



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΠΑΤΡΩΝ**
UNIVERSITY OF PATRAS

**ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**ΤΜΗΜΑ: ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΤΟΥΡΙΣΜΟΥ [δύναμει των διατάξεων του
ν.4610/2019(ΦΕΚ Α'70)]. ΚΑΤΑΡΓΗΘΕΝ ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ &
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΤΟΥ ΠΡΩΗΝ Τ.Ε.Ι ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ**

**Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΑΠΟ ΤΗΝ
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ**

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΣΠΟΥΔΑΣΤΕΣ: ΜΑΝΙΑΔΑΚΗΣ ΣΩΚΡΑΤΗΣ ΑΜ 15812

ΧΡΙΣΤΑΚΗΣ ΘΕΟΔΩΡΟΣ ΑΜ 15968

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΚΑΜΠΟΥΡΗ ΜΑΡΙΑ

**Μεσολόγγι,
Ιανουάριος, 2020**

Οι Μανιαδάκης Σωκράτης και Χριστάκης Θεόδωρος βεβαιώνουν ότι το έργο που εκπονήθηκε και παρουσιάζεται στην υποβαλλόμενη **πτυχιακή** εργασία είναι αποκλειστικά ατομικό δικό μου. Οποιας πληροφορίες και υλικό που περιέχονται έχουν αντληθεί από άλλες πηγές, έχουν καταλλήλως αναφερθεί στην παρούσα διπλωματική εργασία. Επιπλέον τελώ εν γνώσει ότι σε περίπτωση διαπίστωσης ότι δεν συντρέχουν όσα βεβαιώνονται από μέρος μου, μου αφαιρείται ανά πάσα στιγμή αμέσως ο τίτλος.

ο/η βεβαιών/ουσα

ονοματεπώνυμο :

Μανιαδάκης Σωκράτης κ Χριστάκης Θεόδωρος

THE IMPLEMENTATION OF MONETARY POLICY BY THE EUROPEAN CENTRAL BANK

Περίληψη

Η παρούσα βιβλιογραφική εργασία έχει σαν σκοπό να μελετήσει τη Νομισματική Πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) και επιπλέον να καταγράψει τις μεταβολές που επήλθαν σε αυτή την πολιτική, προκειμένου να αντιμετωπισθεί η πρόσφατη οικονομική κρίση.

Στη Ζώνη του Ευρώ, δηλαδή στις 19 χώρες μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης που έχουν υιοθετήσει ως νόμισμά τους το ευρώ, τη Νομισματική Πολιτική ασκεί η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, η οποία έχει την αποκλειστική αρμοδιότητα για το σχεδιασμό, τις οριστικές αποφάσεις και την εφαρμογή της, με πρωταρχικό σκοπό τη διασφάλιση της Σταθερότητας των Τιμών.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα για να επιτύχει το βασικό της στόχο, στηρίζει τη Στρατηγική της Νομισματικής της Πολιτικής σε δύο πυλώνες, την Οικονομική Ανάλυση και την Νομισματική Ανάλυση και χρησιμοποιεί για την εκπλήρωση αυτού του στόχου ένα σύνολο εργαλείων Νομισματικής Πολιτικής, τα οποία μπορεί να είναι συμβατικά ή μη συμβατικά. Μέσω δε του Μηχανισμού Μετάδοσης οι ενέργειες της ΕΚΤ μεταδίδονται στην οικονομία και τελικά στις τιμές.

Προκειμένου η ΕΚΤ να αντιμετωπίσει την πρόσφατη οικονομική κρίση που ξέσπασε το 2007, χρησιμοποίησε κατά την άσκηση της Νομισματικής της Πολιτικής μη συμβατικά μέσα, τα οποία εντάχθηκαν στην Ενισχυμένη Πιστωτική Υποστήριξη και ήλθαν να συμπληρώσουν τις συμβατικές της αποφάσεις για τα επιτόκια.

Συμπερασματικά, τα μέτρα όπως ίσχυσαν και διαμορφώθηκαν στη συγκεκριμένη χρηματοπιστωτική δομή της Ευρωζώνης, όπου τα πιστωτικά ιδρύματα αποτελούν την πρωταρχική πηγή παροχής πιστώσεων στην οικονομία, συνεισέφεραν σημαντικά στην ομαλοποίηση των οικονομικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών διατηρώντας σε τελική ανάλυση τη Σταθερότητα των Τιμών, ενώ όσον αφορά στις προοπτικές του πληθωρισμού στη Ζώνη του Ευρώ, η ΕΚΤ αναμένει ότι θα παραμείνει συγκρατημένος τουλάχιστον σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.

The present's bibliographic dissertation aim is to study the Monetary Policy of the European Central Bank (ECB) and list the changes this policy underwent so that the recent economic crisis could be dealt with.

In the Eurozone, in the 19 member states that have adopted the Euro as their currency, the Monetary Policy is enforced by the European Central Bank, which has the sole responsibility for the Monetary Policy design, its definite decisions and its implementation and primarily aims at maintaining Price Stability.

In order for its task to be accomplished, the European Central Bank bases the Strategy of the Monetary Policy on two pillars, the Economic Analysis and the Monetary Analysis, and employs a set of Monetary Policy tools, which can be both conventional and unconventional. Furthermore, through the Transmission Mechanism of Monetary Policy the ECB'S actions affect economy and finally prices.

In order to deal with the recent economic crisis that broke out in 2007, the ECB used the unconventional tools of the Monetary Policy. These tools were integrated in the Enhanced Credit Support and complemented the ECB's conventional decisions on interest rates.

In conclusion, the way in which the measures were enforced and formed within the specific financial structure of the Eurozone, where credit institutions are the primary source of credit, has made a great contribution to the regulation of financial conditions and has managed to maintain Price Stability, while with regard to inflation in the Eurozone, the ECB expects it to remain contained at least in the short run.

Ευρετήριο συντομεύσεων

- ΑΕΠ: Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν
ΔΝΤ: Διεθνές Νομισματικό Ταμείο
ΕΕ: Ευρωπαϊκή Ένωση
ΕθνΚΤ: Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες
ΕΚΤ: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
ΕνΔΤΚ: Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή
ΕΝΜ: Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα
ΕΝΣ: Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα
ΕΟΚ: Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα
ΕΠΥ: Επαυξημένη Πιστωτική Υποστήριξη
ΕΣΚΤ: Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών
ΜΣΙ: Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών
ΟΝΕ: Οικονομική και Νομισματική Ένωση
ΟΝΣ: Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές
ΟΟΣΑ: Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης
ΣΑΣ: Σύμφωνο Ανάπτυξης και Σταθερότητας
ΤΔΔ: Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών
ΤτΕ: Τράπεζα της Ελλάδος
CBPP: Covered Bond Purchase Programme
ECB: European Central Bank
ECU: European Currency Unit
Fed: Federal Reserve (The Central Banking System of the United States)

Πίνακας περιεχομένων

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 Οικονομική και Νομισματική Πολιτική	11
1.1 Οικονομική Πολιτική	11
1.1.1 Οι βασικές κατηγορίες της Οικονομικής Πολιτικής	12
1.2 Νομισματική Πολιτική	13
1.2.1 Κρίσιμα ζητήματα Σχεδιασμού και Εφαρμογής της Νομισματικής Πολιτικής.....	14
1.2.2 Η Κεϋνσιανή και η Μονεταριστική προσέγγιση της Νομισματικής Πολιτικής.....	15
1.2.3 Συνοπτική παρουσίαση των Μέσων της Νομισματικής Πολιτικής.....	16
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 Στόχοι της Νομισματικής Πολιτικής της ΕΚΤ.....	18
2.1 Η Σταθερότητα των Τιμών.....	18
2.2 Μια ποσοτική προσέγγιση της Σταθερότητας των Τιμών.....	18
2.3 Ο ορισμός της Σταθερότητας των Τιμών.....	19
2.4 Τα οφέλη της Σταθερότητας των Τιμών.....	21
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 Η Στρατηγική Νομισματικής Πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.....	25
3.1 Ο ρόλος της Στρατηγικής Νομισματικής Πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.....	26
3.2 Η προσέγγιση βάσει των δύο πυλώνων.....	26
3.2.1 Η Νομισματική Ανάλυση.....	26
3.2.2 Οικονομική Ανάλυση.....	27
3.2.3 Διασταύρωση πληροφοριών από τους δύο πυλώνες.....	28
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα - Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών – Ευρωσύστημα.....	30
4.1 Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα.....	30
4.2 Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών – Ευρωσύστημα.....	31
4.3 Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.....	34

