβάνουμε υπόψη ό,τι αυξάνει ή μειώνει τον πληθωρισμό

- βασικός στόχος είναι η συγκράτηση των πληθωριστικών προσδοκιών σε μεσο-μακροπρόθεσμο ορίζοντα και ακόμα σε πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα

- οι αυξήσεις των μισθών αποτελούν κίνδυνο για τη σταθερότητα των τιμών αν και αυτή η πιθανότητα δεν έχει ακόμα υλοποιηθεί. Για τις αυξήσεις των μισθών πρέπει να ληφθεί υπόψη το υψηλό ποσοστό ανεργίας στη ζώνη του ευρώ

- για την αύξηση της ισοτιμίας του ευρώ στα σημερινά επίπεδα των 1,32 – 1,33 με το δολάριο επισημαίνω τη δήλωση του G7 ότι «η υπερβολική μεταβλητότητα και οι ασυνήθιστες διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι ανεπιθύμητες για την οικονομική ανάπτυξη» (**excess volatility and disorderly movements in exchange rates are undesirable for economic growth**)

- οι αυξήσεις του ΦΠΑ από 1.12007 στη Γερμανία από 16% στο 19% αλλά και οι αυξήσεις των έμμεσων φόρων στην Ιταλία έχουν ληφθεί υπόψη στην ανάλυση της ΕΚΤ

- η ΕΚΤ μέσω των ΕθνΚΤ εποπτεύει με εξαιρετική προσοχή τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα (financial stability). Ιδιαίτερα, παρακολουθεί τους κινδύνους από την επέκταση της δραστηριότητας των κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνων (hedge funds), την έκρηξη των πράξεων σε παράγωγα προϊόντα (derivatives) και τις μεγάλες διαρθρωτικές αλλαγές σε πολλές αγορές. Η νομισματική σταθερότητα (monetary stability) αποτελεί ένα μέρος της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας

- η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ δεν είναι μία πολιτική που στοχεύει στον πληθωρισμό (inflation – targeting concept), δεν λαμβάνει σαν βάση το ουδέτερο επιτόκιο (neutral interest rate) ούτε το ποσοστό ανεργίας που δεν επιταχύνει τον πληθωρισμό (NAIRU, Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment)

▲ Από την εισαγωγική δήλωση και τη συνέντευξη Τρισέ, οι αναλυτές διέγνωσαν λιγότερο επιθετικό τόνο και συμφώνησαν ότι δεν επίκειται νέα αύξηση των επιτοκίων τον Ιανουάριο. Για τους επόμενους, όμως, μήνες οι αναλυτές εξέφρασαν διαφορετικές εκτιμήσεις. Ορισμένοι προέβλεπαν μία σταθερότητα των επιτοκίων για μακρό χρονικό διάστημα ενώ άλλοι μια νέα αύξηση το Μάρτιο και δεύτερη μέσα στο 2007 ώστε στο τέλος του επόμενου έτους το MRO να φθάσει το 4%. Από τη δική του την πλευρά ο πρόεδρος της ΕΚΤ Ζαν Κλωντ Τρισέ δεν έπαψε να επαναλαμβάνει στη συνέντευξη τύπου ότι η πολιτική επί των επιτοκίων καθορίζεται σύμφωνα με τα διαθέσιμα σε κάθε συνεδρίαση οικονομικά και νομισματικά στοιχεία προφανώς διότι δεν ήθελε να απαντήσει επί προβλέψεων για το μέλλον αφού η πολιτική της ΕΚΤ ουδέποτε ήταν υπέρ των προβλέψεων για την εξέλιξη των επιτοκίων της.

ΟΙ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΤΟ 2007

► Στη συνεδρίασή του της **11.1.2007**, το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του προέδρου του Eurogroup Γιούνκερ και του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου Αλμούνια, αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Από τη χρησιμοποίηση των λέξεων **very closely monitoring** οι αναλυτές συμπέραναν ότι δεν επίκειται νέα αύξηση των επιτοκίων τουλάχιστον στη συνεδρίαση του Φεβρουαρίου. Ο πρόεδρος Ζαν Κλωντ Τρισέ τόνισε:

- Η διαθέσιμη πληροφόρηση επιβεβαιώνει την ορθότητα της απόφασής μας του Δεκεμβρίου να αυξήσουμε τα επιτόκια. Παρά την αύξηση των επιτοκίων, η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ παραμένει άνετη (accommodative) με τα επιτόκια να παραμένουν σε χαμηλό επίπεδο, η νομισματική και πιστωτική επέκταση να είναι ισχυρή και η ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ να παραμένει ευρύτατη. Προκειμένου να συγκρατήσουμε τις μεσο-μακροπρόθεσμες προσδοκίες

για τον πληθωρισμό σε επίπεδα συμβατά με τη σταθερότητα των τιμών πρέπει να παρακολουθήσουμε τις εξελίξεις πολύ προσεκτικά.

• Όσον αφορά την οικονομική ανάλυση, σε τριμηνιαία βάση το πραγματικό ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε στο τρίτο τρίμηνο του 2006 κατά 0,5% μετά την ισχυρότερη αύξηση στο πρώτο εξάμηνο του έτους (0,8% το πρώτο τρίμηνο και 0,9% το δεύτερο τρίμηνο του 2006). Η εσωτερική ζήτηση παραμένει ο ισχυρότερος παράγοντας ανάπτυξης, η οποία πλέον διαπιστώνεται ότι έχει ένα διαρκή χαρακτήρα (sustainable development). Πρόσφατα στοιχεία επιβεβαιώνουν την άποψη ότι η οικονομική ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ συνεχίζεται και ότι η κατάσταση στην αγορά εργασίας βελτιώνεται. Προοπτικά, η οικονομική δραστηριότητα συνεχίζει να είναι ευνοϊκή σε βαθμό πλησίον του ανώτατου σημείου της απασχόλησης του παραγωγικού δυναμικού. Καθώς η ανάπτυξη στο εξωτερικό περιβάλλον συνεχίζεται, ευνοούνται οι εξαγωγές της ζώνης του ευρώ. Η αύξηση της εσωτερικής ζήτησης στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να συνεχισθεί ενώ η κατανάλωση θα συνεχίσει επίσης να αυξάνεται. Σύμφωνα με την άποψη του Δ.Σ της ΕΚΤ, οι μελλοντικοί κίνδυνοι για την οικονομική ανάπτυξη είναι κατιόντες (**risks surrounding this broadly favourable outlook for economic growth over the coming years lie mainly on the downside**). Οι κυριότεροι κίνδυνοι συνδέονται με τα αυξανόμενα προστατευτικά μέτρα, με την πιθανότητα να αυξηθούν και πάλι οι τιμές του πετρελαίου και με τις μη ελεγχόμενες εξελίξεις των διεθνών ανισορροπιών. Σχετικά με τον πληθωρισμό, σύμφωνα με εκτίμηση του Eurostat (flash estimate) ο ετήσιος πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ ήταν 1,9% το Δεκέμβριο, αμετάβλητος δηλαδή σε σύγκριση με τον προηγούμενο μήνα. Η μεταβλητότητα των τιμών του πετρελαίου θα συνεχίσει να διαδραματίζει ένα καθοριστικό ρόλο σε συνδυασμό με την επίδραση της αύξησης των έμμεσων φόρων. Προοπτικά για το 2007 και το 2008, ο πληθωρισμός εκτιμάται να κινηθεί γύρω από το 2%.

Οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών παραμένουν ανοδικοί (**outlook for price developments remains subject to upside risks**) κύρια λόγω της μεγαλύτερης από την προβλεπόμενη επίδρασης της αύξησης στο παρελθόν των τιμών του πετρελαίου πάνω στις τιμές, της αύξησης των έμμεσων φόρων σε ποσοστό μεγαλύτερο από τις αρχικές εκτιμήσεις και της πιθανότητας νέας αύξησης των τιμών του πετρελαίου.

• Αναφορικά με τη νομισματική ανάλυση, η ετήσια αύξηση του Μ3 ήταν το Νοέμβριο του 2006 **9,3%**, η **μεγαλύτερη που έχει καταγραφεί από το 1990** στην ομάδα των χωρών που αποτελούν σήμερα τη ζώνη του ευρώ. Όμως, ενδέχεται αυτή η αύξηση να έχει επηρεασθεί από προσωρινούς παράγοντες. Η αύξηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων της ΕΚΤ σε συνδυασμό με τα χαμηλά μακροπρόθεσμα επιτόκια άσκησαν μία περιορισμένη επίδραση στις νομισματικές εξελίξεις των τελευταίων μηνών. Αυτό οφείλεται στην αλλαγή της σύνθεσης των συστατικών του Μ3 παρά στον περιορισμό της γενικότερης επέκτασης του Μ3. Πιο συγκεκριμένα, τους τελευταίους μήνες, η ετήσια αύξηση του Μ3 μετριάσθηκε κάπως αντανακλώντας την αλλαγή της επενδυτικής στρατηγικής από τις καταθέσεις μιας ημέρας (overnight deposits) σε άλλα μεγαλύτερης λήξης συστατικά του Μ3. Συνολικά, όμως, ενώ τα δάνεια προς τα νοικοκυριά σταθεροποιήθηκαν αν και σε υψηλά επίπεδα, τα δάνεια προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις αυξήθηκαν και αυτό εξηγεί την (ενδεχόμενη προσωρινή) αύξηση του Μ3 σε ιστορικά υψηλά επίπεδα. Σύμφωνα με την άποψη του Δ.Σ της ΕΚΤ, η συνεχιζόμενη νομισματική και πιστωτική επέκταση σε ένα περιβάλλον υπερβολικής ρευστότητας στη ζώνη του ευρώ αποτελεί μεσο- μακροπρόθεσμο κίνδυνο για τη σταθερότητα των τιμών.

• Συνδυαστικά από την οικονομική και νομισματική ανάλυση συνάγεται ότι υφίστανται αυξημένοι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσο-μακροπρόθεσμο ορίζοντα και απαιτείται προσεκτική παρακολούθηση των εξελίξεων.

• Σχετικά με τη δημοσιονομική πολιτική, όλες οι χώρες της ζώνης του ευρώ υπέβαλλαν στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή ενημερωμένα προγράμματα σταθεροποίησης (stability programmes). Όμως, υπάρχουν ενδείξεις ότι σε ορισμένες περιπτώσεις αυτά τα προγράμματα δεν εξασφαλίζουν την επιθυμητή δημοσιονομική εξυγίανση. Τα κράτη μέλη πρέπει να βελτιώσουν την ποιότητα των πολιτικών φορολόγησης και δαπανών σαν τμήμα της μεσοπρόθεσμης στρατηγικής τους ώστε να αυξήσουν την εμπιστοσύνη των πολιτών και επιχειρηματιών για την προοπτική ανάπτυξης και αύξησης της απασχόλησης.

• Για τις διαρθρωτικές αλλαγές, τα κράτη μέλη συνειδητοποιούν τελευταία όλο και περισσότερο την ανάγκη προσαρμογής ώστε να αντιμετωπισθούν οι προκλήσεις του διεθνούς ανταγωνισμού, της γήρανσης του πληθυσμού και της επιτάχυνσης των τεχνολογικών αλλαγών. Πρέπει να τονισθεί ότι οι πραγματοποιηθείσες μέχρι τώρα μεταρρυθμίσεις και η λελογισμένη αύξηση των μισθών συνετέλεσαν σε ένα αξιοσημείωτο

δυναμισμό της ζώνης του ευρώ στον τομέα της αύξησης της απασχόλησης. Περίπου **12.000.000 νέες θέσεις εργασίας δημιουργήθηκαν στη ζώνη του ευρώ από την έναρξη του τρίτου σταδίου της ONE (1999-2006) σε σύγκριση με τη δημιουργία μόλις 2.000.000 νέων θέσεων εργασίας την προηγούμενη οκταετία (1991-1998)**. Εν τούτοις, το Δ.Σ της ΕΚΤ εκτιμά ότι εξακολουθούν να υφίστανται σημαντικά διαρθρωτικά εμπόδια που εξηγούν το अपαράδεκτο υψηλό επίπεδο ανεργίας. Για το λόγο αυτό, απαιτούνται κατάλληλες μεταρρυθμιστικές πολιτικές με στόχο την εμβάθυνση της ολοκλήρωσης της εσωτερικής αγοράς και τη βελτίωση της προσαρμοστικότητας των μισθών ώστε να ενθαρρυνθούν η αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας και οι ευκαιρίες απασχόλησης.

☐ Στη συνέντευξη που παραχώρησε ο πρόεδρος Τρισέ προς τους δημοσιογράφους αμέσως μετά τη συνεδρίαση του Δ.Σ της ΕΚΤ τόνισε:

- η ΕΚΤ προσπαθεί να καταστήσει κατανοητή και προβλέψιμη τη νομισματική της πολιτική αλλά ουδέποτε δεσμεύεται για μελλοντικές αυξήσεις των επιτοκίων (**reasonably predictable, but never pre-committing**). Κάθε φορά που συνεδριάζει το Δ.Σ λαμβάνει αποφάσεις σύμφωνα με τα διαθέσιμα πιο πρόσφατα οικονομικά και νομισματικά στοιχεία
- αποδίδουμε την πρέπουσα σημασία στον δεύτερο πυλώνα της πολιτικής μας, δηλαδή στη νομισματική ανάλυση, και διαβεβαιώνουμε ότι το υψηλό επίπεδο ρευστότητας στη ζώνη του ευρώ συνέβαλλε στο παρελθόν στη λήψη απόφασης για αύξηση των επιτοκίων
- η παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη είναι πολύ ενθαρρυντική παρά τη σχετική επιβράδυνση των ρυθμών ανάπτυξης ιδιαίτερα στις ΗΠΑ αλλά οι πολιτικές για την επίτευξη του στόχου της διαρκούς ανάπτυξης είναι σωστές τόσο στον αναπτυγμένο κόσμο όσο και στα κράτη με αναδυόμενες αγορές και σε αυτά σε επίπεδο μετάβασης και οι κίνδυνοι για την υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας είναι καθοδικοί. Όμως, παραμένουν οι κίνδυνοι από νέα πιθανή αύξηση των τιμών του πετρελαίου και των λοιπών εμπορευμάτων, από τα προστατευτικά μέτρα κατά του ελεύθερου εμπορίου και από τις παγκόσμιες ανισορροπίες
- η ΕΚΤ δεν εξετάζει τις επιδράσεις της αύξησης του ΑΕΠ ή των έμμεσων φόρων μεμονωμένα σε ορισμένα κράτη μέλη αλλά η νομισματική της πολιτική αφορά από 1.1.2007 13 κράτη της ζώνης του ευρώ. Αναλύουμε τις εξελίξεις συνολικά στη ζώνη του ευρώ και λαμβάνουμε τις αποφάσεις μας
- επαναλαμβάνουμε ότι η ΕΚΤ ούτε ενθαρρύνει ούτε αποθαρρύνει τη χρήση του ευρώ σε διεθνές επίπεδο. Αφήνουμε στους συμμετέχοντες στην αγορά και τα ιδρύματα να εκτιμήσουν ελεύθερα την κατάσταση.

► Την 31.1.2007 η FOMC της FED αποφάσισε να αφήσει αμετάβλητο στο 5,25% το βασικό της επιτόκιο χρηματοδότησης μιας ημέρας. Στο σκεπτικό της απόφασης αναφερόταν ότι οι οικονομικές δείκτες εμφάνιζαν μια μεγαλύτερη της αναμενόμενης οικονομική ανάπτυξη στις ΗΠΑ και μια σταθεροποίηση της στεγαστικής αγοράς. Εν τούτοις, σημείωνε, ότι εξακολουθούν να υφίστανται πληθωριστικοί κίνδυνοι εξ αιτίας κύρια του υψηλού βαθμού χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού.

► Στη συνεδρίασή του της **8.2.2007**, το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου Αλμούνια, αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Ο πρόεδρος Ζαν Κλωντ Τρισέ τόνισε:

- Παραμένουν σε μεσο-μακροπρόθεσμο επίπεδο οι κίνδυνοι για την άνοδο του πληθωρισμού και για το λόγο αυτό απαιτείται ισχυρή επαγρύπνηση (**strong vigilance**) για να μην υλοποιηθούν οι σχετικοί κίνδυνοι. Η αλλαγή της φράσης κλειδί από very closely monitoring σε strong vigilance, ενθάρρυνε τους αναλυτές να πιστέψουν ότι στην επόμενη συνεδρίαση του Μαρτίου το Δ.Σ της ΕΚΤ θα αυξήσει τα επιτόκια κατά 0,25%.
- Αναφορικά με την οικονομική ανάλυση, η οικονομική επέκταση συνεχίσθηκε και το 2007. Αν και θα υπάρξει πάλι, όπως το 2006, διακύμανση στους ρυθμούς ανάπτυξης μεταξύ των τριμήνων, η συνολική πρόβλεψη για την αύξηση του ΑΕΠ παραμένει ευνοϊκή. Η εσωτερική ζήτηση και οι επενδύσεις θα παραμείνουν ισχυρές και στο αποτέλεσμα αυτό έχουν συμβάλει οι ευνοϊκές χρηματοδοτικές συνθήκες και τα κέρδη και η αποτελεσματικότητα των επιχειρήσεων. Ο κίνδυνος για την υποχώρηση των ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης παραμένει καθοδικός. Σχετικά με την εξέλιξη των τιμών, το πιο σημαντικό είναι η πρόβλεψη της ΕΚΤ ότι **την άνοιξη και το καλοκαίρι ο πληθωρισμός θα μειωθεί ενώ τους τελευταίους μήνες του 2007 θα αρχίσει πάλι να αυξάνεται**. Όμως, επειδή η ΕΚΤ έχει καθήκον να διατηρεί τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα είναι υποχρεωμένη να δηλώσει ότι οι κίνδυνοι για την αύξηση του πληθωρισμού μέχρι το τέλος του έτους παραμένουν ανοδικοί. Σε αυτό συνηγορεί η νέα αύξηση των τιμών του πετρελαίου, η

ενδεχόμενη αύξηση των μισθών πέραν του αναμενόμενου και το γεγονός ότι η χρησιμοποίηση του παραγωγικού δυναμικού έχει προσεγγίσει τα ανώτερα επίπεδα του 2000.

▪ Σχετικά με τη νομισματική ανάλυση, η ετήσια αύξηση του **M3 το Δεκέμβριο κατά 9,7% υπήρξε η μεγαλύτερη που έχει καταγραφεί από την εισαγωγή του ευρώ**. Η διέγερση της ρευστότητας παραμένει ισχυρή και δεν υπάρχουν ενδείξεις ότι θα ανακοπεί σημαντικά το επόμενο διάστημα. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα το Δεκέμβριο ήταν 10,7% δηλαδή σχετικά πιο ηπιότερος από πριν αλλά παραμένει ανοδικός ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Επόμενα, παραμένουν ενισχυμένοι οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσο-μακροπρόθεσμο επίπεδο λόγω της μεγάλης νομισματικής επέκτασης.

▪ Συνδυαστικά η οικονομική και η νομισματική ανάλυση δείχνουν επαυξημένους κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών. Ιδιαίτερα απασχολεί την ΕΚΤ η **ισχυρότερη του αναμενόμενου αύξηση των μισθών**.

▪ Τώρα, που οι συνθήκες είναι κατάλληλες, είναι η περίοδος εξυγίανσης των δημόσιων οικονομικών για τα έτη 2007 και 2008. Η εξυγίανση αυτή πρέπει να συνοδευθεί από μία ήπια αύξηση των μισθών και από διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στις αγορές προϊόντων, υπηρεσιών και εργασίας. Παρά το γεγονός ότι η ανεργία μειώθηκε στο 7,5% του εργατικού δυναμικού, εν τούτοις παραμένει σε υψηλό επίπεδο και για το λόγο αυτό τα κράτη πρέπει να δώσουν προτεραιότητα στις προσπάθειες παραπέρα μείωσης της ανεργίας. Αυτό προϋποθέτει επαρκή διαφοροποίηση των μισθών ιδιαίτερα για τους λιγότερο εξειδικευμένους εργάτες και για τις περιοχές με υψηλό ποσοστό ανεργίας.

☐ Στη συνέντευξη που παραχώρησε ο πρόεδρος Τρισέ προς τους δημοσιογράφους αμέσως μετά τη συνεδρίαση του Δ.Σ της ΕΚΤ τόνισε:

▪ Η ΕΚΤ κινείται στη σφαίρα των πιθανοτήτων δεδομένου ότι δεν έχουμε τον έλεγχο της εξέλιξης των τιμών του πετρελαίου και των άλλων εμπορευμάτων. Αυτή τη στιγμή υπάρχει ένα μεγαλύτερο του αναμενόμενου πέρασμα των αυξήσεων των τιμών του πετρελαίου στο παρελθόν στις τιμές και αυτό συνιστά ένα κίνδυνο για τη σταθερότητα των τιμών. Ένας άλλος κίνδυνος είναι η αύξηση των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών και των έμμεσων φόρων. Πάνω από όλα, όμως, ανησυχούμε για τυχόν αυξήσεις των μισθών πέρα από τα επιτρεπόμενα για τον έλεγχο του πληθωρισμού όρια.

▪ Επιμένουμε στην τήρηση της αρχής της ανεξαρτησίας της ΕΚΤ. Εξ άλλου αυτό υποστηρίζει και η πλειονότητα των ευρωπαίων πολιτών. Σε μια πρόσφατη δημοσκόπηση, το 73% των ερωτηθέντων τάχτηκε υπέρ αυτής της ανεξαρτησίας. Επόμενα, η συνεργασία μας με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και την εκάστοτε προεδρία του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου έχει την έννοια της κατανόησης της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ και δεν σημαίνει παρέμβαση στη διαδικασία λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ.

▪ Η ΕΚΤ δεν τηρεί μία προκαθορισμένη νομισματική πολιτική. Το γεγονός ότι τώρα δεν αυξάνονται τα επιτόκια κάθε δύο μήνες αλλά σε αραιότερα χρονικά διαστήματα εξηγείται από το γεγονός ότι αρχίσαμε την αύξηση από το επίπεδο του 2% ενώ τώρα έχουμε φθάσει στο 3,5%.

▪ Αναμένουμε τις επόμενες προβλέψεις του προσωπικού του Ευρωσυστήματος για να εκτιμήσουμε ελεύθερα τις μελλοντικές εξελίξεις. Η ΕΚΤ δεν δεσμεύεται από αυτές τις προβολές, όμως τις συνεκτιμά μαζί με την άλλη διαθέσιμη πληροφόρηση για να λάβει τις αποφάσεις της.

► Στη συνεδρίασή του της **8.3.2007**, το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου Χοακίν Αλμούνια και του προέδρου του ECOFIN γερμανού υπουργού των οικονομικών Πιερ Στάϊνμπρικ, **αποφάσισε για έβδομη φορά από το Δεκέμβριο του 2005 όπως αυξήσει τα επιτόκια κατά 0,25%**. Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης αυξήθηκε από 3,50% στο **3,75%**, της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης από 4,50% στο **4,75%** και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων από 2,50% στο **2,75%**. Ο πρόεδρος Τρισέ τόνισε:

▪ Η ανωτέρω απόφαση λήφθηκε με την προοπτική των αυξανόμενων κινδύνων για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα και θα συμβάλει όπως οι πληθωριστικές προσδοκίες στη ζώνη του ευρώ παραμείνουν συμβατές με τα επίπεδα της σταθερότητας των τιμών. Και μετά την αύξηση αυτή, λαμβανομένου υπόψη του ευνοϊκού οικονομικού περιβάλλοντος, η νομισματική πολιτική παραμένει άνετη (**accommodative**) με το βασικό επιτόκιο της ΕΚΤ μετρημένο (**moderate**). Η νομισματική και πιστωτική επέκταση παραμένει ισχυρή και κατά συνέπεια προοπτικά πρέπει να ενεργούμε σταθερά και έγκαιρα.

Το Δ.Σ της ΕΚΤ θα παρακολουθεί στενά (**will monitor very closely**) όλες τις εξελίξεις για να μην υλοποιηθούν οι κίνδυνοι για τον πληθωρισμό.

• Αναφορικά με την οικονομική ανάλυση (**economic analysis**), σύμφωνα με μια πρώτη εκτίμηση του Eurostat, η τριμηνιαία αύξηση του **ΑΕΠ σε ετήσια βάση για το τέταρτο τρίμηνο του 2006 ήταν 0,9%**, δηλαδή πάνω από προηγούμενες εκτιμήσεις. Η σημερινή εκτίμησή μας είναι ότι το ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ θα είναι λίγο μικρότερο στα επόμενα τρίμηνα εάν λάβουμε υπόψη την επίδραση της αύξησης των εμμέσων φόρων. Πάντως, η αύξηση του ΑΕΠ είναι ενδεικτική της συνεχιζόμενης ανάπτυξης. Η εσωτερική ζήτηση και οι εξαγωγές συμβάλλουν αποφασιστικά στην αύξηση του ΑΕΠ και επιβεβαιώνουν την άποψη για τη διάρκεια της οικονομικής επέκτασης. Οι επενδύσεις παραμένουν δυναμικές ενώ θετικά συμβάλλουν στην ανάπτυξη οι αναδιαρθρώσεις των προϋπολογισμών, τα ισχυρά εταιρικά κέρδη, οι αυξανόμενες επιχειρηματικές επιδόσεις και η αύξηση της απασχόλησης. Αυτή την εικόνα αντανακλούν και οι μακροοικονομικές προβολές του Μαρτίου 2007 του προσωπικού της ΕΚΤ. Προβλέπουν μία αύξηση του ΑΕΠ για το 2007 μεταξύ 2,1% και 2,9% και για το 2008 μεταξύ 1,9% και 2,9%. Συγκριτικά με τις προβολές Δεκεμβρίου του προσωπικού του Ευρωσυστήματος, οι προβλέψεις έχουν αναπροσαρμοσθεί προς τα πάνω. Σύμφωνα με την άποψη του Δ.Σ οι κίνδυνοι για την ανοδική οικονομική ανάπτυξη είναι ευρύτατα ισορροπημένοι σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο. Σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα είναι μικρότεροι. Οι κυριότεροι κίνδυνοι για την υποχώρηση των ρυθμών ανάπτυξης συνδέονται με πιθανή νέα αύξηση των τιμών του πετρελαίου, τους φόβους για την ενίσχυση των προστατευτικών μέτρων και με ενδεχόμενες μη ελεγχόμενες εξελίξεις που οφείλονται στις διεθνείς ανισορροπίες.

Σχετικά με την εξέλιξη των τιμών σε ετήσια βάση, οι πρώτες εκτιμήσεις του Eurostat για το μήνα Φεβρουάριο του 2007 δείχνουν μια σταθεροποίηση του εναρμονισμένου δείκτη τιμών καταναλωτή (**HICP**) **στο 1,8%** όσο δηλαδή και τον Ιανουάριο. Η πτώση του πληθωρισμού από το καλοκαίρι του 2006 οφείλεται στην υποχώρηση των τιμών του πετρελαίου. Προοπτικά, η μεταβλητότητα των τιμών το προηγούμενο έτος επηρεάζει την εξέλιξη του πληθωρισμού το 2007 λόγω των σημαντικών βασικών αποτελεσμάτων (base effects). Ισχύει και πάλι η πρόβλεψη για πτώση του πληθωρισμού την άνοιξη και το καλοκαίρι και άνοδο των τιμών στο τέλος του έτους γύρω στο 2%. Οι μακροοικονομικές προβολές του Μαρτίου 2007 του προσωπικού της ΕΚΤ δείχνουν μία αύξηση του πληθωρισμού για το 2007 μεταξύ 1,5% και 2,1% και για το 2008 μεταξύ 1,4% και 2,6%. Συγκριτικά με τις προβολές Δεκεμβρίου του προσωπικού του Ευρωσυστήματος, το ανώτατο όριο του 2007 έχει αναπροσαρμοσθεί προς τα κάτω κύρια λόγω της μείωσης των τιμών του πετρελαίου ενώ για το 2008 οι προβλέψεις έχουν αναπροσαρμοσθεί ελαφρά προς τα πάνω κύρια λόγω της ισχυρής ανάπτυξης που θα ασκήσει μεγαλύτερες πιέσεις στη χρησιμοποίηση των συντελεστών της παραγωγής και το κόστος αυτών. Σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, οι κίνδυνοι για την αύξηση του πληθωρισμού είναι ανοδικοί. Αυτό σχετίζεται με την πιθανότητα νέας αύξησης των τιμών του πετρελαίου και της άνοδου των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών και των έμμεσων φόρων σε επίπεδο μεγαλύτερο του προβλεπόμενου. Ιδιαίτερη ανησυχία προκαλούν οι πιθανές αυξήσεις των μισθών σε επίπεδο μεγαλύτερο του αναμενόμενου. Για το λόγο αυτό, η ΕΚΤ καλεί τους κοινωνικούς εταίρους να αναλάβουν τις ευθύνες τους ώστε να μην επηρεασθεί αρνητικά η ανταγωνιστικότητα και η προσπάθεια για αύξηση της απασχόλησης. Η ΕΚΤ θα παρακολουθήσει προσεκτικά τις διαπραγματεύσεις για την αύξηση των μισθών στις χώρες της ζώνης του ευρώ.

• Η νομισματική ανάλυση (**monetary analysis**) επιβεβαιώνει τους ανοδικούς κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Τον Ιανουάριο του 2007, η ετήσια αύξηση του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους **M3 ήταν στο 9,8%**, όσο δηλαδή και τον προηγούμενο μήνα, που αποτελεί ιστορικό υψηλό από την εισαγωγή του ευρώ. Ισχυρή στο 10,6% παρέμεινε τον Ιανουάριο η αύξηση των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα. Η μεγάλη νομισματική και πιστωτική επέκταση αντανακλά την άνετη νομισματική πολιτική σε μια παρατεταμένη περίοδο. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον ευρύτατης ρευστότητας, οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσο- μακροπρόθεσμο ορίζοντα παραμένουν ανοδικοί.

• Συνδυαστικά η οικονομική και η νομισματική ανάλυση δείχνουν επαυξημένους κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Το Δ.Σ θα παρακολουθήσει στενά τις εξελίξεις που απειλούν τη σταθερότητα των τιμών.

• Για τη δημοσιονομική πολιτική (**fiscal policy**), οι ευνοϊκές κυκλικές συνθήκες ανάπτυξης έχουν προκαλέσει μεγαλύτερη του αναμενόμενου βελτίωση της θέσης των προϋπολογισμών. Όμως, τα ενημερωμένα προγράμματα σταθεροποίησης των κρατών μελών της ζώνης του ευρώ προβλέπουν μέτρια δημοσιονομική σταθεροποίηση τα

προσεχή έτη και δεν πειθαρχούν στους στόχους του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης κύρια στο σκέλος των δαπανών των κρατικών προϋπολογισμών. Είναι σημαντικό να αποτραπούν προκυκλικές πολιτικές που θα αποθαρρύνουν την περαιτέρω επίτευξη δημοσιονομικής πειθαρχίας. Μέχρι το 2010 πρέπει να εφαρμοσθούν δημοσιονομικές πολιτικές που να βελτιώνουν την εικόνα των δημοσιονομικών μεγεθών ώστε να επιτύχει η προσπάθεια για συνέχιση της ανάπτυξης και μείωσης της ανεργίας.

- Σχετικά με τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις (**structural reforms**), το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο θα συζητήσει το σημερινό καθεστώς και τη μελλοντική πρόοδο για την εφαρμογή της αναθεωρημένης στρατηγικής της Λισσαβόνας. Αν και η πρόοδος μεταξύ των κρατών μελών δεν είναι ισόρροπη, παρατηρήθηκε γενικά η λήψη μέτρων που οδήγησε σε μεταρρυθμίσεις και σε συγκρατημένες αυξήσεις των μισθών με αποτέλεσμα να μειωθεί η ανεργία. Οι μεταρρυθμίσεις στα συστήματα φορολογίας και ωφελημάτων θα ενθαρρύνουν τα κίνητρα για τη δημιουργία και νέων θέσεων εργασίας. Η ΕΚΤ υποστηρίζει πολιτικές για τη βελτίωση της εκπαίδευσης και της υιοθέτησης τεχνολογικών πρωτοποριακών μεθόδων με στόχο την αύξηση της παραγωγικότητας και τη δημιουργία ενός ευνοϊκού περιβάλλοντος για τη βελτίωση της επιχειρηματικότητας.

■ Στη συνέντευξη που παραχώρησε ο πρόεδρος Τρισέ προς τους δημοσιογράφους αμέσως μετά τη συνεδρίαση του Δ.Σ της ΕΚΤ τόνισε:

- Η ΕΚΤ δρα με ένα σταθερό και έγκαιρο τρόπο για να εξασφαλίσει τη σταθερότητα των τιμών. Η δήλωση αυτή του προέδρου Τρισέ δικαιολογεί τη νομισματική πολιτική της ΕΚΤ και απαντά στο ερώτημα γιατί η ΕΚΤ αυξάνει τα επιτόκια ενώ ο πληθωρισμός πέφτει. Με αναμενόμενη την αύξηση αυτού μετά το καλοκαίρι, η ΕΚΤ δρα προληπτικά (**preemptively**) ώστε να προλάβει τις πληθωριστικές πιέσεις που θα προκληθούν αργότερα.

- Επαναλήφθηκε με έμφαση η θέση ότι η ΕΚΤ δεν δρα με μηχανιστική προσέγγιση της νομισματικής πολιτικής (**not operate through some mechanistic approach**), δηλαδή δεν υιοθετεί στόχους όπως το ουδέτερο επιτόκιο (neutral interest rate), το παραγωγικό κενό (output gap) ή το ποσοστό ανεργίας που δεν επιταχύνει τον πληθωρισμό (NAIRU - Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment).

- Το στενότερο νομισματικό μέγεθος M1 αυξάνεται μέτρια αλλά η διαφορά μεταξύ M3 και M1 εξουδετερώνει αυτή την εξέλιξη αναφορικά με την αύξηση του ευρύτερου μεγέθους M3. Ένας παράγοντας που πιέζει το M3 είναι η αύξηση των δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις η οποία έφθασε στο 13,2%.

- Πράγματι μετά τη νέα αύξηση των επιτοκίων χρησιμοποιήθηκε ο χαρακτηρισμός μετρημένο ή μέτριο (**moderate**) για το βασικό επιτόκιο της ΕΚΤ ενώ προηγούμενα χαρακτηριζόταν σαν χαμηλό (low). Αυτό, δεν σημαίνει ότι το επίπεδο των επιτοκίων έχει φθάσει στο ανώτατο όριο του κύκλου. Η ΕΚΤ παρακολουθεί προσεκτικά τις εξελίξεις και αποφασίζει σε κάθε συνεδρίαση με βάση την αξιολόγηση των διαθέσιμων στοιχείων.

- Η ΕΚΤ είναι υπεύθυνη για τη διαμόρφωση των βραχυχρόνιων επιτοκίων ενώ τα μεσοπρόθεσμα και τα μακροπρόθεσμα επιτόκια διαμορφώνονται από την αγορά με βάση την ενσωμάτωση των πληθωριστικών προσδοκίων. Εάν η ΕΚΤ δεν είναι αξιόπιστη στη νομισματική της πολιτική, δεν θα είναι ικανή να επηρεάσει τις πληθωριστικές προσδοκίες και κατά συνέπεια τη διαμόρφωση και των ανωτέρω επιτοκίων.

- Συμφωνούμε με την άποψη της FED ότι η οικονομία των ΗΠΑ προσγειώνεται ομαλά και δεν θα υπάρξει ύφεση. Ο πρώην πρόεδρος της FED Άλαν Γκρίνσπαν δεν ανέφερε ότι οπωσδήποτε θα υπάρξει ύφεση αλλά είπε ότι η ύφεση αποτελεί μόνο μία πιθανότητα.

- Στη διάσκεψη του G7 στο Έσσεν (στην οποία προήδρευσε ο Τρισέ) είπε ότι επιβεβαιώνουμε πως οι συναλλαγματικές ισοτιμίες πρέπει να αντανακλούν τα θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα (**exchange rates should reflect economic fundamentals**) και ότι η Ιαπωνική οικονομία ευρίσκεται σε μία φάση σταθερής ανάπτυξης και ότι η ισοτιμία του γεν πρέπει να αντανακλά αυτή την πραγματικότητα.

► Την 21.3.2007 η FOMC της FED αποφάσισε να αφήσει αμετάβλητο στο 5,25% το βασικό της επιτόκιο χρηματοδότησης μιας ημέρας. Στο σκεπτικό της απόφασης αναφερόταν ότι οι πρόσφατοι δείκτες για την οικονομία των ΗΠΑ εμφανίζουν μια μικτή εικόνα και η προσαρμογή στον κλάδο της κατοικίας συνεχίζεται. Η οικονομία φαίνεται ότι θα συνεχίσει να επεκτείνεται με πιο, όμως, μέτριο ρυθμό. Ο πυρήνας του πληθωρισμού αυξήθηκε ελαφρά, όμως, η υψηλή χρησιμοποίηση των παραγωγικών συντελεστών είναι ικανή να αντισταθμίσει τις πληθωριστικές πιέσεις. Ο πληθωρισμός δεν πρόκειται να αποκλιμακωθεί με τους ρυθμούς που αναμένονταν. Η μελλοντική νομισματική πολιτική θα εξαρτηθεί από την εξέλιξη του πληθωρισμού αλλά και της οικονομικής ανάπτυξης.

