



ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΙΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΙΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΕΙΔΙΚΕΥΣΗ: ΔΙΕΘΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ, ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΚΑΙ
ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**«Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΑΣΦΑΛΙΣΗ ΤΗΣ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ
ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ»**



Επιβλέπων Καθηγητής: Χρήστος, Βλ. Γκόρτσος
Μεταπτυχιακός Φοιτητής: Ιώνης, Γ. Ιορδανίδης (Αρ. Μητ: 1210Μ058)

ΑΘΗΝΑ 2012

Στην οικογένειά μου

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω ολόκληρο το διδακτικό προσωπικό του Τμήματος Διεθνών και Ευρωπαϊκών Σπουδών για τις γνώσεις που μου προσέφεραν καθ' όλη την διάρκεια του Μεταπτυχιακού Προγράμματος. Ιδιαίτερες ευχαριστίες θα ήθελα απευθύνω στον επιβλέποντα καθηγητή κ. Χρήστο, Βλ. Γκόρτσο για την καθοδήγησή του κατά τη διάρκεια εκπόνησης της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η εμπειρία της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης κατέδειξε σημαντικές αδυναμίες στην χρηματοπιστωτική εποπτεία, τόσο σε συγκεκριμένες περιπτώσεις όσο και σε σχέση με ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Οι αδυναμίες αυτές οδήγησαν τα κράτη στην ανάληψη σημαντικών πρωτοβουλιών για την αναμόρφωση της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, τόσο σε εθνικό, όσο και σε διεθνές επίπεδο. Στον πυρήνα των προσπαθειών της μεταρρύθμισης της αρχιτεκτονικής της χρηματοπιστωτικής εποπτείας βρίσκεται η μεταφορά της εποπτείας του συνόλου του χρηματοπιστωτικού συστήματος κάτω από την «ομπρέλα» της ΚΤ.

Η χρηματοπιστωτική κρίση κατέδειξε και την ύπαρξη ρηγμάτων στα θεμέλια του τραπεζικού συστήματος. Η αποστράγγιση ρευστότητας από τις χρηματοπιστωτικές αγορές είχε καταστροφικές συνέπειες, γεγονός που προκάλεσε την χωρίς προηγούμενο παρέμβαση των ΚΤ για την αντιμετώπιση των συνεπειών της κρίσης και την αποτροπή μιας ενδεχόμενης κατάρρευσης ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Σκοπός λοιπόν της παρούσας εργασίας είναι να μελετηθεί ο καθοριστικός ρόλος που διαδραματίζουν οι ΚΤ και συγκεκριμένα το ΕΣΚΤ ως προς τη διασφάλιση της σταθερότητας του τραπεζικού και εν γένει χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Ξεκινώντας, στο Πρώτο Κεφάλαιο γίνεται μια επισκόπηση των αντικειμενικών στόχων των ΚΤ, οι οποίοι, σε τελική ανάλυση, είναι η διασφάλιση της νομισματικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, η οποία επιτυγχάνεται κυρίως μέσω της εποπτείας των πιστωτικών ιδρυμάτων, λόγω του ιδιαίτερου ρόλου τους στη χρηματοδότηση της οικονομίας. Στη συνέχεια γίνεται λόγος για την ενίσχυση των εποπτικών λειτουργιών των ΚΤ ως συνέπεια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, ενώ αμέσως μετά αναλύονται διεξοδικά τα κυριότερα επιχειρήματα κατά της ανάθεσης της προληπτικής εποπτείας στις ΚΤ αλλά και τα επιχειρήματα υπέρ αυτής της ανάθεσης, το ισχυρότερο εκ των οποίων είναι η λειτουργία της ΚΤ ως ΔΥΠ.

Στο Δεύτερο Κεφάλαιο γίνεται σκιαγράφηση του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ, ώστε να κατανοηθεί η δομή, η λειτουργία και οι στόχοι τους. Ιδιαίτερο βάρος δίνεται στην ανάλυση των ισχυόντων εποπτικών καθηκόντων του ΕΣΚΤ. Παραπέρα, αναπτύσσονται τα κυριότερα επιχειρήματα υπέρ της ανάθεσης της μικρο-προληπτικής εποπτείας στην ΕΚΤ, αναφέρονται οι προϋποθέσεις αναγωγής της σε ενιαία υπερεθνική εποπτική αρχή με σκοπό να δρα αυτή ως ΔΥΠ των πιστωτικών ιδρυμάτων, και, κυρίως, αυτών με πανευρωπαϊκή δραστηριότητα, προκειμένου να διασφαλιστεί αποτελεσματικά η σταθερότητα του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος.

Στο Τρίτο Κεφάλαιο γίνεται λόγος για τις αδυναμίες της υφιστάμενης αρχιτεκτονικής της ευρωπαϊκής χρηματοπιστωτικής εποπτείας που ανέδειξε η πρόσφατη χρηματοπιστωτική αναταραχή, κυρίως σε μακρο-προληπτικό επίπεδο. Αναλύεται η δομή και τα καθήκοντα του «πυρήνα» της θεσμικής απάντησης της Ένωσης στη κρίση, ήτοι του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου το οποίο είναι αρμόδιο για την μακρο-προληπτική επίβλεψη του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Στο Τέταρτο Κεφάλαιο αναλύεται η στρατηγική της Νομισματικής Πολιτικής της Ζώνης του Ευρώ. Εξηγούνται ποια είναι τα «εργαλεία» που έχει στη διάθεση του το Ευρωσύστημα για την αποτελεσματική άσκηση της ενιαίας Νομισματικής Πολιτικής, με βασικό προσανατολισμό τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Στη συνέχεια, γίνεται αναφορά στα πρωτοφανή και χωρίς προηγούμενο μέτρα που έλαβε το Ευρωσύστημα με στόχο, ουσιαστικά, την επαναλειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Τέλος, στο Τέταρτο Κεφάλαιο αντλούνται συμπεράσματα από την μελέτη της σχετικής βιβλιογραφίας και αρθρογραφίας πριν και μετά την εκδήλωση της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Η εργασία αυτή είναι επικαιροποιημένη μέχρι τον Σεπτέμβριο 2012.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

<i>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</i>	σελ.9-11
-----------------------	----------

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^Ο

ΚΕΝΤΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΑΙ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

1. Η διάρθρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος.....	σελ.12
2. Οι βασικές αρμοδιότητες/λειτουργίες των ΚΤ.....	σελ. 13-16
3. Σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος ως προϋπόθεση διασφάλισης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.....	σελ. 16-18
4. Η ανακατανομή των εποπτικών αρμοδιοτήτων των ΚΤ-στροφή προς ενιαίο μοντέλο εποπτείας.....	σελ. 18-20
4.1 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα ενιαίας εποπτικής αρχής.....	σελ. 20-22
5. Η θέση της ΚΤ στο νέο περιβάλλον της χρηματοπιστωτικής εποπτείας.....	σελ. 22
5.1 Προληπτική εποπτεία ως λειτουργία των ΚΤ.....	σελ. 22- 23
5.1.1 Επιχειρήματα υπέρ του διαχωρισμού των αρμοδιοτήτων.....	σελ. 23
5.1.1.1 Το ενδεχόμενο σύγκρουσης συμφερόντων ανάμεσα στη εποπτεία και την νομισματική πολιτική και ο ηθικός κίνδυνος.....	σελ. 23-24
5.1.1.2 Η τάση δημιουργίας χρηματοπιστωτικών ομίλων και η σύγχυση των διακρίσεων μεταξύ χρηματοοικονομικών προϊόντων και ιδρυμάτων.....	σελ. 24-25
5.1.1.3 Η ανάγκη αποφυγής της υπερβολικής συγκέντρωσης εξουσιών στην ΚΤ.....	σελ. 26
5.1.2 Επιχειρήματα υπέρ του συνδυασμού των αρμοδιοτήτων.....	σελ. 26
5.1.2.1 Ανεξαρτησία και τεχνική εμπειρογνωμοσύνη.....	σελ. 26-28
5.1.2.2 Επικέντρωση στον συστημικό κίνδυνο.....	σελ. 28-30
5.1.2.3 Συνέργειες όσον αφορά την πληροφόρηση μεταξύ εποπτικών λειτουργιών και βασικών λειτουργιών των ΚΤ.....	σελ. 30-31
5.2 Η ΚΤ ως Δανειστής Ύστατης Προσφυγής.....	σελ. 31-34

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^Ο

Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΩΝ ΕΥΡΩΠΑΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΤΗ ΔΙΑΣΦΑΛΙΣΗ ΤΗΣ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

1. Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ).....	σελ. 35
1.1 Δομή του ΕΣΚΤ.....	σελ. 35-37

1.2 Ανεξαρτησία του ΕΣΚΤ.....σελ. 37-38	σελ. 37-38
2. Καθήκοντα του ΕΣΚΤ και αρμοδιότητες της ΕΚΤ.....σελ. 38-39	σελ. 38-39
2.1 Τα καθήκοντα του ΕΣΚΤ.....σελ. 39	σελ. 39
2.2 Αρμοδιότητες της ΕΚΤ.....σελ. 40-41	σελ. 40-41
3. Τα ισχύοντα καθήκοντα του ΕΣΚΤ αναφορικά με τη διασφάλιση της σταθερότητας του Ευρωπαϊκού Τραπεζικού Συστήματος.....σελ. 41-43	σελ. 41-43
3.1 Τα «εργαλεία» υλοποίησης του καθήκοντος του ΕΣΚΤ.....σελ. 43-44	σελ. 43-44
4. Επιχειρήματα υπέρ και κατά του διαχωρισμού της προληπτικής εποπτείας στα πλαίσια της ΕΚΤ.....σελ. 44-49	σελ. 44-49
4.1 Η δυνατότητα αναγωγής της ΕΚΤ σε ενιαία εποπτική αρχή του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος.....σελ. 49-52	σελ. 49-52
5. Η ΕΚΤ ως Δανειστής Ύστατης Προσφυγής.....σελ. 52-53	σελ. 52-53
5.1 Η προσέγγιση της αποκεντρωμένης άσκησης της εξουσίας.....σελ. 53-54	σελ. 53-54
5.2 Η προσέγγιση της άσκησης της εξουσίας από την ΕΚΤ.....σελ. 54-56	σελ. 54-56

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

Η ΝΕΑ ΜΑΚΡΟ-ΠΡΟΛΗΠΤΙΚΗ ΕΠΙΒΛΕΨΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΕΣΚΤ

1. «Εκθεση de Larosière».....σελ. 57-59	σελ. 57-59
2. Η ανάγκη μακρο-προληπτικής επίβλεψης στην ΕΕ-σύσταση του ΕΣΣΚ.....σελ. 59-60	σελ. 59-60
2.1 Δομή του ΕΣΣΚ.....σελ. 60-61	σελ. 60-61
2.2 Ανεξαρτησία και λογοδοσία του ΕΣΣΚ.....σελ. 62	σελ. 62
3. Τα καθήκοντα και οι αρμοδιότητες του ΕΣΣΚ.....σελ. 62-65	σελ. 62-65
4. Ανάθεση «ειδικών καθηκόντων» στην ΕΚΤ-γραμματειακή υποστήριξη στο ΕΣΣΚ.....σελ. 65-67	σελ. 65-67

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

Η ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΟΙ ΕΝΕΡΓΕΙΕΣ ΤΗΣ ΕΚΤ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

1. Η στρατηγική της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ.....σελ. 68	σελ. 68
1.1 Ο ορισμός της σταθερότητας των τιμών.....σελ. 68	σελ. 68
1.2 Οι δύο πυλώνες της στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ.....σελ. 68	σελ. 68
1.2.1 Ο πυλώνας της οικονομικής ανάλυσης.....σελ. 69	σελ. 69
1.2.2 Ο πυλώνας της νομισματικής ανάλυσης.....σελ. 69-70	σελ. 69-70
2. Μέσα επίτευξης νομισματικής πολιτικής.....σελ. 70-71	σελ. 70-71

2.1 Πράξεις ανοιχτής αγοράς (“open market operations”).....σελ. 71-72	σελ. 71-72
2.2 Πάγιες διευκολύνσεις (“standing facilities”).....σελ. 72	σελ. 72
2.3 Τήρηση ελάχιστων αποθεματικών (“minimum reserve requirements”).....σελ. 72-73	σελ. 72-73
2.4 Αποδεκτοί τίτλοι και αντισυμβαλλόμενοι.....σελ. 73	σελ. 73
3. Οι ενέργειες της ΕΚΤ για την αντιμετώπιση των συνεπειών της χρηματοπιστωτικής κρίσης.....σελ. 74-81	σελ. 74-81

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....σελ. 82-84	σελ. 82-84
-----------------------------	------------

ΠΗΓΕΣ-ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ-ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ.....σελ. 85-92	σελ. 85-92
---	------------

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η κρίση που ξέσπασε το 2007 αποτελεί τη μεγαλύτερη χρηματοπιστωτική κρίση που έπληξε την παγκόσμια οικονομία μεταπολεμικά, στην οποία συνέβαλαν, μεταξύ άλλων, η μεγάλη ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων καθώς και η δραματική αύξηση και πολυπλοκότητα των διαθεσίμων χρηματοπιστωτικών μέσων. Εκδηλώθηκε ως κρίση εμπιστοσύνης μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, η οποία μεταδόθηκε στις διατραπεζικές αγορές προκαλώντας πρόβλημα ρευστότητας.

Σε αντίθεση με τις προηγούμενες κρίσεις που εκδηλώθηκαν σε μεμονωμένες χώρες και επηρέασαν περιορισμένο αριθμό χωρών (π.χ. οι τρεις Σκανδιναβικές κρίσεις στις αρχές του 1990 και η κρίση της Νοτιοανατολικής Ασίας του 1997-1998), η κρίση του 2007-2009 ξεκίνησε από τις αναπτυγμένες οικονομίες και μεταδόθηκε με μεγάλη ταχύτητα στον υπόλοιπο κόσμο μέσω των διεθνών αλληλεξαρτήσεων των χρηματοπιστωτικών αγορών, που δημιουργήθηκαν με την παγκοσμιοποίηση. Συγκεκριμένα, η κρίση ξεκίνησε από τον χρηματοπιστωτικό τομέα των ΗΠΑ, με την κατάρρευση της αγοράς στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (subprime).¹ Στη συνέχεια επεκτάθηκε στις αγορές ομολόγων και στις διατραπεζικές αγορές και εξελίχθηκε τελικά σε βαθειά κρίση εμπιστοσύνης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα των ΗΠΑ και σε ουσιαστική διατάραξη της ομαλής λειτουργίας του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος.²

Έως τις αρχές του 2007, η παγκόσμια οικονομία λειτουργούσε σε ένα περιβάλλον απεριόριστης αισιοδοξίας. Πριν την εκδήλωση της κρίσης στις αναπτυγμένες οικονομίες της Ευρώπης και των ΗΠΑ ο χρηματοπιστωτικός τομέας είχε εξελιχθεί σε ατμομηχανή της παγκόσμιας ανάπτυξης έχοντας ξεπεράσει τα όρια λειτουργίας του ως απλού διαμεσολαβητικού μηχανισμού. Σε αυτές τις συνθήκες αισιοδοξίας τα ρίσκα που αναλαμβάνονταν από το χρηματοπιστωτικό τομέα ήταν μεγάλα, αλλά η αντίληψη για τα ρίσκα αυτά ήταν σχεδόν ανύπαρκτη, ενώ οι έλεγχοι των εποπτικών αρχών και οι προειδοποιήσεις για τους κινδύνους που εγκυμονούσαν ήταν ελάχιστες. Η αισιοδοξία ήταν τόσο μεγάλη, που ακόμα και ένα χρόνο μετά το ξέσπασμα της κρίσης, λίγοι ήταν εκείνοι που είχαν πλήρως αντιληφθεί την κρισιμότητα της κατάστασης. Αυτός ήταν και ο λόγος που τον Σεπτέμβριο του 2008 οι αμερικανικές αρχές αποφάσισαν να αφήσουν την επενδυτική τράπεζα Lehman Brothers να χρεοκοπήσει, κάτι που είχε καταλυτικές δυσμενείς επιπτώσεις στις αγορές αφού συνέβαλε στην ταχεία επιδείνωση της ήδη μεγάλης χρηματοπιστωτικής κρίσης.³

Τόσο η επιστημονική κοινότητα, όσο και οι εποπτικές αρχές αιφνιδιάστηκαν από το ξέσπασμα και το μέγεθος της κρίσης και τις δυνατότητες ουσιαστικού ελέγχου αυτής. Μάλιστα, οι Κεντρικές Τράπεζες («ΚΤ») είχαν τότε επικεντρωθεί στη δραστηριότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού ρίσκου («hedge funds»). Τους διέφυγε εντελώς η συμπεριφορά των «επενδυτικών τραπεζών», οι οποίες, σύμφωνα με τον Krugman, σχημάτιζαν ένα σκιώδες τραπεζικό σύστημα («shadow banking system») το οποίο αναπτύχθηκε χωρίς να ρυθμιστεί επαρκώς και η άνοδος του οποίου συμβάδισε με την άνθηση μιας σειράς από αγορές και καινοτόμα χρηματοπιστωτικά προϊόντα.⁴ Μάλιστα, όπως επισημαίνεται, οι εν λόγω «τράπεζες» δεν ήταν τίποτα άλλο παρά μια χρηματοπιστωτική καινοτομία χωρίς καμία ουσιαστική συμβολή στην ανάπτυξη της πραγματικής οικονομίας.⁵

¹Calomiris (2011), σελ. 133-135.

²Alpha Bank (2009), σελ. 3-33.

³Βλ. Χαρδούβελη (2011), σελ. 46-49.

⁴Krugman (2009), σελ. 186-198.

⁵Βλ. UNCTAD (2009), σελ. 4.

Μέχρι και τις αρχές του 2008 οι κυβερνήσεις, οι ΚΤ, οι φορείς εποπτείας και διεθνείς οικονομικοί οργανισμοί αντέδρασαν με συντονισμένες και τολμηρές παρεμβάσεις με στόχο να αμβλύνουν τους χρηματοπιστωτικούς κραδασμούς και να περιορίσουν τις δυσμενείς επιπτώσεις τους στον πραγματικό τομέα της οικονομίας, αλλά και να ενισχύσουν την ανθεκτικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.⁶ Οι προσπάθειες αυτές ήταν προς δύο κατευθύνσεις:

Πρώτον, ευρύτατη κινητοποίηση για τον ανασχεδιασμό της χρηματοπιστωτικής εποπτείας σε διεθνές, ευρωπαϊκό και εθνικό επίπεδο με στόχο να διασφαλιστεί ότι στο μέλλον θα πάντουν να σημειώνονται χρηματοπιστωτικές αναταράξεις τόσο μεγάλης έκτασης και διάρκειας. Συγκεκριμένα, ο λόγος που καθιστά επιτακτική ανάγκη τον επανασχεδιασμό του τρόπου εποπτείας οφείλεται στο γεγονός ότι η εμπειρία της κρίσης κατέδειξε σημαντικές αδυναμίες στην χρηματοπιστωτική εποπτεία, τόσο σε συγκεκριμένες περιπτώσεις όσο και σε σχέση με ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Οι τρέχουσες εποπτικές ρυθμίσεις αποδείχθηκαν ανίκανες να προλάβουν, να διαχειριστούν και να επιλύσουν την κρίση. Τα εθνικά εποπτικά μοντέλα υστέρησαν απέναντι στην ενοποιημένη και διασυνδεδεμένη πραγματικότητα των σημερινών ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών, όπου πολλά ιδρύματα λειτουργούν σε διασυννοριακή κλίμακα. Η κρίση κατέδειξε σοβαρές ελλείψεις στη συνεργασία, στον συντονισμό, στη συνοχή, στην εμπιστοσύνη και στην ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των εποπτικών αρχών, τόσο σε διασυννοριακό επίπεδο όσο και εντός της κάθε χώρας.⁷

Ειδικότερα, οι σοβαρές αδυναμίες που παρατηρήθηκαν στον τομέα της τραπεζικής εποπτείας επανέφερε στο προσκήνιο τη συζήτηση για την αρχιτεκτονική της εποπτικής λειτουργίας και τη συνάφειά της με τον φορέα άσκησης νομισματικής πολιτικής, δηλαδή την ΚΤ. Πριν από την κρίση υπήρχε η τάση για διαχωρισμό της νομισματικής πολιτικής από την εποπτεία και τη ρύθμιση, αν και οι δύο πολιτικές θα μπορούσαν να είχαν θεωρηθεί ως λειτουργίες των ΚΤ. Αν και σε πολλές χώρες οι αρμοδιότητες της εποπτείας και ρύθμισης των πιστωτικών ιδρυμάτων («ΠΙ») ήταν ανέκαθεν ευθύνη της ΚΤ, σε ορισμένες περιπτώσεις, αυτές οι λειτουργίες, διαχωρίζονται από τον πυρήνα της νομισματικής πολιτικής της ΚΤ.

Μάλιστα, η σχετική συζήτηση είχε λάβει μεγάλες διαστάσεις κατά την περίοδο σχεδιασμού της αρχιτεκτονικής της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης («ΟΝΕ»). Την εποχή εκείνη, ορισμένα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης («ΕΕ») ήταν υπέρ της ύπαρξης μιας ενιαίας εποπτικής αρχής θεσμικά ανεξάρτητης από την ΚΤ. Άλλα κράτη μέλη, όμως, είχαν την αντίθετη άποψη. Τελικά, το ζήτημα αφέθηκε στη διακριτική ευχέρεια κάθε χώρας. Τα περισσότερα κράτη μέλη όμως επέλεξαν το υπόδειγμα της ΚΤ που λειτουργεί ταυτόχρονα και ως θεσμικός επόπτης των ΠΙ. Ωστόσο, ακόμα και σε χώρες όπου η εποπτεία των ΠΙ ασκείται από όργανο άλλο από την ΚΤ, η τελευταία διατηρεί ευρείες και ουσιώδεις εποπτικές αρμοδιότητες, όπως π.χ. η άσκηση μακρο-προληπτικής εποπτείας, δηλαδή η παρακολούθηση και αξιολόγηση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Στις χώρες αυτές, η ΚΤ δεν παύει να παρακολουθεί τα τεκταινόμενα στα επιμέρους ΠΙ.

Στο σημερινό παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον, η μικρο-προληπτική εποπτεία, στην οποία είχε δοθεί ιδιαίτερη έμφαση πριν το ξέσπασμα της κρίσης, δεν είναι ικανή από μόνη της να εξασφαλίσει τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ταυτόχρονα, όπως ανέδειξε η κρίση, θα πρέπει να αναπτυχθεί και μια μακρο-προληπτική προσέγγιση της εποπτείας, μέσω της οποίας οι εποπτικές αρχές αναλύουν κινδύνους για τον ευρύτερο

⁶ Προβόπουλος (2009), ομιλία με θέμα «Οι δύο παγκόσμιες κρίσεις και η ελληνική οικονομία: μερικές κρίσιμες και χρήσιμες συγκρίσεις», διαθέσιμη στο: www.bankofgreece.gr, 13.11.2009.

⁷ Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, COM (2009), 252 τελικό.

χρηματοπιστωτικό τομέα και στην πραγματική οικονομία εν γένει («συστημική εποπτεία»)⁸. Στην προσπάθεια αυτή οι αρχές ενίσχυσαν σημαντικά την συμμετοχή των ΚΤ καθώς αυτές, από τη φύση τους, εστιάζονται στην ανάλυση μακροοικονομικών και χρηματοοικονομικών συνθηκών και συνεπώς εμφανίζονται ως φυσικοί ανάδοχοι της μακρο-προληπτικής εποπτείας.

Η κρίση έχει αποκαλύψει όχι μόνο την ανάγκη για πιο αποτελεσματική μικρο- και μακρο-προληπτική ρύθμιση και εποπτεία, αλλά και την ανάγκη για καλύτερο συντονισμό μεταξύ τους. Λαμβάνοντας υπόψη τις σημαντικές συνέργειες μεταξύ της μικρο-προληπτικής εποπτείας και ανάλυσης των συστημικών κινδύνων, η μεταφορά της μικρο-προληπτικής εποπτείας υπό την ίδια στέγη με άλλα καθήκοντα της ΚΤ φαίνεται να είναι μια επιτακτική ανάγκη. Εξάλλου, όπως διαπιστώθηκε κατά τη διάρκεια της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης τα μεγαλύτερα προβλήματα ατελούς επικοινωνίας, αδύναμης πρόληψης και καθυστερημένης διορθωτικής παρέμβασης σημειώθηκαν σε χώρες όπου η εποπτεία των ΠΙ ασκείται από όργανο άλλο από την ΚΤ.

Δεύτερον, άμεσες νομισματικές και δημοσιονομικές παρεμβάσεις με στόχο την ενίσχυση της ρευστότητας για τη διατήρηση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας. Συγκεκριμένα, στην ΕΕ, στις αρχές Οκτωβρίου του 2008, όλες οι χώρες έσπευσαν να θωρακίσουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τους με πακέτα στήριξης μεγάλων διαστάσεων, που έλαβαν τελικά τη μορφή αφενός της κρατικής εγγυήσεως για την ομαλή χρηματοδότηση αυτών των ιδρυμάτων και αφετέρου της ενισχύσεως της κεφαλαιακής τους επάρκειας με συμμετοχή του κράτους. Για την αντιμετώπιση μιας γενικευμένης τραπεζικής κρίσης αλλά και για να διατηρηθεί η εμπιστοσύνη του κοινού στη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος οι αρχές προέβησαν και σε μια σειρά από άλλες ενέργειες, όπως η ενίσχυση της εγγύησης των καταθέσεων, η εξυγίανση και εκκαθάριση των προβληματικών ΠΙ και η προσφυγή σε εξαγορές ή συγχωνεύσεις.⁹ Καθώς η κατάσταση έβαινε εκτός ελέγχου, κυβερνήσεις και ΚΤ αποφάσισαν να παρέμβουν δυναμικά και διασώσεις χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων συνεχίζονται σε όλο τον κόσμο κατά τη διετία 2008-2009. Η εν λόγω παρέμβαση ωστόσο οδήγησε σε δημοσιονομικές κρίσεις, καθώς επιβαρύνθηκαν σε σημαντικό βαθμό οι κρατικοί προϋπολογισμοί.¹⁰

⁸**Προβόπουλος (2009)**, ομιλία στην Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή της Ελλάδος με θέμα: «Ο ρόλος του χρηματοπιστωτικού συστήματος για την έξοδο από την κρίση και η συμβολή του για μακροχρόνια οικονομική και κοινωνική ανάπτυξη», Πρακτικά Ημερίδας, Αθήνα, Ιούνιος, σελ. 15.

⁹Τα μέτρα αυτά αποτελούν απαραίτητες ενέργειες για την αντιμετώπιση μιας γενικευμένης τραπεζικής κρίσης ώστε να αποφευχθούν οι καταστροφικές επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία. Βλ. **Frydl-Quinty (2000)**, σελ. 9-15. Βλ. και **ΕΚΤ (2009)**, «Ετήσια Έκθεση», σελ. 157. Στις ενέργειες αυτές είχαν προέβη οι αρχές και στις προηγούμενες χρηματοπιστωτικές (κυρίως τραπεζικές) κρίσεις. Βλ. **Sundararajan-Balino (1991)**, σελ. 29-34.

¹⁰**ΤτΕ (2010)**, «Έκθεση για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα», Ιούλιος, σελ. 28.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

ΚΕΝΤΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΑΙ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

1. Η διάρθρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα (“financial system”) αποτελείται από:¹¹ (α) τις χρηματοπιστωτικές αγορές, όπως οι αγορές χρήματος και οι αγορές κεφαλαίων, (β) τους ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, όπως τα ΠΙ και οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις, (γ) τις χρηματοπιστωτικές υποδομές, οι οποίες επιτρέπουν τη μεταβίβαση πληρωμών καθώς και τη διαπραγμάτευση, την εκκαθάριση και τον διακανονισμό τίτλων.

Η κύρια λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι η διαμεσολάβηση μεταξύ πλεονασματικών και ελλειμματικών οικονομικών μονάδων μέσω των χρηματοπιστωτικών αγορών (“financial markets”). Στις οικονομίες της αγοράς, μέσω του χρηματοπιστωτικού συστήματος επιτελούνται δύο λειτουργίες: Η *πρώτη* λειτουργία είναι η διοχέτευση χρηματικών πόρων (κεφαλαίων) από τους θετικούς προς τους αρνητικούς αποταμιευτές, ενώ η *δεύτερη* λειτουργία συνίσταται στη συμβολή στην πραγματοποίηση από φυσικά ή νομικά πρόσωπα πληρωμών χωρίς τη χρήση μετρητών.

Η μεταφορά κεφαλαίων από τους θετικούς αποταμιευτές στους αρνητικούς μπορεί να πραγματοποιηθεί, κατ’ αρχάς, με άμεση διαπραγμάτευση. Στη περίπτωση αυτή γίνεται λόγος για άμεση χρηματοδότηση (“direct financing”). Όμως, η άμεση επικοινωνία αποταμιευτών και δανειζόμενων δεν είναι εύκολη, αφού συνήθως τα δύο μέρη δεν διαθέτουν τον απαιτούμενο χρόνο, τις απαιτούμενες γνώσεις και τις κατάλληλες πληροφορίες για τη φερεγγυότητα του αντισυμβαλλόμενου ώστε να καταλήξουν σε μια συναλλαγή με αμοιβαία οφέλη. Οι ατέλειες αυτές στη λειτουργία της οικονομίας απετέλεσαν τη βασική αιτία εμφάνισης και ανάπτυξης των χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών (“financial intermediaries”) οι οποίοι παρεμβαίνουν μεταξύ των θετικών και αρνητικών αποταμιευτών, και αφού συγκεντρώσουν τα κεφάλαια των πρώτων και τα διαμορφώσουν κατάλληλα, τα διοχετεύουν με μεγάλη αποτελεσματικότητα στους δεύτερους. Στη περίπτωση αυτή γίνεται λόγος για έμμεση χρηματοδότηση (“indirect financing”).¹² Οι σημαντικότεροι έμμεσοι διαμεσολαβητές θεωρούνται τα ΠΙ, καθώς αυτά, από τη φύση τους, έχουν μεγαλύτερη τεχνογνωσία και πληροφόρηση ως προς τις επενδυτικές ευκαιρίες.¹³ Ακριβώς λόγω του καθοριστικού ρόλου που διαδραματίζουν τα ΠΙ στη χρηματοδότηση της αγοράς, σε όλες τις οικονομικά αναπτυγμένες οικονομίες ο τραπεζικός τομέας υπόκειται σε σημαντική ρυθμιστική παρέμβαση και εποπτεία¹⁴ με απώτερο στόχο την εύρυθμη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος.¹⁵

¹¹ ΕΚΤ, στην ιστοσελίδα: <http://www.ecb.int/ecb/orga/tasks/html/financial-stability.el.html>.

¹² Αναλυτικά, βλ. Αγγελόπουλο(2005), σελ. 33-38.

¹³ ΕΚΤ (2011), «Ετήσια Έκθεση», σελ. 128.

¹⁴ Ως ρυθμιστική παρέμβαση (“regulation”) νοείται η υιοθέτηση νομοθετικών, διοικητικών ή κανονιστικών διατάξεων μέσω των οποίων επιβάλλεται στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και αγορές συγκεκριμένη συμπεριφορά ή συγκεκριμένη απαγόρευση για την ικανοποίηση ενός συγκεκριμένου αιτήματος. Προϊόν της ρυθμιστικής παρέμβασης είναι το κανονιστικό πλαίσιο (“regulations” ή “regulatory framework”). Ως εποπτεία (“supervision”) νοείται η παρακολούθηση από τις αρχές που είναι επιφορτισμένες για το σκοπό αυτό της συμμόρφωσης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων προς τις διατάξεις του κανονιστικού πλαισίου. Βλ. Γκόρτσο (2011), σελ. 50.

¹⁵ Βλ. Κεφάλαιο 1^ο, υπό 3. Το περισσότερο γνωστό ρυθμιστικό κείμενο για την εποπτεία των τραπεζών αποτελούν τα κείμενα της Επιτροπής της Βασιλείας μέσω των οποίων καθιερώνονται πρότυπα για την κεφαλαιοποίηση και τη ρευστότητα των τραπεζών και προβλέπονται τρόποι επιβολής τους και συμμόρφωσής τους σε αυτά. Η έναρξή, όμως, της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης

2. Οι βασικές λειτουργίες/αρμοδιότητες των ΚΤ

Οι ΚΤ είναι κρατικά ιδρύματα με μεγάλο βαθμό αυτονομίας και ανεξαρτησίας, τα οποία προστατεύουν και κατευθύνουν αμέσως ή εμμέσως τη χρηματοπιστωτική και παραγωγική δραστηριότητα της οικονομίας. Σήμερα, οι ΚΤ αποτελούν τους σημαντικότερους θεσμούς στο εθνικό και διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα, συμμετέχουν σε διεθνή συστήματα ΚΤ και άλλων διεθνών οργανισμών όπως είναι το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο («ΔΝΤ»), η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών στη Βασιλεία της Ελβετίας, στα οποία έχουν θεσμικό ή συμβουλευτικό ρόλο προκειμένου να εξασφαλίζουν τις προϋποθέσεις για τη διεθνή χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Το έργο της ΚΤ είναι να επηρεάσει τις αγορές του χρήματος με στόχο τις υψηλές και συνεπείς μακροοικονομικές αποδόσεις, έλεγχο του πληθωρισμού και νομισματική σταθερότητα. Οι αποφάσεις των ΚΤ διαμορφώνουν:¹⁶ (α) την προσφορά του χρήματος, (β) το επίπεδο των επιτοκίων, και (γ) τη διαχείριση των συναλλαγματικών αποθεμάτων ή των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Ανάλογα με τις εντολές που τις έχουν δοθεί, οι ΚΤ έχουν μία σειρά στόχων που πρέπει να πετυχαίνουν. Ωστόσο, ο επικρατέστερος στόχος είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών που συνεπάγεται τη διατήρηση ενός σταθερού και χαμηλού ποσοστού πληθωρισμού. Εκτός όμως από αυτήν την επίσημη εντολή, οι ΚΤ μπορεί να έχουν και άλλους στόχους, όπως για παράδειγμα τη στήριξη της οικονομικής ανάπτυξης, τη διατήρηση σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, τη δημιουργία θέσεων εργασίας και την εξασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.¹⁷

Και ενώ με το πέρασμα του χρόνου οι ΚΤ πέρασαν από διάφορα στάδια έως τη σημερινή τους μορφή και υπέστησαν σημαντικές ιδεολογικοπολιτικές αλλαγές,¹⁸ σήμερα, ο ρόλος τους περιορίζεται στους παρακάτω βασικούς στόχους:¹⁹

(i) Την άσκηση νομισματικής πολιτικής

Ο απώτερος στόχος της νομισματικής πολιτικής είναι η μακροοικονομική σταθερότητα, και ιδιαίτερα η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, δηλαδή ο έλεγχος του πληθωρισμού.

ανέδειξε ότι το υφιστάμενο κανονιστικό πλαίσιο της Βασιλείας II, αν και συνέβαλε στην κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών, εν τούτοις δεν ήταν αρκετό για να αποτρέψει ούτε την εκδήλωση της κρίσης, ούτε των προβλημάτων που επέφερε αυτή. Έτσι, τον Δεκέμβριο 2010 υιοθετήθηκε η «Βασιλεία III», με την οποία καθιερώνεται το νέο διεθνές κανονιστικό πλαίσιο για τις διεθνείς τράπεζες με σκοπό την ενδυνάμωση της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος διεθνώς. Αναλυτικά, για τις διατάξεις της «Βασιλείας III» και για τα καινοτόμα στοιχεία της, βλ. **BCBS (2010)**, “*Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking system*”, BIS, Basel.

¹⁶ **Φαρσαρώτας (2009)**, σελ. 102-104.

¹⁷ Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, στη μεταπολεμική περίοδο έκαναν την εμφάνισή τους δύο πρότυπα ΚΤ: (α) Το *αγγλο-γαλλικό* πρότυπο, στο οποίο η σταθερότητα των τιμών είναι ένας μόνο από τους στόχους της ΚΤ, ο οποίος, μάλιστα, δεν τυχαίνει κάποιας προνομιακής μεταχείρισης. (β) Το *γερμανικό* πρότυπο, σύμφωνα με το οποίο η σταθερότητα των τιμών θεωρείται ο πρωταρχικός στόχος που πρέπει να έχει μια ΚΤ. Βλ. **De Grauwe (2008)**, σελ. 268-276. Όπως θα διαπιστωθεί παρακάτω (Κεφάλαιο 2^ο), επικράτησε σαφώς το γερμανικό πρότυπο ΚΤ.

¹⁸ Βλ. **Holtfrerich-Reis (1999)**, σελ. 1-10.

¹⁹ **Blinder (2010)**, σελ. 124. Βλ. και **Tudjuddin (2003)**, “*The Role of Central Bank in Maintaining Financial Stability*”, speech in APEC Financial Annual Forum, October 15th, Shanghai. Σύμφωνα με τον Bordo, η εξισορρόπηση αυτών των στόχων θα αποτελέσει τη βασική πρόκληση που θα αντιμετωπίσουν οι ΚΤ στο μέλλον. Βλ. **Bordo (2007)**, “*A Brief History of Central Banks*”, FRBC Paper, διαθέσιμο στο: <http://www.clevelandfed.org/research/commentary/2007/12.cfm>

Αυτό προϋποθέτει, μεταξύ άλλων, τον έλεγχο του διαθέσιμου χρήματος στην αγορά. Για την επίτευξη των σκοπών της νομισματικής πολιτικής και ειδικότερα, για τη ρύθμιση των πιστώσεων και της προσφοράς χρήματος στην οικονομία, οι ΚΤ έχουν στη διάθεσή τους τα ακόλουθα μέσα: (α) επιβολή ποσοστού υποχρεωτικών διαθεσίμων στα ΠΙ, (β) πάγιες διευκολύνσεις, και (γ) πράξεις ανοιχτής αγοράς.²⁰

(ii) Την επίβλεψη και την προώθηση της ομαλής λειτουργίας των συστημάτων πληρωμών και διακανονισμού

Οι ΚΤ οφείλουν να διασφαλίζουν την σταθερότητα των συστημάτων πληρωμών καθώς αυτή αποτελεί ένα συμπληρωματικό σκοπό της συστημικής σταθερότητας. Επειδή τα συστήματα πληρωμών αποτελούν ένα ουσιώδες όχημα για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής, η επίβλεψή τους στοχεύει στη διασφάλιση του διαύλου μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Μία δυσλειτουργία των συστημάτων πληρωμών μπορεί να οδηγήσει σε αποσταθεροποίηση ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Στο πλαίσιο αυτό, η επίβλεψη που ασκούν οι ΚΤ αφορά στην πρόληψη και την έγκαιρη αντιμετώπιση των κινδύνων στα οποία είναι εκτεθειμένα τα συστήματα πληρωμών, όπως είναι ο νομικός, ο πιστωτικός, ο λειτουργικός και ο κίνδυνος ρευστότητας, με στόχο τη διατήρηση της αξιοπιστίας και της αποτελεσματικότητας τους και, κατ' επέκταση, τη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Όπως επισημαίνεται, πριν από την εκδήλωση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, η επίβλεψη των συστημάτων πληρωμών από τις ΚΤ αποτελούσε ουσιαστικά το μοναδικό «εργαλείο» παρακολούθησης των κινδύνων που μπορούν να προκαλέσουν συστημικές αναταραχές.²¹

(iii) Ρύθμιση και εποπτεία των ΠΙ

Αναφορικά με την εποπτεία των ΠΙ, κύριος στόχος των ΚΤ είναι η διασφάλιση της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος, η ελαχιστοποίηση του συστημικού κινδύνου και η προστασία των καταθετών. Στην ΕΕ, οι κανόνες, η πολιτική και η πρακτική των ΚΤ όσον αφορά την αρμοδιότητά τους να εποπτεύουν τα ΠΙ είναι ευθυγραμμισμένες με τις οδηγίες της ΕΕ και τις συστάσεις της Επιτροπής Τραπεζικής Εποπτείας της Βασιλείας για την τραπεζική εποπτεία.²² Ωστόσο, όπως θα αναλυθεί παρακάτω, υπάρχει έντονος επιστημονικός διάλογος ως προς την ανάθεση ή όχι και της προληπτικής εποπτείας των ΠΙ στις ΚΤ.²³

(iv) Τη διασφάλιση/διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας

Η διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος αποτελεί μια από τις κύριες αρμοδιότητες της ΚΤ.²⁴ Η χρηματοπιστωτική σταθερότητα επιτυγχάνεται μέσω των μακρο-προληπτικών αναλύσεων που διεξάγουν οι ΚΤ με σκοπό, γενικά, τον περιορισμό της συσσώρευσης του συστημικού κινδύνου.²⁵ Η μακρο-προληπτική ανάλυση συνεπάγεται την

²⁰ Αναλυτικά βλ. Κεφάλαιο 4^ο, υπό 2.

²¹ **BIS (2011)**, σελ. 5-6.

²² Για την ιδιαιτερότητα των ΠΙ αλλά και για λόγους που ο τραπεζικός τομέας κατέχει ξεχωριστή θέση στην εποπτική ατζέντα κάθε χώρας, βλ. αμέσως παρακάτω, ενότητα 2.3.

²³ Βλ. Κεφάλαιο 1^ο, υπό 5.1.

²⁴ Σύμφωνα με τον Padoa-Schioppa, οι ΚΤ θα πρέπει να έχουν πλήρη επίγνωση της ευθύνης τους για την διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Όπως αναφέρει χαρακτηριστικά "...the role of central banks in financial stability was (and still is) part of their genetic code. Βλ. **Padoa-Schioppa (2002)**, σελ. 6. Την άποψη αυτή συμμερίζεται και ο **Ferguson (2002)**, σελ. 1-7, ο οποίος υποστηρίζει την διαχρονική συμβολή των ΚΤ στη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας ("Central Bank's activist approach").

²⁵ Ως "συστημικός κίνδυνος" νοείται ο κίνδυνος αποδιοργάνωσης του χρηματοοικονομικού συστήματος με εν δυνάμει σοβαρές αρνητικές συνέπειες για την εσωτερική αγορά και την πραγματική οικονομία.

τακτική παρακολούθηση και ανάλυση των διαρθρωτικών εξελίξεων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα με σκοπό τον εντοπισμό, την παρακολούθηση και την αξιολόγηση των δυνητικών κινδύνων και ευπαθειών του χρηματοπιστωτικού συστήματος καθώς και την αξιολόγηση της ανθεκτικότητάς του σε πιθανές διαταραχές.²⁶ Το επίκεντρο είναι τα ΠΙ αφού αυτά αποτελούν τους κύριους ενδιάμεσους οργανισμούς διακίνησης κεφαλαίων καθώς και το κύριο δυνητικό μέσο μετάδοσης κινδύνων εντός του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η μακρο-προληπτική επιτήρηση καλύπτει τις εξελίξεις τόσο στο εγχώριο όσο και σε διεθνές μακροοικονομικό-χρηματοπιστωτικό περιβάλλον, οι οποίες μπορούν να επηρεάσουν τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Διάφορα εργαλεία καθώς και ποικίλες πηγές ποσοτικών και ποιοτικών στοιχείων χρησιμοποιούνται για σκοπούς μακρο-προληπτικής ανάλυσης.

Σε εξαιρετικές περιπτώσεις όπου η λειτουργία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, αγορών ή υποδομών των χρηματοπιστωτικών αγορών διακόπτεται για οποιονδήποτε λόγο, οι ΚΤ ενδέχεται να χρειαστεί να παρέμβουν ως Δανειστές Ύστατης Προσφυγής (“Lender of Last Resort”, «ΔΥΠ») παρέχοντας ρευστότητα σε ένα ή περισσότερα φερέγγυα ΠΙ που αντιμετωπίζουν πρόβλημα ρευστότητας.²⁷

Σε κάθε περίπτωση, οι βασικοί ή/και αντικειμενικοί στόχοι (“core purposes”) των ΚΤ είναι, η διατήρηση της νομισματικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας,²⁸ δύο λειτουργίες που, όπως υποστηρίζεται, αποτελούν τις δύο όψεις του ίδιου νομίσματος.²⁹ Και αυτό επειδή η σταθερότητα των τιμών και η χρηματοπιστωτική σταθερότητα δεν είναι δυνατό να αναλύονται ξεχωριστά και ανεξάρτητα η μία από την άλλη. Μακροπρόθεσμα, η σταθερότητα των τιμών συμβάλλει στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα ενώ η χρηματοπιστωτική σταθερότητα αποτελεί προϋπόθεση για τη δυνατότητα των ΚΤ να διατηρούν τη σταθερότητα των τιμών.

Σε αντίθεση, όμως, με την έννοια της νομισματικής σταθερότητας,³⁰ δεν υφίσταται ένας κοινά αποδεκτός όρος της έννοιας της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και αυτό, γιατί είναι ιδιαίτερα δύσκολο να προσδιοριστεί με αρκετή ακρίβεια κάποια περίπτωση χρηματοπιστωτικής αστάθειας, εκτός και εάν πρόκειται για προφανή χρηματοπιστωτική κρίση.³¹ Ωστόσο, κοινό τόπο αποτελεί η παραδοχή ότι ως *χρηματοπιστωτική σταθερότητα* μπορεί να οριστεί μια κατάσταση στην οποία το συνολικό χρηματοπιστωτικό σύστημα έχει

Όλες οι μορφές χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών, αγορών και υποδομών ενδέχεται να είναι σημαντικές σε κάποιο βαθμό από συστημικής απόψεως. Βλ. άρθρο 2, παρ.3, **Κανονισμός 1092/2010**. (Για τον εν λόγω Κανονισμό, με τον οποίο θεσμοθετήθηκε το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου, βλ. Κεφάλαιο 3^ο, υπό 2).

²⁶Οι αναλύσεις δημοσιεύονται στις «Εκθέσεις για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα» που εκδίδουν κατά καιρούς οι ΚΤ. Επισημαίνεται, ότι η πρώτη έκθεση για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα είχε δημοσιευθεί από την Τράπεζα της Αγγλίας στα μέσα της δεκαετίας του 1990, την οποία ακολούθησαν πολλές ΚΤ, συμπεριλαμβανομένης και της ΕΚΤ. Μέσω της ανάλυσης, παρακολούθησης και αξιολόγησης των μακροοικονομικών εξελίξεων, οι εν λόγω εκθέσεις *εντοπίζουν* τις σημαντικότερες πηγές κινδύνων και ευπάθειας που θα μπορούσαν να κλονίσουν τη μελλοντική σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και *αξιολογούν* την ικανότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος να αντιμετωπίσει τους εν λόγω κινδύνους σε περίπτωση που υλοποιηθούν. Βλ. **Čihák (2006)**, σελ. 6, 18.

²⁷Βλ. Κεφάλαιο 1^ο, υπό 5.2 και Κεφάλαιο 2^ο, υπό 5.

²⁸Σύμφωνα με τον Goodhart αυτοί οι στόχοι είναι τα “core purposes” της κάθε ΚΤ. Βλ. **Goodhart (2008)**, σελ. 1, 10. Ο ίδιος υποστηρίζει ότι η αφοσίωση των ΚΤ στην διατήρηση της σταθερότητας των τιμών ως πρωταρχικός τους στόχος (“strict inflation targeting regime”) και οι ελλειπείς ρυθμιστικές τους εξουσίες αποδείχθηκαν αναποτελεσματικά για τη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

²⁹**Hertig-Lee-McCahery (2009)**, σελ. 42.

³⁰Βλ. Κεφάλαιο 4^ο.

³¹**Lastra (2011)**, σελ. 207.

ισχυρές αντοχές και επαρκείς αντιστάσεις σε απροσδόκητους κραδασμούς, ώστε να ελαχιστοποιείται η πιθανότητα αποδιοργάνωσης του σε βαθμό που να διακυβευε την αποτελεσματική κατανομή των πόρων και την διοχέτευση των διαθέσιμων αποταμιεύσεων προς τις κοινωνικά επωφελέστερες χρήσεις και δραστηριότητες με το χαμηλότερο δυνατό κόστος, συμβάλλοντας στην οικονομική και κοινωνική ευημερία.³²

Με αυτήν την έννοια η διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας προϋποθέτει την εκ των προτέρων αναγνώριση των βασικών πηγών κινδύνου και ευπάθειας του συστήματος, όπως οι αδυναμίες στην κατανομή των χρηματοδοτικών πηγών από αποταμιευτές σε επενδυτές και η μη σωστή εκτίμηση ή/και αξιολόγηση των χρηματοπιστωτικών κινδύνων.³³ Η αναγνώριση των κινδύνων και των αδυναμιών ενός συστήματος είναι αναγκαία καθώς η επίβλεψη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας προϋποθέτει να μπορούν να προβλεφθούν μελλοντικές καταστάσεις (“forward looking”).³⁴

3. Σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος ως προϋπόθεση διασφάλισης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας

Η ρύθμιση και η εποπτεία του τραπεζικού και γενικότερα του χρηματοπιστωτικού τομέα, μια προσπάθεια διαρκής και επίπονη, είναι επιθυμητή ως μέσο επίτευξης ενός ελάχιστου βαθμού ασφάλειας δικαίου και αποφυγής των στρεβλώσεων και αποτυχιών της αγοράς.³⁵ Η θεωρητική λοιπόν δικαιολόγηση για την ύπαρξη της εποπτείας και ρυθμιστικής παρέμβασης συνδέεται με το επιχείρημα της «αποτυχίας των αγορών» που στηρίζεται σε τρεις άξονες: (α) την παρουσία μονοπωλιακής ή ολιγοπωλιακής δομής, (β) τη σημασία των εξωτερικών οικονομικών, και (γ) την ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ αγοραστών και πωλητών.

Επιπλέον, ένα ισχυρό επιχείρημα υπέρ μιας αποτελεσματικής ρυθμιστικής παρέμβασης και εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι η πλήρης αποτυχία του «δόγματος της αυτορρύθμισης», το οποίο οδηγεί σε δεσμούς χαλαρής εποπτείας επί των μεσαζόντων του χρηματοπιστωτικού τομέα και αδυνατεί να επιφέρει την ανάκαμψη μέσω της διασφάλισης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, όπως διαπιστώθηκε κατά τη διάρκεια της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης.³⁶

Όπως, λοιπόν, τονίστηκε προηγουμένως, λόγω του ιδιαίτερου ρόλου που έχουν τα ΠΙ στη χρηματοδότηση της οικονομίας, η χρηματοπιστωτική σταθερότητα διασφαλίζεται κυρίως μέσω της επιδίωξης της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος. Έτσι, ο τραπεζικός τομέας κατέχει μια ξεχωριστή θέση στην εποπτική ατζέντα κάθε χώρας καθώς υπόκεινται σε σημαντική ρυθμιστική παρέμβαση και εποπτεία η έκταση της οποίας από μέρους του κράτους διαφοροποιείται αισθητά μεταξύ αφενός μεν των οικονομικά λιγότερο αναπτυγμένων κρατών και αφετέρου των οικονομικά αναπτυγμένων κρατών, κυρίως διότι οι δικαιολογητικές της βάσεις είναι συνήθως διαφορετικές. Η έκταση της ρυθμιστικής παρέμβασης εξαρτάται επίσης από το μέγεθος του τραπεζικού συστήματος και τον ρόλο που αυτό διαδραματίζει στην οικονομική ανάπτυξη μιας χώρας.

³²ΤτΕ (2010), «Έκθεση για την χρηματοπιστωτική σταθερότητα», Ιούλιος, σελ. 5, 7.

³³Τασάκος (2006), σελ. 61-62.

³⁴ΕΚΤ (2008), «Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα και Επίβλεψη», Μηνιαίο Δελτίο, 10η επέτειος της ΕΚΤ, σελ. 136.

³⁵Βλ. Ρόκα (2006), σελ. 341.

³⁶Κατσίκας (2012), σελ. 16. Μάλιστα, στην Μεγάλη Βρετανία, στις αρχές τις δεκαετίας του 1990, η αποτυχία του «δόγματος της αυτορρύθμισης» είχε σαν αποτέλεσμα την επιστροφή στο κρατικό ρυθμιστικό πλαίσιο με την ίδρυση της Αρχής Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών (“FSA”). Βλ. Howels-Bain (2009), σελ. 521.

Επιπλέον, σημαντικό ρόλο διαδραματίζει το αν η οικονομία της συγκεκριμένης χώρας είναι τραπεζοκεντρική (“bank-based system”), δηλαδή αν οι εταιρείες χρηματοδοτούν τις επενδύσεις τους μέσω του τραπεζικού συστήματος, όπως συμβαίνει στις ευρωπαϊκές χώρες, ή αν η οικονομία της χώρας είναι αγοροκεντρική (“market-based system”), όπου η χρηματοδότηση των αρνητικών αποταμιευτών γίνεται απευθείας στην αγορά, όπως συμβαίνει στις ΗΠΑ. Η ιδιαιτερότητα των ΠΙ έγκειται.³⁷

Πρώτον, στον κοινωνικό τους ρόλο ως κατόχων των αποταμιεύσεων του κοινού. Η εμπιστοσύνη του αποταμιευτικού κοινού σε αυτά αντανακλά την εμπιστοσύνη σε ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό τομέα μιας χώρας και την οικονομία εν γένει, κάτι που εξηγεί και την έντονη πολιτική διάσταση του εποπτικού τους ελέγχου.