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 Μέσα και τρόποι άσκησης της Νομισματικής Πολιτικής.....	37
5.1 Συμβατικά Μέσα.....	37
5.1.1 Πράξεις ανοικτής αγοράς (Open Market Operations).....	37
5.1.2 Οι Πράξεις Κύριας Αναχρηματοδότησης (Main Refinancing Operations).....	39
5.1.3 Οι Πράξεις Πιο Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης (Longer-Term Refinancing Operations).....	40
5.1.4 Οι Πράξεις Εξομάλυνσης των Βραχυχρόνιων Διακυμάνσεων της Ρευστότητας (Fine - Tuning Operations).....	41
5.1.5 Διαρθρωτικές Πράξεις (Structural Operations).....	42
5.1.6 Οι Πάγιες Διευκολύνσεις (Standing Facilities).....	43
5.1.6.a Η Διευκόλυνση Οριακής Χρηματοδότησης (Marginal lending facility).....	44
5.1.6.b Η Διευκόλυνση Αποδοχής Καταθέσεων (Deposit facility).....	44
5.1.7 Η Τήρηση Ελάχιστων Υποχρεωτικών Αποθεματικών (Minimum Reserves Requirement).....	45
5.2 Μη συμβατικά μέτρα.....	46
5.2.1 Παροχή ρευστότητας με σταθερό επιτόκιο και πλήρη κατανομή.....	47
5.2.2 Διεύρυνση του καταλόγου περιουσιακών στοιχείων που γίνονται αποδεκτά ως ασφάλεια.....	48
5.2.3 Πιο μακροπρόθεσμη παροχή ρευστότητας.....	48
5.2.4 Παροχή ρευστότητας σε ξένο νόμισμα	48
5.2.5 Μεταβολές του συντελεστή ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών.....	48
5.2.6 Οριστικές αγορές συγκεκριμένων χρεογράφων.....	48
5.2.7 Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές.....	49
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 Χρηματοοικονομική κρίση 2007.....	51
6.1 Ορισμός της κρίσης.....	51
6.2 Χρονικό της κρίσης.....	53
6.3 Η κατάσταση στην Ελλάδα.....	59
6.4 Τα αίτια της χρηματοοικονομικής κρίσης.....	59

6.5 Επιπτώσεις.....	61
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 Αλλαγές στην οικονομική και νομισματική πολιτική μετά την έλευση της κρίσης.....	63
7.1 Η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ κατά τη διάρκεια της ευρωπαϊκής κρίσης.....	63
7.1.1 Πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών (CBPP).....	63
7.1.2 Δεύτερο πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών(CBPP2).....	64
7.1.3 Τρίτο πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών (CBPP3).....	64
7.1.4 Πρόγραμμα για τις αγορές τίτλων (SMP).....	65
7.1.5 Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων Δημόσιου Τομέα (Public Sector Purchase Programme-PSPP).....	66
7.1.6 Πρόγραμμα Αγοράς Εταιρικών Ομολόγων Μη Χρηματοπιστωτικών Επιχειρήσεων (Corporate Sector Purchase Programme - CSPP).....	66
7.1.7 Οριστικές νομισματικές συναλλαγές (OMT).....	67
7.1.8 Μείωση επιτοκίων (effective lower bound).....	68
7.1.9 Στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (ΣΠΠΜΑ).....	68
7.1.10 Δεύτερη σειρά στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO-II).....	69
7.1.11 Πράξεις συναλλάγματος και συναλλαγές με άλλες κεντρικές τράπεζες.....	70
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 Απόψεις σημαντικών προσώπων-μελών και οικονομολόγων της Ευρωζώνης για αλλαγές της οικονομικής και νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.....	73
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9 Συμπεράσματα.....	77
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	80

Εισαγωγή

Η άσκηση νομισματικής πολιτικής είναι η διαδικασία με την οποία η νομισματική αρχή μιας οικονομικής περιοχής, ελέγχει την ποσότητα και το κόστος του χρήματος στην οικονομία. Επίσημοι στόχοι μιας νομισματικής πολιτικής είναι ο έλεγχος του πληθωρισμού, η ανάπτυξη της οικονομίας, η μείωση της ανεργίας και ο έλεγχος της ισοτιμίας του νομίσματος σε σχέση με τα ξένα νομίσματα. Η νομισματική πολιτική μπορεί να είναι επεκτατική, δηλαδή να αυξάνει την ποσότητα του χρήματος στην αγορά ενθαρρύνοντας την οικονομική ανάπτυξη, προκαλώντας όμως και αύξηση του πληθωρισμού, ή να είναι περιοριστική, δηλαδή να μειώνει την ποσότητα χρήματος στην αγορά, συγκρατώντας τον πληθωρισμό.

Στη Ζώνη του Ευρώ τη Νομισματική Πολιτική ασκεί η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), η οποία δημιουργήθηκε με τη γέννηση του ευρώ, όταν της μεταφέρθηκε η ευθύνη για το σχεδιασμό και την άσκηση της Νομισματικής Πολιτικής από τις κεντρικές τράπεζες των χωρών μελών της Ευρωζώνης και λειτουργεί ως ανεξάρτητος, υπερεθνικός αλλά ευρωπαϊκός, οργανισμός.

Σκοπός της παρούσας πτυχιακής εργασίας είναι να παρουσιάσει τη Νομισματική Πολιτική, όπως αυτή ασκείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και επιπλέον να καταγράψει ποιες μεταβολές σε αυτή την πολιτική επήλθαν κατά την περίοδο της πρόσφατης οικονομικής κρίσης, από το 2007 έως σήμερα.

Η σημαντικότητα μιας τέτοιας παρουσίασης έγκειται στο γεγονός ότι η Νομισματική Πολιτική που ασκείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα επηρεάζει άμεσα τις ζωές περίπου 330 εκατομμυρίων ανθρώπων, που αποτελούν τον πληθυσμό των 19 χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης που μετέχουν στην Ευρωζώνη. Έμμεσα επηρεάζει γενικότερα την παγκόσμια οικονομία αφού η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα είναι μία από τις δύο μεγαλύτερες κεντρικές τράπεζες της υφελίου (μαζί με την Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ - Fed). Η παρούσα εργασία είναι βιβλιογραφική και γι' αυτό έγινε ανασκόπηση της βιβλιογραφίας και αρθρογραφίας που είναι σχετική με το θέμα της πτυχιακής.

Λήφθηκαν γι' αυτό το λόγο υπόψη οι απόψεις άλλων συγγραφέων και ερευνητών που έχουν ασχοληθεί με το θέμα στο παρελθόν και κατ' αυτό τον τρόπο προσδιορίστηκε το θέμα με μεγαλύτερη σαφήνεια.

Στο πρώτο κεφάλαιο της εργασίας παρουσιάζονται συνοπτικά βασικές έννοιες και ορισμοί σχετικά με την οικονομική και τη νομισματική πολιτική. Αναφέρονται επίσης τα κρίσιμα ζητήματα που τίθενται σχετικά με την εφαρμογή τη νομισματικής πολιτικής, καθώς και τα σημαντικότερα μέσα για την άσκηση της, ανεξάρτητα από το ιδεολογικό υπόβαθρο που υπαγορεύουν οι δύο σχολές σκέψης, οι Μονεταριστές και οι Κεϋνσιανοί.

Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύονται οι στόχοι της Νομισματικής Πολιτικής που έχει θέσει η ΕΚΤ.

Το τρίτο κεφάλαιο αναφέρεται στη Στρατηγική Νομισματικής Πολιτικής της ΕΚΤ.

Στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζονται συνοπτικά το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα (ΕΝΣ), το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ), το Ευρωσύστημα και η ΕΚΤ.

Στο πέμπτο κεφάλαιο αναλύονται τα μέσα που έχει στη διάθεσή της η ΕΚΤ και ο τρόπος που τα χρησιμοποιεί για την άσκηση της Νομισματικής Πολιτικής.

Στο έκτο κεφάλαιο αναλύεται η πρόσφατη οικονομική κρίση του 2007. Τα αίτια που την ξεκίνησαν, το χρονικό της καθώς και οι επιπτώσεις που επήλθαν.

Στο έβδομο κεφάλαιο αναλύονται οι αλλαγές οι οποίες έγιναν, τόσο στην οικονομική όσο και στην νομισματική πολιτική μετά την έλευση της κρίσης.

Στο όγδοο κεφάλαιο παρουσιάζονται κάποιες έρευνες από σημαντικούς οικονομολόγους της Ευρωζώνης, οι οποίοι μελέτησαν τις αλλαγές που έγιναν από την ΕΚΤ στην οικονομική και νομισματική πολιτική.

Τέλος στο ένατο κεφάλαιο της εργασίας παρουσιάζονται τα συμπεράσματα που προέκυψαν από την εκπόνηση της εργασίας, οι αδυναμίες που αυτή παρουσίασε και γίνονται προτάσεις για μελλοντικές επιστημονικές εργασίες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

1.1 Οικονομική πολιτική

Η πραγματοποίηση των σκοπών της κυβερνητικής πολιτικής απαιτεί την χρησιμοποίηση οικονομικών πόρων. Βρίσκονται όμως βρίσκονται πάντοτε σε ανεπάρκεια. Αυτό σημαίνει ότι η κυβερνητική πολιτική δε μπορεί να ικανοποιήσει το σύνολο των επιδιώξεών της. Έτσι πρέπει να κάνει επιλογές των στόχων οι οποίοι πολλές φορές είναι ανταγωνιστικοί μεταξύ τους. Η υλοποίηση αυτή της επιδίωξης των στόχων, με την ηθελημένη παρέμβαση της κυβέρνησης στην οικονομική ζωή ενός τόπου, καλείται Οικονομική Πολιτική (Βλιάμος, 2008). Η Οικονομική Πολιτική εκφράζει την ενσυνείδητη παρεμβατική δράση του Κράτους στη γενική οικονομική δραστηριότητα και οι σκοποί της εκφράζουν τις γενικότερες οικονομικές επιδιώξεις και προάγουν την ευημερία του συνόλου. Συνήθως οι σκοποί αυτοί είναι οι εξής:

- a) Η εξασφάλιση Πλήρους Απασχόλησης.
- b) Η Σταθερότητα των Τιμών.
- c) Η βελτίωση του Ισοζυγίου Πληρωμών.
- d) Η Μακροχρόνια Αύξηση της Παραγωγής.
- e) Η Βελτίωση της Κατανομής των Παραγωγικών Πόρων.
- f) Η Ικανοποίηση Συλλογικών Αναγκών.
- g) Η Βελτίωση Διανομής του Εισοδήματος και του Πλούτου.
- h) Η Προστασία και Προτεραιότητα Ορισμένων Περιοχών και Κλάδων.
- i) Η Βελτίωση της Σύνθεσης της Ιδιωτικής Κατανάλωσης.
- j) Η Βελτίωση του Μεγέθους και της Σύνθεσης του Πληθυσμού και άλλοι ανάλογης γενικότητας σκοποί

Φορείς της Οικονομικής Πολιτικής, δηλαδή οι φορείς που αποφασίζουν γι' αυτήν και έχουν την ευθύνη της εφαρμογής της, είναι:

- i. Το Κοινοβούλιο, το οποίο εκπροσωπεί τις βουλήσεις και τους προανατολισμούς του εκλογικού σώματος και κατ' επέκταση του λαού. Η βούλησή επομένως του Κοινοβουλίου ενσωματώνει και τις τάσεις και επιδιώξεις του συνόλου με οικονομικό περιεχόμενο.
- ii. Η Κυβέρνηση, η οποία κατά την άσκηση της εκτελεστικής εξουσίας χαράζει και εφαρμόζει σε καθημερινή βάση την Οικονομική Πολιτική.
- iii. Ο Διοικητικός Μηχανισμός, δηλαδή η Δημόσια Διοίκηση.
- iv. Οι Ομάδες Πίεσης, που είναι οργανωμένες ομάδες (εργατικές ενώσεις, σύνδεσμοι βιομηχάνων, αγροτικοί συνεταιρισμοί κλπ.) οι οποίες ανάλογα με τη δύναμη που διαθέτουν ασκούν αποφασιστική επιρροή στη χάραξη και εφαρμογή της Οικονομικής Πολιτικής.
- v. Τα Πολιτικά Κόμματα, δηλαδή οι πολιτικοί σχηματισμοί που με τις διάφορες κοινωνικοοικονομικές τοποθετήσεις τους και την ουσιαστική παρέμβασή τους στην καθημερινή πολιτική, διαδραματίζουν συχνά αποφασιστικό ρόλο στο γενικότερο οικονομικό σχεδιασμό (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

1.1.1 Οι βασικές κατηγορίες της Οικονομικής Πολιτικής

Η Οικονομική Πολιτική απαρτίζεται από τις εξής βασικές κατηγορίες:

- i. Τη Δημοσιονομική Πολιτική, η οποία ασκείται γενικότερα μέσα από το χειρισμό των Δημόσιων Δαπανών, των Δημόσιων Εσόδων και το Δημόσιο Δανεισμό από και προς το Εξωτερικό.
- ii. Τη Νομισματική και Πιστωτική Πολιτική που ασκείται γενικά μέσα από τον έλεγχο και τις μεταβολές της Προσφοράς Χρήματος και από τη ρύθμιση της γενικής ρευστότητας του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος.
- iii. Την Πολιτική Τιμών και Εισοδημάτων η οποία ασκείται κυρίως μέσα από τους άμεσους ή έμμεσους ελέγχους, αφενός επί των τιμών επιλεγμένων αγαθών και υπηρεσιών και αφετέρου επί των εισοδημάτων επιλεγμένων κατηγοριών των οικονομικών μονάδων.
- iv. Τη Συναλλαγματική Πολιτική, που ασκείται κυρίως μέσα από τις παρεμβάσεις της Κεντρικής Τράπεζας στις αγορές συναλλάγματος, για τη διατήρηση ή τη μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας και σπανιότερα μέσα από αιφνίδιες αποφάσεις για ριζική και απότομη αλλαγή της συναλλαγματικής ισοτιμίας του νομίσματος (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

1.2 Νομισματική Πολιτική

Η Νομισματική Πολιτική, που όπως προαναφέρθηκε αποτελεί τμήμα της Οικονομικής Πολιτικής, ορίζεται σαν «η πολιτική που χρησιμοποιεί τον έλεγχο της Κεντρικής Τράπεζας επί της προσφοράς χρήματος¹ ως όργανο επίτευξης των αντικειμενικών επιδιώξεων της γενικής οικονομικής πολιτικής» (Johnson 1962, όπ. αναφ. στο Παπαδόπουλος, 2002).

