



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ  
Εθνικόν και Καποδιστριακόν  
Πανεπιστήμιον Αθηνών  
— ΙΔΡΥΘΕΝ ΤΟ 1837 —

## **ΝΟΜΙΚΗ ΣΧΟΛΗ**

---

**Π.Μ.Σ.: ΔΗΜΟΣΙΟ ΔΙΚΑΙΟ**

**ΕΙΔΙΚΕΥΣΗ: ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ**

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΕΤΟΣ: 2019-2020**

### **ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**του ΝΙΚΟΛΑΟΥ ΜΑΛΑΜΑ του ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ**

**A.M.: 7340012519009**

### **ΑΝΕΞΑΡΤΗΣΙΑ ΚΑΙ ΛΟΓΟΔΟΣΙΑ**

### **ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ**

**Επιβλέπων:**

Χρήστος Γκόρτσος

**Τριμελής Εξεταστική Επιτροπή:**

Χρήστος Γκόρτσος

Σπυρίδων Βλαχόπουλος

Βασίλειος Κονδύλης

Αθήνα, Νοέμβριος 2020

Copyright © [*Νικόλαος Μάλαμας του Κωνσταντίνου, Νοέμβριος 2020*]

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Απαγορεύεται η αντιγραφή, αποθήκευση και διανομή της παρούσας εργασίας, εξ ολοκλήρου ή τμήματος αυτής, για εμπορικό σκοπό. Επιτρέπεται η ανατύπωση, αποθήκευση και διανομή για σκοπό μη κερδοσκοπικό, εκπαιδευτικής ή ερευνητικής φύσης, υπό την προϋπόθεση να αναφέρεται η πηγή προέλευσης και να διατηρείται το παρόν μήνυμα.

Οι απόψεις και θέσεις που περιέχονται σε αυτήν την εργασία εκφράζουν τον συγγραφέα και δεν πρέπει να ερμηνευθεί ότι αντιπροσωπεύουν τις επίσημες θέσεις του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών.

Στους μεγάλους γονείς μου,  
που είναι πάντα δίπλα μου...

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ ΑΚΡΩΝΥΜΙΩΝ</b> .....	<b>6</b>
<b>ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ</b> .....	<b>7</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Αρμοδιότητες και Λειτουργίες των Κεντρικών Τραπεζών</b> .....	<b>8</b>
<b>1.1 Γενικά στοιχεία Κεντρικών Τραπεζών</b> .....	<b>8</b>
<b>1.2 Αρμοδιότητες Κεντρικών Τραπεζών</b> .....	<b>8</b>
1.2.1 Νομισματικές αρμοδιότητες .....	8
1.2.2 Αρμοδιότητες συναλλαγματικής πολιτικής .....	15
1.2.3 Τελικός αναχρηματοδοτικός δανεισμός .....	16
1.2.4 Αρμοδιότητες για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα .....	17
1.2.5 Χρηματοπιστωτικός εγγραμματισμός και χρηματοπιστωτική ένταξη .....	21
1.2.6 Προστασία του καταναλωτή .....	21
1.2.7 Anti-money laundering .....	21
1.2.8 Ταμίας Δημοσίου .....	22
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</b> .....	<b>23</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Ανεξαρτησία των Κεντρικών Τραπεζών</b> .....	<b>34</b>
<b>2.1 Η πορεία προς την ανεξαρτησία των σύγχρονων Κεντρικών Τραπεζών</b> ....	<b>34</b>
2.1.1 Ιστορική ανασκόπηση .....	34
2.1.2 Η περίπτωση της Γερμανικής Κεντρικής Τράπεζας .....	37
2.1.3 Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα .....	39
<b>2.2 Έννοια και διαστάσεις της ανεξαρτησίας</b> .....	<b>40</b>
<b>2.3 Επιχειρήματα υπέρ της ανεξαρτησίας</b> .....	<b>40</b>
2.3.1 Περιορισμός πολιτικού ομορτισμού .....	40
2.3.2 Αντιμετώπιση μεροληψίας πληθωρισμού .....	41
2.3.3 Δημοσιονομική πειθαρχία .....	41
<b>2.4 Προβληματισμοί για την ανεξαρτησία</b> .....	<b>42</b>
2.4.1 Κόστος μείωσης πληθωρισμού .....	42
2.4.2 Δημοκρατική νομιμοποίηση .....	42
2.4.3 «Ανταγωνισμός» νομισματικής-δημοσιονομικής πολιτικής .....	42
<b>2.5 Μέτρηση της ανεξαρτησίας</b> .....	<b>43</b>
2.5.1 Bade-Parkin .....	43
2.5.2 Grili-Masciandaro-Tabellini .....	44
2.5.3 Eijffinger-Shaling .....	46
2.5.4 Cukierman .....	46
2.5.5 Fry-Julius-Mahadeva-Roger-Sterne .....	49

2.6	Συσχέτιση ανεξαρτησίας-πληθωρισμού .....	50
2.7	Ανεξαρτησία μέσων: παράγοντας αξιοπιστίας και αποτελεσματικότητας .....	50
	<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....</b>	<b>53</b>
	<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Λογοδοσία των Κεντρικών Τραπεζών .....</b>	<b>58</b>
3.1	Δημοκρατική λογοδοσία .....	58
3.1.1	Γενικά στοιχεία .....	58
3.1.2	Η λογοδοσία ειδικά των Κεντρικών Τραπεζών .....	58
3.2	Μέτρηση της λογοδοσίας .....	59
3.2.1	Briaulte-Haldane-King .....	59
3.2.2	De Haan-Amtenbrink-Eijffinger .....	59
3.2.3	Bini Smaghi-Gros .....	63
3.2.4	Siklos.....	65
3.2.5	Stavasage.....	66
3.3	Λογοδοσία και κυρώσεις.....	67
3.4	Σχέση ανεξαρτησίας-λογοδοσίας.....	68
3.4.1	Η αντιθετική άποψη .....	68
3.4.2	Η συνθετική άποψη.....	68
3.5	Η έννοια και σημασία της διαφάνειας .....	69
	<b>ΚΑΤΑΛΗΚΤΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ .....</b>	<b>71</b>
	<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....</b>	<b>72</b>

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΑΚΡΩΝΥΜΙΩΝ

<b>A.E.Π.</b>	Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν
<b>A.Κ.</b>	Αστικός Κώδικας
<b>Δ.Ε.Ε.</b>	Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης
<b>Δ.Σ.</b>	Διοικητικό Συμβούλιο
<b>E.E.</b>	Ευρωπαϊκή Ένωση
<b>E.Κ.Τ.</b>	Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
<b>E.Σ.Σ.Κ.</b>	Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου
<b>E.Σ.Κ.Τ.</b>	Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών
<b>Κ.Τ.</b>	Κεντρική Τράπεζα
<b>ΚτΕ</b>	Κοινωνία των Εθνών
<b>Ο.Ν.Ε.</b>	Οικονομική και Νομισματική Ένωση
<b>Ο.Η.Ε.</b>	Οργανισμός Ηνωμένων Εθνών
<b>Ο.Ο.Σ.Α.</b>	Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης
<b>Σ.Ε.Ε.</b>	Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση
<b>Σ.Ε.Κ.</b>	Συνθήκη περί ιδρύσεως της Ευρωπαϊκής Κοινότητας
<b>Σ.Λ.Ε.Ε.</b>	Συνθήκη για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης
<b>ΤτΕ</b>	Τράπεζα της Ελλάδος
<b>BdL</b>	Bank deutscher Länder
<b>BVerfG</b>	Bundesverfassungsgericht
<b>CPSS</b>	Committee on Payment and Settlement Systems
<b>ELA</b>	Emergency Liquidity Assistance
<b>ECB</b>	European Central Bank
<b>FED</b>	Federal Reserve
<b>FinTech</b>	Financial Technology
<b>OMT</b>	Outright Monetary Transactions
<b>PEPP</b>	Pandemic Emergency Purchase Programme
<b>PSPP</b>	Public Sector Purchase Programme
<b>SSM</b>	Single Supervisory Mechanism
<b>TARGET</b>	Trans-European Automated Real-time Gross-settlement Express Transfer

## ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Το κατεξοχήν, αλλά όχι αποκλειστικό, αντικείμενο των σύγχρονων Κεντρικών Τραπεζών (εφεξής: Κ.Τ.) ανά τον κόσμο αποτελεί η νομισματική πολιτική. Ως (μακρο-)οικονομική πολιτική, σχετιζόμενη με την παρέμβαση του κράτους στην οικονομία, εμπίπτει στο πεδίο ενδιαφέροντος του Δημοσίου Δικαίου. Εξ υπαρχής ανακύπτει, λοιπόν, το ζήτημα των σχέσεων μεταξύ Κ.Τ. και κράτους και πιο συγκεκριμένα μεταξύ αυτών και εκτελεστικής εξουσίας. Συγκεκριμένα, οι Κ.Τ. μπορεί να βρίσκονται υπό τον έλεγχο της κυβέρνησης, στενότερο ή χαλαρότερο, ή να είναι ανεξάρτητες από αυτή.

Στην πάροδο του χρόνου, ιδίως τα τελευταία 40 χρόνια, καταγράφεται η τάση ενίσχυσης της αυτονομίας των Κ.Τ. έναντι της πολιτικής εξουσίας, αν και όχι πάντα χωρίς προβλήματα ή παλινδρομήσεις. Τα εμπειρικά αποτελέσματα ενδεικνύουν ότι οι Κ.Τ. είναι, σε σύγκριση με την πολιτική εξουσία, πιο αποτελεσματικές και συνεπείς στην επίτευξη των στόχων που τους ανατίθενται, διότι, αφενός διαθέτουν τεχνοκρατική κατάρτιση, ώστε να λαμβάνουν τις απαραίτητες για το δημόσιο συμφέρον αποφάσεις, αφετέρου δεν ορρωδούν προ του πολιτικού κόστους. Ακριβώς αυτό, δηλαδή, η δυνατότητα των Κ.Τ. να λαμβάνουν χωρίς κυβερνητικές παρεμβάσεις, εάν χρειαστεί, αποφάσεις «αντικοινωνικές», μη αρεστές στο εκλογικό σώμα, όπως η αύξηση των επιτοκίων, είναι ο λόγος για τον οποίο συχνά η ανεξαρτησία τους δέχεται «πυρά». Χαρακτηριστικό και πλέον πρόσφατο παράδειγμα είναι η με απόφαση του Προέδρου της χώρας απομάκρυνση του Διοικητή της Κ.Τ. της Τουρκίας, Murat Uysal, λόγω διαφωνιών για τους χειρισμούς του για τη συγκράτηση του πληθωρισμού και της πτώσης της αξίας του νομίσματος.

Η κατοχύρωση, όμως, της ανεξαρτησίας των Κ.Τ. θέτει ως προβληματισμό το εάν αυτή η θεσμική θωράκιση συνεπάγεται και το ανέλεγκτο της δράσης τους και το κατά πόσο αυτή συμβαδίζει με το δημοκρατικό πολίτευμα και τον Κοινοβουλευτισμό του 21<sup>ου</sup> αιώνα. Όπως θα αναλυθεί, η ανεξαρτησία δεν μπορεί να νοηθεί χωρίς λογοδοσία, ειδάλλως, θα οδηγούσε σε αυθαιρεσία. Στην αντιπροσωπευτική δημοκρατία υπάρχουν πάντα «αντίβαρα», που θέτουν όρια στη δράση των διαφόρων «παικτών» της έννομης τάξης. Έτσι, οι δύο έννοιες είναι αλληλένδετες και συνιστούν το δίπολο του τρόπου λειτουργίας των σύγχρονων Κ.Τ., επηρεάζοντας καθοριστικά την οικονομία ενός κράτους.

Η παρούσα εργασία διαρθρώνεται σε τρία κεφάλαια:

Στο Κεφάλαιο 1, εξετάζονται οι λειτουργίες και οι αρμοδιότητες των Κ.Τ., κάποιες από τις οποίες συνιστούν *conditio sine qua non*, δηλαδή, αποτελούν τον πυρήνα της ύπαρξής τους, ενώ άλλες απλώς ενδέχεται να τους έχουν απονεμηθεί.

Στο Κεφάλαιο 2, αναλύονται οι ιστορικές συγκυρίες και οι λόγοι που οδήγησαν στην καθιέρωση της ανεξαρτησίας των Κ.Τ., οι σχετικοί επ' αυτής προβληματισμοί, καθώς και οι εκφάνσεις που μπορεί να λάβει· παρουσιάζονται δε και κριτήρια που έχουν προταθεί από τη θεωρία για τη μέτρηση του βαθμού της ανεξαρτησίας τους.

Στο Κεφάλαιο 3, αναλύεται η ιδιαιτερότητα και τα μέσα της λογοδοσίας των Κ.Τ. και παρατίθενται κριτήρια προερχόμενα από επιστημονικές έρευνες αναφορικά με τη μέτρηση του βαθμού της λογοδοσίας τους· μελετάται δε και η σχέση μεταξύ λογοδοσίας, ανεξαρτησίας και διαφάνειας.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Αρμοδιότητες και Λειτουργίες των Κεντρικών Τραπεζών

### 1.1 Γενικά στοιχεία Κεντρικών Τραπεζών

Οι σύγχρονες Κ.Τ. είναι δημόσιες αρχές με νομική προσωπικότητα, οι οποίες διαθέτουν ευρύ φάσμα αρμοδιοτήτων, αποτελώντας σημείο αναφοράς για τη λειτουργία του νομισματικού και του χρηματοπιστωτικού συστήματος του εκάστοτε κράτους, διαδραματίζοντας, έτσι, σημαντικό ρόλο για την οικονομία του. Συχνά αναφέρεται ότι συγκεντρώνουν τρεις ρόλους, ούσες εκδοτικές τράπεζες, τράπεζες των εμπορικών τραπεζών και τράπεζες του κράτους.

### 1.2 Αρμοδιότητες Κεντρικών Τραπεζών

Κατωτέρω παρουσιάζονται οι βασικότερες αρμοδιότητες των Κ.Τ.. Μέσω αυτής της λειτουργικής προσέγγισης θα αναδειχθούν τα στοιχεία που συνθέτουν την έννοια της Κ.Τ..

#### 1.2.1 Νομισματικές αρμοδιότητες

**A)** Οι Κ.Τ. παραδοσιακά είναι επιφορτισμένες με το νομικό μονοπώλιο **έκδοσης των τραπεζογραμμάτων**<sup>1</sup>, λειτουργία η οποία στη σύγχρονη εποχή αποτελεί προσδιοριστικό τους στοιχείο, καθώς τις διακρίνει από τις εμπορικές τράπεζες· επομένως, δε νοείται Κ.Τ. χωρίς το προνόμιο έκδοσης αυτών<sup>2</sup>. Ο όρος «έκδοση» περιλαμβάνει δύο ενέργειες, αφενός την κατασκευή των τραπεζογραμμάτων, αφετέρου τη θέση τους σε κυκλοφορία από την Κ.Τ. μέσω «συναλλαγής» της με το Δημόσιο (π.χ. χορήγηση πίστωσης) ή με το κοινό (π.χ. ανταλλαγή νέων με φθαρμένα τραπεζογραμμάτια). Αντίστροφα, οι Κ.Τ. μπορούν να προβούν και στην απόσυρση αυτών.

**B)** Οι Κ.Τ. έχουν συνήθως την εξουσία να **εγκρίνουν τις ποσότητες των κερμάτων** που τίθενται σε κυκλοφορία από την κυβέρνηση (Υπουργείο Οικονομικών) του κράτους<sup>3</sup>. Με αυτόν τον τρόπο, είναι σε θέση να ελέγχουν πώς επιδρά η κυκλοφορία των κερμάτων στην προσφορά χρήματος, μεταβλητή ιδιαίτερης σημασίας για τη νομισματική πολιτική, καθώς επηρεάζει το επίπεδο του πληθωρισμού.

Σημειωτέον ότι τα τραπεζογραμμάτια και τα κέρματα συναποτελούν, βάσει της ισχύουσας νομοθεσίας του εκάστοτε κράτους, το νόμιμο χρήμα, που ορίζεται ως το μέσο πληρωμής και πρέπει να γίνεται αποδεκτό από φυσικά και νομικά πρόσωπα για την αποπληρωμή χρηματικών

---

<sup>1</sup> Ιστορικά, όσο ίσχυε ο κανόνας του χρυσού, η έκδοση τραπεζογραμμάτων ήταν απόλυτα εξαρτώμενη από την ποσότητα των αποθεμάτων της χώρας σε χρυσό. Με την απεμπόληση του κανόνα αυτού, η Κ.Τ. απέκτησε μεγαλύτερη ελευθερία στην άσκηση της εκδοτικής της δραστηριότητας.

<sup>2</sup> Βλ. σχετικά το άρθρο 74 του Καταστατικού της ΤτΕ, το οποίο προβλέπει ότι η ανάκληση του εκδοτικού προνομίου, που τής έχει απονεμηθεί, συνεπάγεται τη διάλυσή της. Προφανώς, η διάταξη έχει πιο περιορισμένο πεδίο εφαρμογής σήμερα, αφού η νομισματική πολιτική της Ελλάδας ασκείται από το Ε.Σ.Κ.Τ. και η ΤτΕ συμβάλλει, ως αναπόσπαστο μέρος του, στην άσκηση των καθηκόντων του, ενεργώντας σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές και οδηγίες της Ε.Κ.Τ.. Πάντως, παραμένει σε ισχύ, καθώς η Ε.Κ.Τ. μπορεί να επιτρέπει, σύμφωνα με την αρχή της αποκέντρωσης (άρθρο 12.1 σε συνδ. με άρθρα 9.2, 14.3 Καταστατικού Ε.Σ.Κ.Τ. και Ε.Κ.Τ.), στις εθνικές Κ.Τ. να εκδίδουν τραπεζογραμμάτια (άρθρα 128 παρ. 1 Σ.Λ.Ε.Ε. και 16 Καταστατικού Ε.Σ.Κ.Τ. και Ε.Κ.Τ.).

<sup>3</sup> Όσον αφορά στα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης, η έγκριση παρέχεται από την Ε.Κ.Τ. (άρθρο 128 παρ. 2 Σ.Λ.Ε.Ε.).



οφειλών με την αναγραφόμενη επ' αυτού ονομαστική αξία<sup>4</sup>. Δηλαδή, η προσήκουσα καταβολή του νόμιμου χρήματος επιφέρει απόσβεση της χρηματικής ενοχής (άρθρο 416 Α.Κ.), αφού ο δανειστής είναι υποχρεωμένος να το δεχθεί, αλλιώς, περιέρχεται σε υπερημερία (άρθρο 349 Α.Κ.). Από το μέσο πληρωμής διακρίνονται τα εργαλεία πληρωμών, όπως οι επιταγές (το μόνο έγχαρτο πλέον εργαλείο πληρωμής), οι πιστωτικές ή χρεωστικές κάρτες κ.ά., αφού απαιτείται συμφωνία<sup>5</sup> του δανειστή/δικαιούχου ώστε να τα δεχθεί για να αποσβεσθεί η χρηματική υποχρέωση. Εν προκειμένω, υφίσταται δόση αντί καταβολής (άρθρο 419 Α.Κ.).

**Γ) Οι Κ.Τ. έχουν λόγο στη χάραξη και εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής.** Η νομισματική πολιτική αποτελεί το πρωταρχικό μέσο με το οποίο η Κ.Τ. μπορεί να παρεμβαίνει θεσμικά στην οικονομία επιδιώκοντας τη σταθερότητα του γενικού επιπέδου των τιμών, που συνήθως αποτελεί κύριο στόχο της. Εφόσον, μάλιστα, απολαύει ανεξαρτησίας, αυτή αναφέρεται στη νομισματική πολιτική, για την οποία είναι υπόχρεη προς λογοδοσία, σύμφωνα με όσα θα αναπτυχθούν στα Κεφάλαια 2 και 3.

**(1) Οι δύο όροι δεν πρέπει να συγχέονται.** Ο πρώτος (**χάραξη**) αφορά στη θέση επί τάπητος συγκεκριμένης στρατηγικής και στον προσδιορισμό των μέσων για την υλοποίησή της. Είναι προφανές ότι προκειμένου να γίνει ρεαλιστικός προγραμματισμός και σχεδιασμός απαιτείται να έχει στη διάθεσή της πλήρη και έγκυρα δεδομένα και, για αυτό, η Κ.Τ. συλλέγει στοιχεία, τα οποία καθορίζουν τις αποφάσεις της.

Πρέπει, βέβαια, να επισημανθεί ότι η Κ.Τ. δεν μπορεί να ρυθμίζει ευθέως το επίπεδο των τιμών των αγαθών, οι οποίες στις οικονομίες της ανοιχτής αγοράς καθορίζονται με βάση το νόμο της ζήτησης και της προσφοράς. Ως εκ τούτου, τίθενται **ενδιάμεσοι στόχοι** για την καθοδήγηση της νομισματικής πολιτικής<sup>6</sup>. Οι ενδιάμεσοι στόχοι (συχνά αναφερόμενοι και ως «δείκτες») είναι μακροοικονομικές μεταβλητές, τις οποίες η Κ.Τ. προσπαθεί να επηρεάσει με αρκετά προβλέψιμο τρόπο, επειδή συνδέονται με τον τελικό στόχο που θέλει να επιτύχει, τον οποίο, όμως, δεν μπορεί να ελέγξει άμεσα.

Στο πλαίσιο της Ευρωζώνης, η νομισματική πολιτική διαμορφώνεται από το Δ.Σ. της Ε.Κ.Τ.. Άρα, ως προς τη χάραξη της νομισματικής πολιτικής, οι εθνικές Κ.Τ. έχουν παύσει να έχουν αποφασιστική αρμοδιότητα. Ειδικότερα, η Ε.Κ.Τ. με απόφαση<sup>7</sup> του Δ.Σ. της υιοθέτησε την 13.10.1998 τη **νομισματική ανάλυση** (προέχων ρόλος του χρήματος) ως πρωταρχικό πυλώνα της στρατηγικής της και ως δευτερεύοντα πυλώνα την **οικονομική ανάλυση** (ευρύτερη αξιολόγηση των προοπτικών για τη μελλοντική εξέλιξη των τιμών στην Ευρωζώνη με τη χρήση ενός ευρέος φάσματος οικονομικών και χρηματοπιστωτικών μεταβλητών). Με την ίδια απόφαση όρισε ως

---

<sup>4</sup> Στοιχείο της κυριαρχίας ενός κράτους είναι η δυνατότητα να εκδώσει το δικό του νόμισμα (ius cudendae monetae) και να συστήσει το νομισματικό του σύστημα, στοιχεία τα οποία πρέπει να τύχουν αναγνώρισης από τα άλλα κράτη της διεθνούς κοινότητας.

<sup>5</sup> Παρά ταύτα, τα τελευταία χρόνια λόγω των τεχνολογικών εξελίξεων νομοθετικές ή κανονιστικές διατάξεις έχουν επιφέρει αρκετά ρήγματα στον εν λόγω κανόνα, π.χ. καθιστώντας υποχρεωτικές τις συναλλαγές με κάρτες πάνω από ένα χρηματικό όριο. Έτσι, το λογιστικό χρήμα έχει υποκαταστήσει σε μεγάλο βαθμό τα μετρητά, γεγονός το οποίο μπορεί να επηρεάσει νομισματικούς στόχους και μεγέθη.

<sup>6</sup> Αναλυτικά για τα είδη και τη χρήση των ενδιάμεσων στόχων, Βλ. Davis (1990).

<sup>7</sup> Διαθέσιμη εδώ: [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1998/html/pr981013\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1998/html/pr981013_1.en.html).

σταθερότητα των τιμών «την ετήσια αύξηση του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή για τη ζώνη του ευρώ κάτω του 2%». Επίσης, την 01.12.1998 το Δ.Σ. αποφάσισε<sup>8</sup> να ορίσει το νομισματικό μέγεθος M3 ως αξία αναφοράς για τη νομισματική ανάλυση. Με νεότερη απόφασή<sup>9</sup> του την 08.05.2003, ορίστηκε ότι στο εξής στην εισαγωγική δήλωση του Προέδρου ενώπιον του Δ.Σ. η σειρά των πυλώνων<sup>10</sup> θα είναι αντεστραμμένη, δηλαδή, θα προηγείται η οικονομική της νομισματικής ανάλυσης. Η οικονομική ανάλυση αξιολογεί τους βραχυπρόθεσμους καθοριστικούς της εξέλιξης των τιμών παράγοντες, ενώ η νομισματική ανάλυση επικεντρώνεται σε έναν πιο μακροπρόθεσμο, σε σχέση με την οικονομική ανάλυση, ορίζοντα<sup>11</sup>. Με την ίδια απόφαση προβλέφθηκε ότι ο πληθωρισμός πρέπει να διατηρείται «**κοντά στο 2% μεσοπρόθεσμα**».

**(2) Ο δεύτερος όρος (εφαρμογή) της νομισματικής πολιτικής αφορά στην υλοποίηση της τεθειμένης στρατηγικής. Αυτό επιτυγχάνεται με τη λήψη αποφάσεων και μέτρων με τα οποία οι Κ.Τ. επιδιώκουν να επηρεάσουν την προσφορά και δι' αυτής και το κόστος του χρήματος προς επίδιωξη μακροοικονομικών στόχων, ο κυριότερος των οποίων είναι η διατήρηση της σταθερότητας του επιπέδου των τιμών.** Επειδή η επίτευξη αυτού του στόχου προϋποθέτει τεχνοκρατική εμπειρογνώμοσύνη, υποδομές και δυνατότητες επίδρασης στην κυκλοφορία του χρήματος, η συγκεκριμένη αρμοδιότητα ανατίθεται παραδοσιακά σε Κ.Τ..

Σε κάποιες χώρες, όπως στη Γερμανία, περιλαμβάνεται στο Σύνταγμα πρόβλεψη για τη σταθερότητα των τιμών. Αντίθετα, στη χώρα μας ουδέποτε υπήρξε πρόβλεψη ούτε στον Καταστατικό μας Χάρτη ούτε στο Καταστατικό της ΤτΕ παρά μόνο μετά την τροποποίησή του προς εναρμόνισή του με το Καταστατικό του Ε.Σ.Κ.Τ. και της Ε.Κ.Τ., που ήταν απαραίτητη προϋπόθεση για την ένταξη της Ελλάδας στην Ο.Ν.Ε. (νομική σύγκλιση). Σε ορισμένες έννομες τάξεις, με χαρακτηριστικότερο παράδειγμα τις Η.Π.Α.<sup>12</sup>, μεταξύ των **μακροοικονομικών στόχων** της Κ.Τ. μπορεί να περιλαμβάνεται και η οικονομική ανάπτυξη ή η αύξηση της απασχόλησης, συντρεχόντως προς τη σταθερότητα των τιμών.

Στο πλαίσιο της Ευρωζώνης, παρ' ότι η νομισματική πολιτική χαράσσεται από το Δ.Σ. της Ε.Κ.Τ., οι εθνικές Κ.Τ. διατηρούν κάποια αρμοδιότητα ως προς την εφαρμογή της, σύμφωνα με τις **οδηγίες** που τούς παρέχει η Εκτελεστική Επιτροπή της Ε.Κ.Τ., η οποία δύναται για την εκτέλεση των πράξεων που υπάγονται στα καθήκοντα του Ε.Σ.Κ.Τ. να προσφεύγει σε αυτές (άρθρο 12 παρ. 1 Καταστατικού Ε.Σ.Κ.Τ. και Ε.Κ.Τ.).

**(3) Τα εργαλεία άσκησης της νομισματικής πολιτικής είναι:**

- i)** οι πράξεις ανοικτής αγοράς,
- ii)** οι πάγιες διευκολύνσεις,
- iii)** η τήρηση ελάχιστων αποθεματικών στις Κ.Τ..

<sup>8</sup> Διαθέσιμη εδώ: [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1998/html/pr981201\\_3.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1998/html/pr981201_3.en.html).

<sup>9</sup> Διαθέσιμη εδώ: [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2003/html/pr030508\\_2.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.en.html).

<sup>10</sup> Για τον προβληματισμό σχετικά με τη λειτουργικότητα της στρατηγικής των δύο πυλώνων και την εξέταση της αναθεώρησής της λόγω της υπερδεκαετούς περιόδου αποπληθωρισμού που βιώνει η Ευρωζώνη, Βλ. Gros and Capolongo (2019).

<sup>11</sup> Gortsos (2020), σελ. 284-285.

<sup>12</sup> Βλ. Τμήμα 2Α του Καταστατικού της FED, διαθέσιμο εδώ: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section2a.htm>.

Και με τα τρία εργαλεία η Κ.Τ. επιδρά στα ρευστά διαθέσιμα των πιστωτικών ιδρυμάτων και άρα ελέγχει την ποσότητα του κυκλοφορούντος χρήματος. Έμμεσα, δι' αυτών, η Κ.Τ. επηρεάζει και άλλα μεγέθη της οικονομίας, όπως τη ζήτηση και την προσφορά, και μακροπρόθεσμα τις τιμές<sup>13</sup>.

### **i) Πράξεις ανοικτής αγοράς**

Με αυτές επηρεάζονται τα επιτόκια της αγοράς χρήματος, ρυθμίζεται η ρευστότητα στην αγορά και σηματοδοτείται η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής. Η Κ.Τ. προβαίνει σε αγορές από τις εμπορικές τράπεζες ή πωλήσεις προς αυτές κρατικών ομολόγων ή άλλων διαπραγματεύσιμων τίτλων και περιουσιακών στοιχείων στις δευτερογενείς<sup>14</sup> (ή ανοικτές) χρηματαγορές. Με τις αγορές, αυξάνει την προσφορά χρήματος στο τραπεζικό σύστημα· διευκολύνεται, έτσι, η παροχή δανείων και μειώνονται τα επιτόκια. Αντίστροφα, με τις πωλήσεις, περιορίζει την ποσότητα του κυκλοφορούντος χρήματος, καθιστώντας ακριβότερο το δανεισμό και οδηγώντας σε αύξηση των επιτοκίων.

Ανάλογα με την έκαστοτε νομοθεσία, υπάρχουν διάφορες πράξεις ανοικτής αγοράς. Για παράδειγμα, στο Ευρωσύστημα, ανάλογα με τον εκάστοτε σκοπό τους, οι πράξεις ανοικτής αγοράς<sup>15</sup> μπορούν να ταξινομηθούν στις εξής **κατηγορίες**:

- α)** πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης,
- β)** πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης,
- γ)** πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας,
- δ)** διαρθρωτικές πράξεις<sup>16</sup>.

Οι πράξεις ανοικτής αγοράς **διενεργούνται** με τα εξής μέσα:

- α)** αντιστρεπτές συναλλαγές,
- β)** πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων για τους σκοπούς της νομισματικής πολιτικής,
- γ)** αποδοχή καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας,
- δ)** έκδοση πιστοποιητικών χρέους της Ε.Κ.Τ.,
- ε)** οριστικές συναλλαγές<sup>17</sup>.

### **ii) Πάγιες διευκολύνσεις**

Όσον αφορά στο Ευρωσύστημα, πρόκειται, πρώτον, για τη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης που παρέχει η Κ.Τ. στα πιστωτικά ιδρύματα μέσω ανοιχτού λογαριασμού τηρουμένου σε αυτή. Το αντισυμβαλλόμενο πιστωτικό ίδρυμα πρέπει να παράσχει επαρκή περιουσιακά στοιχεία ως

---

<sup>13</sup> Πρόκειται για τη θεωρία του μονεταρισμού, κατά την οποία η αύξηση της ποσότητας του κυκλοφορούντος σε μια οικονομία χρήματος οδηγεί σε αύξηση της ζήτησης και τελικά σε άνοδο του επιπέδου των τιμών (πληθωρισμός) και αντίστροφα. Πάντως, οι δια της ασκήσεως νομισματικής πολιτικής μεταβολές στην ποσότητα χρήματος θεωρείται ότι έχουν στην πραγματική οικονομία μόνο βραχυχρόνια επίδραση, ενώ μακροχρόνια επηρεάζουν μόνο το επίπεδο των τιμών. Για περισσότερα σχετικά με το μονεταρισμό και το βασικό εκφραστή του, Milton Friedman, Βλ. Abel et al. (2010), σελ. 999-1002.

<sup>14</sup> Δευτερογενής είναι η αγορά, όπου γίνεται η διαπραγμάτευση χρεογράφων που έχουν ήδη εκδοθεί, ενώ στην πρωτογενή αγορά γίνεται έκδοση νέων χρεογράφων. Βλ. Γκόρτσο (2011), σελ. 12-13.

<sup>15</sup> Βλ. πίνακα 1.1.

<sup>16</sup> Άρθρα 5-9 Κατευθυντήριας Γραμμής (ΕΕ) 2015/510 της Ε.Κ.Τ. σχετικά με την εφαρμογή του πλαισίου νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος (ΕΚΤ/2014/60) (αναδιατύπωση).

<sup>17</sup> Άρθρα 5, 10-14 ibidem.

εξασφάλιση. Δεύτερον, υφίσταται και η διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων που παρέχει η Κ.Τ. στα πιστωτικά ιδρύματα αποδεχόμενη εντόκως (με θετικό, μηδενικό ή αρνητικό επιτόκιο ανάλογα με τις οικονομικές συνθήκες) τις καταθέσεις τους. Και οι δύο διευκολύνσεις<sup>18</sup> παρέχονται με διάρκεια μίας ημέρας (overnight) και κατά κανόνα δεν υπάρχουν πιστωτικά όρια. Αντίστοιχες διευκολύνσεις (δανεισμού<sup>19</sup> και κατάθεσης<sup>20</sup>) παρέχουν και οι άλλες Κ.Τ. διεθνώς. Συνήθως το επιτόκιο της διευκόλυνσης δανεισμού οριοθετεί προς τα πάνω (ceiling) το επιτόκιο της αγοράς για τοποθετήσεις διάρκειας μιας ημέρας, ενώ το επιτόκιο της διευκόλυνσης κατάθεσης οριοθετεί προς τα κάτω (floor).

### iii) Τήρηση ελάχιστων αποθεματικών στις Κ.Τ.

Με την επιβολή αυτής της υποχρέωσης στις εμπορικές τράπεζες (ή και σε άλλες κατηγορίες επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού συστήματος) επιδιώκεται συνήθως η **διαχείριση της ρευστότητας**<sup>21</sup>. Πρόκειται για δραστικό μέσο άσκησης της νομισματικής πολιτικής, καθώς πρόκειται για υποχρέωση διοικητικά επιβαλλόμενη, σε αντίθεση με τις πράξεις ανοικτής αγοράς και τις πάγιες διευκολύνσεις που αποτελούν συμβατικές σχέσεις. Στερώντας από τις εμπορικές τράπεζες μέρος των αποθεματικών τους, ιδίως όταν αυτά δεν τοκίζονται, περιορίζεται η πιστοδοτική τους δυνατότητα και η κερδοφορία τους και καθίστανται άμεσα εξαρτώμενες από τη ρευστότητα που τούς χορηγεί η Κ.Τ.. Έτσι, σε πολλές χώρες τα τελευταία χρόνια, προκειμένου να ενισχυθεί η ανταγωνιστικότητα και η κερδοφορία των τραπεζών, είτε έχει μειωθεί ή καταργηθεί εντελώς η υποχρέωση τήρησης αποθεματικών στην Κ.Τ. είτε προβλέπεται αντιπαροχή υπό τη μορφή τόκου, όπως στην περίπτωση της Ε.Κ.Τ.<sup>22</sup> Το ύψος των τηρητέων στην Κ.Τ. αποθεματικών προσδιορίζεται από μια βάση υπολογισμού σε σχέση με στοιχεία του παθητικού (καταθέσεις) των πιστωτικών ιδρυμάτων. Σε περίπτωση μη συμμόρφωσης με την υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών, μπορεί να προβλέπονται κυρώσεις ανάλογα με την έννομη τάξη<sup>23</sup>.

(4) Οι εξαιρετικές περιστάσεις που αντιμετώπισε το χρηματοπιστωτικό σύστημα λόγω της παγκόσμιας ύφεσης επέβαλε στις Κ.Τ. να ασκήσουν **μη συμβατική νομισματική πολιτική**. Όταν η οικονομία βρέθηκε αντιμετώπιση με την κατάσταση την οποία ο John Maynard Keynes χαρακτήρισε παγίδα ρευστότητας (**liquidity trap**), οι Κ.Τ. διεθνώς έπρεπε να προσαρμόσουν τη νομισματική τους πολιτική. Στη συγκυρία αυτή το πρόβλημα δεν ήταν ο πληθωρισμός, αλλά ο **αποπληθωρισμός**, ο οποίος πλήττει εξίσου σοβαρά το στόχο της σταθερότητας των τιμών και εξαντλεί τα περιθώρια της νομισματικής πολιτικής.

Για παράδειγμα, η Κ.Τ. μπορεί να έχει μειώσει στο 0% το βασικό επιτόκιο των πράξεων ανοικτής αγοράς, που δε δύναται να είναι αρνητικό, και να έχει καταστήσει αρνητικό το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων, ώστε οι εμπορικές τράπεζες να ωθηθούν να δίνουν δάνεια σε αρνητικούς

---

<sup>18</sup> Βλ. πίνακα 1.1.

<sup>19</sup> Βλ. πίνακα 1.2.

<sup>20</sup> Βλ. πίνακα 1.3.

<sup>21</sup> Βλ. πίνακα 1.4.

<sup>22</sup> Άρθρο 8 Κανονισμού (ΕΚ) 1745/2003 της Ε.Κ.Τ. σχετικά με την εφαρμογή υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών (ΕΚΤ/2003/9).

<sup>23</sup> Για το Ευρωσύστημα, Βλ. άρθρο 7 Κανονισμού (ΕΚ) 2531/1998 του Συμβουλίου και Κανονισμό (ΕΚ) 2532/1998 του Συμβουλίου, όπως ισχύουν.