Δεύτερον, τα ΠΙ, αποτελώντας τον πυρήνα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, αναλαμβάνουν τον ρόλο της χρηματοδότησης ολόκληρης της οικονομίας, πράγμα καθοριστικό για την επιβίωση όλων των συμμετεχόντων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Τρίτο και σημαντικότερο, τα ΠΙ, από τη φύση τους είναι πολύ πιο ευάλωτα έναντι των κινδύνων που αναλαμβάνουν σε σχέση με τα άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και ιδίως έναντι του συστημικού κινδύνου. Η κύρια δραστηριότητα ενός ΠΙ συνίσταται στο να δανείζεται βραχυπρόθεσμα για να βρει το κεφάλαιο προκειμένου να δανείσει με τη σειρά της ή να επενδύσει μεσοπρόθεσμα ή μακροπρόθεσμα. Αν όμως για οποιοδήποτε λόγο το ΠΙ βρεθεί, έστω και προσωρινά, σε οικονομική δυσχέρεια και δεν μπορεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του, υπάρχει ο κίνδυνος οι καταθέτες του να χάσουν την εμπιστοσύνη τους σε αυτό και να προβούν σε μαζική εφόρμηση (“bank run”) προς ανάληψη των καταθέσεών τους υπό το κράτος πανικού. Όταν χαθεί η εμπιστοσύνη των καταθετών συγκεκριμένου ΠΙ οι συνέπειες είναι δύσκολα αναστρέψιμες. Έχοντας χάσει την κύρια πηγή χρηματοδότησης του και δεδομένου ότι τα περιουσιακά του στοιχεία δεν είναι άμεσα ρευστοποιήσιμα, το ΠΙ αντιμετωπίζει τον άμεσο κίνδυνο της πτώχευσης.³⁸

Οι συνέπειες όμως της αποτυχίας ενός μεμονωμένου ΠΙ δεν περιορίζονται μόνο στους καταθέτες και τους άλλους δανειστές του, αλλά μπορούν να επεκταθούν σε ολόκληρη την διατραπεζική αγορά, αν οδηγήσουν σε γενικευμένη απώλεια της εμπιστοσύνης του κοινού στη λειτουργία της. Οι καταθέτες άλλων ΠΙ υπό το κράτος πανικού και λόγω του προβλήματος ασυμμετρίας πληροφόρησης, αδυνατούν να ξεχωρίσουν τα φερέγγυα από τα προβληματικά ΠΙ και προβαίνουν αδιάκριτα σε μαζικές εφορμήσεις. Με τον τρόπο αυτό μια μεμονωμένη κατάρρευση είναι δυνατόν να προκαλέσει αλυσιδωτές αντιδράσεις (“chain reactions”) και σειρά πτωχεύσεων (“domino effect”).

Επιπρόσθετο παράγοντα διόγκωσης του φαινομένου αυτού αποτελεί η συμμετοχή των ΠΙ στα συστήματα πληρωμών και στη διατραπεζική αγορά, η οποία δημιουργεί τόσο στενούς «δεσμούς» αλληλεξάρτησης, ώστε να είναι πολύ εύκολο ακόμα και ένα απλό πρόβλημα ρευστότητας ενός και μόνο ΠΙ να εξελιχθεί σε γενικευμένη κρίση.³⁹

Οι συνέπειες της αστάθειας του τραπεζικού κλάδου επηρεάζουν την οικονομία μιας χώρας τόσο σε μακροοικονομικό όσο και σε μικροοικονομικό επίπεδο και μπορεί να οδηγήσουν στην πραγμάτωση συστημικών κινδύνων ή στη μετάδοση κρίσεων (“spill-over effect”). Τέτοιες κρίσεις μπορούν να μεταδοθούν και στους άλλους δύο κλάδους του

³⁷ Αναλυτικά, για την ιδιαιτερότητα του τραπεζικού συστήματος, βλ. **Kaufman (1996)**, “Bank Failures, Systemic Risk, and Bank Regulation”, in: The Cato Journal. Vol.16. No1, διαθέσιμο στο: <https://www.cato.org/pubs/journal/cj16n1-2.html>. Βλ. και **Παπαδάκη (2004)**, σελ. 40-50.

³⁸ Βλ. **Φλώρο (2012)**, σελ. 7-10.

³⁹ **Kaufman-Scott (2000)**, σελ. 6.

χρηματοπιστωτικού τομέα, λόγω της κατάργησης των «συνόρων» μεταξύ τους, αλλά και πέρα από τα εθνικά σύνορα εφόσον το ΠΙ δραστηριοποιείται σε περισσότερες από μία χώρες ή απλά και μόνο λόγω της έντονης αλληλεξάρτησης των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Το γεγονός ότι τα ΠΙ είναι ευάλωτα σε πανικούς, σε συνδυασμό με τις σημαντικές αρνητικές συνέπειες που θα είχε μια τέτοια εξέλιξη για το σύνολο της οικονομίας, έχουν καταστήσει απαραίτητη την ρύθμιση και εποπτεία του τραπεζικού τομέα για την αποφυγή τραπεζικών κρίσεων. Σε γενικές γραμμές, η ρύθμιση του τραπεζικού συστήματος έχει βασιστεί σε ένα συνδυασμό μέτρων που στοχεύουν καταρχήν στην πρόληψη των τραπεζικών κρίσεων, αλλά και στην παροχή ενός πλέγματος ασφαλείας από την στιγμή που εντοπίζεται μια ενδεχόμενη κρίση.⁴⁰

Η πρώτη δέσμη ρυθμίσεων αποτελεί το υπόβαθρο της προληπτικής εποπτείας και συνίσταται από μέτρα όπως οι κεφαλαιακές υποχρεώσεις, οι οποίες στοχεύουν στην διατήρηση ενός ελάχιστου επιπέδου κεφαλαίων σε σχέση με τις υποχρεώσεις ή τις απαιτήσεις του ΠΙ, ώστε να αποτραπεί η αλόγιστη επέκταση του ισολογισμού μέσω δανεισμού. Άλλα μέτρα που συνδέονται με την προληπτική εποπτεία έχουν να κάνουν με ειδικές προϋποθέσεις για την έκδοση άδειας άσκησης τραπεζικών εργασιών όπως για παράδειγμα σε σχέση με το αρχικό κεφάλαιο ή την πιστοποίηση εξειδικευμένου προσωπικού που θα στελεχώσει το ΠΙ, την διατήρηση συστημάτων διαχείρισης κινδύνου και τις διαδικασίες εσωτερικής οργάνωσης.

Η δεύτερη δέσμη μέτρων αποσκοπεί στην δημιουργία ενός πλέγματος ασφαλείας για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων μιας τραπεζικής κρίσης, και αποτελείται ουσιαστικά από την καθιέρωση συστημάτων εγγύησης καταθέσεων (“deposit guarantee scheme”), την έγκαιρη παρέμβαση των εποπτικών ή/και δικαστικών αρχών (“termination authorities”) με στόχο είτε την εξυγίανση είτε την αναστολή λειτουργίας και εκκαθάρισης των αφερέγγυων ΠΙ και από την λειτουργία της ΚΤ ως ΔΥΠ για το τραπεζικό σύστημα.

4. Η ανακατανομή των εποπτικών αρμοδιοτήτων των ΚΤ-στροφή προς ενιαίο μοντέλο εποπτείας

Η χρηματοπιστωτική κρίση ανέδειξε μια σειρά από σοβαρές αδυναμίες της ισχύουσας αρχιτεκτονικής της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, γεγονός που πυροδότησε συζητήσεις σχετικά με την ανάγκη αναδιάρθρωσης του εποπτικού πλαισίου. Στο επίκεντρο αυτών των συζητήσεων βρίσκεται η επιλογή της καταλληλότερης προσέγγισης αναφορικά με την θεσμική διάρθρωση της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, θέμα το οποίο δεν τυχαίνει ενιαίας αντιμετώπισης από τα κράτη καθώς η επιλογή του εποπτικού πλαισίου από αυτά εξαρτάται από διαφορετικούς παράγοντες, όπως: (α) ο βαθμός ανάπτυξης των Ομίλων Ετερογενών Χρηματοπιστωτικών Δραστηριοτήτων («ΟΕΧΔ») και διατήρησης των διαχωριστικών γραμμών μεταξύ υπηρεσιών/προϊόντων εντός της εθνικής αγοράς, (β) το μέγεθος της εθνικής οικονομίας, (γ) ο βαθμός συγκέντρωσης στον χρηματοπιστωτικό τομέα, (δ) οι ιδιαιτερότητες των εθνικών νομικών συστημάτων, (ε) η εμπειρία που έχει αποκτηθεί από την αποτελεσματικότητα των υφιστάμενων εποπτικών δομών, (στ) η χρονική συγκυρία και μεταρρυθμιστικές προτεραιότητες που έχει θέσει η κάθε χώρα.⁴¹ Έτσι, τα ιδιοσυγκρατικά

⁴⁰ **Schüler (2003)**, σελ. 5-6. Το σύνολο των πολιτικών υλοποίησης του αιτήματος για διασφάλιση της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος συνθέτει το καλούμενο «*δίχτυ ασφάλειας*» του τραπεζικού συστήματος (“bank safety net”) το οποίο αποτελείται από πέντε διαφορετικές πολιτικές η καθεμία από τις οποίες έχει ιδιαίτερη βαρύτητα και σημασία στην ανακοπή των τραπεζικών κρίσεων. Βλ. **Hellenic Bank Association (2007)**, σελ. 87-91. Η σύνθεση του “bank safety net” μπορεί να διαφέρει από χώρα σε χώρα, ο πρωταρχικός στόχος όμως παραμένει η διασφάλιση της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος. Βλ. **Heremans (1999)**, σελ. 959-962.

⁴¹ **Σταϊκούρας (2011)**, σελ. 560-561.

χαρακτηριστικά του κάθε εθνικού, νομικο-πολιτικο-οικονομικού συστήματος επιδρούν σημαντικά στη δομή και αποτελεσματικότητα της χρηματοπιστωτικής εποπτείας. Τούτο εξηγεί άλλωστε τον λόγο για τον οποίο δεν υπάρχει σύγκλιση προς ένα βέλτιστο σύστημα εποπτείας αλλά, αντίθετα, παρατηρείται ετερογένεια μεταξύ των εθνικών εποπτικών συστημάτων.

Η ανομοιογένεια αυτή όσον αφορά την υιοθέτηση από τα κράτη ενός μοναδικού πλαισίου χρηματοπιστωτικής εποπτείας παρατηρείται και σε ευρωπαϊκό επίπεδο και οφείλεται στο γεγονός ότι πέραν των νομικο-πολιτικο-οικονομικών διαφορών που χαρακτηρίζουν τα κράτη μέλη, το ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό δίκαιο⁴² δεν περιέχει ειδικές διατάξεις αναφορικά με την επιλογή ενός συγκεκριμένου συστήματος εποπτείας.⁴³ Έτσι, διάφορα κράτη, σε διεθνές, ευρωπαϊκό και εθνικό επίπεδο, έχουν υιοθετήσει τρεις διαφορετικές προσεγγίσεις αναφορικά με τη θεσμική διάρθρωση της χρηματοπιστωτικής εποπτείας:⁴⁴

- (i) την *τομεακή προσέγγιση* (“sectoral approach”, ή “silos model”, π.χ. Ελλάδα, Ισπανία, Κύπρος), η οποία βασίζεται στη φιλοσοφία ότι για κάθε μία από τις τρεις κατηγορίες των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών πρέπει να υπάρχει διαφορετική εποπτική αρχή,
- (ii) την *λειτουργική προσέγγιση* (“functional approach”, π.χ. Ολλανδία), σύμφωνα με την οποία πρέπει να υπάρχουν χωριστές εποπτικές αρχές για την προληπτική εποπτεία και την εποπτεία της άσκησης των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων όλων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μαζί (το ονομαζόμενο υπόδειγμα «twin peaks»),
- (iii) την *προσέγγιση της πλήρους ενοποίησης* των εποπτικών αρχών (“integrated approach”, π.χ. Τσεχία, Ιρλανδία, Σλοβακία), η οποία στηρίζεται στην πλήρη συγχώνευση των εποπτικών αρμοδιοτήτων μεταξύ των διαφόρων τομέων του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε μία και μόνη εποπτική αρχή.

Ωστόσο, στην Ευρώπη, αλλά και όχι μόνο, κατά την διάρκεια των τελευταίων ετών, και κυρίως μετά το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης, άρχισε να συζητείται έντονα το ενδεχόμενο της δημιουργίας ενιαίων εποπτικών αρχών που θα είναι αρμόδιες για την εποπτεία ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αυτή η ανάγκη αναδιάρθρωσης της ρυθμιστικής και εποπτικής παρέμβασης επί του χρηματοπιστωτικού τομέα καθίσταται ζήτημα προτεραιότητας όχι μόνον ως αποτέλεσμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης, η οποία ανέδειξε μια σειρά από σοβαρές αδυναμίες της ισχύουσας εποπτικής αρχιτεκτονικής αλλά και ως μοναδική μέθοδος για: (α) την αποτελεσματική αντιμετώπιση των κινδύνων που προκύπτουν από την σταδιακή εξάλειψη περιορισμών στην παροχή διαφορετικών τύπων χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών λόγω της κατάργησης των «συνόρων» ανάμεσα στους τρεις

⁴²Ως ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό δίκαιο ορίζεται το σύνολο των διατάξεων του παραγώγου ευρωπαϊκού δικαίου μέσω των οποίων επιδιώκεται η επίτευξη της «θετικής» και «αρνητικής» ολοκλήρωσης της Ένωσης, με στόχο τη διαμόρφωση ενός ενιαίου χρηματοπιστωτικού χώρου στα πλαίσια λειτουργίας της ενιαίας αγοράς. Η «αρνητική χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση» επιτυγχάνεται με την κατάργηση των εμποδίων στη ελεύθερη εγκατάσταση, παροχή υπηρεσιών και κίνηση κεφαλαίων, ενώ η «θετική ολοκλήρωση» με την κανονιστική εναρμόνιση των εθνικών δικαίων του χρηματοπιστωτικού τομέα και της εποπτείας του. Αναλυτικά, βλ. **Γκόρτσο (2008)**, σελ. 430-434. Επισημαίνεται, ότι το πρωτογενές ευρωπαϊκό δίκαιο δεν περιέχει διατάξεις ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού δικαίου, με μοναδική, ίσως, εξαίρεση τις διατάξεις των παρ. 5 και 6 του άρθρου 127 της ΣΛΕΕ.

⁴³Βλ. **Hertig-Lee-McCahery (2009)**, σελ. 8 και **Γκόρτσο (2008δ)**, σελ. 61-62.

⁴⁴**ECB (2010)**, “Recent Developments in Supervisory Structures in the EU Member States (2007-10)”, October, σελ. 3-4. Βλ. και **Padoa-Schioppa (2003)**, σελ. 162-163.

παραδοσιακούς κλάδους του χρηματοπιστωτικού συστήματος (τραπεζικός, επενδυτικός, ασφαλιστικός), (β) την απελευθέρωση των διεθνών ροών κεφαλαίου, και (γ) την απάλειψη ρυθμιστικών και διοικητικών εμποδίων στις διεθνείς δραστηριότητες των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Στο πλαίσιο αυτό, πολλά κράτη μέλη προχώρησαν στην ανακατασκευή του ρόλου των ΚΤ όσον αφορά την προληπτική εποπτεία του συνόλου των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.⁴⁵ Με αυτό τον τρόπο μείωσαν τον αριθμό των αρχών που εμπλέκονταν στη προληπτική εποπτεία, εξαλείφοντας παράλληλα τις τυχόν αλληλοεπικαλύψεις και συγκρούσεις αρμοδιοτήτων. Σε γενική ανάλυση, συνειδητοποιώντας ότι η ενοποίηση και διεθνοποίηση του χρηματοπιστωτικού τομέα καθιστούν αναχρονιστικές τις παραδοσιακές οργανωτικές εποπτικές δομές, κινήθηκαν προς την ολοκλήρωση των μεταρρυθμίσεων σχετικά με την έκταση συμμετοχής των ΚΤ στον τομέα της εποπτείας.⁴⁶

Έτσι, τα τελευταία χρόνια, χώρες, όπως η Ολλανδία, η Σλοβακία, η Τσεχία και η Φινλανδία έχουν αναθέσει στις ΚΤ τους την αποκλειστική αρμοδιότητα της μικρο-προληπτικής χρηματοπιστωτικής εποπτείας ή έχουν ιδρύσει έναν ενιαίο φορέα χρηματοπιστωτικής εποπτείας εντός της ΚΤ. Στην Αυστρία, επίσης, έχουν μεταφερθεί οι αρμοδιότητες της τραπεζικής εποπτείας στην ΚΤ, ενώ άλλο ένα παράδειγμα χώρας όπου έχουν ανατεθεί εποπτικές αρμοδιότητες στην ΚΤ αποτελεί το Βέλγιο.⁴⁷

Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν επίσης και η απόφαση των γερμανικών αρχών, το 2008, να «διαλύσουν» την μοναδική εποπτική αρχή (“BAFIN”) υπέρ της Bundesbank,⁴⁸ αλλά και η συγχώνευση, το 2010, της Ιρλανδικής Ρυθμιστικής Αρχής Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών (“IFSRA”) με την ΚΤ της Ιρλανδίας.⁴⁹ Αξίζει, επίσης, να επισημανθεί ότι το καλοκαίρι του 2010 η βρετανική κυβέρνηση αποφάσισε την ενδυνάμωση των εποπτικών αρμοδιοτήτων της Τράπεζας της Αγγλίας μεταφέροντας σε αυτήν τις ουσιαστικές αρμοδιότητες της FSA.⁵⁰

4.1 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα ενιαίας εποπτικής αρχής

Η ανάληψη από μια ενιαία αρχή (“single financial regulator”) της εποπτείας του συνόλου των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των υπηρεσιών που αυτά παρέχουν αποτελεί την πιο

⁴⁵Πέραν όμως της ανάθεσης της εποπτείας του συνόλου των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στις ΚΤ, τα κράτη ανέθεσαν σε αυτές και την αρμοδιότητα της μακρο-προληπτικής εποπτείας. Πάντως, όπως θα διαπιστωθεί παρακάτω, το ζήτημα της κατανομής των εποπτικών αρμοδιοτήτων έχει και μια ειδικότερη διάσταση στο πλαίσιο της οργάνωσης της εποπτείας του τραπεζικού κλάδου, όπου τίθεται το ερώτημα κατά πόσον αυτή πρέπει να ανατεθεί στην εμπλεκόμενη στην άσκηση νομισματικής πολιτικής ΚΤ μιας χώρας ή σε άλλη ανεξάρτητη διοικητική αρχή.

⁴⁶**Athanassiou (2011)**, σελ. 41. Η πλειοψηφία των ΚΤ στην ΕΕ είτε έχουν άμεσες αρμοδιότητες στη λειτουργία της προληπτικής εποπτείας είτε συμμετέχουν ενεργά σε αυτήν σε περιπτώσεις που η εποπτεία ασκείται από ανεξάρτητες διοικητικές αρχές. Βλ. **ECB (2010)**, “Recent Developments in Supervisory Structures in the EU Member States (2007-10)”, October, σελ. 5. Πάντως, δεν είναι η πρώτη φορά που μετά από μια γενικευμένη τραπεζική κρίση η εποπτεία του συνόλου των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών μεταφέρεται κάτω από την «εποπτική ομπρέλα» της ΚΤ. Αντίστοιχες πρωτοβουλίες είχαν λάβει χώρα στις σκανδιναβικές χώρες μετά την κρίση στις αρχές των 90’. Βλ. **Padoa-Schioppa (2003)**, σελ. 172.

⁴⁷**ECB (2010)**, “Recent Developments in Supervisory Structures in the EU Member States (2007-10)”, October, σελ. 8-9.

⁴⁸**Nier (2009)**, σελ. 21-22 (υποσημ. 31).

⁴⁹**ECB (2010)**, “Recent Developments in Supervisory Structures in the EU Member States (2007-10)”, October, σελ. 15-16.

⁵⁰**Ibid**, σελ. 22-23. Αναλυτικά, βλ. **BIS (2011)**, σελ. 14.

ακραία μορφή ολοκλήρωσης της χρηματοπιστωτικής εποπτείας. Παρακάτω, παρατίθενται τα κυριότερα πλεονεκτήματα, αλλά και μειονεκτήματα της εποπτείας από μια ενιαία αρχή.

Τα πλεονεκτήματα που προσφέρει το εν λόγω εποπτικό σύστημα είναι πολλά:⁵¹

- αυξάνεται η απόδοση και η αποτελεσματικότητα της εποπτικής δράσης, λόγω της συλλογικής και «σφαιρικής» εποπτείας και της διείσδυσης στους σημαντικότερους τομείς της οικονομίας μιας χώρας, της γνώσης των συνθηκών που επικρατούν σε καθένα από αυτούς και της μεταξύ τους αλληλεπίδρασης,
- αποφεύγονται τυχόν αλληλοεπικαλύψεις, συρρικνώνεται η γραφειοκρατία και επιτυγχάνεται καλύτερος συντονισμός,
- δημιουργούνται οικονομίες κλίμακας και εύρους (“economies of scale and scope”) κάτι που συνεπάγεται τη μείωση του κόστους εποπτείας και συμμόρφωσης (π.χ. δημιουργείται ένα ενιαίο κέντρο διοικητικής υποστήριξης, γνωστοποίησης ρυθμιστικών πληροφοριών και αδειοδότησης των χρηματοπιστωτικών οργανισμών),
- δίνεται η δυνατότητα να βρεθούν στην ίδια ρυθμιστική αρχή τα πλέον έμπειρα και καταρτισμένα στελέχη, με εξειδικευμένες για κάθε τομέα γνώσεις, ώστε το τελικό αποτέλεσμα της δουλειάς τους να χαρακτηρίζεται από συνέπεια και αποτελεσματικότητα,
- μια ισχυρή ρυθμιστική αρχή έχει μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα και επιρροή τόσο σε τοπικό όσο και σε διεθνές επίπεδο,
- διευκολύνεται και διευρύνεται ο έλεγχος της ίδιας της εποπτικής αρχής καθώς μια ενιαία αρχή μπορεί πιο εύκολα και πολύπλευρα να ελεγχθεί για την αποτελεσματικότητά της, όταν ιδίως είναι υπόλογη στο Κοινοβούλιο και στη Δικαιοσύνη και όταν κινείται με βάση συγκεκριμένους στόχους, οι οποίοι πρέπει να επιτευχθούν.

Από την άλλη, δεν μπορεί να παραγνωριστεί και μία σειρά από επιχειρήματα αναφορικά με τα τυχόν μειονεκτήματα που συνεπάγεται η υιοθέτηση του συστήματος του ενιαίου επόπτη του χρηματοπιστωτικού τομέα. Συγκεκριμένα:⁵²

- υποστηρίζεται, ότι παρά την τάση ολοκλήρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών, η ρύθμιση, και συνεπώς η εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων δεν μπορεί παρά να είναι κατακερματισμένη λόγω των ουσιαστικών διαφορών που παραμένουν σε ισχύ μεταξύ των ΠΙ, των επενδυτικών εταιριών και των ασφαλιστικών επιχειρήσεων, γεγονός που απαιτεί διαφορετική εποπτική αντιμετώπιση,
- υποστηρίζεται επίσης, ότι η υπερβολική συγκέντρωση εξουσιών σε μία εποπτική αρχή αυξάνει τον κίνδυνο υιοθέτησης καταχρηστικών, αντιδημοκρατικών και αδιαφανών συμπεριφορών εκ μέρους του επόπτη, ενώ το μεγάλο μέγεθος της ενιαίας αρχής θα έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση της γραφειοκρατίας (“monopolistic bureau effect”),

⁵¹ **Abrams-Taylor (2000)**, σελ. 10-15, **Σταϊκούρας (2011)**, σελ. 558, **Χατζηεμμανουήλ (2008)**, σελ. 7-8.

⁵² **Abrams-Taylor (2000)**, σελ. 15-19, **Σταϊκούρας (2011)**, σελ. 558-559, **Χατζηεμμανουήλ (2008)**, σελ. 8.

- τέλος, προβάλλεται το επιχείρημα ότι η έλλειψη ανταγωνισμού μεταξύ περισσότερων αρχών εξαφανίζει τα κίνητρα για συνεχή βελτίωση του ενιαίου επόπτη.

5. Η θέση της ΚΤ στο νέο περιβάλλον της χρηματοπιστωτικής εποπτείας

Ο ρόλος που καλείται να διαδραματίσει η ΚΤ στο σύγχρονο περιβάλλον της χρηματοπιστωτικής εποπτείας χρήζει ιδιαίτερης συζήτησης για δύο λόγους:⁵³ *Πρώτον*, στις αρμοδιότητες της ΚΤ περιλαμβάνεται και η διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Συνεπώς, η ΚΤ εμφανίζεται ως φυσικός ανάδοχος της μακρο-προληπτικής εποπτείας. *Δεύτερον*, υπάρχει έντονος επιστημονικός διάλογος ως προς την ανάθεση ή όχι και της μικρο-προληπτικής εποπτείας στην ΚΤ.

5.1 Προληπτική εποπτεία ως λειτουργία των ΚΤ

Σχετικά με το ενδεχόμενο η ΚΤ να ασκεί τις αρμοδιότητες της προληπτικής εποπτείας στη χώρα της για τον τραπεζικό τομέα αρχικά και για το σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος έχουν αναπτυχθεί αρκετά επιχειρήματα τόσο υπέρ του συνδυασμού αυτής της αρμοδιότητας με τις υπόλοιπες δραστηριότητές της όσο και κατά αυτού του συνδυασμού. Πριν όμως γίνει ανάλυση αυτών των επιχειρημάτων, θεωρείται χρήσιμο να διαπιστώσει κανείς ποια ακριβώς είναι τα καθήκοντα των αρχών που έχουν την αρμοδιότητα της προληπτικής εποπτείας.

Τα κύρια καθήκοντα λοιπόν των εποπτικών αρχών ομαδοποιούνται κυρίως σε τρεις κατηγορίες:⁵⁴

- *δραστηριότητες για την προστασία των καταναλωτών/επενδυτών*, οι οποίες επικεντρώνονται κυρίως στην έκδοση και επιβολή κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας, καθώς και στη δημοσιοποίηση πληροφοριών,
- *μικρο-προληπτική εποπτεία*, στην οποία περιέχεται το σύνολο των δραστηριοτήτων εποπτείας, επιτόπιας και μη, της ασφάλειας και της ευρωστίας των επιμέρους ιδρυμάτων, με σκοπό κυρίως την προστασία των καταθετών και άλλων πιστωτών μικρής κλίμακας, και
- *μακρο-προληπτική εποπτεία*, η οποία περικλείει όλες τις δραστηριότητες που αποβλέπουν στην παρακολούθηση της έκθεσης σε συστημικό κίνδυνο, καθώς και στον εντοπισμό ενδεχόμενων κινδύνων διατάραξης της σταθερότητας που απορρέουν από μακροοικονομικές εξελίξεις ή εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές, καθώς και από την υποδομή των αγορών.

Οι ΚΤ ασκούν γενικότερα τα καθήκοντα που εντάσσονται στην τρίτη κατηγορία, ενώ οι δραστηριότητες που σχετίζονται με την προστασία των καταναλωτών/επενδυτών, ιδιαίτερα στις αγορές κινητών αξιών, σπάνια περιλαμβάνονται στις αρμοδιότητες τους. Όσον αφορά τις ανεξάρτητες εποπτικές αρχές, συνήθως ισχύει το αντίθετο. Δίνεται δηλαδή ιδιαίτερη έμφαση στην προστασία των καταναλωτών/επενδυτών που συνοδεύεται από έναν λιγότερο σημαντικό ρόλο στη παρακολούθηση του συστημικού κινδύνου.⁵⁵

Όταν τελικά εξετάζεται ποιο είναι το πλέον αποτελεσματικό θεσμικό πλαίσιο, το σημαντικό θέμα που προκύπτει είναι η άσκηση μικρο-προληπτικής εποπτείας, την οποία οι

⁵³ Σταϊκούρας (2011), σελ. 561.

⁵⁴ ΕΚΤ (2001), «Ο ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών στην προληπτική εποπτεία», σελ. 3-4.

⁵⁵ Ibid.

περισσότερες ΚΤ τείνουν να αντιμετωπίζουν ως στενά συνδεδεμένη με ανησυχίες συστημικής φύσεως, ενώ οι αυτοτελείς εποπτικοί φορείς τείνουν να την ερμηνεύσουν ως επικεντρωμένη στην προστασία των καταθετών και των επενδυτών.⁵⁶

5.1.1 Επιχειρήματα υπέρ του διαχωρισμού των αρμοδιοτήτων

Τρία είναι τα πιο συνήθη επιχειρήματα που προβάλλονται υπέρ της εκχώρησης εκτεταμένων εποπτικών εξουσιών σε ενιαίο φορέα εκτός της ΚΤ:

- (i) *Το ενδεχόμενο σύγκρουσης συμφερόντων ανάμεσα στην εποπτεία και τη νομισματική πολιτική και ο ηθικός κίνδυνος,*
- (ii) *Η τάση δημιουργίας χρηματοπιστωτικών ομίλων και η σύγχυση των διακρίσεων μεταξύ χρηματοπιστωτικών προϊόντων και ιδρυμάτων, και*
- (iii) *Η ανάγκη αποφυγής της υπερβολικής συγκέντρωσης εξουσιών στην ΚΤ.*

5.1.1.1 Το ενδεχόμενο σύγκρουσης συμφερόντων ανάμεσα στην εποπτεία και τη νομισματική πολιτική και ο ηθικός κίνδυνος

Το πρώτο επιχείρημα υπέρ του διαχωρισμού των αρμοδιοτήτων, το οποίο θεωρείται και ως το σημαντικότερο,⁵⁷ υποστηρίζει ότι η άσκηση νομισματικής πολιτικής και η μικρο-προληπτική εποπτεία αποτελούν αλληλοσυγκρουόμενες αρμοδιότητες, καθώς μπορεί να οδηγήσουν σε σύγκρουση συμφερόντων. Συγκεκριμένα, το επιχείρημα της σύγκρουσης συμφερόντων βασίζεται κυρίως στο ενδεχόμενο ότι ένας προβληματισμός εποπτικού χαρακτήρα από την πλευρά της ΚΤ μπορεί να την οδηγήσει στην άσκηση λιγότερο αυστηρής ή αποτελεσματικής ενδεχομένως νομισματικής πολιτικής από ό, τι πραγματικά απαιτείται για τη διασφάλιση της σταθερότητας του γενικού επιπέδου των τιμών. Μέσα από το συγκεκριμένο επιχείρημα προβάλλεται το γεγονός ότι με τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, η ΚΤ προάγει αυτομάτως τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και για αυτό θα πρέπει να επικεντρώνεται μόνο στη διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών.⁵⁸

Στην πραγματικότητα όμως, αν η ΚΤ ενεργούσε με αυτόν τον τρόπο, θα ήταν σε θέση να λάβει υπόψη της τη χρηματοπιστωτική αστάθεια μόνο στο βαθμό που αυτή έχει σημασία για τις προοπτικές της σταθερότητας του γενικού επιπέδου των τιμών. Με την ακραία του μορφή, αυτό το επιχείρημα καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η εμπλοκή της ΚΤ στην εξέταση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας θα είχε ως τελικό αποτέλεσμα την αποσταθεροποίηση της οικονομίας λόγω του ηθικού κινδύνου. Έτσι, το φιλοσοφικό πλαίσιο αυτού του επιχειρήματος είναι ότι προκειμένου η ΚΤ να καταπολεμήσει τον πληθωρισμό, δεν θα πρέπει να έχει καμία ανάμειξη στη λειτουργία της προληπτικής εποπτείας.⁵⁹

Ωστόσο, ως προς το επιχείρημα ότι η μικρο-προληπτική εποπτεία νοθεύει την ορθολογική λήψη αποφάσεων νομισματικής πολιτικής, η εμπειρική έρευνα δεν έχει αποδείξει την αιτιώδη

⁵⁶Βλ. Padoa-Schioppa (2003), σελ.164.

⁵⁷Goodhart-Shoenmaker (1995), σελ. 545.

⁵⁸Επισημαίνεται, ότι το επιχείρημα της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των δύο λειτουργιών ήταν και ο λόγος της μεταφοράς της τραπεζικής εποπτείας από την Τράπεζα της Αγγλίας στην FSA το 1998. Παρ' όλα αυτά, η Τράπεζα διατήρησε την ευθύνη για τη διατήρηση της σταθερότητας ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος μέσω της λειτουργίας της ως ΔΥΠ. Βλ. Howels-Bain (2009), σελ. 540.

⁵⁹ΕΚΤ (2001), «Ο ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών στην προληπτική εποπτεία», σελ. 7. Βλ. και Smits (1997), σελ. 324-325.

συνάφεια μεταξύ της συγκέντρωσης της μικρο-προληπτικής εποπτείας και νομισματικής πολιτικής στην ΚΤ, αφενός, και της νόθευσης της νομισματικής πολιτικής αφετέρου.⁶⁰ Αυτό σημαίνει ότι στη πλειοψηφία των περιπτώσεων η σύγκρουση είναι περισσότερο φαινομενική παρά πραγματική. Επιπλέον, εάν πράγματι υφίσταται σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των δύο λειτουργιών πολιτικής, τότε είναι μάλλον απίθανο να εξαλειφθεί το πρόβλημα με την απλή ανάθεση των λειτουργιών αυτών σε δύο ανεξάρτητες αρχές.

Ωστόσο, πράγματι, υφίσταται μια άλλη μορφή σύγκρουσης συμφερόντων από την ανάθεση της μικρο-προληπτικής εποπτείας στις ΚΤ και έχει να κάνει σχετικά με τη διατήρηση της φήμης και της αξιοπιστίας των ΚΤ ως νομισματικών αρχών. Τυχόν αποτυχία στην άσκηση της προληπτικής εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος μπορεί να υπονομεύσει το κύρος και την αξιοπιστία της ΚΤ, στοιχεία που είναι θεμελιωδώς απαραίτητα για την άσκηση μιας αποτελεσματικής νομισματικής πολιτικής.⁶¹ Η εμπειρία όμως τόσων χρόνων δεν επιβεβαιώνει σε καμία περίπτωση το θεωρητικό αυτό επιχείρημα υπέρ του διαχωρισμού των αρμοδιοτήτων.

Συναφές είναι το επιχείρημα του ηθικού κινδύνου υπέρ του διαχωρισμού των αρμοδιοτήτων της μικρο-προληπτικής εποπτείας και της νομισματικής πολιτικής. Στην ουσία, το επιχείρημα αυτό προσπαθεί να συνδέσει τον ρόλο των ΚΤ στη διαχείριση των κρίσεων, ο οποίος πηγάζει από τις εποπτικές τους αρμοδιότητες.⁶² Αυτός ο ρόλος των ΚΤ λέγεται ότι δημιουργεί τον ηθικό κίνδυνο της υπερβολικής ανάληψης κινδύνου από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, από τη στιγμή που η ΚΤ θα προέβαινε στη διάσωση των εν λόγω ιδρυμάτων μέσω έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα ή μέσω επηρεασμού των επιτοκίων, επιδιώκοντας πιθανώς να καλύψει κάποια αδυναμία της εποπτικής λειτουργίας.

Ωστόσο, το επιχείρημα αυτό μπορεί να μετριαστεί, καθώς η έκτακτη ενίσχυση σε ρευστότητα (“emergency liquidity assistance”, ELA) χορηγείται κατά προτίμηση έναντι επαρκούς ασφάλειας και επιβαρύνεται με επιτόκιο, ακόμη και με επιτόκιο ποινής στις περισσότερες φορές.⁶³ Σημαντικότερη είναι πιθανώς η πηγή του ηθικού κινδύνου που σχετίζεται με τον τρόπο υλοποίησης των μέτρων λύσης και εκκαθάρισης, τα οποία συνήθως δεν εμπίπτουν στην αρμοδιότητα των ΚΤ. Βέβαια, το επιχείρημα του ηθικού κινδύνου μπορεί να τονίζεται υπερβολικά σε ορισμένες περιπτώσεις, από τη στιγμή που οι αρμόζουσες κυρώσεις μπορούν να επιβληθούν στους διαχειριστές και τους μετόχους ιδρυμάτων που βρίσκονται σε αδυναμία πληρωμής.⁶⁴

5.1.1.2 Η τάση δημιουργίας χρηματοπιστωτικών ομίλων και η σύγχυση των διακρίσεων μεταξύ χρηματοοικονομικών προϊόντων και ιδρυμάτων

Το δεύτερο, και εξίσου ισχυρό επιχείρημα υπέρ του διαχωρισμού των αρμοδιοτήτων της μικρο-προληπτικής εποπτείας με τις υπόλοιπες δραστηριότητες των ΚΤ είναι αυτό της τάσης για δημιουργία χρηματοπιστωτικών ομίλων.⁶⁵ Το συγκεκριμένο επιχείρημα βασίζεται κυρίως σε στοιχεία που αποδεικνύουν ότι συνεχώς αναπτύσσονται στενότεροι δεσμοί μεταξύ των τριών παραδοσιακών τομέων του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ενώ παράλληλα η παραδοσιακή διάκριση μεταξύ διαφορετικών χρηματοπιστωτικών προϊόντων είναι συνεχώς

⁶⁰ Hawkesby (2000), σελ. 110-112 και Padoa-Schioppa (2002), σελ. 9.

⁶¹ Athanassiou (2011), σελ. 42 και Σταϊκούρας (2011), σελ. 562.

⁶² Δηλαδή μέσω της λειτουργίας των ΚΤ ως ΔΥΠ.

⁶³ Βλ. Κεφάλαιο 1^ο, υπό 5.2.

⁶⁴ Padoa-Schioppa (2003), σελ. 166.

⁶⁵ Ibid, σελ. 168.

και πιο συγκεχυμένη, κάτι που σημαίνει ότι διαφορετικοί τύποι χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να ανταγωνίζονται στην ουσία στις ίδιες αγορές.⁶⁶

Πράγματι, μια σειρά εντυπωσιακών αλλαγών στην παραγωγή και διακίνηση των χρηματοπιστωτικών προϊόντων και υπηρεσιών έχει μεταβάλλει ριζικά το περιβάλλον της αγοράς. Κατά τις τελευταίες δεκαετίες, η ραγδαία ανάπτυξη των τεχνολογιών της επικοινωνίας και της πληροφορικής, σε συνδυασμό με τη διαδικασία της νομοθετικής «απορρύθμισης» (“deregulation”) και απελευθέρωσης (“liberalization”) του χρηματοπιστωτικού τομέα, έχει καταστήσει δυνατή την προσφορά μιας ευρείας ποικιλίας προϊόντων και υπηρεσιών, συχνά σύνθετων και υβριδικού χαρακτήρα, των οποίων ο χαρακτηρισμός ως ειδικών τραπεζικών, ασφαλιστικών και λοιπών προϊόντων, με βάση τις συμβατικές διαχωριστικές γραμμές, καθίσταται ολοένα και δυσχερέστερος.⁶⁷

Με βάση τα παραπάνω δεδομένα, το δεύτερο επιχείρημα υπέρ του διαχωρισμού των αρμοδιοτήτων προβάλλει την αντίληψη ότι οι κατά τομέα αρμόδιοι εποπτικοί φορείς είναι λιγότερο αποτελεσματικοί όσο αφορά τη παρακολούθηση των συνολικών χρηματοδοτικών ανοιγμάτων των μεγάλων και σύνθετων χρηματοπιστωτικών ομίλων, ενώ οι διαφορές των κατά τομέα κανόνων ή πρακτικών θα μπορούσαν να αλλοιώσουν τους «ίσους όρους ανταγωνισμού» (“level playing field”) μεταξύ ανταγωνιστικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Φυσικά, διάφορα μέσα συντονισμού των διαφόρων κατά τομέα αρμόδιων αρχών, όπως επιτροπές, μνημόνια συνεννόησης (“memorandum of understanding”), συμμετοχή στα όργανα λήψης αποφάσεων και άλλα, θα μπορούσαν να αμβλύνουν το πρόβλημα και έχουν αποδειχθεί επιτυχή σε πολλές χώρες.⁶⁸ Στην πραγματικότητα, όμως, το επιχείρημα της τάσης δημιουργίας χρηματοπιστωτικών ομίλων σχετίζεται συχνά και με τον στόχο της επίτευξης πιο αποτελεσματικών εποπτικών πλαισίων που θα περιορίσουν τις επιβαρύνσεις που επιβάλλουν οι διάφοροι κανονισμοί στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Οι χρηματοπιστωτικοί όμιλοι που δραστηριοποιούνται σε διάφορους επιχειρηματικούς τομείς θα μπορούσαν να αποφύγουν την υποβολή στοιχείων αλλά και τις δαπάνες που συνεπάγεται η άσκηση εποπτείας από διαφορετικές αρχές, ελαχιστοποιώντας έτσι το κόστος της συμμόρφωσης και τους κινδύνους αντιφατικών εποπτικών αξιολογήσεων. Μετά από όλα αυτά, φαίνεται λογικό ο χώρος των χρηματοπιστωτικών ομίλων να επιζητά τη θέσπιση ενιαίας εποπτικής αρχής.

Καταλήγοντας, λοιπόν, στο συμπέρασμα, οι μεγάλοι και σύνθετοι χρηματοπιστωτικοί όμιλοι επιθυμούν τη θεσμοθέτηση μιας ενιαίας εποπτικής αρχής που να μπορεί να ανταπεξέλθει αποτελεσματικά στις νέες συνθήκες ανταγωνισμού που δημιουργούνται στην αγορά, τότε ενδεχομένως η ΚΤ να μην είναι η καταλληλότερη ενιαία εποπτική αρχή με βάση τα συγκεκριμένα επιχειρήματα. Ο λόγος που συμβαίνει αυτό είναι γιατί οι ΚΤ διαδραματίζουν παραδοσιακά σημαντικό ρόλο στον τομέα της τραπεζικής εποπτείας, δηλαδή στην παρακολούθηση αντισυμβαλλομένων οι οποίοι συμβάλλουν ουσιαστικά στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής. Από την άλλη, όμως, η ως τώρα δικαιοδοσία τους σπάνια περιλαμβάνει τις εταιρίες επενδύσεων, ενώ πολύ σπάνια τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις.⁶⁹

⁶⁶ΕΚΤ (2001), «Ο ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών στην προληπτική εποπτεία», σελ. 7-8.

⁶⁷Χατζηγεωργαντή (2008), σελ. 3-4.

⁶⁸Hertig-Lee-McCahery (2009), σελ. 8-9. Βλ. και BIS (2011), σελ. 42-43.

⁶⁹ΕΚΤ (2001), «Ο ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών στην προληπτική εποπτεία», σελ. 8.

5.1.1.3 Η ανάγκη αποφυγής της υπερβολικής συγκέντρωση εξουσιών στην ΚΤ

Το τρίτο επιχείρημα που συνηγορεί υπέρ του διαχωρισμού των αρμοδιοτήτων είναι αυτό της συγκέντρωσης εξουσιών και συνδέεται στενά με τα προηγούμενα επιχειρήματα. Το επιχείρημα αυτό στηρίζεται στη λογική ότι η ανάθεση σε μια ανεξάρτητη ΚΤ των αρμοδιοτήτων της νομισματικής πολιτικής και της προληπτικής εποπτείας, ιδιαίτερα όταν αυτά εκτείνονται στο σύνολο του χρηματοπιστωτικού τομέα, οδηγεί σε υπερβολική συγκέντρωση εξουσιών και θα μπορούσε να θεωρηθεί επιζήμια για το σύστημα της διάκρισης των εξουσιών στο οποίο βασίζονται οι δημοκρατίες για να αποφύγουν ενδεχόμενη κατάχρηση κατά την άσκηση των δημόσιων λειτουργιών.⁷⁰ Το γεγονός αυτό καθιστά πιο δύσκολο τον έλεγχο της.⁷¹ Ωστόσο, η οργάνωση και λειτουργία αποτελεσματικών μηχανισμών λογοδοσίας μπορεί να αντιμετωπίσει το πρόβλημα της υπερβολικής συγκέντρωσης εξουσιών.

Η ανάγκη ενίσχυσης των συστημάτων λογοδοσίας της ΚΤ ως μικρο-προληπτικού επόπτη εξηγείται αν αναλογιστεί κανείς τις θεμελιώδεις διαφορές μεταξύ νομισματικής πολιτικής και μικρο-προληπτικής εποπτείας.⁷² Ειδικότερα: (α) η μέτρηση της αποτελεσματικότητας της μικρο-προληπτικής εποπτείας είναι πολύ πιο δύσκολη από ότι της νομισματικής πολιτικής, ιδίως όταν ανατίθεται στον επόπτη περισσότεροι εποπτικοί στόχοι, (β) οι μικρο-προληπτικοί επόπτες απολαμβάνουν ευρύτερες κανονιστικές και κυρωτικές εξουσίες, σε αντίθεση με τις νομισματικές αρχές, (γ) οι μηχανισμοί διαφάνειας είναι σχετικά περιορισμένοι κατά την άσκηση μικρο-προληπτικής εποπτείας, μιας και η φύση των υποθέσεων που εντάσσονται στο πλαίσιο της τελευταίας απαιτεί πολύ μεγαλύτερο βαθμό εμπιστευτικότητας, (δ) ενώ οι γραμμές λογοδοσίας της νομισματικής αρχής είναι σαφείς και εντοπίζονται έναντι του μοναδικού εντολέα (π.χ. Κοινοβούλιο) που έχει αναθέσει τις σχετικές αρμοδιότητες, ο επόπτης λειτουργεί σε ένα «περιβάλλον πολλαπλών εντολών» (εποπτευόμενοι φορείς, καταναλωτές κ.α.) και, συνεπώς, οι μηχανισμοί ελέγχου είναι απαιτητικοί και πολύ πιο περίπλοκοι.⁷³

5.1.2 Επιχειρήματα υπέρ του συνδυασμού των αρμοδιοτήτων

Τα επιχειρήματα υπέρ του συνδυασμού της προληπτικής εποπτείας με τις δραστηριότητες των ΚΤ μπορούν να ομαδοποιηθούν σε τρεις βασικές κατηγορίες:

- (i) *Ανεξαρτησία και τεχνική εμπειρογνωμοσύνη,*
- (ii) *Επικέντρωση στον συστημικό κίνδυνο,*
- (iii) *Συνέργειες όσον αφορά την πληροφόρηση μεταξύ εποπτικών λειτουργιών και βασικών λειτουργιών των ΚΤ.*

5.1.2.1 Ανεξαρτησία και τεχνική εμπειρογνωμοσύνη

Ένα από τα σημαντικότερα επιχειρήματα που προβάλλεται υπέρ της εκχώρησης των εποπτικών αρμοδιοτήτων στην ΚΤ είναι αυτό της ανεξαρτησίας και της τεχνικής εμπειρογνωμοσύνης. Το εν λόγω επιχείρημα προβάλλει την ποιότητα της συμβολής των ΚΤ στη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Μέσα από αυτό το επιχείρημα προβάλλεται η ανάγκη για ανεξαρτησία της εποπτικής αρχής από πολιτικές παρεμβάσεις

⁷⁰ Ibid.

⁷¹ Βλ. Nier (2009), σελ. 17 και Schüler (2003), σελ. 16.

⁷² Lanoo (2012b), σελ. 3.

⁷³ Σταϊκούρας (2011), σελ. 255.

καθώς είναι ένα σημαντικό συστατικό στοιχείο για την αποτελεσματική άσκηση της προληπτικής εποπτείας.⁷⁴

Η ανάγκη για ανεξάρτητη εποπτική αρχή είναι ακόμα μεγαλύτερη σε χώρες με αναδυόμενες αγορές, όπου τα λεγόμενα «δάνεια πολιτικής σκοπιμότητας», δηλαδή τα δάνεια που χορηγούνται έπειτα από επίσημες ή ανεπίσημες πιέσεις εκ μέρους κρατικών αρχών. Γενικότερα, οι νόμοι, οι κανονισμοί και οι διοικητικές πράξεις ενδέχεται να επηρεάσουν τις επιχειρηματικές επιλογές των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Στις περιπτώσεις όταν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αντιμετωπίζουν προβλήματα λόγω εσφαλμένων κινήτρων, οι πιέσεις που ασκούνται τότε για τη διάσωσή τους είναι πολύ ισχυρές.

Η ανεξαρτησία που σήμερα απολαμβάνουν οι ΚΤ θα μπορούσε σε μεγάλο βαθμό να προστατεύσει την εποπτεία από αδικαιολόγητες και πιεστικές εξωτερικές παρεμβάσεις, ενώ ταυτόχρονα θα απέτρεπε τον κίνδυνο επηρεασμού των κανόνων λειτουργίας των εποπτευομένων ιδρυμάτων.⁷⁵ Συγκεκριμένα, η παραχώρηση ανεξαρτησίας στον φορέα άσκησης προληπτικής εποπτείας διασφαλίζει αφενός μεν ότι αυτός θα λάβει τις κρίσιμες αποφάσεις ανεπηρέαστος από πολιτικές πιέσεις, αφετέρου δε ότι θα αποφευχθούν φαινόμενα «αιχμαλωσίας» του από ισχυρές ομάδες συμφερόντων της αγοράς (“regulatory capture”). Όπως έδειξε η εμπειρία της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης, σε χώρες και τομείς όπου η αρμοδιότητα της εποπτείας δεν ασκείτο από ανεξάρτητες εποπτικές αρχές ήταν επιρρεπείς σε πολιτικές επιδράσεις και παρεμβολές οι οποίες συνέβαλαν στη χειροτέρευση της κατάστασης.⁷⁶

Η ανάγκη να αποδοθεί στις εποπτικές αρχές ικανοποιητικός βαθμός λειτουργικής ανεξαρτησίας προβάλλεται επίσης στις «Βασικές Αρχές για την Αποτελεσματική Εποπτεία του Τραπεζικού Τομέα» που εξέδωσε η Επιτροπή Τραπεζικής Εποπτείας της Βασιλείας.⁷⁷ Βέβαια, η ανεξαρτησία δεν θα πρέπει να εκλαμβάνεται ως έλλειψη λογοδοσίας ούτε μπορεί να αποκλείει το ρόλο που μπορεί να διαδραματίσει η κυβέρνηση σε περίπτωση κρίσης, όταν μάλιστα είναι πιθανό να χρησιμοποιούνται τα χρήματα των φορολογουμένων.

Ένα πρόσθετο επιχείρημα υπέρ του συνδυασμού των λειτουργιών προληπτικής εποπτείας και των δραστηριοτήτων των ΚΤ είναι ότι οι τελευταίες αναγνωρίζονται γενικότερα ως πηγές υψηλού επιπέδου έρευνας και ανάλυσης του τραπεζικού και, γενικότερα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς λόγω της εμπειρίας τους έχουν αναπτύξει διαχρονικά ένα πλούτο γνώσεων και δεδομένων για τη δομή και τις επιδόσεις του εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος, οι οποίες ανανεώνονται συνεχώς μέσω της ενεργής

⁷⁴Επισημαίνεται, ότι η συζήτηση για τη ανεξαρτησία της ΚΤ στον τομέα της προληπτικής εποπτείας αναπτύχθηκε στο πλαίσιο της ανεξαρτησίας που αυτή απολαμβάνει κατά την άσκηση νομισματικής πολιτικής. Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι η ανεξαρτησία των εποπτικών αρχών του χρηματοπιστωτικού τομέα διακρίνεται: (α) σε «ανεξαρτησία στόχων» (“goal independence”), όταν δηλαδή η ίδια εποπτική αρχή θέτει τους στόχους που επιδιώκει η εποπτεία, και (β) σε «ανεξαρτησία μέσων» (“instruments independence”), όταν οι στόχοι της εποπτείας τίθενται από εξωγενή παράγοντα (π.χ. από τον νομοθέτη) και η εποπτική αρχή απλά τους εξειδικεύει ή τους ιεραρχεί και αποφασίζει πως θα τους επιτύχει. Η «ανεξαρτησία μέσων», η οποία έχει τέσσερεις θεμελιώδεις και αλληλοσυμπληρούμενες διαστάσεις- τη «φυθμιστική ανεξαρτησία» (“regulatory independence”), την «εποπτική ανεξαρτησία» (“supervisory independence”), τη «θεσμική ανεξαρτησία» (“institutional independence”) και την «οικονομική ανεξαρτησία» (“financial independence”) - αποτελεί ουσιαστικά τη μόνη επιλογή, διότι σε καθεστώς ανεξαρτησίας στόχων καθίσταται σχεδόν αδύνατη κάθε μορφή λογοδοσίας της εποπτικής αρχής και ιδίως ο δικαστικός έλεγχος της δράσης της. Βλ. αναλυτικά **Φλώρο (2012)**, σελ. 78-82 καθώς και **Athanassiou (2011)**, σελ. 39-46.

⁷⁵**Athanassiou (2011)**, σελ. 41.

⁷⁶**Ορφανίδης (2011)**, σελ. 276.

⁷⁷**BCBS (2006)**, σελ. 6.

παρουσίας τους στις χρηματοπιστωτικές αγορές.⁷⁸ Όλα αυτά τα δεδομένα και εμπειρία είναι στοιχεία χρήσιμα για την άσκηση αποτελεσματικής χρηματοπιστωτικής εποπτείας.