Ο πυρήνας των στόχων της Νομισματικής Πολιτικής, μπορεί να συνοψισθεί ως εξής:

- Έλεγχος της προσφοράς χρήματος
- Έλεγχος των επιτοκίων
- Έλεγχος της διάθεσης και του μεγέθους των Πιστώσεων των Χρηματοπιστωτικών Μεσολαβητών (κυρίως των Εμπορικών Τραπεζών) και κατά συνέπεια της συνολικής ρευστότητας της οικονομίας (Ζαχαριάδης- Σούρας, 2002).

Η χάραξη της Νομισματικής Πολιτικής εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη συμπεριφορά που θα έχει η συνάρτηση ζήτησης χρήματος και συγκεκριμένα από τη σταθερότητα που αυτή παρουσιάζει. Μια σταθερή συνάρτηση ζήτησης χρήματος εξασφαλίζει τη δυνατότητα να προβλεφθεί η ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος και κατά συνέπεια να ελεγχθεί η συνολική δαπάνη. Στην περίπτωση αυτή ο συνδυασμός ενός απλού νομισματικού κανόνα, π.χ. μια σταθερή αύξηση στην προσφορά από την κεντρική τράπεζα, οδηγεί στον έλεγχο του πληθωρισμού στην οικονομία ή, σε συνδυασμό με διακριτική πολιτική, μπορεί να επηρεάσει τουλάχιστον

βραχυπρόθεσμα τις πραγματικές μεταβλητές² στην οικονομία (Παπαδόπουλος, 2002). Τις τελευταίες δεκαετίες η Νομισματική Πολιτική αποτελεί, τόσο στον

¹ Με τον όρο χρήμα εννοείται κάθε αγαθό που έχει τη γενική αποδοχή του μέσου συναλλαγών και διακανονισμού χρεών (Παπαδόπουλος, 2002).

² Στις πραγματικές μεταβλητές περιλαμβάνονται το ΑΕΠ, η απασχόληση, οι πραγματικοί μισθοί και τα πραγματικά επιτόκια (Αλογοσκούφης, 2013)

ακαδημαϊκό χώρο όσο και στην πολιτική, τομέα έντονης διαφωνίας και διαφοράς απόψεων που ξεπερνά το επίπεδο της ακαδημαϊκής διαφωνίας και συχνά αναμιγνύεται με αντιπαλότητες πολιτικών ιδεολογιών (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

1.2.1 Κρίσιμα ζητήματα Σχεδιασμού και Εφαρμογής της Νομισματικής Πολιτικής

Πέρα από τα επί μέρους εργαλεία και μέτρα Νομισματικής Πολιτικής, που κάθε κυβέρνηση έχει στη διάθεσή της, υπάρχει μια σειρά από ερωτήματα που τίθενται γύρω από την άσκησή της. Η καταγραφή αυτών των ερωτημάτων προσδιορίζει το πλαίσιο μέσα στο οποίο κινείται, ή οφείλει να κινείται, η όποια Νομισματική Πολιτική για την επίτευξη των βασικών οικονομικών στόχων.

Τέτοια βασικά ερωτήματα θα μπορούσαν να είναι:

- Ποιος πρέπει να είναι ο βασικός στόχος της Νομισματικής Πολιτικής και πόση διάρκεια πρέπει να έχει;
- Πόσο και πως θα είναι αξιόπιστη και συνεπής η Νομισματική Πολιτική; Υπάρχει η αντικειμενική ή η υποκειμενική δυνατότητα να επηρεάσει το όποιο εργαλείο της, τα μακροοικονομικά μεγέθη στον επιθυμητό βαθμό;
- Η Νομισματική Πολιτική πρέπει να έχει αυτονομία ή πρέπει να συμβαδίζει με τις άλλες πολιτικές τη Δημοσιονομική ή τη Συναλλαγματική; Δηλαδή ποια πολιτική θα δίνει τον τόνο και το βηματισμό και γιατί;

Με την έλευση του 21ου αιώνα οι απαντήσεις στα παραπάνω ερωτήματα εξακολουθούσαν να είναι διαφορετικές μεταξύ των δύο σχολών σκέψης, των Κεϋνσιανών³ και των Μονεταριστών⁴, αλλά στην πρακτική εφαρμογή της οικονομικής πολιτικής τόσο οι πολιτικοί φορείς όσο και το επιστημονικό

³ John Maynard Keynes (1883-1946): Άγγλος οικονομολόγος και μαθηματικός. Δημιούργησε, με τα έργα του και τους οπαδούς του, τη λεγόμενη Κεϋνσιανή σχολή στην οικονομική επιστήμη. Μαζί με τον Milton Friedman, θεωρούνται δύο από τους πιο σημαντικούς οικονομολόγους του 20ου αιώνα (Πηγή: Βικιπαίδεια).

⁴ Μονεταρισμός αποκαλείται η θεωρία σύμφωνα με την οποία η αύξηση της ποσότητας του

χρήματος σε μια οικονομία, με κρατική παρέμβαση μέσω δημοσιονομικής ή νομισματικής πολιτικής, οδηγεί τελικά σε άνοδο των τιμών και αύξηση του πληθωρισμού. Κύριος εκπρόσωπος των μονεταριστών υπήρξε ο Milton Friedman (1912-2006), Αμερικανός οικονομολόγος ο οποίος βραβεύθηκε με το Βραβείο Νόμπελ Οικονομικών Επιστημών το 1976 (Πηγή: Βικιπαίδεια).

προσωπικό τη Διοίκησης δε θεωρούσαν τις διαφορές αυτές αγεφύρωτες (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

1.2.2 Η Κεϋνσιανή και η Μονεταριστική προσέγγιση της Νομισματικής Πολιτικής

Οι Κεϋνσιανοί πιστεύουν ότι ο κύριος ρόλος της οικονομικής πολιτικής παραμένει ο χειρισμός της Συνολικής Ζήτησης της οικονομίας, έτσι ώστε το Ακαθάριστο Εγχώριο

Προϊόν (ΑΕΠ) να είναι «ΑΕΠ πλήρους ή σχεδόν πλήρους απασχόλησης». Θεωρούν ότι ο στόχος αυτός μπορεί να επιτυγχάνεται με το διπλό εργαλείο της Δημοσιονομικής και της Νομισματικής Πολιτικής, όπου η δεύτερη στηρίζει πλήρως την πρώτη. Σε περιόδους κινδύνου στασιμοπληθωρισμού⁵, η ισοτιμία Δημοσιονομικής και Νομισματικής Πολιτικής θα εξασφαλίζει ότι και οι δύο είναι όσο πρέπει περιοριστικές (μείωση δημοσίων δαπανών, αύξηση φορολογικών εσόδων, μείωση της προσφοράς Χρήματος) για να εξαλείψουν την όποια υπερβάλλουσα Συνολική Ζήτηση. Παράλληλα οι άλλες παρεμβάσεις του κράτους θα έχουν σαν μοναδικό σκοπό αποκλειστικά και μόνο τη μείωση της ανεργίας, μέσα από προγράμματα εκπαίδευσης εργαζομένων, προγράμματα επιδότησης των επιχειρήσεων για αύξηση θέσεων εργασίας καθώς και πολλά άλλα.

Οι ακραίοι Μονεταριστές επιμένουν ότι ο κύριος ρόλος της οικονομίας εξαντλείται αποκλειστικά στη δημιουργία, συντήρηση και συνεχή βελτίωση του ευνοϊκού παραγωγικού κλίματος μέσα στην οικονομία. Το κλίμα αυτό θα διασφαλίζει την απρόσκοπτη επιχειρηματική και κυρίως νέα επενδυτική δράση. Μόνο με αυτό τον τρόπο μπορεί μια οικονομία να έχει μακρόχρονη αύξηση της παραγωγής και μόνο αυτή η αύξηση, με τη σειρά της, ταυτίζεται με τη διατήρηση και την αύξηση της απασχόλησης. Η επίτευξη αυτού του κλίματος προϋποθέτει το συνεχή ρόλο της Νομισματικής Πολιτικής ως θεματοφύλακα του χαμηλού πληθωρισμού (Ζαχαριάδης- Σούρας, 2002).