► Στη συνεδρίασή του της **12.4.2007**, το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του προέδρου του Eurogroup πρωθυπουργού του Λουξεμβούργου Ζαν-Κλωντ Γιούνκερ και του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου Χοακίν Αλμούνια, αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Ο πρόεδρος Ζαν Κλωντ Τρισέ τόνισε:

- Επιβεβαιώνονται οι προβλέψεις μας για τους αυξανόμενους κινδύνους αναφορικά με τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα και για το λόγο αυτό απαιτείται πολύ στενή παρακολούθηση όλων των εξελίξεων (**very close monitoring of all developments**).
- Από την εισαγωγική δήλωση του Προέδρου και τη συνέντευξη που ακολούθησε, όλοι οι αναλυτές συμπέραναν ότι η επόμενη αύξηση των επιτοκίων της ΕΚΤ θα γινόταν τον Ιούνιο του 2007.

- Σχετικά με την οικονομική ανάλυση, τα πρόσφατα στοιχεία δείχνουν ότι συνεχίζεται η δυναμική ανάπτυξη στην Ευρωζώνη. Για όλο το 2006, το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 2,7%. Η εσωτερική ζήτηση αναμένεται να αυξηθεί περισσότερο, οι επενδύσεις παραμένουν δυναμικές ενώ η κατανάλωση προσδοκείται επίσης ότι θα αυξηθεί. Οι κίνδυνοι για την οικονομική ανάπτυξη παραμένουν βραχυπρόθεσμα ισορροπημένοι ενώ μακροπρόθεσμα εξαρτώνται από εξωγενείς παράγοντες όπως οι τιμές του πετρελαίου και οι διεθνείς ανισορροπίες. Ο πληθωρισμός αυξήθηκε το Μάρτιο κατά 1,9% από 1,8% το Φεβρουάριο. Μεσοπρόθεσμα, οι κίνδυνοι για την άνοδο του πληθωρισμού συνδέονται με τις διοικητικά καθοριζόμενες τιμές, την επιβολή νέων εμμέσων φόρων και τις αυξήσεις των μισθών πέραν του επιτρεπτού από την ανταγωνιστικότητα και τη μείωση της ανεργίας ορίου.

- Η νομισματική ανάλυση, δείχνει ότι οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών παραμένουν υψηλοί. Η αύξηση του M3 στο 10% το Φεβρουάριο σημαίνει ότι εξακολουθεί να αυξάνεται η ρευστότητα σε ιστορικά υψηλά επίπεδα. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα ήταν στο 10,3% το Φεβρουάριο δηλαδή μειώθηκε ελαφρά και αυτό οφείλεται σε μετριασμό της αύξησης των δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις.

- Συνολικά, τα στοιχεία από την οικονομική και νομισματική ανάλυση πείθουν ότι υφίστανται αυξανόμενοι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

- Επιβάλλεται να αποφευχθούν προκυκλικές δημοσιονομικές πολιτικές. Αντίθετα πρέπει να επιταχυνθεί η δημοσιονομική εξυγίανση και να συνδυασθεί με διαρθρωτικές αλλαγές, ιδιαίτερα με την ευελιξία στην αγορά και στην κινητικότητα της εργασίας.

■ Στη συνέντευξη που παραχώρησε ο πρόεδρος Τρισέ προς τους δημοσιογράφους αμέσως μετά τη συνεδρίαση του Δ.Σ της ΕΚΤ τόνισε:

- Μία μέτρια αύξηση των μισθών είναι απαραίτητη για να μην αυξηθεί ο πληθωρισμός και επόμενα να προστατευθεί η αγοραστική δύναμη των πολιτών, να μην επιδεινωθεί η ανταγωνιστικότητα και τελικά να διευρυνθούν οι θέσεις εργασίας και επόμενα να μειωθεί η ανεργία που παραμένει ακόμα σε υψηλά επίπεδα. Η ΕΚΤ θα παρακολουθήσει με ενδιαφέρον τις συλλογικές διαπραγματεύσεις και ελπίζει όπως οι κοινωνικοί εταίροι επιδείξουν υψηλό αίσθημα ευθύνης.

- Επανέλαβε τη θέση του ότι οι συναλλαγματικές ισοτιμίες πρέπει να αντανakλούν τα θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα και αυτό πρέπει να συμβεί και για την ισοτιμία του γεν λόγω της σταθερής ανάπτυξης της Ιαπωνικής οικονομίας αλλά ελπίζει και σε προσαρμογή προς τα πάνω της ισοτιμίας του ρεμίνμι λόγω όχι μόνο της ανάπτυξης αλλά και των σημαντικών συναλλαγματικών αποθεμάτων της Κίνας.

- Αναφορικά με την άνοδο της ισοτιμίας του ευρώ, τόνισε ότι οπωσδήποτε οι εξελίξεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι ένας από τους παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη από την ΕΚΤ για τη διαμόρφωση της νομισματικής της πολιτικής.

- Ο νομισματικός πυλώνας διαδραματίζει ένα σπουδαίο ρόλο στις αποφάσεις της νομισματικής πολιτικής αλλά δεν προσμετρείται μηχανιστικά ούτε έχει συγκεκριμένο ειδικό βάρος. Συνεκτιμάται μαζί με τους άλλους παράγοντες.

- Τον Ιούνιο θα δημοσιευθούν οι νέες προβλέψεις του προσωπικού για τα οικονομικά μεγέθη και θα εκτιμηθούν από το Δ.Σ της ΕΚΤ.

- Η χρηματοπιστωτική σταθερότητα (Financial Stability) αποτελεί ένα σημαντικό στόχο και μία παράμετρο της πολιτικής μας.

► Την 9.5.2007 η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτών Αγορών (Federal Open Market Committee, FOMC) της FED αποφάσισε να αφήσει αμετάβλητο στο 5,25% το βασικό της επιτόκιο χρηματοδότησης μιας ημέρας. Στο σκεπτικό της απόφασης αναφερόταν ότι η

οικονομική ανάπτυξη των ΗΠΑ επιβραδύνθηκε τους πρώτους μήνες του 2007 ενώ συνεχίστηκε η προσαρμογή του οικιστικού τομέα. Εν τούτοις η οικονομία φαίνεται ότι μάλλον θα συνεχίσει να επεκτείνεται τα επόμενα τρίμηνα με μετριότερους ρυθμούς. Ο πληθωρισμός αυξήθηκε ελαφρά αλλά το υψηλό επίπεδο της χρήσης των παραγωγικών πόρων συγκρατεί τις πληθωριστικές πιέσεις. Οι προσεχείς προσαρμογές της νομισματικής πολιτικής εξαρτώνται από την εξέλιξη του πληθωρισμού αλλά και της οικονομικής ανάπτυξης.

► Στη συνεδρίασή του της **10.5.2007** στο Δουβλίνο της Ιρλανδίας, το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου Αλμουίνια, αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Ο πρόεδρος Ζαν Κλωντ Τρισέ τόνισε:

- Επιβεβαιώνονται οι λόγοι που μας ώθησαν στην αύξηση των επιτοκίων το Μάρτιο. Απαιτείται ισχυρή επαγρύπνηση (**strong vigilance**) για να μην υλοποιηθούν οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών. (Επειδή η ΕΚΤ χρησιμοποιεί στην προηγούμενη συνεδρίαση μιας αύξησης των επιτοκίων την ανωτέρω έκφραση, κατέστη πλέον 100% βέβαιο ότι στη συνεδρίαση του Ιουνίου τα επιτόκια αυτής θα αυξηθούν κατά 0,25%).

- Σχετικά με την οικονομική ανάλυση, οι πρόσφατοι δείκτες και τα άλλα στοιχεία επιβεβαιώνουν την επέκταση στο πρώτο τρίμηνο του 2007. Προοπτικά, οι συνθήκες σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα παραμένουν ευνοϊκές για την ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ. Η παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη συνεχίζεται, αν και κάπως με μετριότερους ρυθμούς, και παρέχει υποστήριξη στις εξαγωγές της ζώνης του ευρώ. Η εσωτερική ζήτηση, οι επενδύσεις, και η κατανάλωση αυξάνονται. Σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, οι κίνδυνοι για την οικονομική ανάπτυξη είναι απόλυτα ισορροπημένοι. Σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, όμως, οι κίνδυνοι παραμένουν, οφειλόμενοι κύρια σε εξωτερικούς παράγοντες όπως είναι η ενδεχόμενη αύξηση των τιμών του πετρελαίου, η αύξηση των προστατευτικών εμπορικών μέτρων και οι ασυνήθεις εξελίξεις λόγω των διεθνών ανισορροπιών.

Αναφορικά με τον πληθωρισμό, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του Eurostat, μειώθηκε τον Απρίλιο στο 1,8% από 1,9% το Μάρτιο (τελικά σύμφωνα με τα οριστικά στοιχεία παρέμεινε στάσιμος τον Απρίλιο στο 1,9%). Για τους επόμενους μήνες, ενδέχεται ο πληθωρισμός να επηρεασθεί από νέες αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου και από βασικές επιδράσεις των αυξήσεων του προηγούμενου έτους. Με βάση τα τρέχοντα στοιχεία είναι πιθανόν ο πληθωρισμός να μειωθεί αλλά θα αυξηθεί και πάλι προς το τέλος του έτους σε επίπεδο γύρω στο 2%. Σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, οι κίνδυνοι είναι αυξημένοι λόγω της πιθανής νέας αύξησης των τιμών του πετρελαίου, της αυξανόμενης χρήσης των παραγωγικής δυνατότητας, τις ενδεχόμενες αυξήσεις των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών και της επιβολής νέων εμμέσων φόρων πέραν αυτών που έχουν θεσπισθεί μέχρι τώρα. Επιπρόσθετα, κίνδυνοι προκύπτουν από πιθανές αυξήσεις των μισθών πέραν των δυνατοτήτων της οικονομίας. Για το λόγο αυτό, η ΕΚΤ θα παρακολουθήσει με ενδιαφέρον τις συλλογικές διαπραγματεύσεις και καλεί τους κοινωνικούς εταίρους να λάβουν υπόψη ότι μεγάλες αυξήσεις των μισθών θα βλάψουν την ανταγωνιστικότητα, την παραγωγικότητα και την προσπάθεια για μείωση της ανεργίας και περαιτέρω οικονομική μεγέθυνση.

- Η νομισματική ανάλυση, δείχνει ότι οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών παραμένουν υψηλοί. Αυτό υποδεικνύουν η αύξηση του **M3 στο 10,9% το Μάρτιο** και το υψηλό επίπεδο της πιστωτικής επέκτασης. Έχει διαπιστωθεί ότι το χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων ενθαρρύνει την αύξηση της ρευστότητας η οποία σήμερα βρίσκεται σε υψηλά ιστορικά επίπεδα. Για το λόγο αυτό, απαιτείται πολύ προσεκτική παρακολούθηση των νομισματικών εξελίξεων.

- Συνολικά, τα στοιχεία από την οικονομική και νομισματική ανάλυση πείθουν ότι υφίστανται αυξανόμενοι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο ορίζοντα και απαιτείται ισχυρή επαγρύπνηση για την εξασφάλιση της σταθερότητας των τιμών.

- Το Δ.Σ της ΕΚΤ χαιρετίζει τη συμφωνία στα πλαίσια του Eurogroup που συνήλθε την 20.4.2007 στο Βερολίνο που δεσμεύει τα κράτη μέλη να χρησιμοποιήσουν τα πλεονάσματα από την οικονομική ανάπτυξη για τη δημοσιονομική εξυγίανση και να αποφύγουν προκυκλικές πολιτικές. Αυτό σημαίνει ότι **τα κράτη μέλη πρέπει να διαθέσουν πλήρως τα πέραν του αναμενόμενου έσοδα για τη μείωση του ελλείμματος και του δημόσιου χρέους**.

- Το Δ.Σ της ΕΚΤ υποστηρίζει ανεπιφύλακτα τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που βελτιώνουν την ανταγωνιστικότητα, την αύξηση της παραγωγικότητας και την ενθάρρυνση της οικονομικής ευελιξίας. Η αύξηση της παραγωγικότητας επιτρέπει την αύξηση των

πραγματικών μισθών χωρίς να επηρεάζει αρνητικά την απασχόληση και την ανάπτυξη της οικονομίας. **Απαιτείται διαφοροποίηση των μισθών** προκειμένου να αυξηθεί η απασχόληση ιδιαίτερα σε περιοχές με υψηλή ανεργία και για να δοθούν ευκαιρίες απασχόλησης σε λιγότερο εξειδικευμένους εργάτες. Η άρση, επίσης, των εμποδίων για τη κινητικότητα της εργασίας θα εξισορροπήσει τις διαφορές που παρατηρούνται στις αγορές εργασίας και θα ενθαρρύνει την ευελιξία ώστε να αντιμετωπίζονται ευκολότερα τα οικονομικά σοκ.

☐ Στη συνέντευξη που παραχώρησε ο πρόεδρος Τρισέ προς τους δημοσιογράφους αμέσως μετά τη συνεδρίαση του Δ.Σ της ΕΚΤ τόνισε:

- Η νομισματική ανάλυση αποτελεί για την ΕΚΤ ένα πολύτιμο στοιχείο για τις μακροπρόθεσμες εξελίξεις. Το ευρύτερο νομισματικό μέγεθος M3 πρέπει να παρακολουθείται ιδιαίτερα όσον αφορά τα συστατικά του στοιχεία ενώ η σημασία του στόχου αναφοράς (4,5%) έχει προσδιορισθεί με τη δήλωση της ΕΚΤ του 2003. Πάντως, ο έλεγχος της ρευστότητας συμβάλλει στην επίτευξη του πρωταρχικού στόχου που είναι η σταθερότητα των τιμών.
- Σχετικά με τις δηλώσεις του νέου προέδρου της Γαλλίας Νικολά Σαρκοζί, κατά τη διάρκεια της προεκλογικής εκστρατείας, για την αλλαγή του καταστατικού σκοπού της ΕΚΤ, δεν επαναλήφθηκαν μετά τις εκλογές. Επιπρόσθετα, η μεγάλη πλειοψηφία των κυβερνήσεων των κρατών μελών είναι αντίθετη με την ανωτέρω λογική.
- Ο πληθωρισμός κάθε κράτους που έχει υιοθετήσει το ευρώ μετράται με εθνικούς δείκτες αλλά υποχρεωτικά και με τον εναρμονισμένο δείκτη (HICP). Ενδέχεται να προκύπτουν σημαντικές διαφορές στο αποτέλεσμα από τη χρήση διαφορετικών δεικτών. Πάντως, ο πληθωρισμός της ζώνης του ευρώ μετράται με τη χρήση του εναρμονισμένου δείκτη για όλες τις χώρες.

► Στη συνεδρίασή του της **6.6.2007** το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου Χοακίν Αλμούνια και του προέδρου του Eurogroup και Πρωθυπουργού του Λουξεμβούργου Ζαν-Κλωντ Γιούνκερ, **αποφάσισε για όγδοη φορά από το Δεκέμβριο του 2005 όπως αυξήσει τα επιτόκια κατά 0,25%**. Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης αυξήθηκε από το 3,75% στο **4%**, της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης από 4,75% στο **5%** και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων από 2,75% στο **3%**. Ο πρόεδρος Τρισέ τόνισε:

▪ Η απόφαση για την αύξηση των επιτοκίων λήφθηκε διότι υπερτερούν οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Με τον τρόπο αυτό, οι προσδοκίες της αγοράς για τον πληθωρισμό θα συγκρατηθούν σε επίπεδα συμβατά με τη σταθερότητα των τιμών. Με δεδομένο το θετικό οικονομικό περιβάλλον της ζώνης του ευρώ, η νομισματική μας πολιτική παραμένει ακόμη διευκολυντική (our **monetary policy is still on the accommodative side**). Το Δ.Σ της ΕΚΤ θα παρακολουθήσει προσεκτικά (**will monitor closely**) όλες τις εξελίξεις ώστε να μην υλοποιηθούν μεσοπρόθεσμα οι κίνδυνοι για τον πληθωρισμό.

▪ Αναφορικά με την οικονομική ανάλυση (**economic analysis**), τα στοιχεία δείχνουν ότι η οικονομία της ζώνης του ευρώ συνεχίζει να επεκτείνεται με τρόπο περισσότερο ισχυρό απ' ότι αναμενόταν ένα χρόνο πριν. Σε τριμηνιαία βάση το ΑΕΠ του πρώτου τριμήνου αυξήθηκε κατά 0,6% που ήταν πάνω από τις αρχικές προβλέψεις ενώ αναμένεται ότι η ανάπτυξη θα συνεχισθεί ικανοποιητικά και το δεύτερο τρίμηνο αλλά και στη συνέχεια. Η εσωτερική ζήτηση θα συμβάλει στη διατήρηση της ισχυρής αναπτυξιακής τάσης. Οι επενδύσεις θα εξακολουθήσουν να είναι δυναμικές λόγω των ευνοϊκών χρηματοδοτικών συνθηκών, των μεγάλων εταιρικών κερδών και των αναδιαρθρώσεων των ισολογισμών των επιχειρήσεων. Εν τω μεταξύ η κατανάλωση θα υποστηριχτεί από τις εξελίξεις στο διαθέσιμο εισόδημα με δεδομένο ότι οι συνθήκες στην αγορά εργασίας βελτιώνονται.

Οι προβολές του προσωπικού του Ευρωσυστήματος Ιουνίου 2007 δείχνουν ότι το ετήσιο μέσο ΑΕΠ θα αυξηθεί το 2007 μεταξύ 2,3% και 2,9% και το 2008 μεταξύ 1,8% και 2,8%. Σε σύγκριση με τις προηγούμενες προβολές, για το 2007 η ζώνη προβλέψεων είναι στο ανώτατο σημείο του Μαρτίου και για το 2008 η ζώνη αναθεωρήθηκε ελαφρά προς τα κάτω κύρια λόγω της αύξησης των τιμών του πετρελαίου τους πρόσφατους μήνες. Σύμφωνα με την άποψη του Δ.Σ της ΕΚΤ, σε μεσο-μακροπρόθεσμο επίπεδο οι κίνδυνοι για την οικονομική ανάπτυξη είναι κάπως αυξημένοι οφειλόμενοι σε εξωτερικούς παράγοντες και ιδιαίτερα στην πιθανότητα λήψης προστατευτικών μέτρων, νέας αύξησης των τιμών του πετρελαίου και στις διεθνείς ανισορροπίες που μπορεί να έχουν σαν συνέπεια την αλλαγή

της εμπιστοσύνης των αγορών.

Σύμφωνα με την αρχική εκτίμηση του Eurostat ο πληθωρισμός το Μάιο έμεινε στάσιμος στο 1,9% αλλά πάντως υψηλότερος απ' ό,τι αναμενόταν. Είναι πιθανόν, να υποχωρήσει ελαφρά τους επόμενους μήνες αλλά θα αυξηθεί προς το τέλος του έτους. Προβολές του προσωπικού του Ευρωσυστήματος Ιουνίου 2007 δείχνουν ότι ο πληθωρισμός (HICP) για το 2007 θα κινηθεί μεταξύ 1,8% και 2,2% και το 2008 μεταξύ 1,4% και 2,6% δηλαδή ελαφρά υψηλότερα από τις προβολές του Μαρτίου. Σύμφωνα με την άποψη του Δ.Σ της ΕΚΤ, οι κίνδυνοι για τον πληθωρισμό σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα παραμένουν υψηλοί οφειλόμενοι στην αύξηση της εκμετάλλευσης του παραγωγικού δυναμικού και τη σταδιακή βελτίωση της αγοράς εργασίας, την πρόβλεψη ότι οι αυξήσεις των μισθών θα είναι μεγαλύτερες του αναμενόμενου, τον ασθενή ανταγωνισμό που υπάρχει σε ορισμένα τμήματα της αγοράς, την αύξηση των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών πέραν του αναμενόμενου και τις τυχόν παραπέρα αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου.

- Αναφορικά με τη νομισματική ανάλυση (**monetary analysis**), επιβεβαιώνεται η άποψη για ανοδικούς κινδύνους ως προς τη σταθερότητα των τιμών σε μεσο-μακροπρόθεσμο επίπεδο. Το M3 αυξήθηκε τον Απρίλιο κατά 10,4% ενώ υψηλό παραμένει το επίπεδο της πιστωτικής επέκτασης. Σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, οι νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις μπορούν να επηρεασθούν, μεταξύ άλλων, από το σχήμα της καμπύλης απόδοσης (by the shape of the yield curve) και εξωτερικούς παράγοντες και υπόκεινται σε κάποιο βαθμό στη μεταβλητότητα των μεγεθών. Υπάρχουν πολλές ενδείξεις ότι τα υψηλότερα βραχυπρόθεσμα επιτόκια επηρεάζουν τώρα τη δυναμική των νομισματικών μεγεθών αν και δεν έχουν αντιμετωπίσουν δυναμικότερα την ευρεία νομισματική και πιστωτική επέκταση. Για παράδειγμα, οι αυξήσεις των βραχυχρόνιων επιτοκίων συνέβαλλαν τα τελευταία τρίμηνα σε πιο μέτρια επέκταση του στενού νομισματικού μεγέθους M1. Επιπρόσθετα, η ετήσια αύξηση των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα δείχνει σημεία σταθεροποίησης από τα μέσα του 2006 αν και παραμένει σε διψήφιο αριθμό. Ταυτόχρονα, οι τιμές των κατοικιών στην Ευρωζώνη μειώθηκαν ελαφρά αν και παραμένουν ακόμη σε υψηλά επίπεδα. Συμπερασματικά, οι κίνδυνοι για τον πληθωρισμό σε μεσο-μακροπρόθεσμο ορίζοντα εξακολουθούν να είναι σημαντικοί και οι νομισματικές εξελίξεις απαιτούν πολύ προσεκτική παρακολούθηση (**require very careful monitoring**).

- Συνδυασμένα, η οικονομική και νομισματική ανάλυση δείχνουν υψηλούς κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσο-μακροπρόθεσμο ορίζοντα και η έγκαιρη δράση είναι απαραίτητη για να μην υλοποιηθούν οι σχετικοί κίνδυνοι.

- Σχετικά με τη δημοσιονομική πολιτική (**fiscal policy**) όλα τα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ πρέπει να σεβασθούν τους κανόνες του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Μετά τη σημαντική βελτίωση των προϋπολογισμών το 2006, απαιτείται παραπέρα μείωση των κυβερνητικών ελλειμμάτων κατά την περίοδο 2007-2008. Το Eurogroup του Βερολίνου της 20.4.2007 λαμβάνοντας υπόψη τις ευνοϊκές κυκλικές συνθήκες αποφάσισε όπως τα κράτη μέλη επιτύχουν τους δημοσιονομικούς στόχους τους το 2007-2008 και το αργότερο το έτος 2010. Είναι μια καλή ευκαιρία για να αρχίσουμε να αντιμετωπίζουμε τη μεγάλη πρόκληση της γήρανσης του πληθυσμού ((population ageing)).

- Αναφορικά με τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις (**structural reforms**), το Δ.Σ της ΕΚΤ υποστηρίζει τις προσπάθειες για την αύξηση της παραγωγικότητας και την οικονομική ευελιξία που προάγουν τη διαρκή αύξηση του ΑΕΠ και της απασχόλησης. Υποστηρίζει, επίσης, τις μεταρρυθμίσεις που μειώνουν την αυστηρότητα στην αγορά εργασίας, την άρση των εμποδίων των αγορών προϊόντων, τη μείωση των διοικητικών επιβαρύνσεων και την ενθάρρυνση των τεχνολογικών καινοτομιών. Η υψηλή παραγωγικότητα θα επιτρέψει αυξήσεις των πραγματικών μισθών χωρίς να επηρεάσει αρνητικά την απασχόληση.

■ Στη συνέντευξη που παραχώρησε ο πρόεδρος Τρισέ προς τους δημοσιογράφους αμέσως μετά τη συνεδρίαση του Δ.Σ της ΕΚΤ τόνισε:

- Παρακολουθούμε τις χρηματοοικονομικές εξελίξεις σε όλες τις μεγάλες αγορές συμπεριλαμβανομένων και αυτών στην Κίνα. Μέχρι τώρα, οι δύο μικρές κρίσεις του χρηματιστηρίου της Σαγκάης έδειξαν ότι οι αγορές είναι σε θέση να απορροφήσουν ταχύτατα τα αρνητικά αποτελέσματα των κρίσεων αυτών.

- Πράγματι, στην εισαγωγική δήλωση αναφέρεται μόνο ότι η νομισματική μας πολιτική παραμένει ακόμη διευκολυντική (our monetary policy is still on the accommodative side) αλλά δεν έχει επαναληφθεί η φράση ότι το επίπεδο των επιτοκίων είναι μέτριο (moderate). Στη σημερινή φάση ανόδου των επιτοκίων υποστηρίζουμε μόνο ότι οι χρηματοδοτικές

συνθήκες είναι ευνοϊκές. Ακόμα στη φράση για τη διευκολυντική πολιτική καλώς παρατηρήσατε ότι υπάρχει η λέξη ακόμα (still) και όχι η φράση συνεχίζει να είναι (continues to be).

- Η ΕΚΤ έχει δικαιωθεί για τη νομισματική της πολιτική. Όταν το Δεκέμβριο του 2005 αυξήσαμε για πρώτη φορά τα επιτόκια πολλοί διεθνείς οργανισμοί δεν ήσαν σύμφωνοι μαζί μας. Σήμερα, μετά από 8 αυξήσεις επιτοκίων όλοι συμφωνούν συμπεριλαμβανομένων του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Αναπτύξεως.
- Επαναλαμβάνουμε ότι η νομισματική ανάλυση διαδραματίζει ένα σημαντικό ρόλο στο πλαίσιο της πολιτικής των δύο πυλώνων. Από την παρατήρηση των επί μέρους συστατικών του Μ3 διαπιστώνουμε την αποτελεσματικότητα ή όχι της νομισματικής μας πολιτικής. Για παράδειγμα, μετά την αύξηση των επιτοκίων, η αύξηση των δανείων προς τα νοικοκυριά υποχώρησε σταδιακά. Το δεύτερο και τρίτο τρίμηνο του 2006 ήταν 9%, το τέταρτο τρίμηνο 8%, το Μάρτιο του 2007 7,9% και τον Απρίλιο 7,6%.
- Χωρίς να αποκλείεται η αναθεώρηση των απόψεών μας, εκτιμούμε ότι η διαρκής δυναμική ανάπτυξη (potential growth) στην Ευρωζώνη τοποθετείται σήμερα στο 2,25%.
- Ένα εντυπωσιακό γεγονός, που αποδεικνύει πόσο οι συνθήκες μπορούν να αλλάξουν ταχύτατα, είναι ότι το 50% της ανάπτυξης της Ευρωζώνης προέρχεται από τον σχηματισμό του ακαθάριστου κεφαλαίου (gross capital formation = αναφέρεται στις αγορές παγίων περιουσιακών στοιχείων, σε αυξήσεις των αποθεμάτων σε πρώτες ύλες και τελικά προϊόντα και την αύξηση των σημερινών εργασιών πριν την αφαίρεση της κεφαλαιακής κατανάλωσης).

► Στη συνεδρίασή του της **5.7.2007** το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου Χοακίν Αλμούνια, αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Ο πρόεδρος Ζαν Κλωντ Τρισέ στην εισαγωγική του δήλωση τόνισε:

▪ Η πληροφόρηση που είναι διαθέσιμη από την τελευταία συνεδρίαση επιβεβαιώνει την ορθότητα της απόφασής μας να αυξήσουμε τα επιτόκια τον Ιούνιο. Σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών είναι αυξημένοι. Με δεδομένο το θετικό οικονομικό περιβάλλον για τη ζώνη του ευρώ, η νομισματική πολιτική παραμένει δυναμική και η ρευστότητα είναι ευρύτατη. Το περιβάλλον αυτό επιβάλλει να παρακολουθήσουμε στενά (**to monitor closely**) όλες τις εξελίξεις ώστε να μην υλοποιηθούν μεσοπρόθεσμα οι κίνδυνοι για τον πληθωρισμό και οι προσδοκίες της αγοράς για τον πληθωρισμό να συγκρατηθούν σε επίπεδα συμβατά με τη σταθερότητα των τιμών.

▪ Αναφορικά με την οικονομική ανάλυση (**economic analysis**), τα στοιχεία δείχνουν ότι η οικονομία της ζώνης του ευρώ συνεχίζει να επεκτείνεται με σταθερό βηματισμό και κατά το δεύτερο τρίμηνο του 2007. Η εσωτερική ζήτηση θα συνεχίσει να διατηρεί τη δυναμική της. Οι επενδύσεις θα εξακολουθήσουν να είναι δυναμικές λόγω των ευνοϊκών χρηματοδοτικών συνθηκών, των μεγάλων εταιρικών κερδών, των αναδιαρθρώσεων των ισολογισμών των επιχειρήσεων και της επιχειρηματικής αποτελεσματικότητας. Η κατανάλωση θα υποστηριχτεί από τις εξελίξεις στο διαθέσιμο εισόδημα με δεδομένο ότι οι συνθήκες στην αγορά εργασίας συνεχώς βελτιώνονται. Σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, οι κίνδυνοι για την πορεία της οικονομικής ανάπτυξης είναι ευρύτατα ισορροπημένοι ενώ σε μεσο-μακροπρόθεσμο επίπεδο είναι κάπως αυξημένοι οφειλόμενοι σε εξωτερικούς παράγοντες και ιδιαίτερα στην πιθανότητα λήψης προστατευτικών μέτρων, νέας αύξησης των τιμών του πετρελαίου και στις διεθνείς ανισορροπίες που μπορεί να έχουν σαν συνέπεια την αλλαγή της εμπιστοσύνης των αγορών.

Σύμφωνα με την αρχική εκτίμηση του Eurostat ο πληθωρισμός τον Ιούνιο έμεινε στάσιμος στο 1,9%. Είναι πιθανόν, να υποχωρήσει ελαφρά τους επόμενους μήνες αλλά θα αυξηθεί προς το τέλος του έτους. Οι βραχυπρόθεσμες εξελίξεις για τον πληθωρισμό επηρεάζονται κύρια από τις παρελθούσες και τις τωρινές αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου όπου παρατηρείται μία τάση αύξησης. Σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών είναι ανοδικοί. Ιδιαίτερα, η εκμετάλλευση του παραγωγικού δυναμικού είναι υψηλή (**capacity utilisation is high**) και οι αγορές εργασίας συνεχίζουν να βελτιώνονται με συνέπεια να αυξάνεται ο κίνδυνος αύξησης των μισθών πέρα του αναμενόμενου (**stronger than expected wage developments**). Σε ορισμένα μη ανταγωνιστικά τμήματα της αγοράς αυτές οι εξελίξεις

μπορεί να οδηγήσουν σε έλλειψη ανταγωνιστικότητας και αύξηση της ανεργίας. Επιπρόσθετα, οι κίνδυνοι για τον πληθωρισμό ενισχύονται από την αύξηση των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών, των εμμέσων φόρων πέρα του αναμενόμενου και από τη δυνητική προκυκλική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής.

- Αναφορικά με τη νομισματική ανάλυση (**monetary analysis**), επιβεβαιώνεται η άποψη για ανοδικούς κινδύνους ως προς τη σταθερότητα των τιμών σε μεσο-μακροπρόθεσμο επίπεδο. Το M3 αυξήθηκε το Μάιο κατά 10,7% έναντι 10,4% τον Απρίλιο ενώ υψηλό παραμένει το επίπεδο της πιστωτικής επέκτασης. Σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, οι νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις μπορούν να επηρεασθούν, μεταξύ άλλων, από το σχήμα της καμπύλης απόδοσης (by the shape of the yield curve) και εξωτερικούς παράγοντες και υπόκεινται σε κάποιο βαθμό στη μεταβλητότητα των μεγεθών. Υπάρχουν πολλές ενδείξεις ότι τα υψηλότερα βραχυπρόθεσμα επιτόκια επηρεάζουν τώρα τη δυναμική των νομισματικών μεγεθών αν και δεν έχουν αντιμετωπίσουν δυναμικότερα την ευρεία νομισματική και πιστωτική επέκταση. Για παράδειγμα, οι αυξήσεις των βραχυχρόνιων επιτοκίων συνέβαλλαν σε πιο μέτρια επέκταση του στενού νομισματικού μεγέθους M1. Επιπρόσθετα, η ετήσια αύξηση των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα δείχνει σημεία σταθεροποίησης από τα μέσα του 2006 αν και παραμένει σε διψήφιο αριθμό. Ταυτόχρονα, οι τιμές των κατοικιών στην Ευρωζώνη μειώθηκαν ελαφρά αν και παραμένουν ακόμη σε υψηλά επίπεδα. Συμπερασματικά, οι κίνδυνοι για τον πληθωρισμό σε μεσο-μακροπρόθεσμο ορίζοντα εξακολουθούν να είναι σημαντικοί και οι νομισματικές εξελίξεις απαιτούν πολύ προσεκτική παρακολούθηση (**very careful monitoring**).

- Συνδυασμένα, η οικονομική και νομισματική ανάλυση δείχνουν υψηλούς κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσο-μακροπρόθεσμο ορίζοντα και η ΕΚΤ πρέπει να παρακολουθήσει τις εξελίξεις ώστε να μην υλοποιηθούν οι σχετικοί κίνδυνοι.

- Σχετικά με τη δημοσιονομική πολιτική (**fiscal policy**) όλα τα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ πρέπει να σεβασθούν τους κανόνες του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Μερικά κράτη μέλη ακολουθούν μία τάση χαλάρωσης που δεν λαμβάνει υπόψη την προτροπή ότι σε καλούς καιρούς οικονομικής επέκτασης, όπως οι σημερινοί, πρέπει να επιδιώκεται σταθερά η δημοσιονομική εξυγίανση.

- Αναφορικά με τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις (**structural reforms**), το Δ.Σ της ΕΚΤ υποστηρίζει τις προσπάθειες για τη βελτίωση της λειτουργίας των αγορών προϊόντων και εργασίας και των χρηματοπιστωτικών αγορών. Η καλώς λειτουργούσα εσωτερική αγορά αποτελεί ακρογωνιαίο λίθο της στρατηγικής της Λισσαβόνας και οι 4 ελευθερίες εμπορευμάτων, υπηρεσιών και η ελευθερία εγκατάστασης, προσώπων και κεφαλαίων (1) free movement of goods 2) free movement of services and freedom of establishment 3) free movement of persons (and citizenship) including free movement of workers 4) free movement of capital) θα αυξήσουν την ανταγωνιστικότητα της Ευρωζώνης. Μία αύξηση της ανταγωνιστικότητας της αγοράς θα είναι ευεργετική για τους καταναλωτές διότι οδηγεί σε πτώση των τιμών και αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος. Για τις επιχειρήσεις είναι ευεργετική διότι οδηγεί σε μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα και δυναμική αλλά και ικανότητα ευχερούς αντιμετώπισης των οικονομικών κραδασμών (economic shocks).

■ Στη συνέντευξη που παραχώρησε ο πρόεδρος Τρισέ προς τους δημοσιογράφους αμέσως μετά τη συνεδρίαση του Δ.Σ της ΕΚΤ τόνισε μεταξύ άλλων:

- Είναι αναγκαίο όλα τα κράτη μέλη να πειθαρχήσουν στους κανόνες του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης και μειώνοντας το δημοσιονομικό τους έλλειμμα κατά 0,5% κάθε έτος να επιτύχουν τους μεσοπρόθεσμους στόχους (MTOs) το αργότερο μέχρι το 2010. Σχετικά με την άποψη της Γαλλίας και ιδιαίτερα του νέου προέδρου Νικολά Σαρκοζί για την εξαίρεση των αμυντικών δαπανών από τον υπολογισμό του δημοσιονομικού ελλείμματος και την άποψή του για υπερτιμημένο ευρώ: α) η σχετική συζήτηση για τον επαναπροσδιορισμό του ετήσιου ελλείμματος έγινε το 2004 και οι σχετικές προτάσεις απορρίφθηκαν σχεδόν ομόφωνα β) για τις συναλλαγματικές ισοτιμίες ισχύει η δήλωση του G7 στην οποία συμφώνησαν οι διοικητές των κεντρικών τραπεζών και αποδέχτηκαν οι παριστάμενοι υπουργοί οικονομικών ότι είναι ανεπιθύμητη για την οικονομική ανάπτυξη η υπερβολική διακύμανση των ισοτιμιών.

- Η ΕΚΤ είναι αντίθετη με οποιαδήποτε χαλάρωση της προσπάθειας για δημοσιονομική εξυγίανση συμπεριλαμβανομένης της Ιταλίας και της Γαλλίας.

- Σύμφωνα με τις τρέχουσες προβλέψεις το ΑΕΠ της Ευρωζώνης θα αυξηθεί το 2007 περίπου κατά 2,25%.