αποταμιευτές με πολύ προσιτό επιτόκιο προς τόνωση της ζήτησης. Η Κ.Τ. δεν μπορεί να επιβάλει στο πλαίσιο της οικονομίας της ανοιχτής αγοράς στις εμπορικές τράπεζες το επιτόκιο με το οποίο αυτές θα δανείζουν, απλώς, λειτουργεί με **προσδοκίες**. Ωστόσο, στη διάρκεια της ύφεσης, οι τράπεζες δεν ακολούθησαν τις προσδοκίες των Κ.Τ., διατηρώντας υψηλά τα επιτόκια λόγω μεγάλης επισφάλειας. Έτσι, όμως, δεν παρέχονται κίνητρα για ιδιωτικές επενδύσεις και εν γένει ανάπτυξη της οικονομίας. Επομένως, πρέπει να εξευρεθεί άλλο μακροοικονομικό εργαλείο. Όταν, λοιπόν, η νομισματική πολιτική έχει υποπέσει σε αδράνεια, πρέπει να χρησιμοποιηθούν εργαλεία δημοσιονομικής πολιτικής.

Στον απόηχο της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης και κυρίως στη διάρκεια της επακόλουθης **δημοσιονομικής κρίσης της Ευρωζώνης**, η Ε.Κ.Τ. προέβη στη δημιουργία προγραμμάτων αγοράς ομολόγων<sup>24</sup>. Επρόκειτο για ομόλογα κρατών-μελών, τα οποία αγόρασε στη δευτερογενή αγορά, λειτουργώντας στην πραγματικότητα ως «μηχανισμός ELA του Δημοσίου». Το Δ.Ε.Ε. δέχθηκε αυτή την **προσωρινή μη συμβατική νομισματική πολιτική** υπό συγκεκριμένους όρους και εγγυήσεις<sup>25</sup>. Κρίθηκε, δηλαδή, ότι, εφόσον τα ομόλογα χρησιμοποιούνται εκτάκτως ως μέσο άσκησης νομισματικής πολιτικής με στόχο τη δημιουργία πληθωρισμού και όχι για την κάλυψη ελλειμμάτων προς στήριξη της δημοσιονομικής πολιτικής, δεν υπάρχει αντίθεση με τη Συνθήκη<sup>26</sup>.

Αντίστοιχες πρωτοβουλίες είχε λάβει και η FED, με τη διαφορά ότι τα ομόλογα που αγόρασε ήταν κυρίως έκδοσης εισηγμένων εταιριών του ιδιωτικού τομέα, η αύξηση της ζήτησης των οποίων έδωσε κίνητρα στις εταιρίες για επενδύσεις. Έτσι, τα θετικά αποτελέσματα στις Η.Π.Α. εμφανίστηκαν ταχύτερα, γεγονός το οποίο ενδεικνύει και τη διαφορά στη δομή μεταξύ της αμερικανικής market-based και της ευρωπαϊκής bank-based οικονομίας.

Η προσπάθεια αυτή για την αύξηση των τιμών, δηλαδή, για τη δημιουργία πληθωρισμού μέσα από τη διόγκωση (**ballooning**) του ισολογισμού ονομάζεται balance-sheet policy. Στον παρακάτω πίνακα<sup>27</sup> επιβεβαιώνεται η πολύ μεγάλη αύξηση σε ομόλογα στο ενεργητικό του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος από τις αγορές στις οποίες προέβη η Ε.Κ.Τ., τη δεκαετία 2007-2017, και οι οποίες αντισταθμίζονται κυρίως από την αύξηση των καταθέσεων και της κυκλοφορίας χαρτονομισμάτων.

---

<sup>24</sup> Βλ. Gortsos (2020), σελ. 12-14, 297-300.

<sup>25</sup> Υπόθεση C-62/14 (Gauweiler) της 16.06.2015 για τα “OMT”, διαθέσιμη εδώ: <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=165057&pageIndex=0&doclang=el&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=10015687> και υπόθεση C-493/17 (Weiss) της 11.12.2018 για το “PPSP”, διαθέσιμη εδώ: <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?docid=208741&mode=req&pageIndex=1&dir=&occ=first&part=1&text=&doclang=EL&cid=10015278>. Στο πλαίσιο της δεύτερης υπόθεσης, υπήρξε και απόφαση του BVerfG, που θεώρησε τις σχετικές πράξεις της Ε.Κ.Τ. ultra vires, κρίνοντας ότι δε δεσμεύουν την Bundesbank, ως παραβιάζουσες τη δημοκρατική αρχή που κατοχυρώνεται στο άρθρο 20 του Θεμελιώδους Νόμου. Βλ. 2 BvR 859/15 u.a. vom 05.05.2020, διαθέσιμη εδώ: [https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/DE/2020/05/rs20200505\\_2bvr085915.html](https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/DE/2020/05/rs20200505_2bvr085915.html).

<sup>26</sup> Βλ. κατωτέρω, υπό 2.3.3, υποσημ. 110.

<sup>27</sup> Ο πίνακας έχει αντληθεί από Gortsos (2020), σελ. 293.

Evolution of the Eurosystem's balance sheet (2007–2017, in million euro)

Assets	Liabilities					
	IV. 2017	V. 2010	V. 2007	IV. 2017	V. 2010	V. 2007
1. Gold	404,188	286,696	180,024	1121,618	804,587	623,383
2. Claims on non-euro area residents denominated in foreign currency	321,595	211,749	142,506	1681,994	516,213	187,400
3. Claims on euro area residents denominated in foreign currency	31,382	29,798	25,006	10,722	390	201
4. Claims on non-euro area residents denominated in euro	18,974	19,267	14,941	0	0	0
5. Lending to euro area credit institutions related to monetary policy operations denominated in euro	784,153	811,688	445,739	344,246	126,471	68,777
6. Other claims on euro area credit institutions denominated in euro	82,027	39,861	14,135	169,136	59,248	20,135
7. Securities of euro area residents denominated in euro	2236,213	387,114	94,505	3012	2383	155
8. General government debt denominated in euro	26,372	35,582	37,657	10,494	12,619	15,474
9. Other assets	234,494	248,214	232,539	59,048	53,033	5578
Total	4139,398	2069,968	1187,052	4139,398	2069,968	1187,052

Τέλος, για λόγους πληρότητας πρέπει να αναφερθεί ότι αντίστοιχα προγράμματα αγοράς ομολόγων του Δημοσίου εφαρμόζουν πλέον, στο πλαίσιο **χαλάρωσης** της νομισματικής πολιτικής, πολλές Κ.Τ. διεθνώς, μεταξύ των οποίων και η Ε.Κ.Τ.<sup>28</sup> και η FED<sup>29</sup>, ως μέτρο διαχείρισης των συνεπειών της **πανδημικής κρίσης**.

<sup>28</sup> Βλ. ενδεικτικά για το “PEPP” εδώ: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>.

<sup>29</sup> Βλ. ενδεικτικά εδώ: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200427a.htm>.

## 1.2.2 Αρμοδιότητες συναλλαγματικής πολιτικής

(1) Αντικείμενο της συναλλαγματικής πολιτικής είναι η εξωτερική αξία του εθνικού νομίσματος, δηλαδή, ο έλεγχος της συναλλαγματικής ισοτιμίας του εγχώριου προς ξένα νομίσματα, η οποία επηρεάζεται από τη σχετική προσφορά και ζήτηση. Πρόκειται, εν ολίγοις, για την **εξωτερική διάσταση της νομισματικής πολιτικής**.

Στο πλαίσιο της νομισματικής του κυριαρχίας, κάθε κράτος μπορεί να διαμορφώνει κανονιστικά τη διεθνή τιμή του νομίσματός του. Πρόκειται για την ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία, που αποδίδει την αντιστοιχία μίας μονάδας του εγχώριου νομίσματος προς την αξία μονάδων ξένων νομισμάτων. Η τιμή αυτή, όμως, αν και *de iure* μπορεί να είναι σταθερή, εν τοις πράγμασιν είναι διαρκώς μεταβαλλόμενη, ιδίως στο πλαίσιο των ανοιχτών οικονομιών, και συναρτάται με άλλες παραμέτρους της οικονομίας, όπως η διαφορά στον πληθωρισμό, στο ισοζύγιο πληρωμών, στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και στα επιτόκια μεταξύ των δύο χωρών<sup>30</sup>. Κατά τούτο, η **ονομαστική** συναλλαγματική ισοτιμία μπορεί να διαφέρει από την **πραγματική** συναλλαγματική ισοτιμία, η οποία μάς δείχνει πόσες μονάδες αγαθών ή υπηρεσιών μπορούν να αποκτηθούν με μία μονάδα εγχώριου νομίσματος<sup>31</sup>. Έτσι, τείνει να επικρατήσει στις συναλλαγές μια «ανεπίσημη» τιμή, φαινόμενο το οποίο οι έννομες τάξεις προσπαθούν να αντιμετωπίσουν με την επιβολή συναλλαγματικών περιορισμών και διαχείριση του κυκλοφορούντος συναλλάγματος από την Κ.Τ..

(2) Η πρακτική του κανονιστικού καθορισμού μιας σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας μεταξύ των κρατών εγκαταλείφθηκε μετά την *de facto* κατάρρευση του συστήματος του Bretton Woods, το 1971, κυρίως λόγω της υπαναχώρησης των Η.Π.Α. που ήθελαν να χρηματοδοτήσουν τις πολεμικές τους δαπάνες στο Βιετνάμ με την κοπή νομίσματος, την οποία δεν μπορούσαν να υλοποιήσουν λόγω της πρόσδεσης του δολαρίου με το χρυσό. Στο εξής, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες καθορίζονται **ελεύθερα με βάση το νόμο της ζήτησης και της προσφοράς**<sup>32</sup>. Έτσι, μέριμνα των Κ.Τ. πλέον δεν είναι ο καθορισμός της συναλλαγματικής ισοτιμίας καθ' εαυτήν, αλλά ο προσδιορισμός των περιθωρίων διακύμανσής της, ώστε από αιφνίδιες αυξομειώσεις να μη θίγονται μακροοικονομικές μεταβλητές. Ακριβώς λόγω αυτής της αλληλεξάρτησης της ισοτιμίας με τη γενικότερη κατάσταση της οικονομίας, πρέπει να τονιστεί ότι συνήθως στο πεδίο της συναλλαγματικής πολιτικής η Κ.Τ. **συνεργάζεται με την κυβέρνηση** η οποία έχει βαρύνοντα ρόλο<sup>33</sup>.

Ειδικά για την Ευρωζώνη, κατά τις προπαρασκευαστικές εργασίες της Συνθήκης του Μάαστριχτ, ένα από τα πλέον διαμφισβητούμενα θέματα ήταν ο **καθορισμός της αρχής** που θα ήταν αρμόδια για την ενιαία συναλλαγματική πολιτική. Κατά μία άποψη, το καθήκον έπρεπε να ανατεθεί μόνο στην Ε.Κ.Τ., ως αρμόδια και για την ενιαία νομισματική πολιτική και λόγω της αλληλεπίδρασης

<sup>30</sup> Για τους μακροοικονομικούς προσδιοριστικούς των συναλλαγματικών ισοτιμιών παράγοντες, Βλ. ενδεικτικά Vidyavathi et al. (2016) και Ramasamy and Karimi Abar (2015).

<sup>31</sup> Για τη διάκριση μεταξύ ονομαστικής και πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας και το γνωστό στη διεθνή βιβλιογραφία παράδειγμα του Bic Mac, Βλ. Abel et al. (2010), σελ. 868-884, Παπάζογλου (2010), σελ. 265-282.

<sup>32</sup> Βέβαια, υπάρχουν και εξαιρέσεις, π.χ. αν τα κράτη-μέλη μιας διεθνούς κοινότητας ή μια ομάδα κρατών αποφασίσουν η ισοτιμία των νομισμάτων τους να είναι ελεγχόμενη κυμαινόμενη ή «παγωμένη».

<sup>33</sup> Βλ. πίνακα 1.5.



των δύο πολιτικών, και κατά δεύτερη άποψη, που τελικά επικράτησε, έπρεπε να ανατεθεί **συντρεχόντως στην Ε.Κ.Τ. και στο Συμβούλιο** (άρθρο 219 Σ.Λ.Ε.Ε.) λόγω του δυνητικά πολιτικού χαρακτήρα της συναλλαγματικής πολιτικής.<sup>34</sup>

**(3) Μέσο άσκησης της συναλλαγματικής πολιτικής** είναι οι πράξεις τις οποίες διενεργούν οι Κ.Τ. στην αγορά συναλλάγματος. Πιο συγκεκριμένα, όταν η Κ.Τ. θέλει να αποτρέψει μια ανεπιθύμητη ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος, προβαίνει σε αγορά συναλλάγματος πληρώνοντας με εγχώριο νόμισμα, η αύξηση της προσφοράς του οποίου δημιουργεί πληθωριστική πίεση και τελικά επιτυγχάνεται η ισορροπία. Αντίστροφα, όταν παρατηρούνται τάσεις υποτίμησης του εγχώριου νομίσματος, η Κ.Τ. μπορεί να αυξήσει την προσφορά συναλλάγματος χρησιμοποιώντας τα συναλλαγματικά της διαθέσιμα, με αποτέλεσμα να κρατήσει την ισοτιμία σταθερή<sup>35</sup>. Ακριβώς για αυτό το σκοπό είναι ανατεθειμένη στις Κ.Τ. και η **αρμοδιότητα διακράτησης των συναλλαγματικών διαθεσίμων**.

Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι ουσιώδη επίδραση στη συναλλαγματική πολιτική ασκούν και τα επιτόκια που διαμορφώνει η Κ.Τ. στο πλαίσιο της νομισματικής πολιτικής<sup>36</sup>. Αν το εγχώριο επιτόκιο είναι υψηλότερο από το διεθνές, προκαλείται εισροή κεφαλαίων από το εξωτερικό, που επιδρά στη ζήτηση και στην προσφορά του εθνικού σε σχέση με τα ξένα νομίσματα και τελικά στην ισοτιμία<sup>37</sup>.

### 1.2.3 Τελικός αναχρηματοδοτικός δανεισμός

**(1)** Από το 19<sup>ο</sup> αιώνα, άρρηκτα συνδεδεμένη με τη λειτουργία των Κ.Τ. είναι η χορήγηση ρευστότητας σε τράπεζες, που αντιμετωπίζουν **έκτακτα προβλήματα ρευστότητας**. Πρόκειται για το μηχανισμό του τελικού αναχρηματοδοτικού δανεισμού, ο οποίος παρέχεται υπό την προϋπόθεση της φερεγγυότητας της τράπεζας, έναντι επαρκών εξασφαλίσεων και με επιτόκιο υψηλότερο των πράξεων νομισματικής πολιτικής<sup>38</sup>, από τις οποίες διακρίνεται, καθώς:

**α)** αποσκοπεί στη διασφάλιση της σταθερότητας εν πρώτοις του τραπεζικού, αλλά εν τέλει του συνόλου του χρηματοπιστωτικού συστήματος (όχι στη σταθερότητα των τιμών),

**β)** η χορηγούμενη ρευστότητα είναι έκτακτη (όχι μόνιμη),

**γ)** δίδεται σε συγκεκριμένη τράπεζα (όχι στο σύνολο του τραπεζικού συστήματος).

Η Κ.Τ. έχει διακριτική ευχέρεια να παράσχει την έκτακτη ρευστότητα, γεγονός το οποίο αποδεικνύεται από το ότι συνήθως οι όροι υπό τους οποίους δρα ως δανείστρια έσχατης προσφυγής δεν αναφέρονται ρητά στο Καταστατικό της ή σε άλλες διατάξεις. Πρόκειται για την **αρχή της εποικοδομητικής ασάφειας**, η οποία δίνει τη δυνατότητα στις Κ.Τ. να κρίνουν ad hoc και να ενεργούν ανάλογα με κάθε περίπτωση<sup>39</sup>.

<sup>34</sup> Gortsos (2020), σελ. 302-303.

<sup>35</sup> Περί ισορροπίας στην αγορά συναλλάγματος, Βλ. Κουτεντάκη και Κουκουριτάκη (2015), σελ. 17-21.

<sup>36</sup> Gerdesmeier (2007), σελ. 38-39.

<sup>37</sup> Βλ. Abel et al. (2010), σελ. 891-893 και Παπάζογλου (2010), σελ. 320-328.

<sup>38</sup> Ratio του υψηλότερου επιτοκίου είναι η ελαχιστοποίηση του ηθικού κινδύνου των τραπεζών. Βλ. σχετικά Tucker (2014), σελ. 23-24.

<sup>39</sup> Κάποιοι θεωρητικοί υποστηρίζουν ότι, εάν ρυθμιζόνταν σαφώς οι περιστάσεις υπό τις οποίες θα παρενέβαιναν σωστικά οι Κ.Τ., το χρηματοπιστωτικό σύστημα θα εξετίθετο σε κίνδυνο λόγω της ανάπτυξης ηθικού κινδύνου εκ μέρους των τραπεζών. Βλ. σχετικά Giannini (1998), σελ. 22-23. Άλλοι αντιτείνουν ότι η εποικοδομητική ασάφεια



**(2) Κατ' εξαίρεση**, στην Ευρωζώνη η αρμοδιότητα για χορήγηση τελικού αναχρηματοδοτικού δανεισμού (που ονομάζεται **Emergency Liquidity Assistance**) **παραμένει στις εθνικές Κ.Τ.** Η Ε.Κ.Τ. θεωρεί ότι δεν εμπίπτει στο πεδίο της αυτή η λειτουργία, περιοριζόμενη απλώς στην αξιολόγηση<sup>40</sup> σχετικά με το αν η χορήγηση ELA από τις εθνικές Κ.Τ. προς μεμονωμένα πιστωτικά ιδρύματα παρακωλύει τους στόχους και τα καθήκοντα του Ε.Σ.Κ.Τ., όπως ορίζει το άρθρο 14.4 του Καταστατικού Ε.Σ.Κ.Τ. και Ε.Κ.Τ.. Ένα από τα επιχειρήματα που προβάλλονταν προς επίρρωση της θέσης της Ε.Κ.Τ. ήταν ότι, αφού η μικροπροληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων ασκείται σε εθνικό επίπεδο, θα έπρεπε και η εθνική Κ.Τ. να είναι ο έσχατος αναχρηματοδοτικός δανειστής. Το επιχείρημα αυτό καταρρίφθηκε από την 04.11.2014, με την έναρξη λειτουργίας του SSM. Και αν θεωρηθεί ότι τα λιγότερο σημαντικά πιστωτικά ιδρύματα της Ευρωζώνης συνεχίζουν να εποπτεύονται, τουλάχιστον άμεσα, σε επίπεδο κράτους-μέλους και, άρα, η εθνική νομισματική αρχή είναι αρμόδια για τον ELA, **τι αποτρέπει** την Ε.Κ.Τ. να είναι ο δανειστής έσχατης προσφυγής για τα σημαντικά πιστωτικά ιδρύματα;

Το νομικό επιχείρημα είναι ότι **ελλείπει η νομική βάση** από τη Συνθήκη και, άρα, δεν μπορεί να αναλάβει τη λειτουργία αυτή η Ε.Κ.Τ., βάσει της αρχής των **δοτών αρμοδιοτήτων**. Αυτό κατ' αρχήν ισχύει. Όντως, η Ε.Κ.Τ. έχει ως πρωταρχικό στόχο, με βάση το άρθρο 127 παρ. 1 Σ.Λ.Ε.Ε., τη διατήρηση σταθερού επιπέδου τιμών. Επίσης, δεν έχει general mandate ως προς τη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας<sup>41</sup>. Ωστόσο, πίσω από αυτή τη θέση-πρόσχημα ίσως υποκρύπτεται ο φόβος της Ε.Κ.Τ., καθώς η χορηγούσα τον ELA τράπεζα αναλαμβάνει το σχετικό κόστος και τους συναφείς κινδύνους· δηλαδή, τα κονδύλια αυτά εγγράφονται στον ισολογισμό της και οι πιθανές ζημιές επιβαρύνουν το λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσης της. Σύμφωνα με εκπροσώπους της θεωρίας, το επιχείρημα για την έλλειψη νομικής βάσης που προβάλλεται μπορεί να καταρριφθεί με βάση την **αρχή της επικουρικότητας** (άρθρο 5 παρ. 3 Σ.Ε.Ε.), αν θεωρηθεί ότι η δράση της Ε.Κ.Τ., ως ευρωπαϊκού οργάνου, είναι αποτελεσματικότερη έναντι των εθνικών Κ.Τ. και η έκτακτη ρευστότητα παρασχεθεί με προσφυγή στο άρθρο 18.1 στχ. β' του Καταστατικού Ε.Σ.Κ.Τ. και Ε.Κ.Τ., οι προϋποθέσεις του οποίου πληρούνται στην περίπτωση του ELA, ο οποίος μπορεί να εξακολουθεί να παρέχεται από εθνικές Κ.Τ., αλλά όντας πλέον στο πεδίο ευθύνης της Ε.Κ.Τ. (αρχή της αποκέντρωσης)<sup>42</sup>.

## 1.2.4 Αρμοδιότητες για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα

Οι Κ.Τ. συμβάλλουν στη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος -πέραν του έσχατου αναχρηματοδοτικού δανεισμού- και μέσω άλλων αρμοδιοτήτων τους που

---

μπορεί να οδηγήσει σε άνιση μεταχείριση μεταξύ μεγάλων και μικρών τραπεζών, Βλ. Herring and Litan (1995), σελ. 126-127. Για την όλη προβληματική, Βλ. Guttentag and Herring (1987), σελ. 167-172.

<sup>40</sup> Βλ. σχετικά ECB Agreement on ELA της 17.05.2017, διαθέσιμο εδώ: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/Agreement\\_on\\_emergency\\_liquidity\\_assistance\\_20170517.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/Agreement_on_emergency_liquidity_assistance_20170517.en.pdf), που αντικατέστησε την ανακοίνωση ELA procedures της 17.10.2013.

<sup>41</sup> Με βάση το άρθρο 127 παρ. 6 Σ.Λ.Ε.Ε. ανατίθενται στην Ε.Κ.Τ. μόνο ειδικά καθήκοντα σε σχέση μόνο με τη μικροπροληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων, ενώ και από τη γενικόλογη διάταξη του άρθρου 127 παρ. 5 Σ.Λ.Ε.Ε. καθίσταται σαφής ο βοηθητικός χαρακτήρας της συνδρομής της Ε.Κ.Τ., η οποία δύναται απλώς να υποβάλλει γνώμες σχετικά με την εκ μέρους των αρμόδιων (εθνικών) αρχών ομαλή άσκηση πολιτικών που αφορούν την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Επομένως, δεν μπορεί να υποστηριχθεί ότι η Ε.Κ.Τ. έχει διευρυμένο ρόλο στη διατήρηση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος της Ευρωζώνης.

<sup>42</sup> Ρόκας κλπ (2016), σελ. 202-204.

αναλύονται κατωτέρω:

**A)** Παραδοσιακά, οι Κ.Τ. ήταν επιφορτισμένες με την ομαλή λειτουργία και την **επίβλεψη των συστημάτων πληρωμών και διακανονισμού**<sup>43</sup> που αποτελούν υποδομή για τη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος<sup>44</sup>. Μέσω των συστημάτων αυτών, τα οποία βασίζονται στη σύγχρονη τεχνολογία (FinTech), συντελείται η εκπλήρωση χρηματικών ενοχών χωρίς την κυκλοφορία μετρητών, αλλά ηλεκτρονικού χρήματος. Επομένως, με την εξέλιξη της τεχνολογίας, την επικράτηση ταχείων διαδικασιών στην οικονομία και την παγκοσμιοποίηση των αγορών, τα συστήματα πληρωμών και διακανονισμού αποκτούν ολοένα και μεγαλύτερη σημασία, γεγονός το οποίο ενισχύει και το σχετικό ενδιαφέρον των Κ.Τ.<sup>45</sup>. Εκτός από την επίβλεψη, οι Κ.Τ. έχουν κι άλλες αρμοδιότητες αναφορικά με τα συστήματα πληρωμών και διακανονισμού, αφού ασκούν, είτε μόνες τους είτε μαζί με εμπορικές τράπεζες, τη διοίκησή τους, παρέχουν διευκολύνσεις για τη συμψηφιστική εκκαθάριση των οφειλών μεταξύ των τραπεζών, ενώ ο διακανονισμός των πληρωμών γίνεται σε ειδικό λογαριασμό τον οποίο οι εμπορικές τράπεζες τηρούν στην Κ.Τ..

**B)** Μια ακόμα αρμοδιότητα, που είχαν διαχρονικά αρκετές Κ.Τ. αλλά επεκτάθηκε και σε άλλες, ιδίως μετά τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση (2007-2009), είναι η **μακροπροληπτική επίβλεψη** του χρηματοπιστωτικού συστήματος, εν συνόλω, για τον περιορισμό της έκθεσής του στο **συστημικό κίνδυνο**<sup>46</sup>, ώστε να εξασφαλίζεται χρηματοπιστωτική σταθερότητα<sup>47</sup>. Στο πλαίσιο αυτό, οι Κ.Τ. έχουν και την αρμοδιότητα θέσπισης μέτρων **μακροπροληπτικής ρυθμιστικής παρέμβασης** -κατ' εξουσιοδότηση νομοθετικής διάταξης<sup>48</sup>. Όσον αφορά στην Ε.Ε., ως απότοκο της προαναφερθείσας κρίσης, συστάθηκε<sup>49</sup> το 2010 το Ε.Σ.Σ.Κ. και τα κράτη-μέλη έπρεπε να ορίσουν στην εθνική τους νομοθεσία την αρχή στην οποία ανατίθεται η άσκηση της μακροπροληπτικής πολιτικής και να διασφαλίσουν ότι η Κ.Τ. διαδραματίζει πρωταρχικό ρόλο σε αυτή.

**Γ)** Σε πολλές έννομες τάξεις, οι Κ.Τ. μεριμνούν καταλυτικά για τη **σταθερότητα ειδικότερα και του τραπεζικού συστήματος**, ως υποσυνόλου του χρηματοπιστωτικού, η οποία μπορεί να διασαλευθεί από την ταυτόχρονη ή αλυσιδωτή περιέλευση σε αφερεγγυότητα περισσότερων τραπεζών. Η σταθερότητα διασφαλίζεται μέσω του **bank safety net**, που περιλαμβάνει το σύνολο

---

<sup>43</sup> Για την έννοια των συστημάτων πληρωμών και διακανονισμού, Βλ. CPSS (2003). Για τις διακρίσεις τους, Βλ. Γκόρτσο (2011), σελ. 29-34. Για την κατηγορία των συστημικά σημαντικών συστημάτων πληρωμών, Βλ. CPSS (2001).

<sup>44</sup> Παίζουν, όμως, πρωτεύοντα ρόλο και για το νομισματικό σύστημα, καθώς μέσω αυτών γίνεται ο διακανονισμός των πράξεων ανοικτής αγοράς.

<sup>45</sup> Για την αρμοδιότητα του Ε.Σ.Κ.Τ. να προωθεί την ομαλή λειτουργία των συστημάτων πληρωμών (άρθρο 127 παρ. 2 στχ. δ' Σ.Λ.Ε.Ε.) και για το σύστημα πληρωμών TARGET, Βλ. Gortsos (2020), σελ. 307-320.

<sup>46</sup> Για την έννοια του συστημικού κινδύνου και τις διαστάσεις του (χρονική και διατομεακή), Βλ. Γκόρτσο (2011), σελ. 84, 89-94.

<sup>47</sup> Για την έννοια της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, Βλ. ΤτΕ (2009), σελ. 5.

<sup>48</sup> Βλ. πίνακες **1.6-1.7**.

<sup>49</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 1092/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου με τον οποίο συστάθηκε ένα πλαίσιο μακροπροληπτικής πολιτικής σε επίπεδο Ε.Ε., η άσκηση της οποίας βασίζεται στις εφαρμοστέες συναφώς προειδοποιήσεις και συστάσεις, όπως αυτές που περιέχονται στη Σύσταση 2011/3 του Ε.Σ.Σ.Κ. σχετικά με την μακροπροληπτική αρμοδιότητα των εθνικών αρχών (2012/C 41/01).

των μέτρων πρόληψης και διαχείρισης κρίσεων, στην προετοιμασία και εφαρμογή πολλών από τα οποία οι Κ.Τ. μπορεί να συμμετέχουν αποφασιστικά<sup>50</sup>.

**(1) Σε επίπεδο γενικής πρόληψης**, οι Κ.Τ. δύνανται να έχουν επιφορτιστεί με τη μικροπροληπτική **εποπτεία** των πιστωτικών ιδρυμάτων [ή/και άλλων κατηγοριών επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού συστήματος (π.χ. χρηματιστηριακών, ασφαλιστικών)], δηλαδή, με την παρακολούθηση της τήρησης από αυτά των ρυθμίσεων του κανονιστικού πλαισίου και τη διορθωτική παρέμβαση σε περίπτωση αποκλίσεων από αυτό, π.χ. με κυρώσεις. Ειδικότερα, την εποπτεία ασκεί κάποια Ανεξάρτητη Αρχή<sup>51</sup>. Πάντως, όποια και αν είναι η εποπτική αρχή, έχει και την αρμοδιότητα χορήγησης **άδειας λειτουργίας** -υπό τις προϋποθέσεις του νόμου- στις εποπτευόμενες επιχειρήσεις, καθώς και **μικροπροληπτικής ρύθμισής τους** -κατ' εξουσιοδότηση νομοθετικής διάταξης-.

Παρ' ότι παραδοσιακά οι Κ.Τ., με εξαίρεση κυρίως χώρες της Κεντρικής Ευρώπης (π.χ. Γερμανία, Αυστρία, Ελβετία), είχαν την αρμοδιότητα **εποπτείας των τραπεζών**, από τη δεκαετία του 1980 καταγράφηκε η τάση να ανατίθεται η συγκεκριμένη αρμοδιότητα σε Ανεξάρτητες Διοικητικές Αρχές, προκειμένου να αποφευχθεί η **σύγκρουση καθηκόντων** που θα μπορούσε να προκύψει ενόψει του γεγονότος ότι οι Κ.Τ. ασκούν και **νομισματική πολιτική**. Κοινό στοιχείο των δύο αρμοδιοτήτων είναι ότι επιδρούν στα διαθέσιμα των πιστωτικών ιδρυμάτων (π.χ. μέσω των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής και της παρακολούθησης της τήρησης υποχρεώσεων κεφαλαιακής επάρκειας), ωστόσο, με εκάστη επιδιώκεται εντελώς **διαφορετικός σκοπός**: με τη νομισματική πολιτική επιδιώκεται η σταθερότητα των τιμών, ενώ με την εποπτεία επιδιώκεται η σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος.

Υποστηριζόταν, λοιπόν, από ευρεία μερίδα της θεωρίας ότι η αρχιτεκτονική του συστήματος έπρεπε να είναι τέτοια ώστε να μην αντιπαραθέτει την αξιοπιστία της νομισματικής πολιτικής με την αποτελεσματική άσκηση της εποπτείας<sup>52</sup>. Αυτό, γιατί, ενδέχεται, για παράδειγμα, η χορήγηση τελικού αναχρηματοδοτικού δανεισμού σε μία προβληματική τράπεζα να είναι επιβεβλημένη για εποπτικούς λόγους, ωστόσο, προκαλεί αύξηση της νομισματικής κυκλοφορίας και πληθωριστικές πιέσεις. Ωστόσο, μετά την πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση, διαπιστώθηκε ότι αυτές οι Ανεξάρτητες Διοικητικές Αρχές είχαν φανεί κατώτερες των περιστάσεων. Έτσι, άρχισε να αναπτύσσεται και πάλι η τάση να ενταχθεί η μικροπροληπτική εποπτεία των τραπεζών στα βασικά καθήκοντα των Κ.Τ.<sup>53</sup>.

---

<sup>50</sup> Βλ. πίνακες 1.6-1.7.

<sup>51</sup> Όσον αφορά στη μικροπροληπτική εποπτεία των επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού συστήματος υπάρχουν οι ακόλουθες εναλλακτικές: α) μια ενιαία εποπτική αρχή για όλους τους τομείς του χρηματοπιστωτικού συστήματος (full integration approach), β) ξεχωριστή εποπτική αρχή για καθέναν από τους τομείς του χρηματοπιστωτικού συστήματος (sectoral approach), γ) δύο εποπτικές αρχές, η μία για τους δύο τομείς του χρηματοπιστωτικού συστήματος και η άλλη για τον τρίτο (modified sectoral approach), δ) δύο εποπτικές αρχές, η μία για όλους τους τομείς του χρηματοπιστωτικού συστήματος και η άλλη για τη διασφάλιση της αποτελεσματικότητας της κεφαλαιαγοράς (functional approach). Βλ. Ρόκας κλπ (2016), σελ. 44-45.

<sup>52</sup> Για περισσότερα επιχειρήματα υπέρ και κατά σχετικά με τη θεματική της ανάγκης διαχωρισμού των δύο καθηκόντων, Βλ. Vives (2000), σελ. 14-17, Goodhart (2000), σελ. (ιδίως) 20-23, Goodhart and Schoemaker (1993).

<sup>53</sup> Ρόκας (2016), σελ. 43-44.

Το δίλημμα σχετικά με το **διαχωρισμό νομισματικών και εποπτικών αρμοδιοτήτων** απασχόλησε και την Ε.Ε., κατά τις προπαρασκευαστικές εργασίες της Συνθήκης του Μάαστριχτ. Τελικά, επικράτησε η άποψη να δοθεί στο Ε.Σ.Κ.Τ. η νομισματική αρμοδιότητα για τη διασφάλιση της σταθερότητας του επιπέδου των τιμών και να προβλεφθεί η ρήτρα του άρθρου 105 παρ. 6 Σ.Ε.Κ. (νυν άρθρο 127 παρ. 6 Σ.Λ.Ε.Ε.), η οποία ενεργοποιήθηκε μετά τη δημοσιονομική κρίση της Ευρωζώνης, με αποτέλεσμα από την 04.11.2014 η εποπτεία κατ' αρχήν των σημαντικών<sup>54</sup> πιστωτικών ιδρυμάτων της Ευρωζώνης να ανατεθεί άμεσα στην Ε.Κ.Τ., η οποία ασκεί τα ειδικά εποπτικά της καθήκοντα στο πλαίσιο του SSM<sup>55</sup>. Βέβαια, ο Κανονισμός (ΕΕ) 1024/2013 του Συμβουλίου (Κανονισμός SSM) προβλέπει ειδικές ρυθμίσεις για τα **σινικά τείχη** που πρέπει να «υψώνονται» μεταξύ των δύο λειτουργιών της Ε.Κ.Τ. προς αποφυγή της σύγκρουσης συμφερόντων.

**(2) Σε επίπεδο ειδικής πρόληψης**, οι Κ.Τ., εφόσον έχουν οριστεί αρμόδιες για την εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων, μπορεί να τούς επιβάλλουν την υποχρέωση λήψης εναλλακτικών μέτρων στο πλαίσιο αξιολόγησης του σχεδίου ανάκαμψης που αυτά οφείλουν να εκπονούν και τα οποία εγκρίνουν οι εποπτικές αρχές. Επίσης, οι Κ.Τ., εφόσον έχουν οριστεί ως αρμόδιες για την εξυγίανση των αφερέγγυων τραπεζών, καταρτίζουν σχέδια εξυγίανσης και αξιολογούν τη δυνατότητα εξυγίανσης των τραπεζών, μπορούν να προβαίνουν στη λήψη μέτρων έγκαιρης παρέμβασης (π.χ. διορισμός ειδικού διαχειριστή), καθώς και να απομειώνουν την ονομαστική αξία μετοχών ή να προβαίνουν σε μετατροπή των κεφαλαιακών μέσων σε κοινές μετοχές.

**(3) Σε επίπεδο διαχείρισης κρίσεων**, πλην του τελικού αναχρηματοδοτικού δανεισμού, σύμφυτου με τη λειτουργία τους για τις περιπτώσεις κρίσεων ρευστότητας (βλ. ανωτέρω, υπό **1.2.3**), οι Κ.Τ. μπορεί να έχουν επιφορτιστεί και με την αρμοδιότητα εξυγίανσης των αφερέγγυων τραπεζών. Τέλος, οι Κ.Τ. μετέχουν συνήθως στη διοίκηση των Συστημάτων Εγγύησης Καταθέσεων, τα οποία ενεργοποιούνται όταν ανακληθεί η άδεια λειτουργίας ενός πιστωτικού ιδρύματος και οι καταθέσεις καταστούν μη διαθέσιμες.