⁵ Στασιμοπληθωρισμός αποκαλείται το οικονομικό φαινόμενο κατά το οποίο, για ένα δεδομένο χρονικό διάστημα παρατηρείται αύξηση των ποσοστών ανεργίας παράλληλα με την αύξηση του πληθωρισμού (Παπαηλίας, 2011).

1.2.3 Συνοπτική παρουσίαση των Μέσων της Νομισματικής Πολιτικής

Ανεξάρτητα από το πόσο επηρεάζονται οι παρεμβάσεις της Νομισματικής Πολιτικής από τον Μονεταρισμό και τον Κεϋνσιανισμό τα υφιστάμενα μέσα για την εφαρμογή της από τις κεντρικές τράπεζες είναι αρκετά. Τα σημαντικότερα από αυτά αναλύονται παρακάτω.

Ξεκινώντας με την **Προσφυγή στην Ανοικτή Αγορά** η οποία συνίσταται στο χειρισμό, από μέρους της κεντρικής τράπεζας, των δυνατοτήτων που έχει ώστε να πραγματοποιεί μαζικές αγορές ή πωλήσεις Κρατικών Τίτλων – κυρίως Εντόκων Γραμματίων του Δημοσίου και Ομολόγων του Δημοσίου – στην Ανοικτή Αγορά Χρήματος. Ο σκοπός αυτών των αγοραπωλησιών είναι η επίδραση στην προσφορά χρήματος και στα επιτόκια.

Το δεύτερο σημαντικό μέσο είναι η **Μεταβολή του Αναπροεξοφλητικού Επιτοκίου**. Είναι το επιτόκιο με το οποίο η κεντρική τράπεζα δανείζει τις εμπορικές τράπεζες ή προεξοφλεί κρατικούς τίτλους που αυτές τις προσκομίζουν. Όταν η κεντρική τράπεζα αυξάνει το Αναπροεξοφλητικό Επιτόκιο, στην ουσία «ακριβαίνει» τη ρευστότητα της οικονομίας και κατά συνέπεια μειώνει την Ποσότητα του Χρήματος. Αντίθετα, όταν μειώνει το Αναπροεξοφλητικό Επιτόκιο, τότε «φτηναίνει» τη ρευστότητα της οικονομίας και κατά συνέπεια αυξάνει τη συνολική Ποσότητα του Χρήματος.

Η Μεταβολή του Λόγου των Υποχρεωτικών Ελάχιστων Ρευστών Διαθεσίμων είναι το επόμενο σημαντικό μέσο. Ο Λόγος των Υποχρεωτικών Ελάχιστων Ρευστών Διαθεσίμων (R) αποτελεί το θεσμοθετημένο ελάχιστο ποσοστό του υπολοίπου των τραπεζικών καταθέσεων, που οφείλουν να διατηρούν σε ρευστή μορφή οι εμπορικές τράπεζες. Αύξηση του R συνεπάγεται υποχρέωση των εμπορικών τραπεζών να διατηρούν σε ρευστή μορφή μεγαλύτερο τμήμα των καταθέσεων των πελατών τους, άρα περιορισμό των δυνατοτήτων τους για πιστωτική επέκταση και επομένως περιορισμό της ρευστότητας και μείωση της ποσότητας του χρήματος. Στην περίπτωση μείωσης του R υπάρχουν τα αντίθετα

αποτελέσματα που οδηγούν τελικά σε αύξηση της ρευστότητας και αύξηση της ποσότητας του χρήματος.

Τέλος υπάρχουν και κάποια **Άλλα Μέσα της Νομισματικής Πολιτικής**. Τα τρία βασικά μέσα της Νομισματικής Πολιτικής που προαναφέρθηκαν συνοδεύονται και από μια ποικιλία άλλων μέσων που χρησιμοποιούνται ανάλογα με τη χώρα ή τη χρονική στιγμή.

Ενδεικτικά κάποια από αυτά τα μέτρα είναι τα εξής:

- a) Η δέσμευση από την κεντρική τράπεζα, μέρους των καταθέσεων των εμπορικών τραπεζών για συγκεκριμένες δραστηριότητες.
- b) Η δέσμευση από την κεντρική τράπεζα τμήματος των καταθέσεων των εμπορικών τραπεζών για την υποχρεωτική αγορά τίτλων του δημοσίου, κυρίως εντόκων γραμματίων και ομολόγων.
- c) Η διαφοροποίηση των επιτοκίων και των άλλων όρων δανεισμού για συγκεκριμένους τομείς της οικονομίας.
- d) Η έγκριση, οι όροι και ο έλεγχος της έκδοσης βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων Ομολογιακών Τίτλων από χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς ή ιδιωτικές επιχειρήσεις.
- e) Ο έλεγχος και ο καθορισμός όρων στις πωλήσεις με δόσεις, κυρίως των διαρκών καταναλωτικών αγαθών.

Υπάρχουν πολλά ακόμη μέσα ποσοτικά και ποιοτικά που έχει στη διάθεσή της κάθε κεντρική τράπεζα για την άσκηση της Νομισματικής Πολιτικής. Έχει όμως και ένα γενικό εργαλείο που ονομάζεται «Ηθική Πειθώ». Μέσω αυτού η κεντρική τράπεζα έχει τη δυνατότητα να δημοσιοποιεί, είτε στο στενό κύκλο των Χρηματοπιστωτικών Μεσολαβητών, είτε στον ευρύτερο χώρο του αποταμιευτικού κοινού, τις προθέσεις, τις επιθυμίες και τις επιδιώξεις της ως προς τα βασικά νομισματικά μεγέθη. Διαμορφώνει κατ' αυτό τον τρόπο ένα «κλίμα» και οι οικονομικές μονάδες στην προσπάθειά τους να προσαρμοστούν σε αυτό ακολουθούν πρακτικές που ουσιαστικά έχουν υπαγορευθεί από την ίδια την κεντρική τράπεζα (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

2.1 Η Σταθερότητα των Τιμών

Ο πρωταρχικός στόχος του Ευρωσυστήματος και της Ενιαίας Νομισματικής Πολιτικής, για την οποία είναι υπεύθυνο, είναι η Σταθερότητα των Τιμών. Ο στόχος αυτός είναι θεσμικά κατοχυρωμένος από το άρθρο 127 της Συνθήκης για τη λειτουργία της ΕΕ (ECB, 2014a), και αποτελεί τη βασική διάταξη στο κεφάλαιο της Συνθήκης για τη λειτουργία της ΕΕ, το οποίο αφορά τη Νομισματική Πολιτική (ΕΚΤ, 2013).

Επιπροσθέτως η Συνθήκη για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης ορίζει την ιεράρχηση των στόχων του Ευρωσυστήματος. Έτσι καθιστά σαφές ότι η διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών αποτελεί τη σημαντικότερη συμβολή της Νομισματικής Πολιτικής για την επίτευξη ευνοϊκού οικονομικού περιβάλλοντος και απασχόληση σε υψηλό επίπεδο (ECB, 2014a). Πραγματικά, μεγάλο πλήθος οικονομικών μελετών και δεκαετίες πρακτικής εμπειρίας, υποδεικνύουν ότι η Νομισματική Πολιτική μπορεί να συνεισφέρει τα μέγιστα στη βελτίωση των οικονομικών προοπτικών και την άνοδο του βιοτικού επιπέδου των πολιτών, μέσα από τη διαρκή διατήρηση της Σταθερότητας των Τιμών (Scheller, 2006).

Επομένως, η διατήρηση σταθερών τιμών είναι ο μοναδικός εφικτός στόχος της ενιαίας Νομισματικής Πολιτικής μεσοπρόθεσμα. Αντιθέτως, πέραν της θετικής επίδρασης ως προς τη Σταθερότητα των Τιμών, η Νομισματική Πολιτική δεν μπορεί να ασκήσει διαρκή επίδραση στις πραγματικές μεταβλητές (ΕΚΤ, 2013).