5.1.2.2 Επικέντρωση στον συστημικό κίνδυνο

Το δεύτερο επιχείρημα υπέρ του συνδυασμού της προληπτικής εποπτείας με τις δραστηριότητες της ΚΤ είναι το επιχείρημα του συστημικού κινδύνου και βασίζεται στη στενή σχέση που υφίσταται ανάμεσα στους προληπτικούς ελέγχους των επιμέρους χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (μικρο-προληπτική εποπτεία) και την αξιολόγηση των κινδύνων για το σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος (μακρο-προληπτική εποπτεία).⁷⁹

Η μικρο-προληπτική εποπτεία στοχεύει στον περιορισμό των προβλημάτων που ενδέχεται να αντιμετωπίσουν μεμονωμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Αυτό γίνεται μέσω της παρακολούθησης και ανάλυσης πληροφοριών που αφορούν το κάθε ίδρυμα ξεχωριστά με σκοπό την αξιολόγηση, μεταξύ άλλων, των κινδύνων που αντιμετωπίζουν, της επάρκειας των συστημάτων και της διοίκησής τους καθώς επίσης και της συμμόρφωσής τους με το κανονιστικό πλαίσιο. Από την άλλη, η μακρο-προληπτική εποπτεία εστιάζεται στους κινδύνους για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος ως σύνολο. Οι κίνδυνοι αυτοί πηγάζουν από τη συλλογική συμπεριφορά των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τις διασυνδέσεις μεταξύ των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών και των αγορών καθώς επίσης και από το μακροοικονομικό περιβάλλον.

Όπως εύστοχα παρατηρεί ο Padoa-Schioppa, οι δύο αυτές συνιστώσες της εποπτείας είναι άρρηκτά συνυφασμένες τόσο με ουσιαστικούς όσο και με λειτουργικούς όρους και συμβάλλουν και οι δύο στη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, καθώς αποτελούν τις δύο όψεις του ίδιου νομίσματος.⁸⁰ Προκειμένου μια ΚΤ να ασκεί αποτελεσματικά την μακρο-προληπτική εποπτεία θα πρέπει να έχει την εξουσία για ανάληψη ουσιαστικής δράσης και σε επίπεδο της μικρο-προληπτικής εποπτείας, και αυτό γιατί η τελευταία αποτελεί τη βάση για μια αποτελεσματική συστημική προσέγγιση της εποπτείας, αφού μόνο έχοντας μια ξεκάθαρη εικόνα για την κατάσταση των μεμονωμένων ιδρυμάτων μπορεί να αναλυθεί καλύτερα η λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο σύνολό του.

Οι ΚΤ αφιερώνουν αρκετό χρόνο στη διατήρηση της συστημικής σταθερότητας, γεγονός που τους επιτρέπει να αξιολογούν τόσο το ενδεχόμενο κραδασμών σε μακροοικονομικό επίπεδο ή διαταραχών σε διεθνείς ή εγχώριες αγορές αλλά και την πιθανή επίδρασή τους στη σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.⁸¹ Από την άλλη, μια ανεξάρτητη εποπτική αρχή που τα καθήκοντά της επικεντρώνονται περισσότερο στην προστασία των επενδυτών/καταναλωτών είναι πιο πιθανό να εστιάσει την προσοχή της στη σχέση που υπάρχει μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των πελατών τους.⁸²

⁷⁸ ΕΚΤ (2001), «Ο ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών στην προληπτική εποπτεία», σελ. 6.

⁷⁹ Κατά τους Goodhart και Shoenmaker, η επικέντρωση στον συστημικό κίνδυνο αποτελεί το ισχυρότερο επιχείρημα υπέρ της ανάθεσης της μικρο-προληπτικής εποπτείας στις ΚΤ. Βλ. Goodhart-Shoenmaker (1995), σελ. 548.

⁸⁰ Padoa-Schioppa (2002), σελ. 29. Βλ. και «Έκθεση de Larosière», παρ.148 (η Έκθεση υποβλήθηκε στα πλαίσια αναδιαμόρφωσης του υφιστάμενου εποπτικού πλαισίου στην ΕΕ. Βλ. Κεφάλαιο 3^ο). Βλ. και Trichet (2009), “Macro-prudential Supervision in Europe”, speech at the Economist’s 2nd City Lecture, December 11th, στο: <http://www.bis.org/review/r091218b.pdf>.

⁸¹ Liebeg-Posch (2011), σελ. 66.

⁸² ΕΚΤ (2001), «Ο ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών στην προληπτική εποπτεία», σελ. 5.

Επιπλέον, αν οι ΚΤ επικεντρώσουν τις αναλύσεις τους στον συστημικό κίνδυνο, τότε μπορεί να είναι περισσότερο πρόθυμες να αφήσουν τα επιμέρους χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να περιέλθουν σε κατάσταση αδυναμίας λειτουργίας, υπό την προϋπόθεση όμως ότι αυτή η ενέργεια δεν θα προκαλέσει αλυσιδωτές αντιδράσεις, περιορίζοντας ταυτόχρονα και την έκταση του ηθικού κινδύνου. Αντίθετα, είναι πολύ πιθανό να προκύψουν ισχυρές συγκρούσεις συμφερόντων, όταν οι λειτουργίες μικρο-προληπτικής εποπτείας ασκούνται από εποπτικές αρχές που επικεντρώνονται στις δραστηριότητες προστασίας των επενδυτών ή/και καταναλωτών.

Πράγματι, η έρευνα που διεξήχθη στη Μεγάλη Βρετανία αναφορικά με τα αίτια της κρίσης κατέδειξε τις καίριες αδυναμίες του συστήματος της ενιαίας εποπτικής αρχής εκτός της ΚΤ. Συγκεκριμένα, αποδείχθηκε ότι το επιχείρημα περί ισχυρών συνεργιών μεταξύ μικρο-προληπτικής εποπτείας και προστασίας των καταναλωτών αγνοεί τις θεμελιώδεις διαφορές μεταξύ των δύο όσον αφορά στα εποπτικά εργαλεία και την φιλοσοφία της ενιαίας εποπτικής αρχής. Από τις εκθέσεις που είδαν το φώς της δημοσιότητας προκύπτει ξεκάθαρα ότι η FSA είχε δώσει ιδιαίτερη έμφαση στην προστασία των καταναλωτών/επενδυτών εις βάρος της μικρο-προληπτικής εποπτείας. Καταδεικνύεται δηλαδή, ότι όταν η επίτευξη και των δύο εποπτικών στόχων ανατίθεται στην ίδια εποπτική αρχή, αποτελεί σχεδόν φυσική συνέπεια για τον ενιαίο επόπτη να δίδει προτεραιότητα στην προστασία των καταναλωτών λόγω του ιδιαίτερου, πολιτικά ευαίσθητου, χαρακτήρα που αυτή έχει σε σύγκριση με την μικρο-προληπτική εποπτεία.⁸³

Ωστόσο, πρέπει στο σημείο αυτό να επισημανθεί, ότι σύμφωνα με την Έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος, η χρηματοπιστωτική κρίση ανέδειξε σημαντικές αδυναμίες και, σε αρκετές περιπτώσεις, την παντελή απουσία της μακρο-προληπτικής προσέγγισης της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.⁸⁴ Κατά γενική ορολογία, η κρίση έδειξε το θέμα της υποεκτίμησης του συστημικού κινδύνου στην άσκηση της μικρο-προληπτικής εποπτείας. Μέχρι το ξέσπασμα της κρίσης, θεωρείτο ότι μόνο μεμονωμένες ενέργειες χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μπορούσαν να θέσουν σε κίνδυνο τον χρηματοπιστωτικό τομέα και εν γένει την πραγματική οικονομία.⁸⁵

Έτσι, ένα από τα βασικότερα διδάγματα της κρίσης είναι η ανάγκη ενδυνάμωσης του μακρο-προληπτικού προσανατολισμού της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού τομέα καθώς και η διασφάλιση της ακόμα πιο στενής και αποτελεσματικής σύνδεσης της μακρο-προληπτικής εποπτείας με την εποπτεία των μεμονωμένων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.⁸⁶

Αυτή λοιπόν η νέα στροφή προς μια μακρο-εποπτική προσέγγιση της εποπτείας καθιστά προτεραιότητα την ανάγκη για την δημιουργία νέων μακρο-προληπτικών εποπτικών

⁸³Εξάλλου, όπως υποστηρίζεται, η φιλοσοφία και τα εργαλεία της μικρο-προληπτικής εποπτείας και της προστασίας των καταναλωτών διαφέρουν σημαντικά. Για την προστασία των καταναλωτών απασχολούνται κυρίως νομικοί, ενώ η μικρο-προληπτική εποπτεία αποτελεί κυρίως οικονομική δραστηριότητα που απασχολεί οικονομολόγους. Συνεπώς, η ανάληψη και των δύο εποπτικών λειτουργιών από μία αρχή οδηγεί αναπόφευκτα στην επικράτηση της μιας φιλοσοφίας έναντι της άλλης και κατ' επέκταση στην υποβάθμιση την μιας λειτουργίας προς όφελος της άλλης. Βλ. **Σταϊκούρα (2011)**, σελ. 251.

⁸⁴**ΤτΕ (2009)**, «Ενδιάμεση Έκθεση για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα», Δεκέμβριος, σελ. 61. Σύμφωνα με τον Καραμούζη, η κρίση ανέδειξε την πλήρη αποτυχία των υφιστάμενων μηχανισμών μακρο-προληπτικής εποπτείας. Ο ίδιος επισημαίνει, ότι, γενικά, οι παγκόσμιες κεφαλαιαγορές και το διεθνές τραπεζικό σύστημα «έτρεχαν» ταχύτερα από την αναγκαία αναβάθμιση του εποπτικού ρυθμιστικού πλαισίου (σελ. 481). Βλ. **Καραμούζη (2011)**, σελ. 477- 485. Βλ. και **Eijffinger (2009)**, σελ. 4.

⁸⁵**Παπαθανασίου-Ζάγουρας (2011)**, σελ. 43.

⁸⁶**ΕΚΤ (2009)**, «Ετήσια Έκθεση», σελ. 162.

αρμοδιοτήτων από τις ΚΤ με σκοπό τον εντοπισμό, την παρακολούθηση και την αξιολόγηση κινδύνων και αδυναμιών που απειλούν το χρηματοπιστωτικό σύστημα ως σύνολο. Επειδή, όπως επισημάνθηκε προηγουμένως, οι ΚΤ από τη φύση τους εστιάζονται στην ανάλυση μακροοικονομικών και χρηματοοικονομικών συνθηκών, τα κράτη ενίσχυσαν σημαντικά την συμμετοχή τους στη προσπάθεια αυτή.

5.1.2.3 Συνέργειες όσον αφορά την πληροφόρηση μεταξύ εποπτικών λειτουργιών και βασικών λειτουργιών των ΚΤ

Το επιχείρημα των συνεργειών όσον αφορά την πληροφόρηση τονίζει τη σημασία που ενδέχεται να έχουν οι εμπιστευτικές πληροφορίες που συλλέγονται για εποπτικούς σκοπούς για την επίβλεψη των συστημάτων πληρωμών και τον έλεγχο της αντοχής των υποδομών της αγοράς που έχουν ουσιαστική σημασία για την ομαλή άσκηση της νομισματικής πολιτικής.⁸⁷ Η πρόσβαση των ΚΤ σε πληροφορίες εποπτικής φύσεως, κυρίως μάλιστα σχετικά με χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που έχουν ιδιαίτερη συστημική σημασία, είναι εξίσου σημαντικές για την άσκηση μακρο-προληπτικής εποπτείας.

Μάλιστα, υπάρχουν εμπειρικές αναλύσεις που αποδεικνύουν ότι οι πληροφορίες μικρο-προληπτικής φύσεως επιτρέπουν την ακριβέστερη εκτίμηση της οικονομικής δραστηριότητας και των πληθωριστικών πιέσεων, εκτελώντας με αυτόν τον τρόπο στην επιλογή της καταλληλότερης κατεύθυνσης για τη νομισματική πολιτική.⁸⁸

Το πιο σημαντικό ίσως συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι ακόμα και στις περιπτώσεις που η εποπτική αρχή δεν είναι η ΚΤ, αν προκύψει κρίση στις χρηματοπιστωτικές αγορές, θα εμπλακεί αναπόφευκτα και η ΚΤ λόγω της ιδιότητάς της ως ΔΥΠ. Αυτό σημαίνει πρακτικά, ότι η αξιολόγηση πληροφοριών εποπτικού χαρακτήρα έχουν μεγάλη σημασία, π.χ. για την αξιολόγηση της φερεγγυότητας ενός ΠΙ που αντιμετωπίζει προβλήματα ρευστότητας και ζητάει έκτακτη οικονομική ενίσχυση, προκειμένου να περιοριστεί η έκταση του ηθικού κινδύνου. Έτσι, η άμεση, συνεχής και «από πρώτο χέρι» πληροφόρηση για την κατάσταση των ΠΙ διευκολύνει σε καίριο βαθμό τον ρόλο των ΚΤ να λειτουργήσουν ως ΔΥΠ.⁸⁹

Θα μπορούσε, ωστόσο, να υποστηριχθεί ότι οι πληροφορίες αυτές που χρειάζονται οι ΚΤ θα μπορούσαν να τις λάβουν και μέσω της ανεξάρτητης εποπτικής αρχής. Αλλά στη περίπτωση αυτή δεν είναι καθόλου σίγουρο ότι μπορεί να εξασφαλιστεί η άμεση διαθεσιμότητα και αξιολόγηση των στοιχείων, ειδικά σε περίπτωση χρηματοπιστωτικής κρίσης. Χαρακτηριστικό παράδειγμα της δυσλειτουργίας του εποπτικού πλαισίου, όπου η ΚΤ δεν είχε την ικανότητα άμεσης αξιολόγησης των πληροφοριών για την φερεγγυότητα ενός ΠΙ ώστε να μπορέσει να παρέμβει με την ιδιότητα του ΔΥΠ αποτελεί η κατάρρευση της τράπεζας Northern Rock στην Αγγλία.⁹⁰

Οι συνεργίες όσον αφορά την πληροφόρηση λειτουργούν και αντίστροφα, αφού οι γνώσεις των ΚΤ για τις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές, καθώς επίσης και οι πληροφορίες που συλλέγουν από τα συστήματα πληρωμών και τις πράξεις νομισματικής πολιτικής είναι ιδιαίτερα σημαντικές και για την άσκηση της προληπτικής εποπτείας. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (“FED”) μέσα από έρευνές της τονίζει τη σημασία που έχει το γεγονός ότι η ΚΤ από τη στιγμή που δραστηριοποιείται στην αγορά, αλληλεπιδρά με τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Οι επαφές αυτές που δημιουργεί η ΚΤ με τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αποτελούν μια μεγάλη βάση για την καθημερινή άντληση πληροφοριών άμεσα,

⁸⁷ Smits (1997), σελ. 341-342, Schüler (2003), σελ. 15, Padoa-Schioppa (2003), σελ. 169-170.

⁸⁸ ΕΚΤ (2001), «Ο ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών στην προληπτική εποπτεία», σελ. 4.

⁸⁹ Padoa-Schioppa (2003), σελ. 170.

⁹⁰ Garicano-Lastra (2010), σελ. 8-9 και Goodhart (2008), σελ. 8.

σχετικά με την τάση και το κλίμα που επικρατεί στο χρηματοπιστωτικό σύστημα (π.χ. όσον αφορά την εξέλιξη της ρευστότητας της αγοράς, καθώς και σχετικά με ανησυχίες που τυχόν εκδηλώνονται στις αγορές).⁹¹

Επιπλέον, οι συμμετέχοντες στην αγορά ενδέχεται να είναι περισσότερο πρόθυμοι να συνομιλήσουν με την ΚΤ η οποία ενεργεί σε αυτό το πλαίσιο, εφόσον αυτές οι επαφές δεν εμπίπτουν στο πεδίο του επίσημου εποπτικού ελέγχου.

5.2 Η ΚΤ ως Δανειστής Ύστατης Προσφυγής

Η πλειοψηφία των σημαντικότερων σύγχρονων εθνικών και διεθνών χρηματοπιστωτικών κρίσεων έχουν ως αφετηρία τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν μεμονωμένα ΠΙ. Και συνήθως, η προσπάθεια αντιμετώπισης τους αργά ή γρήγορα εξελίσσεται σε αγώνα προστασίας της ομαλής λειτουργίας του τραπεζικού και γενικότερα ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Οι καταστροφικές συνέπειες που συνεπάγονται τα προβλήματα που τυχόν αντιμετωπίζει το τραπεζικό σύστημα για την εγχώρια αλλά και την παγκόσμια οικονομία και, συνεπώς για την κοινωνική ευημερία, ιδίως ενόψει του αυξημένου συστημικού κινδύνου ταχύτατης μετάδοσης κρίσεων, όπως αποδείχθηκε κατά τη διάρκεια της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, δικαιολογούν ακόμα περισσότερο την προτεραιότητα που έχει δοθεί στην εποπτεία του ως μέσο ανάσχεσης των κινδύνων αυτών.⁹²

Σε περίπτωση που δημιουργηθεί μια κατάσταση, όπως αυτή περιγράφεται παραπάνω, οι ΚΤ θα πρέπει να είναι σε θέση να διαθέσουν περισσότερο ρευστό στο χρηματοπιστωτικό σύστημα έτσι ώστε να εξαλείψουν προσωρινά προβλήματα ρευστότητας στα ΠΙ και να εμποδίσουν με αυτόν τον τρόπο να δημιουργηθεί μια κρίση η οποία θα ήταν πλέον συστημική. Η παροχή ρευστότητας από τις ΚΤ επιτυγχάνεται μέσω της ιδιότητάς τους ως ΔΥΠ.

Ο ΔΥΠ δεν είναι «εφεύρεση» κάποιου οικονομολόγου. Είναι «δημιούργημα» της αστάθειας και εν γένει της αποτυχίας των χρηματοπιστωτικών αγορών (“market stress”).⁹³ Τότε είναι που η αγορά χρειάζεται μια Αρχή που θα λειτουργεί ως ο βέλτιστος παροχέας ρευστότητας προς τα ΠΙ που αντιμετωπίζουν προβλήματα για την αποφυγή μίας εκτενούς διαταραχής του χρηματοπιστωτικού συστήματος⁹⁴ και η Αρχή αυτή μπορεί να είναι μόνο η ΚΤ, καθώς αυτή έχει το εκδοτικό προνόμιο αλλά και τη δυνατότητα χειρισμού της νομισματικής βάσης, κάτι που μπορεί να διευκολύνει σε σημαντικό βαθμό το έργο του ΔΥΠ (“central bank money solution” ή “banker’s bank”).⁹⁵ Αυτός είναι και ο λόγος που οι Garicano και Lastra υποστηρίζουν πως, ακόμα και αν οι ΚΤ δεν έχουν άμεσες εποπτικές αρμοδιότητες, οφείλουν να συμβάλλουν στη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.⁹⁶

⁹¹ **ΕΚΤ (2001)**, «Ο ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών στην προληπτική εποπτεία», σελ. 5.

⁹² **Φλώρος (2012)**, σελ. 10.

⁹³ Η θεωρητική, όμως, θεμελίωση του ΔΥΠ τέθηκε σε πρώτο στάδιο από τον Thornton (1802) και στη συνέχεια ολοκληρώθηκε από τον Bagehot (1873) ο οποίος τελικά ανέδειξε τη σημασία της ΚΤ στο ρόλο του ΔΥΠ.

⁹⁴ **Kindleberger (1996)**, σελ. 147, 155. Η πρώτη ΚΤ που ανέλαβε τον ρόλο του ΔΥΠ ήταν η Τράπεζα της Αγγλίας στις αρχές του 18^{ου} αιώνα.

⁹⁵ **Blinder (2010)**, σελ. 124. Βλ. και **BIS (2011)**, σελ. 38.

⁹⁶ **Garicano-Lastra (2010)**, σελ. 8.

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι ο απώτερος σκοπός του θεσμού του ΔΥΠ είναι να εμποδίζει τα μεμονωμένα περιστατικά πανικού να εξελιχθούν σε επιδημία στον τραπεζικό τομέα, δηλαδή σε γενικευμένο πανικό με συστημικές διαστάσεις και συνέπειες, δανείζοντας σε ένα ΠΙ που αντιμετωπίζει μια προσωρινή έλλειψη ρευστότητας.⁹⁷

Μια ΚΤ, για να επιτύχει στο ρόλο του ΔΥΠ, πρέπει να έχει δεσμευτεί εκ των προτέρων και να έχει πείσει ότι θα είναι πάντα πρόθυμη να δανείζει κεφάλαια σε όποιο ΠΙ αντιμετωπίζει πρόβλημα ρευστότητας (“liquidity squeeze”), αλλά με βασική προϋπόθεση ότι το ΠΙ αυτό είναι φερέγγυο και μακροπροθέσμως βιώσιμο. Η προϋπόθεση αυτή ικανοποιείται όταν ο δανεισμός ύστατης προσφυγής γίνεται υπό τους εξής δύο όρους:

Πρώτον, με *επιτόκιο ποινής*, το οποίο ενισχύει τη διαχειριστική πειθαρχία των ΠΙ. Συγκεκριμένα, ο δανεισμός από την ΚΤ με επιτόκιο ποινής αποσκοπεί στο:⁹⁸

- να περιορίσει τη ζήτηση ρευστότητας από τα ΠΙ που δεν αντιμετωπίζουν κάποιο πρόβλημα για την εύρυθμη λειτουργία τους,
- να περιορίσει τα κίνητρα των ΠΙ να χρησιμοποιούν κεφάλαια της ΚΤ για συνήθη και μόνιμες δραστηριότητές τους που μπορεί να εμπεριέχουν αρκετό ρίσκο.

Δεύτερον, *έναντι εμπράγματων ασφαλειών πρώτης τάξεως*, ώστε τα κεφάλαια και οι απαιτήσεις της ΚΤ να μην κινδυνεύουν. Ειδικότερα, ο δανεισμός ρευστότητας έναντι εμπράγματων εγγυήσεων υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης έχει σαν στόχο ο ΔΥΠ:⁹⁹

- να ξεχωρίζει τα φερέγγυα από τα αφερέγγυα ΠΙ, δηλαδή να διαπιστώνει κατά πόσον τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν τα ΠΙ οφείλονται πράγματι σε μια παρατεταμένη έκθεσή τους σε κίνδυνο ρευστότητας λόγω μιας γενικευμένης κρίσης, αλλά κατά τα άλλα είναι υγιή,
- να υποχρεώνει τα ΠΙ να διατηρούν εξασφαλίσεις πρώτης τάξεως στα χαρτοφυλάκιά τους, καθώς ξέροντας εκ των προτέρων ότι η ΚΤ θα απαιτήσει ενέχυρα πρώτης τάξεως, τα ΠΙ αποθαρρύνονται να αναλαμβάνουν ρισκοκίνδυνες δραστηριότητες.

Ωστόσο, ο δεύτερος στόχος, από τη σύλληψή του, ενέχει ένα σοβαρό μειονέκτημα το οποίο είναι ότι δεν επιτρέπει στον ΔΥΠ να εξυπηρετεί το σκοπό της ύπαρξής του. Συγκεκριμένα, όταν ένα ΠΙ έχει τη δυνατότητα να διαθέτει και να προσφέρει εμπράγματες ασφάλειες πρώτης τάξεως, δεν έχει στερηθεί τη δυνατότητα να δανείζεται από τις αγορές (π.χ. από τη διατραπεζική) με τα εκάστοτε ισχύοντα επιτόκια. Το γεγονός αυτό από μόνο του αποδεικνύει ότι το ΠΙ αυτό δεν έχει στη πραγματικότητα ανάγκη να προσφύγει στον ΔΥΠ, ο οποίος δανείζει με *επιτόκιο ποινής*, δηλαδή υψηλότερο επιτόκιο από εκείνο που ισχύει στις αγορές. Ο ΔΥΠ, με βάση το δεύτερο όρο, αποκτά χρησιμότητα για ένα ΠΙ μόνο όταν αυτό έχει χάσει τη φερεγγυότητά του, δηλαδή δεν διαθέτει άλλες ασφάλειες πρώτης τάξεως.¹⁰⁰

Ο «θεσμός» του ΔΥΠ αποτελεί σημαντικό σημείο αναφοράς για την αξιολόγηση της διαχείρισης κρίσεων, χωρίς όμως αυτό να σημαίνει ότι δεν έχει δεχθεί στη πορεία των χρόνων κριτική. Η κριτική που έχει δεχθεί είναι για τον περιορισμό παρεμβάσεων της ΚΤ μόνο στις περιπτώσεις που υγιή και φερέγγυα ΠΙ αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας.

⁹⁷ Παπαδάκης (2004), σελ. 60-61.

⁹⁸ Fisher (2005), σελ. 13. Βλ. και Προβόπουλο-Καπόπουλο (2004), σελ. 85-87.

⁹⁹ Fisher (2005), σελ. 12.

¹⁰⁰ Παπαδάκης (2004), σελ. 61.

Το πρώτο σημείο κριτικής εστιάζεται στο γεγονός ότι είναι πρακτικά αδύνατο να διακρίνει κάποιος κατά τη διάρκεια μιας κρίσης, τη στιγμή δηλαδή που απαιτείται η παρέμβαση του ΔΥΠ, μεταξύ ενός αφερέγγυου ΠΙ και ενός που απλά αντιμετωπίζει πρόβλημα ρευστότητας.¹⁰¹ Η δυσκολία αυτή έγκειται στο γεγονός ότι τα περιθώρια επιλογών κατά τη διάρκεια της κρίσης είναι εξαιρετικά περιορισμένα.

Το δεύτερο σημείο κριτικής εστιάζεται στο γεγονός ότι ο ΔΥΠ είναι συνήθως υποχρεωμένος να παρέχει την αναγκαία ρευστότητα για τη διάσωση ορισμένων μεγάλων ΠΙ (“too big to fail”)¹⁰² επειδή η τυχόν κατάρρευσή τους θα μπορούσε να υπονομεύσει τη λειτουργία του συνολικού τραπεζικού συστήματος και να προκαλέσει συστημική κρίση.¹⁰³ Όμως, η υποχρέωση αυτή δημιουργεί «ηθικό κίνδυνο» (moral hazard): τα ΠΙ, γνωρίζοντας ότι ο ΔΥΠ είναι πάντα πρόθυμος και έτοιμος να τους δανείσει, τότε θα είχαν την τάση να εφησυχάζουν και να εκτίθενται σε υψηλότερους κινδύνους.¹⁰⁴

Μια λύση στο πρόβλημα αυτό είναι η λεγόμενη «εποικοδομητική ασάφεια» (“constructive ambiguity”). Εφόσον, δηλαδή, το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου δημιουργείται από την παρουσία του ΔΥΠ, η ιδανική λύση είναι να αφηθεί στους δυνητικούς δανειζόμενους η αμφιβολία κατά πόσο και υπό ποιες προϋποθέσεις θα τους παρασχεθεί η αναγκαία ρευστότητα σε περιόδους χρηματοπιστωτικής κρίσης.¹⁰⁵

Πάντως, σε περιόδους κρίσης, εναλλακτικά προς την παρέμβαση των ΚΤ με την ιδιότητα του ΔΥΠ, υπάρχουν και οι εξής εναλλακτικές επιλογές:

Πρώτον, η δυνατότητα κρατικής παρέμβασης για τη διάσωση των συστημικά σημαντικών ΠΙ η κατάρρευση των οποίων θα είχε σοβαρές επιπτώσεις (“government bail-out”).¹⁰⁶ Η δικαιολογητική βάση αυτής της πολιτικής συνδέεται με την εκτίμηση ότι η κατάρρευση ενός μεγάλου ΠΙ ή ενός μέρους του εγχώριου τραπεζικού συστήματος μπορεί να βλάψει τη μακροοικονομική ισορροπία προκαλώντας αρνητικά αποτελέσματα στην κοινωνική ευημερία («αρνητική εξωτερικότητα», “negative externality”).

Οι κυβερνήσεις προβαίνουν στη διάσωση των μεγάλων ΠΙ που αντιμετωπίζουν προβλήματα όχι επειδή το επιλέγουν οι ίδιες αλλά επειδή δεν υπάρχει μια ενιαία αποδεκτή

¹⁰¹ Goodhart-Shoenmaker (1995), σελ. 548. Βλ. και Προβόπουλο-Καπόπουλο (2004), σελ. 85.

¹⁰² Ωστόσο, η εμπειρία της κρίσης έδειξε ότι η παρέμβαση των ΚΤ με την ιδιότητα του ΔΥΠ δεν περιορίστηκε μόνο στη διάσωση των “too big to fail”, αλλά και των “too many to fail”. Βλ. Freixas-Parigi (2008), σελ. 166. Ο λόγος είναι ότι συστημική κρίση μπορεί να προκληθεί και από τη κατάρρευση (ενός μεγάλου αριθμού) μικρών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, εφόσον αυτά ακολουθούν και εφαρμόζουν την ίδια λανθασμένη επιχειρηματική πρακτική για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα. Βλ. Blinder (2010), σελ. 128, 130 και Padoa-Schioppa (2002), σελ. 16-17.

¹⁰³ Αξίζει να επισημανθεί, ότι πριν την εκδήλωση της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης εθεωρείτο ότι μόνο ΠΙ μπορούν να θεωρούνται ως too-big (to be let) to-fail, κάτι που αποδείχθηκε λανθασμένο, καθώς η κατάρρευση τόσο των επενδυτικών εταιριών (Lehman Brothers), όσο και (ολίγων) των ασφαλιστικών επιχειρήσεων (AIG) που θεωρούνται μεγάλα μπορεί να ενέχει συστημικούς κινδύνους. Βλ. Lastra (2011), σελ. 198. Αυτός ήταν και ο λόγος που η εφαρμογή του «δίχτυ ασφαλείας» (του τραπεζικού συστήματος) επεκτάθηκε και στα εν λόγω, μη ΠΙ. Βλ. Freixas-Parigi (2008), σελ. 164, 167.

¹⁰⁴ Fisher (2005), σελ. 14-17. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρει ο Kindleberger (1996), σελ. 146, “if the bank knows it is to be supported by a lender of last resort, it will feel less responsibility for the effective functioning (during the next boom). Το φαινόμενο του ηθικού κινδύνου παρουσιάζεται όταν ένα φυσικό ή νομικό πρόσωπο γνωρίζει ότι δεν θα υποστεί τις πλήρεις συνέπειες των πράξεών του, με αποτέλεσμα να υιοθετεί ριψοκίνδυνες συμπεριφορές, γνωρίζοντας ότι κάποιος άλλος θα επωμιστεί μέρος ή το σύνολο του κινδύνου.

¹⁰⁵ Padoa-Schioppa (2002), σελ. 8 και Smits (1997), σελ. 270.

¹⁰⁶ Padoa-Schioppa (1999), σελ. 303-304.

πολιτική που να δικαιολογεί τη μη παρέμβαση σε περιόδους κρίσης λόγω του κινδύνου της «αρνητικής εξωτερικότητας» που συνεπάγεται η τυχόν κατάρρευσή τους. Έτσι, οι κυβερνήσεις είναι υποχρεωμένες να παρέμβουν και να διασώσουν τα μεγάλα ΠΙ.¹⁰⁷ Η κρατική παρέμβαση μπορεί να λάβει διάφορες μορφές:¹⁰⁸ (α) μπορεί να γίνει άμεση ενίσχυση της ρευστότητας του προβληματικού ΠΙ απευθείας από τον κρατικό προϋπολογισμό, (β) μπορεί το ίδιο το κράτος ή κρατικές επιχειρήσεις ή ασφαλιστικά ταμεία να αναλάβουν τη διοίκηση και διάσωση του ΠΙ, (γ) μπορεί επισφαλείς απαιτήσεις να μεταφερθούν σε μία υπηρεσία του Δημοσίου και για το υγιές τμήμα του χαρτοφυλακίου του να προκριθεί διαγωνισμός για την εκχώρηση του σε ιδιώτες.

Δεύτερον, η δυνατότητα χορήγησης δανεισμού στο ΠΙ που αντιμετωπίζει πρόβλημα ρευστότητας από τις συντονισμένες πρωτοβουλίες του ιδιωτικού τραπεζικού τομέα (“private sector solution”). Με τη λύση αυτή εξοικονομούνται κρατικοί πόροι και αποφεύγεται η πρόκληση ανισορροπιών στα δημόσια οικονομικά. Επιπλέον, εξασθενούν τα κίνητρα εμπλοκής στο πρόβλημα του ηθικού κινδύνου, που συνδέεται με παροχή κρατικής βοήθειας στα ΠΙ που καταρρέουν.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι η επιλογή του “private sector solution” προκρίνεται και ως επικρατέστερη από τις ΚΤ, καθώς με τη λύση αυτή μειώνεται σημαντικά το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου που δημιουργείται από τη λειτουργία τους ως ΔΥΠ.¹⁰⁹

¹⁰⁷ **Gleeson (2010)**, σελ. 21, 28-30. Πάντως, στη περίπτωση αυτή, σύμφωνα με το ευρωπαϊκό δίκαιο ανταγωνισμού, χρειάζεται η έγκριση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, καθώς σύμφωνα με το άρθρο 107 παρ.1 της ΣΛΕΕ απαγορεύονται οι κρατικές ενισχύσεις οι οποίες είναι ασυμβίβαστες με την εσωτερική αγορά και που νοθεύουν ή απειλούν να νοθεύσουν τον ανταγωνισμό διά της ευνοϊκής μεταχείρισης ορισμένων επιχειρήσεων ή ορισμένων κλάδων παραγωγής.

¹⁰⁸ **Προβόπουλος-Καπόπουλος (2004)**, σελ. 86.

¹⁰⁹ **Freixas (2003)**, σελ. 103.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΤΗ ΔΙΑΣΦΑΛΙΣΗ ΤΗΣ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

1. Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

1.1 Δομή του ΕΣΚΤ

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα («ΕΚΤ») ιδρύθηκε την 1^η Ιουλίου 1998 και είναι μια από τις νεώτερες ΚΤ του κόσμου. Η Συνθήκη του Μάαστριχτ αποτέλεσε τη νομική βάση για την ίδρυση της ΕΚΤ και του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών («ΕΣΚΤ»), των οποίων το Καταστατικό παρατίθεται στο Πρωτόκολλο που προσαρτάται σε αυτήν.¹¹⁰ Η ημερομηνία της 1.1.1999 σηματοδοτεί την έναρξη της πλήρους άσκησης αρμοδιοτήτων του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ,¹¹¹ ως οργάνων αρμοδίων για τη χάραξη και εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής της Ευρωζώνης και παράλληλα αποτελεί το χρονικό σημείο έναρξης του τρίτου και τελικού σταδίου της ΟΝΕ. Με τη Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση («ΣΕΕ») η ΕΚΤ ανήχθη σε θεσμικό όργανο της Ένωσης.¹¹²

Το ΕΣΚΤ, το οποίο οικοδομήθηκε κυρίως κατά το πρότυπο της ΚΤ της Γερμανίας («Deutsche Bundesbank») και του Ομοσπονδιακού Συστήματος ΚΤ των ΗΠΑ («FED»)¹¹³ αποτελείται από την ΕΚΤ, όργανο με νομική προσωπικότητα¹¹⁴ με έδρα τη Φρανκφούρτη και τις εθνικές ΚΤ («εθνΚΤ») όλων των κρατών μελών και είναι διακριτό από το Ευρωσύστημα που περιλαμβάνει την ΕΚΤ και τις εθνΚΤ των κρατών μελών που έχουν υιοθετήσει το ενιαίο νόμισμα.¹¹⁵ Σε αντίθεση με την ΕΚΤ, το ΕΣΚΤ δεν έχει νομική προσωπικότητα και αποτελεί ένα μόρφωμα του ευρωπαϊκού δικαίου.¹¹⁶ Έτσι, τα βασικά καθήκοντα του ΕΣΚΤ αποτελούν καθήκοντα της ΕΚΤ και εκπληρώνονται από την ίδια που δρα στον πυρήνα του ΕΣΚΤ.¹¹⁷

Σύμφωνα με τη Συνθήκη για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης («ΣΛΕΕ») το ΕΣΚΤ διοικείται από δύο μόνιμα όργανα λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ, τα οποία είναι το *Διοικητικό Συμβούλιο* (Δ.Σ.) και η *Εκτελεστική Επιτροπή*.¹¹⁸ Επίσης, πέραν των δύο αυτών μόνιμων οργάνων, η Συνθήκη καθιερώνει το Γενικό Συμβούλιο ως το τρίτο όργανο λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ, εφόσον και για όσο διάστημα υπάρχουν κράτη μέλη για τα οποία ισχύει η παρέκκλιση.¹¹⁹

¹¹⁰ **Πρωτόκολλο (αριθ. 4)** για το Καταστατικό του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ προσαρτημένο στη ΣΛΕΕ (Πρωτόκολλο αριθ. 18, προσαρτημένο στη ΣΕΚ).

¹¹¹ Άρθρο 123, παρ.1, γ' εδάφιο, ΣΕΚ.

¹¹² Άρθρο 13, παρ.1 β' εδάφιο, έκτο στοιχείο, ΣΕΕ.

¹¹³ **Dominguez (2006)**, σελ. 73-74.

¹¹⁴ Άρθρο 282, παρ.3, ΣΛΕΕ και άρθρο 9.1, Καταστατικό. Η ΕΚΤ έχει νομική προσωπικότητα και, εντός της εθνικής έννομης τάξης κάθε κράτους μέλους, απολαύει της ευρύτερης νομικής ικανότητας που αναγνωρίζεται σε νομικά πρόσωπα από το δίκαιο του κράτους μέλους, ιδίως δε μπορεί να αποκτά και να διαθέτει κινητή και ακίνητη περιουσία και να είναι διάδικος.

¹¹⁵ Άρθρο 282, παρ.1, α' εδάφιο, ΣΛΕΕ και άρθρο 1.1, Καταστατικό.

¹¹⁶ Βλ. **Smits (1997)**, σελ. 92-93.

¹¹⁷ Άρθρο 9.2, Καταστατικό.

¹¹⁸ Άρθρο 129, παρ.1, ΣΛΕΕ και άρθρο 8, Καταστατικό.

¹¹⁹ Άρθρο 141, παρ.1, ΣΛΕΕ και άρθρα 44.1 και 50, Καταστατικό.

Το Δ.Σ. απαρτίζεται από τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής και τους διοικητές των εθνΚΤ της Ευρωζώνης.¹²⁰ Αποτελεί το ανώτατο όργανο για όλα τα θέματα που σχετίζονται με τα καθήκοντα του ΕΣΚΤ. Ειδικότερα, το Δ.Σ.: (α) καθορίζει τις κατευθυντήριες γραμμές και λαμβάνει τις αναγκαίες αποφάσεις για την εκπλήρωση των καθηκόντων που έχουν ανατεθεί στο ΕΣΚΤ βάσει της Συνθήκης και του Καταστατικού του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ,¹²¹ (β) διαμορφώνει τη νομισματική πολιτική της Ένωσης, συμπεριλαμβανομένων, όπου χρειάζεται, αποφάσεων σχετικά με ενδιάμεσους νομισματικούς στόχους, βασικά επιτόκια και προσφορά διαθεσίμων στο ΕΣΚΤ, και χαράζει τις απαραίτητες κατευθυντήριες γραμμές για την εκτέλεσή τους,¹²² (γ) θεσπίζει τον εσωτερικό κανονισμό εσωτερικής οργάνωσης της ΕΚΤ και των οργάνων λήψης αποφάσεων, (δ) ασκεί τις συμβουλευτικές αρμοδιότητες της ΕΚΤ, σύμφωνα με το άρθρο 127, παρ.4 της ΣΛΕΕ και το άρθρο 4 του Καταστατικού, και (ε) αποφασίζει για τη διεθνή συνεργασία του ΕΣΚΤ, σύμφωνα με το άρθρο 6 του Καταστατικού.

Η *Εκτελεστική Επιτροπή* είναι το δεύτερο μόνιμο όργανο λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ. Είναι εξαμελές και απαρτίζεται από τον Πρόεδρο, τον Αντιπρόεδρο, και άλλα τέσσερα μέλη.¹²³ Ο Πρόεδρος, ο Αντιπρόεδρος και τα λοιπά μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής διορίζονται από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο το οποίο αποφασίζει με ειδική πλειοψηφία, κατά σύσταση του Συμβουλίου το οποίο προηγουμένως διαβουλεύεται με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Δ.Σ. μεταξύ προσώπων αναγνωρισμένου κύρους και επαγγελματικής εμπειρίας σε νομισματικά ή τραπεζικά θέματα.¹²⁴ Μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ μπορούν να είναι μόνο υπήκοοι κρατών μελών με νόμισμα το ευρώ.¹²⁵ Η θητεία του Προέδρου, του Αντιπροέδρου και των λοιπών μελών της Εκτελεστικής Επιτροπής, τα οποία ασκούν τα καθήκοντά τους σε βάση πλήρους απασχόλησης, είναι οκταετής και μη ανανεώσιμη.¹²⁶ Ο Πρόεδρος ή, σε περίπτωση απουσίας του, ο Αντιπρόεδρος προεδρεύει του Δ.Σ. και της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ.¹²⁷

Η *Εκτελεστική Επιτροπή* είναι αποφορτισμένη με τη διαχείριση των τρεχόντων θεμάτων της ΕΚΤ.¹²⁸ Ταυτόχρονα έχει την αρμοδιότητα εφαρμογής της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στη βάση των κατευθυντηρίων γραμμών που χαράσσει το Δ.Σ.¹²⁹ Για το σκοπό αυτό η Εκτελεστική Επιτροπή δίνει τις απαραίτητες οδηγίες στις εθνΚΤ των κρατών μελών με νόμισμα το ευρώ.¹³⁰ Τέλος, η Εκτελεστική Επιτροπή έχει την ευθύνη για την προετοιμασία των συνεδριάσεων του Δ.Σ.¹³¹

Το *Γενικό Συμβούλιο* της ΕΚΤ απαρτίζεται από τον Πρόεδρο και τον Αντιπρόεδρο της ΕΚΤ και τους διοικητές όλων των εθνΚΤ-μελών του ΕΣΚΤ.¹³² Αντίθετα, τα υπόλοιπα τέσσερα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής μπορούν να παρίστανται στις συνεδριάσεις του, χωρίς όμως δικαίωμα ψήφου.¹³³ Η συγκρότηση του Γενικού Συμβουλίου ως τρίτου οργάνου της ΕΚΤ οφείλεται αποκλειστικά και μόνο στην ύπαρξη κρατών μελών που δεν υιοθέτησαν το ενιαίο νόμισμα με την έναρξη του τρίτου σταδίου της ΟΝΕ την 1.1.1999. Στόχος της

¹²⁰ Άρθρο 283, παρ.1, ΣΛΕΕ και άρθρο 10.1, Καταστατικό.

¹²¹ Άρθρο 12.1, Καταστατικό.

¹²² **Ibid.**

¹²³ Άρθρο 283, παρ.2, α' εδάφιο, ΣΛΕΕ και άρθρο 11.1, α' εδάφιο, Καταστατικό.

¹²⁴ Άρθρο 283, παρ.2, β' εδάφιο, ΣΛΕΕ και άρθρο 11.2, α' εδάφιο, Καταστατικό.

¹²⁵ Άρθρο 283, παρ.2, δ' εδάφιο, ΣΛΕΕ και άρθρο 11.2, γ' εδάφιο, Καταστατικό.

¹²⁶ Άρθρο 11.1, β' εδάφιο και άρθρο 11.2, β' εδάφιο, Καταστατικό.

¹²⁷ Άρθρο 13.1, Καταστατικό.

¹²⁸ Άρθρο 11.6, Καταστατικό.

¹²⁹ Άρθρο 12.1, β' εδάφιο, Καταστατικό.

¹³⁰ **Ibid.**

¹³¹ **Ibid.**, άρθρο 12.2.

¹³² Άρθρο 44.2, α' εδάφιο, Καταστατικό.

¹³³ **Ibid.**, άρθρο 44.2, β' εδάφιο.

σύστασής του ήταν η παροχή ενός βήματος συνεργασίας στον τομέα της νομισματικής πολιτικής μεταξύ των ΚΤ των κρατών μελών με νόμισμα το ευρώ και εκείνων για τα οποία ισχύει η παρέκκλιση, για όσο χρονικό διάστημα υφίστανται τα τελευταία.¹³⁴ Έτσι, από τις βασικότερες αρμοδιότητες του είναι η συμβολή στις προετοιμασίες που είναι αναγκαίες για τον αμετάκλητο καθορισμό των συναλλαγματικών ισοτιμιών των νομισμάτων των κρατών μελών με παρέκκλιση έναντι του ευρώ, όταν καταργηθεί για αυτά το καθεστώς της παρέκκλισης.¹³⁵

1.2 Ανεξαρτησία του ΕΣΚΤ

Το ΕΣΚΤ και η ΕΚΤ απολαύουν καθεστώς ανεξαρτησίας έναντι των λοιπών θεσμικών οργάνων της Ένωσης και των κυβερνήσεων των κρατών μελών.¹³⁶ Η ανεξαρτησία αυτή, που είναι αναγκαία προκειμένου τα δύο αυτά όργανα μακριά από επιρροές να επιτελούν κατά τον καλύτερο τρόπο την αποστολή τους, επιτυγχάνεται με μια σειρά διατάξεων του πρωτογενούς ευρωπαϊκού δικαίου.¹³⁷

Έτσι, προκειμένου να διασφαλιστεί η επίτευξη του πρωταρχικού στόχου του ΕΣΚΤ, που είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών¹³⁸ η Συνθήκη και το Καταστατικό κατοχυρώνουν την πολιτική και οικονομική ανεξαρτησία του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ. Συγκεκριμένα, την οικονομική ανεξαρτησία του ΕΣΚΤ κατοχυρώνει η διάταξη του άρθρου 123 παρ.1 της ΣΛΕΕ που απαγορεύει στην ΕΚΤ και στις εθνικές ΚΤ να παρέχουν πιστωτικές διευκολύνσεις σε θεσμικά όργανα της Ένωσης, κεντρικές κυβερνήσεις και δημόσιους οργανισμούς των κρατών μελών και να αγοράζουν δημόσιους τίτλους στην πρωτογενή αγορά καθώς και η ρύθμιση του άρθρου 124 της ΣΛΕΕ που αποκλείει την προνομιακή πρόσβαση των θεσμικών οργάνων της Ένωσης, των κεντρικών κυβερνήσεων και δημόσιων οργανισμών των κρατών μελών στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εκτός κι αν αυτή η πρόσβαση δικαιολογείται από λόγους προληπτικής εποπτείας.¹³⁹

Η πολιτική ανεξαρτησία του ΕΣΚΤ κατοχυρώνεται με τη διάταξη του άρθρου 130 της ΣΛΕΕ¹⁴⁰ σύμφωνα με την οποία *«κατά την άσκηση των εξουσιών και την εκτέλεση των καθηκόντων και υποχρεώσεων που τους ανατίθενται από τις Συνθήκες και το Καταστατικό του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ, ούτε η ΕΚΤ, ούτε οι εθνικές ΚΤ, ούτε κανένα μέλος των οργάνων λήψης αποφάσεων των ιδρυμάτων αυτών, δεν ζητάει ούτε δέχεται υποδείξεις από τα θεσμικά ή λοιπά όργανα ή οργανισμούς, από την κυβέρνηση κράτους μέλους ή από άλλο οργανισμό. Τα θεσμικά όργανα ή οργανισμοί της Ένωσης, καθώς και οι κυβερνήσεις των κρατών μελών, αναλαμβάνουν την υποχρέωση να τηρούν την αρχή αυτή και να μην επιδιώκουν να επηρεάζουν*

¹³⁴ Smits (1997), σελ. 27.

¹³⁵ Άρθρο 46.3, Καταστατικό.

¹³⁶ Στις σύγχρονες οικονομίες, η ανεξαρτησία μιας ΚΤ, η οποία έχει σαν σκοπό να «εξουδετερώνει» τις όποιες επιρροές του πολιτικού συστήματος κατά τη χάραξη και εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής, έχει τέσσερις διαστάσεις: *θεσμική, οικονομική, λειτουργική και προσωπική*. Βλ. αναλυτικά **Amttenbrik (1999)**, σελ. 11-12 και **Smits (1997)**, σελ. 162-168.

¹³⁷ Το κυριότερο επιχείρημα υπέρ της ανεξαρτησίας μιας ΚΤ είναι αυτό της νομισματικής σταθερότητας, καθώς μόνο οι ανεξάρτητες ΚΤ είναι πιθανότερο να επιτύχουν χαμηλότερο επίπεδο πληθωρισμού, αυξάνοντας έτσι τη νομισματική σταθερότητα. Βλ. **Amttenbrik (1999)**, σελ. 18-21 και **Athanassiou (2011)**, σελ. 39. Αναλυτικά, για τα επιχειρήματα υπέρ και κατά της ανεξαρτησίας μιας ΚΤ, βλ. **Ευθυμιόπουλου (2000)**, σελ. 42-53.

¹³⁸ Άρθρο 127, παρ.1, ΣΛΕΕ και άρθρο 2, Καταστατικό.

¹³⁹ Όπως υποστηρίζεται, αν και η ανεξαρτησία αυτή είναι πολύ σημαντική, στην πράξη όμως περιορίζει την ΕΚΤ να δρα ως ΔΥΠ για τα κράτη μέλη της Ευρωζώνης. Βλ. **Hertig-Lee-McCahery (2009)**, σελ. 43-44.

¹⁴⁰ Αντίστοιχη είναι και η διάταξη του άρθρου 7, Καταστατικό.

τα μέλη των οργάνων λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ ή των εθνικών ΚΤ, κατά την άσκηση των καθηκόντων τους».

Η πολιτική ανεξαρτησία του ΕΣΚΤ ενισχύεται και με τις διατάξεις της Συνθήκης και του Καταστατικού του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ που καθορίζουν τον τρόπο διορισμού, τη διάρκεια και την ανανέωση της θητείας των μελών των οργάνων λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ. Έτσι, με στόχο την ενίσχυση της πολιτικής ανεξαρτησίας του ΕΣΚΤ τόσο η Συνθήκη όσο και το Καταστατικό προβλέπουν ότι η θητεία των μελών της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ είναι οκταετής και μη ανανεώσιμη¹⁴¹ ενώ η θητεία των διοικητών των ΚΤ των κρατών μελών πρέπει να είναι τουλάχιστον πενταετής.¹⁴²

Αξίζει να σημειωθεί, ότι οι διατάξεις που κατοχυρώνουν την ανεξαρτησία του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ έχουν αυξημένη τυπική ισχύ, καθώς συγκριτικά με την Bundesbank, η ΕΚΤ είναι περισσότερο ανεξάρτητη, διότι το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο δεν έχει ούτε τις αρμοδιότητες ούτε τη δύναμη του γερμανικού Κοινοβουλίου, το οποίο έχει την εξουσία να τροποποιεί τη νομοθεσία που καθορίζει την ευθύνη και τις αρμοδιότητες της ΚΤ. Αντίθετα, η Συνθήκη και το Καταστατικό του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ τροποποιείται μόνο με σύμφωνη γνώμη όλων των χωρών της ΕΕ.¹⁴³ Επίσης, η αυξημένος βαθμός ανεξαρτησίας της ΕΚΤ προκύπτει και από το γεγονός ότι δεν προβλέπεται καμία ουσιαστική διαβούλευση της διοίκησης της με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο πριν από την ανακοίνωση των αλλαγών στην ακολουθούμενη νομισματική πολιτική, κάτι που συνεπάγεται μια εντελώς περιορισμένη υποχρέωση λογοδοσίας στις κυβερνήσεις και στα όργανα της Ένωσης.¹⁴⁴

Η ανεξαρτησία, όμως, της ΕΚΤ αντισταθμίζεται με την υποχρέωση λογοδοσίας της έναντι του Συμβουλίου, της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου,¹⁴⁵ ενώ οι πράξεις ή παραλείψεις της ΕΚΤ υπόκεινται σε έλεγχο ή ερμηνεία από το Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης («ΔΕΕ»).

2. Καθήκοντα του ΕΣΚΤ και αρμοδιότητες της ΕΚΤ

Το πλαίσιο των καθηκόντων του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ περιγράφεται και αναλύεται τόσο στη Συνθήκη όσο και στο Καταστατικό του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ. Σύμφωνα με τις διατάξεις του

¹⁴¹Άρθρο 283, παρ.2, γ' εδάφιο, ΣΛΕΕ και άρθρο 11.2, β' εδάφιο, Καταστατικό.

¹⁴²Άρθρο 14.2, Καταστατικό. Με τον τρόπο αυτό εξασφαλίζεται η ανεξαρτησία των διοικητών των εθνικών ΚΤ, αφού η διάρκεια της θητείας τους είναι μεγαλύτερη από την θητεία των κυβερνήσεων των κρατών μελών, που, συνήθως, δεν υπερβαίνει την τετραετία.

¹⁴³**Kenen (1995)**, σελ. 41-43.

¹⁴⁴**Στεφάνου (2002)**, σελ. 238-240.