- Η εξασφάλιση της σταθερότητας των τιμών αποτελεί προϋπόθεση για την οικονομική ανάπτυξη και τη μείωση της ανεργίας.
- Δεν υπήρξε βελτίωση της κατάστασης όσον αφορά τις προθέσεις ορισμένων κρατών για τη λήψη προστατευτικών μέτρων. Μέτρα που εμποδίζουν το ελεύθερο εμπόριο σε παγκόσμιο επίπεδο δεν ευνοούν την οικονομική ανάπτυξη.
- Οι φράσεις στενή παρακολούθηση (monitoring closely), πολύ στενή παρακολούθηση (monitoring very closely), ή ισχυρή επαγρύπνηση (strong vigilance), τις οποίες αποκαλούν κωδικοποιημένα μηνύματα για την επικοινωνιακή πολιτική της νομισματικής πολιτικής, κάτι σημαίνουν αλλά δεν υπονοούν προειλημμένες αποφάσεις της ΕΚΤ.
- Για την είσοδο της Κύπρου και της Μάλτας στη ζώνη του ευρώ από 1.1.2008, είναι εντυπωσιακό το γεγονός της υιοθέτησης του ενιαίου νομίσματος αρχικά από 12 κράτη μέλη που στη συνέχεια έγιναν 13, θα γίνουν 15 και στο μέλλον περισσότερα. Το συμβούλιο ECOFIN θα αποφασίσει την επόμενη εβδομάδα για ορισμένα σημεία της προσχώρησης της Κύπρου και της Μάλτας στη ζώνη του ευρώ ενώ αναφορικά με το ερώτημα για την είσοδο της Κύπρου, που είναι ένα διαιρεμένο νησί, το ζήτημα δεν τίθεται τώρα που η Κύπρος πληροί τα κριτήρια αλλά όταν ενοποιηθεί το νησί που ερχόμαστε να γίνει το συντομότερο δυνατόν (ο πρόεδρος Τρισέ εννοεί ότι το κατεχόμενο τμήμα, που είναι οικονομικά καθυστερημένο θα επηρεάσει τη συμμόρφωση της ενοποιημένης Κύπρου με τις απαιτήσεις της ζώνης του ευρώ).
- Σχετικά με το ερώτημα εάν οι αυξήσεις των επιτοκίων της ΕΚΤ έχουν επιτύχει να ελέγξουν τη νομισματική επέκταση: το στενό νομισματικό μέγεθος M1 από τη στιγμή της έναρξης του κύκλου αύξησης των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων μέχρι σήμερα έχει μειωθεί. Ήταν 7% το Μάρτιο, 6,3% τον Απρίλιο και 6,1% το Μάιο ενώ το 2005 ήταν 10,4%. Αντίθετα, το ευρύτερο νομισματικό μέγεθος M3 διατηρεί τη δυναμική του εν μέρει λόγω του προηγούμενου επιπέδου του σχήματος της καμπύλης αποδόσεων. Περιμένουμε να δούμε τι θα γίνει από τώρα και στο εξής που το σχήμα της καμπύλης απόδοσης αλλάζει. Παραμένουμε προσεκτικοί διότι αναφορικά με τις καταναλωτικές πιστώσεις το Φεβρουάριο, το Μάρτιο, τον Απρίλιο και το Μάιο ήταν 6,7%, 7,1%, 6,9% και 5,9% ενώ τα δάνεια προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ευρίσκονται τους τελευταίους μήνες στο 12,6%. Είναι μία περίπλοκη κατάσταση που επιβάλλει να παραμείνουμε σε κατάσταση συναγερμού (remain very alert).
- Δεν επιθυμούμε να μεταβάλλουμε την άποψη της αγοράς για την προοπτική των επιτοκίων. Αλλά τότε θα δράσει η ΕΚΤ δεν μπορεί να προκαθοριστεί. Εμείς σας παρουσιάζουμε την εκτίμηση της οικονομίας και σεις διαμορφώνετε τις εκτιμήσεις σας που άλλες μιλούν για αύξηση των επιτοκίων το Σεπτέμβριο και λιγότερες τον Οκτώβριο.
- Σχετικά με τις πιθανολογούμενες αυξήσεις των εμμέσων φόρων στη Γαλλία δεν είναι επιθυμητές διότι επηρεάζουν τον πληθωρισμό. Έχουμε το προηγούμενο παράδειγμα της Γερμανίας και δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι η Γερμανία αντιπροσωπεύει περίπου το 30% του ΑΕΠ της Ευρωζώνης και η Γαλλία κάτι λιγότερο.
- Σχετικά με την υπερχρέωση, παρατηρούμε μια τάση αύξησης των δανειακών βαρών των νοικοκυριών αλλά υπάρχουν σοβαρές αποκλίσεις από χώρα σε χώρα.
- Ασφαλώς υπάρχει σχέση μεταξύ του δυναμισμού των πιστώσεων και του δυναμισμού των τιμών των περιουσιακών στοιχείων.

► Στην **τηλεδιάσκεψη της 2.8.2007** το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Ο πρόεδρος Ζαν Κλωντ Τρισέ στην εισαγωγική του δήλωση τόνισε:

- Οικονομικές πληροφορίες και δείκτες ερευνών επιβεβαιώνουν το γεγονός ότι η διατηρήσιμη οικονομική ανάπτυξη συνεχίστηκε και το δεύτερο τρίμηνο του 2007. Μεταξύ άλλων παραγόντων, η αύξηση των τιμών του πετρελαίου, η εμφάνιση περιορισμών στη χρησιμοποίηση του παραγωγικού δυναμικού και η δυναμική αύξησης των μισθών στηρίζουν την προηγούμενη άποψη του Δ.Σ ότι υπάρχουν ανοδικοί κίνδυνοι διατάραξης της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα. Για το λόγο αυτό, απαιτείται ισχυρή επαγρύπνηση (**strong vigilance**)
- Σχετικά με την οικονομική ανάλυση, η Eurostat αναθεώρησε προς τα πάνω την εκτίμησή της για την αύξηση του ΑΕΠ του πρώτου τριμήνου του 2007 ενώ τα πλέον πρόσφατα δεδομένα υποδηλώνουν ότι η μεγέθυνση συνεχίζεται και το δεύτερο τρίμηνο. Ευνοϊκές είναι και οι μακροπρόθεσμες προοπτικές με δεδομένο το θετικό εξωτερικό περιβάλλον και την τάση αύξησης της κατανάλωσης και των επενδύσεων. Σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, οι κίνδυνοι που περιβάλλουν αυτές τις ευνοϊκές προοπτικές είναι ισορροπημένοι. Σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, επικρατούν καθοδικοί κίνδυνοι που προέρχονται κύρια από εξωτερικούς παράγοντες όπως η απότομη μεταστροφή του ευνοϊκού κλίματος στις παγκόσμιες

χρηματοπιστωτικές αγορές, η περαιτέρω άνοδος των τιμών του πετρελαίου και η τάση για αύξηση του προστατευτισμού. Ο ετήσιος πληθωρισμός ήταν τον Ιούλιο 1,8% από 1,9% τον Ιούνιο. Προοπτικά, οι εξελίξεις προσδιορίζονται από τις τιμές της ενέργειας και με βάση τη μεταβλητότητα αυτών αναμένεται προς το παρόν μια σταθερότητα του πληθωρισμού ο οποίος, όμως, θα αυξηθεί σημαντικά προς το τέλος του έτους. Σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών είναι ανοδικοί. Σε αυτό συνηγορεί και η αύξηση των τιμών των εμπορευμάτων αλλά κύρια εγχώριοι παράγοντες όπως η πιθανή μεγάλη αύξηση των μισθών και του κόστους και οι αυξήσεις πέραν του αναμενόμενου των εμμέσων φόρων και των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών.

- Αναφορικά με τη νομισματική ανάλυση, ανησυχητική είναι η συνεχιζόμενη αύξηση του M3 που τον Ιούνιο ήταν 10,9%. Στο ερώτημα εάν η άνοδος των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων της ΕΚΤ επηρεάζει τον πληθωρισμό παρατηρούμε ότι: α) η επέκταση του στενότερου νομισματικού μεγέθους M1 έχει περιορισθεί τα τελευταία τρίμηνα β) ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα έχει σταθεροποιηθεί αν και σε διψήφιο αριθμό γ) ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των δανείων έχει περισσότερο σταθεροποιηθεί στις πιστώσεις προς τα νοικοκυριά. Μέσα σε ένα περιβάλλον νομισματικής επέκτασης και διευκολυντικής (accommodative) νομισματικής πολιτικής απαιτείται προσεκτική παρακολούθηση των εξελίξεων.

- Συνδυαστικά, η οικονομική και η νομισματική ανάλυση στηρίζουν την εκτίμηση ότι υφίστανται μεσοπρόθεσμα ανοδικοί κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών και για το λόγο αυτό απαιτείται ισχυρή επαγρύπνηση.

- Σχετικά με τη δημοσιονομική πολιτική, είναι αναγκαία η αποφυγή υιοθέτησης κυκλικών πολιτικών και η εκμετάλλευση των ευνοϊκών προοπτικών με στόχο τη δημοσιονομική εξυγίανση. Τα έκτακτα έσοδα από την ευνοϊκή συγκυρία πρέπει να διατίθενται για τη μείωση των ελλειμμάτων. Πρέπει να μην επαναληφθεί η αρνητική εμπειρία του 2000-2001 όταν η ανεπαρκής προετοιμασία για την οικονομική επιβράδυνση οδήγησε σε υπερβολικά ελλείμματα.

- Οι εθνικές κυβερνήσεις πρέπει να υλοποιήσουν τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις για να βελτιώσουν τη λειτουργία των αγορών και να αυξήσουν τον ανταγωνισμό. Απαιτείται η περαιτέρω απελευθέρωση των αγορών και ιδιαίτερα στον αγροτικό τομέα και τον τομέα των υπηρεσιών. Αυτό θα ωφελούσε τους καταναλωτές εφόσον θα προέκυπταν χαμηλότερες τιμές, υψηλότεροι πραγματικοί μισθοί και μεγαλύτερη ποικιλία προϊόντων. Αποτελεί προτεραιότητα η ολοκλήρωση της ενιαίας αγοράς και κύρια στον τομέα της ενοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών και την επίτευξη αποτελεσματικού ανταγωνισμού στα δίκτυα. Αναγκαία είναι, επίσης, είναι η υλοποίηση της Οδηγίας περί υπηρεσιών.

- Οι χρηματοπιστωτικές αγορές ευρίσκονται επί του παρόντος σε μια περίοδο νευρικότητας λόγω της αυξημένης μεταβλητότητας των τιμών και της εκ νέου αξιολόγησης των κινδύνων (εννοεί την κρίση ρευστότητας που προκλήθηκε από την κατάρρευση στις ΗΠΑ της αγοράς ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (sub-prime mortgage market). Το Δ.Σ της ΕΚΤ θα εξακολουθήσει να δίνει μεγάλη προσοχή στις εξελίξεις στις αγορές.

■ Στη συνέντευξη που παραχώρησε ο πρόεδρος Τρισέ προς τους δημοσιογράφους αμέσως μετά τη τηλεδιάσκεψη του Δ.Σ της ΕΚΤ τόνισε μεταξύ άλλων:

- Στο παρελθόν υπήρχε μία υποεκτίμηση των κινδύνων της αγοράς. Αυτό που γίνεται σήμερα είναι μία επαναξιολόγηση των κινδύνων (εννοεί μία εκ νέου αξιολόγηση του χαρτοφυλακίου από στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου και των δραστηριοτήτων των hedge funds, των private equity funds και ειδικότερα των δανειακών κεφαλαίων μόχλευσης που σχετίζονται με τα leveraged buyouts (LBOs).

- Η ανεργία στη ζώνη του ευρώ είναι η χαμηλότερη εδώ και 26 χρόνια.

- Χρησιμοποιούμε τη φράση «ισχυρή επαγρύπνηση» για να δείξουμε ότι υφίστανται σημαντικοί κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών αλλά σας υπενθυμίζουμε ότι ποτέ δεν αποφασίζουμε εκ των προτέρων (we never pre-commit). Σε κάθε συνεδρίαση αξιολογούμε τα πιο πρόσφατα στοιχεία και στη συνέχεια αποφασίζουμε για την ακολουθητέα νομισματική πολιτική.

■ Την 14 Αυγούστου 2007, ο πρόεδρος Ζαν Κλωντ Τρισέ προέβη στην ακόλουθη δήλωση:

Όπως φάνηκε στο Δ.Σ της 2^{ης} Αυγούστου, η ΕΚΤ έδωσε μεγάλη έμφαση στις εξελίξεις των αγορών. Ειδικότερα, χορηγήσαμε τη ρευστότητα που απαιτείτο για να επιτρέψουμε την ομαλή λειτουργία της αγοράς χρήματος. Διανύουμε μία περίοδο νευρικότητας στις αγορές με αυξανόμενη μεταβλητότητα των τιμών και με επαναξιολόγηση των κινδύνων με στόχο την

ομαλοποίηση της τιμής των κινδύνων. Ήδη παρατηρούμε μία προοδευτική αποκατάσταση της ομαλής λειτουργίας των αγορών. Το Ευρωσύστημα θα εξακολουθήσει να παρακολουθεί την κατάσταση μέχρι το χρηματοπιστωτικό σύστημα να επιστρέψει σε πλήρη ομαλότητα. Συνιστούμε σε όλους αυτοσυγκράτηση ώστε να συμβάλλουν στο στόχο αυτό. Από τη δήλωση αυτή όπως και από την ελαφρά υποχώρηση του πληθωρισμού όπως και του ΑΕΠ της Ευρωζώνης το δεύτερο τρίμηνο του 2007 (2,5%) δημιουργήθηκε η εντύπωση ότι η ΕΚΤ δεν θα προχωρούσε σε αύξηση των επιτοκίων στη συνεδρίαση της 6^{ης} Σεπτεμβρίου.

■ Την 17.8, η FED προκειμένου, όπως ανέφερε, να αποκαταστήσει την ομαλότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές, μείωσε το προεξοφλητικό επιτόκιο αυτής (discount rate) από 6,25% σε 5,75%. Το επιτόκιο αυτό αφορά την αναχρηματοδότηση του πιστωτικού συστήματος που χρησιμοποιούν οι περιφερειακές κεντρικές τράπεζες της FED της Ατλάντα, της Βοστώνης, του Κάνσας Σίτυ, του Κλήβελαντ, της Μινεάπολης, της Νέας Υόρκης, του Ντάλας, του Ρίσμοντ, του Σαν Φραντσίσκο και του Σικάγο.

► Στη συνεδρίασή του της **6.9.2007**, το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του προέδρου του Eurogroup πρωθυπουργού του Λουξεμβούργου Ζαν-Κλωντ Γιούνκερ και του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου της Ε.Ε Χοακίν Αλμούνια, αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Ο πρόεδρος Ζαν Κλωντ Τρισέ τόνισε:

▪ Εξακολουθούν να υφίστανται ανοδικοί κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών. Η νομισματική μας πολιτική παραμένει ακόμα διευκολυντική (our monetary policy stance **is still on the accommodative side**). Ταυτόχρονα, η **μεταβλητότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές** και η επαναξιολόγηση των κινδύνων τις τελευταίες εβδομάδες έχει οδηγήσει σε αυξανόμενη αβεβαιότητα. Πρέπει να συλλέξουμε πρόσθετη πληροφόρηση και να εξετάσουμε τα νέα δεδομένα πριν να εξάγουμε επιπρόσθετα συμπεράσματα για τη νομισματική πολιτική στα πλαίσια της μεσοπρόθεσμης νομισματικής μας στρατηγικής (**it is appropriate to gather additional information and to examine new data before drawing further conclusions for monetary policy in the context of our medium-term-oriented monetary policy strategy**).

© Ήταν σαφές ότι στην απόφαση του Δ.Σ της ΕΚΤ για τη μη αύξηση των επιτοκίων είχε μετρήσει η αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές (**financial markets turmoil**) που προκλήθηκε από την πιστωτική κρίση σαν αποτέλεσμα της κατάρρευσης της αγοράς των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (**sub-prime mortgage market loans**) στις ΗΠΑ και η μεγάλη έκθεση στον κίνδυνο όχι μόνο αμερικανικών αλλά και ευρωπαϊκών πιστωτικών ιδρυμάτων και ιδιαίτερα επενδυτικών τραπεζών. Ταυτόχρονα, το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε όπως μέσω του μηχανισμού της μακροχρόνιας χρηματοδότησης (Longer-Term Refinancing Operations, LTROs) παράσχει συμπληρωματική ρευστότητα στο πιστωτικό σύστημα με λήξη 3 μηνών, με μεταβλητό επιτόκιο και χωρίς ποσοτικό όριο. Πράγματι, διατέθηκαν 42,2 δισεκατομμύρια ευρώ. Παράλληλα, η FED παρέσχε την ίδια ημέρα (6.9.2007) ρευστότητα 31,25 δισεκατομμυρίων δολαρίων.

© Όπως θα διαπιστώσουμε παρακάτω, η ΕΚΤ δεν χρησιμοποίησε πάλι τον όρο «ισχυρή επαγρύπνηση» (strong vigilance) αλλά τον όρο «πολύ στενή παρακολούθηση» (**very close monitoring**) με αποτέλεσμα, σύμφωνα με τους αναλυτές, να μη καθίσταται πιθανή η αύξηση των επιτοκίων ούτε τον Οκτώβριο.

▪ Αναφορικά με την οικονομική ανάλυση, η οικονομική δραστηριότητα συνεχίζει να επεκτείνεται σταθερά. Αν και το δεύτερο τρίμηνο του 2007 η αύξηση του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ υποχώρησε στο 0,3% έναντι 0,7% το πρώτο τρίμηνο, συνολικά το πρώτο εξάμηνο του 2007 η ανάπτυξη υπήρξε δυναμική. Τα τελευταία στοιχεία δείχνουν ότι η ανεργία μειώνεται και οι δείκτες εμπιστοσύνης είναι υψηλοί. Είναι, όμως, απαραίτητη η παρακολούθηση της μεταβλητότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών και η επαναξιολόγηση των κινδύνων για να διαπιστώσουμε εάν υπάρχει πιθανότητα η πρόσφατη κρίση ρευστότητας να επηρεάσει την πραγματική οικονομία. Σχετικές είναι και οι μακροοικονομικές προβλέψεις του Σεπτεμβρίου 2007 του προσωπικού της ΕΚΤ (ECB staff macroeconomic projections) οι οποίες για πρώτη φορά έχουν περιλάβει στοιχεία και από την Κύπρο και τη Μάλτα. Σύμφωνα με αυτές, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ για το 2007 θα κυμανθεί μεταξύ 2,2% και 2,8% και για το 2008 μεταξύ 1,8% και 2,8%. Το εύρος των προβλέψεων σε σύγκριση με τις προβλέψεις του προσωπικού του Ευρωσυστήματος (Eurosystem staff projections) του Ιουνίου 2007 είναι

κάπως καθοδικό οφειλόμενο στις παραμέτρους της αύξησης των τιμών του πετρελαίου και τη σφικτότερη νομισματική πολιτική.

Σχετικά με τις εξελίξεις των τιμών, σύμφωνα με τις πρώτες εκτιμήσεις της στατιστικής υπηρεσίας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Eurostat's flash estimate) ο πληθωρισμός (HICP) τον Αύγουστο παρέμεινε στο 1,8% όσο δηλαδή και τον Ιούλιο. Είναι, όμως, ενδεχόμενο ο πληθωρισμός να ανέβει πάνω από το 2%. Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβλέψεις του Σεπτεμβρίου 2007 του προσωπικού της ΕΚΤ, ο πληθωρισμός θα κυμανθεί το 2007 μεταξύ 1,9% και 2,1% και το 2008 μεταξύ 1,5% και 2,5%. Συγκρινόμενες με τις προβλέψεις του προσωπικού του Ευρωσυστήματος του Ιουνίου 2007 το εύρος των προβλέψεων είναι όπως και το προηγούμενο.

Το Δ.Σ της ΕΚΤ εκτιμά ότι οι κίνδυνοι για τις εξελίξεις των τιμών είναι ανοδικοί. Οι κίνδυνοι αυτοί περιλαμβάνουν τις αυξήσεις στους εμμέσους φόρους στην έκταση που δεν αναμένονταν και τις πρόσθετες αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου και των τιμών των γεωργικών προϊόντων.

▪ Η νομισματική ανάλυση επιβεβαιώνει τους ανοδικούς κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα αλλά και μακροπρόθεσμα. Το ευρύτερο νομισματικό μέγεθος M3 αυξήθηκε σε ετήσια βάση τον Ιούλιο κατά 11,7% έναντι 10,9% τον Ιούνιο. Η επίδραση της αύξησης των επιτοκίων στον έλεγχο των νομισματικών μεγεθών, παρατηρούμε μια μέτρια επέκταση του M1 και μία σταθεροποίηση των πιο βραχυπρόθεσμων μεγεθών όπως των πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα και των στεγαστικών δανείων που συνδυάζεται με την αποκλιμάκωση των τιμών των ακινήτων και της οικοδομικής δραστηριότητας. Το επίπεδο της καμπύλης απόδοσης (flattening of the yield curve) αναμένεται να αυξήσει τη νομισματική επέκταση διότι έχει σαν αποτέλεσμα την προτίμηση των επενδύσεων σε μακροπρόθεσμα και λιγότερα ρευστοποιήσιμα χρηματοπιστωτικά προϊόντα. Προς την κατεύθυνση αυτή έχουν συμβάλει και οι εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Συμπερασματικά, η νομισματική και πιστωτική επέκταση απειλεί τη σταθερότητα των τιμών σε μεσο-μακροπρόθεσμο επίπεδο και είναι αναγκαία η εξελίξη των μεγεθών να τύχει πολύ προσεκτικής παρακολούθησης (very careful monitoring).

▪ Συνδυαστικά, η οικονομική και νομισματική ανάλυση επιβεβαιώνουν τους ανοδικούς κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών. Ταυτόχρονα, το υψηλό επίπεδο αβεβαιότητας επιβάλλει τη συγκέντρωση περισσότερων στοιχείων πριν να εξαχθούν επί πλέον συμπεράσματα για τη νομισματική πολιτική. Συνεπώς το Δ.Σ θα παρακολουθεί πολύ προσεκτικά όλες τις εξελίξεις (the Governing Council will monitor very closely all developments).

▪ Στον τομέα της δημοσιονομικής πολιτικής, η πρόοδος προς τη διαρθρωτική εξυγίανση παραμένει αργή. Είναι αναγκαία η μείωση των ελλειμμάτων και σύμφωνα με την απόφαση του Eurogroup του αργότερο μέχρι το 2010 η ισοσκελίση των προϋπολογισμών ή η εμφάνιση πλεονασματικών προϋπολογισμών.

▪ Σχετικά με τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, το Δ.Σ χαιρετίζει τις παραπέρα προσπάθειες για την αύξηση της παραγωγικής δυναμικότητας της ζώνης του ευρώ μέσω μιας διεύρυνσης της απασχόλησης. Τα τελευταία χρόνια είχαμε σημεία προόδου στις αγορές εργασίας που εν μέρει αντανakλούν τις μεταρρυθμίσεις αυτών των αγορών. Πρέπει να ενθαρρυνθεί η γεωγραφική κινητικότητα της εργασίας και η δημιουργία δεξιοτήτων ώστε να ξεπεραστεί το πρόβλημα της συμμετοχής στην αγορά εργασίας και να μειωθεί η υψηλή ανεργία σε ορισμένες χώρες και περιοχές.

■ Στη συνέντευξη που παραχώρησε ο πρόεδρος Τρισέ αμέσως μετά τη συνεδρίαση του Δ.Σ της ΕΚΤ και απαντώντας σε ερωτήσεις των δημοσιογράφων τόνισε μεταξύ άλλων τα εξής:

▪ Η απόφαση του Δ.Σ για τη διατήρηση σταθερών των επιτοκίων ήταν ομόφωνη.

▪ Ασφαλώς απουσιάζει από την εισαγωγική δήλωση η φράση «ισχυρή επαγρύπνηση» (strong vigilance) αλλά αφήνω στην αγορά να κρίνει τι σημαίνει αυτό με βάση, όμως, τη συνολική δήλωση.

▪ Έχουμε διπλό καθήκον. Πρώτον, να διατηρήσουμε τη σταθερότητα των τιμών που αποτελεί την πρωταρχική μας ευθύνη και δεύτερον να φροντίσουμε για την ορθή λειτουργία της αγοράς χρήματος. Ήδη έχουμε συμβάλει στη διόρθωση των αδυναμιών της αγοράς χρήματος με την παροχή πρόσθετης ρευστότητας από τις 9.8.2007 και εξής. Αλλά δεν συγχέουμε τα δύο ανωτέρω καθήκοντά μας. Το ένα δεν επηρεάζει το άλλο.

▪ Με οποιοδήποτε κόστος, σε οποιοδήποτε επίπεδο επιτοκίων η αγορά πρέπει να λειτουργήσει. Έγκαιρα, είχαμε διαγνώσει ότι υπήρχε ένα επίπεδο αξιολόγησης των κινδύνων σε παγκόσμιο επίπεδο που υποεκτιμούσε γενικά τους κινδύνους. Αυτό φαινόταν από το μικρό

άνοιγμα των τιμών αγοράς – πώλησης (spread), από το χαμηλό επίπεδο της θετικής διαφοράς μεταξύ της τρέχουσας και της ονομαστικής αξίας χρεογράφων (risk premia) και από το χαμηλό επίπεδο μεταβλητότητας σε ένα αριθμό αγορών.

- Το βασικό μας σενάριο ισχύει. Δηλαδή, η πραγματική οικονομία της Ευρώπης θα συμπεριφερθεί κατάλληλα. Όμως, το επίπεδο αβεβαιότητας (the level of uncertainty) αυξήθηκε σε σημαντικό βαθμό. Πρέπει να είμαστε σοφοί στη διάγνωση και ταχύτατοι στην ανάληψη δράσης.

- Το συνολικό επίπεδο της ασφάλειας (collateral) φαίνεται ότι είναι άνετα επαρκές. Εάν λάβουμε μια διαφορετική απόφαση θα σας το γνωστοποιήσουμε. Στο ερώτημα εάν επιβάλλεται μεγαλύτερη ρυθμιστική παρέμβαση ή όχι, προτιμούμε τον εθελοντικό κώδικα καλής συμπεριφοράς και τις εθελοντικές αρχές λειτουργίας της αγοράς. Αλλά εάν αυτοί οι κώδικες και κανόνες δεν εξασφαλίζουν τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα οι κεντρικές τράπεζες πρέπει να παρεμβαίνουν. Οπωσδήποτε απαιτείται μεγαλύτερη διαφάνεια.

- Η παρούσα κατάσταση, που δημιουργήθηκε από την κρίση στην αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών υψηλού κινδύνου στις ΗΠΑ, είχε σαν συνέπεια την επανεκτίμηση του επιπέδου των κινδύνων. Όμως, παρά την αναστάτωση έχει και ένα θετικό αποτέλεσμα. Οδηγεί σε μία καλύτερη αξιολόγηση του κινδύνου και του επιπέδου της θετικής διαφοράς μεταξύ της τρέχουσας και της ονομαστικής αξίας (risk premia). Αλλά δεν αποκλείουμε ότι η κατάσταση αυτή να περιέχει και στοιχεία που να μπορούν να επηρεάσουν την πραγματική οικονομία. Στο ερώτημα εάν είναι ικανοποιητική και αποτελεσματική η ασκούμενη εποπτεία στις αγορές, απαιτείται ιδιαίτερη προσοχή ιδιαίτερα λόγω της επέκτασης των παραγώγων, των δομημένων προϊόντων, των εγγυημένων χρεωστικών ομολόγων (Collateralised Debt Obligations, CDOs) και των εμπορικών χρεογράφων που υποστηρίζονται από περιουσιακά στοιχεία ενεργητικού (Asset-Backed Commercial Papers, ABCP). Οι εποπτικές αρχές και οι εταιρίες αξιολόγησης των κινδύνων (rating agencies) οφείλουν να λάβουν μαθήματα από την παρούσα κρίση. Οπωσδήποτε απαιτείται μεγαλύτερη διαφάνεια και ιδιαίτερα από τις ίδιες τις επενδυτικές εταιρίες και τις τράπεζες και μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα των εσωτερικών τους επιθεωρησιακών ελέγχων.

- Η ΕΚΤ, σύμφωνα με τη συνθήκη είναι ανεξάρτητη. Απόπειρες των πολιτικών να επηρεάσουν τις αποφάσεις της για τη νομισματική πολιτική δεν είναι επιτρεπτές και αν ασκούνται έχουν, για προφανείς λόγους, το αντίθετο αποτέλεσμα.

- Βεβαίως, έχω συχνές τηλεφωνικές επαφές με τον πρόεδρο της FED, τον διοικητή της Τράπεζας της Ιαπωνίας και τους διοικητές των άλλων μεγάλων κεντρικών τραπεζών και ιδιαίτερα όταν πρόκειται για διεθνή κρίση. Οι επαφές γίνονται σε κλίμα στενής συνεργασίας και αμοιβαίας εμπιστοσύνης.

- Σε ομαλές συνθήκες οι πράξεις αναχρηματοδότησης της ΕΚΤ προς τα πιστωτικά ιδρύματα ανέρχονται σε ένα ποσό περίπου 400 δισεκατομμυρίων ευρώ. Στις ΗΠΑ, το ποσό αυτό είναι μικρότερο του ένα δέκατο. Αυτό οφείλεται, μεταξύ άλλων, και στο γεγονός ότι εμείς διαθέτουμε τις υποχρεωτικές δεσμεύσεις (reserve requirements). Η ΕΚΤ θα συνεχίσει με ήρεμο τρόπο την προσπάθεια για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στις αγορές. Είναι, όμως, ουσιώδες και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να διατηρήσουν τη ψυχραιμία τους ώστε να συμβάλουν και αυτά στην ομαλοποίηση της κατάστασης.

- Την 18.9.2007 εν μέσω της κρίσης ρευστότητας λόγω της κατάρρευσης της ενυπόθηκης αγοράς στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (sub-prime mortgage market), η FOMC της FED μείωσε, για πρώτη φορά από τον Ιούνιο του 2003, το επιτόκιο μίας ημέρας (**overnight Fed Funds rate**) με το οποίο δανείζει τα πιστωτικά ιδρύματα από 5,25% σε **4,75%** και, μετά από αίτηση των περιφερειακών κεντρικών τραπεζών της Βοστώνης, του Κάνσας Σίτυ, του Κλήβελαντ, της Μινεάπολης, της Νέας Υόρκης, του Σαιν Λιούις, και του Σαν Φραντσίσκο, το προεξοφλητικό επιτόκιο (**Fed discount rate**) από 5,75% σε **5,25%**. Σαν λόγοι της μείωσης προβλήθηκαν η υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας το πρώτο εξάμηνο του 2007, η αποτροπή μεταφοράς στην πραγματική οικονομία των δυσμενών συνεπειών της κρίσης στη στεγαστική αγορά και η αβεβαιότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές ενώ στο δελτίο τύπου τονιζόταν ότι ο βασικός πυρήνας του πληθωρισμού υποχώρησε μέτρια αλλά απαιτείται προσεκτική παρακολούθηση των εξελίξεων.

► Στη συνεδρίασή του της **4.10.2007** που πραγματοποιήθηκε στη Βιέννη, το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου της Ε.Ε Χοακίν Αλμούνια, αποφάσισε, κύρια λόγω της κρίσης στην αγορά στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου και τις ενδείξεις ότι η κρίση ρευστότητας μπορεί να μεταφερθεί στην

πραγματική οικονομία, να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Ο πρόεδρος Ζαν Κλωντ Τρισέ στην εισαγωγική του δήλωση τόνισε:

- Εξακολουθούν να υφίστανται ανοδικοί κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμο επίπεδο. Με τη νομισματική και πιστωτική επέκταση να παραμένει ισχυρή, η νομισματική μας πολιτική είναι έτοιμη να αντιμετωπίσει τους αυξανόμενους κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών (**our monetary policy stands ready to counter upside risks to price stability**). Οι βασικοί δείκτες της οικονομίας της ζώνης του ευρώ ενισχύουν την άποψη για μια ευνοϊκή οικονομική δραστηριότητα σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Κύρια, τα εταιρικά κέρδη και η κερδοφορία συνεχίζονται, η αύξηση της απασχόλησης παραμένει ισχυρή και η ανεργία μειώνεται. Εν τούτοις, με δεδομένη τη μεταβλητότητα της χρηματοπιστωτικής αγοράς και την επανεκτίμηση των κινδύνων τις τελευταίες εβδομάδες, αυτή η εκτίμηση περιβάλλεται από αυξανόμενη αβεβαιότητα. Είναι αναγκαία η συλλογή περισσότερων στοιχείων χρήσιμων για την εκτίμηση της επίδρασης της κρίσης στην πραγματική οικονομία. Το Δ.Σ θα παρακολουθήσει πολύ προσεκτικά όλες τις εξελίξεις (**the Governing Council will monitor very closely all developments**) συμπεριλαμβανομένης και της μεταβλητότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

- Αναφορικά με την οικονομική ανάλυση, η οικονομική επέκταση, που διαπιστώθηκε το πρώτο εξάμηνο του 2007, φαίνεται να συνεχίστηκε και το καλοκαίρι. Αν και η κρίση στις χρηματοπιστωτικές αγορές φαίνεται να συνέβαλλε σε μια μείωση των καταναλωτικών και επιχειρηματικών δεικτών εμπιστοσύνης το Σεπτέμβριο, οι δείκτες αυτοί παραμένουν πάνω από τα ιστορικά τους μέσα επίπεδα. Προοπτικά, η οικονομική ανάπτυξη θα συνεχισθεί και το 2008 με τη μέτρια υποχώρηση στις ΗΠΑ να αντισταθμίζεται από τις μεγάλες επιδόσεις των αναδυόμενων οικονομιών. Αυτό σημαίνει ότι η παγκόσμια οικονομία θα προσφέρει ευκαιρίες για να διατηρηθούν σε υψηλά επίπεδα οι εξαγωγές της ζώνης του ευρώ. Δεν μπορούμε, όμως, να παραβλέψουμε το γεγονός ότι η αβεβαιότητα που επικρατεί στις αγορές αυξήθηκε. Αυτό με τη σειρά του επηρεάζει τους δείκτες εμπιστοσύνης και τους χρηματοδοτικούς όρους ενώ υφίστανται κίνδυνοι για την οικονομική ανάπτυξη από τα προστατευτικά μέτρα, την αύξηση των τιμών του πετρελαίου και των εμπορευμάτων και τις διεθνείς ανισορροπίες.

Σχετικά με την εξέλιξη των τιμών, σύμφωνα με τις πρώτες εκτιμήσεις του Eurostat, η πληθωρισμός από 1,7% τον Αύγουστο φαίνεται ότι αυξάνεται σε 2,1% το Σεπτέμβριο λόγω της ανόδου των τιμών του πετρελαίου. Ο πληθωρισμός θα παραμείνει σε επίπεδα άνω του 2% τους τελευταίους μήνες του 2007 και τους πρώτους μήνες του 2008. Οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα παραμένουν αυξημένοι (**risks to the outlook for price developments remain on the upside**) και σε αυτό επιπρόσθετα συμβάλλουν η εξάντληση της παραγωγικής δυνατότητας, οι μεγαλύτερες του αναμενόμενου αυξήσεις των μισθών και ιδιαίτερα οι αυξήσεις σε τμήματα της αγοράς με χαμηλή παραγωγικότητα.

- Η νομισματική ανάλυση επιβεβαιώνει τους ανοδικούς κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα αλλά και μακροπρόθεσμα. Η νομισματική και πιστωτική επέκταση παραμένει ισχυρή. Εν τούτοις, εκτιμάται ότι η αύξηση του M3 τον Αύγουστο (11,6%) ήταν προσωρινή και προήλθε από την αλλαγή στις προτιμήσεις των επενδυτών που μετά την αβεβαιότητα στις αγορές στράφηκαν σε πιο ασφαλείς και βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις. Ιδιαίτερα σε αυτό συνέβαλλε και η επιπεδοποίηση της καμπύλης αποδόσεων (flattening of the yield curve). Πάντως, το στενότερο νομισματικό μέγεθος M1 παρέμεινε αμετάβλητο τον Αύγουστο (6,8%). Αυτό οφείλεται στην επίδραση της αύξησης των επιτοκίων η οποία κατέστησε ασύμφωρες τις πολύ βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις και ιδιαίτερα τις καταθέσεις μιας ημέρας. Τα νομισματικά και πιστωτικά στοιχεία μπορούν να δώσουν πολύτιμες απαντήσεις στο ερώτημα πόσο έχει επηρεασθεί η συμπεριφορά των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων από τη μεταβλητότητα στις αγορές. Περαιτέρω στοιχεία απαιτούνται για να συμπληρωθεί η εικόνα της επίδρασης της κρίσης στους ισολογισμούς, τους χρηματοδοτικούς όρους και τη νομισματική και πιστωτική επέκταση. Επόμενα, πρέπει να παρακολουθήσουμε πολύ στενά τις νομισματικές εξελίξεις. Πάντως, το Σεπτέμβριο η διαφορά των επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά μεταξύ ασφαλιζόμενων και μη συναλλαγών με λήξη πέραν της πολύ βραχυπρόθεσμης παρέμεινε υψηλή. Η διαφορά μεταξύ του τρίμηνου επιτοκίου του ανασφάλιστου EURIBOR και του αντίστοιχου ασφαλισμένου με χρεόγραφα EUREPO στις πράξεις αναστροφής τη 2.10.2007 ήταν στις 74 εκατοστιαίες μονάδες.

- Συνδυαστικά, η οικονομική και νομισματική ανάλυση επιβεβαιώνουν τους ανοδικούς κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Η νομισματική μας

πολιτική είναι έτοιμη να αντιμετωπίσει τους αυξανόμενους κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών που αποτελεί το πρωταρχικό καθήκον της ΕΚΤ.

- Για τη δημοσιονομική πολιτική, το Δ.Σ είναι πολύ ανήσυχο για τη χαλάρωση της προσπάθειας για δημοσιονομική εξυγίανση και την καθυστέρηση στη λήψη μέτρων στα πλαίσια του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Η δέσμευση που έχει αναληφθεί από τα κράτη μέλη στο Eurogroup πρέπει να τηρηθεί ώστε το 2008, το 2009 και το αργότερο το 2010 να επιτευχθεί ο στόχος των ισοσκελισμένων ή πλεονασματικών προϋπολογισμών.