2.2 Μια ποσοτική προσέγγιση της Σταθερότητας των Τιμών

Ως γενικό κείμενο αρχών και στόχων, η Συνθήκη για τη Λειτουργία της ΕΕ απλώς ορίζει τη Σταθερότητα των Τιμών ως γενικό και μοναδικό, ουσιαστικά, στόχο της ΕΕ. Η εξειδίκευση του τι συγκεκριμένο ποσοτικό περιεχόμενο έχει ο στόχος αυτός αφέθηκε στην ίδια την ΕΚΤ, η οποία με απόφαση του Δ.Σ. της στις 13 Οκτωβρίου 1998 ανακοίνωσε έναν ποσοτικό ορισμό της Σταθερότητας των Τιμών (Ιορδανίδης, 2012).

Οι βασικοί λόγοι για την επιλογή μιας ποσοτικής προσέγγισης ήταν τρεις. Αρχικά ότι ο ορισμός αυτός προσδίδει στη Νομισματική Πολιτική μεγαλύτερη διαφάνεια. Επίσης, ένας ποσοτικός ορισμός παρέχει ένα σημείο αναφοράς βάσει του οποίου οι πολίτες μπορούν να ελέγχουν την ΕΚΤ για τις πράξεις της. Καθώς είναι εύκολο να εντοπιστούν οι αποκλίσεις της εξέλιξης των τιμών από τη Σταθερότητα των Τιμών, η ΕΚΤ πρέπει να λογοδοτεί για τις συνεχιζόμενες αποκλίσεις από τον ορισμό και να εξηγεί με ποιον τρόπο θα αποκατασταθεί η Σταθερότητα των Τιμών μέσα σε εύλογο χρονικό διάστημα.

Τέλος, σκοπός του ορισμού αυτού είναι να καθοδηγεί τις προσδοκίες για τη μελλοντική εξέλιξη των τιμών. Αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα να ενισχύει την αξιοπιστία και την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Η μεγαλύτερη δέσμευση της ΕΚΤ στη διατήρηση της Σταθερότητας των Τιμών παρέχει στις χρηματοπιστωτικές αγορές και στο ευρύ κοινό βάσιμους λόγους να αναμένουν ότι ο μεσοπρόθεσμος πληθωρισμός θα βρίσκεται εντός ορίων που κρίνονται συμβατά με τη Σταθερότητα των Τιμών. Η σταθεροποίηση με αυτό τον τρόπο των πιο μακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό επιτρέπει στις επιχειρήσεις, τις συνδικαλιστικές ενώσεις και τους μεμονωμένους φορείς που εμπλέκονται στη διαδικασία καθορισμού των μισθών και των τιμών, να αποφεύγουν να υπολογίζουν στις αποφάσεις τους υψηλότερους ρυθμούς πληθωρισμού, κάτι που με τη σειρά του θα δυσχέραινε τη διατήρηση της Σταθερότητας των Τιμών (Scheller, 2006)

2.3 Ο ορισμός της Σταθερότητας των Τιμών

Τον Οκτώβριο του 1998 το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας όρισε ότι Σταθερότητα των Τιμών θεωρείται η από έτος σε έτος αύξηση του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή⁶ (Harmonized Index of Consumer Prices H.I.C.P) μέσα στη Ζώνη του Ευρώ, σε ποσοστό

⁶ Ο ορισμός προσδιορίζει έναν συγκεκριμένο δείκτη τιμών – δηλαδή τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) για τη Ζώνη του Ευρώ – ο οποίος χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της επίτευξης της Σταθερότητας των Τιμών. Η χρήση ενός ευρέως δείκτη τιμών, καθιστά σαφή τη δέσμευση της ΕΚΤ για πλήρη και αποτελεσματική προστασία έναντι της μείωσης της αγοραστικής δύναμης του χρήματος. Ο ΕνΔΤΚ, τον οποίο δημοσιεύει η Στατιστική Υπηρεσία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Eurostat), είναι ο βασικός δείκτης που μετρά την εξέλιξη των τιμών και έχει εναρμονιστεί σε όλες τις χώρες της Ευρωζώνης με σκοπό να επιτρέπει τη μέτρηση, με τη μεγαλύτερη δυνατή προσέγγιση, των μεταβολών που σημειώνονται με την πάροδο του χρόνου στην τιμή ενός αντιπροσωπευτικού καλαθιού καταναλωτικών αγαθών στη Ζώνη του Ευρώ.

μικρότερο του 2% (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004). Το Διοικητικό Συμβούλιο αναγνώρισε επίσης ότι τα οποιαδήποτε μέσα της Νομισματικής Πολιτικής επηρεάζουν το γενικό επίπεδο των τιμών με σημαντική χρονική υστέρηση και μάλιστα με σημαντικό βαθμό αβεβαιότητας ως προς τις σκοπούμενες αντιδράσεις, άρα δε μπορεί να χρησιμοποιείται η Νομισματική Πολιτική για την ακριβή ρύθμιση (fine tuning) των εξελίξεων στο επίπεδο τιμών (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2004). Το Δ.Σ. της ΕΚΤ στις 8 Μαΐου 2003 (Ιορδανίδης, 2012) αφού επιβεβαίωσε αυτό τον ορισμό έπειτα από αναλυτική αξιολόγηση της Στρατηγικής Νομισματικής Πολιτικής της ΕΚΤ (Scheller, 2006), πρόσθεσε σε αυτόν τον ορισμό ότι «η Σταθερότητα των Τιμών, ως στόχος, πρέπει να επιδιώκεται σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα και όχι σε βραχυπρόθεσμο λίγων εβδομάδων ή μηνών και η διατήρηση του πληθωρισμού να παραμένει κάτω, αλλά πλησίον του 2%» (ECB, 2014b). Επομένως θέτοντας τον ποσοτικό στόχο «πληθωρισμός \leq 2% ετησίως» η ΕΚΤ αναγνωρίζει πως καμιά Νομισματική Πολιτική, όσο αντιπληθωριστική και να είναι, δε μπορεί να αποφύγει βραχυχρόνιες αναταράξεις στο επίπεδο των τιμών μεγαλύτερες του 2% (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2004). Η αναφορά στον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) για τη ζώνη του ευρώ δείχνει δύο στοιχεία. Πρώτον, ότι ο στόχος της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ είναι η σταθερότητα των τιμών στη Ζώνη του Ευρώ ως σύνολο και δεύτερον, ότι αντικατοπτρίζει το σύνηθες ενδιαφέρον του κοινού για τις τιμές καταναλωτή (Sheller, 2006).

Η υιοθέτηση του μεσοπρόθεσμου ποσοτικού στόχου του 2% συνεπάγεται όχι μόνο τη σαφή αυτοδέσμευση και τη σηματοδότηση των διαθέσεων της ΕΚΤ απέναντι σε όλες τις οικονομικές μονάδες της Ευρωζώνης, αλλά ταυτόχρονα και την από μέρους της αποδοχή, ότι η γνωστή αντίληψη περί μηδενικού πληθωρισμού είναι και ανέφικτη και μη επιθυμητή. Αυτό υπό την έννοια ότι μια ομαλά αναπτυξιακή πορεία στην Ευρωζώνη οφείλει να αποδέχεται την αναπτυξιακά προωθητική επίδραση μιας μικρής αύξησης των τιμών, μικρότερης για παράδειγμα του 1,5% ή 1% (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002). Για το λόγο αυτό προστέθηκε και ο όρος «πλησίον» προκειμένου να δημιουργηθεί ένα περιθώριο ασφαλείας πάνω από το μηδενικό πληθωρισμό με σκοπό την προστασία από κινδύνους μείωσης του γενικού επιπέδου των τιμών (αποπληθωρισμός) (Ιορδανίδης, 2012).