---

<sup>54</sup> Τα πιστωτικά ιδρύματα της Ευρωζώνης διακρίνονται σε σημαντικά και λιγότερο σημαντικά επί τη βάση κριτηρίων που θέτει ο Κανονισμός SSM και ο εξειδικεύων αυτόν Κανονισμός (ΕΕ) 468/2014 της Ε.Κ.Τ. που θεσπίζει το πλαίσιο συνεργασίας μεταξύ της Ε.Κ.Τ., των εθνικών αρμόδιων αρχών και των εθνικών εντεταλμένων αρχών εντός του SSM (Κανονισμός για το πλαίσιο SSM) (ΕΚΤ/2014/17). Τα σημαντικά εποπτεύονται απευθείας από την Ε.Κ.Τ. (ως προς τα ειδικά καθήκοντα που τής έχουν ανατεθεί) με τη συνδρομή των εθνικών εποπτικών αρχών, ενώ τα λιγότερο σημαντικά εποπτεύονται άμεσα από τις εθνικές εποπτικές αρχές με βάση τις κατευθυντήριες οδηγίες της Ε.Κ.Τ.. Ζήτημα έχει τεθεί αν για τα λιγότερο σημαντικά η αρμοδιότητα παρέμεινε στις εθνικές εποπτικές αρχές ή εκχωρήθηκε στην Ε.Κ.Τ. η οποία στη συνέχεια με βάση τον Κανονισμό SSM τις εξουσιοδότησε να τα εποπτεύουν. Το Δ.Ε.Ε. έχει κρίνει ότι για όλα τα πιστωτικά ιδρύματα αρμόδια κατέστη η Ε.Κ.Τ., που ανέθεσε στις εθνικές εποπτικές αρχές την αρμοδιότητα για τα λιγότερο σημαντικά. Βλ. υπόθεση T-122/15 (Landeskreditbank Baden-Württemberg-Förderbank) της 16.05.2017, διαθέσιμη εδώ: <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=190725&pageIndex=0&doclang=EL&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=14208729>. Πάντως, το BVerfG, ερευνώντας τη συμβατότητα της Τραπεζικής Ένωσης με το Θεμελιώδη Νόμο, έχει κρίνει ότι οι εθνικές εποπτικές αρχές ουδέποτε έχασαν την αρμοδιότητά τους ως προς τα λιγότερο σημαντικά πιστωτικά ιδρύματα. Βλ. 2 BvR 1685/14 u.a. vom 30.07.2019, διαθέσιμη εδώ: [https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/DE/2019/07/rs20190730\\_2bvr168514.html](https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/DE/2019/07/rs20190730_2bvr168514.html). Το θέμα της νομικής βάσης, σε κάθε περίπτωση, μικρή σημασία έχει ως προς τον τρόπο με τον οποίο ασκείται η εποπτεία στην πράξη.

<sup>55</sup> Παρ' ότι εκφεύγει του αντικείμενου της παρούσας εργασίας, αξίζει να αναφερθεί ότι ανεξαρτησίας απολαύουν, στο πλαίσιο του SSM, τόσο η Ε.Κ.Τ. όσο και οι αρμόδιες εθνικές αρχές, κατά την εκτέλεση των εποπτικών τους καθηκόντων (άρθρο 19 Κανονισμού SSM).

### 1.2.5 Χρηματοπιστωτικός εγγραμματισμός και χρηματοπιστωτική ένταξη

Πολλές Κ.Τ. επιδεικνύουν, ιδίως μετά τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση, ενδιαφέρον τόσο για το χρηματοπιστωτικό εγγραμματισμό των πολιτών, ώστε να έχουν γνώσεις για τις βασικές έννοιες και λειτουργίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος, προκειμένου να λαμβάνουν συνετές αποφάσεις, όσο και για τη χρηματοπιστωτική τους ένταξη, ώστε να έχουν πρόσβαση σε βασικά χρηματοπιστωτικά προϊόντα, όπως ο τραπεζικός λογαριασμός. Η χρηματοπιστωτική ένταξη επιδρά στη **νομισματική πολιτική**, καθώς καλλιεργεί συνθήκες υγιούς κατανάλωσης στον πληθυσμό, γεγονός που επανακαθορίζει τις θεμελιώδεις επιλογές προς επίτευξη των στόχων της νομισματικής πολιτικής<sup>56</sup>. Επίσης, συμβάλλει και στη **χρηματοπιστωτική σταθερότητα**, αφού καταπολεμά τον αποθησαυρισμό και οι καταναλωτές, ιδίως όταν υπάρχει ένα αποτελεσματικό και αξιόπιστο Σύστημα Εγγύησης Καταθέσεων, εμπιστεύονται τα χρήματά τους στις τράπεζες με τη μορφή καταθέσεων. Όσο αυξάνεται η καταθετική βάση των τραπεζών, τόσο περισσότερα δάνεια μπορούν να χορηγήσουν (μόχλευση) και, διευρύνοντας το χαρτοφυλάκιο των δανείων τους, ενδεχομένως μειώνουν το συνολικό πιστωτικό κίνδυνο, υπό την προϋπόθεση, βέβαια, ότι υφίστανται αξιόπιστες και αποτελεσματικές διαδικασίες αξιολόγησης των κινδύνων και ανάλογες εξασφαλίσεις. Το γεγονός αυτό ασκεί επιρροή για τις διενεργούμενες από τις Κ.Τ. πράξεις νομισματικής πολιτικής και τους ενδιάμεσους στόχους τους οποίους θέτουν<sup>57</sup>.

### 1.2.6 Προστασία του καταναλωτή

Κάποιες Κ.Τ. ενδέχεται να έχουν και καθήκοντα απτόμενα της προστασίας των καταναλωτών χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών<sup>58</sup>. Για τις περιπτώσεις αυτές προβάλλεται το επιχείρημα ότι η σταθερότητα και η αξιοπιστία του συστήματος είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την προστασία του καταναλωτή, γιατί, εάν δεν υφίσταται εύρυθμη λειτουργία των καθημερινών συναλλαγών (π.χ. καταχρηστικοί όροι), τότε ελλείπει η εμπιστοσύνη του καταναλωτή χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών προς το σύστημα.

### 1.2.7 Anti-money laundering

Ορισμένες Κ.Τ. έχουν αρμοδιότητες σχετιζόμενες με την εποπτεία της εφαρμογής των διατάξεων της νομοθεσίας για την καταπολέμηση του ζεπλύματος χρήματος. Για παράδειγμα, η ΤτΕ<sup>59</sup> είναι αρμόδια για τη σχετική εποπτεία επί των πιστωτικών ιδρυμάτων, των ασφαλιστικών επιχειρήσεων κ.ά.. Όσον αφορά στην Ε.Κ.Τ., το άρθρο 4 παρ. 1 του Κανονισμού SSM δε συγκαταλέγει το θέμα αυτό στα ειδικά εποπτικά καθήκοντα που τής έχουν εκχωρηθεί στο πλαίσιο του SSM. Επομένως,

---

<sup>56</sup> Αντίθετη έννοια της χρηματοπιστωτικής ένταξης είναι ο χρηματοπιστωτικός αποκλεισμός ο οποίος μπορεί να είναι είτε ακούσιος είτε εκούσιος. Στη δεύτερη περίπτωση, μπορεί τα κίνητρα να είναι αθέμιτα και να σχετίζονται με την παραοικονομία, π.χ. κάποιος επιλέγει να μην έχει τραπεζικό λογαριασμό και να πληρώνεται «στο χέρι», για να μπορεί να φοροδιαφεύγει. Έτσι, υπάρχει ιδιαίτερα αρνητικός αντίκτυπος στη νομισματική πολιτική, γιατί η Κ.Τ. δεν μπορεί να ελέγξει πόσο χρήμα κυκλοφορεί στην πραγματικότητα και, άρα, μπορεί να θέτει λανθασμένο στόχο νομισματικής σταθερότητας.

<sup>57</sup> Περισσότερα για τις έννοιες του χρηματοπιστωτικού εγγραμματισμού και της χρηματοπιστωτικής ένταξης και τη σημασία τους για την οικονομία, Βλ. Gortsos (2016), Sahay et al. (2015), Mehrotra and Yetman (2015), Han and Melecky (2013).

<sup>58</sup> Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η Κ.Τ. της Ιρλανδίας. Βλ. Governance Framework, σελ. 4-5, διαθέσιμο εδώ: <https://www.centralbank.ie/docs/default-source/tns/about---tns/governance-framework.pdf?sfvrsn=6>.

<sup>59</sup> Άρθρο 6 Ν. 4557/2018.

με την παρακολούθηση της τήρησης των διατάξεων για την καταπολέμηση της νομιμοποίησης εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες ασχολούνται οι αρμόδιες εθνικές αρχές, με την επιφύλαξη της περίπτωσης κατά την οποία το money-laundering συνδέεται με λειτουργικό κίνδυνο σημαντικού πιστωτικού ιδρύματος, ο οποίος δημιουργεί πρόσθετες κεφαλαιακές απαιτήσεις, επομένως, επιλαμβάνεται η Ε.Κ.Τ. στο πλαίσιο του ειδικού καθήκοντος που έχει (άρθρο 4 παρ. 1 στχ. δ' Κανονισμού SSM).

### **1.2.8 Ταμίας Δημοσίου**

Οι σύγχρονες Κ.Τ. είναι και οι τράπεζες του Δημοσίου<sup>60</sup>, αφού αναλαμβάνουν να προβαίνουν για λογαριασμό του, είτε αποκλειστικά είτε παράλληλα με άλλους φορείς, σε πληρωμές και εισπράξεις χρημάτων του Δημοσίου, τηρώντας μάλιστα τους λογαριασμούς του. Επίσης, είναι πιθανό να συνδράμουν το Δημόσιο στην έκδοση και διαχείριση των δανείων του<sup>61</sup>. Πρόκειται για αρμοδιότητες ταμειακής-δημοσιονομικής διαχείρισης του δημοσίου χρήματος, κατά τις οποίες η Κ.Τ. δρα ως fiscal agent<sup>62</sup> του κράτους, χωρίς, ωστόσο, να θίγεται η τυχόν υφιστάμενη ανεξαρτησία της Κ.Τ. από την εκτελεστική εξουσία κατά την άσκηση της νομισματικής πολιτικής.

---

<sup>60</sup> Βλ. πίνακα 1.8.

<sup>61</sup> Pessoa and Williams (2012).

<sup>62</sup> Ο όρος αποδίδεται στα ελληνικά ως «δημοσιονομικός αντιπρόσωπος» (άρθρο 21.2 Καταστατικού Ε.Σ.Κ.Τ. και Ε.Κ.Τ.).

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

### Πίνακας 1.1<sup>63</sup>

Κατηγορίες προέσεων νομισματικής πολιτικής		Είδος μέσου		Διάρκεια	Συχνότητα	Διαδικασία	
		Παροχή ρευστότητας	Απορρόφηση ρευστότητας				
Πρόξεις ανοικτής αγοράς	Πρόξες κύριος αναχρηματοδότησης	Αντιτραπεζικές συναλλαγές	—	Μία εβδομάδα	Εβδομαδιαία	Τακτική δημοπρασία	
	Πρόξες πιο μικροπροθέσμης αναχρηματοδότησης	Αντιτραπεζικές συναλλαγές	—	Τρεις μήνες (1 <sup>2</sup> )	Μηνιαία (1 <sup>2</sup> )	Τακτική δημοπρασία	
	Πρόξες εφ'όσον της βραχυπρόθεσμης διακομιάνσεων της ρευστότητας	Αντιτραπεζικές συναλλαγές	Αντιτραπεζικές συναλλαγές	Αντιτραπεζικές συναλλαγές	Μία προκαθορισμένη	Μία προκαθορισμένη	Δημοπρασία
Πρόξες διατεταγμένες	Διατεταγμένη οριστικής χρηματοδότησης	Πρόξες ανοικτής αγοράς	Πρόξες ανοικτής αγοράς	—	—	Διμερείς διαδικασίες	
		—	—	Αποδογή καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας	—	—	
	Διατεταγμένη αποδοχής καταθέσεων	Αντιτραπεζικές συναλλαγές	Αντιτραπεζικές συναλλαγές	Αντιτραπεζικές συναλλαγές	Μία προκαθορισμένη	Μία προκαθορισμένη	Τακτική δημοπρασία
		—	—	Έκδοση πιστοποιητικών χρέους της ΕΚΤ	Μικρότερη των δώδεκα μηνών	Μία προκαθορισμένη	Δημοπρασία Διμερείς διαδικασίες
Πρόξες διατεταγμένες	Διατεταγμένη οριστικής χρηματοδότησης	Αντιτραπεζικές συναλλαγές	—	Μέγιστος ημερών	Πρόσβαση κατά τη διακριτική ευχέρεια των αντισυμβαλλομένων	—	
	Διατεταγμένη αποδοχής καταθέσεων	—	Καταθέσεις	Μέγιστος ημερών	Πρόσβαση κατά τη διακριτική ευχέρεια των αντισυμβαλλομένων	—	

<sup>63</sup> Ο πίνακας αποτελεί το άρθρο 4 της Κατευθυντήριας Γραμμής 2015/510 της Ε.Κ.Τ..



Πίνακας 1.2<sup>64</sup>

Standing facilities: lending / market ceiling (as of September 2019)

	Name	Form	Pricing method	Maturity	Access limited by/to	Function(s)
<b>Australia</b>	Overnight repo	Reverse repo (=RP)	Fixed margin above target cash rate	O/N	Collateral holders of Exchange Settlement Accounts	Marginal liquidity accommodation; limit interest rate volatility; provides liquidity insurance (where usage via Committed Liquidity Facility)
<b>Brazil</b>	Standing facility	Repo	Base rate + 80bps	1 day	Financial institutions; eligible collateral	Marginal liquidity accommodation; limit interest rate volatility; short-term liquidity provision
<b>Canada</b>	Standing Liquidity Facility	Secured loan	Fixed at the upper end of the operating band. Target overnight rate + 25 bps (Bank rate)	1 day	Participants in the LVTS payment system, eligible collateral	To reinforce the upper limit of the operating band, provide overnight liquidity at the end of the day
<b>China</b>	Standing Lending Facility	Collateralised loan	Fixed rate	O/N, 1w, 1m	Collateral	Liquidity management, smooth interest rate volatility
<b>Eurosystem</b>	Marginal lending facility	Reversed purchase (RP) or collateralised credit	Fixed rate	1 day O/N	Collateral	Signalling; limit interest rate volatility
<b>Hong Kong</b>	Discount Window	Repo	For the first 50% of collateral holding: Base rate <sup>1</sup> For the next 50%: either Base Rate plus 5% or the overnight HKD HIBOR, whichever is the higher	O/N	Collateral <sup>2</sup>	Facilitate smooth operation of the interbank payment system and thus preserve systemic stability

<sup>1</sup> Base Rate is set as either 50 basis points above the lower end of the target range for US Fed funds rate or the average of the five-day moving averages of the overnight and 1-month HIBORs, whichever is higher.

<sup>2</sup> Exchange Fund paper.

Source: Participating central banks.

<sup>64</sup> Ο πίνακας έχει αντληθεί από BIS (2019), σελ. 61-62.



(cont): Standing facilities: lending / market ceiling (as of September 2019)

Name	Form	Pricing method	Maturity	Access limited by/to...	Function(s)	
<b>India</b>	Marginal Standing Facility (MSF) <sup>1</sup>	Collateralised loan	MSF Rate (25 bps over the policy Repo Rate)	Overnight	Collateral: scheduled commercial banks;	Liquidity management
<b>Japan</b>	Complementary lending facility	Fixed-term loan	Basic loan rate	O/N	Eligible collateral; BOJ counterparties only	Marginal accommodation; limit interest rate volatility
<b>Korea</b>	Liquidity adjustment loans	Loan	Base rate + 100bps	1 day	Eligible collateral; reserve depository institutions	Limit interest rate volatility
<b>Mexico</b>	Standing Facility	Secured Loan and Intraday Repo (inject liquidity - RP) <sup>2</sup>	Lending: 2 times the Key Policy Rate (Overnight Interbank Funding Rate).	O/N	Commercial and development banks only	Marginal liquidity management. Lender of last resort, to help alleviate short-term liquidity bottlenecks
<b>Singapore</b>	Standing Facility	Repo	Reference rate <sup>3</sup> + 50bps	O/N	Collateral: MEPS+ participating banks that have signed a GMRA with MAS.	Limit interest rate volatility and prevent payment gridlock
<b>Sweden</b>	Standing facility	Collateralised lending	Repo rate plus 75 bp	O/N	Monetary policy counterparties and some participants in the Riksbank's payment system RIX	Provides liquidity insurance
<b>Switzerland</b>	Liquidity-shortage financing facility	Repo (inject liquidity)	max(SNB policy rate, 0) + 50bps	O/N	(1) limit by the SNB, (2) a custody cover account, (3) collateral eligible for SNB repos covering at least 110% of the limit must be held	Liquidity management; to bridge unexpected, short-term liquidity bottlenecks
<b>United Kingdom</b>	Operational Standing Lending Facility	Collateralised loan	Bank Rate + 25bps	O/N	Banks, building societies, CCPs and broker-dealers; <sup>4</sup> unlimited size but only against eligible collateral	Limits interest rate volatility; provides liquidity insurance against frictional payment shocks
<b>United States</b>	(i) Primary credit facility (PCF) (ii) Secondary credit facility (SCF)	Secured loan	(i) Top of policy rate target range + 50 bps (ii) Top of policy rate target range + 100 bps	(i) O/N (ii) O/N	PCF for depository institutions in sound financial condition, SCF for other depository institutions <sup>5</sup> ; loans must be fully collateralised.	Marginal liquidity accommodation; lender of last resort; ceiling on policy rate

<sup>1</sup> Export credit refinance (ECR) facility phased out in February 2015. <sup>2</sup> Reverse repos started being implemented in 2019. <sup>3</sup> The reference rate is the weighted average of successful bids for MAS' SGD 500 m overnight clean borrowing conducted during Money Market Operations on the same day, rounded to two decimal places. <sup>4</sup> The term 'broker-dealers' refers to PRA-designated investment firms, see [www.bankofengland.co.uk/prd/pages/authorisations/designatedfirmslist.aspx](http://www.bankofengland.co.uk/prd/pages/authorisations/designatedfirmslist.aspx). <sup>5</sup> Depository institutions include: commercial banks, thrifts, credit unions, and US branches and agencies of foreign banks.

Source: Participating central banks.

Standing facilities: deposit / market floor (as of September 2019)

	Name	Form	Pricing method	Maturity	Access limited by/to	Function(s)
<b>Australia</b>	Exchange Settlement Account rate	Deposit	Fixed margin below target cash rate	O/N	Exchange settlement account eligibility	Depository for surplus cash reserves; <sup>1</sup> Limit interest rate volatility; facilitate settlements
<b>Brazil</b>	Standing facility	Reverse repo (=RP)	Base rate – 80bps	1 day	Financial institutions that are primary dealers; eligible collateral	Marginal liquidity accommodation; limit interest rate volatility; short-term liquidity withdrawal
<b>Canada</b>	Deposit facility	Deposit	Fixed at lower limit of the operating band; Target overnight rate – 25 bps (Deposit Rate)	1 day	Participants in the LVTS payment system	To encourage transactions in the market for overnight funds at rates above the lower limit of the operating band
<b>China</b>	N/A					
<b>Eurosystem</b>	Deposit facility	Deposit	Fixed rate	1 day O/N	No limit	Signalling; Limit interest rate volatility
<b>Hong Kong</b>	N/A					
<b>India</b>	Standing deposit facility announced; yet to be operationalised <sup>2</sup>					

<sup>1</sup> Refers to cash reserves that are surplus to the Reserve Bank's reserve requirements designed to support the functioning of the payments system after hours; the required reserves are remunerated at the target cash rate.

<sup>2</sup> The standing deposit facility was notified in April 2018. The facility, however, is yet to be operationalised.

Source: Participating central banks.

<sup>65</sup> Ο πίνακας έχει αντληθεί από BIS (2019), σελ. 63-64.

(cont): Standing facilities: deposit / market floor (as of September 2019)

	Name	Form	Pricing method	Maturity	Access limited by/to	Function(s)
<b>Japan</b>	Complementary deposit facility <sup>1</sup>	Deposit <sup>2</sup>	Different fixed rates applied depending upon the level of outstanding balance of financial institution's current account at the bank	1 day	Reserve depository institutions and some other financial institutions which have a current account at the Bank <sup>3</sup>	Lower the short end of the yield curve
<b>Korea</b>	Liquidity adjustment deposits	Deposit	Base rate – 100bps	1 day	Reserve depository institutions	Limit interest rate volatility
<b>Mexico</b>	Standing facility	Deposit	0%	O/N	Commercial and development banks only	Marginal liquidity management. To help alleviate short-term liquidity bottlenecks. Depository for surplus cash reserves.
<b>Singapore</b>	Standing facility	Deposit	Reference rate <sup>4</sup> less 50bp	O/N	MEPS+ participating banks	Limit interest rate volatility
<b>Sweden</b>	Standing facility	Deposit	Repo rate minus 75 bp	O/N	Monetary policy counterparties and some participants in the Riksbank's payment system RIX	Provides liquidity insurance
<b>Switzerland</b>	N/A					
<b>United Kingdom</b>	Operational Standing Deposit Facility	Deposit	Bank Rate minus 25bp	O/N	Banks, building societies, CCPs and broker-dealers, <sup>5</sup> unlimited size	Limits interest rate volatility; provides liquidity insurance against frictional payment shocks
<b>United States</b>	Standing facility <sup>6</sup>	Deposit	Top of policy rate target range less 5 bps for required reserves and excess reserves	O/N	Depository institutions	Help manage interest rates

<sup>1</sup> A temporary measure. <sup>2</sup> The interest each institution receives for a reserve maintenance period is calculated by multiplying aggregated excess reserve balances and the rate divided by 365. Aggregated excess reserve balances are the sum of balances held by an institution at the end of each day during a reserve maintenance period less the product of the amount of required reserve per day of the institution at the month from which the reserve maintenance period starts and the number of days of month. <sup>3</sup> Financial instruments firms that conduct the first financial instruments business, securities finance companies, and tanshi companies. <sup>4</sup> The reference rate is the weighted average of successful bids for MAS' SGD 500 m overnight clean borrowing conducted during Money Market Operations on the same day, rounded to two decimal places. <sup>5</sup> The term 'broker-dealers' refers to PRA-designated investment firms, see [www.bankofengland.co.uk/prp/pages/authorisations/designatedfirmslist.aspx](http://www.bankofengland.co.uk/prp/pages/authorisations/designatedfirmslist.aspx). <sup>6</sup> This table refers to interest on reserves that depository institutions receive on their reserve balances held at the Federal Reserve. The Federal Reserve also has an ON RRP facility as a supplementary tool, which is available to a different set of counterparties to also support the floor (see Table 8a).

Source: Participating central banks.

Πίνακας 1.4<sup>66</sup>

## Reserve requirements: ratios and size (as of September 2019)

	Main functions served	Domestic currency	Foreign currency	Average	Required reserves	Required reserve as % of GDP	Actual reserves	Actual reserve as % of GDP
<b>Australia</b>	Support functioning of payments system after business hours	Yes <sup>1</sup>	No	N/A <sup>1</sup>	AUD 26 bn	1.4%	AUD 28 bn	1.5%
<b>Brazil</b>	Liquidity management	Yes	No	22.9% <sup>2</sup>	BRL 448 bn	6.42%	BRL 449 bn	6.42%
<b>Canada</b>	N/A				Zero		Zero but target a pre-established level of settlement balances (currently CAD 250 m) in the payment system to support monetary policy framework related to overnight market <sup>3</sup>	
<b>China</b>	Liquidity management	6–13%	5%		CNY 18 trn	19.3%	CNY 20 trn <sup>4</sup>	21.4%
<b>Eurosystem</b>	Liquidity management	1%	–	1%	EUR 132 bn	1.1%	EUR 1,310 bn	11.3%
<b>Hong Kong</b>	N/A							

<sup>1</sup> The Reserve Bank's reserve requirements are not a Required Reserve Ratio (they are not set as a per cent of the financial institution's liabilities). The Reserve Bank's reserve requirements are set annually as an AUD amount per financial institution with the aim of ensuring that each institution has sufficient funds to settle AUD transactions after business hours. The amount is set taking into account the historical pattern of each institution's AUD transactions. <sup>2</sup> Corresponds to the ratio between total required reserves and the reserves base (liabilities). <sup>3</sup> See [https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/07/lvts\\_primer\\_2010.pdf](https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/07/lvts_primer_2010.pdf) for more details. <sup>4</sup> Estimation of reserves on average.

Source: Participating central banks.

<sup>66</sup> Ο πίνακας έχει αντληθεί από BIS (2019), σελ. 55-56.

(cont): Reserve requirements: ratios and size (as of September 2019)

	Main functions served	Domestic currency	Foreign currency	Average	Required reserves	Required reserve as % of GDP	Actual reserves	Actual reserve as % of GDP
<b>India</b>	Monetary control, Liquidity management	4% <sup>1</sup>	4%	4%	INR 5245.10 bn	2.8% <sup>2</sup>	INR 5390.55 bn	2.8% <sup>2</sup>
<b>Japan</b>	Liquidity management	0.05–1.3%	0.15–0.25%	0.85%	JPY 10.1 trn <sup>3</sup>	1.83% <sup>3</sup>	JPY 341.8 trn <sup>3,4</sup>	61.8% <sup>3</sup>
<b>Korea</b>	Liquidity management	0–7%	1–7%	4.2% <sup>5</sup>	KRW 52.6 trn <sup>5</sup>	2.80% <sup>5</sup>	KRW 52.9 trn <sup>5,6</sup>	2.81% <sup>5</sup>
<b>Mexico</b>	Liquidity Management <sup>7</sup>	Yes <sup>7</sup>	No	N/A	MXN 320 bn	1.6% <sup>8</sup>	MXN 320 bn	1.3% <sup>9</sup>
<b>Singapore</b>	Liquidity management	3%	–	3%	SGD13.6 bn <sup>10</sup>	2.78%	SGD 23.6 bn <sup>10</sup>	4.81%
<b>Sweden</b>	N/A				0%			
<b>Switzerland</b>	Stabilise demand for base money	2.5%	–	2.5%	CHF 17.1 bn <sup>11</sup>	2.49%	CHF 489.3 bn <sup>12</sup>	70.97%
<b>United Kingdom</b>	N/A	N/A			N/A	N/A	GBP 487 bn <sup>13</sup>	23.0% <sup>14</sup>
<b>United States</b>	Predictability of reserve demand	0–10%	–	0–10%	USD 189.6 bn	0.91%	USD 1,896 bn	9.07% <sup>16</sup>

<sup>1</sup> With effect from 9 February 2013. <sup>2</sup> GDP figures as of 31 March 2019 and reserve figures as of 23 September 2019. <sup>3</sup> As of June 2018. <sup>4</sup> The amount of current account deposits at the BOJ held by financial institutions, including those that are not subject to reserve requirements. <sup>5</sup> As of October 2018. GDP as of September 2018. <sup>6</sup> Cash in vaults and deposits at the BOK. <sup>7</sup> Monetary Regulation Deposits (MRDs) determined as a set MXN amount per banking institution based as a percentage of their liabilities at a specific point in time. The amount has not changed since 2014. <sup>8</sup> Includes immediate withdrawal deposits, time deposits, and banks' credit instruments. <sup>9</sup> As a percent of seasonally adjusted Q2 2019 nominal GDP. <sup>10</sup> Required and actual reserves with MAS as of 19 August 2019. <sup>11</sup> As of 19 January 2019. <sup>12</sup> Eligible reserves consisting of sum of banknotes, coins and sight deposits of domestic banks as of July 19, 2018. <sup>13</sup> As of 21 August 2019. <sup>14</sup> Reserves as a percentage of 2018 GDP. <sup>15</sup> Depending on type of liability. <sup>16</sup> Reserves as a percent of 2018 Q4 GDP. Calculated only for domestic currency reserves.

Source: Participating central banks.

67

<sup>67</sup> Ο πίνακας έχει χρονικό σημείο αναφοράς το Σεπτέμβριο του 2019 και έκτοτε μπορεί να έχουν επέλθει αλλαγές. Για παράδειγμα, η FED μηδένισε το ποσοστό τήρησης ελάχιστων αποθεματικών από την 26.03.2020. Βλ. ανακοίνωση εδώ: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200315b.htm>.

Πίνακας 1.5<sup>68</sup>

<b>Role of central banks in foreign exchange policy and operations</b>		
	<b>Foreign exchange policy</b>	<b>Foreign exchange operations</b>
<b>Euro area</b>	-euro monetary and exchange rate policy subject to same primary objective (price stability) -EU Council can adopt exchange rate agreements with 3rd countries or general orientations for exchange rate policy, either upon recommendation of the ECB or upon recommendation of the Commission after consulting the ECB	-Operational responsibility under floating exchange rates
<b>US</b>	Treasury responsible for exchange rate policy	-Treasury decides on FX operations -conducted by Fed in close and continuous consultation and cooperation with treasury -warehousing arrangements
<b>UK</b>	Treasury responsible for exchange rate policy	-FX operations conducted by bank on instructions from Treasury
<b>Japan</b>	Ministry of finance responsible for exchange rate policy	-FX operations conducted by bank on instructions from Ministry of finance -warehousing arrangements
<b>Canada</b>	Department of finance responsible for exchange rate policy	-Bank responsible for FX operations as fiscal agent of government -warehousing arrangements

<sup>68</sup> Ο πίνακας έχει αντληθεί από Bodea and Huemer (2010), σελ. 16.



## Πίνακας 1.6<sup>69</sup>

Financial policy objective: ensuring the stability of the banking system—the ‘bank safety net’

---

1. Crisis prevention	(Structural regulations) Authorisation requirements for banks Micro-prudential banking regulation Micro-prudential banking supervision Macro-prudential policies (regulation and oversight) Specific crisis-prevention measures: resolution preparation (recovery and resolution planning, intra-group financial support agreements)—early intervention measures
2. Crisis management	2.1 Management of liquidity crises Lending of last resort by the central bank 2.2 Management of solvency crises Recapitalisation of banks by public funds (state aid) Resolution of banks Winding up of banks Operation of deposit guarantee schemes (activated for the payment of compensations in the latter case only)

---

<sup>69</sup> Ο πίνακας έχει αντληθεί από Gortsos (2020), σελ. 17.

## Πίνακας 1.7<sup>70</sup>

### Institutional aspects with regard to the preservation of the stability of the banking system

<i>Policy instruments</i>	<i>Competent institution</i>	<i>Attributes of the institution</i>
Bank authorisation	Supervisory authority	Central bank or other administrative authority
Micro-prudential and macro-prudential regulation of banks	Legislator (including the Parliament) Supervisory authority (in regulatory capacity)	General regulator Upon delegation
Micro-prudential supervision of banks	Supervisory authority	Central bank or other administrative authority
Macro-prudential oversight of the financial system (including the banking sector)	Central bank or monetary authority/agency	
Specific crisis-prevention measures and resolution of banks	Supervisory or judicial authority Resolution authority and resolution fund	On a case-by-case basis
Deposit guarantee	Deposit guarantee scheme	Entity of private or public law
Last-resort lending	Central bank or monetary authority/agency	
Provision of state subsidies to banks (government ‘bail-out’) in form of equity participation and/or liquidity guarantees	National Ministry of Finance or other delegated governmental agency	

<sup>70</sup> Ο πίνακας έχει αντληθεί από Gortsos (2020), σελ. 18.



**Πίνακας 1.8<sup>71</sup>**

<b>Role of central banks as fiscal agents</b>		
	<b>Scope</b>	<b>Fiscal agent role-Main services</b>
<b>Euro area</b>	Minimal	Administration of loans to EU countries under Medium-Term Financial Assistance for balance of payments support
<b>US</b>	Extensive	Management of public debt Processing of government payments
<b>UK</b>	Minimal	Issuance of foreign currency debt on behalf of the treasury
<b>Japan</b>	Extensive	Management of public debt
<b>Canada</b>	Extensive	Management of public debt Processing of government payments

---

<sup>71</sup> Ο πίνακας έχει αντληθεί από Bodea and Huemer (2010), σελ. 24, όπου αναφέρεται ότι όλες οι Κ.Τ. παρέχουν αυτού του είδους τις υπηρεσίες προς το Δημόσιο, αλλά όχι πάντα στον ίδιο βαθμό.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Ανεξαρτησία των Κεντρικών Τραπεζών

### 2.1 Η πορεία προς την ανεξαρτησία των σύγχρονων Κεντρικών Τραπεζών

#### 2.1.1 Ιστορική ανασκόπηση

(1) Οι πρώτες Κ.Τ. εμφανίστηκαν το 17<sup>ο</sup> αιώνα ως ειδικές εμπορικές τράπεζες. Αν και ιδιωτικές, το καταστατικό λειτουργίας τους, σε πολλές περιπτώσεις, είχε δημιουργηθεί από την κυβέρνηση, την οποία, άλλωστε, θα εξυπηρετούσαν ως οι κύριες τράπεζές της. Σε ορισμένες εξ αυτών είχε δοθεί και το μονοπωλιακό προνόμιο της **έκδοσης νομίσματος**<sup>72</sup>. Το 1661, η Τράπεζα της Στοκχόλμης εξέδωσε τα πρώτα επίσημα τραπεζογραμμάτια στην Ευρώπη, με την υπόσχεση αποπληρωμής τους σε μέταλλο. Η αλόγιστη έκδοση αυτών, σε συνδυασμό με την υπερβολική χορήγηση δανείων μη αντισταθμιζόμενων από αντίστοιχες καταθέσεις, οδήγησε σύντομα στην κατάρρευση της τράπεζας. Μετά από αυτήν την αρνητική εμπειρία, το 1668 ιδρύθηκε η Κεντρική Τράπεζα της Σουηδίας, που συνιστά την παλαιότερη εν λειτουργία ακόμα και σήμερα, και ακολούθησε το 1694 η Τράπεζα της Αγγλίας με σκοπό τη **χρηματοδότηση του κράτους**. Η πρακτική αυτή εφαρμόστηκε και σε άλλες χώρες και, σε ορισμένες περιπτώσεις, επιπλέον κίνητρο για την ίδρυσή τους αποτέλεσε η αντιμετώπιση της **νομισματικής αστάθειας**, όπως για παράδειγμα στη Γαλλία λόγω των Ναπολεόντειων Πολέμων<sup>73</sup>.

(2) Το 18<sup>ο</sup> και στις αρχές του 19<sup>ου</sup> αιώνα, η κακή άσκηση της ανατεθειμένης στις ιδιωτικές τράπεζες νομισματικής αρμοδιότητας καθώς και η ανάγκη του Δημοσίου να χρηματοδοτείται από αυτές, κέντρισε το ενδιαφέρον του κράτους, το οποίο θέλησε να δημιουργήσει Κ.Τ. στις οποίες παρείχε προνόμια έναντι ανταγωνιστικών τραπεζών με αντάλλαγμα **ευνοϊκό κρατικό δανεισμό**<sup>74</sup>. Έτσι, άρχισε να αναδύεται ο προβληματισμός της **ανεξαρτησίας** της Κ.Τ. από το κράτος, ο οποίος δεν ήταν τόσο έντονος, όσο ίσχυε ο κανόνας του χρυσού<sup>75</sup> ο οποίος περιόριζε το εύρος κινήσεων της Κ.Τ.. Χαρακτηριστικά έχει λεχθεί μάλιστα ότι υπό το καθεστώς του **κανόνα του χρυσού** «η πραγματική διαχείριση της εκδοτικής τράπεζας ασκείτο όχι από ένα πρόσωπο αλλά από ένα πράγμα, δηλαδή, το χρυσό»<sup>76</sup>.

(3) Η ανεξαρτησία, λοιπόν, της Κ.Τ. έναντι του κράτους, όπως την εννοούμε σήμερα, άρχισε να τίθεται έντονα στο προσκήνιο κατά το Μεσοπόλεμο, ως απόρροια των δημοσιονομικών αναγκών που δημιουργήθηκαν λόγω του παγκόσμιου κραχ του 1929 και της κατάρρευσης της εξάρτησης της νομισματικής κυκλοφορίας από τα αποθέματα χρυσού. Αξίζει να αναφερθεί πως αυτή την

<sup>72</sup> Βλ. Capie et al. (2012), σελ. 4.

<sup>73</sup> Ibidem, σελ. 123-135, Bordo (2007).

<sup>74</sup> Βλ. Caesar (1980), σελ. 348-350,

<sup>75</sup> Η έναρξη εφαρμογής του συνηθίζεται να τοποθετείται χρονικά στο 1819, όταν η Μεγάλη Βρετανία επανέφερε σε ισχύ τη δυνατότητα ανταλλαγής των κυκλοφορούντων τραπεζογραμμάτων με χρυσό από την Bank of England σε σταθερή ισοτιμία (Peel's Bill, or the 1819 Act for the Resumption of Cash Payments). Πρέπει να σημειωθεί ότι αντίστοιχη πρακτική μετατρεψιμότητας των νομισμάτων σε χρυσό είχε εφαρμοστεί και παλαιότερα στη χώρα, αλλά είχε ανασταλεί με πράξη του 1797 λόγω των Πολέμων της Γαλλικής Επανάστασης (Bank Restriction Act 1797). Τα επόμενα χρόνια, η παντοδυναμία της Αγγλίας στο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα συνέβαλε στην υιοθέτηση του κανόνα του χρυσού από τις περισσότερες χώρες. Ο κανόνας ίσχυσε μέχρι το ξέσπασμα του Α' Παγκοσμίου Πολέμου, το 1914, οπότε διακόπηκε προκειμένου να μπορεί να κοπεί χρήμα για τις ανάγκες του, και επανίσχυσε βραχύβια από το 1925 έως το 1931, οπότε απεμπολήθηκε λόγω της παγκόσμιας ύφεσης. Για περισσότερες λεπτομέρειες, Βλ. Lin et al. (2012), σελ. 4-6.

<sup>76</sup> Pfliegerer (1957), σελ. 308.

περίοδο η **ΚτΕ** δίνει ιδιαίτερη έμφαση στη δημιουργία Κ.Τ. και δη **ανεξάρτητων**<sup>77</sup>. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η ΤτΕ η οποία ιδρύθηκε στο πλαίσιο του αιτήματος της χώρας μας προς τον πρόδρομο του Ο.Η.Ε. διεθνή οργανισμό για δανειακή βοήθεια με στόχο τη νομισματική σταθεροποίηση και τη δημοσιονομική εξυγίανση ενόψει και της ολοκλήρωσης της αποκατάστασης των προσφύγων από τη Μικρά Ασία και την Ανατολική Θράκη, που γινόταν υπό την εποπτεία της ΚτΕ<sup>78</sup>. Το ενδιαφέρον στοιχείο είναι ότι το Καταστατικό της ΤτΕ περιελάμβανε διάταξη με την οποία κατοχυρωνόταν η ανεξαρτησία της νέας Κ.Τ. από πολιτικές παρεμβάσεις. Συγκεκριμένα, με το άρθρο 50 του Καταστατικού της οριζόταν ότι: «*Η Τράπεζα δεν υπόκειται εις ειδικούς κανονισμούς εκδιδόμενους υπό της Κυβερνήσεως ή άλλων αρχών διαρκούσης της περιόδου του εκδοτικού της προνομίου, πλην των εν τω παρόντι Καταστατικώ προβλεπομένων.*»<sup>79</sup>.