- Σχετικά με τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, το Δ.Σ υποστηρίζει πλήρως τις προσπάθειες για την ενίσχυση της παραγωγικότητας και της ευελιξίας των αγορών (market flexibility). Επιπρόσθετα, απαιτούνται προσπάθειες για τη βελτίωση των αγροτικών αγορών προς την κατεύθυνση της παραπέρα απελευθέρωσης.

■ Στη συνέντευξη που παραχώρησε ο πρόεδρος Τρισέ αμέσως μετά τη συνεδρίαση του Δ.Σ της ΕΚΤ και απαντώντας σε ερωτήσεις των δημοσιογράφων τόνισε μεταξύ άλλων τα εξής:

- Η ισοτιμία του ευρώ και οι άλλες συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι μία από τις παραμέτρους που χρησιμοποιούμε για τη νομισματική μας πολιτική. Όμως, επειδή οποιαδήποτε δήλωση εάν γίνει για το θέμα των ισοτιμιών μπορεί να αναστατώσει τις αγορές υπάρχει ένας κώδικας συμπεριφοράς που επιβάλλει να ομιλεί μόνο ένας, όπως για παράδειγμα σε άλλες χώρες ο υπουργός των οικονομικών ή για την ΕΚΤ ο διοικητής της ΕΚΤ ή στις συνόδους του G7 εκδίδεται κοινό ανακοινωθέν. Όπως έχουμε πει πολλές φορές στο παρελθόν «θεωρούμε ότι η υπερβολική μεταβλητότητα των ισοτιμιών είναι αντιπαραγωγική από άποψη της συνολικής ανάπτυξης και επί μέρους συστατικών της παγκόσμιας ανάπτυξης». Είναι καλοδεχούμενη η δήλωση του υπουργού Οικονομικών των ΗΠΑ για ισχυρό δολάριο (strong dollar) και όσον αφορά το γεν έχουμε τονίσει ότι η αγορά πρέπει να λάβει σοβαρά υπόψη τα καλύτερα τώρα στοιχεία της Ιαπωνικής οικονομίας. Επί πλέον, αναφορικά με το Κινέζικο γιουάν και τα νομίσματα των αναδυόμενων αγορών της περιοχής, είναι προς το συμφέρον των χωρών τους και της παγκόσμιας οικονομίας να υπάρξει μεγαλύτερη ευελιξία.

- Για τα κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds) και γενικότερα για τα ιδρύματα υψηλής μόχλευσης (**highly-leveraged institutions**) έχει γίνει σημαντική εργασία στα διεθνή φόρα και ιδιαίτερα στο Financial Stability Forum στο οποίο συμμετέχει η ΕΚΤ. Αυτό δεν σημαίνει ότι θα εκδοθούν κανονισμοί αλλά ενδιαφερόμεθα για ορισμένους σημαντικούς διαμεσολαβητές όπως οι prime brokers που υπάγονται στον έλεγχο των εθνικών εποπτικών αρχών. Είναι αναγκαία η θέσπιση κωδίκων καλής συμπεριφοράς από την ίδια τη χρηματοπιστωτική κοινότητα ενώ ιδιαίτερη προσοχή πρέπει να δοθεί στα επενδυτικά οχήματα (**conduits**) και τις εταιρίες ειδικού σκοπού. Οι σχετικές εργασίες είναι σε πρόοδο.

- Σύμφωνα με την Επιθεώρηση Τραπεζικού Δανεισμού (Bank Lending Survey) μηνός Οκτωβρίου, που εκδίδει η ΕΚΤ, έχει υπάρξει κάποια αυστηρότερη πολιτική για τη χορήγηση δανείων σε νοικοκυριά ιδιαίτερα για την αγορά κατοικίας και στα δάνεια προς μεγάλες επιχειρήσεις στη διάρκεια του τρίτου τριμήνου του 2007.

- Σχετικά με την επίπτωση στην πραγματική οικονομία της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης, απαιτούνται περισσότερα στοιχεία. Όμως, η ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ παραμένει ισχυρή με κάποια υποχώρηση αλλά υπάρχουν και ενθαρρυντικά στοιχεία όπως οι λιανικές πωλήσεις. Για το λόγο αυτό πρέπει να ενισχύσουμε την εμπιστοσύνη προς την οικονομία. Οι παρεμβάσεις της ΕΚΤ για την παροχή ρευστότητας στην αγορά χρήματος επιδιώκουν αυτό το σκοπό. Πράγματι, τα τρίμηνα επιτόκια παραμένουν πολύ υψηλά και γι' αυτό χρησιμοποιήσαμε τις πιο μακροπρόθεσμες πράξεις αναχρηματοδότησης (LTROs) για να εξομαλύνουμε τα επιτόκια αυτής της κατηγορίας.

- Δεν ισοσταθμίζουμε τους κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών με τους κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα αλλά δρούμε αυτοτελώς για κάθε ένα από αυτούς τους στόχους. Οι κίνδυνοι παραμένουν υψηλοί και εναργέστερη εικόνα για την έκθεση στον κίνδυνο από την κρίση στη στεγαστική αγορά υψηλού κινδύνου θα έχουμε με τη δημοσίευση των τριμηνιαίων αποτελεσμάτων χρήσεων των ευρωπαϊκών τραπεζών.

- Πράγματι, στην εισαγωγική δήλωση αυτής της συνεδρίας του Δ.Σ της ΕΚΤ δεν χρησιμοποιήσαμε τους όρους «ισχυρή επαγρύπνηση» (strong vigilance) και ότι η νομισματική πολιτική είναι ακόμα διευκολυντική (accommodative) της ανάπτυξης αλλά αυτό δεν σημαίνει τίποτα αφού προσθέτουμε πάντα ότι η ΕΚΤ ποτέ δεν δεσμεύεται τι θα κάνει στο μέλλον (we are never pre-committed). Τονίσαμε, όμως, ότι η νομισματική μας πολιτική είναι έτοιμη να αντιμετωπίσει τους αυξανόμενους κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών (our monetary policy stands ready to counter upside risks to price stability).

■ Μετά τη συνεδρίαση του Δ.Σ της ΕΚΤ, πολλοί αναλυτές εκτιμούσαν ότι δεν αναμενόταν αύξηση των επιτοκίων της ΕΚΤ τουλάχιστον μέχρι το τέλος του χρόνου ενώ άλλοι προέβλεπαν ότι από το νέο έτος θα υπήρχε μείωση επιτοκίων για να στηριχθεί η ανάπτυξη. Υπήρχε, όμως, και μία μειοψηφική άποψη που υποστήριζε ότι δεν αποκλειόταν μία αύξηση των επιτοκίων για να συγκρατηθούν οι πληθωριστικές πιέσεις.

• Την 31.10.2007 η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτών Αγορών (Federal Open Market Committee, **FOMC**) της κεντρικής τράπεζας των ΗΠΑ (Federal Reserve System, **FED**) μείωσε το επιτόκιο μιας ημέρας (overnight Fed funds rate) με το οποίο δανείζει το πιστωτικό σύστημα από 4,75% σε **4,50%** ενώ το Συμβούλιο των Διοικητών της FED μείωσε και το προεξοφλητικό επιτόκιο (discount rate) από 5,25% σε 5% μετά από αίτημα των περιφερειακών κεντρικών τραπεζών της Νέας Υόρκης, του Ρίτσμοντ, της Ατλάντα, του Σικάγου, του Σαιν Λούις και του Σαν Φραντσίσκο. Βασική αιτιολογία της απόφασης υπήρξε η αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές και η επιβράδυνση της οικονομικής μεγέθυνσης. Όπως αναφέρει το σχετικό δελτίο τύπου, η οικονομική ανάπτυξη στις ΗΠΑ ήταν σταθερή στο τρίτο τρίμηνο του 2007 αλλά η κρίση στη στεγαστική αγορά υψηλού κινδύνου και η μεγάλη αύξηση της τιμής του πετρελαίου και της τιμής των εμπορευμάτων αναμένεται να επιβραδύνουν την ανάπτυξη της οικονομίας στο μέλλον. Ο πυρήνας του πληθωρισμού ευρίσκεται υπό έλεγχο αλλά οι αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου και των πρώτων υλών ενδέχεται να προκαλέσουν νέες πληθωριστικές εξάρσεις. Για το λόγο αυτό η κατάσταση χρήζει προσεκτικής παρακολούθησης. Η Επιτροπή κρίνει ότι μετά τη μείωση των επιτοκίων οι καθοδικοί κίνδυνοι για την ανάπτυξη και οι ανοδικοί κίνδυνοι για τον πληθωρισμό σχεδόν ισοσταθμίζονται. Κατά της απόφασης μείωσης του Fed funds rate ετάχθη μόνο ο Τόμας Μ. Χένιγκ πρόεδρος της περιφερειακής κεντρικής τράπεζας του Κάνσας Σίτυ.

► Στη συνεδρίασή του της **8.11.2007**, το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Ο πρόεδρος Ζαν Κλωντ Τρισέ τόνισε:

• Η πρόσφατη πληροφόρηση επιβεβαιώνει την ύπαρξη ανοδικών κινδύνων για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Τα θεμελιώδη οικονομικά στοιχεία της ζώνης του ευρώ παραμένουν σταθερά και υποστηρίζουν ευνοϊκά την οικονομική ανάπτυξη. Όμως, η συνεχιζόμενη επανεκτίμηση των κινδύνων στις χρηματοπιστωτικές αγορές οδηγεί σε μια συνεχιζόμενη αβεβαιότητα. Για το λόγο αυτό πρέπει να αναμείνουμε τη συγκέντρωση περισσότερων στοιχείων. Το Δ.Σ θα παρακολουθήσει πολύ προσεκτικά (**will monitor very closely**) όλες τις εξελίξεις.

• Αναφορικά με την οικονομική ανάλυση, η διαρκής οικονομική ανάπτυξη διατηρήθηκε και το τρίτο τρίμηνο του 2007 όπως δείχνουν τα στοιχεία για τις λιανικές πωλήσεις και τη βιομηχανική παραγωγή. Η μεταβλητότητα, όμως, που εμφανίστηκε στις χρηματοπιστωτικές αγορές συνέβαλλε στη μείωση της καταναλωτικής και επιχειρηματικής εμπιστοσύνης τους τελευταίους μήνες αν και τα υπόλοιπα δεδομένα όπως τα εταιρικά κέρδη και η πτώση της ανεργίας δείχνουν ισχυρή ανάπτυξη σε επίπεδα ανώτερα του μέσου όρου της τελευταίας 25ετίας. Προοπτικά υφίστανται καθοδικοί κίνδυνοι για την ανάπτυξη λόγω της επανεκτίμησης των κινδύνων, της περαιτέρω απόδοσης των τιμών του πετρελαίου και των εμπορευμάτων, των μέτρων προστατευτισμού και των άναρχων εξελίξεων που οφείλονται στις διεθνείς ανισορροπίες.

Ο πληθωρισμός, σύμφωνα με την πρώτη εκτίμηση του Eurostat ανήλθε τον Οκτώβριο στο 2,6% από 2,1% το Σεπτέμβριο. Αυτό είναι ένα σημαντικό γεγονός αν λάβουμε υπόψη και τη συνεχιζόμενη αύξηση των τιμών του πετρελαίου. Προβλέπουμε ότι ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ θα παραμείνει πολύ πάνω από το 2% μέχρι να υποχωρήσει πάλι στη διάρκεια του 2008. Οι κίνδυνοι για τον πληθωρισμό είναι ανοδικοί αν συνυπολογίσουμε την άνοδο των τιμών του πετρελαίου και των αγροτικών προϊόντων, τις αυξήσεις στις διοικητικά καθοριζόμενες τιμές και τους εμμέσους φόρους, τη μεγάλη χρήση της παραγωγικής δυναμικότητας και τα θετικά σημεία από την αγορά εργασίας. Για το λόγο αυτό, όλοι πρέπει να αναλάβουν τις ευθύνες τους και ιδιαίτερα δεν πρέπει να υπάρξουν αυξήσεις μισθών πέραν της αύξησης της παραγωγικότητας.

• Η νομισματική ανάλυση, επιβεβαιώνει τους ανοδικούς κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσο-μακροπρόθεσμο επίπεδο. Η αύξηση της νομισματικής και πιστωτικής επέκτασης, η αύξηση του M3 και των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα το Σεπτέμβριο κατά 11% μπορεί να έχουν επηρεασθεί από προσωρινούς και ειδικούς παράγοντες, όπως η επιπεδοποίηση της καμπύλης απόδοσης (**the flattening of the yield curve**) και η πρόσφατη μεταβλητότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές (**the recent financial market volatility**). Οι

νομισματικές εξελίξεις πρέπει να τύχουν πολύ προσεκτικής παρακολούθησης προκειμένου να κατανοήσουμε τις υπέρπουσες τάσεις αλλά και τις βραχυπρόθεσμες δυναμικές. Ιδιαίτερα, οι αναταραχές στις πιστωτικές αγορές φαίνεται ότι συνδέονται με τη μεταβολή της στρατηγικής των διαχειριστών μεγάλων χαρτοφυλακίων προς πιο ασφαλή και πιο ρευστοποιήσιμα νομισματικά στοιχεία (**large portfolio shifts into safe and liquid monetary assets**).

- Συνδυαστικά, από την οικονομική και νομισματική ανάλυση προκύπτουν ανοδικοί κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα και επόμενα το Δ.Σ θα παρακολουθήσει πολύ προσεκτικά τις εξελίξεις.

- Σχετικά με τη δημοσιονομική πολιτική, το Δ.Σ χαιρετίζει τη συμφωνία στα πλαίσια του Ecofin για την ενίσχυση του προληπτικού σκέλους του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης ιδιαίτερα τη σύσταση για μια μείωση τουλάχιστον κατά 0,5% του ΑΕΠ κατ' έτος για τις χώρες που παρουσιάζουν έλλειμμα και την προσαρμογή τους το αργότερο μέχρι το έτος 2010.

- Σχετικά με τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, το Δ.Σ τονίζει ότι είναι αναγκαία η μεταρρύθμιση προς τη διαρκή βελτίωση στην απασχόληση και το επίπεδο του εισοδήματος των εργαζόμενων και των νοικοκυριών. Για το σκοπό αυτό απαιτείται όπως οι επιχειρήσεις και τα άτομα να επενδύσουν στο ανθρώπινο κεφάλαιο ώστε να αυξηθεί η ζήτηση εργατικού δυναμικού και η παραγωγικότητα αυτού. Με τη μείωση επίσης του μη μισθολογικού κόστους επιτυγχάνεται η βελτίωση της απασχόλησης και του καθαρού εισοδήματος των εργαζόμενων. Επιπρόσθετα, οι εργατικές κανονιστικές διατάξεις δεν πρέπει να αποθαρρύνουν τις επιχειρήσεις από το να δημιουργούν νέες θέσεις απασχόλησης με στόχο τη μείωση της ανεργίας. Σταθερός προσανατολισμός πρέπει να είναι οι εργασιακές μεταρρυθμίσεις που συμβάλλουν στην αύξηση της απασχόλησης όπως η ευελιξία και η αύξηση του ανταγωνισμού. Αν λάβουμε υπόψη την αύξηση των διεθνών τιμών των γεωργικών προϊόντων, απαιτούνται μεταρρυθμίσεις στις αγροτικές αγορές της Ε.Ε που θα συνδράμουν την προσπάθεια για τη μείωση των τιμών.

■ Στη συνέντευξη που παραχώρησε ο πρόεδρος Τρισέ αμέσως μετά τη συνεδρίαση του Δ.Σ της ΕΚΤ και απαντώντας σε ερωτήσεις των δημοσιογράφων επισήμανε μεταξύ άλλων τα εξής:

- Μετά την έναρξη της πιστωτικής κρίσης, διανύουμε μία περίοδο πολυδιάστατης διόρθωσης (**multi-dimensional correction**) με επεισόδια αναταράξεων και υψηλής μεταβλητότητας και αυτό το σύνθετο φαινόμενο πρέπει να το παρακολουθήσουμε πολύ προσεκτικά. Σχετικά με την επίπτωση αυτού στην οικονομική ανάπτυξη, σημειώνω ότι στο στάδιο αυτό με βάση τη μέχρι τώρα πληροφόρηση δεν αλλάζει το βασικό μας σενάριο για την ανάπτυξη, το οποίο, όμως, έχει φθάσει στα όριά του. Υπάρχουν, ασφαλώς κίνδυνοι μείωσης του ρυθμού ανάπτυξης.

- Αναφορικά με τη μεγάλη άνοδο του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, τονίσαμε στην πρόσφατη συνάντηση του G7 ότι ακανόνιστες κινήσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι ανεπιθύμητες για την οικονομική ανάπτυξη (**disorderly movements of exchange rates are undesirable for economic growth**). Στείλαμε επίσης ένα σαφές μήνυμα προς μία σειρά νομισμάτων των αναδυόμενων αγορών της Ασίας, περιλαμβανομένης της Κίνας. Σημειώσαμε τη θέση των αρχών των ΗΠΑ ότι ένα ισχυρό δολάριο είναι προς όφελος των ΗΠΑ και επισημάναμε τη θέση των Ιαπωνικών αρχών ότι πρέπει να αναγνωρισθεί η άνοδος της οικονομίας της Ιαπωνίας για τη διαμόρφωση της ισοτιμίας του γεν στις διεθνείς αγορές.

- Σχετικά με τον έλεγχο των πληθωριστικών προσδοκιών, έχουμε τους εξής διαύλους πληροφόρησης: την Επιθεώρηση των Προβλέψεων των Επαγγελματιών (Survey of Professional Forecasters), άλλες έρευνες και τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Αναφορικά με το five-year break-even inflation rate, το οποίο περιλαμβάνει καλύτερα απ' ό,τι οποιαδήποτε άλλη πηγή τις μεσο-μακροπρόθεσμες εξελίξεις, επισημαίνουμε ότι είναι ενσωματωμένο ένα ποσοστό επιπρόσθετου κινδύνου (risk premium). Πρόκειται για ένα σύνθετο φαινόμενο και για το λόγο αυτό οφείλουμε να παρακολουθήσουμε πιο προσεκτικά τις εξελίξεις. Αναφορικά με την πρόσφατη άνοδο των τιμών, την είχαμε προβλέψει λέγοντες ότι αναμένουμε μία αύξηση του πληθωρισμού προς το τέλος του έτους. Εκείνο που μας ανησυχεί είναι η πρόσφατη ανοδική πορεία των τιμών του πετρελαίου, των τροφίμων και των εμπορευμάτων. Θα πράξουμε ότι είναι απαραίτητο για να προστατεύσουμε την αγοραστική δύναμη των πολιτών. Πράγματι, για το σκοπό αυτό έχουμε σημάνει συναγερμό. Σχετικά με την άνοδο ορισμένων τιμών προσθέτουμε ότι πράγματι τα αγροτικά προϊόντα, οι βιομηχανοποιημένες τροφές και το πετρέλαιο έχουν αυξήσει τον πληθωρισμό στην Ευρωζώνη κατά 0,2% με 0,3%.

- Ευρισκόμεθα σε μια περίοδο διόρθωσης των αγορών. Η περίπτωση της ενυπόθηκης στεγαστικής αγοράς υψηλού κινδύνου (**sub-prime mortgage market**) είναι ένα

χαρακτηριστικό παράδειγμα. Όμως, η αγορά διορθώνει και αυτό το βλέπουμε και στις ΗΠΑ και την Ευρώπη εάν παρατηρήσουμε την αγορά χρήματος 3 μηνών.

- Εμφανίζεται το νομισματικό φαινόμενο της αύξησης της ρευστότητας, η οποία, όμως έχει μειωθεί σε σχέση με τους προηγούμενους μήνες, και το χρηματοπιστωτικό φαινόμενο της έλλειψης ρευστότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων λόγω της κρίσης στην αγορά στεγαστικών δανείων. Είναι ένα σύνθετο φαινόμενο που χρήζει προσεκτικής παρακολούθησης.

- Η άνοδος του πληθωρισμού είναι προσωρινή. Η ΕΚΤ, σύμφωνα με το πρωταρχικό της καθήκον, ενδιαφέρεται για την εξασφάλιση της σταθερότητας των τιμών σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα.

- Εκτιμούμε ότι η αγορά χρήματος στη ζώνη του ευρώ έχει σταθεροποιηθεί. Το επιτόκιο είναι περίπου 4%. Εάν χρειασθεί παρεμβαίνουμε για να ενισχύσουμε τη ρευστότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων. Ήδη ανανεώνουμε δύο πράξεις πιο μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης (LTROs) που είχαν γίνει τον Αύγουστο και το Σεπτέμβριο και περιελάμβαναν τη χορήγηση ρευστότητας ύψους 60 δισεκατομμυρίων ευρώ.

- Ο στόχος μας για πληθωρισμό στο 2% είναι πάντα ρεαλιστικός. Υφιστάμεθα, όμως, τώρα τις συνέπειες παροδικών φαινομένων.

► Στη συνεδρίασή του της **6.12.2007**, το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του προέδρου του Eurogroup πρωθυπουργού του Λουξεμβούργου Ζαν-Κλωντ Γιούνκερ και του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου Χοακίν Αλμούνια, αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Ο πρόεδρος Ζαν Κλωντ Τρισέ τόνισε:

- με βάση τα πιο πρόσφατα στοιχεία, το Νοέμβριο καταγράφηκε μία ισχυρή ανοδική πίεση επί του πληθωρισμού ο οποίος έφθασε το 3%. Επόμενη, επιβεβαιώνεται η εκτίμηση της ΕΚΤ για αύξηση των τιμών στο τέλος του έτους και για αυξανόμενους κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Με αυτό το δεδομένο και επιπρόσθετα με τη νομισματική και πιστωτική επέκταση να παραμένει ισχυρή στη ζώνη του ευρώ, το Δ.Σ της ΕΚΤ είναι έτοιμο να αντιμετωπίσει τους αυξανόμενους κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών. Τα θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα της ζώνης του ευρώ παραμένουν ισχυρά. Εν τούτοις, συνεχίζεται η επαναξιολόγηση των κινδύνων στις χρηματοπιστωτικές αγορές και συνοδεύεται από τη **συνεχιζόμενη αβεβαιότητα για την πιθανή επίδραση της κρίσης στην πραγματική οικονομία**. Κατά συνέπεια, θα παρακολουθούμε πολύ προσεκτικά όλες τις εξελίξεις (**we will monitor very closely all developments**). Ενεργώντας σταθερά και έγκαιρα με βάση την αξιολόγησή μας, θα εξασφαλίσουμε τη μη υλοποίηση των δευτερογενών επιδράσεων και των κινδύνων σε βάρος της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα (**second-round effects and risks to price stability over the medium term do not materialise**). Το γεγονός ότι προσπαθούμε να επηρεάσουμε σταθερά τις μεσομακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό με στόχο τη σταθερότητα των τιμών, αποτελεί πολύ σημαντικό γεγονός σε μια περίοδο μεταβλητότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών και αυξανόμενης αβεβαιότητας.

- Οικονομική ανάλυση: σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του Eurostat, η σε τριμηνιαία βάση αύξηση του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ για το τρίτο τρίμηνο ήταν 0,7%. Η εγχώρια ζήτηση παρέμεινε ο κύριος παράγοντας της οικονομικής ανάπτυξης αποδεικνύοντας το διαρκή χαρακτήρα της οικονομικής επέκτασης. Η πρόσφατη πληροφόρηση για την οικονομική δραστηριότητα υποστηρίζει την εκτίμηση ότι η οικονομική ανάπτυξη συνεχίσθηκε και στο τέταρτο τρίμηνο του έτους πιθανόν, όμως, με πιο μέτριο βηματισμό σε σύγκριση με το τρίτο τρίμηνο (**economic growth has continued into the fourth quarter of this year, though probably at a more moderate pace**). Συνολικά, τα θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα της ζώνης του ευρώ παραμένουν ισχυρά. Η κερδοφορία συνεχίζεται, η αύξηση της απασχόλησης είναι δυναμική και το ποσοστό της ανεργίας ευρίσκεται στο χαμηλότερο επίπεδο των τελευταίων 25 ετών. Αυτοί οι συντελεστές απεικονίζονται και στις μακροοικονομικές προβολές Δεκεμβρίου του προσωπικού του Ευρωσυστήματος (Eurosystem staff macroeconomic projections). Σύμφωνα με αυτές, η αύξηση του ΑΕΠ για το 2007 θα κυμανθεί μεταξύ 2.4% και 2.8%, το 2008 μεταξύ 1.5% and 2.5% και το 2009 μεταξύ 1.6% and 2.6%. Σε σύγκριση με τις προβολές Σεπτεμβρίου του προσωπικού της ΕΚΤ, για το 2007 το εύρος των ποσοστών ευρίσκεται στο ανώτερο σημείο της προηγούμενης ενώ για το 2008 αναθεωρήθηκε ελαφρά προς τα κάτω. Το σενάριο της διαρκούς οικονομικής ανάπτυξης βασίζεται στην προσδοκία της αντοχής της παγκόσμιας οικονομίας, με την επιβράδυνση της οικονομίας των ΗΠΑ να αντισταθμίζεται από το συνεχιζόμενο σφρίγος των αναδυόμενων οικονομιών. Η εξωτερική ζήτηση θα παρέχει διαρκή υποστήριξη στις εξαγωγές και τις επενδύσεις της ζώνης του ευρώ. Η αύξηση της κατανάλωσης θα συμβάλει επίσης στην οικονομική επέκταση ευθυγραμμισμένη με την αύξηση

του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος και τη συνεχιζόμενη αύξηση της απασχόλησης. Όμως, η μεταβλητότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές και η επανεκτίμηση των κινδύνων καθιστά το επίπεδο της αβεβαιότητας υψηλό. Σύμφωνα με την άποψη του Δ.Σ της ΕΚΤ, οι κίνδυνοι για αυτές τις προοπτικές της οικονομικής ανάπτυξης είναι καθοδικοί (**the risks surrounding this outlook for economic growth lie on the downside**). Συνδέονται κύρια με την επίδραση της συνεχιζόμενης επαναξιολόγησης των κινδύνων στις χρηματοπιστωτικές αγορές που επιδρούν στους όρους χρηματοδότησης και της υπάρχουσας έλλειψης εμπιστοσύνης στη διατραπεζική αγορά, την ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας και της οικονομίας της ζώνης του ευρώ, τις πιθανές νέες ανατιμήσεις των τιμών του πετρελαίου και των εμπορευμάτων, τη λήψη προστατευτικών μέτρων και τις πιθανές ακανόνιστες εξελίξεις που οφείλονται στις διεθνείς ανισορροπίες.

Σχετικά με τις εξελίξεις των τιμών, ο πληθωρισμός (HICP) εκτινάχτηκε το Νοέμβριο στο 3% από 2,6% τον Οκτώβριο. Οι τιμές του πετρελαίου αυξήθηκαν υπερβολικά τους τελευταίους μήνες για να καταγράψουν ιστορικό υψηλό (all time high) την 21.11.2007 στα 99,29 δολάρια το βαρέλι αντανάκλωντας τη συνεχιζόμενη παγκόσμια ζήτηση. Επί του παρόντος, ευρισκόμαστε στο μέσο της περιόδου στην οποία τα δυσμενή αποτελέσματα από τις ενεργειακές τιμές έχουν μία ισχυρή επίδραση πάνω στον πληθωρισμό. Προσπτικά, ο πληθωρισμός αναμένεται να παραμείνει πολύ πιο πάνω από το 2% και πιθανόν να μετριασθεί μόνο βαθμιαία στη διάρκεια του 2008. Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές του προσωπικού Δεκεμβρίου του Ευρωσυστήματος (Eurosystem staff macroeconomic projections), ο πληθωρισμός αναμένεται να είναι μεταξύ 2% και 2,2% το 2007, μεταξύ 2% και 3% το 2008 και μεταξύ 1,2% και 2,4% το 2009. Σε σύγκριση με τις προβολές Σεπτεμβρίου του προσωπικού της ΕΚΤ, το εύρος των ποσοστών για το 2007 και το 2008 μετακινήθηκε προς τα πάνω. Οι προβολές αυτές αντανάκλουν τις αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων οι οποίες αναμένεται να μετριασθούν το 2008. Πρέπει να τονισθεί ότι οι προβολές βασίζονται:

α) στην πρόβλεψη ότι οι πρόσφατες αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων δεν θα ασκήσουν σημαντικές δευτερογενείς επιδράσεις στη συμπεριφορά της κατάρτισης των τιμών (**will not have broadly-based second-round effects on wage-setting behaviour**) και **β)** στην πρόβλεψη ότι η αύξηση των κερδών θα μετριασθεί (**growth in profit margins will moderate**).

Σύμφωνα με την άποψη του Δ.Σ της ΕΚΤ, οι κίνδυνοι για τη μεσοπρόθεσμη εξέλιξη των τιμών είναι πλήρως ανοδικοί (**risks to this medium-term outlook for price developments are fully confirmed to lie on the upside**). Αυτοί οι κίνδυνοι περιλαμβάνουν τη πιθανότητα περαιτέρω αύξησης των τιμών του πετρελαίου και των γεωργικών προϊόντων καθώς επίσης και πιθανών αυξήσεων στις διοικητικά καθοριζόμενες τιμές και τους εμμέσους φόρους σε επίπεδο μεγαλύτερο από το αναμενόμενο.

- **Νομισματική ανάλυση:** επιβεβαιώνονται οι ανοδικοί κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Η ετήσια αύξηση του **M3** τον Οκτώβριο ήταν **12,3%**. Είναι πιθανόν να επηρεάσθηκε από μία σειρά παραγόντων όπως:

α) η επιπεδοποίηση της καμπύλης απόδοσης (**the flattening of the yield curve**), **β)** η αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές (**the financial market turmoil**) και **γ)** ορισμένες συναλλαγές που συνδέονται με την αναδιάρθρωση μερικών τραπεζικών ομίλων (**the restructuring of certain banking groups**).

Όμως, έστω και αν λάβουμε υπόψη αυτές τις εξελίξεις, το ποσοστό της νομισματικής επέκτασης παραμένει ισχυρό. Επιπρόσθετα, η διαρκής επέκταση των δανείων στον εγχώριο ιδιωτικό τομέα, η οποία αυξήθηκε κατά 11,2% τον Οκτώβριο, επιβεβαιώνει την υφέρπουσα τάση της δυναμικής της νομισματικής επέκτασης. Επόμενα, απαιτείται πολύ προσεκτική παρακολούθηση προκειμένου να ανιχνευτούν οι τάσεις που δημιουργούν πληθωριστικές πιέσεις σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα και να κατανοηθούν καλύτερα οι βραχυπρόθεσμες δυναμικές. Μία ευρεία αξιολόγηση των τάσεων της πιστωτικής και νομισματικής επέκτασης είναι ιδιαίτερα σημαντική επί του παρόντος με δεδομένο τις πρόσφατες εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η αύξηση της χρηματοπιστωτικής μεταβλητότητας μπορεί να επηρεάσει τη βραχυπρόθεσμη συμπεριφορά όσων κατέχουν χρήματα (**financial volatility may influence the short-term behaviour of money-holders**) και επόμενα υπονοεί τη συμπίεση της τάσης των νομισματικών εξελίξεων. Ταυτόχρονα, τα νομισματικά και πιστωτικά δεδομένα, μπορούν, επίσης, να προσφέρουν μία ενδιαφέρουσα άποψη στο ερώτημα πως τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις αντέδρασαν στην αναταραχή των χρηματοπιστωτικών αγορών. Επί του παρόντος, υπάρχει ασθενής ένδειξη ότι η

αναταραχή που ξεκίνησε στις αρχές του Αυγούστου έχει επηρεάσει δυναμικά τα νομισματικά και πιστωτικά μεγέθη. Πράγματι, η αύξηση των τραπεζικών δανείων στα νοικοκυριά και τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις παρέμεινε ισχυρή τους τελευταίους μήνες, γεγονός που υπονοεί ότι η προσφορά πιστώσεων δεν μειώθηκε (**supply of credit has not been impaired**). Περαιτέρω στοιχεία και ανάλυση απαιτούνται (**further data and analysis will be required**) για να συμπληρωθεί η εικόνα της επίδρασης των εξελίξεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές επί των ισολογισμών των τραπεζών, των όρων χρηματοδότησης και της νομισματικής και πιστωτικής επέκτασης.

• Η συνδυασμένη οικονομική και νομισματική ανάλυση πλήρως επιβεβαιώνει την εκτίμηση ότι υφίστανται ανοδικοί κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα σε ένα περιβάλλον νομισματικής και πιστωτικής επέκτασης, διαρκούς οικονομικής ανάπτυξης και αβεβαιότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Για το λόγο αυτό, το Δ.Σ της ΕΚΤ θα παρακολουθήσει προσεκτικά όλες τις εξελίξεις και είναι έτοιμο να αντιμετωπίσει τις πληθωριστικές πιέσεις. Είναι σημαντικό να μην υλοποιηθούν οι κίνδυνοι της υλοποίησης των δευτερογενών επιδράσεων μέσω μιας επίδρασης του τρέχοντος πληθωρισμού στη συμπεριφορά επί των μισθών και του καθορισμού των τιμών. Αναφορικά με τις χρηματοπιστωτικές αγορές, θα συνεχίσουμε να αποδίδουμε μεγάλη προσοχή στις εξελίξεις τις προσεχείς εβδομάδες.

• Δημοσιονομική πολιτική: οι προβλέψεις του φθινοπώρου 2007 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής γενικά επιβεβαιώνουν την εικόνα της βελτίωσης των προϋπολογισμών για το τρέχον έτος. Εν τούτοις, η πρόοδος προς τη δημοσιονομική εξυγίανση σε χώρες με δημοσιονομικές ανισορροπίες είναι γενικά απογοητευτική. Αυτή η κατάσταση επιμηκύνει το χρόνο διόρθωσης των ελλειμμάτων και μπορεί να οδηγήσει σε αρνητικές εκπλήξεις όταν το οικονομικό περιβάλλον γίνει λιγότερο ευνοϊκό. Για το λόγο αυτό, είναι ιδιαίτερα σημαντικό όπως τα κράτη μέλη σεβασθούν τις δεσμεύσεις που ανέλαβαν στο Eurogroup του Βερολίνου τον Απρίλιο του 2007 δηλαδή να επιτύχουν τους μεσοπρόθεσμους στόχους τους το 2008 ή το 2009 και όλα το αργότερο μέχρι το 2010.

• Διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις: είναι σημαντικό όπως οι κυβερνήσεις συνεχίσουν τις προσπάθειές τους προς την πρόοδο. Οι βελτιώσεις στον τομέα της απασχόλησης τα πρόσφατα έτη έδειξαν τους καρπούς που απέδωσαν οι μεταρρυθμίσεις. Επόμενα, είναι η κατάλληλη η στιγμή για να ενθαρρυνθούν οι βελτιώσεις στην ανταγωνιστικότητα, την αύξηση της παραγωγής και την ευελιξία της αγοράς εργασίας.

■ Στη συνέντευξη που παραχώρησε ο πρόεδρος Τρισέ αμέσως μετά τη συνεδρίαση του Δ.Σ της ΕΚΤ και απαντώντας σε ερωτήσεις των δημοσιογράφων επισήμανε μεταξύ άλλων τα εξής:

• Οι μακροοικονομικές προβολές του προσωπικού του Ευρωσυστήματος και της ΕΚΤ δεν αποτελούν προβλέψεις του ΔΣ της ΕΚΤ αλλά λαμβάνονται υπόψη μαζί με τα άλλα δεδομένα αλλά και τις προβολές των άλλων διεθνών οργανισμών. Δεν δημοσιεύονται μέσες τιμές αλλά ένα εύρος ποσοστών (**we always publish ranges and not mid-points**). Το μόνο που μπορούμε να πούμε για την οικονομική ανάπτυξη είναι ότι θα είναι γύρω από το δυνατό και το δυνατό είναι γύρω από το 2% (**as far as economic growth is concerned, we would be around potential, potential being around 2%**). Για τον πληθωρισμό, τονίζουμε ότι η αύξηση αυτού θα διαρκέσει για πολύ περισσότερο χρόνο απ' ό,τι αρχικά είχε προβλεφθεί (**as regards the inflation projections, we would have a hump which would be higher, more protracted and longer than what had been previously projected**).

• Το 2005, πολλοί οικονομολόγοι, αναλυτές και παράγοντες της αγοράς μας προέτρεπαν να μην αυξήσουμε τα επιτόκια. Εμείς, όμως, τα αυξήσαμε και δικαιωθήκαμε λόγω των πληθωριστικών πιέσεων που ακολούθησαν. Τώρα, οι ίδιοι μας λένε να αυξήσουμε τα επιτόκια για να αντιμετωπίσουμε τον αυξανόμενο πληθωρισμό. Εμείς προς το παρόν δεν έχουμε αυξήσει τα επιτόκια. Πότε είχαν δίκιο αυτοί που μας συμβουλεύουν να πράξουμε το αντίθετο από αυτό το οποίο πράγματι κάνουμε; τότε ή τώρα;

• Στη συνεδρίαση του Δ.Σ της ΕΚΤ που μόλις τελείωσε αποφασίσαμε τελικά με συναίνεση (**we finally decided on the basis of a consensus**) να μην αυξήσουμε τα επιτόκια αφού συζητήθηκαν τα επιχειρήματα υπέρ της αύξησης ή της μη αύξησης των επιτοκίων. Αρχικά, είχαν εκφραστεί απόψεις και υπέρ της αύξησης των επιτοκίων.