Αξίζει να σημειωθεί ότι είναι σημαντικό να αποφεύγεται ο αποπληθωρισμός επειδή ενέχει για την οικονομία παρόμοιο κόστος όπως ο πληθωρισμός. Επιπλέον, από τη στιγμή που θα εμφανιστεί ενδέχεται να εδραιωθεί, αφού τα ονομαστικά επιτόκια δεν μπορούν να μειωθούν κάτω από το μηδέν. Προκειμένου να υπολογιστεί το περιθώριο ασφαλείας, η ΕΚΤ έλαβε υπόψη μελέτες οι οποίες προσπάθησαν, έχοντας ως στόχο διάφορα επίπεδα πληθωρισμού, να αξιολογήσουν την πιθανότητα τα ονομαστικά επιτόκια να αγγίζουν το κατώτερο μηδενικό όριο. Τα αποτελέσματα στον τομέα αυτό διαφέρουν έως ένα βαθμό, επειδή εξαρτώνται από διάφορες συγκεκριμένες υποθέσεις. Όμως, σύμφωνα με τις διαθέσιμες μελέτες, οι πιθανότητες μειώνονται δραματικά όταν η κεντρική τράπεζα στοχεύει σε ρυθμό πληθωρισμού άνω του 1% (Sheller, 2006).

2.4 Τα οφέλη της Σταθερότητας των Τιμών

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, ο στόχος της σταθερότητας των τιμών αφορά το γενικό επίπεδο των τιμών της οικονομίας και υποδηλώνει την αποφυγή παρατεταμένου πληθωρισμού και αποπληθωρισμού. Σύμφωνα με το σκεπτικό των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης που συμφώνησαν στο στόχο αυτό, η Σταθερότητα των Τιμών συμβάλλει με πολλούς τρόπους στην επίτευξη υψηλού επιπέδου οικονομικής δραστηριότητας και απασχόλησης (ECB, 2004). Οι τρόποι συμβολής αναλύονται παρακάτω.

Αρχικά επιτρέπει τόσο στους καταναλωτές όσο και στις επιχειρήσεις να παίρνουν τις αποφάσεις τους λειτουργώντας σε ένα περιβάλλον σταθερότητας, πληροφόρησης και διαφάνειας των σχετικών τιμών. Ως εκ τούτου επιτρέπει στις δυνάμεις της αγοράς να κατανέμουν τους παραγωγικούς πόρους κατά τον πλέον αποτελεσματικό τρόπο και τελικά επιτρέπει την αύξηση και την επέκταση των παραγωγικών δυνατοτήτων της οικονομίας της ΕΕ (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004).

Ακόμη, αποτρέπει την πληθωριστική αύξηση του λεγόμενου “risk premium” στα πραγματικά επιτόκια της οικονομίας. Αυτό γιατί όσοι διακρατούν τίτλους για μεγάλα χρονικά διαστήματα δεν έχουν την ανάγκη να ζητούν περεταίρω αυξημένα επιτόκια ως αντιστάθμιση στον κίνδυνο μείωσης της πραγματικής αξίας των περιουσιακών τους στοιχείων από το πληθωριστικό

ροκάνισμα (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004). Με αυτό τον τρόπο η Νομισματική Πολιτική μπορεί να συμβάλλει στην αποτελεσματική κατανομή πόρων από την κεφαλαιαγορά και έτσι αυξάνει τα κίνητρα για επενδύσεις (ECB, 2004). Αυτό με τη σειρά του προωθεί τη δημιουργία θέσεων εργασίας και γενικότερα ενισχύει την οικονομική ευημερία (Gerdesmeier, 2011).

Επίσης, η αξιόπιστη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών μειώνει την πιθανότητα ιδιώτες και επιχειρήσεις να κατευθύνουν πόρους από παραγωγικές δραστηριότητες σε δραστηριότητες αντιστάθμισης του πληθωρισμού. Για παράδειγμα, σε ένα περιβάλλον υψηλού πληθωρισμού είναι λογικό να παρατηρείται συσσώρευση αποθεμάτων πραγματικών αγαθών, εφόσον υπό αυτές τις συνθήκες διατηρούν καλύτερα την αξία τους από ότι το χρήμα ή ορισμένα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Όμως, η συσσώρευση αποθεμάτων αγαθών δεν αποτελεί αποδοτική επενδυτική απόφαση και συνεπώς παρακωλύει την οικονομική ανάπτυξη (ECB, 2004 ; Scheller, 2006).

Ένας ακόμη τρόπος συμβολής της σταθερότητας των τιμών είναι ότι, τα φορολογικά συστήματα και τα συστήματα κοινωνικής πρόνοιας μπορούν να δημιουργήσουν μη φυσιολογικά κίνητρα που στρεβλώνουν την οικονομική συμπεριφορά. Στις περισσότερες περιπτώσεις, οι στρεβλώσεις αυτές οξύνονται από τον πληθωρισμό ή τον αποπληθωρισμό καθώς τα φορολογικά συστήματα συνήθως δεν επιτρέπουν την τιμαριθμοποίηση των φορολογικών συντελεστών και των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης. Οι μισθολογικές αυξήσεις που αποσκοπούν στην αποζημίωση των εργαζομένων για ενδεχόμενη άνοδο του πληθωρισμού για παράδειγμα, θα μπορούσαν να έχουν ως αποτέλεσμα την αύξηση του φορολογικού συντελεστή των εργαζομένων. Έτσι με αυτόν τον τρόπο υπάρχει μια αυτόματη προοδευτικότητα του φορολογικού συστήματος. Η Σταθερότητα των Τιμών μειώνει τις στρεβλωτικές επιδράσεις που συνδέονται με τον αντίκτυπο της εξέλιξης του πληθωρισμού ή αποπληθωρισμού στα συστήματα φορολογίας και κοινωνικής ασφάλισης (Gerdesmeier, 2011).

Επιπλέον ο πληθωρισμός μπορεί να ερμηνευθεί ως ένας κρυφός φόρος στη διακράτηση μετρητών. Όταν αυξάνεται το επίπεδο των τιμών, οι άνθρωποι που κατέχουν μετρητά βλέπουν να μειώνεται η πραγματική ποσότητα των χρημάτων τους άρα και ο πραγματικός χρηματικός πλούτος τους, σαν να έχαναν ένα μέρος των χρημάτων τους λόγω της φορολογίας. Έτσι, όσο υψηλότερος είναι ο προσδοκώμενος ρυθμός πληθωρισμού τόσο υψηλότερα είναι τα ονομαστικά

επιτόκια και τόσο χαμηλότερη θα είναι η ζήτηση των νοικοκυριών για μετρητά. Αυτό συμβαίνει ακόμη και όταν δεν υπάρχει αβεβαιότητα σχετικά με τον πληθωρισμό, όταν δηλαδή ο πληθωρισμός είναι απόλυτα αναμενόμενος. Εξαιτίας αυτού, οι άνθρωποι αναγκάζονται να επισκέπτονται συχνότερα τις τράπεζες για ανάληψη χρημάτων όταν έχουν στην κατοχή τους μικρότερη ποσότητα μετρητών. Ο πρόσθετος κόπος και το κόστος που συνεπάγεται το γεγονός αυτό, συχνά περιγράφονται μεταφορικά ως το «κόστος φθοράς» του πληθωρισμού. Γενικότερα, η μείωση της διακράτησης μετρητών θεωρείται ότι αυξάνει το κόστος συναλλαγών (Gerdesmeier, 2011).