¹⁴⁵Άρθρο 284, παρ.3, ΣΛΕΕ. Βλ. και **Amtenbrik (1999)**, σελ. 32-33. Έτσι, παρά τον υψηλό βαθμό ανεξαρτησίας που της έχει θεσμικά παραχωρηθεί, τόσο η ΣΛΕΕ όσο και το Καταστατικό του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ προβλέπουν ότι για τη διατήρηση της νομιμότητας της προς τις θεμελιώδεις αρχές των δημοκρατικών κοινωνιών, η ΕΚΤ οφείλει να λογοδοτεί στους Ευρωπαίους πολίτες και στα ευρωπαϊκά όργανα που του αντιπροσωπεύουν. Για το σκοπό αυτό, η ΕΚΤ υποχρεούται: (α) να συντάσσει μια Ετήσια Έκθεση για τις δραστηριότητες και τη νομισματική πολιτική της και να την παρουσιάζει στα ευρωπαϊκά πολιτικά όργανα (άρθρο 284, παρ.3, ΣΛΕΕ και άρθρο 15.3, Καταστατικό), (β) να δημοσιεύει Τριμηνιαίες Εκθέσεις για τις δραστηριότητες του Ευρωσυστήματος (άρθρο 15.1, Καταστατικό) και μια Ενοποιημένη Λογιστική Κατάσταση (άρθρο 15.2, Καταστατικό), και (γ) να εκδίδει Μηνιαία Δελτία. Πάντως σε αντίθεση με άλλες ΚΤ, η ΕΚΤ αρνείται να δημοσιεύσει τα πρακτικά των συνεδριάσεών της, καθώς και λεπτομερειών σχετικά με τα επιχειρήματα και τις ψήφους των μελών του Δ.Σ. (η δημοσίευσή τους εναπόκειται στη διακριτική ευχέρεια του Δ.Σ. βάσει του άρθρου 10.4 του Καταστατικού). Η άρνηση της δημοσίευσης αφορά και τις προβλέψεις της για τον πληθωρισμό.

¹⁴⁶Άρθρο 35.1, Καταστατικό.

παραπάνω πρωτογενούς ευρωπαϊκού δικαίου έχει γίνει μια σαφή διάκριση ανάμεσα στα καθήκοντα του ΕΣΚΤ και τις αρμοδιότητες της ΕΚΤ.¹⁴⁷

2.1 Τα καθήκοντα του ΕΣΚΤ

Ο πρωταρχικός στόχος του ΕΣΚΤ είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών και με την επιφύλαξη του στόχου αυτού, το ΕΣΚΤ στηρίζει τις γενικές οικονομικές πολιτικές στην ΕΕ προκειμένου να συμβάλλει στην υλοποίηση των στόχων αυτής, όπως καθορίζονται στο άρθρο 3 της ΣΛΕΕ. Το ΕΣΚΤ ενεργεί σύμφωνα με την αρχή της οικονομίας της ανοιχτής αγοράς με ελεύθερο ανταγωνισμό που ευνοεί την αποτελεσματική κατανομή πόρων.¹⁴⁸ Πέραν της επιδίωξης της νομισματικής σταθερότητας ως πρωταρχικού στόχου, τα βασικά καθήκοντα του ΕΣΚΤ είναι:¹⁴⁹

- να χαράζει και να εφαρμόζει τη νομισματική πολιτική της Ένωσης,¹⁵⁰
- να διενεργεί πράξεις συναλλάγματος σύμφωνα με το άρθρο 219 της ΣΛΕΕ,
- να κατέχει και να διαχειρίζεται τα επίσημα συναλλαγματικά διαθέσιμα των κρατών μελών,
- να προωθεί την ομαλή λειτουργία των συστημάτων πληρωμών.

Από την ανωτέρω απαρίθμηση των καθηκόντων του ΕΣΚΤ προκύπτει ότι ένα αρκετά μεγάλο μέρος των εξουσιών των κρατών μελών στον τομέα της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής μεταβιβάζεται από το εθνικό στο υπερεθνικό επίπεδο και συνεπώς αποτελούν μια αποκλειστική αρμοδιότητα που ασκείται σε επίπεδο της Ένωσης.¹⁵¹

Εκτός των βασικών καθηκόντων, το ΕΣΚΤ συμβάλλει στην εκ μέρους των αρμόδιων εθνικών αρχών ομαλή άσκηση πολιτικών που αφορούν την προληπτική εποπτεία των ΠΙ και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.¹⁵²

Επιπλέον, σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 127, παρ.6 της ΣΛΕΕ¹⁵³ η ΕΚΤ μπορεί να αναλάβει ειδικά καθήκοντα σχετικά με τις πολιτικές που αφορούν την προληπτική εποπτεία ΠΙ και λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.¹⁵⁴

Τέλος, στο ΕΣΚΤ έχει ανατεθεί και η άσκηση των καθηκόντων του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος («ΕΝΙ») που πρέπει να συνεχίσουν να ασκούνται κατά τη διάρκεια του τρίτου σταδίου της ΟΝΕ για όσο διάστημα συνεχίζουν και υφίστανται τα κράτη μέλη για τα οποία ισχύει η παρέκκλιση.¹⁵⁵ Την αρμοδιότητα αυτή έχει αναλάβει το Γενικό Συμβούλιο της ΕΚΤ.

¹⁴⁷ Smits (1997), σελ. 179. Βλ. και Sheller (2006), σελ. 48-49.

¹⁴⁸ Άρθρο 127, παρ.1, ΣΛΕΕ και άρθρο 2, Καταστατικό.

¹⁴⁹ Άρθρο 127, παρ.2, ΣΛΕΕ και άρθρο 3.1 και 22, Καταστατικό. Σύμφωνα με τον διοικητή της ΕΚΤ Mario Draghi, «η ύπαρξη δευτερευουσών δεσμεύσεων βάσει του άρθρου 127 της ΣΛΕΕ δεν συνεπάγεται την αμφισβήτηση του πρωταρχικού στόχου της ΕΚΤ για τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών». Βλ. Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο (2011), σελ. 12.

¹⁵⁰ Βλ. Κεφάλαιο 4^ο.

¹⁵¹ Κανελλόπουλος (2003), σελ. 220.

¹⁵² Άρθρο 127, παρ.5, ΣΛΕΕ και άρθρο 25.1, Καταστατικό. Βλ. παρακάτω, ενότητα 3.

¹⁵³ Αντίστοιχη είναι και η διάταξη του άρθρου 25.2, Καταστατικό.

¹⁵⁴ Βλ. παρακάτω, υπό 4.1.

¹⁵⁵ Άρθρο 43, Καταστατικό.

2.2 Αρμοδιότητες της ΕΚΤ

Οι αρμοδιότητες της ΕΚΤ είναι οι ακόλουθες:

(i) Συλλογή στατιστικών πληροφοριών

Προκειμένου να εκπληρώσει τα καθήκοντα του ΕΣΚΤ, η ΕΚΤ, με τη βοήθεια των εθνΚΤ, συλλέγει τις αναγκαίες στατιστικές πληροφορίες από τις αρμόδιες εθνικές αρχές ή από οικονομικούς παράγοντες.¹⁵⁶ Οι εθνΚΤ εκτελούν στο βαθμό που είναι δυνατόν το καθήκον συλλογής των αναγκαίων στατιστικών πληροφοριών.¹⁵⁷ Η συλλογή στατιστικών πληροφοριών συνεπάγεται τη στενή επαφή των εθνΚΤ με τα ΠΙ. Με δεδομένο ότι οι εθνΚΤ είναι αρμόδιες για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής και συνήθως για την προληπτική εποπτεία, είναι ασφαλώς πιο αποτελεσματικό να συλλέγονται οι σχετικές πληροφορίες από τις εθνΚΤ, παρά από έναν ανεξάρτητο στατιστικό φορέα.¹⁵⁸

(ii) Εκδοτικό προνόμιο

Η ΕΚΤ έχει, σύμφωνα με το άρθρο 128, παρ.1 της ΣΛΕΕ, το εκδοτικό προνόμιο.¹⁵⁹ Έχει δηλαδή το αποκλειστικό δικαίωμα να επιτρέπει την έκδοση τραπεζογραμμάτων μέσα στην Ένωση. Με βάση την άδεια αυτή της ΕΚΤ, τα τραπεζογραμμάτια, που είναι τα μόνα που αποτελούν νόμιμο χρήμα στην Ένωση, εκδίδονται από την ίδια την ΕΚΤ ή από εθνΚΤ. Όσον αφορά στην έκδοση των κερμάτων, αυτά εκδίδονται από τα κράτη μέλη, σε ποσότητες που τελούν υπό την έγκριση της ΕΚΤ.¹⁶⁰ Ο έλεγχος της ΕΚΤ επί της έκδοσης των κερμάτων από τα κράτη μέλη απορρέει άμεσα από το καθήκον που έχει να διαχειρίζεται την ενιαία νομισματική πολιτική και συνδέεται άμεσα με τον πρωταρχικό στόχο της διατήρησης της νομισματικής σταθερότητας.¹⁶¹

(iii) Συμβουλευτικές αρμοδιότητες

Σύμφωνα με το άρθρο 127, παρ.4 της ΣΛΕΕ, τα αρμόδια θεσμικά όργανα της Ένωσης και εθνικά όργανα υποχρεούνται να ζητούν τη γνώμη της ΕΚΤ.¹⁶² Ειδικότερα:

- τη γνώμη της ΕΚΤ ζητούν τα θεσμικά όργανα της Ένωσης, για κάθε προτεινόμενη πράξη της Ένωσης που εμπίπτει στο πεδίο της αρμοδιότητάς της,
- τη γνώμη της ΕΚΤ ζητούν οι εθνικές αρχές, για κάθε σχέδιο νομοθετικής διάταξης που εμπίπτει στο πεδίο της αρμοδιότητάς της, εντός όμως των ορίων και υπό όρους που ορίζει το Συμβούλιο με τη διαδικασία του άρθρου 129, παρ.4 της ΣΛΕΕ,

¹⁵⁶ Άρθρο 5.1, Καταστατικό.

¹⁵⁷ *Ibid*, άρθρο 5.2.

¹⁵⁸ **Αγραπίδη-Γκόρτσου (2006)**, σελ. 360. Νομική βάση για τη συλλογή στατιστικών πληροφοριών από την ΕΚΤ αποτελεί και το άρθρο 2, παρ.1 του **Κανονισμού 2533/98** του Συμβουλίου «*σχετικά με τη συλλογή στατιστικών πληροφοριών από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα*» (ΕΕ L 318 της 27.11.1998, σελ. 8-19).

¹⁵⁹ Αντίστοιχη είναι και η διάταξη του άρθρου 16, Καταστατικό.

¹⁶⁰ Άρθρο 128, παρ.2, ΣΛΕΕ.

¹⁶¹ **Smits (1997)**, σελ. 202.

¹⁶² Βλ. και άρθρο 4, Καταστατικό. Η αρμοδιότητα της ΕΚΤ για τη διατύπωση γνώμης επί των σχεδίων νόμου βασίζεται και στη διάταξη του άρθρου 282 παρ.5 της ΣΛΕΕ αλλά και στο άρθρο 2 παρ.1 τρίτη και έκτη περίπτωση της **Απόφασης 98/415/ΕΚ** του Συμβουλίου, της 29^{ης} Ιουνίου 1998, «*σχετικά με τη διαβούλευση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας με τις εθνικές αρχές για τα σχέδια νομοθετικών διατάξεων*» (ΕΕ L 189 της 3.7.1998, σελ. 42).

- αλλά και εξ ιδίας πρωτοβουλίας η ΕΚΤ μπορεί να υποβάλλει γνώμες στα κατάλληλα θεσμικά όργανα ή οργανισμούς της Ένωσης καθώς και στις εθνικές αρχές για θέματα της αρμοδιότητάς της.

(iv) Αρμοδιότητα έκδοσης νομικών πράξεων

Σύμφωνα με το άρθρο 132, παρ.1 της ΣΛΕΕ,¹⁶³ για την εκπλήρωση της αποστολής που έχει ανατεθεί στο ΕΣΚΤ στα όργανα της ΕΚΤ έχει δοθεί κανονιστική αρμοδιότητα να εκδίδουν τέσσερις κατηγορίες νομικών πράξεων: Κανονισμούς, Αποφάσεις, Συστάσεις και Γνώμες. Οι Κανονισμοί που εκδίδονται από την ΕΚΤ είναι δεσμευτικοί και έχουν γενική ισχύ σε κάθε κράτος μέλος με νόμισμα το ευρώ. Οι Αποφάσεις της ΕΚΤ είναι δεσμευτικές προς όλους του αποδέκτες τους, ενώ οι Συστάσεις και οι Γνώμες δεν έχουν δεσμευτική ισχύ.¹⁶⁴

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι πρόκειται για πράξεις της αυτής νομικής φύσεως, και γενικά όμοιες με αυτές που εκδίδουν τα λοιπά θεσμικά όργανα της Ένωσης, όπως το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο από κοινού με το Συμβούλιο σύμφωνα με τη συνήθη νομοθετική διαδικασία, το Συμβούλιο και η Επιτροπή.¹⁶⁵

(v) Εξωτερικές δραστηριότητες και σχέσεις

Στο πλαίσιο των διεθνών σχέσεων και δραστηριοτήτων, η ΕΚΤ αποφασίζει τον τρόπο εκπροσώπησης του ΕΣΚΤ και μπορεί να συμμετέχει η ίδια, αλλά και οι εθνΚΤ με την έγκρισή της, σε διεθνείς νομισματικούς οργανισμούς.¹⁶⁶ Η σύναψη σχέσεων με ΚΤ και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα των τρίτων χωρών και με διεθνείς οργανισμούς αλλά και η διενέργεια διάφορων χρηματοπιστωτικών συναλλαγών με τρίτες χώρες προβλέπεται επίσης ως δικαίωμα της ΕΚΤ και των εθνΚΤ.¹⁶⁷

3. Τα ισχύοντα καθήκοντα του ΕΣΚΤ αναφορικά με τη διασφάλιση της σταθερότητας του Ευρωπαϊκού Τραπεζικού Συστήματος

Μεταξύ των βασικών καθηκόντων του ΕΣΚΤ, που συνίσταται στην χάραξη και εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής, τη διενέργεια πράξεων συναλλάγματος, την κατοχή και διαχείριση των επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων των κρατών μελών και την προώθηση της ομαλής λειτουργίας των συστημάτων πληρωμών, δεν περιλαμβάνεται η αρμοδιότητα της προληπτικής εποπτείας των ΠΙ. Ο υφιστάμενος εποπτικός ρόλος του ΕΣΚΤ αναφορικά με τη διασφάλιση της σταθερότητας του ευρωπαϊκού τραπεζικού και εν γένει χρηματοπιστωτικού συστήματος οριοθετείται από τη διάταξη του άρθρου 127, παρ.5 της ΣΛΕΕ, σύμφωνα με την οποία «το ΕΣΚΤ συμβάλλει στην εκ μέρους των αρμόδιων αρχών ομαλή άσκηση πολιτικών

¹⁶³ Αντίστοιχη είναι και η διάταξη του άρθρου 34, Καταστατικό. Επίσης, για την αποτελεσματική λειτουργία του Ευρωσυστήματος, η ΕΚΤ έχει την αρμοδιότητα να εκδίδει Κατευθυντήριες Γραμμές και Οδηγίες οι οποίες απευθύνονται αποκλειστικά και μόνο στις εθνΚΤ. Αξίζει επίσης να επισημανθεί, ότι εντός των ορίων και υπό τους όρους που θεσπίζονται από το Συμβούλιο σύμφωνα με τη διαδικασία του άρθρου 129, παρ.4, η ΕΚΤ δικαιούται να επιβάλλει πρόστιμα ή περιοδικές χρηματικές ποινές στις επιχειρήσεις λόγω μη συμμόρφωσης με τις υποχρεώσεις που απορρέουν από τους Κανονισμούς ή τις Αποφάσεις της (άρθρο 132, παρ.3, ΣΛΕΕ και άρθρο 34.3, Καταστατικό). Τα όρια και οι προϋποθέσεις επιβολής προστίμων καθορίστηκαν με τον **Κανονισμό 2532/98** του Συμβουλίου της 23^{ης} Νοεμβρίου 1998 (ΕΕ L 318, 27.11.1998).

¹⁶⁴ Αναλυτικά, βλ. **Sheller (2006)**, σελ. 68-70, 72-73.

¹⁶⁵ **Κανελλόπουλος (2003)**, σελ. 226. Βλ. και **Marauhn-Weiss (2006)**, σελ. 217.

¹⁶⁶ Άρθρο 6.1 και 6.2, Καταστατικό. Η απόφαση αυτή της ΕΚΤ λαμβάνεται υπό την επιφύλαξη του άρθρου 138 της ΣΛΕΕ αναφορικά με τη θέση και εκπροσώπηση της Ένωσης σε διεθνές επίπεδο για όσα για όσα ζητήματα παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον για την ΟΝΕ (άρθρο 6.3, Καταστατικό).

¹⁶⁷ Άρθρο 23, Καταστατικό.

που αφορούν την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος».¹⁶⁸

Από τη διατύπωση του παραπάνω άρθρου προκύπτει το συμπέρασμα ότι ούτε το ΕΣΚΤ ούτε η ΕΚΤ έχουν αναλάβει την αρμοδιότητα να εκπληρώσουν τους στόχους της προληπτικής εποπτείας των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών που είναι εγκατεστημένα και δραστηριοποιούνται στην Ευρωζώνη.¹⁶⁹ Η επιλογή αυτού του ρόλου του ΕΣΚΤ ήρθε σαν αποτέλεσμα των ισχυρών αντιδράσεων που προέβαλαν τα κράτη μέλη, τα οποία δεν επιθυμούσαν την αναγωγή της ΕΚΤ σε ενιαία υπερεθνική εποπτική αρχή. Οι εν λόγω αντιδράσεις προήλθαν κυρίως από τα κράτη μέλη στα οποία η ΚΤ δεν ήταν αρμόδια αρχή για την άσκηση προληπτικής εποπτείας στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα καθώς και από εκείνα που πίστευαν ότι η ανάθεση των εποπτικών αρμοδιοτήτων στην ΕΚΤ μπορεί να θέσει σε κίνδυνο τον πρωταρχικό της στόχο που είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών.¹⁷⁰

Συνεπώς, από τα παραπάνω ισχύοντα καθήκοντα του ΕΣΚΤ αναφορικά με τη διασφάλιση της σταθερότητας του ευρωπαϊκού τραπεζικού και εν γένει χρηματοπιστωτικού συστήματος, προκύπτει ότι όλες οι εποπτικές αρμοδιότητες που αφορούν τη λειτουργία των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, συμπεριλαμβανομένης της άδειας λειτουργίας, της άσκησης προληπτικής εποπτείας, τη πραγματοποίηση ελέγχων για τη συμμόρφωσή τους προς τις διατάξεις του κανονιστικού πλαισίου, της επιβολής κυρώσεων, της λειτουργίας του ΔΥΠ και της προστασίας των καταθετών συνεχίζουν και μετά από τη έναρξη του τρίτου σταδίου της ΟΝΕ να εμπίπτουν στις αρμοδιότητες των εθνικών εποπτικών αρχών, είτε αυτές είναι ΚΤ-μέλη του ΕΣΚΤ είτε ανεξάρτητες διοικητικές αρχές.¹⁷¹

Ωστόσο, με απώτερο στόχο τη θετική και αρνητική χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση των εποπτικών καθεστώτων των κρατών μελών, το παράγωγο ευρωπαϊκό δίκαιο καθιέρωσε ένα ελάχιστο υποχρεωτικό νομοθετικό πλαίσιο άσκησης της εποπτικής λειτουργίας, το οποίο βασίζεται στις αρχές:

- της «μιας άδειας» (“single license”) από ένα κράτος μέλος, η οποία λειτουργεί ως «ενιαίο ευρωπαϊκό διαβατήριο» (“single passport”) για τη δραστηριοποίηση ενός φορέα παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών σε άλλα κράτη μέλη,

¹⁶⁸ Η διάταξη αυτή επαναλαμβάνεται και στο άρθρο 3.3 του Καταστατικού. Οι διατάξεις αυτές δεν εφαρμόζονται ούτε στα κράτη μέλη για τα οποία ισχύει η παρέκκλιση ούτε στο Ηνωμένο Βασίλειο.

¹⁶⁹ Ένας από τους κυριότερους λόγους για τους οποίους δεν ανατέθηκε στην ΕΚΤ η προληπτική εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μετά την έναρξη του τρίτου σταδίου της ΟΝΕ είναι ότι η «προκάτοχός» της, η Bundesbank, δεν είχε άμεση εμπλοκή στη προληπτική εποπτεία λόγω του ότι αυτή λειτουργεί εις βάρος της νομισματικής σταθερότητας και έτσι μπορεί να επηρεάσει την αποτελεσματική άσκησή της. Βλ. **Hawkesby (2000)**, σελ. 101-102.

¹⁷⁰ Κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων για τη Συνθήκη του Μάαστριχτ, ελάχιστες ΚΤ είχαν την αρμοδιότητα της προληπτικής εποπτείας των ΠΙ, ενώ αυτές που την είχαν ήθελαν να διατηρήσουν την εν λόγω αρμοδιότητα σε εθνικό επίπεδο. Βλ. **Marauhn-Weiss (2006)**, σελ. 217-218.

¹⁷¹ **Αγγαλίδης-Γκόρτσου (2006)**, σελ. 334. Στην Ελλάδα, η αδειοδότηση και η άσκηση προληπτικής εποπτείας των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών γίνεται από την Τράπεζα της Ελλάδος βάσει του **ν. 3601/2007**. Συγκεκριμένα, η ΤτΕ είναι αρμόδια εποπτική αρχή για: (α) την μικρο-προληπτική εποπτεία των ΠΙ, των ιδρυμάτων ηλεκτρονικού χρήματος και των ασφαλιστικών επιχειρήσεων, και (β) την προστασία των καταναλωτών των υπηρεσιών που παρέχουν οι παραπάνω οργανισμοί, με την εξαίρεση των επενδυτικών υπηρεσιών. Στόχοι της εποπτείας αυτής είναι η σταθερότητα και αποτελεσματικότητα του πιστωτικού συστήματος και γενικότερα του χρηματοπιστωτικού τομέα της οικονομίας.

- της υπαγωγής των εν λόγω φορέων στην εποπτεία του κράτους μέλους καταγωγής (“home country control”) και της στενής συνεργασίας μεταξύ των αρμοδίων αρχών του κράτους καταγωγής και υποδοχής,
- της αμοιβαίας αναγνώρισης των ελάχιστων κοινών κανόνων προληπτικής εποπτείας που θεσπίζουν οι ευρωπαϊκές οδηγίες περί εποπτείας από τα κράτη μέλη (“mutual recognition”), και
- της αμοιβαίας μεταχείρισης των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών με έδρα εκτός της Ένωσης.¹⁷²

Συμπερασματικά, προκύπτει ότι ούτε το ΕΣΚΤ ούτε και η ΕΚΤ δεν αποκτούν από το ρυθμιστικό πλαίσιο που διαμορφώνουν οι διατάξεις πρωτογενούς και παραγώγου ευρωπαϊκού δικαίου την ιδιότητα μιας ενιαίας ευρωπαϊκής εποπτικής αρχής (“competent authority”) του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι εξουσίες τους περιορίζονται σε απλή *συμβολή* στην ομαλή άσκηση της προληπτικής εποπτείας των ΠΙ και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ωστόσο, ούτε η διάταξη του άρθρου 127, παρ.5 της ΣΛΕΕ ούτε το άρθρο 3.3 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ αναφέρουν τα μέσα/εργαλεία που διαθέτει το ΕΣΚΤ για την υλοποίηση αυτής της συμβολής.

3.1 Τα «εργαλεία» υλοποίησης του καθήκοντος του ΕΣΚΤ

Τα εργαλεία που διαθέτει το ΕΣΚΤ και τα οποία αποτελούν τη βάση για την υλοποίηση του καθήκοντος συμβολής του ΕΣΚΤ βρίσκονται μέσα στις διατάξεις του Καταστατικού του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ. Το κύριο μέσο που διαθέτει το ΕΣΚΤ προκύπτει από το άρθρο 25.1 κατά το οποίο «*η ΕΚΤ δύναται να παρέχει συμβουλές και να δίνει τη γνώμη της την οποία της ζητούν το Συμβούλιο, η Επιτροπή και οι αρμόδιες αρχές των κρατών μελών σχετικά με την εμβέλεια και εφαρμογή της νομοθεσίας της Ένωσης που αφορά την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος*».¹⁷³

Σύμφωνα λοιπόν με το εν λόγω άρθρο για την προληπτική εποπτεία, ο συμβουλευτικός ρόλος χορηγείται αποκλειστικά και μόνο στην ΕΚΤ και δεν επεκτείνεται στις εθνΚΤ-μέλη του ΕΣΚΤ.¹⁷⁴ Ο συγκεκριμένος ρόλος της ΕΚΤ μπορεί να υλοποιηθεί είτε με πρωτοβουλία της ΕΚΤ, αφού μπορεί «*να παρέχει συμβουλές*», είτε μετά από αίτηση τρίτων «*δίνοντας τη γνώμη της την οποία της ζητούν*».

Οι συμβουλές και οι γνωμοδοτήσεις της ΕΚΤ απευθύνονται σε συγκεκριμένα θεσμικά όργανα της Ένωσης, ήτοι στο Συμβούλιο και στην Επιτροπή. Οι γνώμες και οι συμβουλές απευθύνονται επίσης και στις αρμόδιες αρχές των κρατών μελών που είναι επιφορτισμένες με την προληπτική εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Επίσης, οι εν λόγω συμβουλές και γνωμοδοτήσεις αφορούν μόνο στην ενωσιακή και όχι την εθνική νομοθεσία για την προληπτική εποπτεία των ΠΙ, την εξυγίανση και εκκαθάριση τους καθώς και τα συστήματα

¹⁷² Αναλυτικά, βλ. **Ψυχομάνη (2006)**, σελ. 49-102. Οι αρχές/ελευθερίες αυτές αντλούνται από την **Οδηγία 2006/48/ΕΚ** του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «*σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας πιστωτικών ιδρυμάτων*» (ΕΕ L 177, 30.6.2006, σελ. 1-200). Η οδηγία αυτή είναι πλήρως εναρμονισμένη με τις αρχές του πλαισίου «Βασιλεία ΙΙ» και στην ουσία αποτελεί τη βάση για τη λειτουργία της ενιαίας τραπεζικής αγοράς. Επισημαίνεται πάντως, ότι η συγκεκριμένη Οδηγία βρίσκεται υπό αναθεώρηση, κατόπιν των αδυναμιών που παρατηρήθηκαν στις διατάξεις της όσον αφορά στην πρόληψη και την αντιμετώπιση της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης.

¹⁷³ Η εν λόγω διάταξη εφαρμόζεται σε όλα τα κράτη μέλη, περιλαμβανομένου και του Ηνωμένου Βασιλείου.

¹⁷⁴ **Marauhn-Weiss (2006)**, σελ. 218.

εγγύησης καταθέσεων.¹⁷⁵ Προκύπτει δηλαδή ότι η συμβολή της ΕΚΤ στη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας περιορίζεται «στην εμβέλεια και την εφαρμογή» (“scope and implementation”) της ευρωπαϊκής νομοθεσίας¹⁷⁶ η οποία, μάλιστα, δεν επεκτείνεται καν στην ερμηνεία της, καθώς η τελευταία αποτελεί την αποκλειστική αρμοδιότητα του ΔΕΕ.

Επιπλέον, όπως ήδη επισημάνθηκε, σύμφωνα με το άρθρο 127, παρ.4 της ΣΛΕΕ¹⁷⁷ η ΕΚΤ δικαιούται να γνωμοδοτεί για θέματα σχετικά με τις πολιτικές που αφορούν στην προληπτική εποπτεία των ΠΙ και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Βάσει του συγκεκριμένου άρθρου η ΕΚΤ μπορεί να διατυπώνει γνώμες προς τα κατάλληλα θεσμικά όργανα ή οργανισμούς της Ένωσης ή τις εθνικές αρχές για θέματα του πεδίου των αρμοδιοτήτων της. Η επίκληση αυτού του άρθρου από την ΕΚΤ μπορεί να γίνει όταν αυτή χρειάζεται να γνωμοδοτήσει σε άλλα θεσμικά όργανα της Ένωσης, εκτός δηλαδή από το Συμβούλιο και την Επιτροπή. Τα όργανα αυτά μπορούν να είναι το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ή το ΔΕΕ αλλά και κάθε αρμόδια αρχή που είναι επιφορτισμένη με θέματα προληπτικής εποπτείας.¹⁷⁸ Ωστόσο, και σε αυτή τη περίπτωση, η αρμοδιότητά της παραμένει και σε αυτό το επίπεδο καθαρά συμβουλευτική.¹⁷⁹

Επίσης, η συμβολή του ΕΣΚΤ στην ομαλή άσκηση των πολιτικών που σχετίζονται με την προληπτική εποπτεία των ΠΙ και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος μπορεί να υλοποιηθεί με άλλα δύο μέσα τα οποία εμφανίζονται στις διατάξεις του Καταστατικού του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ:¹⁸⁰

Το *πρώτο* μέσο βασίζεται στο άρθρο 5 του Καταστατικού,¹⁸¹ το οποίο αναφέρεται στη συλλογή από την ΕΚΤ στατιστικών πληροφοριών είτε από τις αρμόδιες εθνικές αρχές είτε απευθείας από οικονομικούς παράγοντες.

Το *δεύτερο* μέσο είναι η συμμετοχή της ΕΚΤ και των εθνΚΤ-μελών του ΕΣΚΤ σε διεθνείς οργανισμούς και fora¹⁸² που ασχολούνται με θέματα που άπτονται της προληπτικής εποπτείας των ΠΙ και της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς επίσης και μέσω της συνεργασίας με άλλες ΚΤ στα πλαίσια της διεθνούς συνεργασίας της ΕΚΤ και των εθνΚΤ.¹⁸³

4. Επιχειρήματα υπέρ και κατά του διαχωρισμού της προληπτικής εποπτείας στα πλαίσια της ΕΚΤ

Η θέση της ΕΚΤ σχετικά με το θέμα της αρμοδιότητας της προληπτικής εποπτείας βασίζεται στην επιχειρηματολογία η οποία υποστηρίζει την διατήρηση του θεμελιώδους ρόλου των εθνΚΤ στην προληπτική εποπτεία στις χώρες της Ζώνης του Ευρώ, καθώς κάτι τέτοιο συμβάλλει κατά πιο αποτελεσματικό τρόπο στην διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής

¹⁷⁵ Smits (1997), σελ. 343-344.

¹⁷⁶ Ibid, σελ. 345.

¹⁷⁷ Άρθρο 4, Καταστατικό.

¹⁷⁸ Smits (1997), σελ. 347-348.

¹⁷⁹ Γκόρτσος (2008δ), σελ. 65-66.

¹⁸⁰ Smits (1997), σελ. 349-350.

¹⁸¹ Το συγκεκριμένο άρθρο εφαρμόζεται τόσο στα κράτη μέλη για τα οποία ισχύει η παρέκκλιση όσο και στο Ηνωμένο Βασίλειο.

¹⁸² Sheller (2006), σελ. 149-152. Τα διεθνή είναι π.χ. το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (Financial Stability Board, “FSB”), η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία (Basel Committee on Banking Supervision) κ.α. Βλ. Γκόρτσος (2011), σελ. 177-192.

¹⁸³ Το μέσο αυτό στηρίζεται στο άρθρο 6.2 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ που αναφέρεται στη διεθνή συνεργασία.

σταθερότητας. Η αλλαγή του θεσμικού πλαισίου που επέφερε η εισαγωγή του ευρώ ενισχύει ακόμα περισσότερο τα επιχειρήματα υπέρ της διατήρησης του ρόλου των εθνΚΤ, ως αρμόδιων αρχών για την άσκηση της προληπτικής εποπτείας στην Ευρωζώνη.¹⁸⁴

Η εισαγωγή του ευρώ από την έναρξη του τρίτου σταδίου της ΟΝΕ ως ενιαίο νόμισμα, το οποίο εκδίδεται από την ΕΚΤ στα πλαίσια άσκησης της νομισματικής πολιτικής, έχει ισχυροποιήσει σε σημαντικό βαθμό την διεθνοποίηση των χρηματοπιστωτικών δραστηριοτήτων. Η αυξανόμενη ενοποίηση των τραπεζικών και χρηματοπιστωτικών αγορών στη Ζώνη του Ευρώ και η διεύρυνση των διασυνοριακών δραστηριοτήτων των ΠΙ σημαίνουν ότι ο κίνδυνος να απειληθεί η σταθερότητα του τραπεζικού και συνολικά του χρηματοπιστωτικού τομέα στο σύνολο της Ευρωζώνης, σε περίπτωση που ορισμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αντιμετωπίζουν προβλήματα εξαιτίας οποιονδήποτε γεγονότων ή εξελίξεων, είναι σημαντικά μεγαλύτερος τώρα από ό,τι στο παρελθόν.¹⁸⁵

Όπως διαπιστώθηκε στις προηγούμενες ενότητες, μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, υπάρχει έντονο ενδιαφέρον και σκεπτικισμός, τόσο σε διεθνές όσο και σε εθνικό επίπεδο σχετικά με το αν οι αρμοδιότητες που προκύπτουν από την προληπτική εποπτεία πρέπει να δοθούν στην ΚΤ. Ο προβληματισμός αυτός είναι εξίσου έντονος στα πλαίσια της ΕΕ και έχει να κάνει με το εάν η ΕΚΤ πρέπει ή όχι να ασκεί την προληπτική εποπτεία των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών που δραστηριοποιούνται στα κράτη μέλη, τη στιγμή, μάλιστα, που ήδη ασκεί την αρμοδιότητα της νομισματικής πολιτικής.

Στο πρώτο μέρος της παρούσας μελέτης¹⁸⁶ έγινε μια προσπάθεια να συνοψιστούν τα πιο σημαντικά επιχειρήματα που έχουν αναπτυχθεί σχετικά με το αν οι ΚΤ μπορούν να ασκούν παράλληλα με τη λειτουργία της νομισματικής πολιτικής και τη λειτουργία της προληπτικής εποπτείας. Όταν τα συγκεκριμένα επιχειρήματα εξετασθούν σε ένα συγκεκριμένο, περιφερειακό, θεσμικό πλαίσιο, όπως αυτό της Ζώνης του Ευρώ, τότε ο συσχετισμός αυτών των επιχειρημάτων αλλάζει σημαντικά. Συγκεκριμένα, τα επιχειρήματα υπέρ του διαχωρισμού της προληπτικής εποπτείας από τις δραστηριότητες των ΚΤ χάνουν το μεγαλύτερο μέρος της ισχύος τους, ενώ τα επιχειρήματα υπέρ του συνδυασμού γίνονται ακόμα πιο εμφανή.¹⁸⁷

Στην Ευρωζώνη πλέον, αλλά και γενικά σε ολόκληρη της επικράτεια της ΕΕ, η επικέντρωση σε θέματα με συστημικούς παραμέτρους γίνεται ολοένα και πιο σημαντική. Η αρχιτεκτονική της ΟΝΕ έχει μεταβάλλει σημαντικά τη φύση και την έκταση του συστημικού κινδύνου. Η συγχώνευση των υποδομών για πληρωμές μεγάλης αξίας, η αναδιάρθρωση των μεγάλων τραπεζικών και χρηματοπιστωτικών ομίλων και η αυξανόμενη συμμετοχή τους στις ολοένα και πιο ολοκληρωμένες ευρωπαϊκές αγορές κινητών αξιών έχουν αυξήσει το ενδεχόμενο οι διαταραχές που προέρχονται ή διοχετεύονται από τις κεφαλαιαγορές να επεκταθούν πέρα από τα εθνικά σύνορα προκαλώντας συστημικές κρίσεις (“cross-border externalities”).¹⁸⁸ Στα πλαίσια του ΕΣΚΤ οι εθνΚΤ έχουν τη δυνατότητα να ωφεληθούν από την παραδοσιακή τους επικέντρωση στο συστημικό κίνδυνο και από τη γνώση των εξελίξεων

¹⁸⁴ **Padoa-Schioppa (2003)**, σελ. 164.

¹⁸⁵ **Γκαργκάνας (2001)**, ομιλία με θέμα: «Προληπτική εποπτεία και χρηματοπιστωτική σταθερότητα στη ζώνη του ευρώ», διαθέσιμη στο: www.bankofgreece.gr.

¹⁸⁶ Βλ. Κεφάλαιο 1^ο, υπό 5.1.

¹⁸⁷ **ΕΚΤ (2001)**, «Ο ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών στην προληπτική εποπτεία», σελ. 9.

¹⁸⁸ **Eijffinger (2004)**, σελ. 468 και **Padoa-Schioppa (2002)**, σελ. 32. Υπάρχουν τέσσερις διάυλοι μετάδοσης συστημικών κρίσεων (“transmission mechanisms of systemic risks”): ο διατραπεζικός διάυλος, ο διάυλος των συστημάτων πληρωμών, ο πληροφοριακός διάυλος, και, τέλος, ο ψυχολογικός, ο οποίος συνδέεται στενά με τον πληροφοριακό. Βλ. **Lastra (2011)**, σελ. 201-207.

στις αγορές χρήματος και κινητών αξιών, καθώς και στις υποδομές της αγοράς ως μέλη αυτής.

Αυτή η ιδιότητα των εθνΚΤ τους παρέχει ένα συγκριτικό πλεονέκτημα στην παρακολούθηση των κινδύνων που διατρέχουν τα μεμονωμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και, ιδίως, του συσχετισμού των διαφορετικών μορφών κινδύνου στις οποίες είναι εκτεθειμένα. Η σύνθετη φύση των εθνΚΤ, που αποτελούν τμήμα του ΕΣΚΤ και ταυτόχρονα έναν εθνικό φορέα, μπορεί να αποτελέσει ένα εξαιρετικό πλεονέκτημα στην αντιμετώπιση θεμάτων διασυννοριακής φύσεως ή θεμάτων που αφορούν το σύνολο της Ζώνης του Ευρώ, κατά την άσκηση διαφόρων καθηκόντων του ΕΣΚΤ.¹⁸⁹

Από την άλλη, οι ενιαίοι εθνικοί φορείς εποπτείας εκτός της ΚΤ, που αν και στις περισσότερες περιπτώσεις βρίσκονται σε άμεση θεσμική και λειτουργική συνεργασία με αυτήν, ασκούν εποπτικά καθήκοντα και εμπíπτουν αποκλειστικά στο εθνικό επίπεδο και το σύνηθες χαρακτηριστικό τους είναι οι ισχυρές επίσημες ή ανεπίσημες σχέσεις με το Υπουργείο Οικονομικών. Επίσης, σε περίπτωση που προκύψουν κάποια προβλήματα, οι ενιαίοι εθνικοί φορείς εποπτείας δίνουν σχετικά μικρότερη βαρύτητα στις διασυννοριακές επιδράσεις και ευνοούν το συντονισμό μόνο με την εθνική κυβέρνηση.¹⁹⁰

Οι εθνΚΤ, οι οποίες ως μέλη του ΕΣΚΤ, έχουν αναλάβει καθήκοντα και στο ευρύτερο επίπεδο της ΕΕ και για αυτό είναι πιθανό να συνδυάσουν τον απαραίτητο συντονισμό με τις εθνικές αρχές μέσω του δικτύου επαφών εντός του Ευρωσυστήματος, παρέχοντας έτσι πιο συντονισμένες λύσεις σε συστημικές διαταραχές.

Όσον αφορά τα επιχειρήματα που υποστηρίζουν ότι η ανάθεση εποπτικών αρμοδιοτήτων στην ΚΤ προκαλεί σύγκρουση συμφερόντων αλλά και συγκέντρωση υπερβολικών εξουσιών, αυτά δεν αποτελούν πραγματική ανησυχία όταν η ανάλυση επικεντρώνεται σε ένα πλαίσιο όπως αυτό της Ευρωζώνης.¹⁹¹ Ο λόγος είναι ότι η εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος από μόνη της επέφερε έναν θεσμικό διαχωρισμό ανάμεσα στη νομισματική δικαιοδοσία και την εποπτική δικαιοδοσία, καθώς η πρώτη ασκείται σε υπερεθνικό επίπεδο από την ΕΚΤ ενώ η δεύτερη ασκείται σε εθνικό επίπεδο. Το γεγονός ότι η άσκηση της νομισματικής πολιτικής για το σύνολο της Ζώνης του Ευρώ έχει παραχωρηθεί στην ΕΚΤ¹⁹² σημαίνει ότι οι εθνΚΤ δεν έχουν πλέον τον απόλυτο έλεγχο στη δημιουργία χρήματος. Ο διαχωρισμός των εν λόγω αρμοδιοτήτων ανάμεσα στην ΕΚΤ και τις εθνΚΤ σημαίνει πως η εκτεταμένη συμμετοχή των τελευταίων στην προληπτική εποπτεία δεν θα προκαλούσε σοβαρή σύγκρουση με τη λειτουργία της νομισματικής πολιτικής, από τη στιγμή που τα αρμόδια όργανα λήψης αποφάσεων για τις δύο λειτουργίες δεν συμπίπτουν πλέον.

Για τους ίδιους λόγους που αναλύθηκαν παραπάνω καθίσταται σχεδόν αβάσιμη η ανησυχία σχετικά με την υπερβολική συγκέντρωση εξουσιών, από τη στιγμή που οι αποφάσεις για τη

¹⁸⁹ **Padoa-Schioppa (2003)**, σελ. 164. Η ιδιότυπη θεσμική θέση των εθνΚΤ συνίσταται στο γεγονός ότι ενώ παραμένουν ανεξάρτητοι εθνικού φορείς, αποτελούν ταυτόχρονα και αναπόσπαστο μέρος του ΕΣΚΤ. Έτσι, οι εθνΚΤ διαθέτουν τριπλή υπόσταση, αφού λειτουργούν: (α) ως αναπόσπαστα μέρη του ΕΣΚΤ, (β) ως μέλη του ανώτατου οργάνου λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ, του Δ.Σ., μέσω συμμετοχής των διοικητών τους, και (γ) ως εθνικά όργανα που ανήκουν στην εθνική έννομη τάξη, σε σχέση με στόχους που δεν εντάσσονται στα πλαίσια του ΕΣΚΤ. Βλ. **Αγραπίδη-Γκόρτσου (2006)**, σελ. 39-40.

¹⁹⁰ **EKT (2001)**, «Ο ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών στην προληπτική εποπτεία», σελ. 9.

¹⁹¹ **Hertig-Lee-McCahery (2009)**, σελ. 43.

¹⁹² Όπως έχει ήδη επισημανθεί, τη νομική βάση για την παραχώρηση του εκδοτικού προνομίου στην ΕΚΤ αποτελούν τα άρθρα 128, παρ.1 της ΣΛΕΕ και το άρθρο 16 του Καταστατικού, σύμφωνα με τα οποία η ΕΚΤ έχει το αποκλειστικό δικαίωμα να επιτρέπει την έκδοση τραπεζογραμματίων μέσα στην Ένωση.

χάραξη της νομισματικής πολιτικής βρίσκονται εκτός του αποκλειστικού ελέγχου των εθνΚΤ και αποτελούν βασική αρμοδιότητα της ΕΚΤ.

Επίσης, σύμφωνα με ορισμένα επιχειρήματα, η ιδιότυπη θεσμική θέση που φαίνεται να έχουν οι εθνΚΤ ως ανεξάρτητοι φορείς αλλά και ως μέλη του ΕΣΚΤ είναι δυνατόν να δημιουργεί επιπρόσθετα εμπόδια στο δημοκρατικό τους έλεγχο από τους εθνικούς φορείς. Ωστόσο, το συγκεκριμένο επιχείρημα δεν έχει βάσιμους λόγους που να εμποδίζει τις εθνΚΤ να ασκούν προληπτική εποπτεία, καθώς αυτές δεν εμποδίζονται από κανέναν στο να λογοδοτούν πλήρως και με διαφάνεια στις αρμόδιες εθνικές αρχές, με πιο σημαντική διαδικασία αυτή της λογοδοσίας στο δημοκρατικά εκλεγμένο από τον λαό όργανο, το Κοινοβούλιο.¹⁹³

Τα επιχειρήματα σχετικά με τη τάση δημιουργίας χρηματοπιστωτικών ομίλων που προβάλλει την εκχώρηση εκτεταμένων εποπτικών εξουσιών σε ενιαίο φορέα εκτός της ΚΤ θα πρέπει σίγουρα να επαναδιατυπωθούν στα πλαίσια του σύγχρονου και ενιαίου ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού χώρου. Η ολοένα αυξανόμενη τάση για τη δημιουργία χρηματοπιστωτικών ομίλων και η δημιουργία διατομεακού ανταγωνισμού αποτελεί αναμφίβολα ένα ισχυρό επιχείρημα για τη δημιουργία ενός ενιαίου εποπτικού φορέα. Ωστόσο, με μια ορθή αντιμετώπιση του θέματος και πάντα υπό τη σκοπιά του Ευρωσυστήματος, ακόμα και το σημείο αυτό θα μπορούσε να υποδείξει την ανάγκη ουσιαστικής συμμετοχής των εθνΚΤ στην προληπτική εποπτεία.¹⁹⁴

Κατ' αρχήν, η τάση δημιουργίας χρηματοπιστωτικών ομίλων καθιστά πιο δύσκολη την παρακολούθηση μεγάλων και σύνθετων πολυεθνικών επιχειρήσεων. Η δυσκολία αυτή παρακολούθησης δημιουργεί άμεσα μια σοβαρή ανησυχία στον τομέα των αρμοδιοτήτων των εθνΚΤ, από τη στιγμή που οι μεγάλοι και σύνθετοι χρηματοπιστωτικοί όμιλοι έχουν αυξημένες πιθανότητες να προκαλέσουν διαταραχές συστημικής φύσεως. Στην περίπτωση που την προληπτική εποπτεία των εν λόγω ομίλων δεν την ασκούσε η εθνΚΤ αλλά ένας ανεξάρτητος εποπτικός φορέας, ο τελευταίος, κατά πάσα πιθανότητα, δεν θα ήταν σε θέση να αξιολογεί γρήγορα και με αποτελεσματικό τρόπο το ενδεχόμενο μιας συστημικής κρίσης. Επειδή ένας ανεξάρτητος εποπτικός φορέας έχει ως κύριο αντικείμενο την μικρο-προληπτική εποπτεία, δεν θα είναι σε θέση να εκτιμήσει τις συνέπειες που εκδηλώνονται σε μακροοικονομικό επίπεδο, κυρίως μέσω συστημάτων πληρωμών και διακανονισμού.¹⁹⁵

Όταν λοιπόν η προσοχή εστιάζεται σωστά στις ανησυχίες συστημικού χαρακτήρα, είναι ξεκάθαρο ότι η θεώρηση από την οπτική γωνία την Ζώνης του Ευρώ αποκτά όλο και μεγαλύτερη σημασία, από τη στιγμή που η συμπεριφορά μεγάλων και σύνθετων χρηματοπιστωτικών ομίλων ενδέχεται να επηρεάσει τις χρηματαγορές και τις κεφαλαιαγορές, όπως και τα συστήματα πληρωμών και διακανονισμού πολύ πέρα από τα εθνικά σύνορα. Έτσι, σύμφωνα με τα παραπάνω επιχειρήματα, καθίσταται επιτακτική η συμμετοχή, και μάλιστα έντονη, των εθνΚΤ στην προληπτική εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ομίλων.¹⁹⁶

Επίσης, η σύγχυση που δημιουργείται σχετικά με τα όρια μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων δημιουργεί αμφιβολίες αναφορικά με το αν μπορούν να εξασφαλιστούν «ίσοι όροι ανταγωνισμού» μεταξύ των τριών κλάδων του χρηματοπιστωτικού τομέα. Ωστόσο, η ανησυχία αυτή δεν φαίνεται πια να έχει τόσο μεγάλη σημασία στις συζητήσεις περί προληπτικής εποπτείας από τη στιγμή που οι προτάσεις που έχουν δημοσιευθεί από την

¹⁹³ Padoa-Schioppa (2003), σελ. 168.

¹⁹⁴ ΕΚΤ (2001), «Ο ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών στην προληπτική εποπτεία», σελ. 10.

¹⁹⁵ Padoa-Schioppa (2003), σελ. 170.

¹⁹⁶ ΕΚΤ (2001), «Ο ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών στην προληπτική εποπτεία», σελ. 10.

Επιτροπή Τραπεζικής Εποπτείας της Βασιλείας δημιουργούν ένα καθεστώς το οποίο είναι σαφώς πιο ευαίσθητο στους κινδύνους που διατρέχουν τα επιμέρους χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Η εφαρμογή της αρχής, σύμφωνα με την οποία τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δεν θα πρέπει να υπόκεινται στις ίδιες εποπτικές υποχρεώσεις εάν οι δραστηριότητές τους τα εκθέτουν σε διαφορετικό πλαίσιο κινδύνου θα μπορέσει να αμβλύνει σημαντικά τις ανησυχίες σχετικά με τη διασφάλιση «ίσων όρων ανταγωνισμού».¹⁹⁷

Η τάση δημιουργίας χρηματοπιστωτικών ομίλων θέτει επίσης το ζήτημα της διασφάλισης παρόμοιας προστασίας σε επενδυτές που λαμβάνουν ισοδύναμες υπηρεσίες από διαφορετικούς τύπους χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ή από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα των οποίων ο σύνθετος χαρακτήρας θα μπορούσε να δημιουργήσει περιθώρια για σύγκρουση συμφερόντων. Αυτές οι επιπτώσεις προσεγγίζουν σίγουρα λιγότερο τις παραδοσιακές δραστηριότητες των ΚΤ. Η θεώρηση από τη σκοπιά της Ζώνης του Ευρώ έχει επίσης πολύ λιγότερη σημασία από αυτήν την άποψη, εφόσον το πλαίσιο της ΕΕ αναγνωρίζει ότι αυτές οι ανησυχίες εξακολουθούν να έχουν πολύ μεγαλύτερη σημασία για τη «χώρα υποδοχής», τουλάχιστον όσον αφορά τους μικροεπενδυτές.

Εφόσον κρίνεται αναγκαίο, μπορούν να βρεθούν οι θεσμικές λύσεις που να αναθέτουν σε ανεξάρτητους εποπτικούς φορείς την αρμοδιότητα για την προστασία των επενδυτών, αναγνωρίζοντας ταυτόχρονα ένα σημαντικό ρόλο των εθνΚΤ στην προληπτική εποπτεία. Σε χώρες όπου τα όρια ανάμεσα στη μικρο-προληπτική εποπτεία και την προστασία των επενδυτών/καταναλωτών είναι πιο συγκεχυμένα, η εθνΚΤ μπορεί να λάβει εντολή για επιδίωξη παρόμοιων στόχων.¹⁹⁸

Από τα παραπάνω επιχειρήματα που αναλύθηκαν προκύπτει ότι στα πλαίσια της Ζώνης του Ευρώ η εκχώρηση εκτεταμένων εποπτικών αρμοδιοτήτων τόσο σε μακροοικονομικό όσο και σε μικροοικονομικό επίπεδο στις εθνΚΤ θα έχει ευεργετικά αποτελέσματα. Το γεγονός αυτό θα επέτρεπε την αξιοποίηση των δικτύων επαφών των εποπτικών αρχών εκτός της Ζώνης του Ευρώ, με βελτιωμένη παρακολούθηση των κινδύνων διατάραξης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στη ζώνη του ενιαίου νομίσματος και στενότερο συντονισμό με τις λειτουργίες των ΚΤ που ασκούνται σε επίπεδο Ευρωσυστήματος.¹⁹⁹

Η συμμετοχή των εθνΚΤ στην προληπτική εποπτεία θα μπορούσε σίγουρα να επεκταθεί και εκτός του τραπεζικού τομέα. Ο λόγος είναι, όπως εξάλλου αποδείχθηκε κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης, ότι οι συστημικές φύσεως ανησυχίες συνδέονται όλο και περισσότερο με την παρουσία μεγάλων χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων που καλύπτουν πολλούς τομείς δραστηριοτήτων. Φυσικά, όταν γίνεται λόγος για εθνικό θεσμικό πλαίσιο εποπτείας, ορισμένα από τα επιχειρήματα που συνηγορούν υπέρ του διαχωρισμού εποπτικών αρμοδιοτήτων εξακολουθούν να έχουν κάποια σημασία. Με βάση αυτά τα επιχειρήματα, η εναλλακτική λύση θα ήταν η εκχώρηση αρμοδιοτήτων εκτός των εθνΚΤ, σε ανεξάρτητους φορείς, υπό την προϋπόθεση, όμως, ότι οι πρώτες θα έχουν σε συνεχή βάση ευρεία λειτουργική συμμετοχή στην προληπτική εποπτεία. Σε αυτή την περίπτωση, θα ήταν σκόπιμο να συνδέονται οι εθνΚΤ με αυτούς τους φορείς μέσω κοινών οργάνων λήψης αποφάσεων, συγχώνευσης ανθρώπινου δυναμικού καθώς και τη δημιουργία αποτελεσματικών ρυθμίσεων συνεργασίας και ανταλλαγής πληροφοριών.²⁰⁰

¹⁹⁷ **Ibid**, σελ. 10-11.

¹⁹⁸ **Ibid**.

¹⁹⁹ **Γκαργκάνας (2001)**, ομιλία με θέμα: «Προληπτική εποπτεία και χρηματοπιστωτική σταθερότητα στη ζώνη του ευρώ», 21/05/2001, διαθέσιμη στο: www.bankofgreece.gr.