• Η ζώνη του ευρώ διαθέτει σήμερα μία ισχυρή οικονομία που η ανάπτυξη αυτής βασίζεται κύρια στην εσωτερική ζήτηση. Για το λόγο αυτό δεν επηρεάζεται σημαντικά από αρνητικά φαινόμενα που παρουσιάζονται σε άλλες περιοχές. Επειδή, όμως, υπάρχουν σε παγκόσμιο επίπεδο εμπορικοί και χρηματοπιστωτικοί δεσμοί, δεσμοί εμπιστοσύνης και άμεσες και

έμμεσες επιδράσεις δεν αποκλείεται να επηρεασθεί μερικά η οικονομία της ζώνης του ευρώ από αρνητικές οικονομικές και χρηματοπιστωτικές εξελίξεις σε άλλα κράτη και άλλες περιοχές.

- Πρέπει να είμαστε επιφυλακτικοί για το εάν έχει προχωρήσει περισσότερο και σε ποια έκταση μια περιοριστική πολιτική στους όρους χορήγησης δανείων (**tightening of credit standards**). Εκείνο το οποίο γνωρίζουμε είναι ότι τα δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις συνεχίζουν να αυξάνονται με ένα ρυθμό της τάξης του 13,9%, ο οποίος είναι ασυνήθιστα ταχύς.

- Αναφορικά με τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια, όπως μετρούνται από το τρίμηνο EURIBOR, οι προσδοκίες της αγοράς προκύπτουν από μία προθεσμιακή τιμή που αντανακλά το στιγμιαίο σχήμα της καμπύλης απόδοσης στο τέλος της ημέρας. Σύμφωνα με τη μεθοδολογία του προσωπικού του Ευρωσυστήματος, αυτή υπονοεί ένα μέσο επίπεδο τρίμηνου επιτοκίου 4,9% για το τέταρτο τρίμηνο του 2007, 4,5% για το 2008 και 4,3% για το 2009.

- Οι καταστάσεις δεν είναι όμοιες για το 2005 οπότε η κατάρρευση των τιμών των μετοχών των εταιριών νέας τεχνολογίας προκάλεσε οικονομική επιβράδυνση και της σημερινής που έχει δημιουργηθεί από την κατάρρευση της ενυπόθηκης αγοράς υψηλού κινδύνου των ΗΠΑ. Οι οικονομίες των ΗΠΑ και της ζώνης του ευρώ είναι διαφορετικές. Παρά το γεγονός ότι η ζώνη του ευρώ έχει επηρεασθεί από την κρίση στις ΗΠΑ, η επίδραση είναι μικρότερη. Όμως, το γεγονός της αναταραχής στις χρηματοπιστωτικές αγορές έχει, πράγματι, σημάνει συναγερμό για την ΕΚΤ.

- Σήμερα κρίναμε ότι δεν ήταν σκόπιμο να αυξήσουμε τα επιτόκια παρά την αύξηση των πληθωριστικών πιέσεων. Επαναλαμβάνουμε, όμως, ότι η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ δεν επηρεάζεται από την κατάσταση που έχει δημιουργηθεί στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Οι δύο στόχοι, δηλαδή η εξασφάλιση της σταθερότητας των τιμών, που αποτελεί το πρωταρχικό καθήκον της ΕΚΤ, και η εξασφάλιση της σταθερότητας των αγορών χρήματος, κρίνονται αυτόνομα. Σε καμία περίπτωση η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ έχει καταστεί όμηρος των εξελίξεων στην αγορά χρήματος.

- Την 11.12.2007 η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτών Αγορών (Federal Open Market Committee, **FOMC**) της κεντρικής τράπεζας των ΗΠΑ (Federal Reserve System, **FED**) μείωσε το επιτόκιο μιας ημέρας (overnight Fed funds rate) με το οποίο δανείζει το πιστωτικό σύστημα από 4,50% σε **4,25%**. Κατά της απόφασης μείωσης του Fed funds rate κατά 0,25% ετάχθη μόνο ο Έρικ Σ. Ρόζενγκρεν, πρόεδρος της περιφερειακής κεντρικής τράπεζας της Βοστώνης ο οποίος πρότεινε μείωση κατά 0,50%. Το Συμβούλιο των Διοικητών της FED μείωσε ομόφωνα και το προεξοφλητικό επιτόκιο (discount rate) από 5% σε 4,75% μετά από αίτημα των περιφερειακών κεντρικών τραπεζών της Νέας Υόρκης, της Φιλαδέλφειας, του Κλήβελαντ, του Ρίτσαμοντ, της Ατλάντα, του Σικάγου και του Σαιν Λούις. Στο δελτίο τύπου που εξέδωσε τόνισε ότι η τρέχουσα πληροφόρηση επιβεβαιώνει ότι η οικονομική ανάπτυξη επιβραδύνεται αντανακλώντας την εντατικοποίηση της διόρθωσης στη στεγαστική αγορά και κάποια υποχώρηση στην επιχειρηματική και καταναλωτική δαπάνη. Επιπρόσθετα, οι πιέσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές έχουν πρόσφατα αυξηθεί. Η σημερινή απόφαση συνδυαζόμενη με τα προηγούμενα μέτρα νομισματικής πολιτικής θα βοηθήσει την προώθηση μιας συγκρατημένης ανάπτυξης στο μέλλον. Αναφορικά με τον πυρήνα του πληθωρισμού, υπήρξε μέτρια βελτίωση αυτό το έτος αλλά, μεταξύ άλλων παραγόντων, οι υψηλές τιμές της ενέργειας και των εμπορευμάτων μπορεί να προκαλέσουν πληθωριστικές πιέσεις. Σε αυτό το περιβάλλον, η FOMC κρίνει ότι παραμένουν ορισμένοι πληθωριστικοί κίνδυνοι και θα εξακολουθήσει να παρακολουθεί προσεκτικά τις εξελίξεις στον πληθωρισμό (it will continue to monitor inflation developments carefully). Οι πρόσφατες εξελίξεις, συμπεριλαμβανομένης της χειροτέρευσης των συνθηκών στις χρηματοπιστωτικές αγορές, έχουν αυξήσει την αβεβαιότητα σχετικά με την οικονομική ανάπτυξη και τον πληθωρισμό. Η FOMC θα συνεχίσει να αξιολογεί τα αποτελέσματα των χρηματοπιστωτικών και άλλων εξελίξεων πάνω στις οικονομικές προοπτικές και θα δράσει, εάν υπάρξει ανάγκη, προκειμένου να ενθαρρύνει τη σταθερότητα των τιμών και τη διαρκή οικονομική ανάπτυξη.

ΟΙ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΤΟ 2008

► Στη συνεδρίασή του της **10.1.2008**, το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου Χοακίν Αλμούνια, αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Η συνεχιζόμενη αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές, που

προέκυψε από την κατάρρευση της στεγαστικής αγοράς υψηλού κινδύνου των ΗΠΑ, ήταν η κύρια αιτία της σταθεροποίησης των επιτοκίων της ΕΚΤ. Με δεδομένο, όμως, ότι ο πληθωρισμός ήταν στο 3,1%, πολύ δηλαδή πέραν του στόχου της ΕΚΤ, ο πρόεδρος Ζαν Κλωντ Τρισέ εμφανίσθηκε πολύ επιθετικός αφήνοντας να εννοηθεί ότι εάν υπάρξουν δευτερογενείς πληθωριστικές επιδράσεις, ιδιαίτερα εάν δεν συγκρατηθούν οι μισθοί και παρουσιασθεί το φαινόμενο της σπειροειδούς αύξησης τιμών-μισθών, τότε η ΕΚΤ θα αυξήσει τα επιτόκια. Αναλυτικά:

• Οικονομική ανάλυση: η οικονομική δραστηριότητα στο τέταρτο τρίμηνο του 2007 ήταν λιγότερο δυναμική από αυτή του τρίτου τριμήνου στο οποίο το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,8%. Τα θεμελιώδη δεδομένα της ζώνης του ευρώ παραμένουν υγιή και το επίπεδο της ανεργίας είναι το μικρότερο εδώ και 25 χρόνια. Με την προσδοκία ότι η παγκόσμια οικονομία θα παραμείνει ανθεκτική και η επιβράδυνση της οικονομίας των ΗΠΑ θα μετριασθεί από τους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης των αναδυομένων οικονομιών, η εξωτερική ζήτηση θα συνεχίσει να υποστηρίζει τις εξαγωγές της Ευρωζώνης. Η αβεβαιότητα για τις προοπτικές της οικονομικής μεγέθυνσης παραμένει υψηλή και οι κίνδυνοι που περιβάλλουν την προοπτική της οικονομικής δραστηριότητας είναι καθοδικοί (**risks surrounding the outlook for economic activity lie on the downside**). Αυτό οφείλεται σε μία μεγαλύτερη από την αναμενόμενη επαναξιολόγηση των κινδύνων στις χρηματοπιστωτικές αγορές (**reappraisal of risk in financial markets**) που έχει ένα αρνητικό αποτέλεσμα στη ζώνη του ευρώ αλλά και στην παγκόσμια οικονομία. Οι καθοδικοί αυτοί κίνδυνοι θα ενισχυθούν από μία πιθανή νέα αύξηση των τιμών του πετρελαίου και των εμπορευμάτων (**further downside risks stem from the scope for additional oil and other commodity price rises**), από προστατευτικά μέτρα και τυχόν άτακτες εξελίξεις που οφείλονται στις παγκόσμιες ανισορροπίες.

Αναφορικά με τις εξελίξεις των τιμών, ο εναρμονισμένος δείκτης (HICP) παρέμεινε το Δεκέμβριο στο 3,1% όσο και το Νοέμβριο που επιβεβαιώνει τις ανοδικές πληθωριστικές πιέσεις σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα οι οποίες προέρχονται από τις υψηλές αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων τους πρόσφατους μήνες. Προοπτικά, ο πληθωρισμός αναμένεται να παραμείνει σημαντικά υψηλότερα από το 2% τους προσεχείς μήνες και πιθανόν να μετριασθεί μόνο σταδιακά στη διάρκεια του 2008 (**looking ahead, the annual HICP inflation rate is expected to remain significantly above 2% in the coming months and is likely to moderate only gradually in the course of 2008**). Επόμενο, η περίοδος της προσωρινής αύξησης των τιμών θα είναι πιο παρατεταμένη απ' ό,τι αναμενόταν και οι κίνδυνοι για τις εξελίξεις των τιμών βραχυπρόθεσμα πλήρως επιβεβαιώνεται ότι είναι ανοδικοί (**risks to this medium-term outlook for price developments are fully confirmed to lie on the upside**). Οι κίνδυνοι αυτοί περιλαμβάνουν την πιθανότητα της μεγαλύτερης αύξησης των μισθών σε σχέση με τις αρχικές εκτιμήσεις. Για το λόγο αυτό, είναι σημαντικό οι κοινωνικοί εταίροι να αναλάβουν τις ευθύνες τους ώστε να αποτραπούν δευτερογενείς επιδράσεις που θα προκύψουν στους μισθούς και τις τιμές. Το Δ.Σ της ΕΚΤ παρακολουθεί με ιδιαίτερη προσοχή τις μισθολογικές διαπραγματεύσεις στη ζώνη του ευρώ. Οποιαδήποτε σύνδεση των ονομαστικών μισθών με δείκτες τιμών πρέπει να εξαλειφθεί (**any indexation scheme of nominal wages to prices should be eliminated**).

• Νομισματική ανάλυση: επιβεβαιώνονται οι επικρατούντες ανοδικοί κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσο-μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Η ετήσια αύξηση του ευρύτερου νομισματικού μεγέθους **M3** το Νοέμβριο παρέμεινε σταθερή στο **12,3%**. Πιθανόν να έχει επηρεασθεί από μία σειρά προσωρινών παραγόντων όπως η επιπεδοποίηση της καμπύλης απόδοσης, η χρηματοπιστωτική αναταραχή και ορισμένες συναλλαγές που συνδέονται με την αναδιάρθρωση ορισμένων τραπεζικών ομίλων (**flattening of the yield curve, the financial market turmoil and specific transactions associated with the restructuring of certain banking groups**). Επί πλέον, η σταθερή επέκταση των δανείων προς τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα, που αυξήθηκε το Νοέμβριο σε ετήσια βάση κατά 11%, αποδεικνύει τη συνεχιζόμενη δυναμική της νομισματικής επέκτασης. Επί του παρόντος, υφίστανται ασθενείς μόνο ενδείξεις ότι η χρηματοπιστωτική αναταραχή επηρέασε σημαντικά τη δυναμική των ευρύτερων νομισματικών μεγεθών. Η αύξηση του στενότερου νομισματικού μεγέθους **M1** και τα στεγαστικά δάνεια μετριάσθηκαν ακόμα περισσότερο έχοντας επηρεασθεί από τα υψηλότερα επιτόκια της ΕΚΤ. Επιπρόσθετη έρευνα και ανάλυση απαιτούνται για να επιτευχθεί μια πιο πλήρης εικόνα για την επίδραση της χρηματοπιστωτικής αναταραχής στους ισολογισμούς των τραπεζών, τους όρους χρηματοδότησης και την αύξηση της νομισματικής και πιστωτικής επέκτασης.

- Συνδυαστικά, η οικονομική και νομισματική ανάλυση πλήρως επιβεβαιώνουν τους ανοδικούς κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, σε ένα περιβάλλον μεγάλης ανόδου των νομισματικών και πιστωτικών μεγεθών και υγιών θεμελιωδών στοιχείων για τη ζώνη του ευρώ.

- Σχετικά με τη δημοσιονομική πολιτική, πολλά κράτη της ζώνης του ευρώ υπέβαλλαν προγράμματα σταθερότητας. Όμως, μετά τη μείωση των συνολικών ελλειμμάτων το 2007 αναμένεται μία αύξηση το 2008 με κίνδυνο ορισμένες χώρες να μη κατορθώσουν να επιτύχουν τους στόχους για τους οποίους έχει υπάρξει δέσμευση στο Eurogroup του Βερολίνου τον Απρίλιο του 2007.

- Αναφορικά με τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, έχει ήδη αρχίσει ο νέος τριετής κύκλος της Στρατηγικής της Λισσαβόνας για την ανάπτυξη και την απασχόληση. Οι κυβερνήσεις οφείλουν να ενθαρρύνουν τις προσπάθειες για την επίτευξη βελτιωμένης γνώσης και νεωτεριστικών μεθόδων, ανταγωνιστικότητας και ελαστικότητας των αγορών εργασίας. Με τον τρόπο αυτό, θα αυξηθεί η παραγωγικότητα και οι ευκαιρίες για απασχόληση.

■ Στη συνέντευξη που παραχώρησε ο πρόεδρος Τρισέ αμέσως μετά τη συνεδρίαση του Δ.Σ της ΕΚΤ και απαντώντας σε ερωτήσεις των δημοσιογράφων επισήμανε, μεταξύ άλλων, τα εξής:

- Είμαστε προετοιμασμένοι για να δράσουμε προληπτικά (**we were prepared to act pre-emptively**) ώστε να μην υλοποιηθούν οι δευτερογενείς επιδράσεις και οι ανοδικοί κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών. Είμαστε σε μία κατάσταση πλήρους συναγερμού (**in a position of total alertness**) και λέμε καθαρά στους υπεύθυνους των αποφάσεων των κρατών μελών τόσο του δημόσιου όσο και του ιδιωτικού τομέα να μην επιτρέψουν να αναπτυχθεί μία σπειροειδής επίδραση (**not to permit a spiralling**) στον πυρήνα του πληθωρισμού που θα προκύψει από τις τιμές του πετρελαίου και των εμπορευμάτων, πιθανή υπερβολική αύξηση των μισθών, από τις τιμές των τροφίμων και από ένα αριθμό άλλων παραγόντων όπως οι έμμεσοι φόροι και οι διοικητικά καθοριζόμενες τιμές.

- Δεν προσπαθούμε να επιβάλλουμε τις απόψεις μας στους κοινωνικούς εταίρους, αλλά πρέπει να γνωρίζουν ότι εάν συμφωνηθούν στις συλλογικές διαπραγματεύσεις μεγάλες αυξήσεις μισθών τότε θα ανέλθει ο πληθωρισμός οπότε η ΕΚΤ ενδέχεται να αυξήσει τα επιτόκια.

- Το μήνυμά μας είναι πολύ καθαρό: όχι δευτερογενείς επιδράσεις (**no second-round effects**).

- Το βασικό σενάριο της ΕΚΤ παραμένει το ίδιο, δηλαδή ότι η οικονομική ανάπτυξη είναι ισχυρή, αλλά επισημαίνουμε τους κινδύνους που αναφέραμε στην εισαγωγική δήλωση.

- Είναι σαφές ότι η έλλειψη πλήρους διαφάνειας διαδραματίζει ένα σημαντικό ρόλο για τα περίπλοκα φαινόμενα τα οποία συναντούμε στη λειτουργία ενός μεγάλου αριθμού αγορών περιλαμβανομένης της αγοράς χρήματος.

- Οι παρεμβάσεις της ΕΚΤ πραγματοποιούνται για την εξομάλυνση των επιτοκίων στην αγορά χρήματος αλλά μόνο στο πολύ βραχυπρόθεσμο τμήμα αυτής (**we are only influencing directly the shortest part of the money market**).

- Η παρούσα διόρθωση των χρηματοπιστωτικών αγορών έχει πράγματι επηρεάσει την πραγματική οικονομία.

● Την 22.1.2008, σε έκτακτη συνεδρίασή της η **FOMC** της Ομοσπονδιακής Τράπεζας Αποθεμάτων (FED) των ΗΠΑ αιφνιδίασε τις αγορές μειώνοντας το επιτόκιο χρηματοδότησης μιας ημέρας **κατά 0,75%** δηλαδή από 4,25% σε 3,50%. Στο ανακοινωθέν τονίζεται ότι η κίνηση ήταν αναγκαία λόγω της εξασθένησης των οικονομικών προοπτικών και των καθοδικών για την ανάπτυξη κινδύνων. Παρά το γεγονός ότι η ένταση στις βραχυπρόθεσμες αγορές κάπως ελαττώθηκε, οι γενικότερες συνθήκες των χρηματοπιστωτικών αγορών συνεχίζουν να χειροτερεύουν και οι όροι χορήγησης δανείων προς κάποιες επιχειρήσεις και νοικοκυριά έγιναν αυστηρότεροι. Επιπρόσθετα, νεότερη πληροφόρηση δείχνει μία σοβαρή υποχώρηση της στεγαστικής αγοράς και των αγορών εργασίας. Η FOMC αναμένει ότι οι πληθωριστικές πιέσεις θα μετριασθούν τα επόμενα τρίμηνα αλλά είναι αναγκαίο όπως παρακολουθήσουμε προσεκτικά τις εξελίξεις. Παραμένουν σημαντικοί κίνδυνοι για την ανάπτυξη. Η FOMC θα συνεχίσει να αξιολογεί τα αποτελέσματα των χρηματοπιστωτικών και άλλων εξελίξεων στις οικονομικές προοπτικές και θα δράσει έγκαιρα για να αντιμετωπίσει αυτούς τους κινδύνους. Η απόφαση λήφθηκε με την αρνητική ψήφο του Γουίλιαμ Πουλ, προέδρου της περιφερειακής τράπεζας του Σαιν Λούις, που υποστήριξε ότι δεν πιστεύει ότι οι

τρέχουσες συνθήκες δικαιολογούν μία έκτακτη δράση μια εβδομάδα πριν από την τακτική συνεδρίαση της FOMC. Επίσης, η FOMC, μετά από αίτημα των ομοσπονδιακών περιφερειακών τραπεζών του Σικάγο και της Μινεάπολις, μείωσε το προεξοφλητικό επιτόκιο επίσης κατά 75 εκατοστιαίες μονάδες δηλαδή από 4,75% σε 4%.

☉ Την 30.1.2008, σε τακτική συνεδρίασή της η **FOMC** της Ομοσπονδιακής Τράπεζας Αποθεμάτων (FED) των ΗΠΑ μείωσε παραπέρα το επιτόκιο χρηματοδότησης μιας ημέρας **κατά 0,50%** δηλαδή από 3,50% σε 3%. Εναντίον της απόφασης ψήφισε ο Ρίτσαρντ Φίσερ, πρόεδρος της περιφερειακής ομοσπονδιακής τράπεζας του Ντάλας, που τάχτηκε υπέρ της διατήρησης των επιτοκίων στο ίδιο επίπεδο γι' αυτή τη συνεδρίαση. Στο δελτίο τύπου τονίζεται ότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές παραμένουν κάτω από σημαντική πίεση και τα πιστωτικά κριτήρια έχουν γίνει πιο αυστηρά για ορισμένες επιχειρήσεις και νοικοκυριά. Επιπρόσθετα, η πρόσφατη πληροφόρηση δείχνει μια μεγάλη υποχώρηση του τομέα των κατοικιών καθώς επίσης της αγοράς εργασίας. Η Επιτροπή αναμένει υποχώρηση του πληθωρισμού τα επόμενα τρίμηνα αλλά θεωρεί αναγκαία την προσεκτική παρακολούθηση των εξελίξεων στον τομέα αυτό. Η σημερινή μείωση των επιτοκίων συνδυασμένη με τη μείωση της 22.1.2008 θα βοηθήσει στην προώθηση μέτριας ανάπτυξης στο μέλλον και θα μετριάσει τους κινδύνους για την οικονομική δραστηριότητα. Εν τούτοις, οι καθοδικοί κίνδυνοι για την ανάπτυξη παραμένουν. Η Επιτροπή θα συνεχίσει να αξιολογεί τα αποτελέσματα των χρηματοπιστωτικών και άλλων εξελίξεων για τις οικονομικές προοπτικές και θα δράσει έγκαιρα εάν χρειασθεί για να αντιμετωπίσει τους κινδύνους. Επίσης, μετά από αίτημα των ομοσπονδιακών περιφερειακών τραπεζών της Βοστώνης, της Νέας Υόρκης, της Φιλαδέλφειας, του Κλήβελαντ, της Ατλάντα, του Σικάγο, του Σαιν Λούις, του Κάνσας Σίτι και του Σαν Φραντσίσκο, μειώθηκε το προεξοφλητικό επιτόκιο επίσης κατά 50 εκατοστιαίες μονάδες δηλαδή από 4% σε 3,50%.

Από το δελτίο τύπου συνάγεται ότι η κύρια αιτία της ιστορικά ταχύτερης μείωσης των επιτοκίων ήταν η υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας, που οφειλόταν στην πιστωτική κρίση, που προέκυψε από την κατάρρευση της ενυπόθηκης στεγαστικής αγοράς υψηλού κινδύνου (sub-prime mortgage market) των ΗΠΑ και της αύξησης των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων. Επί πλέον, συνάγεται ότι είναι πιθανή και νέα μείωση των επιτοκίων στην επόμενη συνεδρίαση της FOMC την 18.3.2008.

► Στη συνεδρίασή του της **7.2.2008**, το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου Χοακίν Αλμούνια, αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Η απόφαση αντανάκλα την εκτίμηση ότι οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα είναι ανοδικοί σε ένα περιβάλλον πολύ μεγάλης νομισματικής και πιστωτικής επέκτασης. Το Δ.Σ είναι δεσμευμένο να αποτρέψει τυχόν δευτερογενείς επιδράσεις και την υλοποίηση αυτών των κινδύνων. Όμως, παραμένει η αβεβαιότητα στις αγορές εξ αιτίας της επανεκτίμησης των κινδύνων από την πιστωτική κρίση.

• Οικονομική ανάλυση: η οικονομική δραστηριότητα στο τέλος του προηγούμενου έτους δείχνει ένα μετριασμό της ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ. Η επιβράδυνση των οικονομιών βασικών εμπορικών εταίρων της Ευρωζώνης είναι πιθανόν να έχει αρνητικό αποτέλεσμα στο ΑΕΠ αυτής τα έτος 2008. Προς το παρόν, τα θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα της ζώνης του ευρώ παραμένουν ισχυρά, η κερδοφορία των επιχειρήσεων είναι ικανοποιητική και το ποσοστό ανεργίας είναι το χαμηλότερο των τελευταίων 25 ετών. Η αύξηση της κατανάλωσης συνεισφέρει στην οικονομική επέκταση και η αύξηση των επενδύσεων προσφέρει επιπρόσθετη υποστήριξη. Για το μέλλον, όμως, η αβεβαιότητα για τις προοπτικές της οικονομικής ανάπτυξης είναι ασυνήθως υψηλή (**uncertainty about the prospects for economic growth is unusually high**). Οι κίνδυνοι που συνδέονται με τις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές για τις συνθήκες χρηματοδότησης και την εμπιστοσύνη στην οικονομία είναι πιθανόν να είναι μεγαλύτεροι από ότι είχαν αρχικά εκτιμηθεί. Επιπρόσθετοι κίνδυνοι προκύπτουν από επί πλέον αυξήσεις στις τιμές του πετρελαίου και των εμπορευμάτων, τα προστατευτικά μέτρα και την πιθανότητα άναρχων εξελίξεων που οφείλονται σε παγκόσμιες ανισορροπίες. Σχετικά με τον πληθωρισμό, η εκτίμηση του Eurostat ανεβάζει τον ΗICP τον Ιανουάριο στο 3,2% σε σύγκριση με το 3,1% του Δεκεμβρίου. Αυτό επιβεβαιώνει τις συνεχιζόμενες βραχυπρόθεσμα πληθωριστικές πιέσεις που προέρχονται από τις μεγάλες αυξήσεις στις τιμές των εμπορευμάτων και ιδιαίτερα στις τιμές των τροφίμων. Παρά το γεγονός αυτό, οι προβολές δείχνουν ότι δεν θα υπάρξουν σοβαρές δευτερογενείς επιδράσεις στους μισθούς και στη συμπεριφορά καθορισμού των τιμών. Οι κίνδυνοι του

πληθωρισμού σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα παραμένουν ανοδικοί. Για το λόγο αυτό, οι κοινωνικοί εταίροι πρέπει να αναλάβουν τις ευθύνες τους κατά τις διαπραγματεύσεις για τον καθορισμό των μισθών.

- **Νομισματική ανάλυση:** επιβεβαιώνονται οι ανοδικοί κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Η ετήσια αύξηση του M3, αν και κατώτερη του Δεκεμβρίου, ήταν 11,5% δηλαδή αρκετά υψηλή. Το στενότερο νομισματικό μέγεθος M1 συνεχίζει να μειώνεται αντανακλώντας το αποτέλεσμα των υψηλών επιτοκίων. Η δυναμική των νομισματικών μεγεθών τα τελευταία τρίμηνα είναι πιθανόν να έχει επηρεασθεί από προσωρινούς παράγοντες και ιδιαίτερα από την επιπεδοποίηση της καμπύλης απόδοσης (flattening of the yield curve) η οποία μπορεί να έχει υποστηρίξει κάποια υποκατάσταση στα νομισματικά περιουσιακά στοιχεία. Συμπερασματικά, ο ρυθμός νομισματικής επέκτασης παραμένει ισχυρός. Αυτό επιβεβαιώνεται και από την επέκταση των δανείων στον εγχώριο ιδιωτικό τομέα που αυξήθηκε σε ετήσια βάση κατά 11,1% το Δεκέμβριο. Τα δάνεια προς τα νοικοκυριά μειώθηκαν ενώ τα δάνεια προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις παρέμειναν σε υψηλό επίπεδο. Επί του παρόντος, υπάρχει ασθενής μόνο ένδειξη ότι η πιστωτική κρίση έχει επηρεάσει τη δυναμική των νομισματικών μεγεθών και για το λόγο αυτό απαιτείται παραπέρα έρευνα.

- Συνδυαστικά, η οικονομική και νομισματική ανάλυση επιβεβαιώνουν την εκτίμηση ότι μεσοπρόθεσμα υπάρχουν ανοδικοί κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών. Αντίθετα, οι κίνδυνοι για την οικονομική ανάπτυξη είναι καθοδικοί. Επόμενα, θα παρακολουθήσουμε πολύ προσεκτικά τις εξελίξεις (από τη φράση αυτή, ορισμένοι αναλυτές συμπέραναν ότι την ΕΚΤ απασχολεί σοβαρά ο κίνδυνος οικονομικής επιβράδυνσης και δεν αποκλείεται να υπάρξει μια μείωση των επιτοκίων της ΕΚΤ τον Απρίλιο).

- Σχετικά με τη **δημοσιονομική πολιτική**, πρέπει να αποτραπεί μία χαλάρωση αυτής από τα κράτη μέλη της Ε.Ε. Έχει αποδειχθεί ότι ενεργητικές δημοσιονομικές πολιτικές δεν έχουν βοηθήσει τη σταθεροποίηση των Ευρωπαϊκών οικονομιών αλλά αντίθετα έχουν οδηγήσει στην αύξηση της κρατικής δαπάνης και του δημόσιου χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ. Η καλύτερη συνεισφορά στη δημοσιονομική πολιτική θα ήταν στις χώρες με υγιείς οικονομίες να αφήσουμε να επιδράσουν οι αυτόματοι σταθεροποιητές και να διαφυλάξουμε τη μακροπρόθεσμη σταθερότητα της δημοσιονομικής πολιτικής. Για τις χώρες με δημοσιονομικά ελλείμματα, είναι επείγον να αναληφθεί δράση για τη δημοσιονομική εξυγίανση στα πλαίσια των κατευθύνσεων του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Υφίσταται σαφής κίνδυνος για ορισμένες χώρες να αποτύχουν να συμμορφωθούν με το προληπτικό σκέλος του Συμφώνου και επόμενα να υπονομεύσουν την αξιοπιστία τους.

- Οι **διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις**, είναι αναγκαίες για να αποτρέψουν σοκ στην οικονομία, να ενθαρρύνουν την αύξηση της παραγωγικότητας και τον ανταγωνισμό και να συνδράμουν στη μείωση των πληθωριστικών πιέσεων. Ειδικότερα, ενθαρρύνοντας τον ανταγωνισμό στον τομέα των υπηρεσιών και στα βιομηχανικά δίκτυα και εφαρμόζοντας κατάλληλα μέτρα στη γεωργική αγορά της Ε.Ε επιτυγχάνεις τη σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ.

■ Στη **συνέντευξη** που παραχώρησε ο πρόεδρος Τρισέ αμέσως μετά τη συνεδρίαση του Δ.Σ της ΕΚΤ και απαντώντας σε ερωτήσεις των δημοσιογράφων επισήμανε, μεταξύ άλλων, τα εξής:

- Η απόφαση για τη μη αλλαγή των επιτοκίων ήταν ομόφωνη.

- Το βασικό σενάριο (**base-line scenario**) της ΕΚΤ δεν έχει ακόμα αναθεωρηθεί, όμως, επισημάναμε ότι οι κίνδυνοι για την οικονομική ανάπτυξη είναι καθοδικοί ενώ αναμένουμε τις προβλέψεις του προσωπικού οπότε πιθανόν να έχουμε ένα νέο σενάριο.

- Σχετικά με τη διαφορετική πολιτική επί των επιτοκίων, που ακολουθούν άλλες κεντρικές τράπεζες και ιδιαίτερα η FED, τονίζουμε ότι κάθε κεντρική τράπεζα έχει τους δικούς της πρωταρχικούς σκοπούς ενώ ο πρωταρχικός στόχος της ΕΚΤ είναι μόνο η σταθερότητα των τιμών και επί πλέον έχουμε διαφορετικές οικονομίες με διαφορετικά προβλήματα και με διάφορα χαρακτηριστικά όπως διαφορετικά δημοσιονομικά ελλείμματα ή πλεονάσματα ή ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και ένα διαφορετικό οικονομικό κύκλο.

- Επαναλαμβάνουμε με έμφαση ότι η ΕΚΤ δεν επιθυμεί δευτερογενείς επιδράσεις (second-round effects) και με αυτό εννοούμε δύο μεγάλες αποσταθεροποιήσεις: 1) ο καθορισμός των τιμών (**price-setting**) που μέχρι τώρα δεν συμβαδίζει με την οικονομία της ζώνης του ευρώ που είναι ανταγωνιστική. Ιδιαίτερα επισημαίνω την αύξηση των τιμών των τροφίμων σε μη λογικά επίπεδα και 2) ο καθορισμός των μισθών (**wage-setting**) και για το λόγο αυτό οι κοινωνικοί εταίροι πρέπει να αναλάβουν τις ευθύνες τους ώστε να μη προκληθούν πληθωριστικές πιέσεις, πτώση της ανταγωνιστικότητας και μείωση των θέσεων εργασίας.

- Μπορεί να διατηρούμε τα επιτόκια στο ίδιο επίπεδο για αρκετό χρονικό διάστημα αλλά είμαστε πάντα σε συναγερμό, παρακολουθούμε προσεκτικά τις εξελίξεις, δεν προκαθορίζουμε ποτέ τη νομισματική πολιτική (**we are never pre-committing**) αλλά είμαστε έτοιμοι να δράσουμε εάν κρίνουμε ότι αυτό είναι αναγκαίο.
- Παρατηρούμε ότι οι όροι χορήγησης πιστώσεων έχουν γίνει αυστηρότεροι, όμως, η δυναμική της πιστωτικής επέκτασης παραμένει ισχυρή ιδιαίτερα στα δάνεια προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις η αύξηση των οποίων υπερβαίνει το 14%. Αντίθετα, σημειώνεται μείωση των άλλων νομισματικών μεγεθών πλην του M3 που έχουν επηρεασθεί από την αύξηση των επιτοκίων της ΕΚΤ. Ειδικότερα, μείωση καταγράφεται στα δάνεια για την αγορά κατοικιών.
- Η αναταραχή των αγορών έχει προκαλέσει προβλήματα αλλά οι συνέπειες αυτής για την οικονομική ανάπτυξη χρήζουν περαιτέρω έρευνας και ανάλυσης.
- Δεν έχει αλλάξει η πολιτική της ΕΚΤ για την αποδοχή σαν ασφάλειας (collateral) στις πράξεις νομισματικής πολιτικής των ιδιωτικών χρεογράφων που είναι εγγυημένα με περιουσιακά στοιχεία (ABS). Όμως, εφαρμόζονται κριτήρια πιστοληπτικής διαβάθμισης και δεν υιοθετούμε την κατηγορία ότι προσπαθούμε να διασώσουμε από τη χρεοκοπία τράπεζες (**we are not bailing out**) αποδεχόμενοι σαν collateral τέτοια χρεόγραφα.
- Είναι κρίσιμο, τα 27 κράτη μέλη της Ε.Ε να σεβασθούν το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης ώστε σε δύσκολους καιρούς να ενεργούν οι αυτόματοι σταθεροποιητές (**automatic stabilisers**).
- Η αναταραχή στις αγορές εξετάζεται σε διεθνές επίπεδο και ιδιαίτερα στο G7 όπου έχουμε μία πρώτη έκθεση από το Financial Stability Forum στα πλαίσια του οποίου λειτουργούν πολλές επιτροπές και ομάδες εργασίας ώστε από τα συμπεράσματα των εργασιών τους να αντλήσουμε μαθήματα για το μέλλον. Δεν αποκλείεται να βελτιώσουμε στο μέλλον το ρυθμιστικό πλαίσιο της εποπτείας για να αντιμετωπίσουμε παρόμοιους κινδύνους.
- Δεν υποστηρίζουμε μέτρα δημοσιονομικής επέκτασης για την αντιμετώπιση τυχόν οικονομικής επιβράδυνσης και της πιστωτικής κρίσης όπως στις ΗΠΑ. Το ποσοστό των δημόσιων δαπανών σε σχέση με το ΑΕΠ είναι πολύ μεγαλύτερο στη ζώνη του ευρώ σε σύγκριση με τις ΗΠΑ ενώ το εποπτικό πλαίσιο της Βασιλείας II παρέχει τη δυνατότητα, στα πλαίσια του δεύτερου πυλώνα, αύξησης της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων.
- Επιμένουμε ότι η συνεχιζόμενη οικονομική ανάπτυξη στις αναδυόμενες οικονομίες μπορεί να συμψηφίσει μερικά τα αρνητικά αποτελέσματα από την οικονομική επιβράδυνση στις ΗΠΑ. Δεν πρόκειται για αποδέσμευση των οικονομιών (decoupling), διότι εάν υποθέσουμε ότι οι άλλες παράμετροι παραμένουν σταθερές και εφόσον η οικονομία των ΗΠΑ δεν παρουσιάσει μια απότομη προσγείωση, τότε οι αναδυόμενες οικονομίες της Ασίας θα συνεχίσουν να αναπτύσσονται.
- Τονίζουμε ότι η συνεργασία με τη FED υπήρξε άριστη αναφορικά με την παροχή ρευστότητας σε δολάρια ΗΠΑ στα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ. Με δεδομένο ότι υπήρξαν θετικά αποτελέσματα από τις πράξεις αυτές δεν κρίνουμε απαραίτητο να συνεχισθούν στο μέλλον τα swaps με τη FED για την παροχή περαιτέρω ρευστότητας σε δολάρια.

► Στη συνεδρίασή του της **6.3.2008**, το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου Χοακίν Αλμούνια και του προέδρου του Συμβουλίου ECOFIN και Σλοβένου υπουργού των Οικονομικών Αντρέϊ Μπάζουκ, αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Η εξέλιξη αυτή ενίσχυσε την άποψη της αγοράς ότι τα επιτόκια της ζώνης του ευρώ θα παραμείνουν σταθερά για αρκετό χρονικό διάστημα προκειμένου να αντιμετωπισθούν οι πληθωριστικές πιέσεις. Στην εισαγωγική του δήλωση ο πρόεδρος της ΕΚΤ Ζαν Κλωντ Τρισέ τόνισε τα εξής:

- Η πρόσφατη πληροφόρηση επιβεβαιώνει την ύπαρξη ισχυρών βραχυπρόθεσμων πληθωριστικών πιέσεων και την ύπαρξη ανοδικών κινδύνων για τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα σε ένα περιβάλλον πολύ ισχυρής νομισματικής και πιστωτικής επέκτασης. Τα θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα της ζώνης του ευρώ παραμένουν υγιή αν και ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης έχει επηρεασθεί αρνητικά από την κρίση στις χρηματοπιστωτικές αγορές και την αύξηση των τιμών του πετρελαίου και των εμπορευμάτων.

