

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 **22.12.98** 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 21.1.99 και 4.2.99 το Δ.Σ. της ΕΚΤ αποφάσισε όπως κρατήσει σταθερά τα βασικά επιτόκια (3% - 4,5% - 2%) κρίνοντας ότι το M3 είχε σταθερή εξέλιξη και ήταν ευνοϊκή η γενική αξιολόγηση των προοπτικών για τη σταθερότητα των τιμών.

► Στη συνεδρίαση της 4.3.99 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 EONIA, 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 M3 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 6.5.99 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 20.5.99 και 2.6.99 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 29.7.99 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 διέυρυνε 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%). Παραιτήθηκε 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 δυσοίονες 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 Μ3 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 Μ3 παρέμεινε αμετάβλητος στο 7,1% έναντι στόχου 4,5%. Επόμενα υπήρχε μία άνετη ρευστότητα στη ζώνη του ευρώ. Η αύξηση του Μ3 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 απειλιστικά 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 αύξησε 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 στηρίξουν 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 μέσων 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 συνέπειες 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 ελλείματος. Μόνο, όμως, η Ιρλανδία φαίνεται πρόθυμη να λάβει μέτρα για τον περιορισμό του ελλείματος 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 τριμήνου. Εν τούτοις, τον Οκτώβριο η ετήσια αύξηση του M3 ήταν 8% που αποδεικνύει ότι συνεχίζεται η ύπαρξη μεγαλύτερης ρευστότητας στην Ευρωζώνη απ' ό,τι 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. Ανεπαίσθητες 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 επιμείνουν 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 μετριάζει τις συνέπειες του εισαγόμενου πληθωρισμού και ιδιαίτερα την αύξηση των τιμών του πετρελαίου που τιμολογείται σε δολάρια και β) οι μετριопαθείς 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 έλλειμμά 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 (Eurosystem 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 επιτόκια 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 Αλμούνια, **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 ανακοπής 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 Ρίσμοντ 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 δυσοίωνες 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 αντανακλώντας 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 M3 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 M3 παρά στον περιορισμό της γενικότερης επέκτασης του M3. Πιο συγκεκριμένα, τους τελευταίους μήνες, η ετήσια αύξηση του M3 μετριάσθηκε κάπως αντανακλώντας την αλλαγή της επενδυτικής στρατηγικής από τις καταθέσεις μιας ημέρας (overnight deposits) σε άλλα μεγαλύτερης λήξης συστατικά του M3. 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 M3 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 συνεχίστηκε 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 διέυρυνση 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 Γιούνκερ και του αρμόδιου για τα οικονομικά και νομισματικά θέματα Επιτρόπου 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 Αλμούνια, 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. 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 αυξητικοί 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 και 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.

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 ανάδοι ↓	Από 6.6.2005 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	3,75%	Από 14.3.2007	4,75%	2,75%