²⁰⁰ **ΕΚΤ (2001)**, «Ο ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών στην προληπτική εποπτεία», σελ. 10-11.

Ακόμα και σε περιπτώσεις των χωρών όπου έχει εφαρμοστεί ο διαχωρισμός της εποπτείας από τις δραστηριότητες των ΚΤ και η μεταφορά της σε άλλες ανεξάρτητες εποπτικές αρχές, που άρχισε από τις σκανδιναβικές χώρες (π.χ. Σουηδία) και επεκτάθηκε στο Ηνωμένο Βασίλειο και το Λουξεμβούργο, αναγνωρίζεται ότι η ΚΤ έχει το κάθε συμφέρον να συνεχίζει να μελετά τις εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα και να επαγρυπνεί για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και να συνεργάζεται στενά με το Υπουργείο των Οικονομικών και τις ανεξάρτητες εποπτικές αρχές.

Αυτή είναι και η θέση της G-30 (“Group of Thirty”) όπου στην έκθεσή της με τίτλο «Χρηματοπιστωτική Μεταρρύθμιση: Ένα Πλαίσιο για την Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα» (“Financial Reform: A Framework for Financial Stability”) τονίζεται ότι η εμπειρία της χρηματοπιστωτικής κρίσης ανέδειξε τον καθοριστικό ρόλο που πρέπει να διαδραματίζουν οι ΚΤ όσον αφορά την προώθηση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Μάλιστα, σύμφωνα με την ίδια Έκθεση, στις χώρες εκείνες όπου η προληπτική εποπτεία δεν είναι η άμεση αρμοδιότητα των ΚΤ, οι τελευταίες, σε κάθε περίπτωση, θα πρέπει:²⁰¹

- να έχουν ενεργή συμμετοχή και μεγάλη επιρροή στις ανεξάρτητες διοικητικές αρχές επιφορτισμένες με τη προληπτική εποπτεία,
- να παρέχουν τη γνώμη τους για κάθε προτεινόμενη αλλαγή στον τομέα της προληπτικής εποπτείας και, ειδικά, σε θέματα της κεφαλαιακής επάρκειας, της διαχείρισης της ρευστότητας από τα ΠΙ αλλά και όσον αφορά τις συγχωνεύσεις και εξαγορές που λαμβάνουν χώρα εντός του χρηματοπιστωτικού συστήματος,
- να έχουν εποπτικές αρμοδιότητες σε σχέση με τα μεγάλα, συστημικά σημαντικά, ΠΙ.²⁰²

4.1 Η δυνατότητα αναγωγής της ΕΚΤ σε ενιαία εποπτική αρχή του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος

Η δυνατότητα αναγωγής της ΕΚΤ σε ενιαία ευρωπαϊκή εποπτική αρχή του χρηματοπιστωτικού συστήματος (“centralization”) έχει ως νομική βάση το άρθρο 127, παρ.6 της ΣΛΕΕ (“sleeping beauty article”) η οποία επαναλαμβάνεται στο άρθρο 25.2 του Καταστατικού.²⁰³

Ωστόσο, για την αναγωγή της ΕΚΤ σε υπερεθνική εποπτική αρχή στην Ένωση και την ανάθεση σε αυτήν ειδικών καθηκόντων σχετικά με την προληπτική εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων δεν αρκεί μια απλή απόφαση του Συμβουλίου Ecofin. Σύμφωνα με την διάταξη της παρ.6 του άρθρου 127 της ΣΛΕΕ, η προϋπόθεση για την ανάθεση «ειδικών καθηκόντων» (“specific tasks”) στην ΕΚΤ σχετικά με την προληπτική

²⁰¹ **G-30 (2009)**, σελ. 35-37.

²⁰² Η Επιτροπή της Βασιλείας έχει επεξεργαστεί μια μεθοδολογία αξιολόγησης της συστημικής σημαντικότητας των ΠΙ η οποία βασίζεται σε ποσοτικούς δείκτες (“quantitative indicators”) για πέντε κατηγορίες παραμέτρων: (α) διεθνής δραστηριότητα (“global activity”), (β) μέγεθος (“size”), (γ) διασυνδεσιμότητα (“interconnectedness”), (δ) δυνατότητα υποκατάστασης (“substitutability”), και (ε) βαθμός πολυπλοκότητας (“complexity”). Βλ. **FSB (2011)**, σελ. 2. Βλ. και **Nier (2009)**, σελ. 34-37.

²⁰³ Σύμφωνα με το εν λόγω άρθρο, «το Συμβούλιο, αποφασίζοντας ομοφώνως, μέσω κανονισμών σύμφωνα με ειδική νομοθετική διαδικασία και μετά από διαβούλευση με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και την ΕΚΤ, μπορεί να αναθέσει στην ΕΚΤ ειδικά καθήκοντα σχετικά με τις πολιτικές που αφορούν την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, εξαιρέσει των ασφαλιστικών επιχειρήσεων». Η εφαρμογή των εν λόγω διατάξεων γίνεται σε όλα τα κράτη μέλη, περιλαμβανομένου και του Ηνωμένου Βασιλείου.

εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων είναι η έκδοση Κανονισμού από το Συμβούλιο σύμφωνα με την ειδική νομοθετική διαδικασία του άρθρου 289, παρ.2 της ΣΛΕΕ, βάσει ομόφωνης απόφασης, και μετά από διαβούλευση με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και την ΕΚΤ.²⁰⁴ Έτσι, καθιερώνεται η δυνατότητα αναγωγής της ΕΚΤ στο μέλλον σε μια ενιαία ευρωπαϊκή εποπτική αρχή, αντίστοιχα με τη λειτουργία της ως ενιαίας νομισματικής αρχής στην Ευρωζώνη.

Υποστηρίζεται πως, εφόσον λάβει χώρα η αναγωγή της ΕΚΤ σε υπερεθνική εποπτική αρχή, τα ειδικά καθήκοντα θα περιλαμβάνουν την εξουσία της ΕΚΤ να χορηγεί άδειες λειτουργίας στους φορείς παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, την εξουσία άσκησης της προληπτικής εποπτείας στους εν λόγω φορείς και την εξουσία ελέγχου τους προς τις διατάξεις του κανονιστικού πλαισίου αλλά και την επιβολή κυρώσεων σε περιπτώσεις παραβιάσεων.²⁰⁵ Η ενεργοποίηση του άρθρου 127, παρ.6 της ΣΛΕΕ θα συνεπάγεται την ουσιαστική μεταφορά της εποπτείας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που είναι εγκατεστημένα και δραστηριοποιούνται στα κράτη μέλη από εθνικό σε υπερεθνικό επίπεδο, κάτι που θα άλλαζε ριζικά το υφιστάμενο κανονιστικό πλαίσιο προληπτικής εποπτείας στην ΕΕ.²⁰⁶

Η διαδικασία λήψης της σχετικής απόφασης υποδηλώνει ότι, προκειμένου να διευρυνθεί ο ρόλος της ΕΚΤ στον τομέα της προληπτικής εποπτείας των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, απαιτείται επίτευξη ευρείας συναίνεσης μεταξύ των ευρωπαϊκών οργάνων. Ουσιαστικά, πρόκειται για πολιτική απόφαση,²⁰⁷ την πρωτοβουλία της οποίας, όπως υποστηρίζεται, θα έχει η Γερμανία λόγω της πολιτικής και οικονομικής επιρροής που αυτή έχει στην αρχιτεκτονική και στη λειτουργία της ΟΝΕ.²⁰⁸

Επίσης, από τη διατύπωση της διάταξης του άρθρου 127, παρ.6 της ΣΛΕΕ προκύπτει ότι το κάθε κράτος μέλος μπορεί να ψηφίσει κατά μιας τέτοιας διεύρυνσης του ρόλου της ΕΚΤ, καθώς η σχετική απόφαση λαμβάνεται από το Συμβούλιο *ομοφώνως*. Τέλος, αν ενεργοποιηθεί το άρθρο 127, παρ.6, τότε οι εθνΚΤ, τουλάχιστον αυτές που είναι αρμόδιες για την προληπτική εποπτεία, θα χάσουν και την τελευταία αρμοδιότητα που διαθέτουν, πάντα σε σχέση με αυτές που ασκούσαν σε εθνικό επίπεδο πριν την έναρξη του τρίτου σταδίου της ΟΝΕ.²⁰⁹

Υποστηρίζεται, ότι παρ' όλο που η επίτευξη μιας ομόφωνης απόφασης από το Συμβούλιο Ecofin καθιστά το ενδεχόμενο ενεργοποίησης της εν λόγω διάταξης εξαιρετικά δύσκολη, θεωρείται όμως ότι η λύση αυτή είναι ευκολότερα και ταχύτερα υλοποιήσιμη σε σχέση με τη δημιουργία μιας υπερεθνικής εποπτικής αρχής εκτός της ΕΚΤ, κάτι που θα απαιτούσε την τροποποίηση της Συνθήκης.²¹⁰

²⁰⁴Επισημαίνεται, ότι με τη ΣΛΕΕ δεν επήλθε καμία ουσιαστική τροποποίηση του άρθρου 127, παρ.6, αλλά απλώς η τροποποίηση της διαδικασίας λήψης της σχετικής απόφασης, καθώς στη ΣΕΚ (άρθρο 105 παρ.6) προβλεπόταν ότι η κρίσιμη απόφαση για την ανάθεση ειδικών καθηκόντων στην ΕΚΤ σχετικά με την προληπτική εποπτεία των ΠΙ εναπόκειται στο Συμβούλιο, το οποίο αποφασίζει ομόφωνα προτάσει της Επιτροπής, μετά από διαβούλευση με την ΕΚΤ και αφού λάβει τη σύμφωνη γνώμη του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου.

²⁰⁵Γκόρτσος (2011), σελ. 142.

²⁰⁶Smits (1997), σελ. 358-359. Βλ. και Lanoo (2012b), σελ. 2-3.

²⁰⁷Marauhn-Weiss (2006), σελ. 220.

²⁰⁸Shoenmaker (2003), σελ. 48. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρει ο Anglietta (1999), σελ. 27, «...όλα στη Ευρώπη (και κυρίως στην Ευρωζώνη) είναι οικοδομημένα με βάση το γερμανικό μοντέλο διακυβέρνησης» («...everything in Europe has been made on the German model”).

²⁰⁹Αγραπίδη-Γκόρτσου (2006), σελ. 335.

²¹⁰Αυγερινός (2009), σελ. 35.

Πάντως, εφόσον ενεργοποιηθεί η διάταξη του άρθρου 127, παρ.6 της ΣΛΕΕ, η ΕΚΤ μπορεί να αναχθεί σε υπερεθνική εποπτική αρχή αναφορικά με την προληπτική εποπτεία όχι μόνον των ΠΙ, αλλά και άλλων χρηματοδοτικών ιδρυμάτων²¹¹ που έχουν καταστατική έδρα και κεντρική διοίκηση στην Ένωση, με εξαίρεση τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις. Επομένως, ακόμα και σε περίπτωση που ενεργοποιηθεί η εν λόγω διάταξη, η ΕΚΤ δεν θα είναι υπερεθνική εποπτική αρχή του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος σύμφωνα με την προσέγγιση της πλήρους ενοποίησης των εποπτικών αρχών (“integrated approach”), εκτός και αν τροποποιηθεί η διάταξη της παρ.6 του άρθρου 127 της ΣΛΕΕ. Κατά συνέπεια, η ΕΚΤ δεν θα μπορεί να είναι εποπτική αρχή για ορισμένους από τους πανευρωπαϊκά «συστημικά σημαντικούς» ΟΕΧΔ, στη σύνθεση των οποίων περιλαμβάνονται ασφαλιστικές επιχειρήσεις.

Θα πρέπει στο σημείο αυτό να επισημανθεί, ότι εφόσον η ΕΚΤ αναχθεί σε υπερεθνική εποπτική αρχή, υπάρχουσες δύο απόψεις/θέσεις σχετικά με το ποίο όργανο της ΕΚΤ θα αναλάβει να εκπληρώσει τα «ειδικά καθήκοντα».

Κατά τη *πρώτη* άποψη, η οποία επικαλούμενη το γεγονός ότι το θέμα της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας αφορά ολόκληρη την ΕΕ και όχι μόνο την Ευρωζώνη, υποστηρίζει πως το όργανο που θα πρέπει να αναλάβει την αρμοδιότητα της εποπτικής λειτουργίας επιβάλλεται να είναι το Γενικό Συμβούλιο λόγω του ότι σε αυτό εκπροσωπούνται και οι 27 ΚΤ-μέρη του ΕΣΚΤ.²¹²

Σύμφωνα με τη *δεύτερη* άποψη, αρμόδια για την προληπτική εποπτεία θα πρέπει να είναι τα δύο μόνιμα όργανα λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ, δηλαδή το Δ.Σ. και η Εκτελεστική Επιτροπή. Το επιχείρημα αυτό επικαλείται το άρθρα 44.3 και το άρθρο 46 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ τα οποία στην ουσία απαγορεύουν στο Γενικό Συμβούλιο να αναλάβει τη συγκεκριμένη αρμοδιότητα της προληπτικής εποπτείας.²¹³

Στην πράξη όμως, όπως υποστηρίζεται, το ισχυρότερο επιχείρημα για την ανάθεση εποπτικών αρμοδιοτήτων στην ΕΚΤ απορρέει από την ανάγκη ελέγχου των πιστωτικών ανοιγμάτων που θα μπορούσε να αναλάβει η ΕΚΤ ως ΔΥΠ. Συνεπώς, η δυνατότητα και η πιθανότητα αναγωγής της ΕΚΤ σε ενιαία εποπτική αρχή συνδέεται άμεσα με την υπαρκτή ανάγκη να δρα αυτή ως ΔΥΠ των ΠΙ, και κυρίως αυτών που δραστηριοποιούνται σε πανευρωπαϊκό επίπεδο, προκειμένου να διασφαλιστεί αποτελεσματικά η σταθερότητα του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος, στην οποία έχει την αρμοδιότητα να συμβάλει βάσει του άρθρου 127, παρ. 5 της ΣΛΕΕ.²¹⁴

Η εμπειρία της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης φανέρωσε ότι η Ευρώπη χρειάζεται ένα σύστημα εποπτείας και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, που θα έχει ως πρωταρχικό στόχο την πρόβλεψη, την αποφυγή, τη διαχείριση και την επίλυση των συστημικών κρίσεων. Μια εθνική εποπτική αρχή, ανεξαρτήτως του μεγέθους του κράτους στο οποίο βρίσκεται, δεν θα είναι πάντα σε θέση να προλάβει την κρίση και να διασώσει έναν ΟΕΧΔ που δραστηριοποιείται σε πανευρωπαϊκό επίπεδο. Η πανευρωπαϊκή αυτή «εποπτική ομπρέλα» υπό την αιγίδα της ΕΚΤ θα μπορούσε να προστατεύει τους σημαντικούς και μεγάλους χρηματοπιστωτικούς ομίλους, αποτρέποντας κρίσεις συστημικού χαρακτήρα. Για

²¹¹Επισημαίνεται, ότι η βασική διαφορά μεταξύ πιστωτικών και χρηματοδοτικών ιδρυμάτων είναι ότι σε αντίθεση με τα πιστωτικά, τα χρηματοδοτικά ιδρύματα δεν δέχονται καταθέσεις.

²¹²Hertig- Lee-McCahery (2009), σελ. 29-30.

²¹³Smits (1997), σελ. 359-360.

²¹⁴Kremers-Schoenmaker-Wierts (2003), σελ. 11 και Hertig-Lee-McCahery (2009), σελ. 21-22. Βλ. και Αγραπίδη-Γκόρτσου (2006), σελ. 338.

τον λόγω αυτό η ΕΚΤ δεν μπορεί πια να λειτουργεί ως τεχνοκρατικός οργανισμός, απαθής μπροστά στα μεγάλα προβλήματα που ανέδειξε η κρίση.²¹⁵

5. Η ΕΚΤ ως Δανειστής Ύστατης Προσφυγής

Η εξουσία της ΕΚΤ να λειτουργεί ως ΔΥΠ είναι δυνατόν να θεμελιωθεί μόνο ερμηνευτικά, καθώς σε κανένα κράτος (εντός ή εκτός της ΕΕ) δεν υπάρχει ρητή νομοθετική διάταξη που να δίνει σε ΚΤ αυτή την αρμοδιότητα. Η απουσία συγκεκριμένης ρύθμισης αναφορικά με το ρόλο της ΕΚΤ να δρα ως ΔΥΠ θεωρείται δικαιολογημένη με βάση τη θεώρηση που ισχύει παραδοσιακά για τις ΚΤ να μην αναφέρεται η ιδιότητά τους ως ΔΥΠ.²¹⁶ Ο λόγος συνιστάτε στο γεγονός ότι η ύπαρξη τέτοιας ρύθμισης θα έθετε από μόνη της σε μεγαλύτερο κίνδυνο τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος λόγω της μεγαλύτερης έκθεσης των ΠΙ σε «ηθικό κίνδυνο», κάτι που θα δημιουργούσε αυξημένες πιθανότητες αφερεγγυότητας του ΠΙ.

Σήμερα, στο υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο της ΕΕ ισχύει η λεγόμενη «εποικοδομητική ασάφεια» (“constructive ambiguity”) σχετικά με τις προϋποθέσεις που πρέπει να συντρέχουν για να υπάρξει η παρέμβαση της ΚΤ με την ιδιότητα του ΔΥΠ,²¹⁷ λαμβάνοντας πάντα υπ’ όψη ότι στην ΕΕ συνυπάρχουν η ΕΚΤ και οι εθνΚΤ στα πλαίσια λειτουργίας του ΕΣΚΤ. Όλο αυτό το πλαίσιο είναι λογικό να δημιουργεί αμφιβολίες σχετικά με το ποια ΚΤ μπορεί και πρέπει να λειτουργήσει ως ΔΥΠ σε περίπτωση που ένα φερέγγυο ΠΙ, το οποίο, βέβαια, λειτουργεί στα πλαίσια της Ζώνης του Ευρώ, αντιμετωπίζει πρόβλημα ρευστότητας. Το δίλημμα που προκύπτει στη συγκεκριμένη περίπτωση είναι αν η ΕΚΤ ή η εθνΚΤ του κράτους μέλους όπου είναι εγκαταστημένη η καταστατική έδρα του ΠΙ και η κεντρική του διοίκηση θα πρέπει να αναλάβει τον ρόλο του ΔΥΠ.

Σχετικά λοιπόν με το παραπάνω δίλημμα για το εάν η ΕΚΤ ή οι εθνΚΤ είναι αυτές που ασκούν το ρόλο του ΔΥΠ σε περίπτωση που ένα φερέγγυο ΠΙ αντιμετωπίζει πρόβλημα ρευστότητας, θα πρέπει να γίνουν τρεις επισημάνσεις.

Πρώτον, θεωρείται δεδομένο ότι στα κράτη μέλη που δεν συμμετέχουν στη Ζώνη του Ευρώ, δηλαδή αυτά για τα οποία ισχύει η παρέκκλιση, η εξουσία του ΔΥΠ συνεχίζει να παραμένει στις εθνΚΤ. Έτσι, η ΕΚΤ έχει τη δυνατότητα να λειτουργήσει ως ΔΥΠ μόνο για την Ευρωζώνη, παρά το γεγονός ότι το ζήτημα της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας αφορά ολόκληρη την ΕΕ.

Δεύτερον, σε περίπτωση μιας γενικευμένης κρίσης στην Ευρωζώνη, η οποία θα μπορούσε να επηρεάσει τη ρευστότητα ολόκληρου του τραπεζικού και εν γένει χρηματοπιστωτικού συστήματος, η παρέμβαση της ΕΚΤ ως ΔΥΠ πρέπει να θεωρείται δεδομένη, κάτι που αποδείχθηκε κατά τη διάρκεια της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης.²¹⁸ Ο λόγος της παρέμβασης της ΕΚΤ έγκειται στο γεγονός ότι αυτή είναι ίσως το μοναδικό όργανο που μπορεί να διασφαλίσει, στο σύνολό της, τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος της Ζώνης του Ευρώ.²¹⁹

Τρίτον σε περίπτωση που υπάρχει κρίση ρευστότητας σε μεμονωμένα ΠΙ της Ζώνης του Ευρώ, έχουν αναπτυχθεί δύο διαφορετικές προσεγγίσεις σχετικά με το ποιός θα πρέπει να

²¹⁵ **Αυγερινός (2009)**, σελ. 34-35. Ένθερμος υποστηρικτής αυτής της άποψης είναι και ο **Lanoo (2012a)**, σελ.1-3.

²¹⁶ **Smits (1997)**, σελ. 270. Βλ. και **Dominguez (2006)**, σελ. 71.

²¹⁷ **Padoa-Schioppa (1999)**, σελ. 297-307. Βλ. και **Schüler (2003)**, σελ. 16-17.

²¹⁸ Βλ. Κεφάλαιο 4^ο, υπό 3.

²¹⁹ Βλ. **Schoenmaker (2000)**, σελ. 4-5.

αναλάβει τον ρόλο του ΔΥΠ.²²⁰ Η πρώτη, η *προσέγγιση της αποκεντρωμένης άσκησης της εξουσίας* (“decentralized school”) δίνει αυτή την εξουσία στις εθνΚΤ των κρατών μελών της Ευρωζώνης. Η δεύτερη, η *προσέγγιση της άσκησης της εξουσίας από την ΕΚΤ* (“centralized school”) δίνει αυτή την αρμοδιότητα στην ΕΚΤ.

5.1 Η προσέγγιση της αποκεντρωμένης άσκησης της εξουσίας

Η εν λόγω προσέγγιση υποστηρίζει ότι η εξουσία του ΔΥΠ των ΠΙ της Ζώνης του Ευρώ ανήκει στις εθνΚΤ των κρατών μελών της και βασίζεται στη διάταξη του άρθρου 14.4 του Καταστατικού.²²¹ Η προσέγγιση αυτή, η οποία παραμένει ισχυρή για όσο διάστημα ισχύει η αποκεντρωμένη διαχείριση των πολιτικών που αφορούν τη διασφάλιση της σταθερότητας του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος, βασίζεται σε τρία επιχειρήματα.²²²

Το *πρώτο* επιχείρημα, επικαλούμενο την αρχή της επικουρικότητας που διέπει το ευρωπαϊκό δίκαιο, υποστηρίζει ότι η ΕΚΤ δεν έχει την εξουσία να παρέμβει ως ΔΥΠ στη Ζώνη του Ευρώ καθώς υπάρχει έλλειψη ρητής διάταξης τόσο στη ΣΛΕΕ όσο και στο Καταστατικό.

Το *δεύτερο* επιχείρημα της αποκεντρωμένης προσέγγισης αμφισβητεί τη δυνατότητα άσκησης της εξουσίας της ΕΚΤ να λειτουργεί ως ΔΥΠ και στηρίζεται στην υπόθεση ότι σε περιόδους κρίσης οι λειτουργίες της προληπτικής τραπεζικής εποπτείας και του ΔΥΠ είναι στενά συνδεδεμένες (“intrinsically linked”). Σύμφωνα λοιπόν με το παραπάνω σκεπτικό σε παροχή ρευστότητας πρέπει να προχωράει η εθνΚΤ του κράτους μέλους όπου βρίσκεται το ΠΙ, καθώς αυτή είναι σε θέση να αξιολογεί καλύτερα από τον καθένα αν το συγκεκριμένο ΠΙ έχει εκτεθεί προσωρινά στον κίνδυνο ρευστότητας (λόγω παρατεταμένης ύφεσης) ή αν, γενικά, αντιμετωπίζει προβλήματα φερεγγυότητας. Έχοντας αυτή τη πληροφορία η εθνΚΤ μπορεί να αποφασίσει αν θα προβεί σε χορήγηση ρευστότητας ή όχι.

Το επιχείρημα αυτό υποστηρίζει επίσης ότι, επειδή η αρχιτεκτονική της υφιστάμενης προληπτικής εποπτείας στην Ευρωζώνη (αλλά και σε ολόκληρη την ΕΕ) ασκείται σε αποκεντρωμένη βάση από τις αρμόδιες εθνικές αρχές, είτε αυτές είναι οι ΚΤ των κρατών μελών είτε ανεξάρτητες διοικητικές αρχές, η εξουσία χορήγησης ρευστότητας πρέπει να παραμένει αρμοδιότητα των ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος, η οποία, μάλιστα, κατ’ εφαρμογή της αρχής της αμοιβαίας αναγνώρισης (“mutual recognition”)²²³ πρέπει να επεκτείνεται και στα υποκαταστήματα των ευρωπαϊκών ΠΙ που δραστηριοποιούνται σε άλλα κράτη μέλη.

Το *τρίτο* επιχείρημα, το οποίο σχετίζεται στενά με το δεύτερο, βασίζεται στο σκεπτικό ότι σε περιόδους κρίσης υπάρχει στενή σχέση μεταξύ των λειτουργιών της παρεμβατικής πολιτικής και του ΔΥΠ. Στην πραγματικότητα, τις περισσότερες φορές οι αποφάσεις για το αν σε ένα ΠΙ θα χορηγηθεί δανεισμός από την ΚΤ ή αν θα ληφθούν μέτρα εξυγίανσης, αποτελούν εναλλακτικές λύσεις, οι οποίες θα πρέπει να εξετάζονται και να αξιολογούνται ταυτόχρονα. Συνεπώς, επειδή σύμφωνα με το παράγωγο ευρωπαϊκό τραπεζικό δίκαιο

²²⁰ Schoenmaker (2000), σελ. 4-6.

²²¹ Σύμφωνα με την εν λόγω διάταξη (εδάφιο α’), «οι εθνΚΤ μπορούν να εκτελούν και λειτουργίες άλλες από εκείνες που καθορίζονται στο παρόν καταστατικό, εκτός εάν το Δ.Σ. αποφανθεί, με πλειοψηφία δύο τρίτων των ψήφων, ότι οι λειτουργίες αυτές παρακωλύουν τους στόχους και τα καθήκοντα του ΕΣΚΤ». Την προσέγγιση αυτή υιοθετεί και ο Schoenmaker, ο οποίος, όμως, συμφωνεί ότι σε περιόδους μιας παρατεταμένης κρίσης ρευστότητας, η ΕΚΤ θα έχει τον τελικό λόγο καθώς είναι το μοναδικό οργανισμό που μπορεί να διασφαλίσει συνολικά τη σταθερότητα του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος. Βλ. Schoenmaker (2010), σελ. 183.

²²² Βλ. Γκόρτσο (2004), σελ. 216-219.

²²³ Η οποία, όπως ήδη επισημάνθηκε, αποτελεί μια από τις πέντε βασικές αρχές/ελευθερίες της ενιαίας τραπεζικής αγοράς.

αρμοδίες για τη λήψη μέτρων εξυγίανσης είναι οι αρμόδιες εθνικές διοικητικές και δικαστικές αρχές, δικαιολογείται η υποστήριξη της άποψης ότι οι εθνΚΤ των κρατών μελών της Ζώνης του Ευρώ είναι εκείνες που πρέπει να αναλάβουν τον ρόλο του ΔΥΠ για τα ΠΙ που αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας.

5.2 Η προσέγγιση της άσκηση της εξουσίας από την ΕΚΤ

Η προσέγγιση της άσκηση της εξουσίας από την ΕΚΤ υποστηρίζει ότι η εξουσία του ΔΥΠ των ΠΙ που λειτουργούν στην Ευρωζώνη ανήκει στην ΕΚΤ και βασίζεται στις διατάξεις του άρθρου 18.1²²⁴ και του άρθρου 20 του Καταστατικού.²²⁵

Ένα από τα επιχειρήματα που υποστηρίζουν τη συγκεκριμένη προσέγγιση βασίζεται στη άποψη ότι η εξουσία αυτή πρέπει να ανήκει στην ΕΚΤ λόγω της άμεσης επίπτωσης που μπορεί να έχει η λειτουργία του ΔΥΠ στην αποτελεσματική άσκηση της νομισματικής πολιτικής η οποία, όπως έχει ήδη επισημανθεί, χαράσσεται και εφαρμόζεται από την ΕΚΤ. Η έκταση της ρευστότητας καθορίζεται από τη διατήρηση της νομισματικής σταθερότητας, ως αρχής που θα πρέπει να καθοδηγεί το ΕΣΚΤ σε όλες της δραστηριότητές του και να δημιουργεί τις προϋποθέσεις δράσης του σε κάθε περίπτωση. Συνεπώς, ακριβώς επειδή κατά τη διάταξη του άρθρου 18.2 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ η ΕΚΤ καθορίζει τις γενικές αρχές και τους όρους συναλλαγών για πιστωτικές εργασίες που διενεργούνται από την ίδια ή τις εθνΚΤ, κάθε πιστωτική πράξη στο πλαίσιο αυτό απαιτεί την έγκρισή της.²²⁶ Για αυτό τον λόγο, οποιαδήποτε μεμονωμένη πιστωτική στήριξη από τις εθνΚΤ προς ΠΙ, στο πλαίσιο της λειτουργίας του ΔΥΠ, θα μπορούσε να διακινδυνεύσει την πρωταρχική ευθύνη που έχει η ΕΚΤ για τη νομισματική πολιτική και τη νομισματική σταθερότητα.²²⁷

Ένα άλλο επιχείρημα, το οποίο προκρίνεται ως ιδιαίτερα σημαντικό για την άσκηση της εξουσίας του ΔΥΠ από την ΕΚΤ, κατευθύνει τη συζήτηση πλέον στο προσδιορισμό των συνθηκών που πρέπει να συντρέχουν, ώστε τα προβλήματα που αντιμετωπίζει ένα ΠΙ να μπορούν να θέσουν σε κίνδυνο τη σταθερότητα ολόκληρου του ευρωπαϊκού τραπεζικού και εν γένει χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ο κίνδυνος αυτός μπορεί να προέλθει κυρίως από τα μεγάλα, συστημικά σημαντικά, ΠΙ τα οποία δραστηριοποιούνται, μέσω υποκαταστημάτων, σε πανευρωπαϊκό επίπεδο.²²⁸ Σε αυτή την περίπτωση, η ΕΚΤ θα πρέπει οπωσδήποτε να λειτουργεί ως ΔΥΠ για τη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, πρωτίστως στην Ευρωζώνη.²²⁹ Ωστόσο, για να μπορεί η ΕΚΤ να ασκεί αποτελεσματικά την εξουσία του ΔΥΠ θα πρέπει να διασφαλιστούν ορισμένες σημαντικές προϋποθέσεις.

Συγκεκριμένα, θα πρέπει να διερευνηθεί αν στο χρονικό σημείο που θα κληθεί η ΕΚΤ να προβεί σε χορήγηση ρευστότητας και στα χρονικά περιθώρια που καλείται να ενεργήσει, έχει στη διάθεσή της την αναγκαία πληροφόρηση για τη φερεγγυότητα του ΠΙ που αντιμετωπίζει πρόβλημα ρευστότητας²³⁰ και αυτό, γιατί η φερεγγυότητα ενός ΠΙ αποτελεί την απαραίτητη προϋπόθεση για τη δυνατότητα προσφυγής του στον ΔΥΠ. Η παροχή, όμως, άμεσης

²²⁴ **Smits (1997)**, σελ. 269. Σύμφωνα με το εν λόγω άρθρο (στοιχείο β') «στο πλαίσιο της άσκησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, το ΕΣΚΤ μπορεί να χορηγεί πιστώσεις σε πιστωτικά ιδρύματα έναντι επαρκούς εξασφάλισης».

²²⁵ Το άρθρο 20 του Καταστατικού δίνει την εξουσία στο Δ.Σ. της ΕΚΤ να αποφασίσει τη χρησιμοποίηση και άλλων λειτουργικών μεθόδων νομισματικού ελέγχου, τις οποίες κρίνει κατάλληλες.

²²⁶ **Anglietta (1999)**, σελ. 29-30.

²²⁷ **Smits (1997)**, σελ. 269-270. Βλ. και **Αγραπιδή-Γκόρτσου (2006)**, σελ. 345.

²²⁸ Αυτά τα ΠΙ ενδέχεται να είναι συστημικά σημαντικά όχι μόνο σε ευρωπαϊκό, αλλά και σε διεθνές επίπεδο. Σε αυτή τη περίπτωση, γίνεται λόγος για “G-SIFIs” (Globally Systematically Important Financial Institutions).

²²⁹ Αναλυτικά, βλ. **Γκόρτσο (2004)**, σελ. 220-223.

²³⁰ **Schoenmaker (2010)**, σελ. 187-188, 205-206, **Hertig-Lee-McCahery (2009)**, σελ. 40.

πληροφόρησης στην ΕΚΤ ενέχει προβλήματα τα οποία οφείλονται σε ένα βαθμό στην υφιστάμενη δομή του ενιαίου χρηματοπιστωτικού χώρου, καθώς τόσο η εποπτεία, όσο και ο έλεγχος και η αξιολόγηση των ΠΙ γίνεται όχι από την ΕΚΤ, αλλά από τις αρμόδιες εθνικές εποπτικές αρχές. Το πρόβλημα αυτό καθίσταται πιο σύνθετο στην Ευρωζώνη, καθώς όχι μόνο ορισμένα κράτη μέλη έχουν υιοθετήσει την προσέγγιση του διαχωρισμού μεταξύ νομισματικών και εποπτικών αρμοδιοτήτων, αλλά ενώ η πρώτη λειτουργία ασκείται σε υπερεθνικό επίπεδο, η δεύτερη είναι κατακερματισμένη σε ένα πλήθος εθνικών εποπτικών αρχών, οι οποίες είτε είναι είτε όχι ΕθνΚΤ.²³¹

Με δεδομένο αυτό το θεσμικό πλαίσιο, για να ληφθεί έγκαιρα οποιαδήποτε απόφαση από την ΕΚΤ, είναι απαραίτητη η ύπαρξη μιας σταθερής ροής πληροφοριών μεταξύ της ΕΚΤ και των εθνικών εποπτικών αρχών. Υποστηρίζεται, μάλιστα, ότι είναι σχετικά δύσκολο η ΕΚΤ να έχει στη διάθεσή της όλες εκείνες τις εποπτικές πληροφορίες που θα τις επιτρέψουν να διακρίνει μεταξύ φερέγγυων και αφερέγγυων ΠΙ, καθώς, μολονότι οι εθνικές εποπτικές αρχές διαθέτουν τις πληροφορίες αυτές, δεν έχουν ισχυρά κίνητρα για την κινητοποίηση τους στην ΕΚΤ. Αντίθετα, έχουν κίνητρο να αποκρύψουν το γεγονός ότι ένα ΠΙ είναι αφερέγγυο, διότι κάτι τέτοιο ίσως εκληφθεί ως αποτυχία της ίδιας της εποπτικής αρχής αναφορικά με τη ποιότητα άσκησης των καθηκόντων της. Συνεπώς, οι εθνικές εποπτικές αρχές εξετάζουν κατά περίπτωση τη χορήγηση ή μη πληροφόρησης στην ΕΚΤ.²³²

Ως λύση στο πρόβλημα της πληροφοριακής ασυμμετρίας²³³ προκρίνεται η δυνατότητα άμεσης προσφυγής των νομισματικών αρχών (είτε της ΕΚΤ είτε των ΕθνΚΤ) στις αρμόδιες εθνικές αρχές τραπεζικής εποπτείας για την άντληση και ανταλλαγή πληροφοριών σχετικά με τη φερεγγυότητα των ΠΙ τα οποία εποπτεύουν²³⁴ και η θέση σε λειτουργία απαραίτητων διαδικασιών για τη πολυμερή συνεργασία ανάμεσα στις αρμόδιες αρχές των κρατών μελών και του Ευρωσυστήματος σε συνεχή βάση για την αντιμετώπιση κρίσεων, κυρίως διασυννοριακού χαρακτήρα (“multilateral cooperation”).²³⁵

Η συνεργασία αυτή επιτεύχθηκε κυρίως με την ίδρυση της Επιτροπής Τραπεζικής Εποπτείας (Banking Supervision Committee, “BSC”), ως Επιτροπή του ΕΣΚΤ.²³⁶ Η BSC

²³¹ **ΕΚΤ (2008)**, «Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα και Επίβλεψη», Μηνιαίο Δελτίο, 10η επέτειος της ΕΚΤ, σελ. 136. Βλ. και **Shoenmaker (2003)**, σελ. 49.

²³² **Ευθυμίουπουλος (2003)**, σελ. 39-42. Βλ. και **Anglietta (1999)**, σελ. 25.

²³³ Δηλαδή μεταξύ της ΕΚΤ και των αρμόδιων εθνικών εποπτικών αρχών.

²³⁴ Υπάρχουν τρεις τρόποι με του οποίους μια ΚΤ μπορεί να αποκτήσει πληροφορίες για τη φερεγγυότητα ενός ΠΙ προκειμένου να παρέμβει με την ιδιότητα του ΔΥΠ, εφόσον και όταν κάτι τέτοιο χρειαστεί: *Πρώτον*, εάν η ΚΤ είναι αρμόδια για τη μικρο-προληπτική εποπτεία, τότε μπορεί να αποκτήσει άμεση και από «πρώτο χέρι» πληροφόρηση σε συνεχή βάση. *Δεύτερον*, ακόμα και αν η ΚΤ δεν έχει άμεσες εποπτικές αρμοδιότητες, μπορεί να απαιτήσει από τα ΠΙ να της παρέχουν πληροφορίες, καθώς η εξουσία αυτή της παρέχεται από τον νόμο. *Τρίτον*, η ΚΤ μπορεί να πληροφορηθεί από τις ανεξάρτητες διοικητικές αρχές, αρμόδιες για την προληπτική εποπτεία στα πλαίσια των συμφωνιών αμοιβαίας ανταλλαγής πληροφοριών ή απλά στα πλαίσια της καλόπιστης συνεργασίας. Βλ. **BIS (2011)**, σελ. 34.

²³⁵ **Enria-Vesala (2003)**, σελ. 83-84. Η συνεργασία μεταξύ των εθνικών αρχών στον τομέα της προληπτικής εποπτείας βασίζεται τόσο σε διμερείς όσο και σε πολυμερείς συμφωνίες. Η διμερής συνεργασία έχει ενισχυθεί με την υπογραφή δέσμης μνημονίων μεταξύ των αρχών της χώρας καταγωγής και της χώρας υποδοχής. Η πολυμερής συνεργασία αναπτύσσεται μέσω της λειτουργίας διαφόρων επιτροπών. Στον τραπεζικό τομέα ήδη από το 1972 λειτουργεί η Ομάδα Επαφής (“Groupe de Contact”), μία επιτροπή των εποπτικών αρχών του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου, για την ανταλλαγή πληροφοριών σε επίπεδο της BSC για θέματα σχετικά με την εφαρμογή των τραπεζικών κανόνων και των εποπτικών πρακτικών συμπεριλαμβανομένης της εξέτασης μεμονωμένων περιπτώσεων που συνιστούν κρίσεις ή μπορούν να προκαλέσουν συστημικό κίνδυνο.

²³⁶ Με την «**Εκθεση de Larosière**» (παρ.177) προτείνεται η κατάργηση της “BSC” και η αντικατάστασή της από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου («ΕΣΣΚ»).

ιδρύθηκε τον Ιούνιο του 1999 και αποτελείται από υψηλόβαθμα στελέχη των εποπτικών αρχών και ΚΤ των κρατών μελών της ΕΕ. Σύμφωνα με το άρθρο 127, παρ.4 της ΣΛΕΕ προετοιμάζει τις γνώμες της ΕΚΤ για τις ευρωπαϊκές και εθνικές νομοθετικές πρωτοβουλίες που αφορούν την τραπεζική εποπτεία και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Σύμφωνα με το άρθρο 127, παρ.5 της ΣΛΕΕ προωθεί τη συνεργασία για ζητήματα κοινού ενδιαφέροντος μεταξύ των εθνικών εποπτικών αρχών και της ΕΚΤ. Τέλος, σύμφωνα με το άρθρο 25.1 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ συνδράμει την ΕΚΤ για την εφαρμογή της ευρωπαϊκής νομοθεσίας στον τομέα της εποπτείας. Επιπλέον, η BSC χρησιμεύει σαν βήμα διαβούλευσης μεταξύ των εποπτικών αρχών της ΕΕ για ζητήματα μη συνδεδεμένα με τις αρμοδιότητες του Ευρωσυστήματος.²³⁷

Πάντως, πέραν της υποστήριξης που παρέχεται στην ΕΚΤ από την BSC, υπάρχουν και άλλοι δίαυλοι πληροφόρησης. Έτσι, η ΕΚΤ μπορεί να έχει στη διάθεσή της επαρκή πληροφόρηση μέσω της συλλογής στατιστικών πληροφοριών βάσει του άρθρου 5 του Καταστατικού και, επίσης, μέσω της ενημέρωσης που λαμβάνει προκειμένου να ενεργοποιηθεί η συμβουλευτική και γνωμοδοτική αρμοδιότητά της σε θέματα προληπτικής εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος βάσει του άρθρου 25.1 του Καταστατικού.²³⁸

²³⁷ **ΕΚΤ (2008)**, «Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα και Επίβλεψη», Μηνιαίο Δελτίο, 10η επέτειος της ΕΚΤ, σελ. 137.

²³⁸ Όπως θα διαπιστωθεί αμέσως παρακάτω (Κεφάλαιο 3^ο), με τη θεσμοθέτηση της νέας αρχιτεκτονικής της χρηματοπιστωτικής εποπτείας στην ΕΕ, δημιουργήθηκαν νέες Αρχές και διαδικασίες για την αποτελεσματική ανταλλαγή πληροφοριών εποπτικής φύσεως με απώτερο στόχο τη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

Η ΝΕΑ ΜΑΚΡΟ-ΠΡΟΛΗΠΤΙΚΗ ΕΠΙΒΛΕΨΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΕΣΚΤ

1. «Έκθεση de Larosière»

Είναι πραγματικά αξιοσημείωτο το γεγονός ότι η πρόσφατη διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση δεν εκδηλώθηκε σε έναν τομέα της οικονομίας που είναι νομοθετικά αρρυθμιστος. Αντιθέτως, εκδηλώθηκε σε έναν από τους αυστηρότερα εποπτευόμενους τομείς της οικονομίας, τον χρηματοπιστωτικό, ο οποίος είναι τόσο αυστηρά εποπτευόμενος, ακριβώς για να αποφευχθεί μια πιθανή κατάρρευση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων καθώς και το ενδεχόμενο δημιουργίας συστημικού κινδύνου. Παρόλα αυτά, το υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο χρηματοπιστωτικής εποπτείας τόσο σε εθνικό όσο και σε ευρωπαϊκό επίπεδο αποδείχθηκε ευάλωτο και σε έναν μεγάλο βαθμό αναποτελεσματικό για την πρόληψη και αποτροπή της χρηματοπιστωτικής αναταραχής που είχε σαν αποτέλεσμα την ολίγον κατάρρευση του ευρωπαϊκού τραπεζικού και εν γένει χρηματοπιστωτικού συστήματος.²³⁹

Υπό αυτές τις συνθήκες, η ανάγκη αναπροσαρμογής του ισχύοντος ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού δικαίου, καθώς και η επίτευξη της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης κρίθηκε πιο επιτακτική από ποτέ. Ενόψει της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής αναστάτωσης το βασικό αίτημα που έπρεπε να επιτευχθεί ήταν αυτό της διασφάλισης της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος εντός της ΕΕ, μέσω ρυθμιστικής και θεσμικής παρέμβασης.

Για τον λόγο αυτό συμφωνήθηκε από την πρώτη στιγμή ότι παράλληλα με τα μέτρα αντιμετώπισης της χρηματοπιστωτικής κρίσης, η αναθεώρηση του χρηματοπιστωτικού ρυθμιστικού πλαισίου αποτελούσε άμεση προτεραιότητα. Ήδη από τον Οκτώβριο του 2008, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσίασε προτάσεις για την αναθεώρηση των οδηγιών για τα προγράμματα εγγύησης των τραπεζικών καταθέσεων και τις κεφαλαιακές υποχρεώσεις των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Πέραν, όμως, από τις πρωτοβουλίες αυτές, η επιτακτική ανάγκη για την συνολική αναδιάρθρωση του πλαισίου εποπτείας του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος ώθησε την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, τον Νοέμβριο του ίδιου έτους, να ορίσει Ομάδα υψηλού επιπέδου υπό την προεδρία του πρώην διοικητή της Τράπεζας της Γαλλίας και του ΔΝΤ Jacques de Larosière με σκοπό να διερευνήσει τις αίτιες που οδήγησαν στη χρηματοπιστωτική κρίση και να υποβάλει προτάσεις για τη βελτίωση του εποπτικού και ρυθμιστικού πλαισίου του χρηματοπιστωτικού συστήματος τόσο σε μικρο-προληπτικό όσο και σε μακρο-προληπτικό επίπεδο στα κράτη μέλη αλλά και στο σύνολο της Ένωσης, με απώτερο στόχο την έγκαιρη διάγνωση αλλά και αποτροπή ανέλεγκτων κρίσεων συστημικού χαρακτήρα στο μέλλον.

Στην τελική της Έκθεση, η οποία υποβλήθηκε τον Φεβρουάριο του 2009, η Ομάδα επικεντρώθηκε σε τέσσερα βασικά θέματα:²⁴⁰

- στα αίτια της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης,²⁴¹

²³⁹ Ρόκας (2009), σελ. 17.

²⁴⁰ Jackson (2010), σελ. 15.

²⁴¹ Σύμφωνα με την Έκθεση, τα βασικά αίτια της κρίσης εντοπίζονται κυρίως στα εξής: (α) στην ανεπαρκή αντιμετώπιση του κινδύνου ρευστότητας των αγορών, (β) τη μη ορθή αποτύπωση και τιμολόγηση του κινδύνου σύνθετων προϊόντων, (γ) στις χαμηλές κεφαλαιακές απαιτήσεις του χαρτοφυλακίου συναλλαγών, (δ) στην ανεπάρκεια στα συστήματα διαχείρισης κινδύνων όσον αφορά

- στην οργάνωση της εποπτείας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και αγορών στην ΕΕ,
- στην ενίσχυση της ευρωπαϊκής συνεργασίας για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, την εποπτεία, την έκδοση έγκαιρων προειδοποιήσεων, τους μηχανισμούς διαχείρισης κρίσεων, και
- την οργάνωση των αρμοδίων εποπτικών αρχών της ΕΕ, ώστε να συνεργάζονται σε παγκόσμιο επίπεδο.

Με τη παραπάνω Έκθεση,²⁴² η οποία, όπως υποστηρίζεται, αποτελεί «προϊόν» συμβιβασμού μεταξύ της ΕΕ, της ΕΚΤ, των εθνικών εποπτικών αρχών (είτε αυτές είναι εθνΚΤ-μέλη του ΕΣΚΤ είτε ανεξάρτητες διοικητικές αρχές) και των υπουργείων Οικονομικών των κρατών μελών, προτάθηκε η δημιουργία ενός νέου ευρωπαϊκού πλαισίου χρηματοπιστωτικής εποπτείας.²⁴³ Συγκεκριμένα, με το νέο αυτό πλαίσιο που παρουσίασε η Ομάδα de Larosière θεσμοθετήθηκε το Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας (European System of Financial Supervision, «ΕΣΧΕ») το οποίο αποτελεί τον κορμό της βραχυπρόθεσμης πρότασης της «Έκθεσης de Larosière» σχετικά με την αναπροσαρμογή και την αναβάθμιση του καθεστώτος που διέπει την εποπτεία του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος, τόσο σε μικρο-προληπτικό όσο και σε μακρο-προληπτικό επίπεδο.

Το ΕΣΧΕ, το οποίο αποτελεί την θεσμική απάντηση της Ένωσης στη χρηματοπιστωτική κρίση και παράλληλα σκοπεύει στη χρηματοπιστωτική ολοκλήρωσή της (“financial union”), σε μια χρονική περίοδο όπου επανεξετάζεται η σημασία και ο τρόπος της οικονομικής και νομισματικής συνοχής της Ευρώπης,²⁴⁴ συνιστά ένα ολοκληρωμένο δίκτυο που συγκεντρώνει τους φορείς που ασκούν χρηματοπιστωτική εποπτεία στην Ένωση και αποτελείται από δύο νέους πυλώνες:

- το «Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας» (“*European System of Financial Supervision*”, «ΕΣΧΕ»), το οποίο επιφορτίζεται με την μικρο-προληπτική εποπτεία των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών που δραστηριοποιούνται στα κράτη μέλη της ΕΕ,²⁴⁵ και

τη σύνδεσή τους με τις αμοιβές των διευθυντικών στελεχών και την εταιρική διακυβέρνηση, (ε) στην υπερκυκλικότητα που ενδεχομένως δημιουργούν ορισμένες διατάξεις του πλαισίου «Βασιλεία II», (στ) στην υψηλή πιστωτική επέκταση, που δεν υποστηριζόταν επαρκώς από καλής ποιότητας ίδια κεφάλαια. Βλ. **ΤτΕ (2009)**, «*Ενδιάμεση Έκθεση για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα*», Δεκέμβριος, σελ. 61-62.

²⁴²Η οποία περιλαμβάνει 31 προτάσεις για την αντιμετώπιση των αδυναμιών στο υπάρχον προ κρίσης ευρωπαϊκό εποπτικό και ρυθμιστικό πλαίσιο.

²⁴³**Eijffinger (2009)**, σελ. 1.

²⁴⁴**Αυλωνίτης-Παπαοικονόμου (2011)**, σελ. 49.

²⁴⁵Η θεσμοθέτηση του ΕΣΧΕ στοχεύει στην αναβάθμιση της ποιότητας της μικρο-προληπτικής εποπτείας στην Ένωση. Ως προς τον σκοπό αυτό, στις 24 Νοεμβρίου 2010, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο υιοθέτησαν, με βάση πάντα τις προτάσεις της «Έκθεσης de Larosière» τρεις κανονισμούς με τους οποίους θεσμοθετήθηκαν, αντίστοιχα, τρεις νέες Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές («ΕΕΑ»): (α) η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (European Banking Authority, “EBA”) (**Κανονισμός 1093/2010**, ΕΕ L 331, 15.12.2010, σελ. 12-47) η οποία προέκυψε από την αναβάθμιση της Επιτροπής Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών Τραπεζικής Εποπτείας (Committee of European Banking Supervisors, “CEBS”), (β) η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (European Securities and Markets Authority, “ESMA”) (**Κανονισμός 1095/2010**, ΕΕ L 331, 15.12.2010, σελ. 84-119) η οποία προέκυψε από την αναβάθμιση της Επιτροπής Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (Committee of European Securities Regulators, “CESR”), και (γ) η Ευρωπαϊκή Αρχή

- το «Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου» (“*European Systemic Risk Board*”, «ΕΣΣΚ»), το οποίο είναι υπεύθυνο για τη μακρο-προληπτική επίβλεψη του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος και αποτελεί αντικείμενο της ανάλυσης που ακολουθεί.

2. Η ανάγκη μακρο-προληπτικής επίβλεψης στην ΕΕ-σύσταση του ΕΣΣΚ

Η πρόσφατη διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση ανέδειξε σημαντικές ελλείψεις στην εποπτεία, η οποία δεν κατάφερε να προβλέψει τις δυσμενείς μακρο-προληπτικές εξελίξεις και να αποτρέψει τη συσσώρευση υπερβολικών κινδύνων στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Οι αδυναμίες των ισχυουσών ρυθμίσεων μακρο-προληπτικής εποπτείας είχαν δραματικές συνέπειες στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Στο πλαίσιο αυτό, η G-20 αποφάσισε να ενισχύσει τους διεθνείς μηχανισμούς για την διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας σε παγκόσμιο επίπεδο, με το νεοσυσταθέν FSB να καλείται να συνεργαστεί στενά με το ΔΝΤ στην έκδοση έγκαιρων προειδοποιήσεων για μακρο-προληπτικούς κινδύνους σε παγκόσμιο επίπεδο.²⁴⁶

Η ΕΕ χρειαζόταν και εκείνη ένα συγκεκριμένο φορέα αρμόδιο για τη μακρο-προληπτική επίβλεψη του χρηματοπιστωτικού της συστήματος, ο οποίος θα εντοπίζει τους κινδύνους για την χρηματοπιστωτική σταθερότητα και, όπου είναι αναγκαίο, θα εκδίδει προειδοποιήσεις ή/και συστάσεις λήψης μέτρων για την αντιμετώπιση των εν λόγω κινδύνων.