• Οικονομική ανάλυση: Επιβεβαιώνεται η εικόνα για μέτρια υποχώρηση της ανάπτυξης. Σύμφωνα με εκτίμηση του Eurostat η σε τριμηνιαία βάση αύξηση του ΑΕΠ του τέταρτου τριμήνου του 2007 ήταν 0,4% έναντι 0,8% το τρίτο τρίμηνο. Οι έρευνες της επιχειρηματικής

και καταναλωτικής εμπιστοσύνης συνεχίζουν να σημειώνουν μία καθοδική πορεία από το καλοκαίρι του 2007. Προοπτικά, το 2008 αναμένεται ότι η εσωτερική και εξωτερική ζήτηση θα συνεχίσουν να ενισχύουν την αύξηση του ΑΕΠ αν και με χαμηλότερους ρυθμούς σε σχέση με το 2007. Πρέπει, όμως, να σημειωθεί ότι η οικονομία της ζώνης του ευρώ δεν υποφέρει από μεγάλες ανισορροπίες (**euro area economy does not suffer from major imbalances**). Ενώ έχει υποχωρήσει λόγω της παγκόσμιας επιβράδυνσης, η αύξηση των επενδύσεων παρέχει διαρκή υποστήριξη καθώς η χρησιμοποίηση των παραγωγικών πόρων (capacity utilization) είναι υψηλή, η κερδοφορία των επιχειρήσεων συνεχίζεται και η ανεργία παραμένει ιστορικά χαμηλή. Επιπρόσθετα, η αύξηση της κατανάλωσης, αν και έχει μειωθεί από τις υψηλές τιμές των εμπορευμάτων, θα συνεχίσει να συμβάλει στην οικονομική επέκταση. Αυτή η κατάσταση αποτυπώνεται και στις μακροοικονομικές προβολές του Μαρτίου 2008 του προσωπικού της ΕΚΤ (**ECB staff macroeconomic projections**). Σύμφωνα με αυτές, η πραγματική αύξηση του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ εκτιμάται για το 2008 μεταξύ 1,3% και 2,1% και για το 2009 μεταξύ 1,3% και 2,3%. Σε σχέση με τις προβλέψεις του Δεκεμβρίου του προσωπικού του Ευρωσυστήματος, έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω αντανάκλυντας μια ασθενικότερη παγκόσμια ζήτηση, μια ισχυρότερη πίεση από τις τιμές των εμπορευμάτων και τις λιγότερο ευνοϊκές συνθήκες δανεισμού. Το Δ.Σ της ΕΚΤ εκτιμά ότι η αβεβαιότητα για τις προοπτικές της οικονομικής ανάπτυξης παραμένει ασυνήθιστα υψηλή (**uncertainty about the prospects for economic growth remains unusually high**). Σχετίζεται κύρια με τη μεγαλύτερη της αναμενόμενης επίδρασης από τη χρηματοπιστωτική αναταραχή. Επί πλέον καθοδικοί κίνδυνοι για την ανάπτυξη προκύπτουν από τις περαιτέρω αυξήσεις στις τιμές των εμπορευμάτων, τα προστατευτικά μέτρα και την πιθανότητα άτακτων εξελίξεων που οφείλονται στις παγκόσμιες ανισορροπίες.

Σχετικά με τις εξελίξεις στο μέτωπο των τιμών, ο πληθωρισμός ανήλθε το Φεβρουάριο στο 3,3% από 3,2% Ιανουάριο. Αυτό πιστοποιεί τις ισχυρές πληθωριστικές πιέσεις σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα που κύρια οφείλονται στις αυξήσεις των τιμών της ενέργειας και των τροφίμων τους τελευταίους μήνες. Αναμένεται μία πιο παρατεταμένη περίοδος υψηλών τιμών σε σύγκριση με το προηγούμενο διάστημα οι οποίες δεν θα μειωθούν παρά βαθμιαία αργότερα μέσα στο έτος. Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβολές του Μαρτίου 2008 του προσωπικού της ΕΚΤ, ο εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή (HICP) θα κινηθεί το 2008 μεταξύ 2,6% και 3,2% και το 2009 μεταξύ 1,5% και 2,7%. Συγκρινόμενες με τις προβλέψεις του Δεκεμβρίου του προσωπικού του Ευρωσυστήματος έχουν αναπροσαρμοσθεί προς τα πάνω κύρια αντανάκλυντας τις σημαντικές επιπρόσθετες αυξήσεις στα τρόφιμα και το πετρέλαιο. Το Δ.Σ της ΕΚΤ εκτιμά ότι οι κίνδυνοι για τον πληθωρισμό μεσοπρόθεσμα είναι ανοδικοί και εμπεριέχουν παραπέρα αυξήσεις των τιμών της ενέργειας και των γεωργικών προϊόντων και την πιθανότητα μεγαλύτερων αυξήσεων στους μισθούς λαμβανομένου υπόψη της υψηλής εκμετάλλευσης του παραγωγικού εξοπλισμού και των αυστηρών συνθηκών στην αγορά εργασίας. Ιδιαίτερα στα τμήματα της αγοράς με χαμηλό ανταγωνισμό αναμένεται μία ακόμα μεγαλύτερη αύξηση των τιμών. Οι ανοδικοί κίνδυνοι προκαλούνται, επίσης, από τις αυξήσεις στις διοικητικά καθοριζόμενες τιμές και τους εμμέσους φόρους που αναμένονται να είναι υψηλότερες σε σχέση με το παρελθόν. Το Δ.Σ της ΕΚΤ θα παρακολουθήσει προσεκτικά τις αυξήσεις των μισθών και θα προσπαθήσει να πείσει να μην εκδηλωθεί ο φαύλος κύκλος αύξηση τιμών – αύξηση μισθών – αύξηση τιμών που θα μειώσει τελικά την αγοραστική δύναμη των Ευρωπαίων πολιτών. Για το λόγο αυτό, οι κοινωνικοί εταίροι πρέπει να αναλάβουν τις ευθύνες τους.

• Νομισματική ανάλυση: επιβεβαιώνονται οι επικρατούντες ανοδικοί κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Η ετήσια αύξηση του M3 τον Ιανουάριο παρέμεινε στο 11,5% υποστηριζόμενη από τη συνεχιζόμενη επέκταση των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα. Η σχετικά επίπεδη καμπύλη αποδόσεων έχει καταστήσει πολύ ελκυστική τη διακράτηση νομισματικών περιουσιακών στοιχείων. Εν τούτοις, αν και η εξέλιξη αυτή οφείλεται σε προσωρινούς παράγοντες, πιστοποιείται ότι η νομισματική και πιστωτική επέκταση παραμένει ισχυρή. Ο δανεισμός προς τα νοικοκυριά έχει μετριασθεί τους τελευταίους μήνες λόγω της αύξησης των επιτοκίων της ΕΚΤ. Όμως, η αύξηση των πιστώσεων προς τους μη χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς έφθασε το 14,6% σε ετήσια βάση τον Ιανουάριο. Συνολικά, τα τραπεζικά δάνεια προς τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα έχουν αυξηθεί γύρω στο 11% σε ετήσια βάση στη διάρκεια των δύο τελευταίων ετών.

Για την περίοδο που διανύουμε, δεν υπάρχει ισχυρή ένδειξη ότι η πιστωτική κρίση έχει επηρεάσει τα ευρύτερα νομισματικά μεγέθη. Επιπρόσθετα, η αναταραχή στις αγορές δεν έχει οδηγήσει σε σημαντική αλλαγή της στρατηγικής διαχείρισης των χαρτοφυλακίων προς τις πολύ βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις όπως είχε παρατηρηθεί την περίοδο οικονομικής

επιβράδυνσης 2001 και 2003. Απαιτείται πρόσθετη ανάλυση για να ερευνηθεί η επίπτωση της πιστωτικής κρίσης στα νομισματικά μεγέθη.

- Συνδυαστικά, η οικονομική και νομισματική ανάλυση επιβεβαιώνουν ότι υφίστανται ανοδικοί κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα σε ένα περιβάλλον πολύ ισχυρής νομισματικής και πιστωτικής επέκτασης. Τα θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα της ζώνης του ευρώ παραμένουν υγιή αλλά ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ έχει μετριασθεί. Επιπρόσθετα, το επίπεδο αβεβαιότητας από την αναταραχή στις αγορές παραμένει υψηλό. Βασικός στόχος πρέπει να είναι η μη εκδήλωση δευτερογενών επιδράσεων στον πληθωρισμό.

- Σχετικά με τη δημοσιονομική πολιτική, το Δ.Σ επικροτεί το γεγονός ότι η συμφωνία στα πλαίσια της Ευρωζώνης (Eurogroup) του Βερολίνου τον Απρίλιο του 2007 αποτυπώθηκε και στα συμπεράσματα του Συμβουλίου ECOFIN με την ευκαιρία της ενημέρωσης των προγραμμάτων σταθεροποίησης (stability programmes). Δεν υπάρχει καμία δικαιολογία για καθυστερήσεις αναφορικά με τη διαρθρωτική δημοσιονομική εξυγίανση. Η επίτευξη υγιών δημόσιων οικονομικών επιτρέπει την ελεύθερη λειτουργία των αυτόνομων σταθεροποιητών και συμβάλλει στην ομαλή λειτουργία της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης.

- Οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, δεν είναι μόνο ευεργετικές για την απασχόληση και τη δυναμική ανάπτυξη αλλά θα μπορούσαν να βοηθήσουν στη μείωση των πληθωριστικών πιέσεων. Ενθαρρύνοντας τον ανταγωνισμό, ειδικότερα στις υπηρεσίες και τα βιομηχανικά δίκτυα, επιτυγχάνεις σε αυτή τη φάση τη σταθερότητα των τιμών και την αύξηση της παραγωγικότητας. Επίσης, δεν πρέπει να συμβάλλουν στην αύξηση του πληθωρισμού συμφωνίες σύνδεσης των μισθών με το δείκτη τιμών καταναλωτή – που είναι αναγκαίο να αποφευχθούν – όπως και αυξήσεις των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών και των εμμέσων φόρων.

■ Στη συνέντευξη που παραχώρησε ο πρόεδρος Τρισέ αμέσως μετά τη συνεδρίαση του Δ.Σ της ΕΚΤ και απαντώντας σε ερωτήσεις των δημοσιογράφων επισήμανε, μεταξύ άλλων, τα εξής:

- Η σημερινή απόφαση του Δ.Σ της ΕΚΤ υπήρξε ομόφωνη.

- Οι προβλέψεις του προσωπικού είναι τεχνικής φύσεως και δεν συνδέονται με προθέσεις πολιτικής. Το Δ.Σ της ΕΚΤ τις συγκρίνει με τις προβλέψεις των άλλων διεθνών οργανισμών και ιδρυμάτων.

- Για τη μεγάλη άνοδο της ισοτιμίας του ευρώ δεν έχω παρά να επαναλάβω ότι έχει λεχθεί στη σύνοδο του G7 “οι υπερβολικές κινήσεις, η υπερβολική μεταβλητότητα είναι ανεπιθύμητες για την παγκόσμια ανάπτυξη” (**excessive movements, excessive volatility are undesirable for global growth**).

- Η βραδεία ανάπτυξη έχει σαν συνέπεια τη μείωση των πληθωριστικών πιέσεων (**slower growth has an impact, because it diminishes the inflationary pressure**). Σε ποια έκταση, πως και μέσω ποιων καναλιών είναι κάτι που πρέπει να ερευνηθεί και να γίνεται πλήρως κατανοητό.

- Ζούμε σε ένα ευρύτατα αλληλοεξαρτώμενο κόσμο. Κάτι το οποίο συμβαίνει στις ΗΠΑ επηρεάζει την Ευρώπη και αντίστροφα και μπορεί να επηρεάσει σε μικρότερη ή μεγαλύτερη έκταση και τις άλλες ηπείρους και αγορές. Όμως, κάθε οικονομία έχει τα δικά της χαρακτηριστικά, τα δικά της σοκ, τη δική της ευελιξία. Εάν υπάρχει διαφορετική νομισματική πολιτική από τις διάφορες κεντρικές τράπεζες, αυτό οφείλεται στη διαφορετικό πρωταρχικό σκοπό εκάστης και τη διαφορετική κατάσταση της οικονομίας κάθε κράτους ή ευρύτερης περιοχής.

- Η ΕΚΤ δεν μπορεί να επηρεάσει τις τιμές του πετρελαίου και των εμπορευμάτων που προκαλούν μαζί με την άνοδο της τιμής των τροφίμων τις πληθωριστικές πιέσεις. Όμως, μία αιτία των υπερβολικών αυξήσεων των ανωτέρω τιμών οφείλεται στην ύπαρξη υψηλών επιπέδων διεθνών καρτέλ στις διάφορες αγορές (**high levels of cartelisation in the various markets**).

- Δεν υπάρχει αντίθεση μεταξύ της σταθερότητας των τιμών και της δημιουργίας θέσεων εργασίας. Εάν οι πληθωριστικές προσδοκίες δεν ελεγχθούν, όλα τα μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς θα αυξηθούν διότι οι πληθωριστικές προσδοκίες θα ενσωματωθούν στα ανωτέρω επιτόκια. Όταν είμαστε πιστοί στη σταθερότητα των τιμών, δημιουργούμε το κατάλληλο οικονομικό περιβάλλον για την αύξηση των θέσεων εργασίας.

- Όταν έχουμε μία δυναμική παγκόσμια οικονομία, παρατηρούμε μία αύξηση των τιμών των εμπορευμάτων διότι η αύξηση της ζήτησης είναι μεγαλύτερη από αυτή της προσφοράς. Όταν

υπάρχει παγκόσμια οικονομική επιβράδυνση, αυτή συνοδεύεται από μία αποεπιτάχυνση της αύξησης των τιμών εκτός, όπως ελέχθη ανωτέρω, των τομέων που αναπτύσσονται καρτέλ.

• Αναφορικά με τη διεύρυνση των περιουσιακών στοιχείων που γίνονται δεκτά σαν ασφάλεια (collateral) στις πράξεις παροχής ρευστότητας, η ΕΚΤ είναι η μόνη κεντρική τράπεζα που δεν έχει αλλάξει τη συνολική της φιλοσοφία. Μπορεί να έχουν προστεθεί και άλλα είδη ασφάλειας αλλά η βασική αντίληψη παραμένει και είναι συνδεδεμένη με την αξιολόγηση των ασφαλειών.

• Την 18.3 η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτών Αγορών (Federal Open Market Committee, FOMC) της FED μείωσε το επιτόκιο δανεισμού μιας ημέρας (federal funds overnight rate) κατά 75 εκατοστιαίες μονάδες δηλαδή από 3% σε **2,25%**. Στην απόφαση μειοψήφησαν ο Ρίτσαρντ Φίσερ, πρόεδρος της περιφερειακής ομοσπονδιακής τράπεζας του Ντάλας, και ο Τσαρλ Πλόσσερ του Δ.Σ της FED που προτιμούσαν λιγότερη επιθετική δράση σε αυτή τη συνεδρίαση. Στο σκεπτικό της απόφασης αναφέρεται ότι: α) τα πρόσφατα στοιχεία δείχνουν ότι η οικονομική δραστηριότητα έχει εξασθενήσει περισσότερο. Η αύξηση της καταναλωτικής δαπάνης επιβραδύνθηκε και οι συνθήκες στην αγορά εργασίας χειροτέρευαν β) ο χρηματοπιστωτικός αγοράς παραμένουν υπό πίεση και η αυστηροποίηση των κριτηρίων χορήγησης πιστώσεων και η υποχώρηση του στεγαστικού τομέα είναι πιθανόν να επηρεάσουν την ανάπτυξη στα επόμενα τρίμηνα γ) ο πληθωρισμός αυξήθηκε αλλά αναμένεται να μετριασθεί τα επόμενα τρίμηνα εφόσον πέσουν οι τιμές του πετρελαίου και των άλλων εμπορευμάτων και αρθούν οι πιέσεις από την εκμετάλλευση του παραγωγικού δυναμικού (resource utilization). Η απόφαση αυτή σε συνδυασμό με τις αποφάσεις της 16.3 για την παροχή επιπρόσθετης ρευστότητας αναμένεται ότι θα συμβάλλουν στην επίτευξη μέτρων ρυθμών ανάπτυξης και θα μειώσουν τους καθοδικούς κινδύνους για την οικονομική ανάπτυξη. Επιπρόσθετα, το Δ.Σ της FED αποφάσισε να μειώσει το προεξοφλητικό επιτόκιο (discount rate) στο 2,50%.

• Από τη διεύρυνση της διαφοράς του βασικού επιτοκίου χρηματοδότησης της ζώνης του ευρώ (4%) και των ΗΠΑ (2,25%) προέκυψε μία παραπέρα ενίσχυση του ευρώ σε επίπεδα του 1,59. Ουσιαστικά, τα μέτρα της FED αποσκοπούσαν όχι μόνο στην ομαλοποίηση των επιτοκίων του βραχυπρόθεσμου τμήματος της καμπύλης και στην υπέρβαση της πιστωτικής κρίσης αλλά και στην αποτροπή της ύφεσης της αμερικανικής οικονομίας που σύμφωνα με τους αναλυτές ήταν προ των πυλών.

► Στη συνεδρίασή του της **10.4.2008**, το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου Χοακίν Αλμούνια, αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Η εξέλιξη αυτή ενίσχυσε ακόμα περισσότερο την άποψη της αγοράς ότι, παρά την υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας, τα επιτόκια της ζώνης του ευρώ θα παραμείνουν σταθερά για αρκετό χρονικό διάστημα εντός του έτους προκειμένου να αντιμετωπισθούν οι πληθωριστικές πιέσεις. Στην εισαγωγική του δήλωση ο πρόεδρος της ΕΚΤ Ζαν Κλωντ Τρισέ τόνισε τα εξής:

• Η πρόσφατη πληροφόρηση επιβεβαίωσε την ύπαρξη ισχυρών βραχυπρόθεσμων πληθωριστικών πιέσεων. Βιώνουμε μια μάλλον παρατεταμένη περίοδο η οποία προσωρινά έχει σαν χαρακτηριστικό υψηλούς ετήσιους ρυθμούς πληθωρισμού που προκύπτουν κύρια από τις αυξήσεις των τιμών της ενέργειας και των τροφίμων (**we are experiencing a rather protracted period of temporarily high annual rates of inflation, resulting mainly from increases in energy and food prices**). Τα πιο πρόσφατα στοιχεία ενισχύουν την εκτίμηση της ΕΚΤ για τους επικρατούντες ανοδικούς κινδύνους ως προς τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα σε ένα περιβάλλον συνεχιζόμενης ισχυρής νομισματικής και πιστωτικής επέκτασης.

Τα θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα της ζώνης του ευρώ είναι υγιή. Τα μακροοικονομικά στοιχεία εξακολουθούν να δείχνουν μία μέτρια αλλά συνεχιζόμενη αύξηση του ΑΕΠ. Εν τούτοις, το επίπεδο της αβεβαιότητας, που προκύπτει από την αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές, παραμένει ασυνήθιστα υψηλό και οι εντάσεις μπορεί να διαρκέσουν περισσότερο από το αναμενόμενο (**the level of uncertainty resulting from the turmoil in financial markets remains unusually high and tensions may last longer than initially expected**). Ο στόχος του ελέγχου των μεσο-μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών αποτελεί υψηλή προτεραιότητα του Δ.Σ της ΕΚΤ και στο πεδίο αυτό δεν υπάρχει χώρος για υπαναχώρηση. Το Δ.Σ είναι ισχυρά δεσμευμένο να αποτρέψει τις δευτερογενείς

επιδράσεις (**second-round effects**) και την υλοποίηση των κινδύνων των σχετικών με τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Για το λόγο αυτό θα συνεχίσουμε να παρακολουθούμε προσεκτικά τις επόμενες εβδομάδες όλες τις εξελίξεις.

• Οικονομική ανάλυση:

Σύμφωνα με τη δεύτερη εκτίμηση του Eurostat, η σε τριμηνιαία βάση αύξηση του ΑΕΠ του τέταρτου τριμήνου ήταν 0,4% από 0,7% το τρίτο τρίμηνο. Η πρόσφατη πληροφόρηση για την οικονομική δραστηριότητα επίσης ενισχύει τις προηγούμενες προσδοκίες μιας μέτριας αλλά συνεχιζόμενης αύξησης του ΑΕΠ το πρώτο τρίμηνο του 2008. Συνολικά, η οικονομία της ζώνης του ευρώ έχει υγιή θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα και δεν υποφέρει από μεγάλες ανισορροπίες. Προοπτικά, η εγχώρια και η διεθνής ζήτηση αναμένεται να στηρίξει τη συνεχιζόμενη αύξηση του ΑΕΠ και το 2008 αν και σε μικρότερη έκταση σε σχέση με το 2007. Αν και η αύξηση της ανάπτυξης σε παγκόσμιο επίπεδο επιβραδύνεται, ωστόσο αναμένεται ότι θα επιδείξει αντοχή επωφελούμενη από μία ισχυρή αύξηση στις αναδυόμενες οικονομίες. Εν τω μεταξύ, η αύξηση των επενδύσεων στη ζώνη του ευρώ θα παράσχει διαρκή υποστήριξη στην οικονομική δραστηριότητα καθώς η χρησιμοποίηση των παραγωγικών πόρων (capacity utilisation) είναι υψηλή, η κερδοφορία συνεχίζεται και δεν υπάρχει ένδειξη για εμπόδια στην προσφορά τραπεζικών δανείων. Ταυτόχρονα, σαν αποτέλεσμα των βελτιούμενων οικονομικών προϋποθέσεων και της μέτριας αύξησης των μισθών, οι ρυθμοί της ανεργίας έχουν πέσει σε επίπεδα που είναι τα χαμηλότερα της τελευταίας εικοσιπενταετίας. Παρά το γεγονός ότι η κατανάλωση έχει υποχωρήσει εξ αιτίας των υψηλών τιμών της ενέργειας και των τροφίμων, η αύξηση αυτής θα συνεχισθεί και θα συμβάλει στην οικονομική επέκταση σύμφωνα με την αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος. Η αβεβαιότητα που περιβάλλει αυτή την άποψη για την οικονομική επέκταση παραμένει υψηλή και επικρατούν οι καθοδικοί κίνδυνοι. Αυτοί οι κίνδυνοι συνδέονται κύρια με την αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές που μπορούν να διαρκέσουν περισσότερο απ' ό,τι αρχικά αναμενόταν και να έχουν μία ευρύτερη επίδραση, σε σχέση με τη σημερινή εκτίμηση, επί της πραγματικής οικονομίας (**a broader than currently expected impact on the real economy**). Επιπρόσθετα, καθοδικοί κίνδυνοι προκύπτουν και από το αρνητικό αποτέλεσμα για την κατανάλωση και τις επενδύσεις των πρόσθετων αναμενόμενων αυξήσεων στις τιμές της ενέργειας και των τροφίμων καθώς και από τα προστατευτικά μέτρα (protectionist pressures) και την πιθανότητα άτακτων εξελίξεων που οφείλονται σε διεθνείς ανισορροπίες.

Σχετικά με την εξέλιξη των τιμών, σύμφωνα με την εκτίμηση της στατιστικής διεύθυνσης της Ε.Ε (Eurostat's flash estimate) **ο ετήσιος ρυθμός του πληθωρισμού ήταν το Μάρτιο του 2008 3,5%** μετά από άνοδο 3,3% το Φεβρουάριο. Αυτή η εξέλιξη επιβεβαιώνει τη συνεχιζόμενη ισχυρή αύξηση των βραχυπρόθεσμων πληθωριστικών πιέσεων που προκύπτει από τις μεγάλες αυξήσεις τους πρόσφατους μήνες των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων. Προοπτικά, ο ρυθμός της ετήσιας αύξησης του εναρμονισμένου δείκτη τιμών καταναλωτή (HICP) είναι πιθανόν να παραμείνει πολύ πάνω από το 2% και να υποχωρήσει αργότερα στη διάρκεια του 2008. Συνεπώς, βιώνουμε μία παρατεταμένη περίοδο προσωρινών αυξήσεων των ρυθμών του πληθωρισμού. Οι κίνδυνοι για τον πληθωρισμό σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα σαφώς παραμένουν ανοδικοί (**The risks to the outlook for inflation over the medium term remain clearly on the upside**). Αυτοί οι κίνδυνοι περιέχουν την πιθανότητα περαιτέρω αυξήσεων στις τιμές της ενέργειας και των τροφίμων, στις διοικητικά καθοριζόμενες τιμές και τους έμμεσους φόρους πέραν των μέχρι τώρα προβλεπόμενων. Περισσότερο σημαντικός είναι ο κίνδυνος που προκύπτει από τον καθορισμό των τιμών και των μισθών και ο οποίος ενδέχεται να επιβαρύνει τις πληθωριστικές πιέσεις (**price and wage-setting behaviour could add to inflationary pressures**). Για το λόγο αυτό οι κοινωνικοί εταίροι πρέπει να αναλάβουν τις ευθύνες τους. Ιδιαίτερα, στα τμήματα της αγοράς με χαμηλό ανταγωνισμό μπορεί να αποδειχτεί ισχυρότερος του αναμενόμενου και να προκύψουν μεγαλύτερες αυξήσεις των μισθών λαμβανομένου υπόψη της υψηλής χρησιμοποίησης των παραγωγικών συντελεστών και των πιεστικών όρων στις αγορές εργασίας. Το Δ.Σ της ΕΚΤ παρακολουθεί τις διαπραγματεύσεις των μισθών στη ζώνη του ευρώ με ιδιαίτερη προσοχή και τάσσεται κατά της ύπαρξης ρητρών τιμαριθμικής αναπροσαρμογής των μισθών που μπορεί να οδηγήσει σε ένα σπειροειδή φαύλο κύκλο αύξησης των μισθών (**wage-price spiral**) που θα είναι καταστροφικός για την απασχόληση και την ανταγωνιστικότητα.

• Νομισματική ανάλυση:

Επιβεβαιώνονται οι επικρατούντες ανοδικοί κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του Μ3 παραμένει πολύ ισχυρός στο

11,3% το Φεβρουάριο υποστηριζόμενος από τη συνεχιζόμενη μεγάλη αύξηση των δανείων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων προς τον ιδιωτικό τομέα. Ενώ η ετήσια αύξηση του στενότερου νομισματικού μεγέθους M1 μετριάσθηκε τους τελευταίους μήνες καθώς τα υψηλότερα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αύξησαν το κόστος ευκαιρίας διακράτησης των περισσότερων ρευστοποιήσιμων στοιχείων του M3. Η αύξηση των προθεσμιακών καταθέσεων παραμένει υψηλή. Αυτό αντανακλά τη σχετική επιπεδοποίηση της καμπύλης απόδοσης (**relatively flat yield curve**) που έκανε περισσότερη ελκυστική τη διακράτηση νομισματικών στοιχείων που ανταμείβονται με τιμές πλησίον των επιτοκίων της αγοράς. Οι επενδυτές αποφεύγουν να επενδύουν σε χρηματοπιστωτικά προϊόντα με μεγαλύτερη λήξη και υψηλό κίνδυνο. Γενικά, η επίδραση της επίπεδης καμπύλης απόδοσης και ένας αριθμός προσωρινών άλλων συντελεστών υποδεικνύει ότι επί του παρόντος η ετήσια αύξηση του M3 υπερβαίνει την υποκείμενη νομισματική επέκταση. Εν τούτοις, πέραν της λήψης υπόψη τέτοιων επιδράσεων, μία ευρύτερη εκτίμηση των τελευταίων στοιχείων επιβεβαιώνει ότι ο υφέρπων ρυθμός αύξησης της νομισματικής και πιστωτικής επέκτασης παραμένει ισχυρός. Η αύξηση των δανείων προς τα νοικοκυριά έχει υποχωρήσει τους τελευταίους μήνες αντανακλώντας την επίδραση των υψηλών επιτοκίων της ΕΚΤ από το Σεπτέμβριο του 2005 και το πάγωμα των στεγαστικών αγορών σε μερικά τμήματα της ζώνης του ευρώ. Ωστόσο, η αύξηση των δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις παρέμεινε πολύ ισχυρή το Φεβρουάριο στο 14,8%. Συνολικά, τα τραπεζικά δάνεια στον εγχώριο ιδιωτικό τομέα αυξήθηκαν κατά 11% σε ετήσια βάση τα δύο τελευταία χρόνια.

Επί του παρόντος, δεν υπάρχει επαρκής απόδειξη ότι η αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές, που άρχισε τον Αύγουστο του 2008, έχει επιδράσει σημαντικά στη δυναμική των ευρύτερων νομισματικών και πιστωτικών μεγεθών. Αν και έχουν αυστηροποιηθεί οι όροι χορήγησης πιστώσεων (**tightening of credit standards**), τα τραπεζικά δάνεια αυξάνονται προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Αυτό δείχνει ότι οι τραπεζικές πιστώσεις προς τις επιχειρήσεις δεν έχουν σημαντικά επηρεασθεί από την αναταραχή των αγορών. Όμως, απαιτούνται περισσότερα στοιχεία και επιπρόσθετη ανάλυση προκειμένου να σχηματισθεί εναργέστερη εικόνα για τις συνέπειες του φαινομένου αυτού.

- Συνδυαστικά, η οικονομική και νομισματική ανάλυση επιβεβαιώνουν ότι υφίστανται ανοδικοί κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα (**upside risks to price stability prevail over the medium term**) σε ένα περιβάλλον πολύ ισχυρής νομισματικής και πιστωτικής επέκτασης. Τα θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα της ζώνης του ευρώ παραμένουν υγιή αλλά πρόσφατα στοιχεία δείχνουν ότι ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ έχει μετριασθεί. Το επίπεδο αβεβαιότητας από την αναταραχή στις πιστωτικές αγορές παραμένει ασυνήθιστα υψηλό. Επιβεβαιώνουμε τη υψηλή προτεραιότητα της ΕΚΤ για τον έλεγχο των πληθωριστικών προσδοκιών και τη μη υλοποίηση των πληθωριστικών κινδύνων που μπορεί να προέλθουν από δευτερογενείς επιδράσεις επί των τιμών.

- Σχετικά με τη δημοσιονομική πολιτική, οι προθέσεις των κρατών μελών, όπως εμφανίζεται από τα προγράμματα σταθεροποίησης, οδηγούν το 2008 σε μια αύξηση των ελλειμμάτων της γενικής κυβέρνησης. Επιπρόσθετες δημοσιονομικές πιέσεις είναι πιθανόν να προκύψουν από την αναθεώρηση προς τα κάτω των μέχρι τώρα αισιόδοξων προβλέψεων για τις μακροοικονομικές μεταβλητές που λήφθηκαν σαν βάση για τη σύνταξη των ανωτέρων προγραμμάτων αλλά και των κρατικών προϋπολογισμών. Συνεπώς, προκύπτει επείγουσα ανάγκη για τα κράτη με δημοσιονομικές ανισορροπίες να λάβουν μέτρα με στόχο τη δημοσιονομική τους εξυγίανση σύμφωνα και με τις αρχές του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Τα μέτρα αυτά θα συμβάλουν και στην αντιμετώπιση των πληθωριστικών πιέσεων.

- Σχετικά με τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, υποδεχόμαστε ευνοϊκά την έναρξη του κύκλου 2008-2010 της ανανεωμένης στρατηγικής της Λισσαβόνας για την ανάπτυξη και την απασχόληση. Οι ευνοϊκές τάσεις στην αγορά εργασίας της ζώνης του ευρώ υποδεικνύουν ότι οι οικονομικές μεταρρυθμίσεις είχαν θετικό αποτέλεσμα. Εν τούτοις, πολλές προκλήσεις παραμένουν καθώς η συνολική απασχόληση είναι κάτω από το στόχο της Λισσαβόνας του 70% και η ανεργία ευρίσκεται ακόμα σε μη αποδεκτά επίπεδα. Επιπρόσθετα, η αύξηση της παραγωγικότητας παραμένει χαμηλή εμποδίζοντας τη γενική αύξηση των εισοδημάτων. Κατά συνέπεια, ενθαρρύνουμε ισχυρά τις μεταρρυθμιστικές προσπάθειες των κρατών μελών και ιδιαίτερα την ολοκλήρωση των αγορών και τη μείωση της ανελαστικότητας στις αγορές προϊόντων και εργασίας, την ευελιξία στην αγορά εργασίας και τη διαφοροποίηση των αποδοχών. Τα μέτρα αυτά δεν θα υποστηρίξουν μόνο την απασχόληση αλλά και θα συμβάλουν στη μείωση της αύξησης των τιμών.

■ Στη συνέντευξη που παραχώρησε ο πρόεδρος Τρισέ αμέσως μετά τη συνεδρίαση του Δ.Σ της ΕΚΤ και απαντώντας σε ερωτήσεις των δημοσιογράφων επισήμανε, μεταξύ άλλων, τα εξής:

- Η απόφαση του Δ.Σ για τη διατήρηση των επιτοκίων στο ίδιο επίπεδο υπήρξε ομόφωνη.
- Σχετικά με τη χρηματοπιστωτική αναταραχή έχουμε πει πολλές φορές ότι υπήρξε μία πολλή σημαντική διόρθωση της αγοράς (**a very significant market correction**) και ένα υψηλό επίπεδο μεταβλητότητας (**a very high level of volatility**) και αυτή η κατάσταση είναι σε εξέλιξη (was ongoing). Είμαστε οι πρώτοι που χαρακτηρίσαμε σοβαρή την κατάσταση και οι πρώτοι που λάβαμε αποφάσεις για την αντιμετώπιση αυτής.
- Για τις δευτερογενείς επιδράσεις (**second-round effects**), η αποτροπή αυτών αποτελεί ένα κλειδί της βασικής πολιτικής μας για να εξασφαλίσουμε τη σταθερότητα των τιμών και να επιτρέψουμε στις αγορές χρήματος και τις χρηματοπιστωτικές αγορές να ενσωματώσουν ένα χαμηλό επίπεδο πληθωρισμού στα διάφορα μεσο-μακροπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς. Με το να ελέγχουμε τις πληθωριστικές προσδοκίες συνεισφέρουμε και στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και την ορθή λειτουργία των αγορών. Για τη ρύθμιση των τιμών και των μισθών, πάντοτε συνιστούμε μετριοπάθεια. Για το λόγο αυτό έχουμε απευθύνει μία ηχηρή σύσταση σε όλους τους κοινωνικούς εταίρους στην Ευρώπη να αναλάβουν τις ευθύνες τους (**a very strong call on all social partners in Europe**).
- Η έρευνα τραπεζικού δανεισμού έχει δείξει ότι οι τράπεζες έχουν αυστηροποιήσει τα κριτήρια χορήγησης πιστώσεων. Ταυτόχρονα, όμως, βλέπουμε μία ισχυρή αύξηση των δανείων ιδιαίτερα προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις που έφθασε σε αξία το **14,8%** δηλαδή τρεις φορές το ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ. Αυτή η αύξηση ενδέχεται να προέρχεται: α) από το γεγονός ότι ένας αριθμός επιχειρήσεων επιθυμεί να διαθέτει όσο το δυνατόν μεγαλύτερη ρευστότητα και γι' αυτό περιορίζουν τα πιστωτικά όρια προς τους πελάτες τους β) περιορίζουν την έκδοση ομολόγων και εμπορικών χρεογράφων και την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με την έκδοση νέων μετοχών και προτιμούν να αυξάνουν τα διαθέσιμα τους με τραπεζικό δανεισμό. Υπάρχει δηλαδή ένας βαθμός υποκατάστασης. Υφίσταται μία αυξανόμενη επιβράδυνση της αύξησης των εκκρεμών δανείων προς τα νοικοκυριά και μία συνεχής μείωση των στεγαστικών δανείων.
- Η ανώμαλος κατάσταση που υπήρχε στα επιτόκια ανταλλαγής των ημερήσιων πιστώσεων (overnight swap interest rates) και των τρίμηνων διατραπεζικών επιτοκίων της αγοράς χρήματος (three-month interbank money market interest rates) έχει εξομαλυνθεί. Η επιτοκιακή διαφορά (**spread**) είναι σχεδόν η ίδια. Όμως, η αντιμετώπιση των προβλημάτων αυτών στις οικονομίες της Ευρώπης και των ΗΠΑ είναι διαφορετική διότι κάθε οικονομία έχει τα δικά της χαρακτηριστικά.
- Για όλες τις ισοτιμίες νομισμάτων συμπεριλαμβανομένης της λίρας στερλίνας, η οποία τελευταία έχει υποτιμηθεί πάρα πολύ σε σχέση με το ευρώ, ισχύει η γενική μας τοποθέτηση ότι η υπερβολική μεταβλητότητα δεν είναι επιθυμητή (**excessive volatility is not welcome**).
- Για την επιτυχία του στόχου του πληθωρισμού στο 2%, τονίζουμε ότι ορισμένες μεταβλητές αυτού μπορούν να ελεγχθούν, άλλες όχι. Για παράδειγμα, κανείς δεν μπορεί να επηρεάσει τις τιμές του πετρελαίου, των εμπορευμάτων και των γεωργικών προϊόντων οι οποίες ευθύνονται για τις πρόσφατες πληθωριστικές πιέσεις. Αντίθετα, οι οικονομικοί παράγοντες και οι ρυθμιστές των τιμών επηρεάζουν τις εγχώριες τιμές και οι κυβερνήσεις θέτουν τις διοικητικά καθοριζόμενες τιμές και τους εμμέσους φόρους που επίσης διαμορφώνουν το επίπεδο του πληθωρισμού. Συμπερασματικά, άλλες τιμές δύνανται να ελεγχθούν και άλλες όχι. Η κατάσταση του υψηλού επιπέδου πληθωρισμού παρατείνεται διότι παρατείνεται η περίοδος αύξησης των τιμών της ενέργειας, των εμπορευμάτων και των τροφίμων.