(4) Η χαλάρωση της νομισματικής πειθαρχίας λόγω της απεμπόλησης του κανόνα του χρυσού διευκόλυνε, κατά τη διάρκεια του Β' Παγκοσμίου Πολέμου, τις κυβερνήσεις, οι οποίες αξιούσαν από τις Κ.Τ. τη χρηματοδότηση των πολεμικών τους επιχειρήσεων, καθώς και τη μείωση των επιτοκίων δανεισμού. Σε αρκετές ανεπτυγμένες χώρες, μάλιστα, η αρμοδιότητα για τον καθορισμό των επιτοκίων δανεισμού πέρασε στον **έλεγχο της κυβέρνησης**, πρακτική η οποία διατηρήθηκε και για πολλά χρόνια μετά το τέλος των εχθροπραξιών. Έτσι, η ανεξάρτητη λειτουργία των Κ.Τ. υποχώρησε στον απόηχο της πολεμικής σύρραξης, αφού ο ρόλος τους σε σχέση με τη νομισματική πολιτική περιορίστηκε σε αυτόν του **τεχνικού συμβούλου** του Υπουργού Οικονομικών.

(5) Ωστόσο, μετά το Β' Παγκόσμιο Πόλεμο, αρκετές Κ.Τ. ανέλαβαν σημαντικό ρόλο ως προς τη δανειοδοτική πολιτική των εμπορικών τραπεζών, διενεργώντας ποσοτικούς ελέγχους για τη **συγκράτηση της πιστωτικής επέκτασης** και του ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών που ευνοείτο από τα χαμηλά επιτόκια τα οποία όριζαν -πλέον- οι κυβερνήσεις με σκοπό να

---

<sup>77</sup> Βλ. League of Nations (1922), Annex I, Resolution II, III., σελ. 223-224: “*Banks, and especially Banks of Issue, should be freed from political pressure and should be conducted solely on the lines of prudent finance*”.

<sup>78</sup> Η Δημοσιονομική Επιτροπή της ΚτΕ κατέληξε ότι βασική προϋπόθεση για την οικονομική εξυγίανση ήταν η μεταρρύθμιση του τραπεζικού συστήματος, με επίκεντρο την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος. Οι αρχικές προτάσεις της Δημοσιονομικής Επιτροπής δεν προέβλεπαν ίδρυση άλλου φορέα που θα αναλάμβανε τις αρμοδιότητες Κ.Τ., αλλά αφορούσαν στην ανασυγκρότηση της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος, η οποία θα έπρεπε να απολαύει πλήρους ανεξαρτησίας από κρατικές επεμβάσεις κατά την άσκηση των καθηκόντων της, θα εξακολουθούσε να έχει το εκδοτικό προνόμιο, αλλά θα περιοριζόταν δραστικά η πιστοδοτική της δυνατότητα. Έχοντας αντιρρήσεις, ο Διοικητής της, Αλέξανδρος Διομήδης, υπέβαλε νέα πρόταση, κατά την οποία η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος θα παρέμενε εμπορική τράπεζα και οι εκδοτικές δραστηριότητες θα ασκούνταν από νέα αμιγώς εκδοτική τράπεζα. Τα μέρη συμφώνησαν και την 15.09.1927 υπεγράφη το Πρωτόκολλο της Γενεύης. Την 27.10.1927 συνήφθη σύμβαση (το σχέδιο της οποίας προβλεπόταν ως παράρτημα ΙΙΙ του Πρωτοκόλλου της Γενεύης) μεταξύ ελληνικού Δημοσίου και Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος με το οποίο η δεύτερη εκχωρούσε το εκδοτικό προνόμιο στη νεοσύστατη ΤτΕ. Την 10.11.1927 εκδόθηκαν Νομοθετικά Διατάγματα τα οποία επικύρωσαν τη σύμβαση, το σχέδιο καταστατικού της ΤτΕ, που αποτελούσε το παράρτημα ΙV του Πρωτοκόλλου της Γενεύης, καθώς και το ίδιο το Πρωτόκολλο. Την 07.12.1927 έλαβε χώρα η ψήφιση των Νόμων 3423/1927 και 3424/1927, με τους οποίους κυρώθηκαν τα Νομοθετικά Διατάγματα. Αναλυτικά για το ιστορικό ίδρυσης της ΤτΕ, βλ. Ψαλιδόπουλο (2014), σελ. 75-81 και ΤτΕ (1978), σελ. 59-73.

<sup>79</sup> Εκτός του συγκεκριμένου άρθρου, υπήρχαν και άλλα με τα οποία ρυθμιζόνταν και οριοθετούνταν οι γενικότερες σχέσεις της ΤτΕ με την κυβέρνηση, π.χ. άρθρο 29 (έγκριση εκλογής Διοικητή από κυβέρνηση), άρθρο 9 (έγκριση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου από κυβέρνηση), άρθρο 45 (εκτέλεση από ΤτΕ συναλλαγών Δημοσίου, τήρηση λογαριασμών Δημοσίου, παροχή ταμειακών υπηρεσιών σε Δημόσιο και έκδοση και εξυπηρέτηση εσωτερικών δημοσίων δανείων), άρθρο 46 (απαγόρευση παροχής, άμεσων ή έμμεσων, ευκολιών σε Δημόσιο, μέσω προεξοφλήσεων, δανείων, προκαταβολών, υπερβάσεων πιστώσεων, με την επιφύλαξη λίγων ρητών εξαιρέσεων άρθρου 55, και απαγόρευση εγγύησης γραμματίων και λοιπών υποχρεώσεων), άρθρα 47-48 (διορισμός από Υπουργό Οικονομικών και εξουσίες Κυβερνητικού Επιτρόπου), άρθρο 49 (διαδικασία επίλυσης διαφωνιών μεταξύ ΤτΕ και Δημοσίου), άρθρο 71 (συμμετοχή Δημοσίου σε κέρδη της ΤτΕ).

διευκολυνθεί η ανάπτυξη και η εξυπηρέτηση του δημοσίου χρέους. Έτσι, κατά την περίοδο αυτή, μειώθηκαν οι τραπεζικές κρίσεις και ο πληθωρισμός διατηρήθηκε σε σχετικά χαμηλά επίπεδα<sup>80</sup>.

Παράλληλα, η οικονομική καταστροφή που άφησε ο Β΄ Παγκόσμιος Πόλεμος στις περισσότερες χώρες οδήγησε σε εδραίωση των θέσεων του Βρετανού Οικονομολόγου **John Maynard Keynes**, ο οποίος υποστήριζε ότι, επειδή οι διακυμάνσεις της ζήτησης δύνανται να επιφέρουν μεταβολές στην οικονομική δραστηριότητα, η σταθεροποίηση των οικονομικών κύκλων απαιτεί και δημοσιονομικά μέτρα. Δηλαδή, σε **περιόδους κρίσης** φαινόμενα όπως η ύφεση και η ανεργία αντιμετωπίζονται με την ενίσχυση του ρόλου του κράτους. Έτσι, το πεδίο των Κ.Τ. διευρύνθηκε ώστε να συμπεριλάβει και τους στόχους της απασχόλησης και της ανάπτυξης, πέραν της νομισματικής σταθερότητας. Τουτέστιν, έπρεπε να υπάρξει συντονισμός στη διαχείριση της ζήτησης και στη δημοσιονομική, νομισματική και εισοδηματική πολιτική<sup>81</sup>. Εκ των ανωτέρω καθίσταται σαφές ότι προκλήθηκε «**σύγχυση**» ως προς τα όρια και τη διακρίσιμότητα μεταξύ οικονομικής και νομισματικής πολιτικής, με αποτέλεσμα να υπονομευτεί η ανεξαρτησία των Κ.Τ., οι οποίες σε χώρες όπως οι Η.Π.Α., το Ηνωμένο Βασίλειο και η Γαλλία κρατικοποιήθηκαν και τέθηκαν υπό τον **πλήρη έλεγχο του κράτους**.

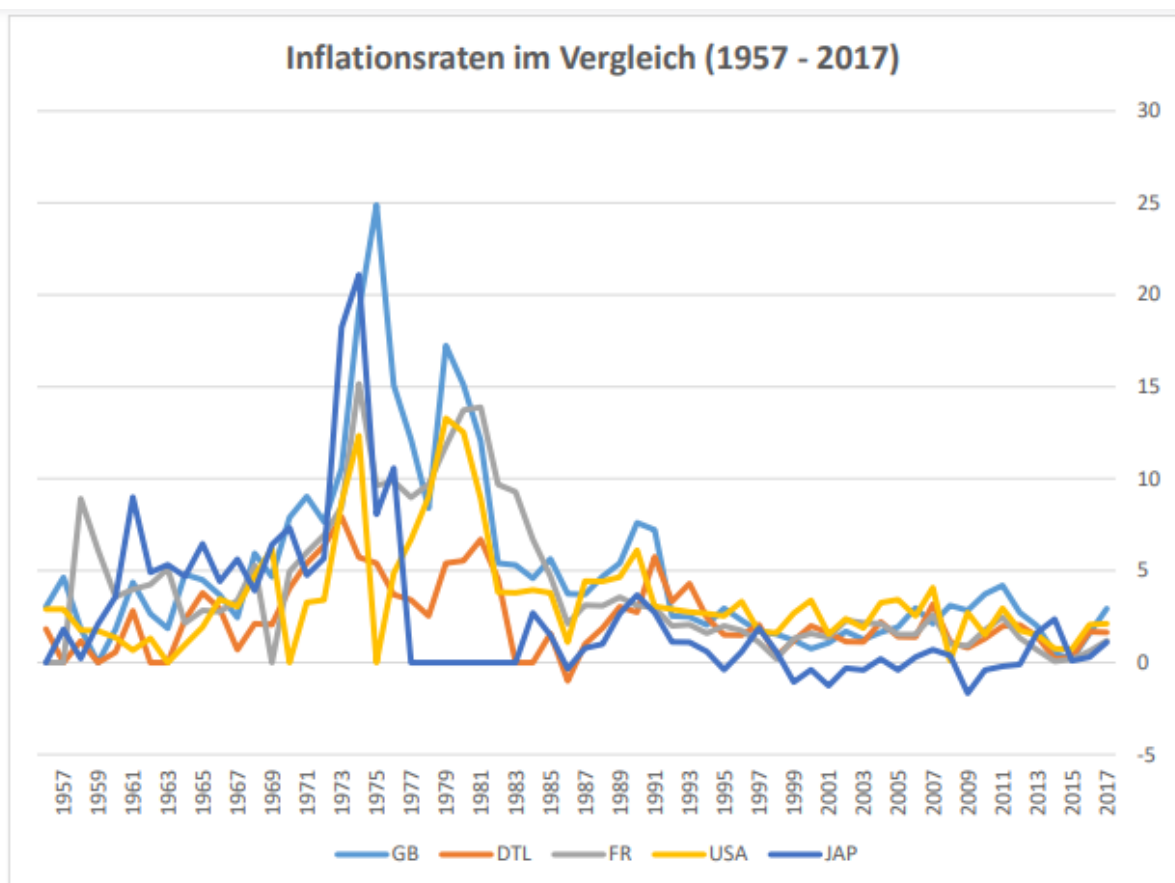
(6) Ωστόσο, το αρνητικό φαινόμενο του **πληθωρισμού**, ο οποίος γνώρισε μεγάλη έξαρση σε πολλές χώρες -με εξαίρεση τη Γερμανία λόγω της ανεξαρτησίας της Bundesbank (βλ. κατωτέρω, υπό 2.1.2)- στις αρχές της δεκαετίας του 1970 εξαιτίας της **πετρελαϊκής κρίσης**, στον απόηχο της de facto κατάργησης του συστήματος των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του **Bretton-Woods**, συνέβαλε ώστε το θέμα της νομισματικής σταθερότητας να έρθει και πάλι στο προσκήνιο. Έτσι, ξεκίνησε εκ νέου συζήτηση για το ρόλο και το status των Κ.Τ., οι οποίες, αν μη τι άλλο, είχαν περισσότερα τεχνοκρατικά εχέγγυα ώστε να συμβάλουν στη **σταθερότητα των τιμών**<sup>82</sup> μέσω του καθορισμού των επιτοκίων δανεισμού και εν γένει μέσω της άσκησης νομισματικής πολιτικής.

---

<sup>80</sup> Goodhart (2010), σελ. 5-9.

<sup>81</sup> Capie et al. (2012), σελ. 24.

<sup>82</sup> Για τα οφέλη της σταθερότητας των τιμών, Βλ. Gerdesmeier (2011), σελ. 29-34.



Inflation = Vergleich des Verbraucherpreisindex (VPI) von Dezember mit dem VPI vom Dezember des vorigen Jahres  
 Datenquelle: <http://de.inflation.eu/>

83

## 2.1.2 Η περίπτωση της Γερμανικής Κεντρικής Τράπεζας

(1) Σε μια περίοδο στενού εναγκαλισμού Κ.Τ. και κυβερνήσεων στις περισσότερες χώρες αμέσως μετά τη λήξη του Β' Παγκόσμιου Πολέμου, στην ηττηθείσα Γερμανία ακολουθήθηκε η αντίθετη κατεύθυνση, γεγονός το οποίο αποδείχθηκε καθοριστικό ώστε η γερμανική Κ.Τ. να αποτελέσει το **πρότυπο** της σύγχρονης ανεξάρτητης Κ.Τ., τουλάχιστον όσον αφορά στον ευρωπαϊκό χώρο.

Η γερμανική Κ.Τ. ιδρύθηκε μετά από συμβιβασμό των επιμέρους απόψεων των συμμαχικών δυνάμεων κατοχής της Γερμανίας με το Νόμο του 1948 περί της **Bank deutscher Länder**<sup>84</sup> (εφεξής: BdL), προδρόμου της σημερινής Bundesbank. Στο Νόμο διακηρυσσόταν η **ανεξαρτησία** της BdL, η οποία, ωστόσο, ήταν «κολοβή», υπό την έννοια ότι είχε ως στόχο μόνο την αποτροπή ανάμειξης των Γερμανών πολιτικών (άρθρο I) στη λειτουργία της, κάτι το οποίο αποτυπώνει και το φόβο λόγω των πρόσφατων τότε εμπειριών από τον Πόλεμο και της χειραγώγησης της Κ.Τ. από το καθεστώς του Γ' Ράιχ. Αντίθετα, οι Σύμμαχοι είχαν το δικαίωμα **ευθείας παρέμβασης** κατά την άσκηση των αρμοδιοτήτων της, μεταξύ αυτών και της νομισματικής πολιτικής, και, για

<sup>83</sup> Ο πίνακας έχει αντληθεί από Wrobel (2018a), σελ. 11.

<sup>84</sup> Gesetz zur Errichtung der BdL vom 01.03.1948, διαθέσιμο εδώ: <http://www.verfassungen.de/de45-49/bizone-gesetz48-1.htm>.

αυτό, προβλέφθηκε η ίδρυση της Alliierte Bankkommission<sup>85</sup> (άρθρο II). Σε κάθε πάντως περίπτωση, η ανεξαρτησία της Κ.Τ. ως προς τους εσωτερικούς πολιτικούς συσχετισμούς ήταν αποτέλεσμα επιβολής των συμμαχικών δυνάμεων για τιμωρητικούς λόγους, υπό την έννοια ότι την περίοδο, κατά την οποία επεβλήθη, μετά την καταστροφή των παραγωγικών δομών και την οικονομική κατάρρευση που προκάλεσε ο Πόλεμος, κάθε άλλο παρά μια περιοριστική νομισματική πολιτική από μια ανεξάρτητη Κ.Τ. χρειαζόταν<sup>86</sup>.

(2) Μετά την ανάληψη της ηγεσίας της Γερμανίας από την πρώτη Ομοσπονδιακή Κυβέρνηση και τη σταδιακή επιστροφή στην κανονικότητα, επρόκειτο να υπάρξει διαδοχή της BdL από την Bundesbank, όπως προέβλεπε το άρθρο 88 του Θεμελιώδους Νόμου της 23.05.1949<sup>87</sup>. Έτσι, ξεκίνησε μια διεγκυστίδα διαφορετικών προσεγγίσεων. Ο πρώτος Ομοσπονδιακός Καγκελάριος, Konrad Adenauer, φοβόταν ότι μια ανεξάρτητη Κ.Τ. θα είναι «κράτος εν κράτει» και εναντιωνόταν στο σχετικό ενδεχόμενο, με επιχείρημα ότι η κυβέρνηση είναι **τελικά υπεύθυνη** για την οικονομική πολιτική εν συνόλω. Επομένως, πρέπει να μπορεί να απευθύνει **εντολές** στη νομισματική αρχή, εφόσον αυτή αρνείται να λάβει αποτελεσματικά μέτρα για την εφαρμογή της κυβερνητικής οικονομικής πολιτικής<sup>88</sup>. Αντίθετα, η ηγεσία της BdL τασσόταν υπέρ της ανεξαρτησίας της Bundesbank<sup>89</sup>, όπως φαινομενικά τουλάχιστον και ο τότε Υπουργός Οικονομίας Ludwig Erhard<sup>90</sup>.

(3) Το σημείο συμβιβασμού μεταξύ των δύο προσεγγίσεων ευρέθη με την πρόβλεψη στο **Μεταβατικό Νόμο** του 1951<sup>91</sup>, που ίσχυσε μέχρι την ψήφιση του Καταστατικού Νόμου της Bundesbank, ότι η BdL υποχρεούται να λαμβάνει υπ' όψιν τη γενική οικονομική πολιτική της κυβέρνησης και να την υποστηρίζει, στο πλαίσιο των καθηκόντων της. Έτσι προέκυψε ένα «μοτίβο δύο αξόνων» το οποίο επηρέασε βαθύτατα τις αντιλήψεις για την κεντρική τραπεζική, τουλάχιστον στον ευρωπαϊκό χώρο: Αφενός η **νομισματική πολιτική** ασκείται από την Κ.Τ., αφετέρου υφίσταται μια διακήρυξη περί αφηρημένης υποχρέωσης εξυπηρέτησης της **γενικής οικονομικής πολιτικής** της κυβέρνησης.

(4) Καθώς πλησίαζε η ώρα για την ψήφιση του Ιδρυτικού Νόμου της Bundesbank, ο Konrad Adenauer, ο οποίος παρέμενε Καγκελάριος, εξακολουθούσε, προβάλλοντας παρόμοια

---

<sup>85</sup> Βλ. πάντως Buchheim (2001), σελ. 13, υποσημ. 45, όπου σημειώνεται ότι η Alliierte Bankkommission στην πραγματικότητα δεν επενέβη στην αυτόνομη λήψη νομισματικών αποφάσεων από την Τράπεζα και ότι περισσότερο λειτούργησε ως εχέγγυο της μελλοντικής ανεξαρτησίας της γερμανικής Κ.Τ..

<sup>86</sup> Ibidem, σελ. 6.

<sup>87</sup> Διαθέσιμο εδώ: <http://www.documentarchiv.de/brd/1949/grundgesetz.html>.

<sup>88</sup> Buchheim (2001), σελ. 18.

<sup>89</sup> Wrobel (2018b), σελ. 25.

<sup>90</sup> Βλ. Bibow (2004), σελ. 23-24, όπου αναφέρεται ότι ο Ludwig Erhard και μεν υποστήριζε δημόσια την de iure ανεξαρτησία της γερμανικής Κ.Τ., απορρίπτοντας την προοπτική εκ του νόμου δυνατότητας της κυβέρνησης να της απευθύνει ευθείες οδηγίες, ωστόσο, αφήνεται να εννοηθεί ότι η θέση του αυτή είχε διαμορφωθεί και από εσωκομματικά κίνητρα, ώστε να μπορεί να αποτελεί έναν αντίπαλο πόλο απέναντι στον Καγκελάριο, Konrad Adenauer, και τον Υπουργό Οικονομικών, Fritz Schäffer, που απέρριπταν την ανεξαρτησία.

<sup>91</sup> Βλ. §1 des Übergangsgesetzes zur Änderung des Gesetzes über die Errichtung der Bank deutscher Länder vom 13.08.1951, διαθέσιμο εδώ: [https://www.bgbl.de/xaver/bgbl/start.xav#\\_bgbl\\_%2F%2F%5B%40attr\\_id%3D%27bgbl151s0509.pdf%27%5D\\_1603014326606](https://www.bgbl.de/xaver/bgbl/start.xav#_bgbl_%2F%2F%5B%40attr_id%3D%27bgbl151s0509.pdf%27%5D_1603014326606).

επιχειρήματα<sup>92</sup>, να έχει αντιρρήσεις για την ανεξαρτησία της υπό σχεδίαση Κ.Τ., μη αρκούμενος στην ανωτέρω **ενδιάμεση λύση**, η οποία είχε τεθεί ως προσωρινή. Δεν μπορούσε ή δεν ήθελε να αντιληφθεί ότι μεταξύ κυβέρνησης και Κ.Τ. αναπτύσσεται ένας υγιής ανταγωνισμός, αφού και οι δύο συμβάλλουν εν τέλει στην επίτευξη του γενικότερου στόχου της οικονομικής ανάπτυξης. Ήθελε, λοιπόν, να αποφύγει ένα **θεσμικό αντίβαρο** το οποίο θα μπορούσε ενδεχομένως να αποτελεί τροχοπέδη στα σχέδιά του<sup>93</sup>. Ενδεικτικό του κλίματος αντιπαράθεσης είναι ότι το 1956 η Κ.Τ. προέβη για τρίτη φορά εντός μικρού χρονικού διαστήματος σε αύξηση των επιτοκίων, με τον Καγκελάριο να της εξαπολύει, στο πλαίσιο της ετήσιας συνέλευσης της Ομοσπονδιακής Ένωσης Γερμανικών Βιομηχανιών, επίθεση για την πολιτική της χαρακτηρίζοντάς την ως «λαιμητόμο» για τους ανθρώπους των χαμηλών τάξεων, έχοντας προφανώς το βλέμμα του στραμμένο στις επικείμενες εκλογές του 1957<sup>94</sup>. Έτσι, προσπάθησε ο Ιδρυτικός Νόμος της Bundesbank να αναθέτει την αρμοδιότητα της νομισματικής σταθερότητας από κοινού στην κυβέρνηση και στην Κ.Τ., όπως και να μη δίνεται μεγάλη έμφαση στην ανεξαρτησία αυτής. Οι απόψεις του Καγκελαρίου προκάλεσαν ένα κύμα αλληλεγγύης προς τη γερμανική Κ.Τ., αποδοκιμάστηκαν από τον πολιτικό κόσμο σε επίπεδο τόσο ομοσπονδιακό (στα δύο νομοθετικά σώματα) όσο και επιμέρους κρατιδίων<sup>95</sup>, αλλά και στη συνείδηση των πολιτών<sup>96</sup>, στην οποία η Κ.Τ. είχε καταφέρει να ανταποκριθεί στο στόχο της **σταθεροποίησης του νομίσματος** μετά την «κατηφόρα» του Πολέμου. Υπό το πρίσμα όλων αυτών των αντιδράσεων αλλά και το φόβο του πολιτικού κόστους, ο Konrad Adenauer υποχώρησε και τελικά ο Ιδρυτικός Νόμος της Bundesbank περιέλαβε ως προς την **ανεξαρτησία** σχεδόν αυτολεξεί<sup>97</sup> τις διατάξεις του Ενδιάμεσου Νόμου και το καθεστώς παρέμεινε αμετάβλητο.

### 2.1.3 Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Η σύντομη αυτή ιστορική αναδρομή είναι χρήσιμη, διότι αναδεικνύει εναργώς ότι το καθεστώς του Ε.Σ.Κ.Τ. και της Ε.Κ.Τ. **έλκει την καταγωγή** του από τη γερμανική Κ.Τ.. Πράγματι, η Συνθήκη του Μάαστριχτ βασίστηκε, όσον αφορά στη δημιουργία του Ε.Σ.Κ.Τ. και της Ε.Κ.Τ., στο πρότυπο<sup>98</sup> της **γερμανικής νομισματικής αρχής**, η ανεξαρτησία της οποίας προβλέπεται ρητά σε νομοθετικό κείμενο. Στην επιλογή αυτή συντέινει η μέχρι τότε **αποτελεσματικότητα** της Bundesbank στη διατήρηση της σταθερότητας του γερμανικού νομίσματος. Η ενοποιηθείσα πλέον Γερμανία δε θα μπορούσε παρά να επιμένει ότι στο πλαίσιο της σχεδιαζόμενης Ευρωζώνης η υπερεθνική πλέον Κ.Τ., στην οποία θα εκχωρείτο το εκδοτικό προνόμιο και η τήρηση της νομισματικής σταθερότητας, θα έπρεπε να είναι προστατευμένη από **πολιτικές παρεμβάσεις** στη λειτουργία της. Έτσι, προέκυψε το άρθρο 108 Σ.Ε.Κ.<sup>99</sup>, το οποίο κατοχύρωσε την ανεξαρτησία όχι μόνο της θεσμοθετηθείσας τότε Ε.Κ.Τ., αλλά και όλων των εθνικών Κ.Τ.-μελών του Ε.Σ.Κ.Τ.,

<sup>92</sup> Βλ. χαρακτηριστικά Πρακτικά Συνεδρίασης Υπουργικού Συμβουλίου της 11.07.1956, διαθέσιμα εδώ: [https://www.bundesarchiv.de/cocoon/barch/0000/k/k1956k/kap1\\_2/kap2\\_39/para3\\_4.html](https://www.bundesarchiv.de/cocoon/barch/0000/k/k1956k/kap1_2/kap2_39/para3_4.html).

<sup>93</sup> Buchheim (2001), σελ. 26-30.

<sup>94</sup> Ibidem, σελ. 27.

<sup>95</sup> Bibow (2004), σελ. 25.

<sup>96</sup> Ibidem, σελ. 27-28.

<sup>97</sup> Βλ. § 12 des Gesetzes über die Deutsche Bundesbank vom 26.07.1957, διαθέσιμο εδώ: [https://www.bgbl.de/xaver/bgbl/start.xav#\\_bgbl\\_%2F%2F\\*%5B%40attr\\_id%3D%27bgbl157s0745.pdf%27%5D\\_1603015285875](https://www.bgbl.de/xaver/bgbl/start.xav#_bgbl_%2F%2F*%5B%40attr_id%3D%27bgbl157s0745.pdf%27%5D_1603015285875).

<sup>98</sup> Wrobel (2018a), σελ. 12-13.

<sup>99</sup> Το άρθρο 108 Σ.Ε.Κ. αντιστοιχεί στο νυν άρθρο 130 Σ.Λ.Ε.Ε., που έχει σχεδόν ίδια διατύπωση.

το καταστατικό και το εν γένει πλαίσιο λειτουργίας των οποίων σε κάθε χώρα έπρεπε να τροποποιηθεί ώστε να είναι συμβατό με τις επιταγές του άρθρου 108 Σ.Ε.Κ.. Χαρακτηριστικό, μάλιστα, της σχετικής έγνοιας της Γερμανίας είναι το γεγονός ότι την 21<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 1992, μόλις 10 ημέρες πριν την έναρξη εφαρμογής της Συνθήκης του Μάαστριχτ, την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 1993, προέβη σε προσθήκη στο άρθρο 88 του Θεμελιώδους Νόμου<sup>100</sup>, σύμφωνα με την οποία τα καθήκοντα και οι εξουσίες της Bundesbank στο πλαίσιο της Ε.Ε. μπορεί να ανατεθούν στην Ε.Κ.Τ., η οποία είναι **ανεξάρτητη** και υποχρεούται να υπηρετεί τον **πρωταρχικό στόχο** της διασφάλισης της σταθερότητας των τιμών<sup>101</sup> (άρθρο 105 παρ. 1 Σ.Ε.Κ., νυν 127 παρ. 1 Σ.Λ.Ε.Ε.).

## 2.2 Έννοια και διαστάσεις της ανεξαρτησίας

Με την ανεξαρτησία επιδιώκεται η απελευθέρωση της ασκούμενης από την Κ.Τ. νομισματικής πολιτικής από τις πολιτικές και κομματικές αντιπαραθέσεις. Η νομισματική πολιτική που ασκούν οι Κ.Τ. βασίζεται σε **αυτόματους σταθεροποιητές**<sup>102</sup>, δηλαδή, οι αποφάσεις δεν εξαρτώνται από τη διακριτική ευχέρεια των εκάστοτε κυβερνήσεων. Η ανεξαρτησία έχει τέσσερις **διαστάσεις**:

**α)** Θεσμική: αναφέρεται στη διασφάλιση των συνθηκών για την άσκηση από την Κ.Τ. των αρμοδιοτήτων της χωρίς παρεμβάσεις της εκτελεστικής εξουσίας.

**β)** Λειτουργική: αναφέρεται στην παροχή στην Κ.Τ. όλων των μέσων που είναι απαραίτητα για την εκπλήρωση των καθηκόντων της.

**γ)** Οικονομική: αναφέρεται στη χρηματοδοτική αυτονομία της Κ.Τ. έναντι του δημοσίου προϋπολογισμού.

**δ)** Προσωπική: αναφέρεται στη διασφάλιση των συνθηκών ώστε τα πρόσωπα που μετέχουν στα όργανα λήψης αποφάσεων της Κ.Τ. να ασκούν απρόσκοπτα τα καθήκοντά τους<sup>103</sup>.

## 2.3 Επιχειρήματα υπέρ της ανεξαρτησίας

### 2.3.1 Περιορισμός πολιτικού ομορτισμού

Όπως αποδεικνύει η εμπειρική ανάλυση αλλά και πορίσματα της πολιτικής επιστήμης, οι πολίτες συχνά ψηφίζουν με γνώμονα τις οικονομικές συνθήκες που υφίστανται κατά το χρόνο των εκλογών. Έτσι, οι κυβερνήσεις προτιμούν να δημιουργούν απρόσμενες **πληθωριστικές εξάρσεις** στην οικονομία (δυναμική ασυνέπεια), πιέζοντας παράλληλα την Κ.Τ. να τις στηρίζει με επεκτατική νομισματική πολιτική, υπονομεύουσα το στόχο της σταθερότητας των τιμών, με στόχο να αποκομίσουν **βραχυπρόθεσμα πολιτικά οφέλη** από την αύξηση του Α.Ε.Π., των εσόδων και της απασχόλησης, παρά να ασχολούνται με μακροπρόθεσμα ζητήματα, όπως ο πληθωρισμός<sup>104</sup>. Έτσι, μόνο μια ανεξάρτητη Κ.Τ. μπορεί να αντισταθεί στην επεκτατική δημοσιονομική πολιτική των κυβερνήσεων, ιδίως κατά την προεκλογική περίοδο, συγκρατώντας τις πληθωριστικές τάσεις,

<sup>100</sup> Διαθέσιμο εδώ: <https://www.gesetze-im-internet.de/gg/BJNR000010949.html>.

<sup>101</sup> Βλ. σχετικά και την απόφαση του ΒVerfG της 12.10.1993, με την οποία κρίθηκε ότι η Συνθήκη του Μάαστριχτ δεν αντιβαίνει στη δημοκρατική αρχή που κατοχυρώνει ο Θεμελιώδης Νόμος: Συλλογή νομολογίας (BVerfGE) 89, 155-213, διαθέσιμη εδώ: <https://www.servat.unibe.ch/dfv/bv089155.html#>.

<sup>102</sup> Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι ο κανόνας του Taylor, σύμφωνα με τον οποίο η Κ.Τ., επιδιώκοντας τη νομισματική σταθερότητα, αυξάνει το ονομαστικό επιτόκιο λίγο περισσότερο από το επίπεδο της αύξησης του πληθωρισμού. Βλ. αναλυτικά Taylor (1993).

<sup>103</sup> Γκόρτσος (2014), σελ. 185.

<sup>104</sup> Χριστοδουλόπουλος (1998), σελ. 73.



π.χ. με άνοδο των επιτοκίων, και, για αυτό, δίνεται μεγάλη έμφαση στο να μη συμπίπτει η θητεία της διοίκησης της Κ.Τ. με τον πολιτικό κύκλο.

Όσον αφορά στις κυβερνήσεις, δεν πρέπει να παραβλέψουμε και την παράμετρο που σχετίζεται με το ιδεολογικό τους στίγμα. Πολλοί συγγραφείς<sup>105</sup> υποστηρίζουν ότι τα σοσιαλδημοκρατικά και αριστερά κόμματα δίνουν προτεραιότητα στη **μείωση της ανεργίας** ακόμα και αν απαιτείται για αυτό επεκτατική νομισματική πολιτική. Αντίθετα, κόμματα που τοποθετούνται στα δεξιά του πολιτικού φάσματος δίνουν μεγαλύτερη έμφαση στην **καταπολέμηση του πληθωρισμού**<sup>106</sup>. Η εναλλαγή, όμως, κυβερνήσεων, ιδίως όταν έχουν αυτή τη διάσταση τόσο σε επίπεδο κοσμοθεωρίας όσο και ακολουθούμενης πολιτικής, κάθε άλλο παρά τη νομισματική σταθερότητα υπηρετεί, στόχος ο οποίος μπορεί να επιτευχθεί μόνο από μια ανεξάρτητη Κ.Τ..

### 2.3.2 Αντιμετώπιση μεροληψίας πληθωρισμού

Στη θεωρία έχει επισημανθεί το πρόβλημα της μεροληψίας του πληθωρισμού, όταν τη νομισματική πολιτική ασκεί, κάνοντας χρήση ευρείας διακριτικής ευχέρειας, η κυβέρνηση<sup>107</sup> με στόχο να δημιουργήσει πληθωριστικές τάσεις. Οι οικονομικοί φορείς, έχοντας κατά νου ένα τέτοιο ενδεχόμενο, **αναθεωρούν προς τα πάνω** τις προβλέψεις τους, προσπαθώντας να εξουδετερώσουν τις προσδοκώμενες από την κυβέρνηση επιδράσεις μιας επεκτατικής νομισματικής πολιτικής. Έτσι, η κυβέρνηση και οι οικονομικοί φορείς επιδιώκοντας ο καθένας να επιτύχει το ασφαλέστερο για τον ίδιο οικονομικό αποτέλεσμα, καταλήγουν να «παγιδεύονται» σε ένα είδος «**διλήμματος του φυλακισμένου**» το οποίο οδηγεί σε ολοένα και αυξανόμενο ρυθμό πληθωρισμού<sup>108</sup>.

### 2.3.3 Δημοσιονομική πειθαρχία

Η δυνατότητα χρηματοδότησης δημοσιονομικών ελλειμμάτων με την επέκταση της νομισματικής βάσης είναι εναλλακτική πηγή εσόδων (**seigniorage**) για την κυβέρνηση αντί της άμεσης αύξησης της φορολογίας<sup>109</sup>. Έτσι, η **απαγόρευση της χρηματοδότησης** του Δημοσίου από τις Κ.Τ. είτε άμεσα, με την έκδοση νέου χρήματος, είτε έμμεσα μέσω της αγοράς κρατικών χρεογράφων από την πρωτογενή αγορά<sup>110</sup> μειώνει τις πληθωριστικές εξάρσεις του κράτους, το οποίο δυσκολεύεται να εξεύρει νέο χρήμα. Υφίσταται, βέβαια, η δυνατότητά του να χρηματοδοτείται έμμεσα μέσω της δευτερογενούς αγοράς τίτλων, ωστόσο, όχι πάντα χωρίς σημαντικό κόστος και όχι απεριόριστα. Η αγορά έχει τους δικούς της κανόνες και όρια, π.χ. επιτόκια, που επιβάλλουν **πειθαρχία** σε όλους τους δανειζόμενους, άρα, και στο Δημόσιο<sup>111</sup>.

<sup>105</sup> Βλ. ενδεικτικά Garratt (1998), σελ. (ιδίως) 11-14, Alesina (1988), σελ. (ιδίως) 38-45, Hibbs (1977), σελ. (ιδίως) 1470-1475.

<sup>106</sup> Βλ. πίνακες 2.1-2.4.

<sup>107</sup> Barro and Gordon (1983), σελ. (ιδίως) 7-9, Kydland and Prescott (1977), σελ. (ιδίως) 477-481,

<sup>108</sup> Ευθυμίουπουλος, (2000), σελ. 43-44.

<sup>109</sup> Βέβαια, η αύξηση της νομισματικής κυκλοφορίας δημιουργεί πληθωρισμό που ουσιαστικά λειτουργεί ως φόρος επί των χρημάτων των καταναλωτών (φόρος πληθωρισμού). Βλ. αναλυτικά Σπανό (2000).

<sup>110</sup> Όσον αφορά στην Ε.Ε., η απαγόρευση τίθεται στο άρθρο 123 παρ. 1 Σ.Λ.Ε.Ε. και επαναλαμβάνεται στο άρθρο 21.1 του Καταστατικού Ε.Σ.Κ.Τ. και Ε.Κ.Τ.. Βλ. σχετικά Smits (1997), σελ. 288-297.

<sup>111</sup> Cottarelli (1993), σελ. 6-8.

Συμπερασματικά, εκ των ανωτέρω (2.3.1-2.3.3) αναδεικνύεται η σημασία της **ανεξάρτητης άσκησης** της νομισματικής πολιτικής από την Κ.Τ..