Πιο συγκεκριμένα, οι υπάρχουσες ρυθμίσεις της Ένωσης έδιναν πολύ λίγη έμφαση στη μακρο-προληπτική επίβλεψη και στις διασυνδέσεις μεταξύ των εξελίξεων στο ευρύτερο μακροοικονομικό περιβάλλον και στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Ούτε σε εθνικό ούτε σε ευρωπαϊκό επίπεδο δεν υπήρχε μια αρχή επιφορτισμένη με συστηματική και αποκλειστική μακρο-προληπτική εποπτεία, και αυτό παρά την ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση και τον κίνδυνο μεταδοτικότητας των κρίσεων.²⁴⁷ Η ευθύνη για τη μακρο-προληπτική ανάλυση ήταν κατακερματισμένη και η ανάλυση αυτή πραγματοποιείτο από διάφορες αρχές σε διαφορετικά επίπεδα, χωρίς μηχανισμό που να διασφαλίζει ότι οι μακρο-προληπτικοί κίνδυνοι εντοπίζονται ικανοποιητικά και ότι οι προειδοποιήσεις και οι συστάσεις εκδίδονται

Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (European Insurance and Occupational Pensions Authority, “ΕΙΟΠΑ”) (**Κανονισμός 1094/2010**, ΕΕ L 331, 15.12.2010, σελ. 48-83) η οποία προέκυψε από την αναβάθμιση της Επιτροπής Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors, “CEIOPS”). Επισημαίνεται, ότι συστατικά στοιχεία του ΕΣΧΕ είναι επίσης (άρθρο 2, παρ. 2, στοιχ. ε’, **Κανονισμός 1093/2010**) η Μικτή Επιτροπή των ΕΕΑ (“Joint committee of European Supervisory Authorities”, άρθρα 54-57 των τριών συστατικών Κανονισμών) και οι αρμόδιες ή εποπτικές αρχές των κρατών μελών (*ibid*, άρθρο 2, παρ.2, στοιχ. στ’). Το ΕΣΧΕ βασίζεται σε ένα δίκτυο με επιμερισμένες και αλληλοενισχυόμενες αρμοδιότητες, αποτελούμενο από τις εθνικές εποπτικές αρχές αρμόδιες για την μικρο-προληπτική εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και τις τρεις νέες Αρχές. Βλ. **Τριδύμα (2011)**, σελ. 289-323. Τέλος, επισημαίνεται, ότι η δυνατότητα μετεξέλιξης του ΕΣΧΕ σε ένα σύστημα που θα στηρίζεται σε δύο Ευρωπαϊκές Αρχές, κατά το πρότυπο της λειτουργικής προσέγγισης, αποτελεί την δεύτερη, μακροπρόθεσμο χρονικού ορίζοντα υλοποίησης, πρόταση της «**Εκθεσης de Larosière**».

²⁴⁶ **Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων**, COM (2009), 252 τελικό.

²⁴⁷ Η «Εκθεση de Larosiere» τονίζει ότι οι ελλείψεις και αδυναμίες του υφιστάμενου εποπτικού πλαισίου εντοπίζονται κυρίως σε επίπεδο μακρο-προληπτικής εποπτείας, οι οποίες συνέβαλαν καθοριστικά στην εκδήλωση της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης. Συγκεκριμένα, στη παρ. 173 αναφέρεται πως: «ένα σημαντικό μάθημα που πρέπει να αποκομίσουμε από την κρίση είναι η άμεση ανάγκη να αναβαθμίσουμε την μακρο-προληπτική εποπτεία στην ΕΕ για όλες τις χρηματοπιστωτικές δραστηριότητες».

με σαφήνεια, παρακολουθούνται και μετατρέπονται σε δράσεις.²⁴⁸ Λίγο πριν την εκδήλωση της κρίσης, οι πολύπλοκοι και αλληλένδετοι κίνδυνοι της αγοράς δεν αναλύθηκαν κατάλληλα, αλλά ούτε και οι επιπτώσεις στην κανονιστική και εποπτική πολιτική. Οι αποσπασματικές αυτές ρυθμίσεις έπρεπε να αλλάξουν επειδή το οικονομικό κόστος της αποτυχίας στην μακρο-προληπτική εποπτεία, όπως απέδειξε η πρόσφατη διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση, μπορεί να είναι πολύ σημαντικό.²⁴⁹

Για τον λόγο αυτό, η Ομάδα de Larosière επεσήμανε την σημασία αναβάθμισης της μακρο-προληπτικής διάστασης της χρηματοπιστωτικής εποπτείας στην Ένωση²⁵⁰ και συνέστησε, μεταξύ άλλων, τη θεσμοθέτηση ενός φορέα σε ευρωπαϊκό επίπεδο ο οποίος θα είναι επιφορτισμένος με την επίβλεψη των κινδύνων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα συνολικά. Κατά την Ομάδα, η ΕΚΤ και οι εθνΚΤ θα πρέπει να έχουν ηγετικό ρόλο στη μακρο-προληπτική επίβλεψη, λόγω της εξειδικευμένης γνώσης τους και των υφιστάμενων ευθυνών τους στον τομέα της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.²⁵¹ Μάλιστα, δεδομένου ότι το θέμα της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας αφορά ολόκληρη την ΕΕ,²⁵² η Έκθεση πρότεινε την συμμετοχή όχι μόνο των εθνΚΤ της Ζώνης του Ευρώ, αλλά και των 27 εθνΚΤ-μελών του ΕΣΚΤ.²⁵³

Με βάση πάντα την «Έκθεση de Larosière», η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στην ανακοίνωση της 27ης Μαΐου 2009 με τίτλο «*Ευρωπαϊκή Χρηματοπιστωτική Εποπτεία*» εξήγγειλε τη δημιουργία ενός ΕΣΣΚ αρμόδιου για τη μακρο-προληπτική επίβλεψη. Στη συνέχεια, τον Σεπτέμβριο του 2009 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε πρόταση κανονισμού για την ίδρυση του ΕΣΣΚ υπό την διοίκηση της ΕΚΤ, το οποίο τελικά, θεσμοθετήθηκε με τον Κανονισμό 1092/2010²⁵⁴ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου τον Δεκέμβριο του 2010 ενώ ως νομική βάση του προκρίθηκε το άρθρο 114 της ΣΛΕΕ.²⁵⁵

2.1 Δομή του ΕΣΣΚ

Αν και δεν είναι όργανο με νομική προσωπικότητα ούτε ευρωπαϊκή αρχή,²⁵⁶ το ΕΣΣΚ οφείλει να συνεισφέρει στην ολοκλήρωση των σκοπών της Ένωσης σύμφωνα με το άρθρο 3, παρ.3 της ΣΕΕ. Το ΕΣΣΚ λειτουργεί στο πλαίσιο του ΕΣΚΤ, ως Επιτροπή του.²⁵⁷

²⁴⁸ **Κανονισμός 1092/2010**, αιτιολογικό, 14^ο σημείο. Για τον εν λόγω Κανονισμό, βλ. αμέσως παρακάτω.

²⁴⁹ Βλ. **Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων**, COM (2009), 252 τελικό.

²⁵⁰ «**Έκθεση de Larosiere**», παρ. 153.

²⁵¹ Οι ΚΤ αναγνωρίζονται γενικότερα ως πηγές υψηλού επιπέδου έρευνας και ανάλυσης του τραπεζικού και γενικότερα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς έχουν αναπτύξει διαχρονικά ένα πλούτο γνώσεων για τη δομή και τις επιδόσεις του χρηματοπιστωτικού συστήματος, οι οποίες ανανεώνονται συνεχώς μέσω της ενεργής παρουσίας τους στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Βλ. **Papademos (2009)**, “*Financial stability and macro-prudential supervision: objectives, instruments and the role of the ECB*”, speech at the conference “The ECB and Its Watchers XI”, September 4th, στο: http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090904_3.en.html.

²⁵² **Schoenmaker (2000)**, σελ. 2.

²⁵³ «**Έκθεση de Larosiere**», παρ. 174. Βλ. και **Eijffinger (2009)**, σελ. 7.

²⁵⁴ **Κανονισμός 1092/2010** του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 24.11.2010 «*σχετικά με τη μακρο-προληπτική επίβλεψη του χρηματοοικονομικού συστήματος της Ευρωπαϊκής Ένωσης και τη σύσταση Ευρωπαϊκού Συνημικού Κινδύνου*» (ΕΕ L 331, 15.12.2010, σελ. 1-11).

²⁵⁵ **Παπαθανασίου-Ζάγουρας (2011)**, σελ. 41-42.

²⁵⁶ **Κανονισμός 1092/2010**, αιτιολογικό, 15^ο σημείο.

²⁵⁷ Σύμφωνα με την «**Έκθεση de Larosiere**» (παρ. 177) το ΕΣΣΚ πρέπει να αντικαταστήσει, με την έναρξη λειτουργίας του, την BSC.

Έως το τέλος Ιουνίου 2011 οριστικοποιήθηκε η δημιουργία των θεσμικών οργάνων του ΕΣΣΚ²⁵⁸ τα οποία σύμφωνα με το άρθρο 4 του Κανονισμού 1092/2010 είναι το Γενικό Συμβούλιο, η Διευθύνουσα Επιτροπή, η Συμβουλευτική Επιστημονική Επιτροπή, η Συμβουλευτική Τεχνική Επιτροπή και η Γραμματεία, η οποία επανδρώθηκε και οργανώθηκε από την ΕΚΤ.²⁵⁹

Το Γενικό Συμβούλιο (Γ.Σ.) είναι το ανώτατο όργανο του ΕΣΣΚ το οποίο και λαμβάνει όλες τις αναγκαίες αποφάσεις για να διασφαλίζει την επιτέλεση των εργασιών που έχουν ανατεθεί στο ΕΣΣΚ.²⁶⁰ Αποτελείται από μέλη με δικαίωμα ψήφου και μέλη χωρίς δικαίωμα ψήφου. Τα μέλη με δικαίωμα ψήφου είναι ο πρόεδρος και αντιπρόεδρος της ΕΚΤ, οι διοικητές των εθνΚΤ-μελών του ΕΣΚΤ, ένας εκπρόσωπος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, οι πρόεδροι των τριών ΕΕΑ, ο πρόεδρος και δύο αντιπρόεδροι της Συμβουλευτικής Επιστημονικής Επιτροπής και ο πρόεδρος της Συμβουλευτικής Τεχνικής Επιτροπής.²⁶¹ Τα μέλη χωρίς δικαίωμα ψήφου είναι οι εκπρόσωποι των αρμοδίων εθνικών εποπτικών αρχών και ο πρόεδρος της Οικονομικής και Δημοσιονομικής Επιτροπής («ΟΔΕ»)²⁶². Οι αποφάσεις του Γ.Σ. λαμβάνονται με απλή πλειοψηφία των παρόντων μελών με δικαίωμα ψήφου²⁶³ ενώ στις ψηφοφορίες κάθε μέλος με δικαίωμα ψήφου έχει μια ψήφο.²⁶⁴

Ο πρόεδρος του Γ.Σ. κατέχει κεντρική θέση για τις αρμοδιότητες του ΕΣΣΚ και εκπροσωπεί προς τα έξω το ΕΣΣΚ.²⁶⁵ Πρώτος πρόεδρος για τα πέντε πρώτα χρόνια από την έναρξη ισχύος του Κανονισμού 1092/2010 ορίζεται να είναι ο εκάστοτε πρόεδρος της ΕΚΤ.²⁶⁶

Το Γ.Σ. υποστηρίζεται από το δεύτερο όργανο του ΕΣΣΚ, το οποίο είναι η Διευθύνουσα Επιτροπή η οποία αποτελείται από τον πρόεδρο και τον πρώτο αντιπρόεδρο του ΕΣΣΚ, τον αντιπρόεδρο της ΕΚΤ, τέσσερα άλλα μέλη του Γ.Σ. τα οποία εκλέγονται από και μεταξύ των μελών του Γ.Σ. για περίοδο τριών ετών, ένα μέλος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, τους προέδρους των τριών ΕΕΑ, τον πρόεδρο της ΟΔΕ και τους προέδρους των δύο Συμβουλευτικών Επιτροπών.²⁶⁷ Ο πρόεδρος του ΕΣΣΚ συγκαλεί τη Διευθύνουσα Επιτροπή σε συνεδρίαση τουλάχιστον μία φορά ανά τρίμηνο, πριν από κάθε συνεδρίαση του Γ.Σ. Μπορεί επίσης να συγκαλεί ad-hoc συνεδριάσεις.²⁶⁸

Τέλος, στον Κανονισμό 1092/2010 προβλέπεται ότι για παροχή συμβουλών επί της ουσίας σε διάφορα θέματα στο ΕΣΣΚ βρίσκονται στη διάθεσή του η Συμβουλευτική Επιστημονική Επιτροπή και η Συμβουλευτική Τεχνική Επιτροπή²⁶⁹ στις οποίες συμμετέχουν εμπειρογνώμονες που αντιπροσωπεύουν ευρύ φάσμα δεξιοτήτων και πείρας.

²⁵⁸ ΕΚΤ (2011), «Ετήσια Έκθεση», σελ. 133.

²⁵⁹ Βλ. παρακάτω, υπό 4.

²⁶⁰ Άρθρο 4, παρ.2, Κανονισμός 1092/2010.

²⁶¹ Ibid, άρθρο 6, παρ.1, στοιχ. α-η.

²⁶² Ibid, άρθρο 6, παρ.2, στοιχ. α-β.

²⁶³ Ibid, άρθρο 10, παρ.2.

²⁶⁴ Άρθρο 10, παρ.1, Κανονισμός 1092/2010. Επισημαίνεται, ότι σύμφωνα με το άρθρο 9, παρ.1 το Γ.Σ. συνεδριάζει τουλάχιστον τέσσερις φορές το χρόνο (τακτικές συνεδριάσεις) ενώ δεν αποκλείονται και οι έκτακτες συνεδριάσεις κατόπιν πρωτοβουλίας του προέδρου του ΕΣΣΚ ή του ενός τρίτου (1/3) των μελών του Γ.Σ. με δικαίωμα ψήφου.

²⁶⁵ Άρθρο 5, παρ.8, Κανονισμός 1092/2010.

²⁶⁶ Ibid, άρθρο 5, παρ.1.

²⁶⁷ Ibid, άρθρο 11, παρ.1, στοιχ. α-ι.

²⁶⁸ Ibid, άρθρο 11, παρ.2.

²⁶⁹ Ibid, άρθρο 12, παρ.3 και άρθρο 13, παρ.3.

2.2 Ανεξαρτησία και λογοδοσία του ΕΣΣΚ

Ουσιαστική και αναγκαία προϋπόθεση για την εκπλήρωση του καθήκοντος του ΕΣΣΚ είναι η ανεξαρτησία του καθώς χάρη στην ανεξαρτησία των κρίσεων του θα νομιμοποιείται στη συνείδηση των εποπτικών αρχών.²⁷⁰ Η ανεξαρτησία που απολαμβάνει το ΕΣΣΚ κατά την άσκηση των καθηκόντων του είναι ανάλογη με την ανεξαρτησία που απολαμβάνει το ΕΣΚΤ.²⁷¹

Η ανεξαρτησία του ΕΣΣΚ ενισχύεται και με τη διάταξη της παρ.1 του άρθρου 7 του Κανονισμού 1092/2010, σύμφωνα με την οποία «κατά τη συμμετοχή τους στις δραστηριότητες του Γ.Σ. και της Διευθύνουσας Επιτροπής ή κατά τη διεξαγωγή οποιασδήποτε άλλης δραστηριότητας σχετικής με το ΕΣΣΚ, τα μέλη του ΕΣΣΚ επιτελούν τα καθήκοντά τους με αμεροληψία και μόνο προς το συμφέρον της Ένωσης ως σύνολο. Δεν ζητούν ούτε λαμβάνουν οδηγίες από τα κράτη μέλη, τα θεσμικά όργανα της Ένωσης ή οποιονδήποτε άλλο δημόσιο ή ιδιωτικό φορέα». Τα κράτη μέλη ή τα θεσμικά όργανα της Ένωσης και οποιονδήποτε άλλος δημόσιος ή ιδιωτικός φορέας οφείλουν να σέβονται την ανεξαρτησία του ΕΣΣΚ και να μην προσπαθούν να επηρεάσουν τα μέλη του κατά την εκτέλεση των καθηκόντων τους.²⁷²

Ωστόσο, η ανεξαρτησία του ΕΣΣΚ αντισταθμίζεται με την υποχρέωση λογοδοσίας. Ειδικότερα, προβλέπεται ότι τουλάχιστον μία φορά το χρόνο και ακόμη συχνότερα σε περίπτωση χρηματοοικονομικών δυσχερειών ευρείας κλίμακας, ο πρόεδρος του ΕΣΣΚ προσκαλείται σε ετήσια ακρόαση στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, η οποία συνδέεται με τη δημοσίευση της ετήσιας έκθεσης του ΕΣΣΚ προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο.²⁷³ Ο πρόεδρος του Γ.Σ. διεξάγει εμπιστευτικές συζητήσεις σχετικά με τις τρέχουσες δραστηριότητες του ΕΣΣΚ τουλάχιστον δύο φορές ετησίως (και συχνότερα, αν χρειαστεί) με τον πρόεδρο και τους αντιπροέδρους της Επιτροπής Οικονομικής και Νομισματικής Πολιτικής του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου.²⁷⁴

3. Τα καθήκοντα και οι αρμοδιότητες του ΕΣΣΚ

Σύμφωνα με το άρθρο 3, παρ.1 του Κανονισμού 1092/2010, το ΕΣΣΚ είναι υπεύθυνο για τη μακρο-προληπτική επίβλεψη του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην Ένωση με σκοπό να συμβάλλει στην πρόληψη ή στον μετριασμό των συστημικών κινδύνων που απειλούν τη χρηματοοικονομική σταθερότητα στην Ένωση και που προκύπτουν από εξελίξεις εντός του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς και να λαμβάνει υπόψη μακροοικονομικές εξελίξεις, ώστε να αποτρέπει περιόδους χρηματοπιστωτικού κινδύνου ευρείας κλίμακας. Συμβάλλει στην ομαλή λειτουργία της εσωτερικής αγοράς και διασφαλίζει επομένως τη βιώσιμη συμβολή του χρηματοπιστωτικού τομέα στην οικονομική ανάπτυξη.

²⁷⁰ Παπαθανασίου-Ζάγουρας (2011), σελ. 47.

²⁷¹ Υπενθυμίζεται, ότι η ανεξαρτησία του ΕΣΚΤ κατοχυρώνεται στα άρθρα 130 και 283, παρ.3 της ΣΛΕΕ αλλά και στο άρθρο 7 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ.

²⁷² Άρθρο 7, παρ.3, Κανονισμός 1092/2010. Προβλέπεται επίσης ότι κανένα μέλος του Γ.Σ. (με ή χωρίς δικαίωμα ψήφου) δεν θα πρέπει να έχει αξίωμα στον χρηματοοικονομικό τομέα (*ibid*, άρθρο 7, παρ.2).

²⁷³ Άρθρο 19, παρ.1, Κανονισμός 1092/2010. Βλ. και αιτιολογικό του Κανονισμού, σημείο 23^ο. Τον Μάιο του 2012 το ΕΣΣΚ δημοσίευσε την πρώτη του Ετήσια Έκθεση που καλύπτει το πρώτο έτος λειτουργίας του, δηλαδή το έτος 2011. Βλ. ΕΚΤ (2011), «Ετήσια Έκθεση», σελ. 133. Ο πρόεδρος και αντιπρόεδρος του ΕΣΣΚ οφείλουν να εκθέσουν στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, στο πλαίσιο της δημόσιας ακρόασης, πώς προτίθενται να ασκήσουν τα καθήκοντά τους βάσει του Κανονισμού 1092/2010. Βλ. ΕΚΤ (2010), «Ετήσια Έκθεση», σελ. 191.

²⁷⁴ Άρθρο 19, παρ.5, Κανονισμός 1092/2010.

Με στόχο την επίτευξη της παραπάνω αποστολής, το ΕΣΣΚ επιφορτίζεται με τα ακόλουθα καθήκοντα τα οποία συνίστανται στο:²⁷⁵

(i) Να εντοπίζει και κατατάσσει τον συστημικό κίνδυνο βάσει προτεραιότητας. Μάλιστα, για να μπορεί ο κάθε ενδιαφερόμενος να εκτιμήσει ευκολότερα τη φύση του κινδύνου, το ΕΣΣΚ επεξεργάζεται έναν χρωματικό κώδικα. Αφού αποφασιστούν τα κριτήρια ταξινόμησης, το ΕΣΣΚ χρησιμοποιεί τον εν λόγω κώδικα προκειμένου να επισημάνει το επίπεδο του κινδύνου.²⁷⁶

Πρέπει στο σημείο αυτό να επισημανθεί, ότι σύμφωνα με την «Έκθεση de Larosière» συστημικής φύσεως κίνδυνοι μπορεί να προέλθουν από: (α) υπερβολική πιστωτική επέκταση, (β) δυσλειτουργία του νομισματικού και χρηματοπιστωτικού συστήματος με διεθνείς διαστάσεις, (γ) προβλήματα εποπτικής φύσης σε ευρωπαϊκό επίπεδο, (δ) δημοσιονομικές ανισορροπίες. Στη πρώτη περίπτωση το ΕΣΣΚ πρέπει να έρχεται σε επαφή με την αρμόδια εθνική εποπτική αρχή για τον τραπεζικό τομέα (είτε αυτή είναι εθνική είτε ανεξάρτητη διοικητική αρχή) στο κράτος μέλος όπου έχει εντοπιστεί το πρόβλημα και να παρέχει συμβουλές αναφορικά με τις ενέργειες που πρέπει να ληφθούν. Στη δεύτερη περίπτωση το ΕΣΣΚ πρέπει να προειδοποιεί σχετικά τους διεθνείς οργανισμούς και *fora* αρμόδια για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα (π.χ. ΔΝΤ, FSB, Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών) προκειμένου να καθοριστεί η ανάγκη συντονισμένης δράσης τόσο σε διεθνές όσο και σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Στη τρίτη περίπτωση το ΕΣΣΚ πρέπει να προειδοποιήσει τις τρεις ΕΕΑ ώστε αυτές να λάβουν τα κατάλληλα μέτρα. Τέλος, στη τέταρτη περίπτωση, το ΕΣΣΚ ενημερώνει σχετικά την ΟΔΕ.²⁷⁷

Σε κάθε περίπτωση, όταν και εφόσον οι κίνδυνοι αυτοί μπορεί να έχουν σοβαρή επίδραση στην πραγματική οικονομία, η Έκθεση προτείνει την άμεση ενημέρωση του προέδρου της ΟΔΕ και στη συνέχεια, την υιοθέτηση από την ΟΔΕ και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή συγκεκριμένης στρατηγικής ενεργειών (“action oriented strategy”) βάσει της οποίας οι σχετικοί κίνδυνοι θα αντιμετωπίζονται αποτελεσματικά με την ανάληψη πολιτικών ή ρυθμιστικών ενεργειών.²⁷⁸

(ii) Να εκδίδει προειδοποιήσεις (“warnings”) όταν οι συστημικοί κίνδυνοι θεωρούνται σημαντικοί και συστάσεις (“recommendations”) για επανορθωτικές ενέργειες ως αντίδραση στους κινδύνους που εντοπίστηκαν.²⁷⁹ Οι προειδοποιήσεις και οι συστάσεις που εκδίδει το ΕΣΣΚ απευθύνονται ή στην Ένωση συνολικά ή σε ένα ή περισσότερα κράτη μέλη ή σε μία ή

²⁷⁵ **Ibid**, άρθρο 3, παρ.2, στοιχ. α-ι.

²⁷⁶ Βλ. **Παπαθανασίου-Ζάγουρα (2011)**, σελ. 45 και **Κανονισμό 1092/2010**, αιτιολογικό, 18^ο σημείο.

²⁷⁷ Βλ. **Γκόρτσο (2009)**, σελ. 19-20.

²⁷⁸ **Ibid**.

²⁷⁹ Καθιερώνονται δύο μηχανισμοί προειδοποιήσεων περί επικείμενων κινδύνων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα: ο πρώτος είναι το «σύστημα έγκαιρης προειδοποίησης περί κινδύνων» (“early warning system”) ενώ ο δεύτερος είναι «το διαβαθμισμένο πλαίσιο προειδοποίησης περί κινδύνων» (“graduated risk warning framework”). Αναλυτικά, βλ. **Γκόρτσο (2009)**, σελ. 19. Οι μηχανισμοί προειδοποιήσεων αποτελούν σημαντικά αναλυτικά εργαλεία τα οποία υποβοηθούν το έργο του ΕΣΣΚ που σχετίζεται με την παρακολούθηση των κινδύνων. Η αξιολόγηση των συστημικών κινδύνων υποβοηθείται, ειδικότερα, από εργαλεία προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων σε μακροοικονομικό επίπεδο και από την ανάλυση των διαύλων μετάδοσης προκειμένου να εκτιμάται η πιθανή σοβαρότητα των επιμέρους κινδύνων. Η ανάλυση που διενεργείται και τα εργαλεία που χρησιμοποιούνται πρέπει να είναι ανώτατης ποιότητας, έτσι ώστε να παρέχονται στο ΕΣΣΚ οι καλύτερες δυνατές πληροφορίες. Βλ. **ΕΚΤ (2010)**, «Ετήσια Έκθεση», σελ. 193.

περισσότερες ΕΕΑ ή σε μία ή περισσότερες εθνικές εποπτικές αρχές.²⁸⁰ Παρ' όλο που οι προειδοποιήσεις και οι συστάσεις δεν αποτελούν νομικά δεσμευτικές πράξεις ("soft law"), οι αποδέκτες τους θα πρέπει να λαμβάνουν μέτρα για την πραγματοποίησή τους και να παρέχουν επαρκή αιτιολόγηση σε περίπτωση αδράνειας (αρχή "comply or explain").²⁸¹

Αξίζει να σημειωθεί ότι είναι στη διακριτική ευχέρεια του ΕΣΣΚ να αποφασίζει αν μια σύσταση ή προειδοποίηση πρέπει να παραμένει εμπιστευτική ή να δημοσιοποιηθεί. Στη τελευταία περίπτωση, η απόφαση λαμβάνεται από το Γ.Σ. με απόλυτη πλειοψηφία.²⁸²

(iii) Να συνεργάζεται στενά και να ανταλλάσσει πληροφορίες με όλους τους συμμετέχοντες στο ΕΣΧΕ σχετικά με τους συστημικούς κινδύνους. Το ΕΣΣΚ θέτει στη διάθεση των ΕΕΑ τις απαιτούμενες για την επιτέλεση των εργασιών τους πληροφορίες όσον αφορά τους κινδύνους.²⁸³ Οι τρεις Αρχές, το ΕΣΚΤ, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, οι εθνικές εποπτικές αρχές και οι εθνικές στατιστικές αρχές συνεργάζονται στενά με το ΕΣΣΚ και του παρέχουν όλες τις πληροφορίες που απαιτούνται για την εκπλήρωση των καθηκόντων του.²⁸⁴ Με αυτό τον τρόπο θεσμοθετείται η συνεργασία, η ανταλλαγή και η ανάλυση²⁸⁵ πληροφοριών κρίσιμων για τη συστημική σταθερότητα μεταξύ εποπτικών αρχών σε διασυνοριακό επίπεδο και η υποχρεωτική συνεργασία μεταξύ μακρο-προληπτικής επίβλεψης και μικρο-προληπτικής εποπτείας. Προσδίδεται έτσι μια ευρωπαϊκή διάσταση στην αλληλεπίδρασή τους που όμοιά της δεν έχει υπάρξει ως τώρα σε τέτοιο βαθμό για το χρηματοπιστωτικό σύστημα.²⁸⁶

(iv) Να συντονίζει τη δράση του με εκείνη των διεθνών χρηματοπιστωτικών οργανισμών και fora, ιδίως με το ΔΝΤ και το FSB, καθώς και με τους συναφείς φορείς σε τρίτες χώρες για θέματα σχετικά με τη μακρο προληπτική επίβλεψη με σκοπό να συμβάλλει η Ένωση στη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας όχι μόνο σε ευρωπαϊκό αλλά και σε διεθνές επίπεδο. Όπως χαρακτηρίστηκε αναφέρεται στο ιδρυτικό κείμενο του ΕΣΣΚ

²⁸⁰ Άρθρο 16, παρ. 2, **Κανονισμός 1092/2010**. Κατά το άρθρο 17 του εν λόγω Κανονισμού το ΕΣΣΚ δύναται να παρακολουθεί επίσης τη συμμόρφωση προς τις προειδοποιήσεις και τις συστάσεις του ώστε να διασφαλίζεται ότι αυτές τηρούνται πράγματι ("follow up").

²⁸¹ **Ibid**, αιτιολογικό, σημείο 20°. Μάλιστα, προβλέπεται ότι προκειμένου να ενισχυθεί η επιρροή και η νομιμότητά τους, οι εν λόγω προειδοποιήσεις και συστάσεις θα πρέπει επίσης να διαβιβάζονται, σύμφωνα με αυστηρούς κανόνες περί απορρήτου, στο Συμβούλιο και στην Επιτροπή και, όταν απευθύνονται σε μία ή περισσότερες εθνικές εποπτικές αρχές, στις ΕΕΑ. Βλ. **Κανονισμό 1092/2010**, αιτιολογικό, σημείο 19°.

²⁸² Άρθρο 18, παρ.1, **Κανονισμός 1092/2010**. Αξίζει να σημειωθεί, ότι οι προειδοποιήσεις και οι συστάσεις αποτελούν και τα μόνα μέσα που διαθέτει το ΕΣΣΚ για να πετύχει τον σκοπό του, καθώς από το κανονιστικό πλαίσιο δεν του έχει εκχωρηθεί η εξουσία ανάληψης ουσιαστικής δράσης με σκοπό να επιβάλλει τα κατάλληλα διορθωτικά μέτρα για την πρόληψη του συστημικού κινδύνου. Βλ. **Shoenmaker (2012)**, σελ. 8.

²⁸³ Άρθρο 15, παρ.1, **Κανονισμός 1092/2010**.

²⁸⁴ **Ibid**, άρθρο 15, παρ.2. Όπως υποστηρίζεται, η επιτυχία του ΕΣΣΚ θα εξαρτηθεί σε πολύ μεγάλο βαθμό από τη διαθεσιμότητα υψηλής ποιότητας και έγκαιρων πληροφοριών που θα του επιτρέπουν να διενεργεί την μακρο-προληπτική επίβλεψη. Βλ. **Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο (2011)**, σελ. 28. Αν και για την ανταλλαγή πληροφοριών συνεργάζεται στενά με τις αρμόδιες αρχές, το ΕΣΣΚ επιλέγει το ίδιο ποιες πληροφορίες θα συλλέγει ώστε να αναλύει κινδύνους που ενδεχομένως συσσωρεύονται στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Βλ. άρθρο 5, παρ.1, **Κανονισμός 1096/2010**.

²⁸⁵ Σύμφωνα με την ΕΚΤ η χρηματοπιστωτική κρίση αποκάλυψε σημαντικές ανεπάρκειες όσον αφορά την αποτελεσματική ανάλυση των διαθέσιμων πληροφοριών. Βλ. **ΕΚΤ (2009)**, «*Ετήσια Έκθεση*», σελ. 162.

²⁸⁶ **Παπαθανασίου-Ζάγουρας (2011)**, σελ. 45-46. Άλλωστε, ο στόχος της μεταρρύθμισης του ευρωπαϊκού θεσμικού πλαισίου του χρηματοπιστωτικού συστήματος ήταν να εξασφαλιστεί μια ομαλότερη αλληλεπίδραση μεταξύ μακρο-προληπτικής και μικρο-προληπτικής εποπτείας. Βλ. **ΤτΕ (2009)**, «*Ενδιάμεση Έκθεση για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα*», Δεκέμβριος, σελ. 65.

«δεδομένης της ολοκλήρωσης των διεθνών χρηματοοικονομικών αγορών και τον κίνδυνο μεταδοτικότητας των χρηματοοικονομικών κρίσεων, χρειάζεται ισχυρή δέσμευση της Ένωσης σε παγκόσμιο επίπεδο» και γι' αυτό το ΕΣΣΚ θα «αναλάβει όλες τις παγκόσμιας εμβέλειας αρμοδιότητες που απαιτούνται για να εξασφαλιστεί ότι η φωνή της Ένωσης θα γίνεται ακουστή σε θέματα σχετικά με τη χρηματοοικονομική σταθερότητα, ιδίως μέσω στενής συνεργασίας με το ΔΝΤ και το FSB, από τα οποία αναμένεται να απευθύνουν έγκαιρες προειδοποιήσεις σχετικά με μακρο-προληπτικούς κινδύνους σε παγκόσμιο επίπεδο, καθώς και τους εταίρους της G-20».²⁸⁷

4. Ανάθεση «ειδικών καθηκόντων» στην ΕΚΤ-γραμματειακή υποστήριξη στο ΕΣΣΚ

Στις 17 Νοεμβρίου, λίγο πριν την ενσωμάτωση στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό δίκαιο των τριών νέων ΕΕΑ και του ΕΣΣΚ υιοθετήθηκε, μέσω της «εκμετάλλευσης» του άρθρου 127, παρ.6 της ΣΛΕΕ, ο Κανονισμός 1096/2010²⁸⁸ του Συμβουλίου με τον οποίο ανατέθηκαν στην ΕΚΤ «ειδικά καθήκοντα» όσον αφορά τη λειτουργία του ΕΣΣΚ με την αιτιολογία ότι μπορεί να συνεισφέρει σημαντικά στην αποτελεσματική μακρο-προληπτική επίβλεψη του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς η ΕΚΤ έχει ήδη την κατάλληλη οργάνωση και υποδομή στα θέματα μακρο-προληπτικής παρακολούθησης και ανάλυσης των χρηματοπιστωτικών αγορών.²⁸⁹

Τα «ειδικά καθήκοντα» αποσκοπούν στη γραμματειακή υποστήριξη του ΕΣΣΚ η οποία, όπως υποστηρίζεται, συνάδει απόλυτα με το νομικό πλαίσιο που διέπει τις αρμοδιότητες της ΕΚΤ καθώς δεν επιδρά στα άλλα καθήκοντα της βάσει του άρθρου 127 της ΣΛΕΕ και άρθρου 3 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ. Συγκεκριμένα, τα καθήκοντα με τα οποία ο Κανονισμός 1096/2010 επιφορτίζει την ΕΚΤ έχουν χαρακτήρα υποστήριξης του ΕΣΣΚ στα πλαίσια της μακρο-προληπτικής επίβλεψης στην Ένωση και συνεπώς συνάδουν με τα υπόλοιπα καθήκοντα της ΕΚΤ στο πεδίο της μικρο-προληπτικής εποπτείας. Πολύ περισσότερο αφού η γραμματειακή υποστήριξη της ΕΚΤ δεν εκτείνεται σε θέματα μικρο-προληπτικής εποπτείας επί των ασφαλιστικών επιχειρήσεων.²⁹⁰

Σύμφωνα λοιπόν με τον Κανονισμό 1096/2010, η ΕΚΤ θα πρέπει να διασφαλίζει την παροχή γραμματείας στο ΕΣΣΚ και, ως προς τον σκοπό αυτό, θα πρέπει να παρέχει επαρκείς ανθρώπινους και οικονομικούς πόρους στο ΕΣΣΚ.²⁹¹ Η γραμματεία είναι αρμόδια για τις τρέχουσες δραστηριότητες του ΕΣΣΚ²⁹² και στελεχώνεται από 25 εξειδικευμένους υπαλλήλους.²⁹³ Επικεφαλής της γραμματείας ορίζεται από την ΕΚΤ, κατόπιν διαβούλευσης

²⁸⁷ **Κανονισμός 1092/2010**, αιτιολογικό, σημείο 7°. Πρέπει να επισημανθεί, ότι οι αδυναμίες των ισχυουσών ρυθμίσεων μακρο-προληπτικής εποπτείας είχαν δραματικές συνέπειες όχι μόνο στο ευρωπαϊκό αλλά και στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Στο πλαίσιο αυτό, η G-20 αποφάσισε να ενισχύσει τους διεθνείς μηχανισμούς για την διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας σε παγκόσμιο επίπεδο, με το νεοσύσταθέν FSB να καλείται να συνεργαστεί στενά με το ΔΝΤ στην έκδοση έγκαιρων προειδοποιήσεων για μακρο-προληπτικούς κινδύνους σε παγκόσμιο επίπεδο.

²⁸⁸ **Κανονισμός 1096/2010** του Συμβουλίου της 17.11.2010 «για την ανάθεση ειδικών καθηκόντων στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα όσον αφορά τη λειτουργία του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου» (ΕΕ L 331, 15.12.2010, σελ. 162-164).

²⁸⁹ **Κανονισμός 1096/2010**, αιτιολογικό, 7° σημείο.

²⁹⁰ **Παπαθανασίου-Ζάγουρας (2011)**, σελ. 42, 46.

²⁹¹ Άρθρο 3, παρ.1, **Κανονισμός 1096/2010** και αιτιολογικό, σημείο 8°.

²⁹² **Ibid**, άρθρο 4, παρ.4.

²⁹³ **ΕΚΤ (2011)**, «Ετήσια Έκθεση», σελ. 133.

με το Γ.Σ. του ΕΣΣΚ²⁹⁴ και είναι υποχρεωμένος να ακολουθεί τις οδηγίες που του δίνουν ο Πρόεδρος και η Διευθύνουσα Επιτροπή του ΕΣΣΚ.²⁹⁵

Ειδικότερα, η παροχή γραμματείας από την ΕΚΤ συνίσταται στην υποστήριξη σε επίπεδο αναλύσεων, στατιστικών, διοικητικής και υλικοτεχνικής μέριμνας στο ΕΣΣΚ. Η αποστολή της γραμματείας περιλαμβάνει τα ακόλουθα:²⁹⁶

- την προετοιμασία των συνεδριάσεων του ΕΣΣΚ και την υποστήριξη των εργασιών του Γ.Σ, της Διευθύνουσας Επιτροπής, της Συμβουλευτικής Τεχνικής Επιτροπής και της Συμβουλευτικής Επιστημονικής Επιτροπής,
- σύμφωνα με το άρθρο 5 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ, την συγκέντρωση και την επεξεργασία πληροφοριών, συμπεριλαμβανομένων των στατιστικών πληροφοριών, εξ ονόματος και με σκοπό την εκπλήρωση των καθηκόντων του ΕΣΣΚ,²⁹⁷
- την προπαρασκευή των αναλύσεων που απαιτούνται για την άσκηση των καθηκόντων του ΕΣΣΚ, αξιοποιώντας τις τεχνικές συμβουλές των εθνικών και εποπτικών αρχών,
- την παροχή υποστήριξης στο ΕΣΣΚ στο πλαίσιο της διεθνούς συνεργασίας που αυτό αναπτύσσει σε διοικητικό επίπεδο με άλλους συναφείς φορείς για μακρο-προληπτικά θέματα.

Το 2011, το πρώτο έτος λειτουργίας του ΕΣΣΚ, η συμβολή της ΕΚΤ αφορούσε κυρίως την τακτική παρακολούθηση, τον εντοπισμό και την αξιολόγηση των συστημικών κινδύνων σε επίπεδο ΕΕ. Εκτός από τις τακτικές δραστηριότητες εποπτείας και αξιολόγησης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, το έργο της ΕΚΤ περιλάμβανε επίσης την ανάπτυξη και βελτίωση αναλυτικών εργαλείων και μεθοδολογιών, με την επικουρία και του *Δικτύου Μακρο-προληπτικής Έρευνας* του ΕΣΚΤ, το οποίο ιδρύθηκε το 2010 από το Γ.Σ. της ΕΚΤ με σκοπό την υποστήριξη του έργου του ΕΣΣΚ. Στο πλαίσιο του δικτύου, ερευνητές του ΕΣΚΤ μελετούν εννοιολογικά πλαίσια, υποδείγματα και εργαλεία μακρο-προληπτικής εποπτείας και γνωστοποιούν τα συναφή πορίσματα. Η έρευνα αποτελείται από τρεις τομείς: Ο *πρώτος* αφορά την ανάπτυξη υποδειγμάτων που συνδέουν τη χρηματοπιστωτική αστάθεια και τις επιδόσεις της οικονομίας (*“macro-financial models”*). Ο *δεύτερος* αφορά τα συστήματα έγκαιρης προειδοποίησης και τους δείκτες συστημικού κινδύνου και είναι περισσότερο

²⁹⁴ Άρθρο 3, παρ.2, **Κανονισμός 1096/2010**.

²⁹⁵ **Ibid**, άρθρο 4, παρ.1.

²⁹⁶ **Ibid**, άρθρο 2, παρ.1, στοιχ. α-ε.

²⁹⁷ Υπενθυμίζεται, ότι νομική βάση για τη συλλογή στατιστικών πληροφοριών από την ΕΚΤ αποτελεί και το άρθρο 2, παρ.1 του **Κανονισμού 2533/98** του Συμβουλίου *«σχετικά με τη συλλογή στατιστικών πληροφοριών από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα»*. Η ΕΚΤ συμβάλλει σημαντικά στο έργο του ΕΣΣΚ που αφορά την εποπτεία και την ανάλυση κινδύνων μέσω τριμηνιαίας μακρο-προληπτικής επισκόπησης που παρουσιάζει στατιστικά στοιχεία και δείκτες αναλυτικά κατά είδος κινδύνου (μακροοικονομικό, πιστωτικό, κίνδυνο αγοράς, κίνδυνο ρευστότητας και χρηματοδότησης), τις διασυνδέσεις και ανισορροπίες, την κερδοφορία και τη φερεγγυότητα. Αυτή η τριμηνιαία επισκόπηση βασίζεται σε στοιχεία από διαφορετικές πηγές, όπως το ΕΣΚΤ, οι ΕΕΑ, καθώς και ιδιωτικοί οργανισμοί παροχής οικονομικών πληροφοριών της αγοράς. Βλ. **ΕΚΤ (2011)**, *«Ετήσια Έκθεση»*, σελ. 136. Επιπλέον, το ΕΣΚΤ ανέπτυξε μια διαδικασία για τη διενέργεια ad hoc ερευνών ώστε να είναι δυνατή η έγκαιρη ανταπόκριση σε συγκεκριμένες στατιστικές ανάγκες του ΕΣΣΚ. Απαραίτητη προϋπόθεση για την παροχή της εν λόγω στατιστικής υποστήριξης στο ΕΣΣΚ είναι η στενή συνεργασία μεταξύ της ΕΚΤ και των ΕΕΑ. Βλ. **ΕΚΤ (2010)**, *«Ετήσια Έκθεση»*, σελ. 195.

λειτουργικού χαρακτήρα, ενώ ο *τρίτος τομέας* έχει να κάνει με την αξιολόγηση των κινδύνων μετάδοσης δυσμενών επιδράσεων.²⁹⁸

Συμπερασματικά, με τους Κανονισμούς 1092/2010 και 1096/2010 καθιερώθηκε για πρώτη φορά, σε ευρωπαϊκό επίπεδο, ένα συγκεκριμένο ρυθμιστικό πλαίσιο για την μακρο-προληπτική επίβλεψη του χρηματοπιστωτικού συστήματος με στόχο την αντιμετώπιση του συστημικού κινδύνου. Πρόκειται για μία νέα εποπτική αρμοδιότητα η οποία διαφοροποιείται τόσο από την μικρο-προληπτική εποπτεία όσο και από την νομισματική πολιτική.²⁹⁹

Αξίζει επίσης να σημειωθεί, ότι είναι η πρώτη φορά που ενεργοποιείται, μετά τη Συνθήκη του Μάαστριχτ, το άρθρο 127, παρ.6 της ΣΛΕΕ³⁰⁰ αλλά εν μέρει, καθώς αφορά την μακρο-προληπτική επίβλεψη και όχι την μικρο-προληπτική εποπτεία των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, καθώς η «Εκθεση de Larosière» απέκλεισε το ενδεχόμενο αναγωγής της ΕΚΤ σε φορέα άσκησης της μικρο-προληπτικής εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα,³⁰¹ επικαλούμενη τη σύγκρουση συμφερόντων που υφίσταται μεταξύ της προληπτικής εποπτείας και της νομισματικής σταθερότητας,³⁰² επισημαίνοντας ότι στην ΕΚΤ θα πρέπει να ανατεθούν καθήκοντα σε σχέση με την μακρο-προληπτική επίβλεψη του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

²⁹⁸ Αναλυτικά, βλ. ΕΚΤ (2011), «Ετήσια Έκθεση», σελ. 134-136.

²⁹⁹ Παπαθανασίου-Ζάγουρας (2011), σελ. 43-44.

³⁰⁰ Άρθρο 105, παρ.6, ΣΕΚ.

³⁰¹ «Εκθεση de Larosiere», παρ. 146.

³⁰² «Εκθεση de Larosiere», παρ. 171-172. Βλ. και Ferrarini-Chiodini (2009), “Regulating cross-border banks in Europe: a comment on the de Larosière report and a modest proposal”, CMLJ, June 9th, διαθέσιμο στο: http://cmlj.oxfordjournals.org/content/4/suppl_1/S123.full. Υπάρχουν, ωστόσο, απόψεις που δεν συμφωνούν με τη συγκεκριμένη θέση της «Ομάδας de Larosiere» και οι οποίες υποστηρίζουν ότι έχει έρθει η ώρα η ΕΚΤ να αναλάβει την αρμοδιότητα της μικρο-προληπτικής εποπτείας σε υπερεθνικό επίπεδο. Βλ. Whelan (2009), σελ. 1-2.

ΚΑΦΑΛΑΙΟ 4⁰

Η ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΟΙ ΕΝΕΡΓΕΙΕΣ ΤΗΣ ΕΚΤ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

1. Η στρατηγική της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ

1.1 Ο ορισμός της σταθερότητας των τιμών

Αν και στη ΣΛΑΕΕ και στο Καταστατικό του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ διατυπώνεται ξεκάθαρα ότι ο πρωταρχικός στόχος της ΕΚΤ είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, στην ουσία όμως δεν ορίζεται η σημασία του όρου «σταθερότητα των τιμών».³⁰³ Για το λόγο αυτό, στις 13 Οκτωβρίου 1998, το Δ.Σ. της ΕΚΤ ανακοίνωσε τον ακόλουθο ποσοτικό ορισμό: «*Σταθερότητα των τιμών ορίζεται ως η ετήσια αύξηση του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (Harmonised Index of Consumer Prices, «ΕΔΤΚ») για τη Ζώνη του Ευρώ με ρυθμό μικρότερο του 2%*».³⁰⁴ Ο ορισμός αυτός επιβεβαιώθηκε από το Δ.Σ. στη συνεδρίασή του στις 8 Μαΐου 2003, όπου διασαφηνίστηκε ότι «*κατά την επιδίωξη της σταθερότητας των τιμών*», το Δ.Σ. «*επιδιώκει τη διατήρηση ρυθμών πληθωρισμού κάτω, αλλά πλησίον του 2%, μεσοπρόθεσμα*».³⁰⁵

Ο όρος «μεσοπρόθεσμα» αντικατοπτρίζει τη συναίνεση ότι η νομισματική πολιτική δεν μπορεί να επιχειρεί την εξομάλυνση των τιμών ή του πληθωρισμού σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα (εβδομάδες ή μήνες). Οι αλλαγές στη νομισματική πολιτική επηρεάζουν τις τιμές μόνο με χρονική υστέρηση και το μέγεθος των ενδεχόμενων επιπτώσεων είναι δύσκολο να προβλεφτεί. Το γεγονός αυτό υποδηλώνει ότι η νομισματική πολιτική δεν μπορεί να αντισταθμίσει τις απροσδόκητες διαταραχές του επιπέδου των τιμών σε σύντομο χρονικό διάστημα. Επομένως, κάποια βραχυπρόθεσμη μεταβλητότητα του πληθωρισμού είναι αναπόφευκτη.³⁰⁶ Τέλος, το «πλησίον» προστέθηκε προκειμένου να δημιουργηθεί ένα περιθώριο ασφαλείας πάνω από το μηδενικό πληθωρισμό με σκοπό την προστασία από κινδύνους μείωσης του γενικού επιπέδου των τιμών (αποπληθωρισμός).³⁰⁷

1.2 Οι δύο πυλώνες της στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ

Αφού προσδιορίσει τον στόχο της νομισματικής πολιτικής στην Ευρωζώνη, στη συνέχεια η ΕΚΤ αναλύει τη στρατηγική με την οποία θα το επιτύχει. Για να το επιτύχει, η ΕΚΤ χρειάζεται να αναλύει ενδελεχώς τις οικονομικές και νομισματικές εξελίξεις. Το πλαίσιο που χρησιμοποιεί η ΕΚΤ για την οργάνωση, την εξέταση και τη διασταύρωση των πληροφοριών που κρίνονται συναφείς για την αξιολόγηση των κινδύνων διατάραξης της σταθερότητας των τιμών βασίζεται σε δύο προσεγγίσεις ανάλυσης που αλληλοσυμπληρώνονται, οι οποίες αναφέρονται και ως οι δύο «πυλώνες» (“two pillar strategy”).³⁰⁸

³⁰³ **Amttenbrik (1999)**, σελ. 203.

³⁰⁴ **ΕΚΤ (1999)**, «*Στρατηγική Νομισματικής πολιτικής του ΕΣΚΤ προσανατολισμένη στη σταθερότητα*», Δελτίο Τύπου, 13 Οκτωβρίου.

³⁰⁵ **ΕΚΤ (2003)**, «*Η Στρατηγική Νομισματικής Πολιτικής της ΕΚΤ*», Δελτίο Τύπου, 8 Μαΐου, διαθέσιμο στο: http://www.ecb.int/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.el.html. Ο πληθωρισμός ορίζεται ως ο ρυθμός μεταβολής του γενικού επιπέδου των τιμών, γεγονός που συνεπάγεται τη μείωση της αγοραστικής δύναμης του χρήματος.

³⁰⁶ **Σαχινίδης (2004)**, σελ. 242.

³⁰⁷ **Γκαργκάνας (2008)**, σελ. 65.

³⁰⁸ **ΕΚΤ (2000)**, «*Οι δύο πυλώνες της Στρατηγικής της ΕΚΤ για τη Νομισματική Πολιτική*», Μηνιαίο Δελτίο, Νοέμβριος, σελ. 41-53. Βλ. και **Sheller (2006)**, σελ. 83-84.

1.2.1 Ο πυλώνας της οικονομικής ανάλυσης

Ο *πρώτος πυλώνας*, ο οποίος αναβαθμίστηκε μετά τη αναθεώρηση του στόχου της νομισματικής πολιτικής τον Μάιο του 2003,³⁰⁹ περιλαμβάνει την *οικονομική ανάλυση* με την οποία η ΕΚΤ προσδιορίζει μια σειρά από μεταβλητές, οι οποίες προσφέρουν σημαντική πληροφόρηση και συμβάλλουν στην πρόβλεψη του μελλοντικού πληθωρισμού. Στο επίκεντρο της οικονομικής ανάλυσης βρίσκεται κυρίως η αξιολόγηση των τρεχουσών οικονομικών και χρηματοπιστωτικών εξελίξεων,³¹⁰ καθώς και των συνακόλουθων βραχυπρόθεσμων και μεσοπρόθεσμων κινδύνων για τη σταθερότητα των τιμών.

1.2.2 Ο πυλώνας της νομισματικής ανάλυσης

Ο *δεύτερος πυλώνας* της στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ περιλαμβάνει τη *νομισματική ανάλυση*.³¹¹ Δεδομένου ότι ο πληθωρισμός είναι, σε τελική ανάλυση, ένα νομισματικό φαινόμενο, θα πρέπει να δοθεί ένας εξέχων ρόλος στο χρήμα στο πλαίσιο αυτής της στρατηγικής. Αυτή η απόφαση ελήφθη καθώς υφίσταται στενή σχέση μεταξύ της προσφοράς χρήματος και του πληθωρισμού, τόσο μεσοπρόθεσμα, όσο και μακροπρόθεσμα. Μέχρι το 2003, η ΕΚΤ χρησιμοποιούσε μια τιμή αναφοράς για το νομισματικό μέγεθος M3,³¹² την οποία είχε ορίσει στο 4,5% προκειμένου να προσδιορίσει τη νομισματική επέκταση. Στη συνέχεια, όμως, η ΕΚΤ τόνισε, ότι το ποσοστό 4,5% που αφορά στην προσφορά χρήματος δεν πρέπει να θεωρείται στόχος, αλλά «στοιχείο αναφοράς». Αυτό σημαίνει ότι, αν η πραγματική αύξηση του M3 υπερβαίνει τον καθορισμένο στόχο, είναι στη διακριτική ευχέρεια της ΕΚΤ να πάρει τα κατάλληλα μέτρα (π.χ. αυξάνοντας τα επιτόκια) για να μειώσει τον ρυθμό αύξησης του M3.³¹³

Σύμφωνα με την ΕΚΤ,³¹⁴ η στρατηγική των δύο πυλώνων θεωρείται πολύ σημαντική για τη νομισματική πολιτική που αυτή ασκεί, καθώς εκτιμάται ότι ενισχύει τη φερεγγυότητα της αξιολόγησης των οικονομικών συνθηκών και των πληθωριστικών κινδύνων. Μέσω των δύο πυλώνων πιστεύεται ότι παρέχεται ένα διευρυμένο σύνολο στοιχείων και πληροφοριών σχετικά με τη συμπεριφορά των οικονομικών και νομισματικών μεγεθών, που σ' ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο και αβέβαιο οικονομικό περιβάλλον περιορίζει την πιθανότητα λανθασμένων εκτιμήσεων και στατιστικών λαθών. Επιπρόσθετα, η ΕΚΤ, με σκοπό την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας των εκτιμήσεων της, προβαίνει και σε τακτική αξιολόγηση των

³⁰⁹ Σαχινίδης (2004), σελ. 238-239.

³¹⁰ Στις οικονομικές και χρηματοπιστωτικές εξελίξεις περιλαμβάνονται: οι μισθοί, η συναλλαγματική ισοτιμία, οι τιμές και οι αποδόσεις των ομολόγων, διάφορα μέτρα της πραγματικής οικονομικής δραστηριότητας, δείκτες της δημοσιονομικής πολιτικής, δείκτες τιμών και κόστους, καθώς και έρευνες για τις επιχειρήσεις και τους καταναλωτές.