• Την 30.4.2008 η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτών Αγορών (Federal Open Market Committee, FOMC) της FED μείωσε το επιτόκιο δανεισμού μιας ημέρας (federal funds overnight rate) κατά 0,25% δηλαδή από 2,25% σε **2%**. Στην απόφαση μειώθηκαν ο Ρίτσαρντ Φίσερ, πρόεδρος της περιφερειακής ομοσπονδιακής τράπεζας του Ντάλας και ο Τσαρλ Πλόνσερ του Δ.Σ της FED που προτιμούσαν να μη μειωθούν τα επιτόκια σε αυτή τη συνεδρίαση. Στο σκεπτικό της απόφασης αναφέρεται ότι: α) τα πρόσφατα στοιχεία δείχνουν ότι η οικονομική δραστηριότητα παραμένει ασθενής. Η δαπάνη των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων είναι υποτονική και οι συνθήκες στις αγορές εργασίας έχουν παραπέρα επιδεινωθεί β) ο χρηματοπιστωτικές αγορές παραμένουν υπό μεγάλη πίεση και η

αυστηροποίηση των κριτηρίων χορήγησης πιστώσεων και η υποχώρηση του στεγαστικού τομέα είναι πιθανόν να επηρεάσουν την οικονομική ανάπτυξη στα επόμενα τρίμηνα γ) αν και ο πυρήνας του πληθωρισμού έχει κάπως βελτιωθεί, οι τιμές του πετρελαίου και των άλλων εμπορευμάτων έχουν αυξηθεί και μερικοί δείκτες πληθωριστικών προσδοκιών έχουν επίσης αυξηθεί τους τελευταίους μήνες. Η FOMC προσδοκά υποχώρηση του πληθωρισμού τα επόμενα τρίμηνα λόγω της αναμενόμενης μείωσης των τιμών του πετρελαίου και των άλλων εμπορευμάτων και της μείωσης των πιέσεων της χρησιμοποίησης των παραγωγικών πόρων και με τον τρόπο αυτό θα μειωθούν οι κίνδυνοι για την οικονομική ανάπτυξη. Η απόφαση αυτή σε συνδυασμό με τις αποφάσεις για την παροχή επιπρόσθετης ρευστότητας αναμένεται ότι θα συμβάλλουν στην επίτευξη μέτριων ρυθμών ανάπτυξης και θα μειώσουν τους καθοδικούς κινδύνους για την οικονομική ανάπτυξη. Επιπρόσθετα, το Δ.Σ της FED αποφάσισε ομόφωνα να μειώσει το προεξοφλητικό επιτόκιο (discount rate) κατά 0,25% στο 2,25%.

Μετά την ανωτέρω μείωση, η διεύρυνση της διαφοράς (interest rate differential) του βασικού επιτοκίου χρηματοδότησης της ζώνης του ευρώ (4%) και των ΗΠΑ (2%) αυξήθηκε στο 2%. Ενίσχυση, όμως, του ευρώ δεν υπήρξε αλλά αντίθετα συνέχισε να ενισχύεται το δολάριο ΗΠΑ λόγω των ευνοϊκών οικονομικών στοιχείων που ανακοινώθηκαν και λόγω της πτώσης των τιμών του πετρελαίου.

► Στη συνεδρίασή του της **8.5.2008 που έλαβε χώρα στην Αθήνα**, το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου Χοακίν Αλμούνια, αποφάσισε να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα. Η εξέλιξη αυτή ενίσχυσε ακόμα περισσότερο την άποψη της αγοράς ότι, παρά την υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας, τα επιτόκια της ζώνης του ευρώ θα παραμείνουν σταθερά για ορισμένο χρονικό διάστημα εντός του έτους προκειμένου να αντιμετωπισθούν οι πληθωριστικές πιέσεις. Στην εισαγωγική του δήλωση ο πρόεδρος της ΕΚΤ Ζαν Κλωντ Τρισέ τόνισε τα εξής:

• Με βάση την τακτική οικονομική και νομισματική ανάλυση που διενεργούμε, αποφασίσαμε στη σημερινή συνεδρίαση ότι τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ θα παραμείνουν αμετάβλητα. Οι ρυθμοί πληθωρισμού έχουν αυξηθεί σημαντικά (**Inflation rates have risen significantly**) από το φθινόπωρο, κυρίως λόγω των αυξήσεων των τιμών της ενέργειας και των τροφίμων. Όπως έχουμε αναφέρει και σε προηγούμενες περιστάσεις, οι ρυθμοί πληθωρισμού αναμένεται να παραμείνουν σε υψηλά επίπεδα για μάλλον παρατεταμένη χρονική περίοδο και στη συνέχεια θα μειωθούν σταδιακά. Οι πιο πρόσφατες πληροφορίες επιβεβαιώνουν την εκτίμησή μας ότι επικρατούν ανοδικοί κίνδυνοι διατάραξης της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα, υπό συνθήκες συνεχιζόμενης πολύ έντονης νομισματικής και πιστωτικής επέκτασης. Ταυτόχρονα, τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ είναι υγιή και τα εισερχόμενα μακροοικονομικά στοιχεία συνεχίζουν να καταδεικνύουν συγκρατημένη, αλλά συνεχιζόμενη αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ. Ωστόσο, ο βαθμός της αβεβαιότητας που οφείλεται στην αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές παραμένει ασυνήθιστα υψηλός και οι εντάσεις επιμένουν ακόμη. Στο πλαίσιο αυτό, τονίζουμε ότι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα αποτελεί τον πρωταρχικό μας στόχο σύμφωνα με την εντολή που μας έχει ανατεθεί. Η σταθεροποίηση των μεσο-μακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό αποτελεί ύψιστη προτεραιότητα. Το Διοικητικό Συμβούλιο εμμένει σθεναρά στη δέσμευσή του να αποτρέψει την εκδήλωση δευτερογενών επιδράσεων και ανοδικών κινδύνων διατάραξης της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα. Πιστεύουμε ότι η παρούσα κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής θα συμβάλει στην επίτευξη του στόχου μας. Θα συνεχίσουμε να παρακολουθούμε πολύ προσεκτικά όλες τις εξελίξεις τις προσεχείς εβδομάδες.

• Οικονομική ανάλυση:

Οι πιο πρόσφατες πληροφορίες και στοιχεία ερευνών σχετικά με την οικονομική δραστηριότητα επιβεβαιώνουν τις προηγούμενες προσδοκίες για συγκρατημένη, αλλά συνεχιζόμενη ανάπτυξη το πρώτο εξάμηνο του 2008. Πιο συγκεκριμένα, τα στοιχεία για τη βιομηχανική παραγωγή τους πρώτους μήνες του έτους έδειξαν ανθεκτικότητα, ενώ ο δείκτης οικονομικού κλίματος συνέχισε γενικά να υποχωρεί (**economic sentiment generally continued to soften**). Συνολικά, η οικονομία της ζώνης του ευρώ διαθέτει υγιή θεμελιώδη μεγέθη και δεν αντιμετωπίζει σημαντικές ανισορροπίες.

Σύμφωνα με τις διαθέσιμες προβλέψεις, τόσο η εγχώρια όσο και η εξωτερική ζήτηση αναμένεται να στηρίξουν την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ το 2008, αν και σε μικρότερο βαθμό από ό,τι στη διάρκεια του 2007. Ενώ επιβραδύνεται, η ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας αναμένεται να παραμείνει ανθεκτική, επωφελούμενη κυρίως από την έντονη ανάπτυξη των αναδυόμενων οικονομιών. Το γεγονός αυτό αναμένεται να συνεχίσει να στηρίζει την εξωτερική ζήτηση της ζώνης του ευρώ. Παράλληλα, η άνοδος των επενδύσεων στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να παρέχει συνεχή στήριξη στην οικονομική δραστηριότητα, καθώς ο βαθμός χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού παραμένει υψηλός και η κερδοφορία στον τομέα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων διατηρείται. Ταυτόχρονα, η απασχόληση και η συμμετοχή στο εργατικό δυναμικό αυξήθηκαν σημαντικά και τα ποσοστά ανεργίας μειώθηκαν σε επίπεδα πρωτοφανή για την τελευταία 25ετία. Αυτό στηρίζει την αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος και συνεπώς της κατανάλωσης, αν και η αγοραστική δύναμη περιορίζεται από την επίδραση που ασκεί η άνοδος των τιμών της ενέργειας και των τροφίμων (**purchasing power is being dampened by the impact of higher energy and food prices**).

Η αβεβαιότητα που χαρακτηρίζει αυτές τις προοπτικές για την οικονομική ανάπτυξη εξακολουθεί να είναι υψηλή και επικρατούν καθοδικοί κίνδυνοι. Πιο συγκεκριμένα, οι κίνδυνοι συνδέονται με το ενδεχόμενο η αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές να έχει δυσμενέστερη επίδραση στην πραγματική οικονομία από ό,τι αναμενόταν προηγουμένως (**risks relate to the potential for the financial market turbulence to have a more negative impact on the real economy than previously anticipated**). Επιπλέον, καθοδικοί κίνδυνοι απορρέουν από τη μειωτική επίδραση στην κατανάλωση και τις επενδύσεις λόγω περαιτέρω μη αναμενόμενων αυξήσεων των τιμών της ενέργειας και των τροφίμων. Κινδύνους εγκυμονούν επίσης οι πιέσεις για προστατευτισμό και πιθανές μη ομαλές εξελίξεις λόγω των παγκόσμιων ανισορροπιών.

Όσον αφορά την εξέλιξη των τιμών, ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού βάσει του **ΕνΔΤΚ** παρέμεινε άνω του 3% τους τελευταίους έξι μήνες. Σύμφωνα με την προκαταρκτική εκτίμηση της Eurostat, ήταν **3,3% τον Απρίλιο του 2008**. Αυτός ο ρυθμός επιβεβαιώνει τις συνεχιζόμενες έντονες βραχυπρόθεσμες ανοδικές πιέσεις στον πληθωρισμό, οι οποίες οφείλονται σε μεγάλο βαθμό στις απότομες αυξήσεις των διεθνών τιμών της ενέργειας και των τροφίμων τους τελευταίους μήνες.

Όσον αφορά τις μελλοντικές προοπτικές, σύμφωνα με τις σημερινές τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης για τα προαναφερόμενα εμπορεύματα, ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ είναι πιθανόν να παραμείνει σημαντικά υψηλότερος του 2% τους επόμενους μήνες και να υποχωρήσει μόνο σταδιακά στη διάρκεια του 2008. Κατά συνέπεια, διανύουμε επί του παρόντος μια μάλλον παρατεταμένη περίοδο υψηλών ρυθμών πληθωρισμού. Προκειμένου οι τρέχοντες υψηλοί ρυθμοί πληθωρισμού να παραμείνουν προσωρινοί, είναι επιτακτικό να μην ενσωματωθούν σε μονιμότερη βάση στις πιο μακροπρόθεσμες προσδοκίες ούτε να οδηγήσουν σε ευρείας κλίμακας δευτερογενείς επιδράσεις στη διαδικασία καθορισμού των μισθών και των τιμών.

Οι κίνδυνοι για τις προοπτικές του πληθωρισμού μεσοπρόθεσμα παραμένουν σαφώς ανοδικό (**The risks to the outlook for inflation over the medium term remain clearly on the upside**). Σε αυτούς περιλαμβάνονται το ενδεχόμενο περαιτέρω ανόδου των τιμών της ενέργειας και των τροφίμων, καθώς και αυξήσεων των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών και των έμμεσων φόρων πέρα από τις ήδη προβλεπόμενες. Και το κυριότερο, υπάρχει ο κίνδυνος η μισθολογική και τιμολογιακή συμπεριφορά να επαυξήσει τις πληθωριστικές πιέσεις. Πιο συγκεκριμένα, η τιμολογιακή δύναμη των επιχειρήσεων, κυρίως σε τμήματα της αγοράς με χαμηλό ανταγωνισμό, μπορεί να αποδειχθεί ισχυρότερη από ό,τι αναμένεται σήμερα. Επιπλέον, ενδέχεται να σημειωθούν μεγαλύτερες από τις αναμενόμενες μισθολογικές αυξήσεις, εάν ληφθούν υπόψη ο υψηλός βαθμός χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού, οι συνθήκες στενότητας στις αγορές εργασίας και ο κίνδυνος εκδήλωσης δευτερογενών επιδράσεων λόγω του υψηλού επιπέδου των σημερινών ρυθμών πληθωρισμού.

Στο πλαίσιο αυτό, είναι επιτακτικό όλα τα εμπλεκόμενα μέρη, τόσο στον ιδιωτικό όσο και στο δημόσιο τομέα, να ανταποκριθούν στις ευθύνες τους. Κατά τον καθορισμό των μισθών πρέπει να λαμβάνονται υπόψη η εξέλιξη της παραγωγικότητας, το ακόμη υψηλό επίπεδο της ανεργίας σε πολλές οικονομίες και η διεθνής ανταγωνιστικότητα ως προς τις τιμές. Η συγκράτηση της ανόδου του κόστους εργασίας είναι απαραίτητη ιδίως σε χώρες που έχουν υποστεί μείωση της ανταγωνιστικότητάς τους ως προς τις τιμές τα τελευταία έτη (**Moderate labour cost increases are particularly necessary in countries which have lost price**

competitiveness in recent years). Πρέπει να αποφευχθούν οι δευτερογενείς επιδράσεις που προκύπτουν από τον αντίκτυπο της ανόδου των τιμών της ενέργειας και των τροφίμων στη μισθολογική και τιμολογιακή συμπεριφορά. Υπό αυτές τις συνθήκες, το Διοικητικό Συμβούλιο ανησυχεί για την ύπαρξη συστημάτων τιμαριθμικής αναπροσαρμογής των ονομαστικών μισθών με βάση τις τιμές καταναλωτή. Συστήματα τέτοιου είδους ενέχουν τον κίνδυνο οι ανοδικές διαταραχές του πληθωρισμού να οδηγήσουν σε πληθωριστική δίνη μισθών-τιμών, με επιζήμιες συνέπειες για την απασχόληση και την ανταγωνιστικότητα στις εν λόγω χώρες. Για το λόγο αυτό, το Διοικητικό Συμβούλιο ζητεί να αποφεύγονται τέτοια συστήματα. Το Διοικητικό Συμβούλιο παρακολουθεί τις μισθολογικές διαπραγματεύσεις στη ζώνη του ευρώ με ιδιαίτερη προσοχή. Κατά την άποψη του Διοικητικού Συμβουλίου, η τήρηση υπεύθυνης στάσης κατά τη σύναψη μισθολογικών συμφωνιών είναι καίριας σημασίας, ούτως ώστε να διαφυλαχθεί η σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα και συνεπώς η αγοραστική δύναμη όλων των πολιτών της ζώνης του ευρώ.

• **Νομισματική ανάλυση:**

Η νομισματική ανάλυση επιβεβαιώνει ότι σε μεσο-μακροπρόθεσμους ορίζοντες επικρατούν ανοδικοί κίνδυνοι διατάραξης της σταθερότητας των τιμών. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του **M3 παρέμεινε πολύ έντονος στο 10,3% το Μάρτιο**, ωθούμενος από τη συνεχή ισχυρή άνοδο των δανείων των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (NXI) προς τον ιδιωτικό τομέα. Ταυτόχρονα, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του M1 συνέχισε να υποχωρεί το Μάρτιο, αντανακλώντας την άνοδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων η οποία ενθάρρυνε την περαιτέρω στροφή των επενδύτων από τις καταθέσεις μίας ημέρας προς τις καταθέσεις προθεσμίας. Η επίδραση της περιορισμένης κλίσης της καμπύλης αποδόσεων και άλλοι πρόσκαιροι παράγοντες υποδηλώνουν ότι ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M3 επί του παρόντος υπερεκτιμά τον υποκείμενο ρυθμό νομισματικής επέκτασης. Ωστόσο, ακόμη και αφού ληφθούν υπόψη αυτές οι επιδράσεις, η αξιολόγηση σε ευρεία βάση των πιο πρόσφατων στοιχείων επιβεβαιώνει ότι ο υποκείμενος ρυθμός νομισματικής και πιστωτικής επέκτασης παραμένει ισχυρός.

Ο ρυθμός αύξησης του δανεισμού των νοικοκυριών επιβραδύνθηκε τους τελευταίους μήνες (**The growth of household borrowing has moderated over recent months**), αντανακλώντας την επίδραση των υψηλότερων βραχυπρόθεσμων επιτοκίων και την υποχώρηση της συναλλακτικής δραστηριότητας στις αγορές κατοικιών σε διάφορες περιοχές της ζώνης του ευρώ. Ωστόσο, ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις παραμένει πολύ έντονος (**However, the growth of loans to non-financial corporations has remained very robust**). Αν και μπορεί να αναμένεται κάποια υποχώρηση στο μέλλον υπό το φως των λιγότερο ευνοϊκών συνθηκών χρηματοδότησης και της βραδύτερης οικονομικής ανάπτυξης, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των τραπεζικών δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις της ζώνης του ευρώ ήταν **15%** το δωδεκάμηνο έως το Μάρτιο του 2008, και η ροή των δανείων τους τελευταίους μήνες είναι έντονη.

Προς το παρόν δεν υπάρχουν επαρκή στοιχεία που να καταδεικνύουν ότι η αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές από τις αρχές Αυγούστου του 2007 έχει επηρεάσει σημαντικά την εξέλιξη της ποσότητας χρήματος με την ευρεία έννοια και των δανείων. Η συνεχιζόμενη έντονη αύξηση των δανείων προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις υποδηλώνει ότι μέχρι στιγμής η προσφορά τραπεζικών πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις της ζώνης του ευρώ δεν έχει υποστεί σημαντική δυσμενή επίδραση από την αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Θα χρειαστούν περισσότερα στοιχεία και περαιτέρω ανάλυση προκειμένου να διαμορφωθεί μια πιο ολοκληρωμένη εικόνα της επίδρασης που ασκούν οι εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές στους ισολογισμούς των τραπεζών, στις συνθήκες χρηματοδότησης, καθώς και στη νομισματική και πιστωτική επέκταση.

• Συνδυαστικά, η διασταύρωση των αποτελεσμάτων της οικονομικής ανάλυσης με τα στοιχεία που προκύπτουν από τη νομισματική ανάλυση επιβεβαιώνει σαφώς την εκτίμηση ότι επικρατούν ανοδικοί κίνδυνοι διατάραξης της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα, υπό συνθήκες πολύ έντονης νομισματικής και πιστωτικής επέκτασης και χωρίς διαφαινόμενους σημαντικούς περιορισμούς της προσφοράς τραπεζικών δανείων. Τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ είναι υγιή και τα εισερχόμενα μακροοικονομικά στοιχεία συνεχίζουν να καταδεικνύουν συγκρατημένη, αλλά συνεχιζόμενη αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ. Ωστόσο, ο βαθμός της αβεβαιότητας που πηγάζει από την αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές εξακολουθεί να είναι υψηλός. Στο πλαίσιο αυτό, τονίζουμε ότι η σταθεροποίηση των μεσο-μακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό αποτελεί ύψιστη προτεραιότητα για το Διοικητικό Συμβούλιο. Πιστεύουμε ότι η παρούσα κατεύθυνση

της νομισματικής πολιτικής θα συμβάλει στην επίτευξη αυτού του στόχου. Το Διοικητικό Συμβούλιο εμμένει σθεναρά στη δέσμευσή του να αποτρέψει την εκδήλωση δευτερογενών επιδράσεων (**The Governing Council remains strongly committed to preventing second-round effects**) και ανοδικών κινδύνων διατάραξης της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα. Θα συνεχίσουμε να παρακολουθούμε πολύ προσεκτικά όλες τις εξελίξεις τις προσεχείς εβδομάδες.

- Όσον αφορά τη δημοσιονομική πολιτική, σύμφωνα με την τελευταία πρόβλεψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής το 2008 αναμένεται άνοδος του λόγου του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης στη ζώνη του ευρώ και περαιτέρω μικρή αύξησή του το 2009 (**a rise in the euro area general government deficit ratio in 2008, followed by a further small increase in 2009**). Αυτή η επιδείνωση αντανάκλα εν μέρει το λιγότερο ευνοϊκό οικονομικό περιβάλλον και μια ενδεχόμενη αντιστροφή των εκτάκτων εσόδων που είχαν πραγματοποιηθεί τα περασμένα έτη. Ωστόσο, αντανάκλα επίσης την ανακοπή της προόδου προς τη δημοσιονομική προσαρμογή καθώς και τη λήψη νέων μέτρων που οδηγούν σε αύξηση του ελλείμματος σε ορισμένες χώρες με δημοσιονομικές ανισορροπίες, συμπεριλαμβανομένων κάποιων χωρών με υψηλά ελλείμματα. Για αρκετές χώρες, η επίτευξη των μεσοπρόθεσμων στόχων τους μέχρι το 2010 το αργότερο, δέσμευση που ανέλαβαν οι κυβερνήσεις της ζώνης του ευρώ στο Βερολίνο τον Απρίλιο του 2007, εμφανίζεται ως ιδιαίτερα επισφαλής. Σε αυτές τις χώρες είναι επιβεβλημένη η εφαρμογή πολύ πιο φιλόδοξων πολιτικών. Σε όλες τις χώρες, η άσκηση συνετής δημοσιονομικής πολιτικής θα συνέβαλλε επίσης στην εξουδετέρωση των σημερινών πληθωριστικών πιέσεων.

- Στην παρούσα συγκυρία, είναι επίσης σημαντικό να ενισχυθεί το πρόγραμμα διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, ιδίως με σκοπό να προαχθεί η ενοποίηση των αγορών και να μειωθούν οι δυσκαμψίες στις αγορές προϊόντων και εργασίας. Πρωτοβουλίες πολιτικής που αποσκοπούν στην ενίσχυση του ανταγωνισμού σε τμήματα της αγοράς με χαμηλό ανταγωνισμό, όπως οι υπηρεσίες και η ενέργεια, θα επιτρέψουν την προσαρμογή της τιμολογιακής συμπεριφοράς και συνεπώς θα συμβάλουν στη μείωση των πληθωριστικών πιέσεων. Επιπλέον, πολιτικές που αποβλέπουν στην επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας σε μακροχρόνια βάση θα συντελέσουν σε χαμηλότερες αυξήσεις του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και εν τέλει στην άνοδο της απασχόλησης.

■ Στη συνέντευξη που παραχώρησε ο πρόεδρος Τρισέ στο Ζάππειο Μέγαρο, αμέσως μετά τη συνεδρίαση του Δ.Σ της ΕΚΤ, και απαντώντας σε ερωτήσεις των δημοσιογράφων επισήμανε, μεταξύ άλλων, τα εξής:

- Η απόφαση του Δ.Σ ήταν ομόφωνη. Είναι σαφές ότι με το να διατηρήσουμε τα επιτόκια αμετάβλητα συμβάλλουμε στην επίτευξη του πρωταρχικού μας στόχου που είναι η σταθερότητα των τιμών. Ευρισκόμαστε σε μια φάση διαρκούς συναγερμού (**we are in a state of permanent alertness**).

- Ο πληθωρισμός θα παραμείνει σε υψηλά επίπεδα για περισσότερο χρόνο από ότι αρχικά αναμενόταν πριν να αρχίσει σταδιακά να υποχωρεί. Το γεγονός ότι υποχώρησε από 3,6% στο 3,3%, δεν αλλάζει αυτή την αντίληψη διότι υπάρχει υψηλή μεταβλητότητα των μεγεθών και πάντα προβλέπουμε όχι σε βραχυπρόθεσμο αλλά σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα.

- Η χρηματοπιστωτική αναταραχή είναι ένα φαινόμενο σε εξέλιξη (**financial turbulence is an ongoing phenomenon**) και η διόρθωση της αγοράς αποτελεί μία σύνθετη διαδικασία. Ένας αριθμός αποφάσεων λήφθηκε και από τις δύο πλευρές του Ατλαντικού για να αντιμετωπισθούν οι εντάσεις στις αγορές. Ενισχύουμε τη ρευστότητα διότι υπήρξαν πολλά αιτήματα χρηματοπιστωτικών και μη ιδρυμάτων διότι προσωρινά αντιμετωπίζουν τέτοια προβλήματα και επιπρόσθετα προσπαθούμε να επαναφέρουμε το επίπεδο των επιτοκίων στην αγορά χρήματος και τη διατραπεζική αγορά σε ομαλά επίπεδα.

- Για την κατάσταση των οικονομιών της Ευρωζώνης έχουμε επανειλημμένα τονίσει ότι πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στους δείκτες του κόστους ανταγωνιστικότητας και στους σχετικούς δείκτες ανταγωνιστικότητας σε χώρες ή οικονομίες όπου παρατηρήθηκε μία χειροτέρευση της ανταγωνιστικότητας και όπου το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών είναι σημαντικό και ταυτόχρονα η ανεργία είναι υψηλή.

- Έχει διαπιστωθεί μία συνεχής αυστηροποίηση των κριτηρίων παροχής πιστώσεων (**tightening of credit standards**) το πρώτο τρίμηνο του 2008. Είχαμε μία καθαρή σύσφιξη των κριτηρίων χορήγησης δανείων 49% από 41% το τελευταίο τρίμηνο του 2007. Ειδικότερα για τα δάνεια προς τα νοικοκυριά τα ποσοστά ήσαν 33% έναντι 21% το τελευταίο τρίμηνο του 2007. Εν τούτοις, τα δάνεια προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις αυξήθηκαν κατά 15% σε σύγκριση με το 14.8% ένα μήνα πριν. Είναι σίγουρο ότι υπάρχει ένας βαθμός

υποκατάστασης. Οι επιχειρήσεις αντί να εκδίδουν ομόλογα, εμπορικά γραμμάτια και άλλα χρεόγραφα για να αντιμετωπίσουν τις δανειακές τους ανάγκες, στρέφονται προς τον τραπεζικό δανεισμό.

- Αναφορικά με τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, παρατηρήσατε ότι αλλάξαμε τη φράση στην πρόσφατη σύνοδο του G7. Σχετικά με το δολάριο, συμμεριζόμεθα την άποψη των αρχών των ΗΠΑ ότι ένα **ισχυρό δολάριο** είναι προς το συμφέρον της αμερικανικής οικονομίας.

- Αποκλείεται πλήρως (**is totally excluded**) να **αλλάξουμε το στόχο για τον πληθωρισμό** δηλαδή κάτω αλλά πλησίον του 2% (below but close to 2%). Εάν υποθέσουμε ότι αυξάναμε σε μεγαλύτερα επίπεδα το στόχο, τότε δεν θα μπορούσαμε να συγκρατήσουμε τις πληθωριστικές προσδοκίες και τελικά θα συμβάλλαμε σε αύξηση των επιτοκίων της αγοράς.

- Επαναλαμβάνουμε ότι οι κοινωνικοί εταίροι πρέπει να αναλάβουν τις ευθύνες τους ώστε να υπάρξει μέτρια αύξηση των μισθών. Ιδιαίτερα σε χώρες με σχετικά υψηλό ρυθμό πληθωρισμού και με απώλεια ανταγωνιστικότητας είναι απολύτως αναγκαία η συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων. Για τις αυξήσεις των μισθών πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η αύξηση της παραγωγικότητας, οι συνθήκες στην αγορά εργασίας και οι εξελίξεις στις ανταγωνιστικές οικονομίες.

- Τα κράτη μέλη πρέπει να αποφύγουν να δημιουργήσουν επιπρόσθετα προβλήματα για τον πληθωρισμό αυξάνοντας τους έμμεσους φόρους και τις διοικητικές τιμές.

- Είμαστε σταθερά προσηλωμένοι στη Συνθήκη που έχει θεσμοθετήσει την ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών. Δεν δεχόμαστε υποδείξεις έξωθεν. Εξ άλλου το καθεστώς αυτό επικροτούν και οι Ευρωπαίοι πολίτες. Στην τελευταία δημοσκόπηση το 78% των πολιτών τάχθηκε υπέρ της ανεξαρτησίας της ΕΚΤ.

► Στη συνεδρίασή του της **5.6.2008** το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του προέδρου του Eurogroup Γιούνκερ, αποφάσισε να αφήσει τα **επιτόκια αμετάβλητα**. Όμως, οι επιθετικές δηλώσεις του προέδρου Τρισέ κατά της αύξησης του πληθωρισμού και το γεγονός ότι ένας αριθμός μελών του Δ.Σ της ΕΚΤ τάχθηκε υπέρ της αύξησης των επιτοκίων, οδήγησαν τους αναλυτές στο συμπέρασμα ότι επικείμεται αύξηση κατά 0,25% των επιτοκίων στη συνεδρίαση της 3.7.2008 ενώ ορισμένοι άλλοι προεξοφλούσαν και μια δεύτερη αύξηση κατά 0,25% μέχρι το τέλος του 2008. Στην εισαγωγική του δήλωση ο πρόεδρος της ΕΚΤ Ζαν Κλωντ Τρισέ τόνισε τα εξής:

- Με βάση την τακτική οικονομική και νομισματική ανάλυση, αποφασίσαμε στη σημερινή συνεδρίαση ότι τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ θα παραμείνουν αμετάβλητα. Ταυτόχρονα, επισημαίνουμε ότι οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα αυξήθηκαν περισσότερο (At the same time, we noted that **risks to price stability over the medium term have increased further**). Ο πληθωρισμός αυξήθηκε από το περασμένο Φθινόπωρο κύρια λόγω της ισχυρής ανόδου των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων. Οι μεγάλοι κίνδυνοι για τον πληθωρισμό προκύπτουν και από το υψηλό επίπεδο της νομισματικής και πιστωτικής επέκτασης. Τα θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα της ζώνης του ευρώ είναι υγιή. Το ΔΣ παρακολουθεί πολύ στενά τις εξελίξεις και ευρίσκεται σε μία κατάσταση πολύ υψηλού συναγερμού (**in a state of heightened alertness**).

- Οικονομική ανάλυση:

Η αύξηση του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ σε τριμηνιαία βάση κατά 0,8% το πρώτο τρίμηνο του 2008 ξεπέρασε κάθε προσδοκία. Αυτό οφείλεται σε προσωρινούς παράγοντες όπως ήταν σε ορισμένες περιοχές ο ασυνήθιστος ήπιος χειμώνας που ευνόησε την οικοδομική δραστηριότητα. Εν τούτοις, η μεγάλη αυτή αύξηση μπορεί μερικά να συμψηφισθεί με την αύξηση του δεύτερου τριμήνου. Για το λόγο αυτό ασφαλέστερα συμπεράσματα θα εξαχθούν για το σύνολο του πρώτου εξαμήνου του 2008. Οι μακροοικονομικές προβολές του Ιουνίου του προσωπικού του Ευρωσυστήματος (**Eurosystem staff macroeconomic projections**) καταγράφουν μία αύξηση του ΑΕΠ μεταξύ 1,5% και 2,1% για το 2008 και μεταξύ 1% και 2% για το 2009. Συγκριτικά με τις προβολές του προσωπικού της ΕΚΤ του Μαρτίου η τρέχουσα πρόβλεψη είναι στο ανώτατο επίπεδο του Μαρτίου κύρια λόγω της καλής επίδοσης του πρώτου τριμήνου του 2008 ενώ για το 2009 τα όρια πρόβλεψης προσαρμόσθηκαν προς τα κάτω κύρια λόγω της αύξησης των τιμών των εμπορευμάτων τους τελευταίους μήνες. Κατά την άποψη του Δ.Σ, αυτή η αβεβαιότητα για την οικονομική ανάπτυξη παραμένει υψηλή και υπερέρχουν οι καθοδικοί κίνδυνοι. Στην προοπτική αυτή συμβάλλει η αρνητική επίδραση της χρηματοπιστωτικής αναταραχής στην πραγματική οικονομία. Παραπέρα αρνητικές επιπτώσεις μπορεί να προκύψουν από τη μείωση της κατανάλωσης και των επενδύσεων και από τυχόν επιπρόσθετες και μη αναμενόμενες αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων, από τυχόν προστατευτικά μέτρα και την πιθανότητα διεθνών ανισορροπιών.

Με βάση τις σημερινές τιμές των προθεσμιακών συμβολαίων, ο πληθωρισμός είναι πιθανόν να παραμείνει πάνω από το 3% το προσεχές διάστημα και να αρχίσει να υποχωρεί σταδιακά το 2009 (**HICP inflation rate is likely to remain above 3% for some time to come, before moderating only gradually in 2009**). (Είναι η πρώτη φορά που η ΕΚΤ αναιρεί την πρόβλεψη ότι ο πληθωρισμός θα αρχίσει να υποχωρεί μέσα στο 2008 και μεταθέτει αυτό το χρονικό διάστημα της καθόδου το 2009}. Οι μακροοικονομικές προβολές του Ιουνίου του προσωπικού του Ευρωσυστήματος (Eurosystem staff macroeconomic projections) καταγράφουν μία αύξηση του εναρμονισμένου δείκτη τιμών καταναλωτή μεταξύ 3,2% και 3,6% για το 2008 και μεταξύ 1,8% και 3% για το 2009. Συγκριτικά με τις προβολές του προσωπικού της ΕΚΤ του Μαρτίου η τρέχουσα πρόβλεψη είναι σε ανώτερο επίπεδο για το 2008 και το 2009 αντανακλώντας τις υψηλότερες τιμές του πετρελαίου και των τροφίμων και τις αυξανόμενες πληθωριστικές πιέσεις στον τομέα των υπηρεσιών. Οι υποθέσεις στις οποίες έχουν βασισθεί οι ανωτέρω προβολές είναι ο πρόσφατος δυναμισμός των τιμών του πετρελαίου και των άλλων εμπορευμάτων που θα ατονήσει κάπως σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα και ότι δεν θα υπάρξουν δευτερογενείς επιδράσεις από την αύξηση των μισθών. Κατά την άποψη του Δ.Σ., σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα οι κίνδυνοι για τον πληθωρισμό είναι ανοδικοί και έχουν αυξηθεί ακόμα περισσότερο. Για το λόγο αυτό ο δημόσιος και ο ιδιωτικός τομέας της οικονομίας πρέπει να αναλάβουν τις ευθύνες τους. Να λάβουν υπόψη την αύξηση της παραγωγικότητας, το υψηλό ακόμη επίπεδο της ανεργίας σε πολλές οικονομίες και την ανταγωνιστικότητα των τιμών. Οποσδήποτε πρέπει να μην υλοποιηθούν οι κίνδυνοι δευτερογενών επιδράσεων που προκύπτουν από τις αυξημένες τιμές της ενέργειας και των τροφίμων και από τον καθορισμό των τιμών. Ιδιαίτερα, να μην ισχύσουν ρήτρες τιμαριθμικής αναπροσαρμογής των μισθών που μπορεί να οδηγήσουν σε ένα φαύλο πληθωριστικό κύκλο και να προκαλέσουν πληθωριστικές ταραχές (**upward shocks in inflation**).

• Νομισματική ανάλυση:

Η νομισματική ανάλυση επιβεβαιώνει ότι σε μεσο-μακροπρόθεσμο ορίζοντα ανοδικοί κίνδυνοι διατάραξης της σταθερότητας των τιμών. Το M3 παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα τον Απρίλιο ενώ το στενότερο νομισματικό μέγεθος M1 συνέχισε να αυξάνεται με μετριότερους ρυθμούς λόγω των υψηλών επιτοκίων που μετέβαλλαν τις προτιμήσεις των επενδυτών από τις καταθέσεις μίας ημέρας προς τις προθεσμιακές καταθέσεις. Αντίθετα, ο δανεισμός προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις αυξήθηκε τον Απρίλιο με ετήσιο ρυθμό 14,9%. Παρά το γεγονός ότι αναμένεται ένας μετριασμός σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα κύρια λόγω της υποχώρησης της οικονομικής δραστηριότητας, της χρηματοπιστωτικής αναταραχής και της σύσφιξης της νομισματικής πολιτικής, εν τούτοις οι ανοδικοί κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών είναι εμφανείς.

• Συνδυαστικά, η διασταύρωση των αποτελεσμάτων της οικονομικής ανάλυσης με τα στοιχεία που προκύπτουν από τη νομισματική ανάλυση επιβεβαιώνει την εκτίμηση για ανοδικούς πληθωριστικούς κινδύνους. Οι κίνδυνοι αυτοί έχουν αυξηθεί περισσότερο το τελευταίο χρονικό διάστημα όπως δείχνει η αύξηση του πληθωρισμού το Μάιο στο 3,6%. Για το λόγο αυτό, το Δ.Σ της ΕΚΤ ευρίσκει σε μία κατάσταση επαυξημένης επαγρύπνησης.