## 2.4 Προβληματισμοί για την ανεξαρτησία

### 2.4.1 Κόστος μείωσης πληθωρισμού

Όλοι οι θεωρητικοί συγκλίνουν ότι η διαδικασία μείωσης του πληθωρισμού έχει **βραχυχρόνιο κόστος** για την οικονομία. Αυτό οφείλεται στην προκαλούμενη μείωση της συνολικής ζήτησης η οποία οδηγεί σε αύξηση της ανεργίας. Το σημείο στο οποίο καταγράφονται διαφορετικές απόψεις είναι το εάν τα **μακροπρόθεσμα οφέλη** της μείωσης του πληθωρισμού, όπως η μείωση των επιτοκίων δανεισμού, είναι περισσότερα από τις βραχυχρόνιες επιπτώσεις σε όρους εθνικού προϊόντος και απασχόλησης, όπως υποστηρίζουν οι **μονεταριστές**, ή λιγότερα, όπως πρεσβεύουν οι εμφορούμενοι από **κεϋνσιανές** αντιλήψεις. Και τα δύο ρεύματα, ωστόσο, θεωρούν ότι καθοριστικός παράγοντας για το πόσο γρήγορα θα μπορέσει η οικονομία να προσαρμοστεί στις νέες συνθήκες είναι η **αξιοπιστία** η οποία περιβάλλει την ασκούμενη από την Κ.Τ. πολιτική<sup>112</sup>.

### 2.4.2 Δημοκρατική νομιμοποίηση

Εκ πρώτης όψεως αναπτύσσεται ένας προβληματισμός σε σχέση με τη δημοκρατική αρχή/νομιμοποίηση, καθώς η μεγάλη ανεξαρτησία των Κ.Τ. μπορεί να παρερμηνευθεί ως περιορίζουσα τον έλεγχο των πεπραγμένων τους. Στο σημείο αυτό ανακύπτει η έννοια της **λογοδοσίας** των Κ.Τ., η οποία αναλύεται στο Κεφάλαιο 3.

### 2.4.3 «Ανταγωνισμός» νομισματικής-δημοσιονομικής πολιτικής<sup>113</sup>

Μια ανεξάρτητη Κ.Τ. δε σημαίνει ότι είναι και περιχαρακωμένη κατά την άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Οφείλει μεταξύ όλων των μεταβλητών που εξετάζει για τη λήψη των αποφάσεών της να **συνυπολογίζει** και την ασκούμενη από την κυβέρνηση δημοσιονομική πολιτική<sup>114</sup>. Οι δύο πόλοι δεν πρέπει να βρίσκονται σε έναν ιδιότυπο θεσμικό ανταγωνισμό, έκφανση του οποίου αποτελεί και το φαινόμενο, σε περιόδους οικονομικής ανόδου, η κυβέρνηση να προσπαθεί να αποκρύψει τη συμβολή της Κ.Τ., ακόμα και αν αυτή ακολουθεί προκυκλική πολιτική, προκειμένου να καρπωθεί η ίδια την επιτυχία της συνολικής οικονομικής πολιτικής. Αντίθετα, στην καθοδική φάση του οικονομικού κύκλου η κυβέρνηση συχνά προσπαθεί να εκμεταλλευτεί πολιτικά την ανεξάρτητη λειτουργία της Κ.Τ., επιρρίπτοντας σε αυτή την ευθύνη της αντικυκλικής νομισματικής πολιτικής και του κόστους αντιλαϊκών αποφάσεων<sup>115</sup>.

Επίσης, συχνά παρατηρείται το φαινόμενο ότι, όπως οι κυβερνήσεις έχουν μια ροπή προς την πληθωριστική πολιτική, έτσι και οι Κ.Τ., τείνουν να αναπτύσσουν **αποστροφή προς τον**

<sup>112</sup> Croushore (1992), σελ. (ιδίως) 6-7.

<sup>113</sup> Βλ. πίνακα 2.5.

<sup>114</sup> Βλ. Doyle and Weale (1994), σελ. 76, όπου επισημαίνεται ότι ο ανταγωνισμός μεταξύ των δύο αρχών που είναι αρμόδιες η μία για τη δημοσιονομική και η άλλη για τη νομισματική πολιτική μπορεί αφενός να οδηγήσει τόσο σε υψηλό δημοσιονομικό έλλειμμα όσο και σε υψηλά επιτόκια, αφετέρου να αποτελέσει πηγή δυναμικής αστάθειας. Επομένως, είναι ασαφές εάν τα οφέλη της ανεξαρτησίας υπερβαίνουν στην πράξη το κόστος που μπορεί να προκύψει από την αποτυχία συντονισμού μεταξύ δύο αρχών.

<sup>115</sup> Binder and Spindel (2017), σελ. 14-16.

**πληθωρισμό** σε τέτοιο βαθμό, ώστε η έχουσα στόχο τη σταθερότητα των τιμών νομισματική πολιτική υπερβαίνει το αναγκαίο μέτρο και καταλήγει να μετατρέπεται σε αντιπληθωριστική πολιτική. Επομένως, να μεν η ανεξαρτησία θωρακίζει την Κ.Τ. απέναντι στις πληθωριστικές πιέσεις της κυβέρνησης, ωστόσο, δύναται να τροφοδοτεί και την εγγενή απέχθειά της προς τον πληθωρισμό, γεγονός το οποίο, υπό συγκεκριμένες περιστάσεις (π.χ. εν μέσω οικονομικής ύφεσης επιβάλλουσας χαλάρωση), μπορεί να προκαλέσει σοβαρές οικονομικές αλλά και κοινωνικές συνέπειες. Πρόκειται για τον κίνδυνο του «**συντηρητικού τραπεζίτη**»<sup>116</sup> που είναι ένας από τους λόγους για τους οποίους μια ανεξάρτητη Κ.Τ. πρέπει να ελέγχεται στο πλαίσιο ενός καθεστώτος λογοδοσίας<sup>117</sup>, όπως θα αναπτυχθεί στο Κεφάλαιο 3.

## 2.5 Μέτρηση της ανεξαρτησίας

Στη συνέχεια γίνεται ενδεικτική αναφορά σε ορισμένους συγγραφείς, οι οποίοι πρότειναν συγκεκριμένες παραμέτρους για τη μέτρηση του βαθμού ανεξαρτησίας των Κ.Τ..

### 2.5.1 Bade-Parkin<sup>118</sup>

#### Α) Πολιτική ανεξαρτησία:

**Παράμετρος 1:** Σχέσεις κυβέρνησης-Κ.Τ. στη διαμόρφωση της νομισματικής πολιτικής (τελική αρμοδιότητα για τη νομισματική πολιτική).

Εξετάζοντας τις περιπτώσεις συγκεκριμένων κρατών, οι συγγραφείς τονίζουν ότι, όταν η Κ.Τ. είναι υποχρεωμένη να ζητεί την έγκριση της κυβέρνησης για αποφάσεις νομισματικής πολιτικής ή όταν η κυβέρνηση έχει τη δυνατότητα να εναντιώνεται σε σχετικές αποφάσεις της Κ.Τ. ή να της παρέχει οδηγίες, τότε η Κ.Τ. δεν μπορεί να θεωρηθεί τελικά και ολοκληρωτικά αρμόδια για τη νομισματική πολιτική και η πολιτική της ανεξαρτησία έναντι της κυβέρνησης είναι μειωμένη. Το αυτό ισχύει και αν στην Κ.Τ. ανατίθεται απλώς ο ρόλος της παροχής συμβουλών προς την κυβέρνηση.

**Παράμετρος 2:** Διαδικασίες διορισμού και απομάκρυνσης του Συμβουλίου διοίκησης της Κ.Τ., όπου λαμβάνονται υπόψη οι εξής **συνιστώσες**:

- α) Ο αριθμός των κυβερνητικών αξιωματούχων που μετέχουν σε αυτό (με δικαίωμα ψήφου).
- β) Η αναλογία των μελών του που διορίζονται από την κυβέρνηση.
- γ) Ο συνολικός αριθμός των μελών του.
- δ) Η θητεία των μελών του.
- ε) Η θητεία του Διοικητή.

Στα κράτη, στα οποία, κατά την **παράμετρο 1**, η κυβέρνηση είναι τελικά αρμόδια για τη νομισματική πολιτική, οι συγγραφείς παρατηρούν ότι έχει και τη δυνατότητα να ελέγχει τους διορισμούς όλων των μελών του Συμβουλίου διοίκησης της Κ.Τ., γεγονός το οποίο θίγει την πολιτική της ανεξαρτησία. Αντίθετα, όταν υφίστανται προβλέψεις, κατά τις οποίες η πλειοψηφία

<sup>116</sup> Debelle and Fischer (1994), σελ. (ιδίως) 198.

<sup>117</sup> Amtenbrink (1999), σελ. 26.

<sup>118</sup> Bade and Parkin (1988).

των μελών του διορίζεται ανεξάρτητα από την κυβέρνηση, π.χ. από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων, και με μακρά θητεία, τότε μειώνεται η επιρροή της εκτελεστικής εξουσίας επί της λειτουργίας της Κ.Τ.. Η περισσότερο πολιτικά ανεξάρτητη από τις ερευνώμενες Κ.Τ. λαμβάνει βαθμό «4» και η λιγότερο «1».

### **B) Οικονομική Ανεξαρτησία:**

**Παράμετρος 1:** Αν οι Κ.Τ. έχουν χρηματοδοτική και δημοσιονομική αυτονομία έναντι της κυβέρνησης.

**Παράμετρος 2:** Αν καθορίζουν οι Κ.Τ. ή κυβέρνηση τις αποδοχές των μελών του Συμβουλίου διοίκησης.

**Παράμετρος 3:** Αν αποφασίζουν οι Κ.Τ. ή η κυβέρνηση σχετικά με τη διανομή κερδών.

Εάν η Κ.Τ. υπόκειται σε προηγούμενη έγκριση της κυβέρνησης προκειμένου να πραγματοποιήσει τις δαπάνες της ή εφόσον η κυβέρνηση, απουσία σχετικής πρόβλεψης στο Καταστατικό, αποφασίζει για το πώς θα διανεμηθούν τα κέρδη της Κ.Τ. (αν θα χρησιμοποιηθούν για σχηματισμό αποθεματικού της ή θα δοθούν στην κυβέρνηση και σε τι ποσοστό), τότε η οικονομική της ανεξαρτησία είναι σαφώς μειωμένη. Η περισσότερο οικονομικά ανεξάρτητη από τις ερευνώμενες Κ.Τ. λαμβάνει βαθμό «4» και η λιγότερο «1».

### **2.5.2 Grili-Masciandaro-Tabellini<sup>119</sup>**

**A) Πολιτική ανεξαρτησία** (δυνατότητα της Κ.Τ. να αποφασίζει τον τελικό στόχο της νομισματικής πολιτικής):

**Παράμετρος 1:** Διαδικασίες διορισμού της διοίκησης της Κ.Τ., όπου λαμβάνονται υπόψη οι εξής **συνιστώσες**, για καθεμιά πληρουμένη από τις οποίες η ανεξαρτησία της Κ.Τ. βαθμολογείται με 1 μονάδα:

**α)** Να μη διορίζεται ο Διοικητής από την κυβέρνηση.

**β)** Να έχει ο Διοικητής θητεία μεγαλύτερη των πέντε ετών.

**γ)** Κανένα μέλος του Συμβουλίου διοίκησης να μη διορίζεται από την κυβέρνηση.

**δ)** Να έχουν όλα τα μέλη του Συμβουλίου διοίκησης θητεία μεγαλύτερη των πέντε ετών.

Είναι προφανές πως, όταν ο διορισμός της διοίκησης της Κ.Τ. δεν ελέγχεται από την κυβέρνηση και εφόσον γίνεται για μακρύ και προδιαγεγραμμένο χρονικό διάστημα, ενισχύεται η πολιτική ανεξαρτησία της Κ.Τ..

**Παράμετρος 2:** Σχέση κυβέρνησης-διοίκησης Κ.Τ., όπου λαμβάνονται υπόψη οι εξής **συνιστώσες**, για καθεμιά πληρουμένη από τις οποίες η ανεξαρτησία της Κ.Τ. βαθμολογείται με 1 μονάδα:

**α)** Να μη μετέχουν κυβερνητικοί αξιωματούχοι στο Συμβούλιο διοίκησης της Κ.Τ..

---

<sup>119</sup> Grilli et al. (1991).

**β)** Να μην απαιτείται έγκριση της κυβέρνησης για τη διαμόρφωση της νομισματικής πολιτικής.

Όταν δε συμμετέχουν εκπρόσωποι της εκτελεστικής εξουσίας στο όργανο διοίκησης της Κ.Τ. και όταν δεν απαιτείται νομικώς προηγούμενη έγκριση της νομισματικής πολιτικής από την κυβέρνηση, είναι μεγαλύτερος ο βαθμός της πολιτικής ανεξαρτησίας της Κ.Τ..

**Παράμετρος 3:** Προβλέψεις του Καταστατικού, όπου λαμβάνονται υπόψη οι εξής **συνιστώσες**, για καθεμιά πληρουμένη από τις οποίες η ανεξαρτησία της Κ.Τ. βαθμολογείται με 1 μονάδα:

**α)** Αν περιλαμβάνεται μεταξύ των στόχων της Κ.Τ. η νομισματική σταθερότητα.

**β)** Αν προβλέπονται νομικές διαδικασίες επίλυσης διαφορών με την κυβέρνηση.

Εφόσον στο Καταστατικό εξαγγέλλεται ρητά η αρμοδιότητα της Κ.Τ. για τη διασφάλιση της νομισματικής σταθερότητας και εφόσον περιγράφονται διαφανείς διαδικασίες για την επίλυση μιας αναφυόμενης με την κυβέρνηση διαφοράς, ενισχύεται πολιτικά η θέση της Κ.Τ..

**Β) Οικονομική Ανεξαρτησία** (αυτονομία της Κ.Τ. να επιλέγει τα εργαλεία άσκησης νομισματικής πολιτικής):

**Παράμετρος 1:** Επιρροή της κυβέρνησης στην απόφαση σχετικά με το πόσο μπορεί να δανειστεί από την Κ.Τ.:

**είτε α)** Με άμεσες πιστωτικές διευκολύνσεις. Εφόσον αυτές είναι: **α.1)** μη αυτόματες, **α.2)** σε επιτόκια αγοράς, **α.3)** προσωρινές, **α.4)** περιορισμένες, υφίσταται μεγαλύτερη οικονομική ανεξαρτησία της Κ.Τ.. Οι συγγραφείς βαθμολογούν κάθε συνιστώσα [**α.1)** έως **α.4)**] για την ανεξαρτησία της Κ.Τ. με 1 μονάδα.

**είτε β)** Με έκδοση κρατικών χρεογράφων στην πρωτογενή αγορά. Εφόσον η Κ.Τ. δεν επιτρέπεται να συμμετέχει ως αγοραστής κρατικών χρεογράφων στην πρωτογενή αγορά, κατοχυρώνεται περισσότερο η ανεξαρτησία της, λαμβάνοντας ακόμα 1 μονάδα στη σχετική μέτρηση.

**Παράμετρος 2:** Η φύση των νομισματικών εργαλείων που διαθέτει η Κ.Τ., όπου λαμβάνονται υπόψη οι εξής **συνιστώσες**:

**α)** Αν η Κ.Τ. έχει τη δυνατότητα να ορίζει το προεξοφλητικό επιτόκιο, ήτοι το επιτόκιο με το οποίο χρεώνει τις εμπορικές τράπεζες όταν τις δανείζει κεφάλαια.

Αν δεν έχει τη σχετική εξουσία, δεν μπορεί να επηρεάσει το γενικό επίπεδο των επιτοκίων. Οι συγγραφείς βαθμολογούν τη συνιστώσα αυτή για την ανεξαρτησία της Κ.Τ. με 1 μονάδα.

**β)** Αν η Κ.Τ. έχει εποπτικές αρμοδιότητες για την εφαρμογή από τις εμπορικές τράπεζες ορισμένων διοικητικών ρυθμίσεων, π.χ. που επιβάλλουν συγκεκριμένη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους (να περιλαμβάνει σε ένα ποσοστό κρατικά ομόλογα).

Τέτοια μέσα διευκολύνουν τη χρηματοδότηση του κρατικού δανεισμού και αποδυναμώνουν την ανεξαρτησία της Κ.Τ.. Έτσι, εφόσον η Κ.Τ. δεν έχει τέτοιες εποπτικές αρμοδιότητες, οι

συγγραφείς βαθμολογούν με 2 μονάδες την ανεξαρτησία της· αν η Κ.Τ. είναι επιφορτισμένη μαζί με κάποια άλλη αρχή συντρεχόντως για την άσκηση της σχετικής εποπτείας, λαμβάνει 1 μονάδα, ενώ, αν είναι αποκλειστικά αρμόδια, λαμβάνει 0.

### 2.5.3 Eijffinger-Shaling<sup>120</sup>

Οι συγγραφείς συσχετίζουν την πολιτική ανεξαρτησία της Κ.Τ. με τη δυνατότητά της να επιλέγει τον τελικό στόχο της νομισματικής πολιτικής, σύμφωνα με τις αντίστοιχες **παραμέτρους 1-3** των Grili-Masciandaro-Tabellini (βλ. ανωτέρω, υπό **2.5.2**) και βάσει αυτών προτείνουν τις δικές τους τρεις παραμέτρους για τη μέτρηση της ανεξαρτησίας της Κ.Τ.:

**Παράμετρος 1:** Ποιος είναι τελικά υπεύθυνος για τη νομισματική πολιτική<sup>121</sup>.

Εάν η νομισματική πολιτική είναι ανατεθειμένη αποκλειστικά στην Κ.Τ., τότε αυτή βαθμολογείται με 2 μονάδες· εάν η νομισματική πολιτική δεν είναι ανατεθειμένη αποκλειστικά στην Κ.Τ., τότε αυτή βαθμολογείται με 1 μονάδα· εάν η κυβέρνηση είναι η τελικά αρμόδια αρχή για τη νομισματική πολιτική, τότε η Κ.Τ. βαθμολογείται με 0 μονάδες.

**Παράμετρος 2:** Να μη συμμετέχει (με ή χωρίς δικαίωμα ψήφου) κυβερνητικός αξιωματούχος στο Συμβούλιο διοίκησης της Κ.Τ..

Εφόσον πληρούται αυτή η παράμετρος, τότε η Κ.Τ. λαμβάνει ακόμα 1 μονάδα.

**Παράμετρος 3:** Περισσότερα από τα μισά μέλη του Συμβουλίου διοίκησης της Κ.Τ. να διορίζονται ανεξάρτητα από την κυβέρνηση.

Εφόσον συντρέχει αυτή η παράμετρος, τότε η Κ.Τ. λαμβάνει ακόμα 1 μονάδα.

Κάθε Κ.Τ. ξεκινάει με 1 μονάδα ως βάση και στη συνέχεια προστίθενται ανάλογα με τα ανωτέρω έως 4 μονάδες. Έτσι, η τράπεζα που ουδεμία εκ των ανωτέρω παραμέτρων πληροί βαθμολογείται με «1», ενώ η πλήρως ανεξάρτητη πολιτικά τράπεζα με «5». Όπως διαπιστώνεται η παράμετρος 1 έχει διπλάσια βαρύτητα από τις παραμέτρους 2 και 3.

### 2.5.4 Cukierman<sup>122</sup>

**Παράμετρος 1:** Status του Διοικητή της Κ.Τ., όπου λαμβάνονται υπόψη οι εξής **συνιστώσες:**

- α)** Ο χρόνος της θητείας του.
- β)** Ποιος τον διορίζει.
- γ)** Πώς μπορεί να παυθεί των καθηκόντων του.
- δ)** Αν μπορεί να κατέχει ταυτόχρονα και άλλη θέση.

<sup>120</sup> Eijffinger and Shaling (1993).

<sup>121</sup> Βλ. *ibidem*, σελ. 68, όπου επισημαίνεται ότι το εάν η Κ.Τ. αποτελεί την αρχή που είναι τελικά υπεύθυνη για τη νομισματική πολιτική κρίνεται και σε συνάρτηση με την ύπαρξη καταστατικών υποχρεώσεων για τη νομισματική σταθερότητα. Γιατί, αν συντρέχει το ένα στοιχείο και όχι το άλλο (π.χ. απαιτείται έγκριση της κυβέρνησης για τη διαμόρφωση της νομισματικής πολιτικής), τότε η Κ.Τ. έχει ένα στόχο αλλά όχι πάντα τα μέσα για να τον πετύχει.

<sup>122</sup> Cukierman (1992).

Group	Definition of variable	Variable	Levels of independence and their meanings	Numerical codings
<b>CEO</b>	Term of office of CEO in years	<i>too</i>	1. <i>too</i> = 8	1
			2. $8 > \text{too} = 6$	0.75
			3. <i>too</i> = 5	0.50
			4. <i>too</i> = 4	0.25
			5. <i>too</i> < 4	0
	Who appoints the CEO?	<i>app</i>	1. CEO appointed by CB board	1
			2. CEO appointed by council composed of members from executive and legislative branches as well as from CB board	0.75
			3. CEO appointed by legislative branch (Congress, king)	0.50
			4. CEO appointed by executive branch (council of ministers)	0.25
			5. CEO appointed through decision of one or two members of executive branch (e.g., prime minister or minister of finance)	0
	Provisions for dismissal of CEO	<i>diss</i>	1. No provision for dismissal	1
			2. Dismissal possible only for nonpolicy reasons (e.g., incapability or violation of law)	0.83
			3. Dismissal possible and at discretion of CB board	0.67
			4. Dismissal for policy reasons at legislative branch's discretion	0.50
			5. Unconditional dismissal possible at legislative branch's discretion	0.33
			6. Dismissal for policy reasons at executive branch's discretion	0.17
			7. Unconditional dismissal possible at executive branch's discretion	0
	Is CEO allowed to hold another office?	<i>off</i>	1. CEO prohibited by law from holding any other office in government	1
			2. CEO not allowed to hold any other office in government unless authorized by executive branch	0.5
			3. Law does not prohibit CEO from holding another office	0

Προφανώς, στις περιπτώσεις Κ.Τ., όπου η θητεία του Διοικητή είναι μακρά και η εκτελεστική εξουσία έχει μικρή εξουσία ως προς το διορισμό ή την απομάκρυνσή του, η ανεξαρτησία είναι αυξημένη.

**Παράμετρος 2:** Καθορισμός πολιτικών, όπου λαμβάνονται υπόψη οι εξής **συνιστώσες:**

**α)** Ποιος διαμορφώνει τη νομισματική πολιτική.

**β)** Ποιος είναι αρμόδιος για την επίλυση διαφορών.

**γ)** Αν μπορεί η Κ.Τ. να παρέμβει στη διαμόρφωση του κρατικού προϋπολογισμού.

Group	Definition of variable	Variable	Levels of independence and their meanings	Numerical codings
<b>Policy formulations</b>	Who formulates monetary policy?	<i>monpol</i>	1. CB alone has authority to formulate monetary policy	1
			2. CB participates in formulation of monetary policy together with government	0.66
			3. CB participates in formulation of monetary policy in an advisory capacity	0.33
			4. Government alone formulates monetary policy	0
	Government directives and resolution of conflict	<i>conf</i>	1. CB given final authority over issues clearly defined in the law as CB objectives	1
			2. Government has final authority only over policy issues that have not been clearly defined as CB goals or in case of conflict within CB	0.8
			3. In case of conflict final decision up to a council whose members are from CB, legislative branch, and executive branch	0.6
			4. Legislative branch has final authority on policy issues	0.4
			5. Executive branch has final authority on policy issues, but subject to due process and possible protest by CB	0.2
			6. Executive branch has unconditional authority over policy	0
	Is CB given an active role in the formulation of government's budget?	<i>adv</i>	1. Yes	1
			2. No	0

Όταν η Κ.Τ. έχει ευρεία εξουσία ως προς τη διαμόρφωση της νομισματικής πολιτικής και μπορεί να αντισταθεί στην εκτελεστική εξουσία όταν ανακύπτουν συγκρούσεις, έχει μεγάλο βαθμό ανεξαρτησίας.

**Παράμετρος 3:** Τελικός στόχος της Κ.Τ., σύμφωνα με τις προβλέψεις του Καταστατικού.

Group	Definition of variable	Variable	Levels of independence and their meanings	Numerical codings
<b>CB objectives</b>		<i>obj</i>	1. Price stability mentioned as the only or major goal, and in case of conflict with government CB has final authority to pursue policies aimed at achieving this goal	1
			2. Price stability mentioned as the only goal	0.8
			3. Price stability mentioned along with other objectives that do not seem to conflict with price stability (e.g., stable banking)	0.6
			4. Price stability mentioned with a number of potentially conflicting goals (e.g., full employment)	0.4
			5. CB charter does not contain any objectives for CB	0.2
			6. Some goals appear in the charter, but price stability not one of them	0

Εφόσον, λοιπόν, η Κ.Τ. έχει, σύμφωνα με το Καταστατικό της, ως μοναδικό ή κύριο στόχο πολιτικής της τη σταθερότητα των τιμών, θεωρείται πιο ανεξάρτητη σε σχέση με την περίπτωση κατά την οποία θα της είχε ανατεθεί η επιδίωξη και άλλων στόχων πολιτικής.

**Παράμετρος 4:** Περιορισμοί του δημοσίου τομέα να δανείζεται από την Κ.Τ., όπου λαμβάνονται υπόψη οι εξής **συνιστώσες**:

**α)** Οι περιορισμοί στις χορηγήσεις.

**β)** Οι περιορισμοί στον τιτλοποιημένο δανεισμό.

**γ)** Ποιος αποφασίζει τους όρους δανεισμού.

**δ)** Ποιος είναι ο κύκλος αυτών οι οποίοι μπορούν να δανειστούν από την Κ.Τ..

**ε)** Ο καθορισμός του ορίου των δανείων.

**στ)** Η διάρκεια των δανείων.

**ζ)** Οι περιορισμοί στα επιτόκια των δανείων.

**η)** Η απαγόρευση αγοράς από την Κ.Τ. κρατικών ομολόγων από την πρωτογενή αγορά.

Group	Definition of variable	Variable	Levels of independence and their meanings	Numerical codings
<b>Limitations on lending</b>	Limitations on advances	<i>lla</i>	1. Advances to government prohibited	1
			2. Advances permitted but subject to limits in terms of absolute cash amounts or to other types of relatively strict limits (e.g., up to 15% of government revenues)	0.66
			3. Advances subject to relatively accommodative limits (e.g., advances can exceed 15% of government revenues or are specified as fractions of government expenditures)	0.33
			4. No legal limits on advances; their quantity subject to periodic negotiations between government and CB	0
	Limitations on securitized lending	<i>lls</i>	Specification of levels identical to those for advances	
	Who decides control of terms of lending? <sup>a</sup>	<i>ldec</i>	1. CB controls terms and conditions of government borrowing from it	1
			2. Terms of CB lending specified in the law, or CB given legal authority to set these terms	0.66
			3. Law leaves the decision about the terms of CB lending to government to negotiations between CB and executive branch	0.33
			4. Executive branch alone decides the terms of CB lending to government and imposes them on CB	0
	How wide is the circle of potential borrowers from CB?	<i>lwidth</i>	1. Only central government can borrow from CB	1
			2. Central and state governments as well as all political subdivisions can borrow from CB	0.66
			3. In addition to the institutions mentioned under 2 public enterprises can borrow from CB	0.33
4. CB can lend to all of the above as well as to the private sector			0	



Group	Definition of variable	Variable	Levels of independence and their meanings	Numerical codings
	Type of limit when such limit exists	<i>ltype</i>	1. Limit specified as an absolute cash amount 2. Limit specified as a percentage of CB capital or other liabilities 3. Limit specified as a percentage of government revenues 4. Limit specified as a percentage of government expenditures	1 0.66 0.33 0
	Maturity of loans	<i>lmat</i>	1. Maturity of CB loans limited to a maximum of 6 months 2. Maturity of CB loans limited to a maximum of one year 3. Maturity of CB loans limited to a maximum of more than one year 4. No legal upper bounds on the maturity of CB loans	1 0.66 0.33 0
	Restrictions on interest rates <sup>b</sup>	<i>lint</i>	1. Interest rate on CB loans must be at market rate 2. Interest rate on CB loans to government cannot be lower than a certain floor 3. Interest rate on CB loans cannot exceed a certain ceiling 4. No explicit legal provisions regarding the interest rate on CB loans 5. Law stipulates no interest rate charge on government's borrowing from the CB	1 0.75 0.50 0.25 0
	Prohibition on lending in primary market	<i>lprm</i>	1. CB prohibited from buying government securities in primary market 2. CB not prohibited from buying government securities in primary market	1 0

Sources: (1) Computerized legal data files on CB charters from the Central Banking Department at the IMF, (2) Aufricht (1961, 1967), (3) Eight European central banks (1963), and (4) Effros (1982). These sources were supplemented by updates of various laws from the IMF legal library files.

a. Terms of lending concern maturity, interest, and amount of loans subject to the relevant legal limits.

b. The rationale for the classification of this variable is that minimum rates are likely to have been devised in order to discourage borrowing at the CB while maximum rates are probably meant to facilitate borrowing at the CB. But the requirement of a minimum rate is classified below "market rates," since minimum rates, when they exist, are usually lower than market rates.

123

Όσο πιο αυστηροί είναι οι περιορισμοί που τίθενται για το δανεισμό του δημοσίου τομέα από την Κ.Τ. (π.χ. επιτόκια που προσεγγίζουν αυτά της αγοράς, δάνεια μικρής διάρκειας), τόσο πιο ανεξάρτητη μπορεί να είναι στην επιδίωξη του στόχου της σταθερότητας των τιμών.

## 2.5.5 Fry-Julius-Mahadeva-Roger-Sterne<sup>124</sup>

**Παράμετρος 1:** Αν η Κ.Τ. έχει ως ανατεθειμένο από το Καταστατικό της ή το νομοθετικό πλαίσιο προς επιδίωξη στόχο τη σταθερότητα των τιμών.

**Παράμετρος 2:** Αν η Κ.Τ. έχει ανεξαρτησία στόχων.

**Παράμετρος 3:** Αν η Κ.Τ. έχει ανεξαρτησία μέσων.

**Παράμετρος 4:** Αν και σε ποια έκταση η κυβέρνηση μπορεί να δανείζεται από την Κ.Τ. για τη χρηματοδότηση των ελλειμμάτων της.

**Παράμετρος 5:** Αν προβλέπεται μακρά θητεία για το Διοικητή της Κ.Τ..

Variable	Abbreviation	Weight
1. Statutory/legal objectives focus on price stability?	<i>PS</i>	0.154
2. Target independence	<i>TI</i>	0.154
3. Instrument independence	<i>II</i>	0.308
4. Central bank financing of government deficit	<i>FG</i>	0.308
5. Term of office of governor	<i>TG</i>	0.077

125

<sup>123</sup> Οι πίνακες έχουν αντληθεί από Cukierman (1992), σελ. 373-376.

<sup>124</sup> Fry et al. (2000).

<sup>125</sup> Ο πίνακας έχει αντληθεί από Parkin (2012), σελ. 12.

## 2.6 Συσχέτιση ανεξαρτησίας-πληθωρισμού

Συμπέρασμα των συγγραφέων είναι ότι υπάρχει, σε μεγαλύτερο ή μικρότερο βαθμό, **αρνητική σχέση** μεταξύ ανεξαρτησίας της Κ.Τ. και πληθωρισμού. Δηλαδή, όσο μεγαλύτερη είναι η ανεξαρτησία της Κ.Τ. επί τη βάση των προαναφερθεισών παραμέτρων, τόσο πιο αποτελεσματικά μπορεί να επιτελέσει το σκοπό της, δηλαδή, να διατηρήσει χαμηλό το επίπεδο του πληθωρισμού αποτελώντας το τεχνοκρατικά δρών «αντίπαλον δέος» της συχνά μικροπολιτικά ενεργούσας πολιτικής εξουσίας, προβαίνουσας σε πληθωριστικές πολιτικές<sup>126</sup>.

Ωστόσο, υπάρχουν και θεωρητικοί, οι οποίοι κρίνοντας τις ανωτέρω μελέτες, αμφισβητούν αυτό το τυπικό χαρακτηριστικό (stylized fact)<sup>127</sup>. Είναι, άλλωστε, εύλογο να υποστηριχθεί ότι μια μηχανιστική ταξινόμηση των Κ.Τ. με βάση τα διάφορα κριτήρια ανεξαρτησίας σε κατηγορίες μπορεί να μην είναι απόλυτα συνεπής, ιδίως, εάν το νομικό και θεσμικό πλαίσιο που περιβάλλει τη λειτουργία μιας Κ.Τ. δεν ανταποκρίνεται στον τρόπο με τον οποίο αυτή λειτουργεί στην πράξη. Σε κάθε περίπτωση, ακόμα και αν διαπιστωθεί αυτή η αρνητική σχέση μεταξύ ανεξαρτησίας της νομισματικής αρχής και πληθωρισμού, μπορεί να υφίστανται και άλλοι **εξωγενείς παράγοντες** που συμβάλλουν προς αυτή την κατεύθυνση, όπως η γενικευμένη αποστροφή μιας κοινωνίας προς τον πληθωρισμό λόγω αρνητικών εμπειριών του παρελθόντος, με χαρακτηριστικότερο παράδειγμα τη Γερμανία. Πάντως, η πλήρωση των ανωτέρω κριτηρίων μπορεί να μην οδηγεί με απόλυτη βεβαιότητα στο συμπέρασμα της αποτελεσματικής λειτουργίας της Κ.Τ. ως προς την επίτευξη του στόχου του πληθωρισμού, ωστόσο, συνιστά μια **ικανή ένδειξη**. Άλλωστε, όσο πιο ανεξάρτητη είναι μια Κ.Τ., τόσο μεγαλύτερη είναι και η αξιοπιστία την οποία εκπέμπει για την επίτευξη των στόχων της<sup>128</sup>.

## 2.7 Ανεξαρτησία μέσων: παράγοντας αξιοπιστίας και αποτελεσματικότητας

**(1)** Για να είναι αξιόπιστη μια Κ.Τ., πρέπει να διαθέτει και τα **κατάλληλα εργαλεία** προκειμένου να μπορεί να επιτύχει τους στόχους της. Η ανεξαρτησία της Κ.Τ. μπορεί να διακριθεί σε δύο **επίπεδα**:

**α)** Ανεξαρτησία στόχων, που συντρέχει όταν η Κ.Τ. έχει τη δυνατότητα να εξειδικεύει η ίδια **ελεύθερα** τους στόχους (π.χ. ορίζοντας ένα ποσοστό πληθωρισμού) της νομισματικής πολιτικής και να μεριμνά για την επίτευξή τους.

**β)** Ανεξαρτησία μέσων, που σημαίνει ότι η Κ.Τ. είναι ελεύθερη να αποφασίσει μόνο το πώς θα επιδιώξει τους στόχους νομισματικής πολιτικής οι οποίοι πάντως έχουν καθοριστεί **εξωγενώς**.

---

<sup>126</sup> Βλ. ενδεικτικά Bade and Parkin (1988), σελ. 20-21, Alesina and Summers (1993), σελ. 154-155. Πάντως, αξίζει να επισημανθεί ότι ορισμένες έρευνες καταδεικνύουν ότι στα κράτη των οποίων οι Κ.Τ. εξοπλίζονται με θεσμική ανεξαρτησία καταγράφονται, επιπρόσθετα, καλύτερες επιδόσεις και στην ανάπτυξη (Α.Ε.Π.). Βλ. ενδεικτικά De Long and Summers (1992), σελ. 13-15, αλλά και Cukierman et al. (1993), σελ. 112, όπου υποστηρίζεται ότι αυτή η θετική συσχέτιση παρατηρείται μόνο στις λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες.

<sup>127</sup> Βλ. ενδεικτικά Cargill (1995), σελ. 169, όπου προτείνεται να μη δίνεται τόσο μεγάλη έμφαση στη διαμόρφωση ανεξάρτητων Κ.Τ., με το επιχείρημα ότι συμβάλλουν στη σταθερότητα των τιμών, καθώς μέσω σύγκρισης Τράπεζας της Ιαπωνίας και FED διαπιστώνεται ότι, ενώ η πρώτη είναι τυπικά εξαρτώμενη από την κυβέρνηση, είχε καταγράψει κατά τις ερευνώμενες περιόδους καλύτερες επιδόσεις στον πληθωρισμό από τις Η.Π.Α., όπου η Κ.Τ. έχει ανεξαρτησία.

<sup>128</sup> Βλ. πάντως Χριστοδουλόπουλο (1998), σελ. 75-76, όπου παρατίθενται και άλλοι παράγοντες ενίσχυσης της αξιοπιστίας της Κ.Τ..

Όπως υποστηρίζεται<sup>129</sup>, στην **περίπτωση β)** η Κ.Τ. ενέχει μεγαλύτερη ευθύνη για το τελικό αποτέλεσμα, είναι περισσότερο υπόλογη και, άρα, μπορεί να είναι πιο αποτελεσματική στην επίτευξη του στόχου του πληθωρισμού (εφόσον ληφθεί ως δεδομένο ότι η ανεξαρτησία συνδέεται άμεσα με την αποτελεσματικότητα). Αυτό συμβαίνει, καθώς οι στόχοι έχουν τεθεί εξωγενώς, επομένως, δεν μπορεί μόνη της να τους αναθεωρήσει. Για παράδειγμα, στη Νέα Ζηλανδία, μέχρι την 01.04.2019<sup>130</sup>, υπογράφονταν ανά διαστήματα μεταξύ του Διοικητή της Κ.Τ. και του Υπουργού Οικονομικών ένα συμφωνητικό, το **Policy Targets Agreement**<sup>131</sup>, το οποίο, όπως προκύπτει και από την ονομασία του, αποτύπωνε τους στόχους νομισματικής πολιτικής τους οποίους έπρεπε να πετύχει, ενδεχόμενη δε αποτυχία του αποτελούσε λόγο για τη διακοπή της θητείας του Διοικητή<sup>132</sup>.