³¹¹ Με την αναθεωρημένη στρατηγική, ο πυλώνας της νομισματικής ανάλυσης θα χρησιμοποιείται για να διασταυρωθούν σε μεσο-μακροπρόθεσμη βάση οι βραχυπρόθεσμες ενδείξεις για τους κινδύνους διατάραξης της σταθερότητας των τιμών που απορρέουν από τον πυλώνα της οικονομικής ανάλυσης. Βλ. Σαχινίδη (2004), σελ. 238. Επισημαίνεται, ότι ο πυλώνας της νομισματικής ανάλυσης αποτελεί στη ουσία έκφραση της επίδρασης του μονεταρισμού στη στρατηγική της ΕΚΤ, που, με τη σειρά της, είναι, σε σημαντικό βαθμό, αποτέλεσμα της επίδρασης της μονεταριστικής «κουλτούρας» της Bundesbank. Έτσι, κατά τον Svensson (2000), σελ. 95-99, η στρατηγική της ΕΚΤ είναι το αποτέλεσμα του συνδυασμού της μονεταριστικής πολιτικής της Bundesbank και της στρατηγικής πληθωρισμού-στόχου που είχαν και έχουν υιοθετήσει οι περισσότερες ΚΤ.

³¹² Το M3 περιλαμβάνει: το άθροισμα των ρευστών διαθέσιμων εκτός του τραπεζικού συστήματος, το σύνολο των καταθέσεων όψεως, τις καταθέσεις ταμειευτηρίου και προθεσμίας, τα τραπεζικά ομόλογα και τις τραπεζικές συμφωνίες επαναγοράς (repos).

³¹³ De Grauwe (2008), σελ. 332.

³¹⁴ ΕΚΤ (2000), «Οι δύο πυλώνες της Στρατηγικής της ΕΚΤ για τη Νομισματική Πολιτική», Μηνιαίο Δελτίο, Νοέμβριος, σελ. 41-53.

αποτελεσμάτων που εξάγονται από τους δύο πυλώνες. Θεωρείται, πως η διαδικασία αυτή συμβάλλει στο να προσδιοριστεί με σχετική επιτυχία το μέγεθος, η φύση, η διαφορετική χρονική διάσταση και οι πληθωριστικές επιπτώσεις των οικονομικών διαταραχών. Με τον τρόπο αυτό, η ΕΚΤ εκτιμά ότι οι δύο πυλώνες διασφαλίζουν τη συνέπεια της αντιπληθωριστικής πολιτικής της και, ταυτόχρονα, ενισχύουν τη διαφάνεια και την επικοινωνία της με τους πολίτες και της αγορές.³¹⁵ Με βάση τις εκτιμήσεις αυτές, η ΕΚΤ υποστηρίζει ότι οι δύο πυλώνες διαμορφώνουν μια αποτελεσματική προσέγγιση η οποία μπορεί να συμβάλλει καθοριστικά στην ενίσχυση της αξιοπιστίας και της αποτελεσματικότητας της ασκούμενης νομισματικής πολιτικής.³¹⁶

2. Μέσα επίτευξης νομισματικής πολιτικής

Σύμφωνα με το άρθρο 12.1 (α' εδάφιο) του Καταστατικού του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ «...το Δ.Σ. διαμορφώνει τη νομισματική πολιτική της Ένωσης, συμπεριλαμβανομένων, όπου χρειάζεται, αποφάσεων σχετικών με ενδιάμεσους νομισματικούς στόχους, βασικά επιτόκια και προσφορά διαθεσίμων στο ΕΣΚΤ, και χαράζει τις απαραίτητες κατευθυντήριες γραμμές για την εκτέλεσή τους. Η Εκτελεστική Επιτροπή θέτει σε εφαρμογή τη νομισματική πολιτική σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές και τις αποφάσεις που θεσπίζονται από το Δ.Σ. Ενεργώντας έτσι, η Εκτελεστική Επιτροπή δίνει τις απαραίτητες οδηγίες στις ΕθνΚΤ».³¹⁷

Για να επιτύχουν τους σκοπούς τους, τόσο η ΕΚΤ, όσο και οι ΕθνΚΤ των κρατών μελών με νόμισμα το ευρώ, στο πλαίσιο της λειτουργικής τους ανεξαρτησίας, διαθέτουν ένα σύνολο εργαλείων και διαδικασιών (λειτουργικό πλαίσιο) για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής,³¹⁸ η οποία, στα πλαίσια του Ευρωσυστήματος, ασκείται σύμφωνα με την αρχή της αποκέντρωσης, καθώς κατά τη διάταξη του άρθρου 9.2 του Καταστατικού, η ΕΚΤ διασφαλίζει ότι η αποστολή που έχει ανατεθεί στο ΕΣΚΤ εκτελείται «είτε με δικές της πρωτοβουλίες, είτε μέσω των ΕθνΚΤ».³¹⁹ Επομένως, όταν η αποστολή που έχει ανατεθεί στο ΕΣΚΤ εκτελείται μέσω των ΕθνΚΤ, τότε οι ΕθνΚΤ πρέπει να ενεργούν σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές και οδηγίες της ΕΚΤ.

³¹⁵ Σύμφωνα με την ΕΚΤ, η ενίσχυση και θωράκιση της αξιοπιστίας της όσον αφορά τη νομισματική πολιτική που αυτή εφαρμόζει, προϋποθέτει τη θέσπιση «καναλιών» επικοινωνίας με το κοινό και τις χρηματαγορές, ώστε να παρέχεται επαρκής πληροφόρηση για τυχόν κινδύνους διατάραξης της σταθερότητας των τιμών και για τις ενέργειές της σχετικά με την άσκηση της νομισματικής της πολιτικής, ειδικά σε ένα περιβάλλον οικονομικής αβεβαιότητας. Με αυτόν τον τρόπο, η ΕΚΤ εκτιμά ότι ο κάθε ενδιαφερόμενος θα έχει εκ των προτέρων ενημέρωση για την αποφασιστικότητα της να αποτρέψει πιθανές πληθωριστικές πιέσεις. Βλ. **ECB (2001)**, “The External Communication of the European Central Bank”, Monthly Bulletin, February, σελ. 59-65.

³¹⁶ **ECB (2010)**, “The ECB’s Monetary Policy Stance During the Financial Crises”, Monthly Bulletin, January, σελ. 64, 66.

³¹⁷ Άρθρο 12.1, β' εδάφιο, Καταστατικό. Σύμφωνα με το άρθρο 14.3 του Καταστατικού, οι ΕθνΚΤ αποτελούν αναπόσπαστο μέρος του ΕΣΚΤ και ενεργούν σύμφωνα με τις Κατευθυντήριες γραμμές και Οδηγίες της ΕΚΤ. Οι ΕθνΚΤ, όμως, μπορούν να εκτελούν και λειτουργίες άλλες από εκείνες που καθορίζονται στο Καταστατικό, εκτός και εάν το Δ.Σ. αποφανθεί ότι οι λειτουργίες αυτές παρακωλύουν τους στόχους και τα καθήκοντα του ΕΣΚΤ (Καταστατικό, άρθρο 14.4).

³¹⁸ Ένα αποτελεσματικό και αποδοτικό λειτουργικό πλαίσιο άσκησης νομισματικής πολιτικής πρέπει να: (α) είναι σύμφωνο με τους στόχους και τη στρατηγική της ασκούμενης νομισματικής πολιτικής, (β) διασφαλίζει την αποτελεσματική επικοινωνία μεταξύ της ΚΤ και των αγορών, (γ) συνάδει με τις αρχές της οικονομίας της αγοράς, συμβάλλοντας στην αποτελεσματική κατανομή των πόρων. Τα τρία αυτά κριτήρια αποτέλεσαν τις κατευθυντήριες γραμμές για το σχεδιασμό του λειτουργικού πλαισίου της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Βλ. **Issing-Gaspar-Angeloni-Tristani (2001)**, σελ. 112-114.

³¹⁹ Το αποκεντρωμένο σύστημα λειτουργίας του Ευρωσυστήματος σημαίνει ότι οι αντισυμβαλλόμενοι συμμετέχουν στις πράξεις νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ μέσω της ΕθνΚΤ του κράτους μέλους όπου είναι εγκατεστημένοι. Βλ. **Sheller (2006)**, σελ. 86-87.

Το Ευρωσύστημα διαθέτει τα ακόλουθα μέσα άσκησης της νομισματικής πολιτικής.³²⁰

2.1 Πράξεις ανοιχτής αγοράς (open market operations)³²¹

Με τη διενέργεια πράξεων ανοιχτής αγοράς επιδιώκεται ο επηρεασμός των επιτοκίων, η διαχείριση των συνθηκών ρευστότητας στην αγορά και η σηματοδότηση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής. Οι συναλλαγές αυτές διενεργούνται με πρωτοβουλία της ΚΤ και αποτελούν το βασικό μέσο άσκησης νομισματικής πολιτικής στις σύγχρονες οικονομίες. Νομική βάση για τη διενέργεια πράξεων ανοιχτής αγοράς αποτελεί η διάταξη του άρθρου 18.1 (στοιχείο α') του Καταστατικού, σύμφωνα με την οποία «για την επίτευξη των στόχων του ΕΣΚΤ και την εκτέλεση των καθηκόντων του, η ΕΚΤ και οι εθνΚΤ μπορούν να συναλλάσσονται στις χρηματαγορές, αγοράζοντας και πωλώντας είτε με οριστικές πράξεις (άμεσης και προθεσμιακής εκτελέσεως) είτε με σύμφωνο επαναγοράς, είτε δανειζόμενες απαιτήσεις και διαπραγματεύσιμους τίτλους, εκφρασμένους σε ευρώ ή άλλα νομίσματα, καθώς και πολύτιμα μέταλλα». Ο καθορισμός των γενικών αρχών που διέπουν τη διενέργεια των πράξεων ανοιχτής αγοράς από την ΕΚΤ ή τις εθνΚΤ και η ανακοίνωση των όρων συμμετοχής στις εν λόγω συναλλαγές γίνεται από την ΕΚΤ.³²²

Οι πράξεις ανοιχτής αγοράς διακρίνονται σε *τακτικές* και *έκτακτες*.³²³ Οι τακτικές πράξεις ανοιχτής αγοράς διεξάγονται με βάση προκαθορισμένο χρονοδιάγραμμα (π.χ. μια φορά την εβδομάδα). Περιλαμβάνουν: (α) *πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης* (“main refinancing operations”), και (β) *πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης* (“longer-term refinancing operations”).³²⁴ Στο πλαίσιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης χορηγείται από το Ευρωσύστημα χρηματοδότηση διάρκειας μιας εβδομάδας προς τα ΠΙ.

Οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης και οι πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης αποτελούν τους κυριότερους τρόπους παροχής ρευστότητας στη αγορά από την ΕΚΤ. Στις πράξεις αυτές η ΕΚΤ κατανέμει ρευστότητα μέσω δημοπρασιών μεταβλητού επιτοκίου. Σύμφωνα με αυτήν τη διαδικασία, το Δ.Σ. ανακοινώνει το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς (“minimum bid rate”) στο οποίο είναι διατεθειμένη η ΚΤ να δανείσει ένα συγκεκριμένο ποσό στις εμπορικές τράπεζες και αυτές με τη σειρά τους καταθέτουν τις προσφορές τους, οι οποίες περιλαμβάνουν το επιτόκιο το οποίο είναι πρόθυμες να πληρώσουν και το ποσό που επιθυμούν να δανειστούν. Στη συνέχεια, η ΕΚΤ πραγματοποιεί την κατανομή των δανείων μεταξύ των εμπορικών τραπεζών, ανάλογα με τα επιτόκια που έχουν προσφερθεί. Το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης είναι γνωστό ως «βασικό επιτόκιο αναχρηματοδότησης» (“main refinancing rate”).

Όσον αφορά τις έκτακτες πράξεις ανοιχτής αγοράς, στις οποίες περιλαμβάνονται *πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας* (“fine-tuning operations”) και

³²⁰ Σημειώνεται, ότι σύμφωνα με το άρθρο 20 του Καταστατικού, το Δ.Σ. της ΕΚΤ δικαιούται να αποφασίζει τη χρησιμοποίηση και άλλων λειτουργικών μεθόδων νομισματικού ελέγχου, εφόσον κρίνει ότι εξυπηρετούν το στόχο της διατήρησης της νομισματικής σταθερότητας.

³²¹ Αναλυτικά, βλ. **ΕΚΤ (2008)**, «*Η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ*» Νοέμβριος, σελ. 16-22.

³²² Άρθρο 18.2, Καταστατικό.

³²³ **ΕΚΤ (2008)**, «*Η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ*», Νοέμβριος, σελ. 9-10.

³²⁴ Η διάρκεια των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης ποικίλλει (μπορεί να είναι ίση με ένα μήνα, τρεις μήνες ή έξι μήνες).

διαρθρωτικές πράξεις (“structural operations”), οι ημερομηνίες διεξαγωγής τους και η διάρκειά τους εν γένει αποφασίζονται κατά περίπτωση.³²⁵

2.2 Πάγιες διευκολύνσεις

Σκοπός των πάγιων διευκολύνσεων είναι η παροχή και απορρόφηση ρευστότητας με διάρκεια μίας ημέρας, η σηματοδότηση της γενικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής και η διαμόρφωση μιας ζώνης μέσα στην οποία επιτρέπεται να κινούνται τα επιτόκια overnight σε κανονικές συνθήκες. Με τη «διενέργεια πιστοδοτικών και πιστοληπτικών πράξεων με πιστωτικά ιδρύματα και άλλους φορείς της αγοράς, με επαρκή ασφάλεια προκειμένου για δάνεια» η ΕΚΤ επηρεάζει άμεσα τη κατάσταση ρευστότητας των εν λόγω ιδρυμάτων.³²⁶ Η ΕΚΤ είναι αποκλειστικά αρμόδια για τον καθορισμό των κατευθυντηρίων που αφορούν στη διενέργεια των εν λόγω πιστωτικών εργασιών.³²⁷

Προβλέπονται δύο πάγιες διευκολύνσεις, τις οποίες οι αποδεκτοί αντισυμβαλλόμενοι χρησιμοποιούν με δική τους πρωτοβουλία και εφόσον πληρούνται ορισμένες λειτουργικής φύσεως προϋποθέσεις.³²⁸ (α) *Η διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης* (“marginal lending facility”): οι αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να χρησιμοποιούν αυτήν την διευκόλυνση για την άντληση ρευστότητας κατά τη διάρκεια της ημέρας από τις ΕθνΚΤ, έναντι ενεχύρου. Το Δ.Σ. καθορίζει το επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης, το οποίο συνήθως υπερβαίνει κατά μια ποσοστιαία μονάδα το επιτόκιο που χρησιμοποιείται στις κύριες παρεμβάσεις αναχρηματοδότησης. Το επιτόκιο των εν λόγω διευκολύνσεων αποτελεί συνήθως το ανώτατο σημείο για το overnight διαπραγμαζόμενο επιτόκιο, (β) *Η διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων* (“deposit facility”): δίνει τη δυνατότητα στους αντισυμβαλλόμενους να πραγματοποιούν καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας στις ΕθνΚΤ με ένα επιτόκιο που ονομάζεται «επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων» (“deposit rate”). Το Δ.Σ. καθορίζει το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων το οποίο, συνήθως, είναι μια ποσοστιαία μονάδα χαμηλότερο από το επιτόκιο που χρησιμοποιείται στις κύριες παρεμβάσεις αναχρηματοδότησης και διαμορφώνει το κατώτατο όριο μέσα στο οποίο κινείται σε κανονικές συνθήκες το overnight διαπραγμαζόμενο επιτόκιο.³²⁹

2.3 Τήρηση ελάχιστων αποθεματικών

Για την επίτευξη των στόχων της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, η ΕΚΤ «*μπορεί να απαιτεί από τα πιστωτικά ιδρύματα που είναι εγκατεστημένα στα κράτη μέλη την υποχρέωση της διατήρησης ελάχιστων αποθεματικών σε λογαριασμούς τους στην ΕΚΤ και στις ΕθνΚΤ*»³³⁰ με στόχο τη σταθεροποίηση των επιτοκίων στην αγορά χρήματος, τη δημιουργία ενός διαρθρωτικού ελλείμματος ρευστότητας και τη συμβολή στον έλεγχο της νομισματικής επέκτασης.³³¹ Η επίτευξη αυτή έχει διευκολυνθεί τα μέγιστα από την υιοθέτηση του

³²⁵ Μπορεί να διενεργούνται εκτάκτως ή κατά περίπτωση με σκοπό τη διαχείριση των συνθηκών ρευστότητας στην αγορά και τον επηρεασμό των επιτοκίων, ιδίως για να εξομαλυνθούν οι επιπτώσεις στα επιτόκια που οφείλονται σε αιφνίδιες διακυμάνσεις της ρευστότητας στην αγορά.

³²⁶ Άρθρο 18.1, στοιχείο β', Καταστατικό.

³²⁷ *Ibid*, άρθρο 18.2.

³²⁸ **ΕΚΤ (2008)**, «*Η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ*», Νοέμβριος, σελ. 10-11.

³²⁹ Με άλλα λόγια, τα επιτόκια των πάγιων διευκολύνσεων σχηματίζουν ένα «εύρος διακύμανσης» για το επιτόκιο της αγοράς μιας ημέρας (overnight), όπου το επιτόκιο της οριακής χρηματοδότησης αποτελεί το άνω όριο και το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων το κάτω όριο. Και στις δύο περιπτώσεις η διευκόλυνση παρέχεται για τη διάρκεια των μη εργάσιμων ωρών (overnight) ενώ τα επιτόκια που ισχύουν είναι ενιαία σε ολόκληρη την Ευρωζώνη.

³³⁰ Άρθρο 19.1, Καταστατικό.

³³¹ **ΕΚΤ (2008)**, «*Η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ*», Νοέμβριος, σελ. 67.

συστήματος TARGET.³³² Επισημαίνεται, ότι με τον Κανονισμό 2531/1998 του Συμβουλίου καθορίστηκαν ο ανώτατος (10%) και κατώτατος (0%) συντελεστές ελάχιστων αποθεματικών (άρθρο 4, παρ.1). Το 2003, με τον Κανονισμό 1745/2003 της ΕΚΤ ο συντελεστής υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών αυξήθηκε σε 2%. Οι μέθοδοι υπολογισμού και ο προσδιορισμός του απαιτούμενου ποσού καθορίζεται από το Δ.Σ. της ΕΚΤ.³³³

2.4 Αποδεκτοί τίτλοι και αντισυμβαλλόμενοι

Σύμφωνα με το άρθρο 18.1 του Καταστατικού η ΕΚΤ και οι ΕθνΚΤ μπορούν να συναλλάσσονται στις χρηματοπιστωτικές αγορές, αγοράζοντας ή πουλώντας περιουσιακά στοιχεία, είτε με οριστικές συναλλαγές είτε με συμφωνίες επαναγοράς (repos), εφόσον οι εν λόγω πιστοδοτικές πράξεις καλύπτονται από επαρκή ασφάλεια. Έτσι, προκειμένου, να προστατευτεί από τυχόν ζημιές το Ευρωσύστημα απαιτεί από τους αντισυμβαλλόμενους περιουσιακά στοιχεία που πρέπει να πληρούν ορισμένα κριτήρια (“the general counterparty eligibility criteria”), ώστε να είναι αποδεκτά στις πράξεις νομισματικής πολιτικής.³³⁴

Οι αντισυμβαλλόμενοι που μπορούν να προσφεύγουν στις πάγιες διευκολύνσεις και να συμμετέχουν στις πράξεις ανοικτής αγοράς που εκτελούνται μέσω τακτικών δημοπρασιών καθώς και οριστικών συναλλαγών είναι όλα τα ιδρύματα που υπόκεινται στην υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών σύμφωνα με το άρθρο 19.1 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ. Επίσης, οι αντισυμβαλλόμενοι που μπορούν να γίνουν δεκτοί στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος θα πρέπει να πληρούν ορισμένες προϋποθέσεις από πλευράς προληπτικής εποπτείας και λειτουργίας, δηλαδή θα πρέπει να διαθέτουν οικονομική ευρωστία, να υπόκεινται σε προληπτική εποπτεία και να πληρούν κριτήρια λειτουργίας για τη συμμετοχή τους σε πράξεις νομισματικής πολιτικής.

Σήμερα, η ΕΚΤ (και κάθε ΚΤ) ασκεί τη νομισματική πολιτική μέσω αλλαγών στα παρακάτω τρία επιτόκια:³³⁵ (α) το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης (“main refinancing operations minimum bid rate”), (β) το επιτόκιο διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης (“marginal lending rate”), και (γ) το επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων (“deposit rate”).

³³² Σύμφωνα με το άρθρο 22 του Καταστατικού, η ΕΚΤ δικαιούται να θεσπίζει κανονισμούς για την εξασφάλιση αποτελεσματικών συστημάτων συμψηφισμού και πληρωμών εντός της Ένωσης, αλλά και με τρίτες χώρες. Στο πλαίσιο αυτό συστάθηκε το Διευρωπαϊκό *Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ταχείας Μεταφοράς σε Συνεχή Χρόνο* (“Trans European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer System” (“TARGET”) για πληρωμές τόσο μικρής αξίας (“small-value payment system”) όσο και για μεγάλης αξίας (“large-value payment system”). Το σύστημα αυτό δημιουργήθηκε για να διευκολύνει την ολοκλήρωση της αγοράς χρήματος σε ευρώ, να συμβάλλει στην ομαλή εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και να βελτιώσει την αποτελεσματικότητα των διαδικασιών εκτέλεσης διασυννοριακών πληρωμών σε ευρώ, συμβάλλοντας έτσι στη μείωση του συστημικού κινδύνου. Βλ. **Κουρή (2004)**, σελ. 254-260. Το 2007 το “TARGET” αντικαταστάθηκε από το σύστημα “TARGET 2”. Βλ. **ΕΚΤ (2009)**, «*Εκθεση για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα*», Ιούνιος, σελ. 109.

³³³ **Smits (1997)**, σελ. 277.

³³⁴ Παλιά οι αποδεκτοί τίτλοι δημοσιεύονταν σε κατάλογο της ΕΚΤ, ο οποίος διακρινόταν σε τίτλους «πρώτης βαθμίδας» και τίτλους «δεύτερης βαθμίδας». Βλ. **Αγγελόπουλο (2005)**, σελ. 133. Ωστόσο, από την 1.1. 2007 τέθηκε σε ισχύ ο «*Ενιαίος Κατάλογος*», στον οποίο παρατίθενται τα εμπορεύσιμα και μη εμπορεύσιμα περιουσιακά στοιχεία τα οποία πληρούν κριτήρια καταλληλότητας κοινά για ολόκληρη την Ευρωζώνη, όπως καθορίζονται από το Ευρωσύστημα.

³³⁵ **Αγγελόπουλος (2005)**, σελ. 125-126.

3. Οι ενέργειες της ΕΚΤ για την αντιμετώπιση των συνεπειών της κρίσης

Μπροστά στον φόβο κατάρρευσης του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος οι ΚΤ και οι κυβερνήσεις ανά τον κόσμο προχώρησαν σε συντονισμένες δράσεις παροχής ρευστότητας και στήριξης του τραπεζικού συστήματος αλλά και της παγκόσμιας οικονομίας. Σε επίπεδο Ευρωζώνης, η ΕΚΤ έπαιξε έναν καθοριστικό ρόλο σε αυτή την προσπάθεια και η αντίδρασή της στις αυξανόμενες εντάσεις που παρατηρήθηκαν στο χρηματοπιστωτικό σύστημα περιλάμβανε τόσο τη χρήση και προσαρμογή των συμβατικών (κλασικών) εργαλείων νομισματικής πολιτικής όσο και τη δημιουργία καινοτόμων, μη συμβατικών μέτρων ή/και μηχανισμών.³³⁶

Τη περίοδο όταν ξέσπασε η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση, στις αρχές Αυγούστου του 2007, η ΕΚΤ προσπαθούσε να πετύχει ανοδική τάση στα βασικά επιτόκια της πολιτικής της, η οποία είχε ήδη ξεκινήσει τον Δεκέμβριο του 2005. Μάλιστα, λίγο πριν την εκδήλωση της αναταραχής στις χρηματοπιστωτικές αγορές, τον Ιούνιο του 2007 η ΕΚΤ αύξησε τα επιτόκια της κατά 0,25% (25 μονάδες βάσης). Ο λόγος αύξησης των επιτοκίων είναι ότι η Ευρωζώνη είχε εισέλθει στη φάση μιας επιταχυνόμενης δραστηριότητας λόγω των αυξημένων πληθωριστικών πιέσεων. Έτσι, αυξάνοντας τα επιτόκια, η ΕΚΤ επικεντρώθηκε στη διατήρηση της μεσοπρόθεσμης σταθερότητας των τιμών, που είναι και ο βασικός της στόχος.

Στο πρώτο δεκαήμερο του Αυγούστου 2007, η αιφνίδια μείωση της ρευστότητας στη αγορά, είχε σαν αποτέλεσμα μια από τις μεγαλύτερες παγκόσμιες τράπεζες, η BNP PARIBAS, να ανακοινώσει τη διακοπή των ρευστοποιήσεων των επενδυτών από τρία αμοιβαία κεφάλαια της τα οποία είχαν επενδύσει σε αμερικανικά στεγαστικά προϊόντα, καθώς αδυνατούσε να τιμολογήσει αξιόπιστα την αξία των στοιχείων του ενεργητικού τους. Το γεγονός αυτό είχε σαν αποτέλεσμα τα επιτόκια στη διατραπεζική αγορά να εκτοξευτούν προς τα πάνω.³³⁷ Η ρευστότητα εξαφανίστηκε, αφού στη διατραπεζική αγορά κυριάρχησε ο φόβος για τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου. Τα ΠΙ, αβέβαια πλέον για τις ίδιες τους κεφαλαιακές απαιτήσεις, σταμάτησαν να δανείζουν. Ουσιαστικά κανένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα δεν δάνειζε σε κανένα άλλο ίδρυμα, όσο μικρό και αν ήταν το διάστημα του δανεισμού. Πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα άρχισαν να έχουν σοβαρό πρόβλημα να εξασφαλίσουν τη βραχυχρόνια χρηματοδότησή που τους ήταν απαραίτητη για να εξασφαλιστεί η λειτουργία τους.³³⁸ Η ΕΚΤ παρενέβη άμεσα καθώς προχώρησε στην «ένεση ρευστότητας» ύψους περίπου 95 δις. ευρώ και τροποποιώντας την πολιτική της όσον αφορά τα επιτόκια, μειώνοντας το επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης από 5% σε 4,25%.

Τις επόμενες μέρες που ακολούθησαν, η ΕΚΤ προχώρησε στη διενέργεια πράξεων εξομάλυνσης των διακυμάνσεων της ρευστότητας προκειμένου να επηρεάσει τη θέση της διαρθρωτικής ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος και να προσαρμόσει τη διαρθρωτική θέση του Ευρωσυστήματος έναντι του χρηματοπιστωτικού τομέα. Επίσης, από τα μέσα Αυγούστου, χρησιμοποίησε τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης προκειμένου να

³³⁶ Τα μέτρα χαρακτηρίζονται ως «μη συμβατικά» (“non-standard measures”), διότι συνοδεύονται με σημαντικές τροποποιήσεις στο λειτουργικό πλαίσιο για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής. Με τα εν λόγω μέτρα επιτυγχάνεται βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης και ενίσχυσης της ροής των χρηματοδοτικών πόρων από το χρηματοπιστωτικό σύστημα προς την οικονομία, μεγαλύτερη από ό, τι είναι δυνατόν να επιτευχθεί αποκλειστικά και μόνο με μειώσεις των βασικών επιτοκίων. Στην Ευρώπη, τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής είναι γνωστά και ως «Ενισχυμένη Πιστωτική Στήριξη» (“Enhanced Credit Support”). Στην Ιαπωνία είναι γνωστά ως “quantitative easing” ενώ στις ΗΠΑ ως “credit easing”. Βλ. **Trichet (2009)**, σελ. 11-12. Βλ. και **ECB (2010)**, “The ECB’s Monetary Policy Stance During the financial Crises”, Monthly Bulletin, January, σελ. 69.

³³⁷ Αύξηση του επιτοκίου EONIA (διατραπεζικό επιτόκιο το οποίο αναφέρεται στη σύναψη δανείων μιας ημέρας μεταξύ των ΠΙ).

³³⁸ **Χαρδούβελης (2011)**, σελ. 41, 104.

διαχειριστεί τις εντάσεις στην αγορά χρήματος. Το ποσοστό των μακροπρόθεσμων πράξεων αναχρηματοδότησης, οι οποίες μέχρι την εκδήλωση της κρίσης ήταν περιορισμένες, έφτασε σε πολύ υψηλά επίπεδα. Συγκεκριμένα, τα ποσοστά της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης στο σύνολο της χρηματοδότησης που παρείχε η ΕΚΤ αυξήθηκαν από 33% στο πρώτο μισό του 2007 σε 61% το πρώτο μισό του 2008.³³⁹

Επιπλέον, προκειμένου να αντιμετωπίσει τα προβλήματα που προκλήθηκαν στη λειτουργία των ευρωπαϊκών αγορών χρηματοδότησης σε δολάρια ΗΠΑ, στις 12 Δεκεμβρίου του 2007 η ΕΚΤ συνήψε με την FED συμφωνία ανταλλαγής νομισμάτων (“swap line”). Στο πλαίσιο αυτής της πιστωτικής διευκόλυνσης (“US Dollar Term Auction Facility”) της FED το Ευρωσύστημα διοχέτευσε τη ρευστότητα σε δολάρια ΗΠΑ που απέκτησε μέσω της “swap line” προς τα ΠΙ της Ζώνης του Ευρώ έναντι ασφαλειών αποδεκτών για τις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος. Η ΕΚΤ εισήγαγε επίσης λειτουργίες παροχής ρευστότητας στα ΠΙ της Ευρωζώνης και σε ελβετικά φράγκα μέσω σύναψης συμφωνίας με την ΚΤ της Ελβετίας.³⁴⁰

Στη συνέχεια, προκειμένου να μειώσει την ανησυχία των ΠΙ ως προς τις ανάγκες τους σε ρευστότητα κατά τη διάρκεια της περιόδου τήρησης αποθεματικών, η ΕΚΤ προχώρησε στην αναπροσαρμογή του χρονοδιαγράμματός της ούτως ώστε να παρέχει μεγαλύτερη ποσότητα χρήματος από αυτή που απαιτούνταν κανονικά κατά την έναρξη αυτής της περιόδου.³⁴¹ Στη συνέχεια, προκειμένου να βελτιώσει την ιδιαίτερα δύσκολη κατάσταση, στη οποία είχε επέλθει η χρηματαγορά, στις 19 Δεκεμβρίου προχώρησε σε «ένεση» ρευστότητας ύψους περίπου 350 δις. ευρώ, ενώ τον Ιούλιο του 2008 αύξησε τα βασικά επιτόκια κατά 0,25%, ακολουθώντας πιο «σφιχτή» νομισματική πολιτική. Με αυτό τον τρόπο, η ΕΚΤ επικεντρώθηκε στη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών σε μεσοπρόθεσμη βάση και με τη διαχείριση της ρευστότητας και τη σταθεροποίηση του επιτοκίου στην αγορά χρήματος σε επίπεδο κοντά στο ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις κύριες πράξεις αναχρηματοδότησης, προσπάθησε να εγγυηθεί τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα στη Ζώνη του Ευρώ.³⁴²

Η κατάσταση ξαφνικά επιδεινώθηκε στις χρηματαγορές τον Σεπτέμβριο του 2008. Η κατάρρευση της τέταρτης μεγαλύτερης επενδυτικής τράπεζας των ΗΠΑ, της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008, έδωσε δραματικές διαστάσεις στο ήδη υφιστάμενο πρόβλημα χρηματοδότησης. Οι επιδράσεις της χρεοκοπίας της εν λόγω τράπεζας μεταδόθηκαν με ταχύτατους ρυθμούς και στο ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα, προκαλώντας ένα τεράστιο πρόβλημα εμπιστοσύνης στη διατραπεζική αγορά, γεγονός που συνεπαγόταν την αναγκαστική μείωση της παροχής πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, «σπρώχνοντας» έτσι την ευρωπαϊκή οικονομία στην ύφεση. Ως αποτέλεσμα, η εμπιστοσύνη στην πραγματική οικονομία μειώθηκε δραστικά και το παγκόσμιο εμπόριο βρέθηκε στα πρόθυρα της κατάρρευσης. Η επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας είχε σαν αποτέλεσμα την υποχώρηση των πληθωριστικών πιέσεων λόγω της μεγάλης μείωσης της τιμής της

³³⁹ **ECB (2009)**, “The Implementation of the Monetary Policy since August 2007”, Monthly Bulletin, July, σελ. 79. Βλ. και **ΕΚΤ (2008)**, «Ετήσια Έκθεση», σελ. 117-118.

³⁴⁰ **ΕΚΤ (2008)**, «Ετήσια Έκθεση», σελ. 118 -121.

³⁴¹ **Ibid**, σελ. 77-78. Η περίοδος τήρησης διαρκεί περίπου 30 ημέρες. Σε αυτό το χρονικό διάστημα, η κατάθεση την οποία το κάθε ΠΙ είναι υποχρεωμένο να διατηρεί στην αντίστοιχη εθνική ΚΤ πρέπει να φθάσει ένα δεδομένο ύψος κατά μέσον όρο (2%). Εξαιτίας της αναταραχής τα ΠΙ προτιμούσαν να συγκεντρώνουν υψηλά υπόλοιπα στο λογαριασμό υποχρεωτικής κατάθεσης νωρίτερα στη διάρκεια της περιόδου τήρησης ώστε να επιτευχθεί, πριν από το τέλος της περιόδου τήρησης, το μέσο επίπεδο της υποχρεωτικής κατάθεσης. Με αυτό τον τρόπο, τα ΠΙ προσπαθούν να επιφυλαχθούν έναντι του ενδεχόμενου να αντιμετωπίσουν στενότητα ρευστότητας αργότερα και ως προς το τέλος της περιόδου τήρησης. Βλ. **ΤτΕ (2008)**, «Νομισματική πολιτική», Ενδιάμεση Έκθεση, Οκτώβριος, σελ. 59.

³⁴² Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού για την Ευρωζώνη το 2008 ήταν κατά μέσο όρο 3.3%, αρκετά ανώτερος από τον επίσημο στόχο του 2%.

ενέργειας και άλλων βασικών εμπορευμάτων. Οι πληθωριστικές προσδοκίες είχαν μειωθεί σε επίπεδα συμβατά με τον ορισμό της ΕΚΤ για τη σταθερότητα των τιμών.

Η αντίδραση των ΚΤ ήταν άμεση καθώς ακολούθησαν τεράστιες ενέσεις ρευστότητας στα τέλη Σεπτεμβρίου σε συνδυασμό με την παροχή ρευστότητας και σε ξένα νομίσματα. Στις 8 Οκτωβρίου του 2008, σε μια χωρίς προηγούμενο συντονισμένη κίνηση για τη μείωση των επιτοκίων, η ΕΚΤ συνεργάστηκε με την FED, την Τράπεζα της Αγγλίας, την ΚΤ της Σουηδίας (Riksbank) και την ΚΤ της Ελβετίας προκειμένου να μειώσει το βασικό επιτόκιο κατά 0,5%.³⁴³ Έτσι, έχοντας αυξήσει μόλις πριν από τρεις μήνες το βασικό επιτόκιο κατά 0,25% στο 4,25%, η ΕΚΤ τώρα αποφασίζει να το μειώσει στο 3,75% στις 15 Οκτωβρίου του 2008. Η ΕΚΤ συνεχίζει τη διαδικασία μείωσης των βασικών της επιτοκίων μέχρι τις 11 Ιουλίου του 2012, όταν το ποσοστό φτάνει στο 0,75% που αποτελεί και το χαμηλότερο επίπεδο μετά την έναρξη του τρίτου σταδίου της ΟΝΕ. Το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων ορίστηκε στο 0,00% και το επιτόκιο διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης στο 1,50%.³⁴⁴

Η συντονισμένη απόφαση μείωσης του επιτοκίου πολιτικής της ΕΚΤ με άλλες ΚΤ τον Οκτώβριο του 2008 συνοδεύτηκε και από μια σημαντική αλλαγή του λειτουργικού πλαισίου της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος: η ΕΚΤ υιοθέτησε, από τις 15 Οκτωβρίου 2008, τη διαδικασία προσφορών *σταθερού* επιτοκίου με πλήρη κατανομή-απεριόριστη χορήγηση ρευστότητας-στο επιτόκιο πολιτικής της, σε όλες τις λειτουργίες αναχρηματοδότησης (*“fixed rate full allotment”*). Η κίνηση αυτή αποσκοπούσε στη παροχή απεριόριστης ρευστότητας στα ΙΙ του Ευρωσυστήματος εφόσον αυτά μπορούσαν να την αντιστοιχίσουν με ενέχυρα (*“adequate collateral”*). Με την υιοθέτηση αυτής της καινοτομίας στο λειτουργικό της πλαίσιο, η ΕΚΤ επεδίωξε να ενισχύσει την βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση των ΙΙ, μετριάζοντας έτσι τον δυνητικό αρνητικό αντίκτυπο στη διαθεσιμότητα πιστώσεων προς την οικονομία.³⁴⁵

Επίσης, θα πρέπει να επισημανθεί, ότι η ΕΚΤ αύξησε και την διάρκεια των πράξεων αναχρηματοδότησης από τρεις μήνες σε ένα χρόνο. Έτσι, ενώ πριν την εκδήλωση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης υπήρχε η *πράξη κύριας αναχρηματοδότησης* με διάρκεια μιας εβδομάδας και η *πράξη πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης* με διάρκεια τριών μηνών, κατά τη διάρκεια της αναταραχής στο χρηματοπιστωτικό σύστημα η ΕΚΤ αύξησε της συχνότητα των πράξεων *πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης* και εισήγαγε νέες τέτοιες πράξεις διάρκειας ενός μηνός, έξι μηνών και δώδεκα μηνών. Η επιμήκυνση της μέγιστης περιόδου λήξης των λειτουργιών αναχρηματοδότησης οδήγησε σε μείωση των απαιτήσεων αναχρηματοδότησης των ΙΙ σε βραχυπρόθεσμη περίοδο.

Αυτά ήταν και τα πρώτα μη συμβατικά (*“unconventional”*) μέτρα νομισματικής πολιτικής που έλαβε η ΕΚΤ στα πλαίσια της «ενισχυμένης πιστωτικής στήριξης» που αποσκοπούσαν στη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης και στη στήριξη της ροής πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά στην Ευρώζων.³⁴⁶ Αρχικά σχεδιάστηκε να διαρκέσουν για όσο διάστημα το απαιτούσαν οι συνθήκες στις χρηματοπιστωτικές αγορές και στις αρχές του 2009 παρατάθηκαν έως και τον Οκτώβριο του 2010. Τη περίοδο αυτή, η ΕΚΤ ανέλαβε την

³⁴³Trichet (2010), σελ. 10-11. Βλ. και ΕΚΤ (2008), «Ετήσια Έκθεση», σελ. 25.

³⁴⁴TtE, «Επιτόκια Αναφοράς της ΕΚΤ», στο: www.bankofgreece.gr.

³⁴⁵Βλ. ECB (2009), “The Implementation of the Monetary Policy since August 2007”, Monthly Bulletin, July, σελ. 81 και Trichet (2010), σελ. 12.

³⁴⁶Σύμφωνα, όμως, με την ΕΚΤ, το πρώτο μη συμβατικό μέτρο, το οποίο συνέβαλε στην αποτροπή καταρρεύσεων ΙΙ με συστημική σημασία και στη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στη Ζώνη του Ευρώ αποτελεί η «ένεση» των 95 δις. ευρώ στη διατραπεζική αγορά αμέσως μετά την κατάρρευση των τριών συνταξιοδοτικών ταμείων της BNP PARIBAS. Βλ. TtE (2009), «Νομισματική Πολιτική», Ενδιάμεση Έκθεση, σελ. 78 (υποσημ. 27).

υποστήριξη του τραπεζικού συστήματος και έμμεσα των χρηματοπιστωτικών αγορών της Ευρωζώνης, βελτιώνοντας σημαντικά τη ρευστότητα της αγοράς και μειώνοντας τους κινδύνους χρηματοδότησης των ΠΙ.

Ένα από τα σημαντικότερα αποτελέσματα των μη συμβατικών μέτρων ήταν η δραστική μείωση στο διατραπεζικό επιτόκιο EONIA. Τα μέτρα αυτά προκάλεσαν μια ισχυρή καθοδική πίεση στο EONIA εν μέσω μιας άφθονης προσφοράς ρευστότητας από το Ευρωσύστημα. Το διατραπεζικό αυτό επιτόκιο, που υπό κανονικές συνθήκες κυμαίνεται γύρω από το βασικό της επιτόκιο, δηλαδή το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς της ΕΚΤ, ακολούθησε καθοδική πορεία, πλησιάζοντας σταθερά το επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων. Σε κανονικές όμως συνθήκες, η ρευστότητα στις πράξεις αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος καθορίζεται έτσι ώστε να διατηρήσει το βραχυπρόθεσμο διατραπεζικό επιτόκιο EONIA κοντά στο επιτόκιο-στόχο της, το οποίο είναι το βασικό επιτόκιο αναχρηματοδότησης.³⁴⁷

Σε γενικές γραμμές, ο αυξημένος διαμεσολαβητικός ρόλος της ΕΚΤ στη αγορά χρήματος είχε σαν αποτέλεσμα την αποτελεσματική συγκράτηση του άμεσου αντίκτυπου της χρηματοπιστωτικής κρίσης, ιδιαίτερα κατά τη περίοδο μετά τη στιγμή της πτώχευσης της Lehman Brothers.³⁴⁸

Ωστόσο, ο αυξημένος διαμεσολαβητικός ρόλος του Ευρωσυστήματος, με τον οποίο υποστηρίχθηκαν η πιστωτική επέκταση και η οικονομική δραστηριότητα στη Ζώνη του Ευρώ είχε σημαντική επίπτωση στον ισολογισμό (“balance sheet”) της ΕΚΤ. Από την αρχή της χρηματοπιστωτικής κρίσης, τον Αύγουστο του 2007, όταν παρατηρήθηκαν και οι πρώτες εντάσεις στην αγορά χρήματος, ο ισολογισμός της ΕΚΤ έχει αυξηθεί περισσότερο από 70%. Η αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως στη διενέργεια των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης.³⁴⁹ Συγκεκριμένα, αναφέρεται ότι στη πρώτη από τις προγραμματισμένες δωδεκάμηνες πράξεις, η ΕΚΤ κατένειμε στους αντισυμβαλλόμενους το ποσό των 442 δις ευρώ, ποσό που αποτελεί μια από τις μεγαλύτερες «ενέσεις» ρευστότητας σε μία μόνο πράξη.³⁵⁰

Η ΕΚΤ έχει επανειλημμένως επισημάνει ότι η αξιολόγηση των συνθηκών στις αγορές αποτελεί το κριτήριο για τον περιορισμό ή ακόμα και την κατάργηση των μη συμβατικών

³⁴⁷ **ECB (2010)**, “The ECB’s Monetary Policy Stance During the financial Crises”, Monthly Bulletin, January, σελ. 65. Σημειωτέον, ότι στις 8 Οκτωβρίου η ΕΚΤ αποφάσισε επίσης να μειώσει και το εύρος του «διαδρόμου» που ορίζουν τα επιτόκια των δύο πάγιων διευκολύνσεων από 200 σε 100 μονάδες βάσεις. Το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης ορίστηκε στις 50 μονάδες βάσεις πάνω από το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης. Βλ. **ECB (2009)**, “The Implementation of the Monetary Policy since August 2007”, Monthly Bulletin, July, σελ. 81. Η μείωση του εύρους είχε στόχο να διευκολύνει περαιτέρω τη διαχείριση της ρευστότητας εκ μέρους των ΠΙ, προσφέροντας φθηνότερη διαμεσολάβηση από πλευράς Ευρωσυστήματος στον τραπεζικό τομέα.

³⁴⁸ **Αλεξάκης (2011)**, σελ. 184.

³⁴⁹ **ECB (2009)**, “The Implementation of the Monetary Policy since August 2007”, Monthly Bulletin, July, σελ. 84.

³⁵⁰ Το ποσό αυτό αντιπροσώπευε το 5% του ΑΕΠ της Ευρωζώνης. Βλ. **Trichet (2009)**, σελ. 13. Αυτή η σχετικά μεγάλη αύξηση του ισολογισμού της ΕΚΤ οφείλεται και στην αύξηση του αριθμού των αντισυμβαλλομένων στις πράξεις αναχρηματοδότησης, που αποτελεί άλλη μια πράξη ενισχυμένης πιστωτικής στήριξης. Πριν την κρίση, περίπου 360 ΠΙ κατά μέσο όρο συμμετείχαν σε κάθε πράξη αναχρηματοδότησης. Στην συνέχεια, δεδομένης της περιορισμένης πρόσβασης στην διατραπεζική αγορά εν μέσω κρίσης, ο αριθμός των αντισυμβαλλομένων αυξήθηκε στους 800. Επισημάνεται, ότι και η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων έγινε δεκτή ως αντισυμβαλλόμενος στις πράξεις ανοιχτής αγοράς του Ευρωσυστήματος. Πάντως, με τη διενέργεια πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης με διάρκεια 36 μηνών στα τέλη του 2011 αλλά και το πρώτο εξάμηνο του 2012, με τις οποίες διοχετεύτηκαν στα ΠΙ σχεδόν 1 τρις. ευρώ (βλ. υποσημ. 364), ο ισολογισμός της ΕΚΤ αυξήθηκε ακόμα περισσότερο.

μέτρων νομισματικής πολιτικής. Έτσι, στο τέλος του 2009, η παρατηρούμενη βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών στην Ευρωζώνη οδήγησε την ΕΚΤ σε μια σταδιακή απόσυρση της πολιτικής «επαυξημένης πιστωτικής στήριξης».³⁵¹ Οι λειτουργίες ανοιχτής αγοράς σε δολάρια ΗΠΑ και σε ελβετικά φράγκα σταμάτησαν σταδιακά. Επίσης, καθώς η ζήτηση για τη μακροπρόθεσμη λειτουργία αναχρηματοδότησης μειώθηκε, σταμάτησαν και οι εξαμηνιαίες και οι ετήσιες πράξεις αναχρηματοδότησης. Αποφασίστηκε επίσης η επιστροφή στις διαδικασίες υποβολής προσφορών κυμαινόμενου επιτοκίου στις τριμηνιαίες λειτουργίες αναχρηματοδότησης. Ωστόσο, για όλες τις πράξεις αναχρηματοδότησης διάρκειας μιας εβδομάδας και ενός μήνα, η ΕΚΤ συνέχισε να παρέχει απεριόριστη ρευστότητα με σταθερό επιτόκιο. Η απόσυρση αντανάκλα την ανάγκη να αποφευχθεί ο κίνδυνος δυσμενών και παράπλευρων επιδράσεων και στρεβλώσεων από τα μη συμβατικά μέτρα, καθώς η παρατεταμένη εφαρμογή τους μπορεί να οδηγήσει σε υπερβολική εξάρτηση σε μη κανονική ρευστότητα ΚΤ αλλά και στην υπερβολική ανάληψη κινδύνου από τα ΠΙ.³⁵²

Ωστόσο, στα τέλη Απριλίου-αρχές Μαΐου του 2010 η διαδικασία απόσυρσης των μη συμβατικών μέτρων αναστάλη, καθώς παρατηρήθηκε εντάσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές οι οποίες οφείλονταν στις αυξανόμενες ανησυχίες σχετικά με τη βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους.³⁵³ Η υποβάθμιση των ελληνικών ομολόγων σε «BB+» από τον οίκο πιστοληπτικής αξιολόγησης Standard & Poors προκάλεσε νέο γύρο εντάσεων και ανησυχιών στις αγορές ως προς την ρευστότητα. Υπήρχε δηλαδή αυξανόμενος κίνδυνος τα ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου να μην γίνονται αποδεκτά ως ενέχυρα στις πράξεις αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος, εφόσον πριν το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης η ελάχιστη αποδεκτή βαθμολογία για τις εμπράγματα ασφάλειες από την ΕΚΤ ήταν «Α-». Ως αποτέλεσμα, η ΕΚΤ αποφάσισε να αναβάλει επίσης και την απαίτηση της ελάχιστης πιστοληπτικής διαβάθμισης για τα ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου που χρησιμοποιήθηκαν ως ενέχυρα στις πράξεις αναχρηματοδότησης της. Αυτό είχε ως συνέπεια, από τον Οκτώβριο του 2008, η ΕΚΤ να αποδέχεται περιουσιακά στοιχεία με πιστοληπτική βαθμολογία «BBB-» και πάνω από τους τρεις οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης, εξασφαλίζοντας έτσι την επάρκεια των ενεχύρων του ελληνικού τραπεζικού συστήματος.³⁵⁴

Η ΕΚΤ εισήγαγε επίσης (προσωρινά) και μερικές από τις μη συμβατικές λειτουργίες αναχρηματοδότησης προκειμένου να αντιμετωπίσει τις διαταραχές στις χρηματαγορές που παρατηρήθηκαν στις αρχές Μαΐου του 2010. Συγκεκριμένα, στις 10 Μαΐου το Δ.Σ. της ΕΚΤ αποφάσισε:³⁵⁵

- την αγορά κρατικών και ιδιωτικών χρεογράφων με σκοπό να διασφαλιστεί η απαραίτητη ρευστότητα στα τμήματα της αγοράς που ήταν δυσλειτουργικά,

³⁵¹ **ECB (2010)**, “The ECB’s Monetary Policy Stance During the financial Crises”, Monthly Bulletin, January, σελ. 70.

³⁵² Βλ. **Αλεξιάκη (2011)**, σελ. 185 και **ΕΚΤ (2009)**, «Ετήσια Έκθεση», σελ. 22.

³⁵³ **Trichet (2010)**, σελ. 17.

³⁵⁴ Fitch, Standard & Poors και Moody’s. Η διεύρυνση της λίστας των αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων ως ενεχύρων στις λειτουργίες αναχρηματοδότησης αποτέλεσε ένα ακόμα μη συμβατικό μέτρο νομισματικής πολιτικής με σκοπό να διευκολύνει την πρόσβαση των ΠΙ σε ρευστότητα κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής αναταραχής. Βλ. **ΕΚΤ (2008)**, «Ετήσια Έκθεση», σελ. 122. Η πράξη αυτή αποτέλεσε καθοριστική για την χρηματοδότηση των ελληνικών ΠΙ από την ΕΚΤ, οι οποίες λόγω της χαμηλότερης πιστοληπτικής αξιολόγησης των στοιχείων του ενεργητικού τους (η οποία οφείλεται στην γενικότερη πιστοληπτική υποβάθμιση της Ελλάδας) δεν είχαν εναλλακτική δυνατότητα πηγών χρηματοδότησης. Ουσιαστικά, η ΕΚΤ έγινε ο μοναδικός πάροχος ρευστότητας για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Βλ. **Μηχαλόπουλο (2011)**, σελ. 240-242.

³⁵⁵ **ΕΚΤ (2010)**, «Ετήσια Έκθεση», σελ. 20-22 και **ΤτΕ (2011)**, «Νομισματική Πολιτική 2010-2011», σελ. 105.

- την προσωρινή διακοπή της στρατηγικής εξόδου από τα μέτρα της «ενισχυμένης πιστωτικής στήριξης» (ειδικότερα, αποφασίστηκε να διεξαχθούν δύο τριμηνιαίες πράξεις αναχρηματοδότησης με κατανομή ολόκληρου ποσού με σταθερό επιτόκιο αλλά και μία πράξη εξαμηνιαίας διάρκειας για τη χορήγηση ρευστότητας χωρίς ποσοτικό περιορισμό),³⁵⁶
- την εκ νέου διεξαγωγή τακτικών πράξεων ανοικτής αγορά για τη χορήγηση χρηματοδότησης σε δολάρια ΗΠΑ από το Ευρωσύστημα προς τα ΠΙ της Ζώνη του Ευρώ.