• Όσον αφορά τη δημοσιονομική πολιτική, το Δ.Σ υποδέχεται ευνοϊκά τους προσανατολισμούς του Συμβουλίου ECOFIN της 13.5.2008 για την επίτευξη των στόχων δημοσιονομικής εξυγίανσης μέχρι το έτος 2010 το αργότερο. Επιτυγχάνοντας και διατηρώντας υγιείς δημοσιονομικές θέσεις, επιτρέπει την ελεύθερη λειτουργία των αυτόματων σταθεροποιητών (**for the free working of automatic stabilisers**) πράγμα που συμβάλλει και στην αντιμετώπιση του προβλήματος της γήρανσης του πληθυσμού.

• Σχετικά με τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, το Δ.Σ επαναλαμβάνει ότι η πλήρης υποστήριξη της ενίσχυσης του ανταγωνισμού αυξάνει την παραγωγικότητα και την ευελίξια των αγορών. Εναντίον του περιβάλλοντος αύξησης των τιμών των εμπορευμάτων πρέπει να αντιτάξουμε την άρση των εμποδίων του ανταγωνισμού στα διάφορα στάδια της αλυσίδας παραγωγής και ιδιαίτερα στους τομείς των λιανικών πωλήσεων και της διανομής πράγμα που θα οδηγήσει στη μείωση των τιμών. Είναι επιθυμητή η έρευνα για την απόδοση της κοινής αγροτικής πολιτικής ενώ πρέπει να επιδιωχθεί συμφωνία στα πλαίσια του Γύρου της Ντόχα του Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου.

■ Στη συνέντευξη που παραχώρησε ο πρόεδρος Τρισέ, αμέσως μετά τη συνεδρίαση του Δ.Σ της ΕΚΤ, και απαντώντας σε ερωτήσεις των δημοσιογράφων επισήμανε, μεταξύ άλλων, τα εξής:

- Στη σημερινή συνεδρίαση, ορισμένα μέλη του Δ.Σ τάχτηκαν υπέρ της αύξησης των επιτοκίων αλλά σε μια μεταγενέστερη συνεδρίαση ενώ άλλα έκριναν ότι δεν συντρέχουν οι προϋποθέσεις για να προβούμε σε μια τέτοια ενέργεια.
- Κατάσταση υψηλού συναγερμού (**state of heightened alertness**) σημαίνει ότι δεν αποκλείεται στην επόμενη συνεδρίαση να αυξήσουμε τα επιτόκια κατά ένα μικρό ποσοστό εάν η πληροφόρηση που θα είναι διαθέσιμη τότε μας πείσει ότι αυτό είναι αναγκαίο. Δεν υποστηρίζουμε ότι είναι βέβαιο αλλά ότι είναι πιθανόν.
- Έχω τονίσει στο παρελθόν ότι δηλώσεις σαν αυτές του προέδρου της FED Μπεν Μπερνάκι και του υπουργού οικονομικών των ΗΠΑ Χανκ Πόλσον που τάσσονται υπέρ ενός ισχυρού δολαρίου είναι ευπρόσδεκτες.
- Δεν αυξήσαμε σήμερα τα επιτόκια διότι δεν είμαστε ομόφωνοι για τα συμπεράσματα της οικονομικής και νομισματικής ανάλυσης δηλαδή δεν υπήρχαν οι προϋποθέσεις για να ληφθεί η άριστη απόφαση. Για την επόμενη συνεδρίαση της 3.7.2008 επαναλαμβάνουμε ότι η αύξηση των επιτοκίων δεν είναι σίγουρη αλλά πιθανή.
- Για την παροχή στα πιστωτικά ιδρύματα ρευστότητας σε δολάρια ΗΠΑ, τονίζουμε ότι υπάρχει μια άριστη συνεργασία μεταξύ της ΕΚΤ και της FED και είμαστε ικανοποιημένοι για τον τρόπο με τον οποίο λειτουργεί.
- Οι προβολές του προσωπικού του Ευρωσυστήματος και της ΕΚΤ δεν είναι οι μόνες που λαμβάνει υπόψη το Δ.Σ. Τις συγκρίνουμε με τις προβλέψεις και των άλλων διεθνών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και αποδεικνύεται ότι δεν διαφέρουν σημαντικά μεταξύ τους. Το συμπέρασμα που εξάγεται από όλα τα στοιχεία είναι ότι οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών έχουν περαιτέρω αυξηθεί (**the risks for price stability have further increased**).
- Διευκρινίζουμε ότι όταν λέγουμε ότι στόχος μιας κεντρικής τράπεζας είναι να εξασφαλίσει τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα εννοούμε το διάστημα μεταξύ 18 μηνών και 2 ετών (**the medium term for a central bank is a period of 18 months to two years**).
- Αναφορικά με το επιτόκιο αναφοράς **EURIBOR**, έχουμε την άποψη ότι η χρησιμοποιούμενη μεθοδολογία είναι ορθή και δεν αμφισβητούμε την ποιότητα των παραγομένων στοιχείων.
- Μεταξύ των πετρελαϊκών κρίσεων και της σημερινής υπάρχουν ομοιότητες όπως η προσπάθεια να αποφύγουμε τις πληθωριστικές προσδοκίες, όμως υπάρχουν και διαφορές. Το μάθημα από την πρώτη πετρελαϊκή κρίση του 1973-1974 είναι ότι υπήρχε ένας αριθμός από πιθανά λάθη στη διάγνωση της κατάστασης. Ιδιαίτερα, στην Ευρώπη από την έναρξη της πρώτης κρίσης είχαμε μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης, πτώση της παραγωγικότητας και μαζική ανεργία που οδήγησαν σε στασιμοπληθωρισμό. Οι συνθήκες δεν είναι ίδιες σήμερα, αλλά τώρα έχουμε μια παρατεταμένη περίοδο με υψηλό επίπεδο του δείκτη τιμών καταναλωτή (**we have a protracted period with a high level of the Consumer Price Index**) για λόγους που είναι προφανείς. Έχουμε, όμως, το πλεονέκτημα να πράξουμε πολύ περισσότερο στον τομέα της παραγωγικότητας που παραμένει ένας από τους κύριους στόχους των Ευρωπαίων. Η ΕΚΤ είναι υποχρεωμένη να προστατεύσει τους πολίτες από τον πληθωρισμό και ιδιαίτερα τους πιο πτωχούς που είναι περισσότερο ευάλωτοι στις αυξήσεις των τιμών.
- Σχετικά με τους λόγους της μεγάλης αύξησης των τιμών του πετρελαίου, στην αρχή η αιτία ήταν η μεγάλη ζήτηση κύρια από τις αναδυόμενες οικονομίες. Η προσφορά, επίσης διαδραματίζει κάποιο ρόλο ενώ επηρεάζουν και άλλοι παράγοντες όπως ορισμένα γεωστρατηγικά στοιχεία. Είναι αναγκαία μια προσπάθεια για εξοικονόμηση ενέργειας όπως και για μια καλύτερη λειτουργία των διεθνών αγορών πετρελαίου.
- Έχουμε τονίσει ότι πρέπει να αποτραπούν οι δευτερογενείς πληθωριστικές επιδράσεις. Η πρόσδεση της αύξησης των μισθών με ένα δείκτη πληθωρισμού οπωσδήποτε οδηγεί σε δευτερογενείς επιδράσεις. Όμως, δεν επιμένουμε μόνο στην αποφυγή του φαύλου κύκλου της αύξησης των μισθών και των τιμών. Καταδικάζουμε και τις ανωμαλίες του καθορισμού των τιμών και κύρια στους κλάδους που δεν υφίσταται ένα ικανοποιητικό επίπεδο ανταγωνισμού, για παράδειγμα στον τομέα των υπηρεσιών.
- Και στο παρελθόν έχουμε τονίσει και σήμερα επαναλαμβάνουμε ότι θα ήταν λάθος η δέσμευση σε μια πρόκριση είτε υπέρ της οικονομικής ανάπτυξης ή υπέρ της σταθερότητας των τιμών (**it would be a mistake to think that we are engaging in an arbitrage between growth and price stability**). Εάν δεν επαγρυπνούμε για την εξασφάλιση της σταθερότητας των τιμών, τότε θα έχουμε ένα χρηματοπιστωτικό περιβάλλον που θα οδηγήσει σε μικρότερη οικονομική ανάπτυξη και περισσότερη ανεργία. Εργαζόμαστε ταυτόχρονα για τη σταθερότητα των τιμών και για μια διαρκή οικονομική ανάπτυξη και δημιουργία θέσεων εργασίας (**we are working simultaneously for price stability and for sustainable growth and job creation**).

- Ενθαρρύνουμε αποφασιστικά την Ευρωομάδα (Eurogroup) και το Συμβούλιο ECOFIN να μην εισηγηθούν πολιτικές φορολογικών μειώσεων που θα μείωναν τις αυξήσεις στις τιμές των εμπορευμάτων διότι πιστεύουμε ότι αυτό θα ήταν αντιπαραγωγικό.

► Στη συνεδρίασή του της **3.7.2008** το Δ.Σ της ΕΚΤ, παρουσία του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου Χοακίν Αλμούνια και του προέδρου του Eurogroup και Πρωθυπουργού του Λουξεμβούργου Ζαν-Κλωντ Γιούνκερ, **αποφάσισε να αυξήσει τα επιτόκια κατά 0,25%**. Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης αυξήθηκε από το 4% στο **4,25%**, της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης από το 5% στο **5,25%** και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων από το 3% στο **3,25%**. Η αύξηση αυτή είχε προεξοφληθεί κατά 100%. Εκείνο το οποίο αναμενόταν με ενδιαφέρον ήταν το σκεπτικό της απόφασης και ιδιαίτερα η πρόθεση της ΕΚΤ να αυξήσει περαιτέρω τα επιτόκια. Τέτοια πρόθεση για μια σειρά αυξήσεων των επιτοκίων απέκλεισε ο πρόεδρος της ΕΚΤ. Ο πρόεδρος Τρισέ στην εισαγωγική του δήλωση τόνισε:

- Με βάση την τακτική οικονομική και νομισματική ανάλυση, αποφασίσαμε στη σημερινή συνεδρίαση να αυξήσουμε τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ κατά 0,25%. Η απόφαση λήφθηκε για να αποτρέψει ευρείες δευτερογενείς επιδράσεις (**to prevent broadly based second-round effects**) και να αντιμετωπίσει τους αυξανόμενους κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα. Ο εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή (HICP) συνέχισε να αυξάνεται σημαντικά από το Φθινόπωρο του περασμένου χρόνου και αναμένεται να παραμείνει πολύ υψηλότερα από το επίπεδο του στόχου για τη σταθερότητα των τιμών. Μετά την εντυπωσιακή άνοδο του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ το πρώτο τρίμηνο λόγω προσωρινών παραγόντων, αναμένεται να μειωθεί το δεύτερο τρίμηνο. Τα θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα της ζώνης του ευρώ παραμένουν υγιή. Η σημερινή απόφαση στοχεύει στον έλεγχο των πληθωριστικών προσδοκιών και τη σταθερότητα των τιμών. Θα συνεχίσουμε να παρακολουθούμε πολύ στενά όλες τις εξελίξεις την περίοδο που ακολουθεί (**We will continue to monitor very closely all developments over the period ahead**).

• Οικονομική ανάλυση:

Η διαθέσιμη πληροφόρηση μετά τη συνεδρίαση του Ιουνίου επιβεβαιώνει την προηγούμενη εκτίμησή μας για την εξασθένιση της οικονομικής ανάπτυξης το δεύτερο τρίμηνο του 2008. Η μεγάλη αύξηση του πρώτου τριμήνου οφειλόταν σε προσωρινούς παράγοντες και κύρια στις καλές καιρικές συνθήκες που ευνόησαν την κατασκευαστική δραστηριότητα. Για το λόγο αυτό θα πρέπει να αξιολογήσουμε την αύξηση του ΑΕΠ σε ολόκληρο το πρώτο εξάμηνο. Αναμένεται, πράγματι, μία μείωση της αύξησης του ΑΕΠ. Τα θεμελιώδη δεδομένα παραμένουν υγιή και η ζώνη του ευρώ δεν υποφέρει από ανισορροπίες. Η αύξηση των επενδύσεων θα συνεχίσει να στηρίζει την οικονομική δραστηριότητα καθώς η απασχόληση των παραγωγικών συντελεστών παραμένει υψηλή, η κερδοφορία των επιχειρήσεων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα παρουσιάζει ανθεκτικότητα (**profitability in the non-financial corporate sector has been sustained**) και η ανεργία ευρίσκεται σε ελεγχόμενα επίπεδα. Όμως, οι συνθήκες αυτές είναι απίθανο να συμψηφίσουν τις απώλειες της αγοραστικής δύναμης που προκλήθηκαν από την αύξηση των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων (**are unlikely to fully compensate the loss of purchasing power caused by higher energy and food prices**). Ο. Σύμφωνα με την άποψη του Δ.Σ της ΕΚΤ οι κίνδυνοι για την οικονομική ανάπτυξη παραμένουν και οφείλονται στην αρνητική επίδραση της μείωσης της κατανάλωσης και των επενδύσεων, τις περαιτέρω αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων και τη χρηματοπιστωτική κρίση. Σχετικά με τον πληθωρισμό, οι κίνδυνοι είναι ανοδικόι αφού ο HICP έκλεισε το Μάιο στο 3,7% και σύμφωνα με την εκτίμηση του Eurostat τον Ιούνιο πιθανόν να ανέλθει στο 4%. Η αύξηση οφείλεται κύρια στην απογείωση των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων. Προοπτικά, ο πληθωρισμός θα παραμείνει σε υψηλά επίπεδα το 2008 και θα μετριασθεί στη διάρκεια του 2009. Οι κίνδυνοι για τον πληθωρισμό σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα όχι μόνο παραμένουν και είναι σαφώς ανοδικόι αλλά έχουν αυξηθεί ακόμα περισσότερο τους τελευταίους μήνες (**Risks to price stability at the policy-relevant medium-term horizon remain clearly on the upside and have increased further over the past few months**). Επιπρόσθετα, οι κίνδυνοι αυτοί ενισχύονται από τις αυξήσεις των εμμέσων φόρων και των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών. Απαιτείται αλλαγή της συμπεριφοράς των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών ώστε να προσαρμοσθούν και να αποτρέψουν μια νέα κατάσταση συνεχούς αύξησης των τιμών συμβάλλοντας στη συγκράτηση της αύξησης των μισθών και των τιμών.

Επαναλαμβάνουμε ότι πρέπει να μην ισχύσουν ρήτρες τιμαριθμικής αναπροσαρμογής των μισθών.

• Νομισματική ανάλυση:

Η νομισματική ανάλυση επιβεβαιώνει ότι σε μεσο-μακροπρόθεσμους ορίζοντες επικρατούν ανοδικοί κίνδυνοι διατάραξης της σταθερότητας των τιμών οι οποίοι τους τελευταίους μήνες έχουν αυξηθεί περισσότερο. Η ετήσια αύξηση του M3 παραμένει πάρα πολύ ισχυρή τους τελευταίους μήνες και σε επίπεδα πάντα πάνω από το 10%. Έχουμε μία μείωση της αύξησης του στενότερου νομισματικού μεγέθους M1 και μία ταχεία αύξηση των καταθέσεων. Ταυτόχρονα, η αύξηση των βραχυχρόνιων επιτοκίων μετρίασε την αύξηση του δανεισμού των νοικοκυριών ενώ η αύξηση των τραπεζικών δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις παραμένει πολύ ισχυρή έχοντας σημειώσει μία αύξηση της τάξης του 14,2% το Μάιο (**bank borrowing by euro area non-financial corporations grew at an annual rate of 14.2% in May 2008**). Η ικανότητα χορήγησης πιστώσεων των τραπεζών δεν φαίνεται να έχει επηρεασθεί σοβαρά από την πιστωτική κρίση. Η σημερινή απόφαση για αύξηση των επιτοκίων θα συμβάλει στη συγκράτηση της νομισματικής και πιστωτικής επέκτασης.

• Συνδυαστικά, η διασταύρωση των αποτελεσμάτων της οικονομικής ανάλυσης με τα στοιχεία που προκύπτουν από τη νομισματική ανάλυση επιβεβαιώνει με σαφήνεια την εκτίμηση για ανοδικούς πληθωριστικούς κινδύνους σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα μέσα σε ένα πλαίσιο πολύ ισχυρής νομισματικής και πιστωτικής επέκτασης και την έλλειψη σημείων περί πιθανής συγκράτησης του τραπεζικού δανεισμού. Η σημερινή απόφαση θα συμβάλει στην επίτευξη των στόχων της ΕΚΤ ενώ θα παρακολουθούμε πολύ προσεκτικά όλες τις εξελίξεις.

• Όσον αφορά τη δημοσιονομική πολιτική, οι στόχοι της δημοσιονομικής εξυγίανσης ευρίσκονται σε κίνδυνο σε ένα αριθμό κρατών της ζώνης του ευρώ. Είναι απαραίτητο να εκτελεσθούν με αυστηρότητα οι προϋπολογισμοί του 2008 όπως είναι αναγκαίος και ένας συνετός σχεδιασμός για το 2009. Επιτυγχάνοντας τους δημοσιονομικούς στόχους στα πλαίσια του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης επιτρέπουμε την απρόσκοπτη λειτουργία των αυτόματων σταθεροποιητών και συμβάλλουμε στην ομαλή αντιμετώπιση των κυκλικών διακυμάνσεων.

• Σχετικά με τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, το Δ.Σ επαναλαμβάνει την πάγια θέση του για πλήρη υποστήριξη όλων των προσπαθειών για αύξηση του ανταγωνισμού, της παραγωγικότητας και της ευελιξίας. Ειδικότερα για τις αγορές εργασίας, σας εφιστώ την προσοχή στην Έκθεση της ΕΚΤ του 2008 για τα διαρθρωτικά ζητήματα (**ECB's 2008 Structural Issues Report**) η οποία πρόσφατα υποβλήθηκε στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο. Εστιάζει στις θετικές εξελίξεις στην αγορά εργασίας την τελευταία δεκαετία αλλά εξ ίσου προβάλλει την ανάγκη της αντιμετώπισης της μείωσης του εργατικού δυναμικού της ζώνης του ευρώ που οφείλεται στη γήρανση του πληθυσμού. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί κύρια με την αύξηση της απασχόλησης σε όλες τις κοινωνικές ομάδες μέσω της ευελιξίας των αγορών, της αύξησης των επενδύσεων και της βελτίωσης της εκπαίδευσης.

■ Στη συνέντευξη που παραχώρησε ο πρόεδρος Τρισέ, αμέσως μετά τη συνεδρίαση του Δ.Σ της ΕΚΤ, και απαντώντας σε ερωτήσεις των δημοσιογράφων επισήμανε, μεταξύ άλλων, τα εξής:

• Η σημερινή απόφαση ήταν ομόφωνη και θα συμβάλει στην επίτευξη του πρωταρχικού στόχου της ΕΚΤ που είναι η εξασφάλιση της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα.

• Μην αναμένετε μία σειρά αύξησης των επιτοκίων τώρα (**Don't expect a series of rate hikes now**). Με τη φράση αυτή ο πρόεδρος Τρισέ απέκλεισε μία συνεχή αύξηση των επιτοκίων αλλά πρόσθεσε ότι το Δ.Σ της ΕΚΤ ποτέ δεν αποφασίζει εκ των προτέρων. {Με τον τρόπο αυτό διευκρινίσθηκε ότι δεν θα έχουμε σύντομα νέα αύξηση των επιτοκίων αλλά κανένας δεν μπορεί να αποκλείσει μία ακόμα αύξηση πριν από το τέλος του τρέχοντος έτους σε περίπτωση νέας ανόδου του πληθωρισμού κύρια από τυχόν νέα απογείωση των τιμών του πετρελαίου}.

• Διανύουμε μία παρατεταμένη περίοδο υψηλού πληθωρισμού που θα διαρκέσει μεσοπρόθεσμα. Η ακρίβεια είναι αυτή που απασχολεί κύρια τους 320.000.000 πολίτες της ζώνης του ευρώ που μπορούν να μας έχουν εμπιστοσύνη και να στηρίζονται σε μας διότι θα πράξουμε παν το δυνατόν ώστε για να ελέγξουμε τις πληθωριστικές προσδοκίες και να εξασφαλίσουμε τη σταθερότητα των τιμών (**inflation is now the number one concern of our 320 million fellow citizens. They are counting on us to be the anchor of price**

stability in a period which is obviously very demanding).

- Εάν δεν αυξάναμε σήμερα τα επιτόκια θα δίναμε κακό μήνυμα στις αγορές και στους επενδυτές και δεν θα μπορούσαμε να συγκρατήσουμε τις πληθωριστικές προσδοκίες.
- Όπως έχουμε τονίσει: α) πρέπει να αποφύγουμε τις συνέπειες των προηγούμενων πετρελαϊκών κρίσεων και αυτό θα το επιτύχουμε εάν αποτρέψουμε την εμφάνιση δευτερογενών επιδράσεων (second-round effects) β) υπάρχουν ομοιότητες αλλά και διαφορετικότητες σχετικά με την παρούσα κρίση των τιμών του πετρελαίου και τις προηγούμενες. Η πρώτη πετρελαϊκή κρίση του 1970 ήταν αποτέλεσμα της μείωσης της προσφοράς από το πετρελαϊκό καρτέλ ενώ η σημερινή οφείλεται κύρια στη μεγάλη ζήτηση. Στο τέλος της δεκαετίας του 1970 είχαμε μαζική ανεργία ενώ τώρα δεν έχουμε. Τότε είχαμε υψηλές πληθωριστικές πιέσεις και στασιμότητα της οικονομίας (stagflation). Τώρα έχουμε αύξηση του πληθωρισμού αλλά η οικονομία συνεχίζει να αναπτύσσεται έστω και με μετριότερους ρυθμούς από ότι προηγούμενα.
- Σχετικά με την επισιτιστική κρίση, πρέπει όλοι να αναρωτηθούμε εάν έχουμε κάνει το καθήκον μας για την αποτροπή της υπερβολικής αύξησης των τιμών των τροφίμων. Οι καταναλωτές, οι παραγωγικές τάξεις αλλά και οι κυβερνήσεις πρέπει να συμβάλουν στην αντιμετώπιση του προβλήματος. Οι κυβερνήσεις που έχουν θεσπίσει απαγόρευση των εξαγωγών ορισμένων τροφίμων επιβαρύνουν την παγκόσμια κατάσταση. Οι αγορές πρέπει να είναι ευέλικτες, διαφανείς και όσο το δυνατόν ανταγωνιστικές.
- Επιμένω ότι δεν πρέπει να υπάρξουν δευτερογενείς επιδράσεις. Σχήματα τιμαριθμικής αναπροσαρμογής των μισθών τρέφουν αυτές τις επιδράσεις. Εάν επιθυμούμε να αυξήσουμε την ανεργία τότε ενθαρρύνουμε τις δευτερογενείς επιδράσεις.

► Στη συνεδρίασή του της **7.8.2008** το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε να αφήσει τα **επιτόκια αμετάβλητα**. Το σημαντικό που ελέγχθη είναι ότι η ΕΚΤ διαπιστώνει μια εξασθένηση της οικονομικής ανάπτυξης στην Ευρωζώνη ενώ επαναλήφθηκε ότι είχε τονισθεί στην προηγούμενη συνεδρίαση ότι η ΕΚΤ δεν διακατέχεται από κάποια τάση συνεχούς αύξησης των επιτοκίων (we have no bias). Μετά τη συνεδρίαση, οι αναλυτές υποστήριζαν ότι είχε κλείσει ο ανοδικός κύκλος επιτοκίων της ΕΚΤ ενώ λόγω της οικονομικής επιβράδυνσης δεν απέκλειαν μία μείωση των επιτοκίων από το 2009 και εφόσον θα είχε αποκλιμακωθεί ο πληθωρισμός. Στην εισαγωγική του δήλωση ο πρόεδρος της ΕΚΤ Ζαν Κλωντ Τρισέ τόνισε τα εξής:

• Επιμένουμε στην πρόβλεψη ότι ο υψηλός ρυθμός πληθωρισμού πιθανόν θα συνεχισθεί για μία παρατεταμένη περίοδο. Για το λόγο αυτό ήταν απόλυτα δικαιολογημένη η απόφασή μας του Ιουλίου να αυξήσουμε τα επιτόκια. Τα πρόσφατα οικονομικά στοιχεία δείχνουν μία εξασθένηση της αύξησης του ΑΕΠ στο μέσο του έτους 2008 (**a weakening of real GDP growth in mid-2008**) η οποία μερικώς αναμενόταν μετά την εξαιρετική αύξηση του πρώτου τριμήνου.

• Οικονομική ανάλυση:

Η αύξηση του ΑΕΠ στο μέσο του 2008 θα είναι ουσιαστικά ασθενέστερη (substantially weaker) απ' ό,τι στο πρώτο τρίμηνο (σύμφωνα με τις προβλέψεις δεν αποκλειόταν μηδενική αύξηση του ΑΕΠ το δεύτερο τρίμηνο). Αυτό σημαίνει μία τεχνική αντίδραση στη δυναμική αύξηση των πρώτων μηνών του έτους. Μερικά εξηγείται και από την εξασθένηση της ανάπτυξης σε παγκόσμιο επίπεδο και την αρνητική συνεισφορά των υψηλών και μεταβλητών τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων. Η ανάπτυξη σε παγκόσμιο επίπεδο αν και μετριάζεται, εν τούτοις θα παραμείνει ανθεκτική ιδιαίτερα λόγω του δυναμισμού των αναδυόμενων οικονομιών. Τα θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα της ζώνης του ευρώ εξακολουθούν να παραμένουν υγιή ενώ διαπιστώνεται μία απουσία μεγάλων ανισορροπιών. Η αύξηση των επενδύσεων συνεχίζεται αν και με μικρότερο ρυθμό και υποστηρίζει την οικονομική δραστηριότητα. Επιπρόσθετα, η απασχόληση και η συμμετοχή του εργατικού δυναμικού έχουν αυξηθεί σημαντικά ενώ η ανεργία παραμένει σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Όμως, αυτή η εξέλιξη είναι απίθανο να συμψηφίσει την απώλεια της αγοραστικής δύναμης που προήλθε από τις υψηλές τιμές του πετρελαίου και των τροφίμων. Η αβεβαιότητα από τον τομέα αυτό συμπληρώνεται από την ένταση στις χρηματοπιστωτικές αγορές η οποία επηρεάζει την πραγματική οικονομία, την πιθανότητα ενός νέου γύρου αύξησης των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων, τη λήψη προστατευτικών μέτρων και την αποτυχία συμφωνίας στα πλαίσια του γύρου της Ντόχα του Διεθνούς Οργανισμού Εμπορίου.

Αναφορικά με τις **εξελίξεις στις τιμές**, ο ετήσιος πληθωρισμός παραμένει μακράν του στόχου σε επίπεδα του 4%. Οι κίνδυνοι για τον πληθωρισμό πηγάζουν από τα άμεσα αλλά και τα έμμεσα αποτελέσματα επί των τιμών καταναλωτή που μπορούν να οδηγήσουν σε δευτερογενείς επιδράσεις επί των τιμών και των μισθών και τελικά σε ένα φαύλο κύκλο. Στους κινδύνους πρέπει να προσθέσουμε τις αυξήσεις στους έμμεσους φόρους και στις διοικητικά καθοριζόμενες τιμές. Ενώ η παραγωγικότητα της εργασίας αποεπιταχύνεται, υπάρχουν κάποιες ενδείξεις ότι το εργατικό κόστος έχει αυξηθεί στα τελευταία τρίμηνα. Η αλλαγή στις σχετικές τιμές και η μεταφορά εισοδήματος από τις χώρες που εισάγουν πετρέλαιο προς τις χώρες που εξάγουν πετρέλαιο απαιτούν την αλλαγή συμπεριφοράς των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Κατά συνέπεια πρέπει πάση θυσία να αποτραπούν δευτερογενείς επιδράσεις (**second-round effects**). Οι κοινωνικοί εταίροι οφείλουν να αναλάβουν τις ευθύνες τους και στις διαπραγματεύσεις για τους μισθούς και στην οριοθέτηση των τιμών.

• Νομισματική ανάλυση:

Η νομισματική ανάλυση επιβεβαιώνει ότι σε μεσο-μακροπρόθεσμους ορίζοντες επικρατούν ανοδικοί κίνδυνοι διατάραξης της σταθερότητας των τιμών. Τα τελευταία τρίμηνα οι κίνδυνοι αυτοί υλοποιήθηκαν αφού ο πληθωρισμός παρουσίασε σημαντική αύξηση. Αν και η νομισματική και πιστωτική επέκταση φαίνεται ότι πρόσφατα έχουν μετριασθεί, εξ αιτίας της σταδιακής αύξησης των επιτοκίων ήδη από το 2005, εν τούτοις η επιμένουσα ισχυρή αύξηση των νομισματικών μεγεθών δείχνει ότι συνεχίζονται οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών. Η σημερινή κλίση της καμπύλης απόδοσης οδηγεί σε αύξηση των καταθέσεων και σε μία μεγάλη μείωση του M1. Επί του παρόντος, δεν υπάρχουν ενδείξεις ότι η νομισματική επέκταση έχει επηρεασθεί από τη χρηματοπιστωτική αναταραχή. Η αύξηση των πιστώσεων προς τα μη χρηματοπιστωτικά ιδρύματα συνεχίζεται και δεν διαπιστώνεται έλλειψη πιστώσεων των τραπεζών. Τα υψηλότερα βραχυπρόθεσμα επιτόκια και η αδυναμία της στεγαστικής αγοράς σε μερικές περιοχές της ζώνης του ευρώ έχει οδηγήσει σε μικρότερη αύξηση του δανεισμού των νοικοκυριών σε σχέση με το παρελθόν. Όμως, παραμένει ισχυρή η αύξηση των πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις παρά την αποεπιτάχυνση της ανάπτυξης και την αυστηροποίηση της παροχής δανείων.

• Συνδυαστικά, η διασταύρωση των αποτελεσμάτων της οικονομικής ανάλυσης με τα στοιχεία που προκύπτουν από τη νομισματική ανάλυση επιβεβαιώνει την εκτίμηση για ανοδικούς πληθωριστικούς κινδύνους σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Για το λόγο αυτό πρέπει να αποτραπούν δευτερογενείς επιδράσεις επί των τιμών και των μισθών.

• Όσον αφορά τη δημοσιονομική πολιτική, υφίσταται κίνδυνος κάποιες χώρες της ζώνης του ευρώ να μην επιτύχουν τους στόχους. Τα δημοσιονομικά προγράμματα του 2009, που τώρα ολοκληρώνονται, πρέπει να σεβασθούν τις Ευρωπαϊκές δεσμεύσεις και να επιτύχουν να μειώσουν τα ελλείμματα ιδιαίτερα μέσω της μείωσης του σκέλους των δαπανών.

• Σχετικά με τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, μέτρα που μειώνουν το αναπροσαρμοζόμενο κόστος και μετριάζουν το μοναδιαίο εργατικό κόστος είναι εξαιρετικής σπουδαιότητας μέσα σε ένα περιβάλλον υψηλού πληθωρισμού και επιβραδυνόμενης ανάπτυξης. Τα μέτρα αυτά περιλαμβάνουν ιδιαίτερα την άρση των εμποδίων του ανταγωνισμού κύρια στον τομέα των υπηρεσιών, στην αλυσίδα της παραγωγής τροφίμων και της διανομής των προϊόντων αλλά και στον ενεργειακό τομέα.

■ Στη συνέντευξη που παραχώρησε ο πρόεδρος Τρισέ, αμέσως μετά τη συνεδρίαση του Δ.Σ της ΕΚΤ, και απαντώντας σε ερωτήσεις των δημοσιογράφων επισήμανε, μεταξύ άλλων, τα εξής:

• Είχαμε ήδη επισημάνει ότι η ανάπτυξη στο πρώτο τρίμηνο του 2008 ήταν εξαιρετικά ισχυρή και ότι θα μετριάζοταν τα επόμενα δύο τρίμηνα. Πρόκειται για μια τεχνική διόρθωση στο δεύτερο τρίμηνο ιδιαίτερα στη Γερμανία.

• Είχε επίσης επισημανθεί ότι οι τιμές του πετρελαίου και των υπόλοιπων εμπορευμάτων ήταν σε υπερβολικό επίπεδο, επόμενα η σημερινή διόρθωση προς τα κάτω αποτελεί μία φυσιολογική εξέλιξη.

• Διαπιστώνεται μια ελαστικοποίηση των κριτηρίων παροχής στεγαστικών δανείων προς τα νοικοκυριά και των δανείων προς τις επιχειρήσεις και μία αυστηροποίηση των χορηγήσεων για καταναλωτικά δάνεια. Τα δάνεια προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις συνεχίζουν να αυξάνονται αν και με ανεπαίσθητα μικρότερους ρυθμούς αν λάβουμε υπόψη ότι το πρόσφατο στοιχείο έδειξε μία αύξηση του 13,6% έναντι του προηγούμενου 14,2%. Σημαντική μείωση είχαμε στα δάνεια προς τα νοικοκυριά δηλαδή από αύξηση 4,9% σε 4,2%. Ακόμα και στα δάνεια για απόκτηση κατοικίας είχαμε σημαντική μείωση από 5,6% σε 4,4%.

- Υπάρχει μία συνεχιζόμενη διόρθωση της αγοράς με επεισόδια υψηλών επιπέδων χρηματοπιστωτικής αναταραχής και μεταβλητότητας και δεν υφίσταται χώρος για αυταρέσκεια αν και η ΕΚΤ είχε προβλέψει έγκαιρα την κατάσταση και για το λόγο αυτό αντέδρασε έγκαιρα.
- Δεν πρόκειται να ενοποιήσουμε τη στρατηγική των δύο πυλώνων της νομισματικής πολιτικής όπως υποδεικνύει το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Εξ άλλου έχει αποδειχτεί πολύ αποτελεσματική στην έγκαιρη λήψη των αποφάσεων. Και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο θεωρεί τη στρατηγική των δύο πυλώνων αρκετά σημαντική.

ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

Χρονικό Διάστημα	Πράξεις Κύριας Αναχρηματοδότησης	Χρονικό Διάστημα	Διευκόλυνση Οριακής Χρηματοδότησης	Διευκόλυνση Αποδοχής Καταθέσεων
Από 4.1.1999 Έως 21.1.1999	3%	Από 4.1.1999 Έως 21.1.1999	3.25%	2,75%
Από 22.1.1999 Έως 13.4.1999	3%	Από 22.1.1999 Έως 8.4.1999	4,50%	2,%
Από 14.4.1999 Έως 9.11.1999	2,50% Περίοδος ανόδου ↓	Από 9.4.1999 Έως 4.11.1999	3.50%	1,50%
Από 10.11.1999 Έως 8.2.2000	3%	Από 5.11.1999 Έως 3.2.2000	4%	2,%
Από 9.2.2000 Έως 21.3.2000	3,25%	Από 4.2.2000 Έως 16.3.2000	4.25%	2,25%
Από 22.3.2000 Έως 3.5.2000	3,50%	Από 17.3.2000 Έως 27.4.2000	4,50%	2,50%
Από 4.5.2000 Έως 14.6.2000	3,75%	Από 28.4.2000 Έως 8.6.2000	4,75%	2,75%

Από 15.6.2000 Έως 5.9.2000	4,25%	Από 9.6.2000 Έως 31.8.2000	5,25%	3,25%
Από 6.9.2000 Έως 10.10.2000	4,50%	Από 1.9.2000 Έως 5.10.2000	5,50%	3,50%
Από 11.10.2000 Έως 14.5.2001	4,75% Περίοδος καθόδου ↓	Από 6.10.2000 Έως 10.5.2001	5,75%	3,75%
Από 15.5.2001 Έως 4.9.2001	4,50%	Από 11.5.2001 Έως 30.8.2001	5,50%	3,50%
Από 5.9.2001 Έως 18.9.2001	4,25%	Από 31/82001 Έως 17.9.2001	5,25%	3,25%
Από 19.9.2001 Έως 13.11.2001	3,75%	Από 18.9.2001 Έως 8.11.2001	4,75%	2,75%
Από 14.11.2001 Έως 10.12.2002	3,25%	Από 9.11.2001 Έως 5.12.2002	4,25%	2,25%
Από 11.12.2002 Έως 11.3.2003	2,75%	Από 6.12.2002 Έως 6.3.2003	3,75%	1,75%
Από 12.3.2003 Έως 8.6.2003	2,50%	Από 7.3.2003 Από 7.3.2003	3,50%	1,50%
Από 9.6.2003 Έως 5.12.2005	2% Περίοδος ανόδου ↓	Από 6.6.2003 Έως 5.12.2005	3%	1%
Από 6.12.2005 Έως 7.3.2006	2,25%	Από 6.12.2005 Έως 7.3.2006	3,25%	1,25%
Από 8.3.2006 Έως 14.6.2006	2,50%	Από 8.3.2006 Έως 14.6.2006	3,50%	1,50%
Από 15.6.2006 Έως 8.8.2006	2,75%	Από 15.6.2006 Έως 8.8.2006	3,75%	1,75%
Από 9.8.2006 Έως 10.10.2006	3%	Από 9.8.2006 Έως 10.10.2006	4%	2%
Από 11.10.2006 Έως 12.12.2006	3,25%	Από 11.10.2006 Έως 12.12.2006	4,25%	2,25%
Από 13.12.2006 Έως 13.3.2007	3,50%	Από 13.12.2006 Έως 13.3.2007	4,50%	2,50%
Από 14.3.2007 Έως 12.6.2007	3,75%	Από 14.3.2007 Έως 12.6.2007	4,75%	2,75%

Από 13.6.2007 Έως 8.7.2008	4%	Από 13.6.2007 Έως 8.7.2008	5%	3%
Από 9.7.2008	4,25%	Από 9.7.2008	5,25%	3,25%