Από την άλλη πλευρά, φαίνεται να ανακύπτει ζήτημα όταν οι Κ.Τ. διαθέτουν τη δυνατότητα να ορίζουν οι ίδιες τους στόχους πολιτικής τους, με ευρεία διακριτική ευχέρεια και απροσδιόριστα κριτήρια. Αυτό συμβαίνει, καθώς ενδέχεται να έχουν θέσει ένα συγκεκριμένο στόχο πληθωρισμού και, βλέποντας ότι δεν επιβεβαιώνονται οι προβλέψεις, τον **αναθεωρούν προς τα πάνω** ώστε να θεωρηθούν εκ των υστέρων επιτυχημένες στο έργο τους. Στην πραγματικότητα, όμως, αυτό δε σημαίνει τίποτα άλλο παρά ότι έχουν αποτύχει στη νομισματική πολιτική που είχαν χαράξει και, άρα, δεν απεδείχθησαν παρά **αναποτελεσματικές**.

(2) Διαπιστώνεται, λοιπόν, ότι η ανάγκη ανεξαρτησίας της Κ.Τ. συνδέεται εν πολλοίς με την πρακτική αποτελεσματικότητα, η οποία της πιστώνεται, ως προς την άσκηση της νομισματικής πολιτικής λόγω των τεχνοκρατικών της εγγυών. Αν και η νομιμοποίηση με την κλασική έννοια της συμμετοχής των πολιτών στη λήψη των αποφάσεων και την άμεση ή έμμεση αντιπροσωπευτικότητα δε βρίσκει ανταπόκριση στην περίπτωση των Κ.Τ., ωστόσο, αναδύεται η έννοια της **εκ του αποτελέσματος νομιμοποίησης (output legitimacy)** ένεκα των καλών επιδόσεων αναφορικά με την επίτευξη των ποσοτικών στόχων πληθωρισμού<sup>133</sup>. Η νομιμοποίησή τους εδράζεται, δηλαδή, στο γεγονός ότι υπηρετούν αποτελεσματικά τις ανάγκες των πολιτών επιδιώκοντας ένα αίτημα δημοσίου συμφέροντος. Πρόκειται για μια εναλλακτική μορφή δημοκρατικής νομιμοποίησής τους στο πλαίσιο του σύγχρονου δημοκρατικού πολιτεύματος, στο

---

<sup>129</sup> Fischer (1995), σελ. 202.

<sup>130</sup> Κατά την ημερομηνία αυτή τέθηκε σε ισχύ συμφωνία του Υπουργού Οικονομικών και του Διοικητή της Κ.Τ. της χώρας, βάσει της οποίας επήλθαν και οι συναφείς αλλαγές στο Καταστατικό της Κ.Τ.. Προβλέφθηκε ότι πλέον αρμόδια για τη νομισματική πολιτική είναι η Monetary Policy Committee -όχι μόνο ο Διοικητής, όπως ίσχυε έως τότε- η οποία πρέπει να διατηρεί το μελλοντικό ετήσιο πληθωρισμό μεταξύ 1-3% μεσοπρόθεσμα, με έμφαση στη διατήρηση του μελλοντικού πληθωρισμού κοντά στο 2% κατά μέσο όρο, καθώς και να υποστηρίζει τη μέγιστη βιώσιμη απασχόληση. Ως απόρροια, του πρώτου στόχου έπαυσαν να υπογράφονται τα Policy Targets Agreements, με βάση τα οποία προσδιοριζόταν ad hoc ο στόχος του πληθωρισμού. Βλ. The remit for the Monetary Policy Committee της 14.02.2019, διαθέσιμο εδώ: <https://www.rbnz.govt.nz/-/media/ReserveBank/Files/Monetary%20policy/About%20monetary%20policy/Remit-for-the-Monetary-Policy-Committee-April-2019.pdf>.

<sup>131</sup> Για παρελθόντα Policy Targets Agreements, Βλ. εδώ: <https://www.rbnz.govt.nz/monetary-policy/history-of-policy-targets-agreements>.

<sup>132</sup> Bofinger (2001), σελ. 229. Βλ. και άρθρο 49 (2) (b) του Καταστατικού της Federal Reserve Bank of New Zealand, διαθέσιμο εδώ: <http://www.legislation.govt.nz/act/public/1989/0157/latest/whole.html#DLM200045>.

<sup>133</sup> Braun (2017), σελ. 12, Schmidt (2013), Scharpf (2003).

οποίο πρωταγωνιστούν ανεξάρτητοι τεχνοκράτες ρυθμιστές και επόπτες<sup>134</sup>, χωρίς, ωστόσο, να σημαίνει ότι είναι λιγότερο ισχυρή.

**(3) Ανεξαρτησία, όμως, δε σημαίνει και ασυδοσία. Η ανεξαρτησία αποτελεί αναγκαία αλλά όχι και ικανή συνθήκη για την αποτελεσματικότητα. Για αυτό, πρέπει να συμπληρωθεί και από ένα δεύτερο στοιχείο, τη λογοδοσία. Για να είναι συμβατός με το σύγχρονο Κοινοβουλευτισμό ο θεσμός των ανεξάρτητων Κ.Τ. πρέπει να υφίσταται έστω έμμεση αναφορά τους σε όργανα απολαύοντα άμεσης δημοκρατικής νομιμοποίησης. Οι δύο έννοιες δεν πρέπει να ιδωθούν αντιθετικά, αλλά συμπληρωματικά υπό την έννοια ότι η πρόβλεψη ενός καθεστώτος λογοδοσίας των ανεξάρτητων Κ.Τ. για τα πεπραγμένα τους αναμφισβήτητα αποτελεί κίνητρο προκειμένου να ασκούν αποτελεσματικά τα καθήκοντά τους, ενισχυομένης έτσι της output legitimacy.**

---

<sup>134</sup> Τα αυτά ισχύουν, τηρουμένων των αναλογιών, και με τις Ανεξάρτητες Διοικητικές Αρχές, που δημιουργήθηκαν αρχικά στις Η.Π.Α. ως απάντηση στις στρεβλώσεις που προκύπτουν όταν στη λήψη τεχνικών δημοσίων αποφάσεων εμπλέκονται πολιτικής προέλευσης φορείς, αλλά και στις δυστοκίες της διοικητικής μηχανής του κράτους λόγω της χαμηλής ποιότητας των στελεχών και της έλλειψης κινήτρων. Καθίσταται, λοιπόν, φανερό ότι, στη σύγχρονη μορφή του, το δημοκρατικό πολίτευμα δε βασίζεται απόλυτα και δογματικά στην παραδοσιακή τριμερή διάκριση των λειτουργιών, μιας και συχνά επιλέγεται η μεταφορά της αρμοδιότητας για τη λήψη μιας δημόσιας απόφασης από τον πολιτικό στον τεχνοκράτη με στόχο τη βέλτιστη αποτελεσματικότητα. Βλ. αναλυτικά και Δελλή (2018), σελ. 224-225, 318, 329-331.

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

### Πίνακας 2.1<sup>135</sup>

Preferences of Political Parties in Advanced Industrial Societies  
Regarding Various Economic Goals<sup>a</sup>

	Socialist-Labor	Center	Conservatives
↓ Decreasing Importance of Goals	Full Employment		Price Stability
	Equalization of Income Distribution	Price Stability	
	Economic Expansion	Economic Expansion	Balance of Payments Equilibrium
		Full Employment	
		Equalization of Income Distribution	
	Price Stability	Balance of Payments Equilibrium	Economic Expansion
	Balance of Payments Equilibrium	Full Employment	
			Equalization of Income Distribution

<sup>a</sup>Based on Kirschen et al., 1964.

<sup>135</sup> Ο πίνακας έχει αντληθεί από Hibbs (1977), σελ. 1471.

Πίνακας 2.2<sup>136</sup>

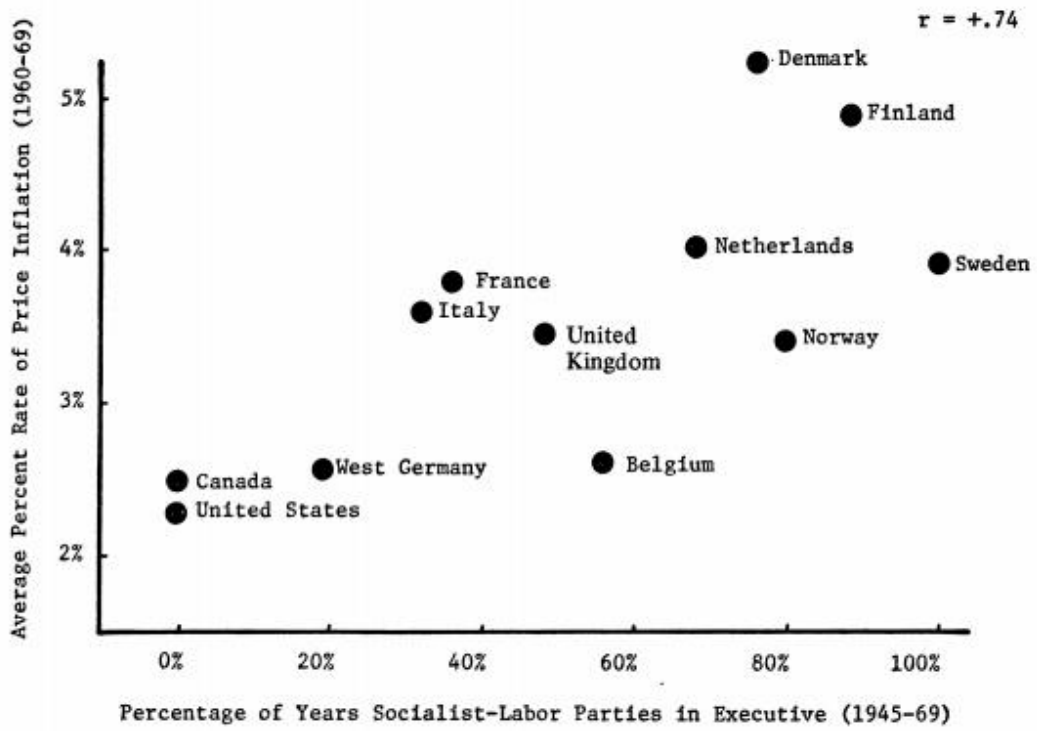
AVERAGE INFLATION RATES IN SELECTED PERIODS:  
GERMANY, UNITED KINGDOM, UNITED STATES (GNP DEFLATOR,  
AVERAGE IN ANNUAL RATE OF GROWTH, PERCENT)

	(a)	(b)	Difference (a)-(b)	Bade-Parkin's Index of Independence
Germany	Social Democrats 1975-82 4.3	Christian Democrats 1983-85 2.5	1.8	4
U.K.	Labourists 1975-79 16.3	Conservatives 1980-85 9.0	7.3	2
U.S.	Carter 1977-80 8.0	Reagan 1981-85 5.4	2.6	3

Source: For Germany and United Kingdom: International Monetary Fund, IFS. For the United States: Economic Report of the President, 1987.

<sup>136</sup> Ο πίνακας έχει αντληθεί από Alesina (1988), σελ. 43.

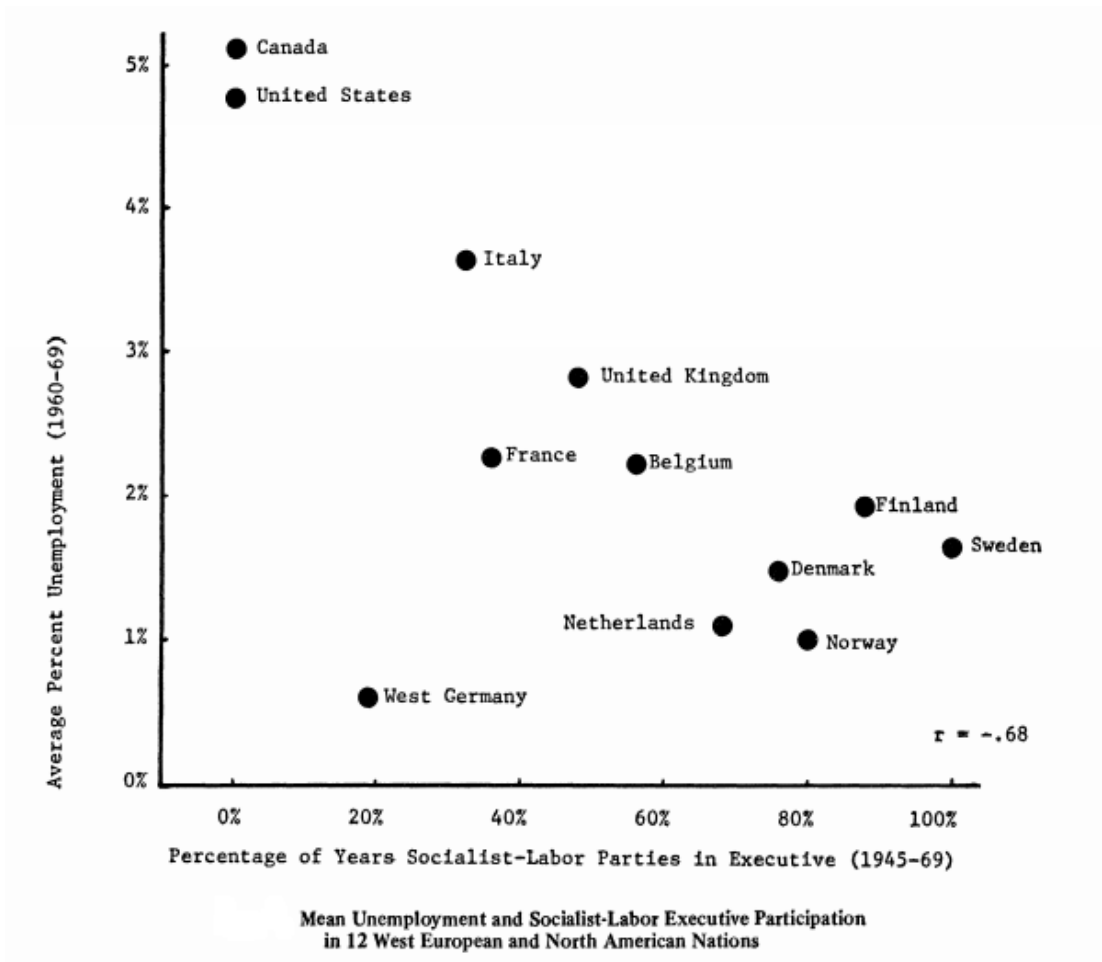
Πίνακας 2.3<sup>137</sup>



Mean Inflation and Socialist-Labor Executive Participation in 12 West European and North American Nations

<sup>137</sup> Ο πίνακας έχει αντληθεί από Hibbs (1977), σελ. 1473.

Πίνακας 2.4<sup>138</sup>

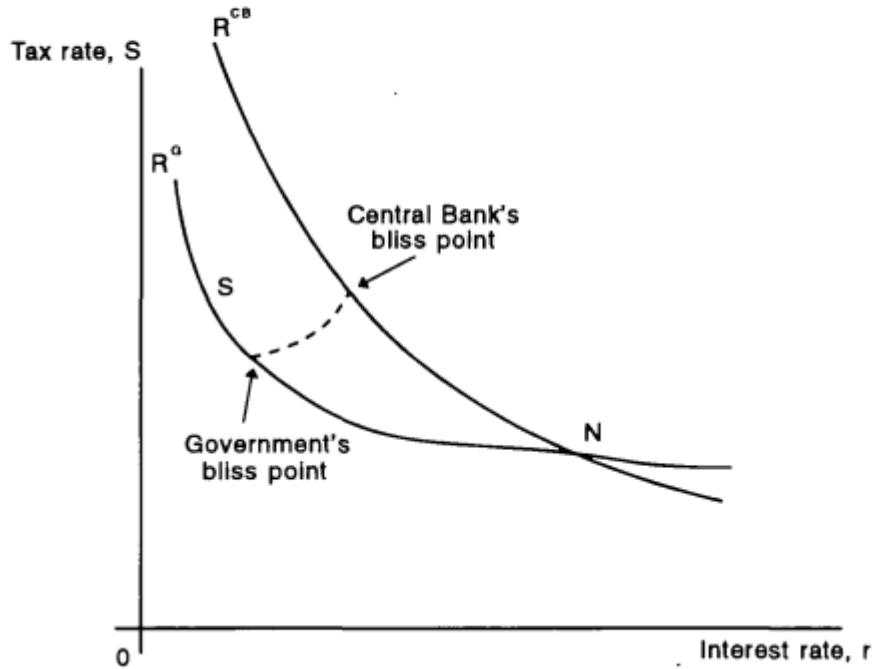


<sup>138</sup> Ο πίνακας έχει αντληθεί από Hibbs (1977), σελ. 1474.



Πίνακας 2.5<sup>139</sup>

**The Setting of Fiscal and Monetary Policy**



<sup>139</sup> Το γράφημα έχει αντληθεί από Doyle and Wale (1994), σελ. 73, όπου αναφέρεται ότι, αν η κυβέρνηση και η Κ.Τ. συνεργάζονταν στα δύο μακροοικονομικά αντικείμενα, θα μπορούσαν να πετύχουν το βέλτιστο αποτέλεσμα, δηλαδή, μικρότερα επιτόκια και υψηλότερους φόρους (άρα δημοσιονομικό πλεόνασμα). Το σημείο τομής θα ήταν σε κάποιο σημείο στη νοητή γραμμή και όχι στο σημείο N, στο οποίο παρατηρούνται μεγαλύτερα επιτόκια και χαμηλότεροι φόροι (άρα δημοσιονομικό έλλειμμα).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Λογοδοσία των Κεντρικών Τραπεζών

### 3.1 Δημοκρατική λογοδοσία

#### 3.1.1 Γενικά στοιχεία

Η λογοδοσία είναι βασικό στοιχείο της **πολιτικής ευθύνης**, η οποία απορρέει από τη δημοκρατική αρχή, θεμέλιο λίθο του πολιτεύματός μας. Ιστορικά, οι ρίζες της λογοδοσίας, ως συστατικού της πολιτικής ευθύνης, τέθηκαν στην Αγγλία του 13<sup>ου</sup> αιώνα μ.Χ.<sup>140</sup>. Γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι πολιτική ευθύνη μπορεί να γεννηθεί μόνο όταν το δρων όργανο έχει τη δυνατότητα να αποφασίζει κατόπιν σταθμίσεως κρίσιμων παραγόντων, δηλαδή, όταν η δράση του διέπεται από διακριτική ευχέρεια. Αντίθετα, δεν μπορεί να νοηθεί πολιτική ευθύνη σε περίπτωση δέσμιας αρμοδιότητας<sup>141</sup>.

Η λογοδοσία σχετίζεται με τον **έλεγχο**, στο πλαίσιο του δημοκρατικού πολιτεύματος, της δραστηριότητας (πράξεων και παραλείψεων) οργάνων ή αρχών, που ασκούν δημόσια εξουσία, επιβαρύνοντας με τη λειτουργία τους τον κρατικό προϋπολογισμό, και λαμβάνουν κρίσιμες για το δημόσιο συμφέρον αποφάσεις. Το καθεστώς λογοδοσίας περιλαμβάνει μηχανισμούς, οι οποίοι επιβάλλουν στα όργανα ή στις αρχές να αιτιολογούν τις ενέργειές τους και καθιστούν εφικτή την απόδοση ευθυνών, εφόσον κριθεί ότι υπήρξε πλημμέλεια στην άσκηση των καθηκόντων τους και στην εκτέλεση της ανατεθειμένης εντολής<sup>142</sup>. Με τη λογοδοσία, η οποία μπορεί να έχει ως αποδέκτη τη νομοθετική, την εκτελεστική και τη δικαστική εξουσία ή ακόμα και το κοινό, εμπεδώνεται η **αρχή της λαϊκής κυριαρχίας**. Ευρύτερα, σύμφωνα με τα θεσμικά οικονομικά, οι χώρες στις οποίες αναπτύσσονται αποτελεσματικοί θεσμοί του κράτους δικαίου, π.χ. λογοδοσία και διαφάνεια, έχουν περισσότερες πιθανότητες οικονομικής ανάπτυξης<sup>143</sup>.

#### 3.1.2 Η λογοδοσία ειδικά των Κεντρικών Τραπεζών

Η λογοδοσία των Κ.Τ. παρουσιάζει κάποιες **ιδιομορφίες** οφειλόμενες αφενός στο γεγονός ότι διέπονται από καθεστώς ευρείας ανεξαρτησίας, αφετέρου στην **τεχνοκρατική φύση** των καθηκόντων τους<sup>144</sup>. Όπως ανεφέρθη (βλ. ανωτέρω, υπό **2.4.2**), τίθεται ένας προβληματισμός σχετικά με το κατά πόσο μια **ανεξάρτητη** Κ.Τ. είναι και ανέλεγκτη. Κατά γενική ομολογία, η Κ.Τ. πρέπει να λογοδοτεί για τις επιλογές στις οποίες προβαίνει στο πλαίσιο της ανεξάρτητης άσκησης της νομισματικής πολιτικής. Ένας φορέας, ο οποίος αφενός δεν αντλεί άμεση λαϊκή

<sup>140</sup> Seidman (2005), σελ. 401.

<sup>141</sup> Βενιζέλος (2004).

<sup>142</sup> Καμτσίδου (2011), σελ. 220-221.

<sup>143</sup> Δελλής (2018), σελ. 35-36, 116-117, North (1990), σελ. 107-117.

<sup>144</sup> Λόγω αυτών των χαρακτηριστικών, στο πλαίσιο της άσκησης της νομισματικής πολιτικής, οι Κ.Τ. διαθέτουν ευρεία διακριτική ευχέρεια και ο δικαστικός έλεγχος των σχετικών πράξεων (πρέπει να) περιορίζεται στην τήρηση των ακραίων ορίων της. Βλ. υπόθεση C-62/14 (Gauweiler), σκέψη 68, διαθέσιμη εδώ: <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=165057&pageIndex=0&doclang=EL&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=7863891>. Βλ. και Bini Smaghi (2020), σελ. 9: «*Το εάν μια δεδομένη νομισματική πολιτική είναι συμβατή με τη Συνθήκη, συγκεκριμένα με την αρχή της αναλογικότητας, είναι ένα ζήτημα που δεν πρέπει να επιλύεται από τα δικαστήρια. Ωστόσο, εάν ένα δικαστήριο καλείται να εκφέρει κρίση, θα πρέπει τουλάχιστον να εξοπλιστεί με τα απαραίτητα αναλυτικά εργαλεία για να εξετάσει την υπόθεση με αυστηρό τρόπο, αντί να δώσει την εντύπωση ότι οι κανόνες του βασίζονται σε προκαταλήψεις ή μεροληψία.*». Αντίθετα, οι Κ.Τ. είναι υπόλογες στα δικαστήρια για τη νομιμότητα άλλων πράξεων και αποφάσεών τους. Βλ. ECB (2002), σελ. 52, και ιδίως για τα εποπτικά καθήκοντα, εφόσον έχουν επιφορτιστεί με αυτά, Βλ. Athanasiou (2011).

νομιμοποίηση, αφετέρου έχει τόσο κομβικές αρμοδιότητες, πρέπει να ελέγχεται τρόπον τινά<sup>145</sup>. Έτσι, δίνεται στην Κ.Τ. η δυνατότητα να εξηγεί τις επιλογές τις οποίες έχει προκρίνει προκειμένου να πετύχει τους στόχους που της έχουν ανατεθεί. Ξεχωριστό ζήτημα είναι το είδος και η έκταση του ελέγχου. Ο έλεγχος μπορεί να είναι **ex ante**, όταν π.χ. καθορίζεται νομοθετικά ο πρωταρχικός στόχος της Κ.Τ., και **ex post**, όταν π.χ. η Κ.Τ. λογοδοτεί στο Κοινοβούλιο για τα πεπραγμένα της.

### 3.2 Μέτρηση της λογοδοσίας

Στη συνέχεια γίνεται ενδεικτική αναφορά σε ορισμένους συγγραφείς, οι οποίοι πρότειναν συγκεκριμένες παραμέτρους για τη μέτρηση του βαθμού λογοδοσίας των Κ.Τ.:

#### 3.2.1 Briaulte-Haldane-King<sup>146</sup>

**Παράμετρος 1:** Αν η Κ.Τ. υπόκειται σε εξωτερικό έλεγχο από το Κοινοβούλιο.

**Παράμετρος 2:** Αν δημοσιεύονται τα πρακτικά των συνεδριάσεων όταν η Κ.Τ. αποφασίζει επί θεμάτων νομισματικής πολιτικής.

**Παράμετρος 3:** Αν η Κ.Τ. δημοσιοποιεί έκθεση για τον πληθωρισμό ή τη νομισματική πολιτική, πέραν των τακτικών δελτίων.

**Παράμετρος 4:** Αν υπάρχουν ρήτρες βάσει των οποίων, σε όλως εξαιρετικές περιστάσεις (που συνεπάγονται αδυναμία της Κ.Τ. να επιτύχει τους στόχους της), η κυβέρνηση μπορεί να αντικαθιστά τη διοίκησή της ή να επεμβαίνει στην αποκλειστική της αρμοδιότητα επί της νομισματικής πολιτικής (π.χ. με οδηγίες).

Οι συγγραφείς για καθεμιά από τις **παραμέτρους 1-3** που πληρούνται βαθμολογούν την Κ.Τ. με 1 μονάδα. Όσον αφορά στην **παραμέτρο 4**, σε περίπτωση που το Καταστατικό της Κ.Τ. προβλέπει ρητά **ρήτρα διαφυγής**<sup>147</sup>, η χώρα λαμβάνει 1 μονάδα σε σχέση με την ένταση της λογοδοσίας. Εάν απλώς δεν αποκλείεται εκ των προτέρων η δυνατότητα επεμβάσεων της κυβέρνησης, η χώρα βαθμολογείται με 1/2, ενώ εν απουσία προβλέψεων ο βαθμός είναι «0». Το άθροισμα καθορίζει το συνολικό βαθμό λογοδοσίας της Κ.Τ..

#### 3.2.2 De Haan-Amtenbrink-Eijffinger<sup>148</sup>

**Παράμετρος 1:** Στόχος της νομισματικής πολιτικής, όπου λαμβάνονται υπόψη οι ακόλουθες **συνιστώσες**, για καθεμιά πληρουμένη από τις οποίες η λογοδοσία της Κ.Τ. βαθμολογείται με 1 μονάδα:

- α)** Αν το καταστατικό της Κ.Τ. αναφέρει τους στόχους της νομισματικής πολιτικής.
- β)** Αν υφίσταται σαφής ιεράρχηση μεταξύ αυτών των στόχων.

<sup>145</sup> Amtenbrink (1999), σελ. 33-36, όπου, ωστόσο, επισημαίνεται ότι η Κ.Τ. δε στερείται εν όλω δημοκρατικής νομιμοποίησης, καθώς η δημιουργία της και η ανάθεση σε αυτή αρμοδιοτήτων για τη νομισματική πολιτική βασίζεται σε πράξη του Κοινοβουλίου. Το γεγονός, βέβαια, αυτό δεν αναιρεί την αναγκαιότητα να λογοδοτεί ως ασκούσα εκτελεστικές αρμοδιότητες.

<sup>146</sup> Briault et al. (1996), σελ. 44-45.

<sup>147</sup> Αυτό ίσχυε, για παράδειγμα, μέχρι πρόσφατα στη Νέα Ζηλανδία [βλ. ανωτέρω, υπό 2.7 (1)].

<sup>148</sup> De Haan et al. (1998).

γ) Αν οι στόχοι καθορίζονται με σαφήνεια.

δ) Αν οι στόχοι ποσοτικοποιούνται είτε ευθέως δια της νομοθεσίας είτε μέσω νομοθετικά προβλεπόμενων κριτηρίων.

Καθίσταται σαφές ότι δε δίνεται έμφαση στο ποιο είναι το περιεχόμενο του στόχου της νομισματικής πολιτικής που καλείται να επιδιώξει η Κ.Τ., αλλά στην καθ' εαυτήν πρόβλεψη κάποιου στόχου, ώστε να οριοθετείται η ελευθερία της δράσης της. Επίσης, κρίσιμο στοιχείο αποτελεί το αν στο Καταστατικό προβλέπεται ένας συγκεκριμένος ή έστω ένας πρωταρχικός στόχος της ασκούμενης από την Κ.Τ. πολιτικής, διότι η παράθεση περισσότερων στόχων χωρίς ιεράρχηση, όπως στην περίπτωση της FED, ενισχύει τη διακριτική ευχέρεια της Κ.Τ., ώστε χωλαίνει τελικά η αποτελεσματικότητα της λογοδοσίας της.<sup>149</sup>

**Παράμετρος 2:** Διαφάνεια της νομισματικής πολιτικής, όπου λαμβάνονται υπόψη οι ακόλουθες **συνιστώσες**, για καθεμιά πληρουμένη από τις οποίες η λογοδοσία της Κ.Τ. βαθμολογείται με 1 μονάδα:

α) Αν η Κ.Τ. υποχρεούται να δημοσιοποιεί έκθεση για τον πληθωρισμό ή τη νομισματική πολιτική, πέραν των τακτικών δελτίων ή εκθέσεων.

β) Αν τα πρακτικά συνεδριάσεων του Συμβουλίου διοίκησης της Κ.Τ. δημοσιοποιούνται εντός εύλογου χρόνου<sup>150</sup>.

γ) Αν η Κ.Τ. έχει την υποχρέωση να εξηγήει δημοσίως σε ποια έκταση κατόρθωσε να επιτύχει τους τεθειμένους στόχους.

Ωστόσο, προς αποφυγή θεσμικών ατοπημάτων πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και οι ιδιαίτερες περιστάσεις κάθε περίπτωσης. Για παράδειγμα, μέχρι πρόσφατα<sup>151</sup>, στη Νέα Ζηλανδία οι αποφάσεις για θέματα νομισματικής πολιτικής λαμβάνονταν αποκλειστικά από το Διοικητή της Κ.Τ., επομένως, δε νοείτο δημοσίευση πρακτικών, αφού δεν υπήρχε συλλογικό σώμα<sup>152</sup>. Κρίσιμη είναι, επίσης, η διάκριση μεταξύ πρακτικών και απομαγνητοφώνησης όλης της συνεδρίασης<sup>153</sup>.

**Παράμετρος 3:** Ποιο είναι το όργανο<sup>154</sup> που φέρει την τελική ευθύνη για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής, όπου λαμβάνονται υπόψη οι ακόλουθες **συνιστώσες**, για καθεμιά πληρουμένη από τις οποίες η λογοδοσία της Κ.Τ. βαθμολογείται με 1 μονάδα:

α) Αν η Κ.Τ. υπόκειται σε τακτικό έλεγχο από το Κοινοβούλιο, υπό την έννοια ότι υποχρεούται, πέραν της ετήσιας έκθεσής της, να δίνει αναφορά στους αντιπροσώπους του λαού και να εξηγήει την πολιτική που ακολούθησε.

---

<sup>149</sup> Ibidem, σελ. 5.

<sup>150</sup> Ibidem, σελ. 12, όπου επισημαίνεται το ανούσιο της δημοσιοποίησής των πρακτικών, σε περιπτώσεις όπως της Bundesbank, κατά την οποία αυτή λαμβάνει χώρα μετά από 30 έτη.

<sup>151</sup> Βλ. ανωτέρω, υπό 2.7 (1).

<sup>152</sup> De Haan et al. (1998), σελ. 12.

<sup>153</sup> Για παράδειγμα, το Δ.Σ. της Ε.Κ.Τ. μπορεί να αποφασίσει να δημοσιεύσει (διακριτική ευχέρεια) μόνο το αποτέλεσμα των συσκέψεών του (άρθρο 10.4 Καταστατικού Ε.Σ.Κ.Τ. και Ε.Κ.Τ.).

<sup>154</sup> De Haan et al. (1998), σελ. 6, όπου αναφέρεται ότι έχει υποστηριχθεί ότι το Κοινοβούλιο είναι αυτό που πάντα φέρει την τελική ευθύνη από τη στιγμή που μπορεί να τροποποιήσει το Καταστατικό της Κ.Τ. ως αντίδραση σε κάποια της δραστηριότητα, αποτελώντας κατ' αυτόν τον τρόπο μηχανισμό ex post λογοδοσίας.

**β)** Αν η κυβέρνηση (ή το Κοινοβούλιο<sup>155</sup>) έχει το δικαίωμα να δίνει οδηγίες<sup>156</sup> στην Κ.Τ..

**γ)** Αν προβλέπεται διαδικασία εφαρμογής *override mechanisms*, βάσει των οποίων η κυβέρνηση μπορεί να επεμβαίνει στο έργο των Κ.Τ. υπό τη μορφή της έκδοσης οδηγιών προς αυτές [συνιστώσα **β**]), της έγκρισης, αναστολής, ακύρωσης ή άσκησης αρνησικυρίας επί των αποφάσεών τους ή της αμφισβήτησής τους για νομικούς λόγους.

Ως προς τους “**override mechanisms**”, οι συγγραφείς εφιστούν την προσοχή αναφέροντας ότι μόνον η ύπαρξή τους δε συντελεί απαραίτητα στη δημοκρατική λογοδοσία της Κ.Τ., αλλά προσ απαιτείται η λεπτομερής περιγραφή στο Καταστατικό της των προϋποθέσεων υπό τις οποίες μπορούν να ασκηθούν αυτοί οι μηχανισμοί. Μάλιστα, όσο πιο δραστικοί είναι, τόσο πιο αναλυτικές προβλέψεις είναι επιβεβλημένες, ώστε να εξασφαλίζεται διαφάνεια. Εφόσον ενεργοποιηθούν, πρέπει να προβλέπεται κάποια δυνατότητα «άμυνας» εκ μέρους της Κ.Τ. (π.χ. με προσφυγή κατά της κυβερνητικής πράξης). Μόνο έτσι υφίστανται **ασφαλιστικές δικλείδες** προκειμένου να μη γίνονται καταχρήσεις υποκρύπτουσες πολιτικές παρεμβάσεις στην ανεξαρτησία της Κ.Τ.. Τηρουμένων αυτών των «προδιαγραφών», δημιουργείται τελικά ένα καθεστώς συνεχούς και αποτελεσματικής λογοδοσίας της Κ.Τ. προς την κυβέρνηση και γεφυρώνεται το χάσμα που υφίσταται μεταξύ της πρώτης και δημοκρατικά εκλεγόμενων οργάνων<sup>157</sup>. Στο πλαίσιο αυτό, ως *ratio* των *override mechanisms* αναφέρεται το γεγονός ότι την τελική πολιτική ευθύνη ακόμα και για τη νομισματική πολιτική φέρει η κυβέρνηση στο πλαίσιο του καθορισμού της γενικής πολιτικής ενός κράτους<sup>158</sup>.

**δ)** Αν η Κ.Τ., σε περίπτωση κατά την οποία δέχεται από άλλο όργανο οδηγίες [συνιστώσα **β**]), δύναται να τις αμφισβητήσει.

**ε)** Αν το καταστατικό της Κ.Τ. μπορεί να τροποποιηθεί με απλή πλειοψηφία από τη Βουλή<sup>159</sup>.

Επ’ αυτού, κομβικής σημασίας ζήτημα αποτελεί το αν προβλέπεται ένα μόνο ή δύο **νομοθετικά σώματα** (Άνω και Κάτω Βουλή), αφού στη δεύτερη περίπτωση η διαδικασία είναι συνθετότερη, καθώς το ζήτημα όχι μόνο πρέπει να εξεταστεί από δύο όργανα, αλλά αυτά πρέπει τρόπον τινά και να συμφωνήσουν<sup>160</sup>. Επίσης, κρίσιμο στοιχείο για τη διαδικασία της τροποποίησης είναι και η **τυπικής ισχύς**, με βάση την κελσενική πυραμίδα, της πηγής στην οποία ενσωματώνεται ο Καταστατικός Χάρτης της Κ.Τ.. Ωστόσο, όσον αφορά στην Ε.Ε., η σημασία σχετικοποιείται από τη στιγμή που οι σχέσεις των εθνικών Κ.Τ. των κρατών-μελών με την πολιτική εξουσία ρυθμίζονται από τη Σ.Λ.Ε.Ε. και το Καταστατικό Ε.Σ.Κ.Τ. και Ε.Κ.Τ., με τα οποία πρέπει να συνάδουν τα Καταστατικά των εθνικών Κ.Τ.-μελών του Ε.Σ.Κ.Τ..

<sup>155</sup> Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η Σουηδία, Βλ. De Haan et al. (1998), σελ. 26, υποσημ. 14.

<sup>156</sup> Βλ. *ibidem*, σελ. 6, όπου αναφέρεται ότι τέτοια δυνατότητα είχε ο Υπουργός Οικονομικών στην Ολλανδία, σύμφωνα με το Καταστατικό της Κ.Τ. του 1948, μέχρι την ένταξη της χώρας στην Ο.Ν.Ε.. Αντίστοιχα ισχύουν και στον Καναδά, με βάση το άρθρο 14 (2) του Καταστατικού της Κ.Τ., διαθέσιμο εδώ: <https://laws-lois.justice.gc.ca/PDF/B-2.pdf>.

<sup>157</sup> De Haan et al. (1998), σελ. 7.

<sup>158</sup> *Ibidem* (1998), σελ. 6.

<sup>159</sup> Βλ. *ibidem*, σελ. 13, όπου αναφέρεται ότι σε κάποιες περιπτώσεις η εξουσία της Βουλής για τροποποίηση του Καταστατικού της Κ.Τ. είναι πιο περιορισμένη. Για παράδειγμα, στις Η.Π.Α., ενώ απαιτείται απλή πλειοψηφία για την αλλαγή του Καταστατικού της FED, εάν ο Πρόεδρος ασκήσει βέτο, η αλλαγή θα ισχύει μόνο με αυξημένη πλειοψηφία 2/3 του Κογκρέσου.

<sup>160</sup> Για τη διαδικασία τροποποίησης του Καταστατικού της Bundesbank, Βλ. *ibidem*, σελ. 26, υποσημ. 15.