Πρέπει να επισημανθεί ότι, όσον αφορά την αγορά ιδιωτικών χρεογράφων, ο ρόλος της ΕΚΤ ως ΔΥΠ στην Ευρωζώνη είχε ήδη ενισχυθεί τον Ιούνιο του 2009 μέσα από το «Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών» (“Covered Bond Purchase Programme”, “CBPP”) με σκοπό τη χρηματοδότηση (κυρίως) των ΠΙ αλλά και επιχειρήσεων, τη μείωση των επιτοκίων στις χρηματαγορές, τη διευκόλυνση της πιστωτικής επέκτασης και τη βελτίωση της ρευστότητας στη σχετική αγορά η οποία είχε πληγεί από τη κρίση. Στο πλαίσιο του προγράμματος αυτού, το οποίο διήρκεσε από 1 Ιουλίου 2009 μέχρι 30 Ιουνίου 2010, αγοράστηκαν ομολογίες ονομαστικής αξίας 60 δις. ευρώ.³⁵⁷ Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι στις 6 Οκτωβρίου του 2011 το Δ.Σ. της ΕΚΤ αποφάσισε να πραγματοποιήσει ένα νέο «Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών» (“CBPP 2”) επιδιωκόμενης ονομαστικής αξίας έως 40 δις. ευρώ.³⁵⁸

Ωστόσο, όπως ήδη ελέγχθη, την άνοιξη του 2010 αναζωπυρώθηκαν οι εντάσεις και σε κάποια τμήματα των χρηματοπιστωτικών αγορών, ιδίως σε ορισμένες αγορές κρατικών ομολόγων της Ευρωζώνης. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν κυρίως οι αυξημένες ανησυχίες των αγορών για τη διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών σε ορισμένες χώρες της Ζώνης του Ευρώ, εν όψει της αύξησης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και του δημόσιου χρέους.³⁵⁹ Στο πλαίσιο αυτό η ΕΚΤ αποφάσισε να εισαγάγει μια επιπρόσθετη διευκόλυνση, το «Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων» (“Securities Market Programme”, “SMP”)³⁶⁰ το οποίο της επέτρεψε να αγοράζει όχι μόνο ιδιωτικούς τίτλους, αλλά και κρατικά ομόλογα, αποκαθιστώντας έτσι τις δυσλειτουργίες στην εν λόγω αγορά.³⁶¹ Οι όροι του Προγράμματος είναι:³⁶²

- η απόκτηση κρατικών ομολόγων και των χρεογράφων των λοιπών δημόσιων φορέων από το Ευρωσύστημα γίνεται αποκλειστικά και μόνο μέσω των δευτερογενών αγορών δεδομένου ότι σύμφωνα με το άρθρο 123 της ΣΛΕΕ και το άρθρο 21 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ απαγορεύεται η απόκτηση τίτλων του δημοσίου από την πρωτογενή αγορά,
- οι αυξητικές επιδράσεις στη ρευστότητα λόγω της αγοράς ομολογιών στα πλαίσια του SMP εξουδετερώνονται πλήρως με ειδικές πράξεις επαναπορρόφησης της

³⁵⁶Επισημάνεται, ότι στο πλαίσιο της χρησιμοποίησης μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής, το 2011 πραγματοποιήθηκαν εκ νέου πράξεις ανοικτής αγοράς εξάμηνης και δωδεκάμηνης διάρκειας.

³⁵⁷ECB (2011), “The ECB’s Non-Standard Measures-Impact and Phasing-Out”, Monthly Bulletin, July, σελ. 65. Βλ. και Trichet (2010), σελ. 13.

³⁵⁸Οι αγορές πραγματοποιούνται τόσο στην πρωτογενή όσο και στη δευτερογενή αγορά με βάση συγκεκριμένα κριτήρια τα οποία πρέπει να πληρούνται. Βλ. ΕΚΤ (2011), «Ετήσια Έκθεση», σελ. 95.

³⁵⁹Χώρες όπως η Πορτογαλία, η Ιρλανδία και η Ισπανία.

³⁶⁰Το πρόγραμμά είναι γνωστό και ως «πυρηνική πολιτική» της ΕΚΤ (“nuclear option”).

³⁶¹ECB (2011), “The ECB’s Non-Standard Measures-Impact and Phasing-Out”, Monthly Bulletin, July, σελ. 66.

³⁶²ΕΚΤ (2011), «Ετήσια Έκθεση», σελ. 17-18.

ρευστότητας (“sterilization”) καθώς στόχος του προγράμματος δεν είναι η διοχέτευση πρόσθετης ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα.³⁶³

- το SMP, όπως και όλα τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής, έχει προσωρινό χαρακτήρα.

Καθώς η κρίση χρέους συνεχίζεται στις περιφερειακές χώρες της Ευρωζώνης, τον Αύγουστο του 2011 η ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι θα ενεργοποιήσει εκ νέου το πρόγραμμα, συνεχίζοντας έτσι την αγορά κρατικών ομολογιών στη δευτερογενή αγορά.³⁶⁴ Το Δ.Σ. της ΕΚΤ κατέληξε στην απόφαση να επαναφέρει το δεύτερο «Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων» (“SMP 2”) λαμβάνοντας υπόψη, μεταξύ άλλων, τη δέσμευση των κυβερνήσεων της Ευρωζώνης να εκπληρώσουν τους δημοσιονομικούς τους στόχους καθώς και τις ανακοινώσεις ορισμένων κυβερνήσεων σχετικά με μέτρα και μεταρρυθμίσεις που θα υιοθετηθούν στους τομείς της δημοσιονομικής και διαρθρωτικής πολιτικής.³⁶⁵

Πάντως, ακόμα και μετά την θέσπιση των δύο προγραμμάτων έως και τις αρχές του 2011 συνεχιζόταν η ένταση στις αγορές κρατικού χρέους των χωρών της Ευρωζώνης, καθώς τα δημοσιονομικά προβλήματα, παρά τις όποιες προσπάθειες αντιμετώπισής τους από τις κυβερνήσεις, διαχύθηκαν σε αρκετά κράτη μέλη. Για το λόγο αυτό, και με ενδεχόμενο την υπονόμηση της σταθερότητας της Ζώνης του Ευρώ, ακολούθησε η θεσμοθέτηση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (“EFSM”) και της Ευρωπαϊκής Διευκόλυνσης Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (“EFSF”) με σκοπό να αυξήσουν τα ποσά του δανεισμού και να επεκτείνουν την κάλυψη σε χρηματοδοτικές ανάγκες στις χώρες της Ευρωζώνης.³⁶⁶

Τέλος, σημαντική θεωρείται η απόφαση που έλαβε το Δ.Σ. της ΕΚΤ στις 6 Σεπτεμβρίου του 2012, οπότε και τερματίστηκε το SMP 2,³⁶⁷ να υιοθετήσει το «Πρόγραμμα Άμεσων Νομισματικών Συναλλαγών» (“Outright Monetary Transactions”, “OMT”) με το οποίο η ΕΚΤ θα αγοράζει, στη δευτερογενή αγορά, απεριόριστο αριθμό ομολόγων (διάρκεια ωρίμανσης έως τρία έτη) κρατών μελών της Ευρωζώνης που αντιμετωπίζουν σοβαρά προβλήματα δανεισμού. Προϋπόθεση για την παρέμβαση της ΕΚΤ θα είναι το επωφελούμενο κράτος να έχει υπαχθεί προηγουμένως σε Προγράμματα Δημοσιονομικής Προσαρμογής και οι

³⁶³ Συγκεκριμένα, η ΕΚΤ διεξήγαγε πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας με σκοπό την απορρόφηση ρευστότητας μέσω αποδοχής καταθέσεων προθεσμίας με διάρκεια μιας εβδομάδας για ποσά ανά εβδομάδα αντίστοιχο με τη διακανονισθείσα αξία στο πλαίσιο του SMP.

³⁶⁴ Στα πλαίσια του πρώτου SMP και μέχρι τις 31 Δεκεμβρίου 2010 το Ευρωσύστημα είχε αγοράσει χρεόγραφα συνολικής αξίας διακανονισμού 73,5 δις. ευρώ, ενώ στα πλαίσια του δεύτερου SMP, μέχρι τις 31 Δεκεμβρίου 2011 είχαν αγοραστεί από το Ευρωσύστημα τίτλοι συνολικής αξίας 211,4 δις. ευρώ. Επισημαίνεται επίσης, ότι στα πλαίσια των μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής εντός του 2011, διενεργήθηκαν δύο πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης: μια με δωδεκάμηνη διάρκεια (Οκτώβριος) και μία με διάρκεια 13 μηνών (Δεκέμβριος). Διενεργήθηκαν επίσης και πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης με διάρκεια 36 μηνών. Συγκεκριμένα, η πρώτη πράξη τέτοιας διάρκειας διενεργήθηκε στις 21 Δεκεμβρίου του 2011, παρείχε στα ΠΙ 489,2 δις. ευρώ, ενώ η δεύτερη, που διενεργήθηκε στις 29 Φεβρουαρίου του 2012, παρείχε 529,5 δις. ευρώ. Βλ. **ΕΚΤ (2011)**, «Ετήσια Έκθεση», σελ. 18-19.

³⁶⁵ Ουσιαστικά, το «Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων» στην δευτερογενή αγορά αποτέλεσε ένα τέχνασμα που επέτρεψε στην ΕΚΤ να ενεργεί ως ΔΥΠ των κρατών μελών της Ευρωζώνης χωρίς να παραβιάζει τις διατάξεις της ΣΛΕΕ περί άμεσης χρηματοδότησης (“no bail-out” clause).

³⁶⁶ Και στις δύο διευκολύνσεις προβλέπεται η συμμετοχή του ΔΝΤ. Επισημαίνεται, ότι υιοθετήθηκαν και πακέτα βοήθειας για τις χώρες που αντιμετώπιζαν σοβαρό πρόβλημα δανεισμού από τις αγορές (π.χ. Ελλάδα), ενώ πέραν των δύο χρηματοπιστωτικών διευκολύνσεων (“facilities”), τον Νοέμβριο του 2010 ιδρύθηκε ο μόνιμος Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (“ESM”).

³⁶⁷ Το SMP 2 είχε προγραμματιστεί να ολοκληρωθεί μέχρι τέλος Οκτωβρίου του 2012.

Ευρωπαϊκοί Μηχανισμοί (EFSF/ESM) να έχουν παρέμβει στην πρωτογενή αγορά ομολογιών του ίδιου κράτους. Θα επιδιώκεται επίσης η και η συμμετοχή του ΔΝΤ. Παραπέρα, προβλέπεται η κατάργηση των κατώτατων ορίων πιστοληπτικής αξιολόγησης στα κρατικά ομόλογα που θα δέχεται η ΕΚΤ ως εγγυήσεις. Άλλη σημαντική ρύθμιση της νέας πιστωτικής στήριξης είναι ότι σε περίπτωση χρεοκοπίας επωφελούμενου από το Πρόγραμμα κράτους μέλους της Ευρωζώνης, τα ομόλογα της ΕΚΤ δεν θα έχουν προτεραιότητα έναντι των ομολόγων που κατέχουν οι ιδιώτες πιστωτές. Τέλος, η πλεονάζουσα ρευστότητα θα εξουδετερώνεται με πράξεις επαναπορρόφησης προς αποφυγή πληθωριστικών πιέσεων.³⁶⁸

Συμπερασματικά, ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στην Ευρωζώνη επηρεάστηκε σημαντικά κατά τη διάρκεια της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης. Η προοπτική για τη σταθερότητα των τιμών μεταβλήθηκε σημαντικά. Η ΕΚΤ αντέδρασε μέσω δραστηκής μείωσης των βασικών επιτοκίων. Ωστόσο, οι ανεπαρκώς λειτουργούσες αγορές αποδυνάμωσαν την ικανότητα της νομισματικής πολιτικής να επιδράσει σε αυτή την προοπτική μόνο με συμβατικά μέτρα (π.χ. μέσω μείωσης επιτοκίων). Η διασύνδεση ανάμεσα στα βασικά επιτόκια πολιτικής της ΕΚΤ και στα διατραπεζικά επιτόκια αδυνάτησε σημαντικά. Προκειμένου να υποστηρίξει την αποτελεσματική μετάδοση της νομισματικής πολιτικής, την πρόσβαση των ΠΙ σε ρευστότητα και αμβλύνοντας τον αντίκτυπο στη μεσοπρόθεσμη προοπτική για τον πληθωρισμό, αποφασίστηκε από την ΕΚΤ η «Ενισχυμένη Πιστωτική Στήριξη» που αποτελείται από μη συμβατικά μέτρα τα οποία ήλθαν να συμπληρώσουν τις συμβατικές αποφάσεις για τα επιτόκια, παρά να τα υποκαταστήσουν. Διαμορφώθηκαν στη συγκεκριμένη χρηματοπιστωτική δομή της Ευρωζώνης, όπου τα ΠΙ αποτελούν την πρωταρχική πηγή παροχής πιστώσεων στην οικονομία³⁶⁹ και συνεισέφεραν σημαντικά στην ομαλοποίηση των οικονομικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών, διατηρώντας, σε τελική ανάλυση, τη σταθερότητα των τιμών.

³⁶⁸ http://www.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_kathremote_1_06/09/2012_460036.

³⁶⁹ ECB (2010), “The ECB’s Monetary Policy Stance During the financial Crises”, Monthly Bulletin, January, σελ. 68. Η επικέντρωση των μη συμβατικών μέτρων στην ενίσχυση του τραπεζικού συστήματος οφείλεται και στο ότι οι αντισυμβαλλόμενοι με τους οποίους συναλλάσσεται το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο άσκησης της νομισματικής πολιτικής περιορίζεται κατά βάση στα ΠΙ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-09 οδήγησε το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα στα πρόθυρα της κατάρρευσης. Όπως και οι προηγούμενες κρίσεις, είχε πολλαπλά αίτια. Στο επίκεντρό της εντοπίστηκαν προβλήματα που είχαν δημιουργηθεί από ανεπαρκή εποπτεία και ρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος των αναπτυγμένων χωρών. Σε ένα μεγάλο βαθμό, οι υπερβολές στις χρηματοπιστωτικές αγορές προκλήθηκαν από την αποτυχία των ρυθμιστικών αρχών να ασκήσουν αποτελεσματικά τα εποπτικά τους καθήκοντα.

Τη τελευταία δεκαετία η κατάσταση είχε ξεφύγει. Επιτράπηκε στο χρηματοπιστωτικό τομέα να γίνει υπερβολικά κερδοφόρος και μεγάλος, ξεπερνώντας έτσι τα όρια λειτουργίας του ως απλού διαμεσολαβητικού μηχανισμού. Οι καινοτομίες στα χρηματοπιστωτικά εργαλεία βασίστηκαν στα περίπλοκα μοντέλα που δεν είχαν κατανοηθεί επαρκώς από τις εποπτικές αρχές, ώστε να μπορέσουν να τις ελέγξουν. Η δραματική αύξηση του αριθμού των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων καθώς και η πολυπλοκότητα των διαθέσιμων χρηματοπιστωτικών μέσων ήταν από τους βασικότερους λόγους που συνέβαλαν στην επιδείνωση της κρίσης.

Η ανάλυση των παραγόντων που οδήγησαν στην χρηματοπιστωτική κρίση, σε συνδυασμό με την σοβαρότητα των επιπτώσεων της, οδήγησαν τα κράτη στην ανάληψη σημαντικών πρωτοβουλιών για την αναμόρφωση της μικρο-προληπτικής και μακρο-προληπτικής εποπτείας αλλά, και γενικά, της λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος τόσο σε εθνικό όσο και σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Από τις σημαντικότερες διορθωτικές παρεμβάσεις που προτάθηκαν είναι και η επαναφορά στο προσκήνιο των προτάσεων δημιουργίας ενιαίων εποπτικών αρχών με αυξημένες εξουσίες ελέγχου της χρηματοπιστωτικής δραστηριότητας.

Σε ευρωπαϊκό αλλά και σε διεθνές επίπεδο, στο επίκεντρο αυτών των μεταρρυθμίσεων στην αρχιτεκτονική της χρηματοπιστωτικής εποπτείας βρίσκεται η ανακατασκευή των εποπτικών αρμοδιοτήτων των ΚΤ, καθώς ένα σημαντικό μάθημα από την κρίση, εκτός από την αποτυχία της θεωρίας των «αποτελεσματικών» αγορών, στην οποία στηρίχθηκε το φιλοσοφικό πλαίσιο του σύγχρονου χρηματοπιστωτικού συστήματος, είναι ότι η μεγαλύτερη συμμετοχή των ΚΤ στη χρηματοπιστωτική ρύθμιση και εποπτεία μπορεί να συμβάλει στην καλύτερη διαχείριση της γενικότερης οικονομικής σταθερότητας. Έτσι, τα τελευταία χρόνια παρατηρείται ότι έχει λάβει χώρα η μεταφορά της εποπτείας του συνόλου των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών κάτω από την εποπτική «ομπρέλα» της ΚΤ, καθώς, αυτή, από τη φύση της, είναι η μόνη Αρχή που μπορεί να παρέχει τις αναγκαίες ασφαλιστικές δικλείδες που θα εγγυηθούν τη σταθερότητα ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Οι ΚΤ καθίστανται αρμόδιες για τον εντοπισμό και τον έλεγχο του συστημικού κινδύνου. Ο λόγος είναι ότι έχοντας το «μονοπώλιο» να δρουν ως ΔΥΠ, οι ΚΤ είναι σε θέση να επικεντρώνονται στους ευρύτερους συστημικούς κινδύνους και έτσι να έχουν μια ολοκληρωμένη άποψη τόσο για τα μεμονωμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όσο και για το χρηματοπιστωτικό σύστημα ως σύνολο. Ακόμα και στις περιπτώσεις που τα επιμέρους χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι ισχυρά και φερέγγυα, ο συστημικός κίνδυνος μπορεί να προκύψει ως αποτέλεσμα των διασυνδέσεων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, των αγορών και των υποδομών. Συνεπώς, η μακρο-προληπτική προσέγγιση της εποπτείας πρέπει να λαμβάνει υπόψη αυτές της εξωτερικότητες.

Βήματα προς αυτήν την κατεύθυνση έχουν ήδη πραγματοποιηθεί. Στην ΕΕ, η δημιουργία του ΕΣΣΚ αναμένεται ότι θα καλύψει το κενό που υπήρχε ως προς την ικανότητα των

εποπτικών αρχών να εντοπίζουν, να αξιολογούν και να προλαμβάνουν τη συσσώρευση των κινδύνων συστημικής φύσεως. Επίσης, η θεσμοθέτηση του ΕΣΧΕ αναμένεται ότι θα εντοπίζει τα συστημικά σημαντικά ΠΙ και θα παρακολουθεί τις εξελίξεις στις αγορές, ώστε να αποτρέπονται ενδεχόμενες απειλές που θα μπορούσαν να αποσταθεροποιήσουν τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Οι δεσμευτικές διαδικασίες συνεργασίας και αμοιβαίας κοινοποίησης πληροφοριών σε μικρο-προληπτικό και μακρο-προληπτικό επίπεδο, οι οποίες επιτυγχάνονται μέσω των νέων νομοθετικών και ρυθμιστικών παρεμβάσεων, προσδοκάται ότι θα συμβάλουν σημαντικά στην αποφυγή σφαλμάτων του παρελθόντος.

Ωστόσο, ακόμα και μετά τη θεσμοθέτηση του νέου πλαισίου ευρωπαϊκής χρηματοπιστωτικής εποπτείας, και παρά την άμεση εμπλοκή της ΕΚΤ στη μακρο-προληπτική διάσταση της χρηματοπιστωτικής εποπτείας, στο πεδίο της μικρο-προληπτικής εποπτείας των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών που ασκούν δραστηριότητα στα κράτη μέλη της Ένωσης, τα καθήκοντα και οι εξουσίες της ΕΚΤ παραμένουν οριοθετημένα με βάση τις διατάξεις του άρθρου 127, παρ.5 της ΣΛΕΕ. Το γεγονός αυτό δείχνει ότι η αντίδραση της ΕΕ φανερώνει όχι την πρόθεση ολοκληρωτικής αντικατάστασης του υφιστάμενου οργανωτικού και ουσιαστικού ευρωπαϊκού εποπτικού πλαισίου, αλλά την ανάγκη διορθωτικής επέμβασης προς αποκατάσταση των αδυναμιών και των κενών της εποπτείας που ανέδειξε η κρίση.

Οι νομοθετικές πρωτοβουλίες της ΕΕ βελτιώνουν αναμφίβολα την ρύθμιση και την εποπτεία του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ωστόσο, από τη στιγμή που η εποπτεία παραμένει αποκλειστικά εθνική αρμοδιότητα, πάντα θα υπάρχει ο κίνδυνος του ρυθμιστικού αρμπιτράζ. Σε έναν ενιαίο χρηματοπιστωτικό χώρο, όπως είναι ο ευρωπαϊκός, η πραγματική σταθερότητα μπορεί να επιτευχθεί μόνο μέσω μιας «κεντροποιημένης» προσέγγισης της εποπτείας, η οποία θα ασκείται σε υπερεθνικό επίπεδο από μια και μόνο Αρχή. Η αναγωγή της ΕΚΤ, ως πυρήνα όχι μόνο του ΕΣΚΤ αλλά και του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού χώρου σε υπερεθνική εποπτική αρχή προκρίνεται ως η βέλτιστη επιλογή η οποία μπορεί να παρέχει τις αναγκαίες ασφαλιστικές δικλίδες που θα εγγυηθούν τη σταθερότητα ολόκληρου του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Η δημιουργία αυτών των ασφαλιστικών δικλίδων προϋποθέτει την αναγνώριση και αποδοχή της ανάγκης τόσο για ένα αυξημένο επίπεδο μεταβίβασης ρυθμιστικών και εποπτικών εξουσιών σε ευρωπαϊκό επίπεδο, ώστε το επίπεδο ολοκλήρωσης των αγορών να συμπίπτει με αυτό της ρύθμισης και εποπτείας, όσο και για ένα ενισχυμένο επίπεδο διεθνούς συνεργασίας με άλλα σημαντικά χρηματοπιστωτικά κέντρα εκτός ΕΕ καθώς η ευρωπαϊκή αγορά είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με ένα ευρύτερο και πλήρως παγκοσμιοποιημένο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Μία άλλη πτυχή της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης ήταν η άμεση και ισχυρή παρέμβαση της ΕΚΤ, μέσω νομισματικής και δημοσιονομικής χαλάρωσης, στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Σε μία πρωτοφανή κλίμακα και σε συνεργασία με άλλες ΚΤ, το Ευρωσύστημα κατάφερε να αποτρέψει την ολοκληρωτική κατάρρευση του ευρωπαϊκού τραπεζικού και γενικότερα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Για να αναχαιτιστεί η οξεία φάση της κρίσης, μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, εκτός από τη δραστική, και χωρίς προηγούμενο, μείωση των επιτοκίων, η ΕΚΤ προχώρησε στην υιοθέτηση μιας σειράς από μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής προκειμένου να αποκαταστήσει την ομαλή λειτουργία των αγορών. Τα μέτρα αυτά περιλάμβαναν, μεταξύ άλλων, παροχή άφθονης ρευστότητας προς τα ΠΙ έναντι ευρύτερου φάσματος ασφαλειών με σκοπό να αμβλυνθούν οι πιέσεις στη διατραπεζική αγορά, παρέμβαση σε συγκεκριμένους τομείς της αγοράς για την ενίσχυση της ρευστότητας καθώς και άμεσες αγορές ομολόγων, σε πρωτογενείς και δευτερογενείς αγορές, για τη διευκόλυνση των συνθηκών χρηματοδότησης. Κάτω από την πίεση που είχε ασκηθεί και το φόβο για την επιδείνωση της κατάστασης, το Ευρωσύστημα αναγκάστηκε να αποκλίνει από το νομισματικό του συντηρητισμό προκειμένου να διασώσει

το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Αποδείχθηκε ότι η χρηματοπιστωτική σταθερότητα δεν επιτυγχάνεται μόνο με τη νομισματική σταθερότητα.

Σήμερα, η ομαλότητα του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος δεν έχει ακόμα ομαλοποιηθεί. Οι αναταραχές που συνεχίζονται και οι οποίες οφείλονται στις συνεχώς μεταβαλλόμενες και αβέβαιες εξελίξεις είναι δυνατόν να υπομονεύσουν την εύθραυστη χρηματοπιστωτική σταθερότητα που έχει επιτευχθεί τα τελευταία χρόνια. Για το λόγο αυτό, το ενδιαφέρον των ΚΤ της ευρύτερης ευρωπαϊκής περιφέρειας συνεχίζει να είναι στραμμένο στην πλήρη αποκατάσταση της εύρυθμης λειτουργίας των χρηματοπιστωτικών αγορών.

ΠΗΓΕΣ-ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ-ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

ΠΗΓΕΣ

Ενοποιημένη απόδοση της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση και της Συνθήκης για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (2008/C 115/01)

Πρωτόκολλα

Πρωτόκολλο (αριθ. 4) «για το Καταστατικό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας»,

Πρωτόκολλο (αριθ. 15) «για ορισμένες διατάξεις που αφορούν το Ηνωμένο Βασίλειο της Μεγάλης Βρετανίας και Βορείου Ιρλανδίας» τα οποία προσαρτούνται στη Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση και τη Συνθήκη για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (2008/C 115/01).

Κανονισμοί

Κανονισμοί του Συμβουλίου

Κανονισμός 1096/2010 του Συμβουλίου της 17^{ης} Νοεμβρίου 2010 «για την ανάθεση ειδικών καθηκόντων στην Ευρωπαϊκή Κεντρική τράπεζα όσον αφορά τη λειτουργία του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου». (ΕΕ L 331, 15.12.2010, σελ. 162-164).

Κανονισμός 2533/98 του Συμβουλίου «σχετικά με τη συλλογή στατιστικών πληροφοριών από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα» (ΕΕ L 318, 27.11.1998, σελ. 8-19).

Κανονισμοί του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου

Κανονισμός 1092/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 24^{ης} Νοεμβρίου 2010 «σχετικά με τη μακρο-προληπτική επίβλεψη του χρηματοοικονομικού συστήματος της Ευρωπαϊκής Ένωσης και τη Σύσταση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου». (ΕΕ L 331, 15.12.2010, σελ. 1-11).

Οδηγίες

Οδηγία 2006/48/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας πιστωτικών ιδρυμάτων» (ΕΕ L 177, 30.6.2006, σελ. 1-200).

ΛΟΙΠΑ ΚΕΙΜΕΝΑ

Κείμενο του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου

Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο (2011): «Σχέδιο Έκθεσης σχετικά με τη σύσταση του Συμβουλίου που αφορά τον διορισμό του Προέδρου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας», Επιτροπή Οικονομικών και Νομισματικών Θεμάτων, 1.6.2011.

Κείμενο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής

Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων (2009): «Ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική εποπτεία», Βρυξέλλες, 27.5.2009, COM (2009), 252 τελικό.

Κείμενα της ΕΚΤ

ΕΚΤ (1999): «Στρατηγική Νομισματικής πολιτικής του ΕΣΚΤ προσανατολισμένη στη σταθερότητα», Δελτίο Τύπου, 13 Οκτωβρίου.

ΕΚΤ (2000): «Η μετάδοση της Νομισματικής Πολιτικής Στη ζώνη του Ευρώ», Μηνιαίο Δελτίο, Ιούλιος, σελ. 47-52.

ΕΚΤ (2000): «Οι δύο πυλώνες της Στρατηγικής της ΕΚΤ για τη Νομισματική Πολιτική», Μηνιαίο Δελτίο, Νοέμβριος, σελ. 41-53.

ΕΚΤ (2001): «Ο ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών στην προληπτική εποπτεία», Μάρτιος.

EKT (2003): «Η Στρατηγική Νομισματικής Πολιτικής της ΕΚΤ», Δελτίο Τύπου, 8 Μαΐου, διαθέσιμο στο: http://www.ecb.int/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.el.html.

EKT (2008): «Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα και Επίβλεψη», Μηνιαίο Δελτίο, 10η επέτειος της ΕΚΤ.

EKT (2008): «Η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ», Νοέμβριος.

EKT (2008): «Ετήσια Έκθεση».

EKT (2009): «Ετήσια Έκθεση».

EKT (2010): «Έκθεση για την Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα», Ιούνιος.

EKT (2010): «Ετήσια Έκθεση».

EKT (2011): «Ετήσια Έκθεση».

ECB (2001): “The External Communication of the European central Bank”, Monthly Bulletin, February, pp. 59-65.

ECB, (2009): “The Implementation of the Monetary Policy since August 2007”, Monthly Bulletin, July, pp. 75-89.

ECB, (2010): “The ECB’s Monetary Stance During the Financial Crises”, Monthly Bulletin, January, pp. 63-71.

ECB (2010): “Recent Developments in Supervisory Structures in the EU Member States (2007-10)”, October.

ECB, (2011): “The ECB’s Non-Standard Measures – Impact and Phasing Out”, Monthly Bulletin, July, pp. 55-69.

Κείμενα της Τράπεζας της Ελλάδος

ΤτΕ (2011): «Νομισματική Πολιτική 2010-2011».

ΤτΕ (2010): «Έκθεση για την Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα», Ιούλιος.

ΤτΕ (2009): «Ενδιάμεση Έκθεση για την Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα», Δεκέμβριος.

ΤτΕ (2009): «Νομισματική Πολιτική», Ενδιάμεση Έκθεση.

ΤτΕ (2008): «Νομισματική πολιτική», Ενδιάμεση Έκθεση, Οκτώβριος.

ΤτΕ: «Επιτόκια Αναφοράς της ΕΚΤ», στο: www.bankofgreece.gr.

BIBΛΙΑ

Ελληνόγλωσσα

Αγγελόπουλος, Π.Χρ. (2005): «Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα. Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι», Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης, Αθήνα.

Αγραπίδη-Γκόρτσου, Β. (2006): «Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα στο θεσμικό σύστημα της Ευρωπαϊκής Ένωσης», εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα-Θεσσαλονίκη.

Γκόρτσος, Χρ.Βλ. (2011): «Εισαγωγή στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο», Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα.

De Grauwe, P. (2008): «Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης», Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα.

Κανελλόπουλος, Π.Ι. (2003): «Το Δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης», 4^η Έκδοση, εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα-Κομοτηνή, σελ. 209-231.

Krugman, P. (2009): «Η κρίση του 2008 και η επιστροφή των οικονομικών της ύφεσης», εκδόσεις Καστανιώτη, Αθήνα, σελ. 186-198.

Στεφάνου, Κ.Α. (2002): «Ευρωπαϊκή ολοκλήρωση», Τόμος Α': Γενικά και Θεσμικά Χαρακτηριστικά μετά τη Νίκαια, 6^η έκδοση, εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα.

Φαρσαρώτας, Ι.Δ. (2009): «Κατανοώντας τη σύγχρονη τραπεζική», Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα-Κομοτηνή, σελ. 102-140.

Φλώρος, Ν. (2012): «Η Ευθύνη των Εποπτικών Αρχών στο Χρηματοπιστωτικό Τομέα. Η αστική ευθύνη του επόπτη προς αποζημίωση λόγω πλημμελούς εποπτείας», Σειρά Μελετών Δικαίου Επιχειρήσεων και Εταιριών, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, κεφ. 1,2.

Ψυχομάνης, Σ.Α. (2006): «Οι Τράπεζες και η Εποπτεία τους. Δίκαιο του τραπεζικού συστήματος», εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα-Θεσσαλονίκη.

Ξενόγλωσσα

Amtenbrik, F. (1999): “*The Democratic Accountability of Central Banks-A Comparative Study of the European Central Bank*”, Hurt Publishing, Oxford and Portland, Oregon.

Fisher, S. (2005): “*IMF Essays from a Time of Crises. The International Financial System, Stabilization, and Development*”, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, pp. 7-17.

Howels, P.-Bain, K. (2009): «Χρήμα, Πίστη, Τράπεζες. Μια ευρωπαϊκή προσέγγιση», τόμος Β', εκδόσεις Κριτική, Νοέμβριος.

Gleeson, S. (2010): “*International regulation of banking: Basel II: Capital and Risk Requirements*”, Oxford University Press, pp. 15-41.

Issing, O.-Gaspar, X.-Angeloni, I.-Tristani, O. (2001): “*Monetary Policy in the Euro Area. Strategy and Decision-Making at the European Central Bank*”, Cambridge University Press.

Kindleberger, P.Ch. (1996): “*Manias Panics and Crashes. A History of Financial Crises*”, Third Edition, pp. 146-169.

Kenen, B.P. (1995): “*Economic and Monetary Union in Europe. Moving beyond Maastricht*”, Cambridge University Press, pp. 19-43.

Smits, R. (1999): “*European Central Bank-Institutional Aspects*”, Kluwer Law International, The Hague/London/Boston.

ΑΡΘΡΑ

Ελληνόγλωσσα

Alpha Bank (2009): “*Η κρίση του 2007-2009: Η άνοδος και η πτώση της χρηματοοικονομικής μοχλεύσεως*» και «*Τα αίτια της χρηματοοικονομικής κρίσεως και η προοπτική εξόδου της παγκόσμιας οικονομίας από την ύφεση*», Οικονομικό Δελτίο, τεύχος 108, Φεβρουάριος, σελ. 3-33.

Αλεξάκης, Π. (2011): «*Οι καινοτομίες στη νομισματική πολιτική στην ευρωζώνη από το 2007 έως σήμερα*», στο: *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα* (επιμέλεια: Χαρδούβελης, Γκ.Α.-Γκόρτσος, Χρ.Βλ), ΕΕΤ, Αθήνα, σελ. 177-189.

Αυγερινός, Γ.Β. (2009): «*Ο μαύρος κύκνος και η μεταρρύθμιση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής εποπτείας*», ΧρηΔικ, 1/2009.

Αυλωνίτης, Ξ.Α.-Παπαοικονόμου, Β.Α. (2011): «*Η Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών*», ΧρηΔικ, 1/2011.

Γκαργκάνας, Ν.Χρ. (2008): «*Προκλήσεις για τη νομισματική πολιτική σε έναν αλληλεξαρτώμενο κόσμο. Σκέψεις σχετικά με τη νομισματική και χρηματοπιστωτική ενοποίηση*», Τράπεζα της Ελλάδος, Ευρωσύστημα.

Γκόρτσος, Χρ.Βλ. (2008): «*Ορισμός και οριοθέτηση του Ευρωπαϊκού Τραπεζικού Δικαίου*», ΔΕΕ, τεύχος 4.

Γκόρτσος, Χρ.Βλ. (2004): «*Η αρχιτεκτονική για τη διασφάλιση της σταθερότητας του Ευρωπαϊκού Τραπεζικού Συστήματος*», στο: *Το νέο Ευρωπαϊκό Χρηματοπιστωτικό Περιβάλλον, Τάσεις και Προοπτικές* (επιμέλεια: Προβόπουλος, Γ.-Γκόρτσος, Χρ.Βλ), εκδόσεις Σάκκουλα, ΕΕΤ, Αθήνα, Ιανουάριος, σελ. 197-231.

Γκόρτσος, Χρ.Βλ. (2008δ): «*Η προοπτική της θεσμοθέτησης υπερεθνικών εποπτικών αρχών του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα*» στο: *Ενιαία εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος-Τιτλοποίηση Απαιτήσεων, Πρακτικά Πρώτης Ετήσιας Εσπερίδας της Ελληνικής Εταιρίας Τραπεζικού Δικαίου και της Κεφαλαιαγοράς*, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, σελ. 41-80.

Γκόρτσος, Χρ.Βλ. (2009): «Η αναπροσαρμογή του πλαισίου άσκησης εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα σύμφωνα με την «Έκθεση de Larosière», ΧρηΔικ, 1/2009, σελ. 5-27.

Γκόρτσος, Χρ.Βλ. (2011): «Εισαγωγή στο Δίκαιο της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης», Πανεπιστημιακές Σημειώσεις, Μάιος.

Ευθυμίουπουλος, Θ.Α. (2000): «Η ανεξαρτησία της Κεντρικής τράπεζας», Δελτίο ΕΕΤ, Α'-Β' Τριμηνία Έκδοση, σελ. 42-53.

Ευθυμίουπουλος, Θ.Α. (2003): «Η Εποπτεία του Τραπεζικού Συστήματος και ο Τελικός Δανειστής Τελευταίας Προσφυγής στη Ζώνη του Ευρώ», Δελτίο ΕΕΤ, Δ'/2003, σελ. 35-42.

Καραμούζης, Β.Ν. (2011): «Από τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση στην ελληνική δημοσιονομική εκτροπή και την κρίση της Ευρωζώνης: Οι προκλήσεις για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και τη χώρα», στο: Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της ευρωζώνης: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον; (επιμέλεια: Καραμούζης, Β.Ν.-Χαρδούβελης, Γκ.Α.), Εκδοτικός Οίκος Λιβάνη, Αθήνα, σελ. 457-541.

Κατσίκας, Δ.Χ. (2012): «Ανταγωνισμός, σταθερότητα & ρύθμιση στον ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό τομέα», ELIAMEP Policy Papers, No 19, Φεβρουάριος.

Calomiris, W.C. (2011): «Αίτια της κρίσης στην αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου», στο: Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της ευρωζώνης: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον; (επιμέλεια: Καραμούζης, Β.Ν.-Χαρδούβελης, Γκ.Α.), Εκδοτικός Οίκος Λιβάνη, Αθήνα, σελ. 131-155.

Κουρής, Ι.Σ. (2004): «Εξελίζεις στα Συστήματα Πληρωμών και Διακανονισμού Χρεογράφων και ο Ρόλος των Εθνικών Κεντρικών Τραπεζών», στο: Το νέο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Τάσεις και προοπτικές (επιμέλεια: Προβόπουλος, Γ. Γκόρτσος, Χρ.Βλ.), εκδόσεις Σάκκουλα, ΕΕΤ, Αθήνα, Ιανουάριος, σελ. 251-270.

Παπαδάκης, Ι.Μ. (2004): «Ο ρόλος των Τραπεζών και του Κανονιστικού Πλαισίου τους: Υποδείξεις Οικονομικής Θεωρίας», στο: Το νέο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Τάσεις και προοπτικές (επιμέλεια: Προβόπουλος, Γ.-Γκόρτσος, Χρ.Βλ.), εκδόσεις Σάκκουλα, ΕΕΤ, Αθήνα, Ιανουάριος, σελ. 31-77.

Παπαθανασίου, Χ.-Ζάγουρας, Γ. (2011): «Η νέα μακρο-προληπτική επίβλεψη του χρηματοπιστωτικού συστήματος», ΧρηΔικ, 1/2011, Νομική Βιβλιοθήκη.

Προβόπουλος, Γ.-Καπόπουλος, Π. (2004): «Έννοια και Περιεχόμενο της Τραπεζικής Εποπτείας: Το Θεωρητικό Υπόβαθρο», στο: Το νέο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Τάσεις και προοπτικές (επιμέλεια: Προβόπουλος, Γ.-Γκόρτσος, Χρ.Βλ.), εκδόσεις Σάκκουλα, ΕΕΤ, Αθήνα, Ιανουάριος, σελ. 79-108.

Μιχαλόπουλος, Γ. (2011): Χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών στη διάρκεια της κρίσης», στο: Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα (επιμέλεια: Χαρδούβελης, Γκ.Α.-Γκόρτσος, Χρ.Βλ.), ΕΕΤ, Αθήνα, σελ. 229-246.

Ορφανίδης, Α. (2011): «Η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα: Προβληματισμοί και συμπεράσματα από την κρίση για την Ευρώπη», στο: Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της ευρωζώνης: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον; (επιμέλεια: Καραμούζης, Β.Ν.-Χαρδούβελης, Γκ.Α.), Εκδοτικός Οίκος Λιβάνη, Αθήνα, σελ. 269-288.

Ρόκας, Ν. (2006): «Εμπορικό Δίκαιο και Οικονομία», ΔΕΕ, 4/2006.

Ρόκας, Ν. (2009): «Η παγκόσμια οικονομική κρίση και μέτρα αντιμετώπισής της», Νομικό Βήμα, 2009, Φεβρουάριος.

Σαχινίδης, Φ. (2004): «Η Στρατηγική της Νομισματικής Πολιτικής του Ευρωσυστήματος», στο: Το νέο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Τάσεις και προοπτικές (επιμέλεια: Προβόπουλος, Γ.-Γκόρτσος, Χρ.Βλ.), εκδόσεις Σάκκουλα, ΕΕΤ, Αθήνα, Ιανουάριος, σελ. 235-249.

Σταϊκούρας, Π. (2011): «Η θεσμική οργάνωση της χρηματοοικονομικής εποπτείας στην Ελλάδα: Προκλήσεις και προοπτικές μετά την κρίση», στο: Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα (επιμέλεια: Χαρδούβελης, Γκ.Α.-Γκόρτσος, Χρ.Βλ.), ΕΕΤ, Αθήνα, σελ. 555-568. (Βλ. και Νομικό Βήμα, 2/2011).

Τασάκος, Κ. (2006): «Έκθεση της ΕΚΤ για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα», Δ' Τρίμηνο, Δελτίο ΕΕΤ.

Τριδής, Τ. (2011): «Το μέλλον της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού τομέα στην Ευρώπη», στο: Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της ευρωζώνης: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον; (επιμέλεια: Καραμούζης, Β.Ν.-Χαρδούβελης, Γκ.Α.), Εκδοτικός Οίκος Λιβάνη, Αθήνα, σελ. 289-323.

Χαρδούβελης, Γκ.Α. (2011): «Νομισματική πολιτική στην Ευρωζώνη», Πανεπιστημιακές Παραδόσεις, Μάιος.

Χαρδούβελης, Γκ.Α. (2011): «Το χρονικό της διεθνούς και της συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης: Αίτια, αντιδράσεις, επιπτώσεις, προοπτική», στο: Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της ευρωζώνης: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον; (επιμέλεια: Καραμούζης, Β.Ν.-Χαρδούβελης Γκ.Α.), Εκδοτικός Οίκος Λιβάνη, Αθήνα, σελ. 31-128.

Χατζηεμμανουήλ, Χρ. (2008): «Οργανωτική διάρθρωση της εποπτικής λειτουργίας στον χρηματοπιστωτικό τομέα: η διεθνής συζήτηση», στο: Ενιαία εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος-Τιτλοποίηση Απαιτήσεων, Πρακτικά Πρώτης Ετήσιας Εσπερίδας της Ελληνικής Εταιρίας Τραπεζικού Δικαίου και της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, σελ. 3-13.

Ξερόγλωσσα

Abrams, K.R.-Taylor, W.M. (2000): “Issues in the Unification of Financial Sector Supervision”, IMF WP/00/213, December.

Anglietta, M. (1999): “A Lender of Last Resort for Europe”, CEPP II document de travail, No. 12/1999, September.

Athanassiou, P. (2011): “Financial Sector Supervisor’s Accountability. A European Perspective”, ECB Legal Working Paper Series No 12, August.

Bank for International Settlements (2011): “Central Bank Governance and Financial Stability”, Basel, Switzerland, May.

Basel Committee on Banking Supervision (2006): “Core Principles for Effective Banking Supervision”, Bank for International Supervision, October.

Basel Committee on Banking Supervision (2010): “Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking system”, BIS, Basel.

Blinder, S.A. (2010): “How Central Should the Central Bank Be?”, Journal of Economic Literature, 48:1, pp. 123-133.

Bordo, D.M. (2007): “A Brief History of Central Banks”, Federal Reserve Bank of Cleveland Paper, διαθέσιμο στο: <http://www.clevelandfed.org/research/commentary/2007/12.cfm>

Čihák, M. (2006): “Central Banks and Financial Stability: A Survey of Financial Stability Reports”, Washington, D. C., October.

De Bandt, O.-Hartmann, P. (2000): “Systemic risk: a survey”, ECB Working Paper N. 35, November.

De Larosiere, (2009): “Report of the High-level Group on Financial Supervision in the EU”, Brussels, February 25.

Dominguez, M.E.K. (2006): “The European Central Bank, the Euro, and Global Financial Markets”, Journal of Economic Perspectives, Volume 20, No. 4, pp. 67-88.

Eijffinger, S.C.W. (2009): “What role for the ECB on financial market supervision?”, Briefing Paper for the Monetary Dialogue of March 2009 by the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament with the President of the European Central Bank, CentER and European Banking Center, Tilburg University and CEPR.

Eijffinger, S.C.W. (2004): “The European Central Bank and financial supervision”, Banking and Finance, 15 (4), September, pp. 455-480.

Enria, A.-Vesala, J. (2003): “Externalities in supervision: the European case”, in: Financial Supervision in Europe (edited by: Kremers, J.M.J.-Schoenmaker, D.-Wierds, J.P.), Edward Elgar Publishing, The Netherlands, pp. 60-89.

Ferrarini, G.-Chiodini, F. (2009): “Regulating cross-border banks in Europe: a comment on the de Larosière report and a modest proposal”, Capital Markets Law Journal, June 9th, διαθέσιμο στο: http://cmlj.oxfordjournals.org/content/4/suppl_1/S123.full.

Ferguson, W.R. (2002): “Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective?”, IMF Conference, Washington, D.C., September 16-17.

Financial Stability Board (2011): “Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability”, April, 10th.

Freixas, X.-Parigi M. B. (2008): “The lender of last resort of the 21st century” in: The First Global Financial Crisis of the 21st Century (edited by: Felton, A.-Reinhart, M.C.), Part II, June-December, A VoxEU.org Publication, CEPR, pp. 163-167.

Freixas, X. (2003): “Crises management in Europe”, in: Financial Supervision in Europe (edited by: Kremers, J.M.J.-Schoenmaker, D.-Wierds, J.P.), Edward Elgar Publishing, The Netherlands, pp. 102-110.

Frydl, E.-Quintym, M. (2000): “The benefits and costs of intervening in banking crises”, IMF Working Paper N.00/47.

Garicano, L.-Lastra, R.M. (2010): “Towards a new Architecture for Financial Stability: Seven Principles”, CEP Discussion Paper No 990, July, διαθέσιμο στο: <http://cep.lse.ac.uk/pubs/download/dp0990.pdf>.

Goodhart, C.A.E. (2008): “Central Bank’s Function to Maintain Financial Stability: An Uncompleted Task”, Vox Reaserch, June, 24th.

Goodhart, C.-Shoenmaker, D. (1995): “Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision Be Separated?” Oxford Economic Papers, New Series, Vol. 47, No.4, October.

Group of Thirty (2009): “Financial Reform. A Framework for Financial Stability”, Washington, D.C., January.

Hawkesby, C. (2000): “Central Banks and Supervisors: The Question of Institutional Structure and Responsibilities”, Selected Issues for Financial Safety Nets and Market Discipline, Financial Stability and Central Banks, May, Bank of England, pp. 95-128.

Hellenic Bank Association (2007): “Foundation banking studies. The monetary and financial environment”, Part A, Athens, July.

Heremans, D. (1999): “Regulation of Banking and Financial Markets”, Working Paper 5850.

Hertig, G.-Lee, R.-McCahery, A.J. (2009): “Empowering the ECB to Supervise Banks: A Choice-Based Approach”, ECGI Working Paper Series in Finance, No. 262/2009, August.

Holtfrerich, C.L.-Reis, J. (1999): Introduction, in: The Emergence of Modern Central Banking from 1918 to the Present (edited by: Holtfrerich, C.L.-Reis, J.-Toniolo, G.), Ashgate Publishing, England-USA, pp. 1-10.

Jackson, K.S. (2010): “Financial Market Supervision: European Perspectives”, Congressional Research Service, November 20th.

Kaufman, G.G. (1996): “Bank Failures, Systemic Risk, and Bank Regulation»” in: The Cato Journal. Vol.16. No1, διαθέσιμο στο: <https://www.cato.org/pubs/journal/cj16n1-2.html>.

Kaufman, G.G.-Scott, K. (2000): “Does Bank Regulation Retard or Contribute to Systemic Risk?”, Stanford Law School, John M. Olin Program in Law and Economics, Working Paper No211, December.

Kremers, J.M.J.-Schoenmaker, D.-Wierds, J.P. (2003): “Financial supervision in Europe: an overview”, in: Financial Supervision in Europe (edited by: Kremers, J.M.J.-Schoenmaker, D.-Wierds, J.P.), Edward Elgar Publishing, The Netherlands, pp. 1-14.

Lanoo, K. (2012a): “Banking Union in Three Steps”, CEPS Commentary, June 12th, διαθέσιμο στο: www.ceps.eu.

Lanoo, K. (2012b): “The Roadmap to Banking Union: A call for consistency”, CEPS Commentaries, August 30th, διαθέσιμο στο: www.ceps.eu.

Lastra, R.M. (2011): “Systemic risks, SIFIs and Financial Stability”, Capital Markets Law Journal, Vol. 6, No. 2, April, pp. 197-213.

Liebeg, D.-Posch, M. (2011): “*Macro-prudential Regulation and Supervision: From the Identification of Systemic Risks to Policy Measures*”, Financial Stability Report 21, June, pp. 62-78.

Marauhn, T.-Weiss, M. (2006): “*The European Central Bank as a regulator as an institutional actor*”, in: The regulation of international financial markets. Perspectives for Reform (edited by: Grote, R.-Marauhn, T.), Cambridge University Press, pp. 209-223.

Nier, W.L. (2009), “*Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crises*”, IMF Working Paper 09/70, Washington.

Padoa-Schioppa, T. (2003): “*Financial supervision: inside or outside central banks?*”, in: Financial Supervision in Europe (edited by: Kremers, J.M.J.-Schoenmaker, D.-Wierds, J.P.), Edward Elgar Publishing, The Netherlands, pp. 160-175.

Padoa-Schioppa, T. (2002): “*Central Banks and Financial Stability: Exploring A Land In Between*” in: The Transformation of the European Financial System, Second ECB Central Banking Conference, October 24th and 25th, Frankfurt am Main, pp. 1-48.

Padoa-Schioppa, T. (1999): “*EMU and Banking Supervision*”, International Finance 2:2, pp. 295-308.

Schüler, M. (2003): “*How Do Banking Supervisors Deal with Europe-wide Systemic Risk?*”, Discussion Paper No. 03-03, January.

Schoenmaker, D. (2003): “*Financial Supervision: from National to European?*”, Journal of Financial and Monetary Studies, December, pp. 5-60.

Schoenmaker, D. (2000): “*What kind of financial stability for Europe?*”, in: Which Lender of Last Resort for Europe? (edited by: Goodhart, C.A.E.), Central Banking Publications, London, May.

Shoenmaker, D. (2010): “*The ECB, financial supervision and financial stability management*”, in: The European Central Bank in Ten (edited by: De Haan, J.-Berger, H.), Springer, London-New York.

Shoenmaker, D. (2012): “*Banking Supervision and Resolution: The European Dimension*”, DSF Policy Paper, No. 19, January.

Sundararajan, V.-Balino, J.T.T. (1991): “*Issues of Recent Banking Crises*”, in: Banking Crises: Cases and Issues (edited by: Sundararajan, V.-Balino, J.T.T.), IMF, Washington, D.C., pp. 1-38.

Scheller, K.H. (2006): “*The European Central Bank. History, Role and Functions*”, 2nd Revised Edition.

Svensson (2000): “*The First Year of the Eurosystem: Inflation Targeting or Not?*”, American Economic Review, Papers and Proceedings, 20 (2), pp. 95-99.

Trichet, L.C. (2010): “*State of the Union: The Financial Crises and the ECB’s Response between 2007 and 2009*”, Journal of Common Market Studies, Vol. 48, p. 7-19.

Trichet, L.C. (2009): “*The ECB’s enhanced credit support*”, University of Munich, CESIFO WORKING PAPER NO. 2833, October.

Whelan, K. (2009): “*The ECB Role in Financial Supervision*”, European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs.

UNCTAD (2009): “*The Global Economic Crisis: Systemic Failures and Multilateral Remedies*”, Report by the Secretariat Task Force on Systemic Issues and Economic Cooperation, UN, New York and Geneva.

ΟΜΙΛΙΕΣ

Γκαργκάνας, Ν.Χρ. (2001): ομιλία με θέμα: «Προληπτική εποπτεία και χρηματοπιστωτική σταθερότητα στη ζώνη του ευρώ», 21/05/2001, διαθέσιμη στο: www.bankofgreece.gr.

Προβόπουλος, Γ. (2009): ομιλία με θέμα: «Οι δύο παγκόσμιες κρίσεις και η ελληνική οικονομία: μερικές κρίσιμες-και χρήσιμες-συγκρίσεις», διαθέσιμη στο: www.bankofgreece.gr.

Προβόπουλος, Γ. (2009): ομιλία στην Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή της Ελλάδος με θέμα: «Ο ρόλος του χρηματοπιστωτικού συστήματος για την έξοδο από την κρίση και η συμβολή του για μακροχρόνια οικονομική και κοινωνική ανάπτυξη», Πρακτικά Ημερίδας, Αθήνα, Ιούνιος.

Papademos, L. (2009): “Financial stability and macro-prudential supervision: objectives, instruments and the role of the ECB”, speech at the conference “The ECB and Its Watchers XI”, September 4th, στο: http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090904_3.en.html.

Papademos, L. (2009): “The role of the ECB in financial crisis management”, speech at the conference on “The cost of the financial crisis: Planning an exit strategy”, organised by the Bank of Greece and the Hellenic Observatory at the London School of Economics and Political Science, Athens, 27 May.

Tadjuddin, A. (2003): “The Role of Central Bank in Maintaining Financial Stability”, Speech in APEC Financial Annual Forum, October 15th, Shanghai.

Trichet, J-C. (2009): “Macro-prudential Supervision in Europe”, speech at the Economist’s 2nd City Lecture, December, 11th, στο: <http://www.bis.org/review/r091218b.pdf>.

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

<http://www.ecb.int/ecb/orga/tasks/html/financial-stability.el.html>.

http://www.ecb.int/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.el.html.

http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090904_3.en.html.

www.bankofgreece.gr.

<http://www.clevelandfed.org/research/commentary/2007/12.cfm>.

http://cmlj.oxfordjournals.org/content/4/suppl_1/S123.full.

<http://cep.lse.ac.uk/pubs/download/dp0990.pdf>.

<https://www.cato.org/pubs/journal/cj16n1-2.html>.

www.ceps.eu.

<http://www.bis.org/review/r091218b.pdf>.

http://www.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_kathremote_1_06/09/2012_460036.