Γίνεται, επίσης, ευκόλως αντιληπτό ότι η τροποποίηση του Καταστατικού των Κ.Τ. αποτελεί μια πιθανότητα η οποία λαμβάνεται υπόψη από τη διοίκησή τους, γεγονός το οποίο μπορεί να σημαίνει ότι οι Κ.Τ., καίτοι ούσες ανεξάρτητες, ενδέχεται μακροπρόθεσμα να ασκούν τη νομισματική πολιτική κατά τρόπο που συμβαδίζει και με τις επιθυμίες της δημοκρατικά εκλεγόμενης πολιτικής ηγεσίας<sup>161</sup>.

**στ)** Αν η πλημμελής άσκηση των καθηκόντων του Διοικητή, δηλαδή, η αποτυχία στην επίτευξη των στόχων πολιτικής, αποτελεί λόγο για την απομάκρυνσή του<sup>162</sup>.

A minore ad maius, οι **ασφαλιστικές δικλείδες**, που ισχύουν για τους overrides mechanisms [συνιστώσα γ)], θα πρέπει να τηρούνται και για την απομάκρυνση του Διοικητή: μεγαλύτερη σημασία, μάλιστα, έχει όχι το να προβλέπεται απλώς η δυνατότητα απαλλαγής του από τα καθήκοντά του αλλά το να αναφέρονται ρητά και αποκλειστικά οι λόγοι για τους οποίους αυτή μπορεί να συμβεί. Σε μια τέτοια περίπτωση, η λογοδοσία δεν εξαντλείται απλώς στην έννοια “**answerability**”, ήτοι, στην υποχρέωση του λογοδοτούντος να εξηγήσει δημόσια το περιεχόμενο και τα κίνητρα των αποφάσεών του, αλλά λαμβάνει την πιο «αυστηρή» μορφή του “**enforcement**”, δηλαδή, της επιβολής κυρώσεων σε περίπτωση αποτυχημένης άσκησης των καθηκόντων (αλλά και της «επιβράβευσης» σε περίπτωση «καλής συμπεριφοράς»)<sup>163</sup>. Καθίσταται, λοιπόν, σαφές ότι η παραμετροποίηση και η ποσοτικοποίηση των στόχων είναι απαραίτητες, στο πλαίσιο του καθεστώτος λογοδοσίας, για την αξιολόγηση της επιτυχίας της δράσης της Κ.Τ., που συνιστά το έρεισμα της output legitimacy. Βέβαια, όσον αφορά στις Κ.Τ., ενυπάρχει η ιδιομορφία ότι οι προς επίτευξη στόχοι νομισματικής πολιτικής τίθενται συχνά από τις ίδιες<sup>164</sup> στο πλαίσιο τυχόν παρασχεθείσας ανεξαρτησίας στόχων<sup>165</sup> [βλ. ανωτέρω, υπό **2.7 (1)**].

Τέλος, σχετικά με τη θητεία των μελών της διοίκησης των Κ.Τ. και τη διασύνδεσή της με το καθεστώς ανεξαρτησίας και λογοδοσίας τους, οι συγγραφείς<sup>166</sup> αναφέρουν ότι καταγράφονται δύο

<sup>161</sup> Gormley and de Haan (1996), σελ. 109.

<sup>162</sup> Βλ. ανωτέρω, υπό **2.7 (1)** το παράδειγμα της Νέας Ζηλανδίας. Αντίθετα, όσον αφορά στην Ε.Κ.Τ., ο Πρόεδρος μπορεί να απαλλαγεί μόνο με απόφαση του Δ.Ε.Ε. και μόνο εάν δεν πληροί πλέον τις απαραίτητες προϋποθέσεις για την εκτέλεση των καθηκόντων του ή αν διαπράξει βαρύ παράπτωμα (άρθρο 11.4 Καταστατικού Ε.Σ.Κ.Τ. και Ε.Κ.Τ.). Τα ίδια ισχύουν και για τους Διοικητές των εθνικών Κ.Τ.-μελών του Ε.Σ.Κ.Τ (άρθρο 14.2 Καταστατικού Ε.Σ.Κ.Τ. και Ε.Κ.Τ.). Σχετική απόφαση του Δ.Ε.Ε. αφορά στην παράνομη, όπως αυτό έκρινε και για αυτό ακύρωσε, απόφαση των λετονικών αρχών, με την οποία επιβλήθηκε στο Διοικητή της Κ.Τ. απαγόρευση άσκησης των καθηκόντων του, ως περιοριστικός όρος στο πλαίσιο εν εξελίξει ποινικής διαδικασίας και όχι συνεπεία καταδικαστικής δικαστικής απόφασης. Βλ. υπόθεση C-202/18 κ.ά. (Rimšēvičs) της 26.02.2019, διαθέσιμη εδώ: <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=211050&pageIndex=0&doclang=EL&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=13039770>.

<sup>163</sup> Για τις έννοιες “answerability” και “enforcement”, Βλ. Schedler (1999), σελ. 14-17.

<sup>164</sup> Για παράδειγμα, πέραν της Ε.Κ.Τ. [βλ. ανωτέρω, υπό **1.2.1 Γ) (1)**] και η FED, μέσω της κατεχοχίν αρμόδιας για τη νομισματική πολιτική των Η.Π.Α. Federal Open Market Committee, την 25.01.2012 όρισε τον πληθωρισμό στο 2% (μακροπρόθεσμα) και επιβεβαίωσε την απόφασή της την 27.08.2020. Βλ. τις δύο αποφάσεις εδώ: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20120125c.htm>, [https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC\\_LongerRunGoals.pdf](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_LongerRunGoals.pdf). Βλ. και Bullard (2018), σελ. 6-7, όπου αναφέρεται ότι περί το 1995 ο πληθωρισμός στις Η.Π.Α. έφτασε το 2% και οι πληθωριστικές προσδοκίες σταθεροποιήθηκαν στο ποσοστό αυτό. Έτσι, σε συνδυασμό με το γεγονός ότι το ποσοστό 2% είχε αρχίσει να αποτελεί διεθνές standard, οι Η.Π.Α. σιωπηρά κατέληγαν στο 2% μέχρι το 2012, οπότε και ρητά το εξέφρασαν.

<sup>165</sup> Βλ. Χριστοδουλόπουλο (1998), σελ. 77, όπου αναφέρεται: «Όταν η Κεντρική Τράπεζα απολαμβάνει ανεξαρτησία στόχων η μορφή ελέγχου είναι δυσκολότερο να προσδιοριστεί. Στην περίπτωση αυτή μπορεί πάντως να υποστηριχθεί ότι ο έλεγχος ασκείται από την ίδια την αγορά. Αν η Κεντρική Τράπεζα αποτύχει στην πολιτική της το τίμημα θα είναι η μείωση της αξιοπιστίας της με συνέπεια να συναντήσει μεγαλύτερη δυσκολία στην επίτευξη των στόχων της στο μέλλον.».

<sup>166</sup> De Haan et al. (1998), σελ. 7.

απόψεις: Σύμφωνα με την πρώτη, πρέπει να προτιμάται μακρά, ώστε να μη φαλκιδεύεται το καθεστώς ανεξαρτησίας της Κ.Τ., αλλά μη ανανεώσιμη θητεία, ενώ, κατά τη δεύτερη άποψη, η πρόβλεψη σύντομης και με δυνατότητα ανανέωσης θητείας αυξάνει την αποτελεσματικότητα της λογοδοσίας τους απέναντι στο αρμόδιο για το διορισμό τους όργανο, το οποίο μπορεί να εξετάζει ουσιαστικά τα πεπραγμένα τους.

### 3.2.3 Bini Smaghi-Gros<sup>167</sup>

**Παράμετρος 1:** Εκ των προτέρων λογοδοσία, όπου λαμβάνονται υπόψη οι εξής **συνιστώσες:**

**α)** Ο σαφής καθορισμός του στόχου της σταθερότητας των τιμών.

Εν προκειμένω έχει σημασία ο τρόπος με τον οποίο καθορίζεται η σταθερότητα των τιμών, το είδος του δείκτη τιμών που θα χρησιμοποιηθεί για τον τελικό στόχο, η ακρίβεια του στόχου (συγκεκριμένη εκτίμηση, σε αντίθεση με εύρος εκτίμησης) και ο ορίζοντας του στόχου.

**β)** Η ανακοίνωση του επιχειρησιακού στόχου.

Η σαφής κατανόηση από τους συμμετέχοντες στην αγορά του επιχειρησιακού στόχου που χρησιμοποιεί η Κ.Τ. για τη διεξαγωγή των πράξεων νομισματικής πολιτικής επιτρέπει τη συχνή παρακολούθηση των ενεργειών της.

**γ)** Η ανακοίνωση ενδιάμεσου στόχου.

Δεδομένης της χρονικής υστέρησης, που κυμαίνεται από 18 έως 24 μήνες, μεταξύ της εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής και της αποτύπωσής της στο επίπεδο των τιμών, ο πληθωρισμός παρέχει πληροφορίες μόνο για τη νομισματική πολιτική παρελθόντων ετών. Για να αξιολογηθεί η τρέχουσα πολιτική, πρέπει να γίνει ουσιαστικά μια **προβολή στο μέλλον** και, για αυτό, χρησιμοποιείται ένας ενδιάμεσος στόχος που προσπαθεί να εκφράσει τις μελλοντικές εξελίξεις στον πληθωρισμό υπό το πρίσμα σύγχρονων μεταβλητών. Η ανακοίνωση ενδιάμεσου στόχου επιτρέπει στο κοινό να παρακολουθεί τον τρόπο με τον οποίο η Κ.Τ. αντιδρά στις πληθωριστικές πιέσεις, καθώς και αν εμμένει στο στόχο της σταθερότητας των τιμών.

**δ)** Η ανακοίνωση ενδεικτών για την αξιολόγηση της νομισματικής πολιτικής.

Η γνωστοποίηση πληροφοριών σχετικά με αυτούς τους δείκτες βοηθεί τους συμμετέχοντες στην αγορά να κατανοήσουν πώς η Κ.Τ. ερμηνεύει τις προβλέψεις για τον πληθωρισμό, τις αποκλίσεις από τον ενδιάμεσο στόχο και το αν υπάρχει δυνατότητα αντίδρασης.

**ε)** Η εξήγηση του τρόπου με τον οποίο οι στόχοι της νομισματικής πολιτικής επηρεάζουν άλλες πολιτικές και στόχους.

Αυτό οφείλεται στο ότι η Κ.Τ., ακόμα και στην περίπτωση κατά την οποία η σταθερότητα των τιμών συνιστά τον πρωταρχικό της στόχο, μπορεί να επιδιώκει και δευτερεύοντες, όπως η υποστήριξη της οικονομικής πολιτικής της κυβέρνησης.

**Παράμετρος 2:** Εκ των υστέρων λογοδοσία, όπου λαμβάνονται υπόψη οι εξής **συνιστώσες:**

---

<sup>167</sup> Bini Smaghi and Gros (2001).

- α)** Η δημοσίευση δεδομένων για τον ενδιάμεσο στόχο και εξήγηση πιθανής απόκλισης.
- β)** Η δημοσίευση πρόβλεψης για τον πληθωρισμό και απόκλισης από το στόχο αυτού.
- γ)** Η εξήγηση των κύριων μέτρων πολιτικής (ή της απουσίας μέτρων) και των υποκείμενων για την υιοθέτησή τους λόγων.
- δ)** Η εξήγηση του τρόπου κατά τον οποίο τα μέτρα αυτά επηρεάζουν άλλες πολιτικές.

Είναι σαφές ότι η δημοσίευση των ανωτέρω δεδομένων, η παροχή εξηγήσεων για τις εξελίξεις σε σχέση με τις μεταβλητές του στόχου και η ανάλυση σχετικά με τις λαμβανόμενες αποφάσεις πολιτικής ενισχύει τη διαφάνεια των αποφάσεων και, συνεπώς, τη λογοδοσία της Κ.Τ..

### **Παράμετρος 3:** Διαδικασίες Λογοδοσίας, όπου λαμβάνονται υπόψη οι εξής **συνιστώσες**:

- α)** Αν προβλέπονται τακτικές δημόσιες εκθέσεις που καλύπτουν όλες τις συνιστώσες των παραμέτρων 1 και 2 [με εξαίρεση τη **συνιστώσα δ)** της **παραμέτρου 2**].

Δηλαδή, εξετάζεται εάν, πότε και πόσο συχνά η Κ.Τ. παρέχει δεδομένα σχετικά με τους στόχους, τους σχετικούς ενδείκτες και εξηγεί τις πολιτικές που ακολουθεί, τους υποκείμενους λόγους αυτών και το πόσο καλά έχει αποδώσει ενόψει των προαναγγελλθέντων στόχων.

- β)** Αν προβλέπονται ακροάσεις (του Διοικητή) στο Κοινοβούλιο.

Στη διαδικασία αυτή η παρουσίαση που γίνεται εκ μέρους της Κ.Τ. για τη δράση της (πρέπει να) είναι λιγότερο τεχνική, ώστε να γίνεται αντιληπτή από τους εκπροσώπους του λαού, οι οποίοι μέσω των ερωτήσεων που θέτουν διαμορφώνουν άποψη και αξιολογούν.

- γ)** Αν προβλέπεται συμμετοχή εκπροσώπου της κυβέρνησης ως παρατηρητή στη συνεδρίαση των οργάνων λήψης αποφάσεων.

Κατ' αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνεται ανταλλαγή απόψεων και πληροφοριών μεταξύ των δύο οργάνων για την πολιτική εκάστου.

- δ)** Αν προβλέπεται δημοσίευση συνοπτικών πρακτικών.

- ε)** Αν προβλέπεται δημοσίευση λεπτομερών πρακτικών.

- στ)** Αν προβλέπεται δημοσίευση των ψήφων των μελών των οργάνων λήψης αποφάσεων.

Το ζήτημα αυτό σχετίζεται και με την ευθύνη που βαραίνει την Κ.Τ.. Στην περίπτωση της Ε.Κ.Τ. δεν προβλέπεται δημοσίευση των ψήφων των μελών του Δ.Σ., αφού η ευθύνη για τυχόν πλημμέλεια κατά την εκτέλεση των αρμοδιοτήτων τους είναι **συλλογική**. Αντίθετα, σε περιπτώσεις όπως της FED, της Τράπεζας της Αγγλίας και της Ιαπωνίας, όπου υφίσταται δυνατότητα απόδοσης **ατομικής** ευθύνης στα μέλη της διοίκησης, προβλέπεται ως λογικό προαπαιτούμενο η δημοσίευση της ψήφου καθενός κατά τη συνεδρίαση του συλλογικού οργάνου<sup>168</sup>.

Καταληκτικά, οι συγγραφείς σημειώνουν ότι: πρώτον, τα ανωτέρω κριτήρια μπορεί να αλληλοσυμπληρώνονται και να επικαλύπτονται· δεύτερον, η απαρίθμησή τους είναι ενδεικτική

<sup>168</sup> Για τους λόγους αυτής της διαφοροποίησης, Βλ. ECB (2002), σελ. 49.



και όχι εξαντλητική· τρίτον, ο κατάλογος των κριτηρίων δεν καταρτίστηκε επί τη βάση μιας κανονιστικής ανάλυσης της έννοιας της λογοδοσίας αλλά εμπειρικών παρατηρήσεων επί των ακολουθούμενων από τις Κ.Τ. πρακτικών, καθώς και ακαδημαϊκών συζητήσεων.

### 3.2.4 Siklos<sup>169</sup>

Ορίζει τη λογοδοσία με βάση τρία **κριτήρια**<sup>170</sup>:

**α)** Τη σαφήνεια και την ακρίβεια με την οποία οι στόχοι νομισματικής πολιτικής καταγράφονται και επικοινωνούνται.

**β)** Την έκταση και τη μορφή με την οποία επικοινωνούνται οι αποφάσεις πολιτικής και οι στρατηγικές προς επίτευξη των τεθειμένων στόχων.

**γ)** Το εύρος των εξηγήσεων που υποχρεούται να παρέχει για τα πεπραγμένα της η Κ.Τ., τη μορφή που πρέπει αυτές να λαμβάνουν και τα πρόσωπα και όργανα προς τα οποία είναι υπόλογος ο Διοικητής<sup>171</sup>.

Ο συγγραφέας επισημαίνει ότι η σαφήνεια των στόχων νομισματικής πολιτικής απλοποιεί την αξιολόγηση του παραγόμενου έργου της Κ.Τ. από το κοινό. Εν τούτοις, αναφέρεται ότι η επίτευξη του ποσοτικού στόχου του πληθωρισμού δεν εναπόκειται απόλυτα και ολοκληρωτικά στην Κ.Τ., δεδομένου ότι μπορεί ανά πάσα στιγμή να υπάρξουν εγχώριες και διεθνείς πιέσεις, μη υποκείμενες στον έλεγχο της αλλά επηρεάζουσες την επίδοσή της. Η Κ.Τ. δεν μπορεί να αντιδρά σε κάθε απρόβλεπτη μεταβολή των οικονομικών συνθηκών που επιδρά βραχυπρόθεσμα στο επίπεδο των τιμών. Επομένως, το πρώτο κριτήριο είναι σημαντικό αλλά **δεν επαρκεί**. Έτσι, προκειμένου να αξιολογείται αντικειμενικά η επίδοση της Κ.Τ., προσαπαιτείται να επικοινωνεί επαρκώς και τακτικώς με την κυβέρνηση, το Κοινοβούλιο και το κοινό, ώστε να διαμορφώνουν ορθή άποψη για την ασκούμενη νομισματική πολιτική. Επ' αυτού εφιστάται προσοχή στην ποιότητα (**περιεχόμενο**) των πληροφοριών που παρέχονται και όχι στην ποσότητα αυτών, προς αποφυγή άσκοπης και ίσως παραπλανητικής υπερπληροφόρησης, καθώς και στη διαφοροποίηση μεταξύ προβλέψεων για το μέλλον έναντι αναδρομικών αναλύσεων, οι οποίες επιτρέπουν την **εκ των υστέρων** δικαιολόγηση των αποτελεσμάτων της ασκηθείσας νομισματικής πολιτικής.

Μετά τις ανωτέρω ορολογικές διευκρινίσεις ο συγγραφέας προτείνει τη δική του μέθοδο για τη μέτρηση της λογοδοσίας των Κ.Τ. που βασίζεται επί των ακόλουθων **παραμέτρων**:

---

<sup>169</sup> Siklos (2002).

<sup>170</sup> Ibidem, σελ. 227-230.

<sup>171</sup> Βλ. και Laurens et al. (2009), σελ. 97-98, όπου αναφερόμενοι στο Siklos (2002) σημειώνουν ότι χρησιμοποιεί την έννοια της λογοδοσίας όπως οι de Haan et al. (1998) και χαρακτηρίζουν το πρώτο κριτήριο λογοδοσία επί των στόχων (“accountability on objectives”), το δεύτερο διαδικαστική λογοδοσία (“procedural accountability”) και το τρίτο ενημερωτική λογοδοσία (“informational accountability”).

1. Clarity of objective (de jure)
2. Quantification of objective (de facto)
3. Publication of an economic outlook
  - (i) in the form of explicit forecasts
  - (ii) forecasts with assessment of risks
  - (iii) general statement only
4. Publication of statement of accountability and ultimate responsibility for monetary policy
5. Conflict resolution procedures (de jure)
  - (i) definition of conflict
  - (ii) procedures to resolve conflict
  - (iii) clear outcomes in the case of failure to resolve conflict
6. Reporting mechanisms and procedures (dealing with policy)
  - (i) to minister
  - (ii) to legislature
  - (iii) other (for example, board)
7. Decision-making structure (de jure)
  - (i) by committee (size)
  - (ii) CEO only
8. Gives explicit advice to government
9. Clear and detailed explanation of appointment procedures
10. Regular appearances before parliament (de jure/de facto)
11. Is the central bank subject to possible interference in the conduct of monetary policy? (de jure)
12. Who sets the objectives of monetary policy?
  - (i) none/government
  - (ii) management
  - (iii) set by statute
  - (iv) joint CB/government

172

Ο συγγραφέας αναφέρει ότι κάποιες από τις παραμέτρους μπορεί να εμπότουν και στην έννοια της δημοσιότητας, δηλαδή, τα όρια μεταξύ αυτής και της λογοδοσίας είναι αρκετά ρευστά. Για παράδειγμα, η μεγάλη σαφήνεια/ακρίβεια για το στόχο της νομισματικής πολιτικής είναι ένδειξη αυξημένης διαφάνειας, ωστόσο, ενισχύει και τη λογοδοσία της Κ.Τ., μιας και διευκολύνει την αξιολόγηση των επιδόσεων της από την κοινή γνώμη και την κυβέρνηση<sup>173</sup>.

### 3.2.5 Stavasage<sup>174</sup>

**Παράμετρος 1:** Αν υπάρχει στο Καταστατικό της Κ.Τ. πρόβλεψη που ρυθμίζει σαφώς τη σχέση της με το Κοινοβούλιο και απαιτεί να αναφέρεται σε αυτό επί της νομισματικής πολιτικής.

**Παράμετρος 2:** Αν υπάρχει κάποια ρήτρα διαφυγής που προβλέπει δυνατότητα του Υπουργού Οικονομικών να επεμβαίνει σε αποφάσεις νομισματικής πολιτικής.

Ο συγγραφέας εξετάζει κατά πόσο η λογοδοσία των Κ.Τ. επιδρά στην αποτελεσματικότητα της πολιτικής τους. Βασίζοντας την έρευνά του στο φαινόμενο του αποπληθωρισμού, που εκδηλώθηκε τη δεκαετία του 1990 σε πολλά κράτη (μέλη και μη του Ο.Ο.Σ.Α.) με διαφορετικά

<sup>172</sup> Ο πίνακας έχει αντληθεί από Siklos (2002), σελ. 248-251.

<sup>173</sup> Ibidem, σελ. 247.

<sup>174</sup> Stavasage (2003).

μοντέλα Κ.Τ., καταλήγει, σύμφωνα με εμπειρικά δεδομένα, ότι οι ανωτέρω δύο παράμετροι δεν επηρεάζουν αυξητικά το κόστος αποπληθωρισμού<sup>175</sup>.

### 3.3 Λογοδοσία και κυρώσεις

Στη θεωρία καταγράφεται η άποψη ότι δε νοείται αποτελεσματική λογοδοσία των θεσμικών οργάνων του κράτους, εάν δεν προβλέπεται δυνατότητα επιβολής κυρώσεων<sup>176</sup>. Ωστόσο, τίθεται ένα ζήτημα σχετικά με το αν αυτή η παραδοχή ισχύει και για τη λογοδοσία ειδικά των ανεξάρτητων Κ.Τ.. Βέβαια, και στην περίπτωση τους βρίσκει εφαρμογή η **principal-agent theory**, επομένως, η αποτελεσματική λογοδοσία αποτελεί το μέσο για τη μείωση των κινήτρων κατάχρησης που οι εντολοδόχοι-διοικούντες την Κ.Τ. ενδέχεται να εκδηλώσουν κατά τρόπο που δε συνάδει απόλυτα και πρωταρχικά με το δημόσιο συμφέρον ή ακόμα χειρότερα εξυπηρετεί αλλότρια/ίδια συμφέροντα.

Έτσι, κατά μία άποψη, και στην περίπτωση αυτή πρέπει να είναι υπαρκτό το ενδεχόμενο επιβολής κυρώσεων στη διοίκηση της Κ.Τ., εφόσον αποτυγχάνει να φέρει σε πέρας την εντολή που τής έχει ανατεθεί<sup>177</sup>. Στον αντίποδα καταγράφεται η άποψη ότι προτιμητέες, λόγω της **ιδιαίτερης φύσης** της αποστολής των Κ.Τ., είναι διαρκείς και σε βάθος χρόνου διαδικασίες για την εξέταση των πεπραγμένων τους από τη Βουλή και το κοινό. Η ιδιαιτερότητα σχετίζεται με την αβεβαιότητα και χρονική υστέρηση κατά τη λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής (από τη λήψη των σχετικών αποφάσεων έως τον επηρεασμό διαφόρων οικονομικών μεταβλητών και τελικά του επιπέδου των τιμών). Το γεγονός, δηλαδή, ότι η νομισματική πολιτική έχει **μεσο-μακροπρόθεσμο** ορίζοντα και, άρα, οι Κ.Τ. δεν είναι σε θέση να αντιμετωπίσουν απρόβλεπτες βραχυπρόθεσμες μεταβολές των τιμών καθιστά ακατάλληλους τους επίσημους μηχανισμούς επιβολής κυρώσεων στο πλαίσιο αξιολόγησης των επιδόσεών τους εντός συγκεκριμένου χρονικού ορίζοντα<sup>178</sup>.

---

<sup>175</sup> Ibidem, σελ. (ιδίως) 390, 393, 400.

<sup>176</sup> Przeworski et al. (1999), σελ. 40. Βλ. και Pollack (1997), σελ. 108-112, ο οποίος αναφέρεται στην ανάγκη ύπαρξης μηχανισμών όχι μόνο κύρωσης αλλά και επιβράβευσης, σε περίπτωση που τα θεσμικά όργανα αποτυγχάνουν ή ανταποκρίνονται, αντίστοιχα, στην αποστολή τους.

<sup>177</sup> Βλ. Bofinger (2001), σελ. 205-206, 229-230, όπου προκρίνονται μάλιστα οι ευθείες κυρώσεις, δηλαδή, η απομάκρυνση της διοίκησης της Κ.Τ. σε περίπτωση ανεπιτυχούς άσκησης των καθηκόντων της. Βέβαια, ο συγγραφέας αναφέρει ότι συνήθως τα Καταστατικά των Κ.Τ. δεν περιλαμβάνουν πρόβλεψη για ευθείες κυρώσεις. Τονίζει, όμως, ότι το δεδομένο αυτό δε σημαίνει ότι οι διοικούντες την Κ.Τ. λειτουργούν και χωρίς να διατρέχουν κίνδυνο έμμεσων κυρώσεων. Για παράδειγμα, αν δεν επιτυγχάνουν στην αποστολή τους, θα πληγεί η εμπιστοσύνη που αποπνέουν στο κοινό και ίσως αντιμετωπίσουν δυσκολίες στον επαναδιορισμό τους (εφόσον προβλέπεται δυνατότητα ανανέωσης της θητείας τους). Επίσης, ως έμμεση κύρωση υπολαμβάνεται και η αλλαγή του Καταστατικού της Κ.Τ., πληττομένης, έτσι, της ανεξαρτησίας της.

<sup>178</sup> ECB (2002), σελ. 47.

### 3.4 Σχέση ανεξαρτησίας-λογοδοσίας

#### 3.4.1 Η αντιθετική άποψη

Κατά μια μερίδα θεωρητικών<sup>179</sup>, η ανεξαρτησία και η λογοδοσία των Κ.Τ. συνιστούν «**αντίρροπες δυνάμεις**». Όσο μεγαλύτερη είναι η ανεξαρτησία, ιδίως στον καθορισμό των στόχων, τόσο ασθενέστερο είναι το καθεστώς δημοκρατικής λογοδοσίας, διότι δύνανται να τους επαναπροσδιορίσουν ώστε να υπάρξει σύγκλιση με το αναμενόμενο αποτέλεσμα, το οποίο τελικά κρίνει την επίδοσή τους. Αντίστροφα, εφόσον η κυβέρνηση δύναται να καθορίζει τους όρους και τις προϋποθέσεις άσκησης της πολιτικής, τόσο πιο έντονη γίνεται η λογοδοσία τους προς την πολιτική εξουσία. Μειουμένης, όμως, της ανεξαρτησίας διακυβεύεται και η αποτελεσματικότητα επίτευξης των τεθειμένων στόχων (εφόσον, βέβαια, γίνει δεκτή, σύμφωνα με τα διαλαμβανόμενα στο Κεφάλαιο 2, η εκδοχή ότι η ανεξαρτησία συμβάλλει στην αποτελεσματικότητα). **Εκ πρώτης όψεως**, η αντιθετική σχέση των δύο εννοιών μπορεί να φαίνεται εύλογη και να επιβεβαιώνεται εμπειρικά σε κάποιες περιπτώσεις.

Αυτό, όμως, δεν αναιρεί ότι η ανεξαρτησία και η λογοδοσία **πρέπει** να λειτουργούν παράλληλα, ειδάλως, το διευρυνόμενο δημοκρατικό έλλειμμα θα επιβάλει την αλλαγή του θεσμικού πλαισίου<sup>180</sup>. Πάντως, αξίζει να σημειωθεί ότι ακόμα και συγγραφείς οι οποίοι εντοπίζουν βραχυπρόθεσμα αυτή την αντίθεση υποστηρίζουν ότι δεν μπορεί να υφίσταται **σε βάθος χρόνου**. Εφόσον μια Κ.Τ. ασκεί συνεχώς πολιτική στερουμένη ευρείας πολιτικής στήριξης, τότε, αργά ή γρήγορα, θα παρακαμφθεί από την πολιτική εξουσία<sup>181</sup>.

#### 3.4.2 Η συνθετική άποψη

Άλλοι θεωρητικοί υποστηρίζουν ότι η ανεξαρτησία και η λογοδοσία είναι «**ομόρροπες δυνάμεις**», καθώς συμβάλλουν και οι δύο στην εκ του αποτελέσματος νομιμοποίηση της δράσης της Κ.Τ.. Για αυτό, συχνά αποκαλούνται οι **δύο όψεις του ίδιου νομίσματος**<sup>182</sup>, συνθέτουσες το δίπολο της «υπεύθυνης ανεξαρτησίας» (“accountable independence”<sup>183</sup>).

Για να εκχωρηθεί ανεξαρτησία σε μία Κ.Τ., πρέπει να οριοθετηθεί ακριβώς το πεδίο της δράσης της (στόχοι και μέσα πολιτικής), επί του οποίου καλείται, ως έχουσα ευθύνη, να λογοδοτεί επί τη βάσει σαφών διαδικασιών και κανόνων<sup>184</sup>. Ένα τέτοιο αποτελεσματικό καθεστώς λογοδοσίας της Κ.Τ., ιδίως εφόσον συμπεριλαμβάνει κυρώσεις για περιπτώσεις μη εκπλήρωσης των στόχων, αποτελεί **κίνητρο** για την αποτελεσματική λειτουργία της Κ.Τ., μη διασαλεύοντας ταυτόχρονα το ανεξάρτητο status της.

<sup>179</sup> Βλ. Nolan and Schaling (1996), σελ. 25-27, όπου, χρησιμοποιώντας για τη λογοδοσία τα κριτήρια των Briault-Haldane-King και για την ανεξαρτησία τα κριτήρια των Eijffinger-Schaling, καταλήγουν στην αντιστρόφως ανάλογη σχέση των δύο εννοιών.

<sup>180</sup> Βλ. Briault et al. (1996), σελ. 40, στους οποίους παραπέμπουν ευθέως οι Nolan and Schaling (1996), σελ. 26-27.

<sup>181</sup> Eijffinger and de Haan (1996), σελ. 54.

<sup>182</sup> Padoa Schioppa (2000), σελ. 28, ECB (2002), σελ. 46.

<sup>183</sup> Lastra and Louis (2013), σελ. 98, Amttenbrink (1999), σελ. 60.

<sup>184</sup> Bini Smaghi and Gros (2001), σελ. 3.

Το γεγονός, βέβαια, ότι οι Κ.Τ. (πρέπει να) είναι ανεξάρτητες κατά την άσκηση της νομισματικής πολιτικής δε σημαίνει ότι λειτουργούν και σε **πολιτικό ή κοινωνικό κενό**<sup>185</sup>, αφού οι αποφάσεις που λαμβάνουν έχουν ευρείες συνέπειες<sup>186</sup>. Αν και η ανεξαρτησία προστατεύει από πολιτικές πιέσεις τις Κ.Τ., εν τούτοις, αυτές συχνά δεν περιορίζονται στην άσκηση των νομισματικών τους καθηκόντων, αλλά λαμβάνουν μέρος και σε πολιτικές ζυμώσεις, π.χ. προκειμένου να αποτρέψουν την ψήφιση ενός συναφούς νομοθετήματος για το οποίο έχουν ενστάσεις. Απεμπολούν, δηλαδή, το ρόλο του ουδέτερου οργανισμού-θεματοφύλακα του νομίσματος και μετατρέπονται σε ενεργό πολιτικό παίκτη. Έτσι, λαμβανομένης υπόψη της επιρροής αυτής που ασκούν εν τοις πράγμασι, λόγω και της βαρύτητας των καθηκόντων τους, η λογοδοσία τους είναι περισσότερο από επιτακτική: όχι μόνο δεν αποτελεί περιοριστικό της ανεξαρτησίας παράγοντα, τουναντίον, **νομιμοποιητικό** αυτής. Αντίστροφα, η ύπαρξη μηχανισμών λογοδοσίας για την Κ.Τ. έχει νόημα μόνο αν υφίσταται ανεξαρτησία της, ειδάλλως, την ευθύνη για τη νομισματική πολιτική φέρει στην ουσία άλλο όργανο το οποίο πρέπει να είναι υπόλογο<sup>187</sup>.

Συμπερασματικά, η λογοδοσία μπορεί να θεωρηθεί και ως **συμπλήρωμα**, αν όχι ως απαραίτητη προϋπόθεση για ανεξαρτησία. Ένα όργανο δεν είναι ανεξάρτητο εάν δεν είναι υπόλογο για τις ενέργειές του.

### 3.5 Η έννοια και σημασία της διαφάνειας

Ενόψει των ανωτέρω, ανακύπτει και η έννοια της διαφάνειας η οποία διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στη **σύζευξη** της ανεξαρτησίας και της λογοδοσίας<sup>188</sup>. Η διαφάνεια επιτυγχάνεται όταν οι Κ.Τ. επικοινωνούν τις αποφάσεις τους σχετικά με τη νομισματική πολιτική σε πραγματικό χρόνο ή ακόμα και όταν γνωστοποιούν εκ των προτέρων (δηλαδή πριν τη λήψη απόφασης) τις σχετικές τους προθέσεις. Έτσι, προωθείται η καλύτερη κατανόηση των ενεργειών τους από το κοινό και την αγορά, με συνέπεια την **ενίσχυση της αξιοπιστίας** και τελικά της αποτελεσματικότητας της πολιτικής τους<sup>189</sup>.

Για να μπορεί, όμως, η διαφάνεια να επιτύχει τον ανωτέρω σκοπό της, θα πρέπει η Κ.Τ. όχι μόνο να καθιστά γνωστά και δημόσια στοιχεία για την ακολουθούμενη πολιτική, αλλά να τα **επεξηγεί** και να τα «εκκλαϊκεύει», προκειμένου να μπορεί να τα αντιληφθεί ουσιαστικά ο δεξίλογος, είτε αυτός είναι εκπρόσωπος της νομοθετικής είτε της εκτελεστικής εξουσίας, ο οποίος δεν είναι

---

<sup>185</sup> Βλ. Castellani (2002), σελ. 4, όπου αναφέρεται ότι η ανάγκη λογοδοσίας προκύπτει λόγω δυνητικής απόκλισης μεταξύ αυτού που προσδοκάται, δηλαδή, η κοινωνικά βέλτιστη πολιτική, και αυτού που όντως προσφέρεται από την Κ.Τ.. Αυτή η διάσταση μπορεί να οφείλεται σε διάφορους παράγοντες, μεταξύ των οποίων η ασάφεια σχετικά με τους στόχους της Κ.Τ.. Για αυτό, όλη η θεωρία συγκλίνει στο ότι είναι επιβεβλημένος ο ακριβής καθορισμός των στόχων νομισματικής πολιτικής της Κ.Τ..

<sup>186</sup> Για την έννοια του «συντηρητικού τραπεζίτη», ο οποίος μπορεί να εφαρμόζει ιδεοληπτικά μια ακατάλληλη, αντιπληθωριστική νομισματική πολιτική που αντίκειται στο κοινωνικό και τελικά στο δημόσιο συμφέρον, Βλ. ανωτέρω, υπό **2.4.3**.

<sup>187</sup> Amttenbrink (1999), σελ. 59-61.

<sup>188</sup> Adrian and Khan (2019). Βλ. και Lastra (1997), σελ. 323, όπου σημειώνεται ότι η λογοδοσία, σημαντικό στοιχείο της οποίας είναι η διαφάνεια, επιτάσσει στην Κ.Τ. τουλάχιστον να εξηγεί και να δικαιολογεί τις πολιτικές ή τις ενέργειές της και να δίνει λογαριασμό για τις αποφάσεις που λαμβάνονται κατά την εκτέλεση των καθηκόντων της.

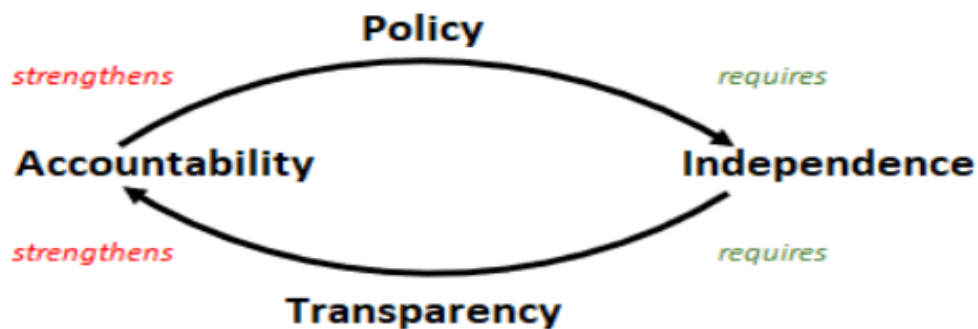
<sup>189</sup> Βλ. Padoa Schioppa (2000), σελ. 31, όπου σημειώνεται ότι η διαφάνεια έχει περισσότερο οικονομική χροιά και όχι πολιτική όπως η λογοδοσία, δια της οποίας παρέχονται ex post εξηγήσεις και δικαιολογούνται οι ληφθείσες αποφάσεις, συμβάλλοντας κατ' αυτόν τον τρόπο σε δημοκρατικό έλεγχο της άσκησης εξουσίας.

απαραίτητο να διακρίνεται για την τεχνοκρατική του κατάρτιση σε αυτά τα θέματα<sup>190</sup>. Στην πράξη, ωστόσο, ο κίνδυνος να μη γίνουν κατανοητές από τους αποδέκτες οι παρεχόμενες από την Κ.Τ. πληροφορίες έχει ως αποτέλεσμα η ουσιαστική έννοια της διαφάνειας να μεταπίπτει στην επιφανειακή έννοια της **δημοσιότητας**, δηλαδή, της απλής παράθεσης στοιχείων, τα οποία είναι ακατάληπτα<sup>191</sup>. Ο κίνδυνος γίνεται ακόμα μεγαλύτερος όταν ο προς τον η λογοδοσία μπορεί να επιβάλει κυρώσεις, χωρίς να έχει αντιληφθεί απόλυτα και ουσιαστικά κατά πόσο συντρέχουν οι σχετικές προϋποθέσεις. Σημαντικό είναι, επίσης, να αποφεύγεται η **υπερπληροφόρηση** που αδρανοποιεί το δέκτη των πληροφοριών και οδηγεί σε σύγχυση.

Συμπερασματικά, η διαφάνεια πρέπει να νοηθεί ως μια διευκόλυνση που παρέχεται στην αξιολόγηση των πληροφοριών, αποτελούσα το σημείο **πρακτικής εναρμόνισης** μεταξύ ανεξαρτησίας και λογοδοσίας<sup>192</sup>.

### Reinforced connections

Independence requires transparency and provides the basis for sound monetary policy.



Sources: IMF, 2019, Staff Proposal to Update the Monetary and Financial Policies Transparency Code. IMF Policy Paper, May 2019. Washington, D.C.; International Monetary Fund.

INTERNATIONAL MONETARY FUND

193

<sup>190</sup> Προφανώς, όσον αφορά στην κοινωνία, δεν μπορεί να απαιτηθεί από την Κ.Τ. να εκλαϊκεύει τη νομισματική πολιτική τόσο ώστε να γίνεται κατανοητή και από κάθε απλό πολίτη.

<sup>191</sup> Naurin and Fellow (2006), σελ. 96.

<sup>192</sup> Padoa Schioppa (2000), σελ. 32.

<sup>193</sup> Ο πίνακας έχει αντληθεί από Adrian and Khan (2019).

## ΚΑΤΑΛΗΚΤΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Με την παρούσα εργασία αποπειραθήκαμε να εξηγήσουμε πώς προέκυψε ιστορικά και γιατί προτιμάται σήμερα το μοντέλο των ανεξάρτητων Κ.Τ. στο σύγχρονο δυτικό κόσμο. Η βασική αρχετυπική λειτουργία των Κ.Τ. ήταν η χρηματοδότηση των κρατικών δαπανών είτε με δάνεια με προνομιακούς όρους είτε με την αύξηση της νομισματικής κυκλοφορίας. Το μοντέλο αυτό διατηρήθηκε, τηρουμένων, βέβαια, των ιστορικών αναλογιών, για περίπου τρεις αιώνες, έως τις αρχές της δεκαετίας του 1970, οπότε η έκρηξη του πληθωρισμού συνεπεία της πετρελαϊκής κρίσης και η αδυναμία -εξαιτίας του κρατικού ελέγχου υπό τον οποίο ακόμα τότε ευρίσκονταν- των Κ.Τ. να διαχειριστούν την κατάσταση υπήρξε το έναυσμα για τον τερματισμό της επιρροής της πολιτικής εξουσίας στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής και για την ανάθεσή αυτής σε ένα όργανο με τεχνοκρατικά εχέγγυα, ειδικά στο δυτικό κόσμο. Στην κατεύθυνση αυτή συνέβαλε και η επιτυχής δράση, όσον αφορά στη διατήρηση της νομισματικής σταθερότητας μετά το Β' Παγκόσμιο Πόλεμο, της ανεξάρτητης Bundesbank, που αποτέλεσε και το πρότυπο του Ε.Σ.Κ.Τ..

Πράγματι, μέσω εκτεταμένης βιβλιογραφικής έρευνας παρουσιάστηκε η αρνητική συσχέτιση μεταξύ της ανεξαρτησίας της Κ.Τ. και του επιπέδου του πληθωρισμού μιας χώρας. Η αποτελεσματικότητα που χαρακτηρίζει το έργο των ανεξάρτητων Κ.Τ. είναι δικαιολογητικός λόγος της νομιμοποίησής αυτών, παρ' ότι μη αιρετών οργάνων, στο πλαίσιο της σύγχρονης αντιπροσωπευτικής δημοκρατίας. Η ανεξαρτησία, όμως, συνδέεται άρρηκτα με τη λογοδοσία, ως οι δύο όψεις του ίδιου νομίσματος, γιατί, μόνο εάν οι Κ.Τ. δύνανται να επιλέγουν ελεύθερα τον τρόπο συμμόρφωσης με την εντολή που τούς έχει ανατεθεί, φέρουν συνακόλουθα και ευθύνη ούσες υπόλογες, γεγονός που ενισχύει περαιτέρω την εύρυθμη και επιτυχή τους λειτουργία.

Επί τη βάση των ανωτέρω παραδοχών, διάφοροι θεωρητικοί πρότειναν μια σειρά παραμέτρων για τη μέτρηση του βαθμού της ανεξαρτησίας και της λογοδοσίας των Κ.Τ.. Συγκρίνοντας τις μελέτες τους αδρομερώς, εντοπίσαμε εν πολλοίς κοινά σημεία. Ως προς την ανεξαρτησία, δίνεται έμφαση στο να μην μπορεί να επηρεάσει η κυβέρνηση τις αποφάσεις νομισματικής πολιτικής, στη διαδικασία διορισμού και απομάκρυνσης, καθώς και στη θητεία του Διοικητή και των λοιπών μελών του Συμβουλίου διοίκησης και στην έκταση και στους όρους υπό τους οποίους το Δημόσιο μπορεί να δανείζεται από τις Κ.Τ.. Σχετικά με τη λογοδοσία, ιδιαίτερη σημασία αποδίδεται στον έλεγχο που μπορεί να ασκεί το Κοινοβούλιο στις Κ.Τ., στην πρόβλεψη στο Καταστατικό τους ρητρών διαφυγής που σε εξαιρετικές περιπτώσεις επιτρέπουν στην κυβέρνηση να παρεμβαίνει στο έργο τους και στη δημοσίευση πρακτικών των συνεδριάσεων και εκθέσεων πεπραγμένων, που ενισχύουν τη διαφάνεια της δράσης τους. Καθίσταται, λοιπόν, ευκρινές ότι ανεξαρτησία, λογοδοσία και διαφάνεια είναι απαραίτητες για την εκπλήρωση της εντολής τους με αξιοπιστία.

Καταληκτικά, πρέπει να σημειωθεί ότι, αν και σήμερα πρωταρχικός ρόλος των Κ.Τ. είναι η διατήρηση της σταθερότητας του νομίσματος, αυτό δε σημαίνει ότι λειτουργούν με «παρωπίδες», μη συνυπολογίζοντας τις γενικότερες αποφάσεις της οικονομικής πολιτικής· αντίθετα, (πρέπει να) λαμβάνουν υπόψη τις επικρατούσες δημοσιονομικές συνθήκες και τους στόχους της κυβερνητικής πολιτικής. Ο συντονισμός των δύο συνιστωσών της ευρύτερης οικονομικής πολιτικής ενός κράτους -νομισματικής και δημοσιονομικής- είναι απαραίτητος για τη βελτίωση του βιοτικού επιπέδου του πληθυσμού, καθώς έχει αποδειχθεί ότι, μολονότι υπό συγκεκριμένες συνθήκες μια πληθωριστική πολιτική θα μπορούσε να ευνοήσει την οικονομία για βραχύ ορίζοντα, μακροπρόθεσμα η οικονομική ανάπτυξη προϋποθέτει απαραίτητα νομισματική ισορροπία.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Α) ΕΛΛΗΝΟΓΛΩΣΣΗ

Βενιζέλος, Ευ. (2004): Τι Σημαίνει Πολιτική Ευθύνη, Εφημερίδα «Τα Νέα», διαθέσιμο εδώ: <https://www.tanea.gr/2004/09/15/greece/ti-simainei-politiki-eythyni/>.

Γκόρτσος, Χρ. (2014): Εισαγωγή στο Δίκαιο της Οικονομικής & Νομισματικής Ένωσης: Γενικό Μέρος-Ιστορική Διάσταση & Θεσμικές Διατάξεις, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα.

Γκόρτσος, Χρ. (2011): Εισαγωγή στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο: Το Διεθνές Τραπεζικό Δίκαιο μέσα στο Σύστημα του Διεθνούς Χρηματοπιστωτικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα.

Δελλής, Γ. (2018): Δήμος και Αγορά: Το Δημόσιο Δίκαιο «Αλλιώς», με το Βλέμμα της Οικονομικής Ανάλυσης, Ευρασία, Αθήνα.

Ευθυμίουπουλος, Ανδρ. (2000): Η Ανεξαρτησία της Κεντρικής Τράπεζας: Η Θεωρητική Διαμάχη, οι Εμπειρικές Ενδείξεις και τα Ζητήματα Πολιτικής που Παραμένουν "Ανοικτά", Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών (Α'-Β' τρίμηνο), διαθέσιμο εδώ: [https://www.hba.gr/5Ekdosis/UplPDFs/deltia/1-2\\_2000/4\\_4.pdf](https://www.hba.gr/5Ekdosis/UplPDFs/deltia/1-2_2000/4_4.pdf).

Καμτσίδου, Ιφ. (2011), Το Κοινοβουλευτικό Σύστημα: Δημοκρατική Αρχή και Κυβερνητική Ευθύνη, Σαββάλας, Αθήνα.

Κουτεντάκης, Φρ. και Κουκουριτάκης, Μ. (2015): Διεθνής Μακροοικονομική, Σύνδεσμος Ελληνικών Ακαδημαϊκών Βιβλιοθηκών, διαθέσιμο εδώ: [https://repository.kallipos.gr/bitstream/11419/292/1/00\\_master\\_document.pdf](https://repository.kallipos.gr/bitstream/11419/292/1/00_master_document.pdf).

Παπάζογλου, Χρ. (2010): Εισαγωγή στη Διεθνή Οικονομική, Συμεών, Αθήνα.

Ρόκας, Ν., Γκόρτσος, Χρ., Μικρουλέα, Αλ. και Λιβαδά, Χρ. (2016): Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα.

Σπανός, Λ. (2000): Έσοδα Εκδοτικού Προνομίου (Seigniorage) και Προβλήματα Δημοσιονομικής Διαχείρισης και Πληθωρισμού, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών (Α'-Β' τρίμηνο), διαθέσιμο εδώ: [https://www.hba.gr/5Ekdosis/UplPDFs/deltia/1-2\\_2000/4\\_5.pdf](https://www.hba.gr/5Ekdosis/UplPDFs/deltia/1-2_2000/4_5.pdf).

Τράπεζα της Ελλάδος (2009): Έκθεση για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα, διαθέσιμη εδώ: <https://www.bankofgreece.gr/Publications/fstability200906.pdf>.

Τράπεζα της Ελλάδος (1978): Τα Πρώτα Πενήντα Χρόνια της Τραπεζικής της Ελλάδος, Αθήνα.



Χριστοδουλόπουλος, Αθ. (1998): Η Ανεξαρτησία της Κεντρικής Τράπεζας: Επισκόπηση, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών (Β' τρίμηνο), διαθέσιμο εδώ: [https://www.hba.gr/5Ekdosis/UplPDFs/deltia/2\\_1998/5\\_2.pdf](https://www.hba.gr/5Ekdosis/UplPDFs/deltia/2_1998/5_2.pdf).

Ψαλιδόπουλος, Μ. (2014): Ιστορία της Τράπεζας της Ελλάδος: 1928-2008, Τράπεζα της Ελλάδος-Κέντρο Πολιτισμού, Έρευνας και Τεκμηρίωσης, διαθέσιμο εδώ: <https://www.bankofgreece.gr/Publications/%CE%99%CF%83%CF%84%CE%BF%CF%81%CE%AF%CE%B1%20%CF%84%CE%B7%CF%82%20%CE%A4%CF%81%CE%AC%CF%80%CE%B5%CE%B6%CE%B1%CF%82%20%CF%84%CE%B7%CF%82%20%CE%95%CE%BB%CE%BB%CE%AC%CE%B4%CE%BF%CF%82.pdf>.

Abel, A., Bernanke, B. and Croushore, D. (2010): Μακροοικονομική: Νέα αναθεωρημένη έκδοση, Κριτική.

## **B) ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ**

Adrian, T. and Khan, A. (2019): Central Bank Accountability, Independence, and Transparency, IMF Blog, available at: <https://blogs.imf.org/2019/11/25/central-bank-accountability-independence-and-transparency/>.

Alesina, A. and Summers, L. (1993): Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence, Journal of Money, Credit and Banking, Blackwell Publishing, vol. 25, No 2 (May), pages 151-162, available at: <http://debis.deu.edu.tr/userweb/yesim.kustepeli/dosyalar/alesinasummers1993.pdf>.

Alesina, A. (1988): Macroeconomics and Politics, In: NBER Macroeconomics Annual, vol. 3, National Bureau of Economic Research, pages 13-62, available at: <https://www.nber.org/chapters/c10951.pdf>.

Amtenbrink, F. (1999): The Democratic Accountability of Central Banks: A Comparative Study of the European Central Bank, Oxford, Hart.

Athanasίου, P. (2011): Financial Sector Supervisors' Accountability: A European Perspective, ECB Legal Working Paper Series No. 12 (August), available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scplps/ecblwp12.pdf>.

Bade, R. and Parkin, M. (1988): Central Bank Laws and Monetary Policy, University of Western Ontario, available at: [https://economics.uwo.ca/people/parkin\\_docs/CentralBankLaws.pdf](https://economics.uwo.ca/people/parkin_docs/CentralBankLaws.pdf).

Bank for International Settlements (2019): Markets Committee: Compendium Monetary Policy Frameworks and Central Bank Market Operations, available at: [https://www.bis.org/publ/mc\\_compendium.pdf](https://www.bis.org/publ/mc_compendium.pdf).

Barro, R. and Gordon, D. (1983): Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy, National Bureau of Economic Research, Working Papers, No. 1079 (February), available at: <https://www.nber.org/papers/w1079.pdf>.

Bibow, J. (2004): Investigating the Intellectual Origins of Euroland's Macroeconomic Policy Regime: Central Banking Institutions and Traditions in West Germany After the War, Levy Economics Institute, Working Paper No. 406 (May), available at: <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=441004005103026115078111094064087113032072036040057060073085088069004070103026010111059039125012027123008107113094127123020016073041030022120031089013104094100091012081114030084085118119091013067098123026028112003026122116067113070066115123097102&EXT=pdf>.

Binder, S. and Spindel, M. (2017): The Myth of Independence: How Congress Governs the Federal Reserve, Princeton University Press, available at: <http://assets.press.princeton.edu/chapters/s11123.pdf>.

Bini Smaghi, L. (2020): The Judgment of the German Constitutional Court Is Incomprehensible, Luiss School of European Political Economy, Policy Brief, No. 25 (May), available at: [https://sep.luiss.it/sites/sep.luiss.it/files/The%20Judgment%20of%20the%20GCC%20is%20incomprehensible-LBS\\_0.pdf](https://sep.luiss.it/sites/sep.luiss.it/files/The%20Judgment%20of%20the%20GCC%20is%20incomprehensible-LBS_0.pdf).

Bini Smaghi, L. and Gros, D. (2001): Is the ECB Accountable and Transparent?, European Network of Economic Policy Research Institutes, Economics Working Papers, No. 007 (September), available at: <http://aei.pitt.edu/567/1/1-Barcelona-EIPA.pdf>.

Bodea, C. and Huemer, S. (2010): Dancing Together at Arm's Length? The Interaction of Central Banks with Governments in the G7, ECB Occasional Paper No. 120 (October), available at: <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=016013006095023016095126121112124029038020028004063010126024120075030117125031097124036118001032056056002118067115065104024083041061069087049100103087083089121120008005064088004085004076110107031001092112113082031100101091009111025073092112070008084&EXT=pdf>.

Bofinger, P. (2001): Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments, Oxford University Press.

Bordo, M. (2007): A Brief History of Central Banks, Federal Reserve Bank of Cleveland, available at: <https://www.clevelandfed.org/en/newsroom-and-events/publications/economic-commentary/economic-commentary-archives/2007-economic-commentaries/ec-20071201-a-brief-history-of-central-banks.aspx>.

Braun, B. (2017): Two Sides of the Same Coin? Independence and Accountability of the European Central Bank, Transparency International EU, available at: [https://pure.mpg.de/rest/items/item\\_2417324\\_5/component/file\\_2417322/content](https://pure.mpg.de/rest/items/item_2417324_5/component/file_2417322/content).

Briault, C., Haldane, A. and King, M. (1996): Independence and Accountability, Bank of England, Working Paper No. 49 (May), available at: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/1996/independence-and-accountability.pdf?la=en&hash=271D151DB78B28465AF13A73E4B0ACDABD38C105>.

Buchheim, C. (2001): Die Unabhängigkeit der Bundesbank: Folge eines Amerikanischen Oktrois?, Vierteljahreshefte für Zeitgeschichte, Band 49(1), pages 1-30, available at: [https://www.ifz-muenchen.de/heftarchiv/2001\\_1\\_1\\_buchheim.pdf](https://www.ifz-muenchen.de/heftarchiv/2001_1_1_buchheim.pdf).

Bullard, J. (2018): What Is the Best Strategy for Extending the U.S. Economy's Expansion?, Real Return XII: The Inflation-Linked Products Conference 2018, New York, available at: [https://www.stlouisfed.org/~media/files/pdfs/bullard/remarks/2018/bullard\\_cfa\\_chicago\\_12\\_sept\\_2018.pdf?la=en](https://www.stlouisfed.org/~media/files/pdfs/bullard/remarks/2018/bullard_cfa_chicago_12_sept_2018.pdf?la=en).

Caesar, R. (1980): Die Unabhängigkeit der Notenbank im Demokratischen Staat. Argumente und Gegenargumente, Zeitschrift für Politik, Vol. 27, No. 4 (December), pages 347-377, available at: [https://www.jstor.org/stable/pdf/24225962.pdf?seq=1#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/pdf/24225962.pdf?seq=1#metadata_info_tab_contents).

Capie, F., Goodhart, C. and Schnadt, N. (2012): The Development of Central Banking, Book section (Published Version), Originally published in Capie, F., Fischer, S., Goodhart, C. and Schnadt, N. (1994), The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England, Cambridge University Press, Cambridge, pages 1-261, available at: [http://eprints.lse.ac.uk/39606/1/The\\_development\\_of\\_central\\_banking\\_%28LSERO%29.pdf](http://eprints.lse.ac.uk/39606/1/The_development_of_central_banking_%28LSERO%29.pdf).

Cargill, T. (1995): The Statistical Association between Central Bank Independence and Inflation, Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, Vol. 48, No 193 (June), pages 159-172, available at: <https://ojs.uniroma1.it/index.php/PSLQuarterlyReview/article/view/10560/10444>.

Castellani, F. (2002): A Model of Central Bank's Accountability, Institut Universitaire De Hautes Etudes Internationales, Working Paper No 4 (May), available at: [http://repec.graduateinstitute.ch/pdfs/Working\\_papers/HEIWP04-2002.PDF](http://repec.graduateinstitute.ch/pdfs/Working_papers/HEIWP04-2002.PDF).

Committee on Payment and Settlement Systems (2003): A Glossary of Terms Used in Payments and Settlement Systems, available at: [https://www.bis.org/cpmi/glossary\\_030301.pdf](https://www.bis.org/cpmi/glossary_030301.pdf).

Committee on Payment and Settlement Systems (2001): Core Principles for Systemically Important Payment Systems, available at: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d43.pdf>.

Cottarelli, C. (1993): Limiting Central Bank Credit to the Government: Theory and Practice, International Monetary Fund, Occasional Paper 110 (December), available at: [https://www.elibrary.imf.org/doc/IMF084/04307-9781557753588/04307-9781557753588/Other\\_formats/Source\\_PDF/04307-9781452730837.pdf](https://www.elibrary.imf.org/doc/IMF084/04307-9781557753588/04307-9781557753588/Other_formats/Source_PDF/04307-9781452730837.pdf).

Croushore, D. (1992): What Are the Costs of Disinflation?, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Business Review (May/June), pages 3-16, available at: <https://scholarship.richmond.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1011&context=economics-faculty-publications>.

Cukierman, A., Kalaitzidakis, P., Summers, L. and Webb, S. (1993): Central Bank Independence, Growth, Investment, and Real Rates, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Volume 39 (December), pages 95-140, available at: <https://www.tau.ac.il/~alexkuk/pdf/CBI-and-Growth.pdf>.

Cukierman, A. (1992): Central Bank Strategy, Credibility and Independence, Massachusetts Institute of Technology Press, Cambridge.

Davis, R. (1990): Intermediate Targets and Indicators for Monetary Policy: An Introduction to the Issues, Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review, vol. 15, No 2 (Summer), pages 71-82, available at: [https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/frbnyreview/pages/1990-1994/67141\\_1990-1994.pdf](https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/frbnyreview/pages/1990-1994/67141_1990-1994.pdf).

De Haan, J., Amtenbrink, F. and Eijffinger, S. (1998): Accountability of Central Banks: Aspects and Quantification, Tilburg University, Center for Economic Research, Discussion Paper, No. 54 (May), available at: <https://core.ac.uk/download/pdf/6794633.pdf>.

De Long, B. and Summers, L. (1992), Macroeconomic Policy and Long-Run Growth, Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, Vol. 77 (Fourth Quarter), pages 5-29, available at: <https://www.kansascityfed.org/PUBLICAT/ECONREV/EconRevArchive/1992/4Q92long.pdf>.

DeBelle, G. and Fischer, S. (1994): How Independent Should a Central Bank Be, In: Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers: Proceedings of a Conference Held at North Falmouth, Massachusetts June 1994, edited by Fuhrer, J., pages 195–221, available at: <https://ideas.repec.org/a/fip/fedbcy/y1994p195-225n38.html>.

Doyle, C. and Weale, M. (1994): Do We Really Want an Independent Central Bank?, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 10, No. 3 (Autumn), pages 61-77, available at: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.891.2340&rep=rep1&type=pdf>.

Eijffinger, S. and Schaling, E. (1993): Central Bank Independence in Twelve Industrial Countries, Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, No. 184 (March), pages 49-89, available at: <https://ojs.uniroma1.it/index.php/PSLQuarterlyReview/article/view/10680/10565>.

Eijffinger, S. and de Haan, J. (1996): The Political Economy of Central Bank Independence, Princeton University, Special Papers in International Economics, No. 19 (May), available at: [https://www.researchgate.net/publication/5072793\\_The\\_Political\\_Economy\\_of\\_Central-Bank\\_Independence](https://www.researchgate.net/publication/5072793_The_Political_Economy_of_Central-Bank_Independence).

European Central Bank (2002): The Accountability of the ECB, Monthly Bulletin (November), available at: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/pp45\\_57\\_mb200211en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/pp45_57_mb200211en.pdf).

Fischer, S. (1995): Central-Bank Independence Revisited, The American Economic Review, Vol. 85, No. 2 (May), pages 201–206.

Fry, M., Julius, D., Mahadeva, L., Roger, S. and Sterne, G. (2000): Key Issues in the Choice of Monetary Policy Framework, In: Mahadeva, L. and Sterne G. (eds): Monetary Policy Frameworks in a Global Context, Routledge, London, pages 1-216.

Garratt, D. (1998): An Analysis of Political Business Cycle Theory and Its Relationship with the New Political Macroeconomics, University of Leicester, Discussion Papers in Economics, No. 4, pages 1-49, available at: <https://www.le.ac.uk/economics/research/RePEc/lec/leecon/econ98-4.pdf>.

Gerdemesier, D. (2011): Price Stability: Why Is It Important for You?, European Central Bank, available at: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/price\\_stability\\_web\\_2011en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/price_stability_web_2011en.pdf).

Gerdemesier, D. (2007): Price Stability: Why Is It Important for You?: Teachers' Booklet, European Central Bank, available at: [https://www.ecb.europa.eu/home/pdf/students/booklet\\_en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/home/pdf/students/booklet_en.pdf).

Giannini, C. (1998): "Enemy of None but a Common Friend of All"? An International Perspective on the Lender-of-Last-Resort Function, Banca d' Italia, Temi di discussione del Servizio Studi, No. 341, available at: [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/1998/1998-0341/tema\\_341\\_98.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/1998/1998-0341/tema_341_98.pdf).

Gormley, L. and de Haan, J. (1996): The Democratic Deficit of the European Central Bank, European Law Review, Vol. 21, No. 2 (April), pages 95-112.

Goodhart, C. (2010): The Changing Role of Central Banks, London School of Economics, Financial Markets Group, Special Paper No. 197 (December 2010), available at: <https://www.bis.org/events/conf100624/goodhartpaper.pdf>.

Goodhart, C. (2000): The Organisational Structure of Banking Supervision, Financial Stability Institute, Occasional Papers, No. 1 (November), available at: <https://www.bis.org/fsi/fsipapers01.pdf>.

Goodhart, C. and Schoemaker, D. (1993): Institutional Separation between Supervisory and Monetary Agencies, London School of Economics, Financial Markets Group, Special Paper No. 52 (April), available at: [https://www.researchgate.net/publication/5055482\\_Institutional\\_Separation\\_between\\_Supervisory\\_and\\_Monetary\\_Agencies#fullTextFileContent](https://www.researchgate.net/publication/5055482_Institutional_Separation_between_Supervisory_and_Monetary_Agencies#fullTextFileContent).

Gortsos, C. (2020): European Central Banking Law: The Role of the European Central Bank and National Central Banks under European Law, Palgrave Macmillan, Cham, Switzerland.

Gortsos, C. (2016): Financial Inclusion: An Overview of Its Various Dimensions and the Initiatives to Enhance Its Current Level, European Center of Economic and Financial Law, Working Papers, No. 15 (January), available at: <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=478069124110089026102019016002012092030042006012089031090113087070105030104016083087043038022017031001018002101008012078004070110010017028007095082102090127117101100010008001005005104108120029075092076080074009006065068031065125072064073125117000002081&EXT=pdf>.

Grilli, V., Masciandaro, D. and Tabellini, G. (1991): Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries, Economic Policy, Vol. 6, No. 13 (October), pages 341-392, available at: [http://www.statistica.unimib.it/utenti/dallapellegrina/grilli\\_masciandaro\\_tabellini\\_91.pdf](http://www.statistica.unimib.it/utenti/dallapellegrina/grilli_masciandaro_tabellini_91.pdf).

Gros, D. and Capolongo, A. (2019): The Two-Pillar Strategy of the ECB: Ready for a Review, Monetary Dialogue Papers (December), available at: [https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/207646/6.%20PE%20642.362%20CEPS%20final\\_publication%20vs2-original.pdf](https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/207646/6.%20PE%20642.362%20CEPS%20final_publication%20vs2-original.pdf).

Guttentag, J. and Herring, R. (1987): Emergency Liquidity Assistance for International Banks: In: Portes, R. and Swoboda, A. (eds): Threats to International Financial Stability, Cambridge University Press, Cambridge, pages 150-186.

Han, R. and Melecky, M. (2013): Financial Inclusion for Financial Stability: Access to Bank Deposits and the Growth of Deposits in the Global Financial Crisis, World Bank, Policy Research Working Paper, No. 6577 (August), available at: <http://documents.worldbank.org/curated/en/850681468325448388/pdf/WPS6577.pdf>.

Herring, R. and Litan, R. (1995): Financial Regulation in the Global Economy, Brookings Institution, Washington, D.C..

Hibbs, D. (1977): Political Parties and Macroeconomic Policy, The American Political Science Review, Vol. 71, No. 4 (December), pages 1467-1487, available at: <http://www.douglas-hibbs.com/HibbsArticles/APSR-1977.pdf>.

Kydland, F. and Prescott, E. (1977): Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, The Journal of Political Economy, Vol. 85, No. 3 (June), pages 473-492, available at: <http://www.finnkydland.com/papers/Rules%20Rather%20than%20Discretion%20The%20Inconsistency%20of%20Optimal%20Plans.pdf>.

Lastra, R. M. (1997): Independence and Accountability of the European Central Bank, in Andenas, M., Gormley, L., Hadjiuemmanuil, C. and Hardent, I. (eds.): European Economic and Monetary Union: The Institutional Framework, Kluwer, London, pages 289-329.

Lastra, R. M. and Louis, J. V. (2013): European Economic and Monetary Union: History, Trends and Prospects. Yearbook of European Law, Vol. 32, No. 1 (March), pages 1-150, available at: <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=154065122118102000002005068092087113055012055001044017064070069099009001127001070104122033059034098017008108004009031092014085104037039036017097016015100025105077123004060094091110006080024078095030107068098109095028115095089115072071090070020001085073&EXT=pdf>.

Laurens, B., Arnone, M. and Segalotto, J.-F. (2009): Central Bank Independence, Accountability and Transparency: A Global Perspective, International Monetary Fund, Palgrave MacMillan.

League of Nations (1920): Brussels Financial Conference 1920: The Recommendations and Their Application: A Review After Two Years, Volume I, New and Enlarged Edition (December), available at: [https://biblio-archiv.unog.ch/Dateien/CouncilMSD/C-10-M-7-1923-II\\_EN.pdf](https://biblio-archiv.unog.ch/Dateien/CouncilMSD/C-10-M-7-1923-II_EN.pdf).

Lin, J. Y., Fardoust, S. and Rosenblatt, D. (2012): Reform of the International Monetary System: A Jagged History and Uncertain Prospects, World Bank, Policy Research Working Paper, No. 6070 (May), available at: <http://documents.worldbank.org/curated/en/955581468336647083/pdf/WPS6070.pdf>.

Mehrotra, A. and Yetman, J. (2015): Financial Inclusion: Issues for Central Banks, Bank for International Settlements, Quarterly Review (March), available at: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1503h.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1503h.pdf).

Naurin, D. and Fellow, M. C. (2006): Transparency, Publicity, Accountability: The Missing Links, Swiss Political Science Review, Vol. 12, No. 3 (Autumn), pages 90-98, available at: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1002/j.1662-6370.2006.tb00056.x>.

Nolan, C. and Schaling, E. (1996): Monetary Policy Uncertainty and Central Bank Accountability, Bank of England, Working Paper No. 54 (October), available at: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/1996/monetary-policy-uncertainty-and-the-central-bank-accountability.pdf?la=en&hash=6906C77AAFF3B9F9D3482AA1DBA07D7E5DBE2A11>.

North, D. (1990): Institutions, Institutional Change, and Economic Performance, Cambridge University Press, Cambridge, available at: [http://epistemh.pbworks.com/f/8.%20Institutions Institutional Change and Economic Performance.pdf](http://epistemh.pbworks.com/f/8.%20Institutions%20Institutional%20Change%20and%20Economic%20Performance.pdf).

Padoa Schioppa, T. (2000): An Institutional Glossary of the Eurosystem, In: Randzio Plath, C. and Padoa Schioppa, T.: The European Central Bank: Independence and Accountability, Rheinische



Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn, Zentrum für Europäische Integrationsforschung, Working Paper, No. B 16, pages 23-37, available at: <https://www.zei.uni-bonn.de/dateien/working-papaer/B00-16.pdf>.

Parkin, M. (2012): Central Bank Laws and Monetary Policy Outcomes: A Three Decade Perspective, University of Western Ontario (December), available at: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/70275/1/735087512.pdf>.

Pessoa, M. and Williams, M. (2012): Government Cash Management: Relationship between the Treasury and the Central Bank, International Monetary Fund, Technical Notes and Manuals, No. 2, (November), available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/tmm/2012/tmm1202.pdf>.

Pfleiderer, O. (1957): Unabhängigkeit der Notenbank, In: Die Justiz: Amtsblatt des Justizministeriums Baden-Württemberg, Vol. 6, pages 307-313.

Pollack, M. (1997): Delegation, Agency, and Agenda Setting in the European Community, International Organization, Vol. 51, No. 1 (Winter), pages 99-134, available at: [https://www.researchgate.net/publication/4853907\\_Delegation\\_Agency\\_and\\_Agenda\\_Setting\\_in\\_the\\_European\\_Community#fullTextFileContent](https://www.researchgate.net/publication/4853907_Delegation_Agency_and_Agenda_Setting_in_the_European_Community#fullTextFileContent).

Przeworski, A., Stokes, S. and Manin, B. (1999): Democracy, Accountability, and Representation, Cambridge University Press, Cambridge, available at: [https://www.researchgate.net/publication/51992836\\_Democracy\\_Accountability\\_and\\_Representation](https://www.researchgate.net/publication/51992836_Democracy_Accountability_and_Representation).

Ramasamy, R. and Karimi Abar, S. (2015): Influence of Macroeconomic Variables on Exchange Rates, Journal of Economics, Business and Management, Vol. 3, No. 2 (February), available at: <http://www.joebm.com/papers/194-W10044.pdf>.

Sahay, R., Čihák, M., N'Diaye, P., Barajas, A., Mitra, S., Kyobe, A., Mooi, Y. N. and Yousefi, S. R. (2015): Financial Inclusion: Can It Meet Multiple Macroeconomic Goals?, International Monetary Fund, Staff Discussion Notes, No. 17 (September), available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1517.pdf>.

Scharpf, F. (2003): Problem-Solving Effectiveness and Democratic Accountability in the EU, Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, Working Paper, No. 1 (February), available at: <https://www.mpifg.de/pu/workpap/wp03-1/wp03-1.html>.

Schedler, A. (1999): Conceptualizing Accountability, In: Schedler, A., Diamond, L. and Plattner, M.: The Self-Restraining State: Power and Accountability in New Democracies, Lynne Rienner, Boulder, Colorado, pages 13-28, available at: [https://works.bepress.com/andreas\\_schedler/22/](https://works.bepress.com/andreas_schedler/22/).

Schmidt, V. (2013): Democracy and Legitimacy in the European Union Revisited: Input, Output and 'Throughput', Political Studies, Vol. 61, No. 1 (January), pages 2-22, available at:



[https://www.researchgate.net/publication/228687199\\_Democracy\\_and\\_Legitimacy\\_in\\_the\\_Euro-pean\\_Union\\_Revisited\\_Input\\_Output\\_and\\_'Throughput'](https://www.researchgate.net/publication/228687199_Democracy_and_Legitimacy_in_the_Euro-pean_Union_Revisited_Input_Output_and_'Throughput').

Seidman, G. (2005): The Origins of Accountability: Everything I Know About the Sovereigns' Immunity, I Learned from King Henry III, *St. Louis University Law Journal*, Vol. 49, No. 2 (Winter), pages 393-480, available at: <https://scholarship.law.slu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1809&context=lj>.

Siklos, P. (2002): *The Changing Face of Central Banking: Evolutionary Trends since World War II (Studies in Macroeconomic History)*, Cambridge University Press, Cambridge.

Smits, R. (1997): *The European Central Bank: Institutional Aspects*, Kluwer Law International, The Hague.

Stasavage, D. (2003): Transparency, Democratic Accountability, and the Economic Consequences of Monetary Institutions, *American Journal of Political Science*, Vol. 47, No. 3 (July), pages 389-402, available at: [https://www.jstor.org/stable/3186104?seq=1#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/3186104?seq=1#metadata_info_tab_contents).

Taylor, J. (1993): Discretion Versus Policy Rules in Practice, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 39, No. 1 (December), pages 195-214, available at: [https://web.stanford.edu/~johntayl/Onlinepaperscombinedbyyear/1993/Discretion\\_versus\\_Policy\\_Rules\\_in\\_Practice.pdf](https://web.stanford.edu/~johntayl/Onlinepaperscombinedbyyear/1993/Discretion_versus_Policy_Rules_in_Practice.pdf).

Tucker, P. (2014): The Lender of Last Resort and Modern Central Banking: Principles and Reconstruction, In: *Bank for International Settlements, Paper No 79: Re-Thinking the lender of last resort* (September), pages 10-42, available at: [https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap79b\\_rh.pdf](https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap79b_rh.pdf).

Vidyavathi, B., Kulkarni, K. and Ainapur, P. (2016): A Study on Macro Economic Indicators and their Impact on Exchange Rates, *International Journal of Engineering and Manufacturing Science*, Vol. 7, No. 3, pages 160-169, available at: [http://scienceandnature.org/IJEMS/IJEMS-Vol7\(3\)-July2016/IJEMS%20Vol7\(3\)-1.pdf](http://scienceandnature.org/IJEMS/IJEMS-Vol7(3)-July2016/IJEMS%20Vol7(3)-1.pdf).

Vives, X. (2000): *Central Banks and Supervision (With an Application to Financial Architecture in EMU)*, Institut d'Anàlisi Econòmica (Consejo Superior de Investigaciones Científicas) (August), available at: <https://blog.iese.edu/xvives/files/2011/09/CB-and-supervision.pdf>.

Wrobel, R. M. (2018a): Die Unabhängigkeit der Deutschen Bundesbank: Eine Erfolgsgeschichte, *Ordnungspolitisches Portal, Ordnungspolitische Diskurse*, No. 1, available at: <http://ordnungspolitisches-portal.com/wp-content/uploads/2018/08/2018-01.pdf>.

Wrobel, R. M. (2018b): Deutsche Bundesbank als Modell, In: *Aus Politik und Zeitgeschichte: D-Mark*, No. 27 (July), available at: [https://www.bpb.de/system/files/dokument\\_pdf/APuZ\\_2018-27\\_online.pdf](https://www.bpb.de/system/files/dokument_pdf/APuZ_2018-27_online.pdf).