Επιπροσθέτως, η σταθερότητα των τιμών αποτρέπει τη συχνή και πολλές φορές βίαιη αναδιανομή του πλούτου και των εισοδημάτων μεταξύ κοινωνικών ή και οικονομικών ομάδων, που διακρατούν ή όχι περιουσιακά στοιχεία υπό μορφή τίτλων ή άλλων υλικών αγαθών (ακίνητα, ρευστά διαθέσιμα κλπ.) (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004) και η οποία προκύπτει τόσο σε ένα πληθωριστικό όσο και σε ένα αποπληθωριστικό περιβάλλον (ECB, 2004). Ειδικά αυτό ισχύει όταν οι μεταβολές του επιπέδου των τιμών είναι δύσκολο να προβλεφθούν και αφορά περισσότερο τις κοινωνικές ομάδες που δυσκολεύονται να προστατεύσουν τις ονομαστικές απαιτήσεις τους από τον πληθωρισμό. Κατά κανόνα, οι φτωχότερες κοινωνικές ομάδες πλήττονται περισσότερο από τον πληθωρισμό ή τον αποπληθωρισμό, καθώς διαθέτουν περιορισμένες δυνατότητες αντιστάθμισης του κινδύνου. Ως εκ τούτου, οι σταθερές τιμές συμβάλλουν στη διατήρηση της κοινωνικής συνοχής και σταθερότητας (Gerdesmeier, 2011).

Τέλος η σταθερότητα των τιμών ενισχύει τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Οι ξαφνικές αναπροσαρμογές της αξίας των περιουσιακών στοιχείων εξαιτίας απροσδόκτων μεταβολών του πληθωρισμού μπορούν να υπονομεύσουν την ευρωστία της οικονομικής κατάστασης των τραπεζών. Για παράδειγμα, αν μια τράπεζα χορηγεί μακροπρόθεσμα δάνεια με σταθερό επιτόκιο, τα οποία χρηματοδοτούνται από βραχυπρόθεσμες προθεσμιακές καταθέσεις, σε μια απροσδόκητη άνοδο του πληθωρισμού θα έχει μείωση της πραγματικής αξίας των περιουσιακών της στοιχείων. Κατά συνέπεια, η τράπεζα ενδέχεται να αντιμετωπίσει προβλήματα φερεγγυότητας, τα οποία μπορεί να προκαλέσουν αρνητικές αλυσιδωτές αντιδράσεις. Όταν η Νομισματική Πολιτική διατηρεί τη σταθερότητα των τιμών, αποφεύγονται οι πληθωριστικές και αποπληθωριστικές

διαταραχές της πραγματικής αξίας των ονομαστικών περιουσιακών στοιχείων και έτσι ενισχύεται η χρηματοπιστωτική σταθερότητα (Gerdesmeier, 2011).

Σίγουρα υπάρχουν πολλά ακόμα πλεονεκτήματα που αποφέρει η Σταθερότητα των Τιμών σε μια κοινωνία. Αυτό όμως που πρέπει να επισημανθεί είναι πως η Σταθερότητα των Τιμών συμβάλλει στην επίτευξη των γενικότερων οικονομικών στόχων, όπως υψηλότερο βιοτικό επίπεδο, υψηλότερο επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας και φυσικά αύξηση των θέσεων εργασίας (Δουγέκος, 2008) και επομένως συμβάλλει στην Κοινωνική και Οικονομική Συνοχή που αποτελεί διακηρυγμένο και κυρίαρχο στόχο της γενικότερης Οικονομικής Πολιτικής της ΕΕ (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004). Αρκετές φορές στη διάρκεια του 20ού αιώνα έχει διαπιστωθεί ότι οι υψηλοί ρυθμοί πληθωρισμού ή αποπληθωρισμού τείνουν να προκαλούν κοινωνική και πολιτική αστάθεια (ΕΚΤ, 2013).

Από τις διατάξεις της Συνθήκης συνεπάγεται επίσης ότι, κατά την πρακτική εφαρμογή των αποφάσεων Νομισματικής Πολιτικής, με στόχο τη διατήρηση της Σταθερότητας των Τιμών, το Ευρωσύστημα θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη του και τους γενικότερους οικονομικούς στόχους της Ένωσης. Ειδικότερα, δεδομένου ότι η Νομισματική Πολιτική μπορεί να επηρεάσει την πραγματική οικονομική δραστηριότητα βραχυπρόθεσμα, η ΕΚΤ θα πρέπει να αποφεύγει να προκαλεί υπερβολικές διακυμάνσεις της παραγωγής και της απασχόλησης, εάν αυτό συνάδει με την επιδίωξη του πρωταρχικού στόχου της (ECB, 2014a).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

3.1 Ο ρόλος της Στρατηγικής Νομισματικής Πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

Ο συγκεκριμένος τρόπος με τον οποίο η ΕΚΤ προσπαθεί να επιτύχει τον πρωταρχικό της στόχο, τη διατήρηση δηλαδή της Σταθερότητας των Τιμών, αποτυπώνεται σε αυτό που αποκαλείται Στρατηγική Νομισματικής Πολιτικής (ΕΚΤ, 2002).

Η στρατηγική αυτή πρέπει να εκπληρώνει δύο σημαντικά καθήκοντα. Αρχικά, επιβάλλοντας μια σαφή διάρθρωση στην ίδια τη διαδικασία χάραξης πολιτικής, η στρατηγική διασφαλίζει ότι το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας έχει στη διάθεσή του τις απαραίτητες πληροφορίες και αναλύσεις που απαιτούνται για τη λήψη τέτοιων αποφάσεων (εσωτερική διάσταση). Επίσης, αποτελεί μέσο για την εξήγηση των αποφάσεων Νομισματικής Πολιτικής στο κοινό (εξωτερική διάσταση). Συνεισφέροντας στην αποτελεσματικότητα της Νομισματικής Πολιτικής και σηματοδοτώντας τη δέσμευση της κεντρικής τράπεζας στη σταθερότητα των τιμών, η στρατηγική συμβάλλει στην αξιοπιστία της ΕΚΤ στις χρηματοπιστωτικές αγορές (ΕΚΤ, 2013).

Το Δ.Σ. της ΕΚΤ, έχοντας πάντα ως στόχο τη Σταθερότητα των Τιμών, αποφάσισε ότι η στρατηγική της θα στηρίζεται σε δύο θεμελιώδη στοιχεία (Δουγέκος, 2008). Το πρώτο ήταν μια θεωρητική και αρκούντως θεμελιωμένη, εμπειρικά, παραδοχή για τον πρωταγωνιστικό ρόλο του χρήματος μέσα στην οικονομία, όχι μόνο της ΕΕ αλλά και κάθε αναπτυγμένης χώρας (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004) και το δεύτερο, η αξιολόγηση σχετικά με τους κινδύνους που θα επηρέαζαν τη Σταθερότητα των Τιμών, η οποία θα γινόταν μέσα από ένα ευρύ φάσμα από οικονομικές και χρηματοοικονομικές μεταβλητές, ως δείκτες μελλοντικής εξέλιξης των τιμών μέσα στην Ευρωζώνη (Δουγέκος, 2008).

Τα πιο πάνω στοιχεία, δηλαδή η Νομισματική και η Οικονομική Ανάλυση, θεωρούνται από την ΕΚΤ και το Ευρωσύστημα τόσο σημαντικά, ώστε να χαρακτηρίζονται στα θεσμικά κείμενα της ΕΕ ως Πυλώνες (Pillars) πάνω στους οποίους βασίζονται ο κεντρικός στόχος που είναι η Σταθερότητα των Τιμών και η Νομισματική Πολιτική που εφαρμόζεται προκειμένου αυτός ο στόχος να επιτευχθεί (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004).

3.2 Η προσέγγιση βάση των δύο πυλώνων

Η προσέγγιση βάσει των δύο πυλώνων σημαίνει ότι η ΕΚΤ χρειάζεται να αναλύει σε βάθος τις οικονομικές και νομισματικές εξελίξεις για να διασφαλίσει ότι δεν παραβλέπεται καμία συναφής πληροφορία (ΕΚΤ, 2013).

3.2.1 Η Νομισματική Ανάλυση

Η Νομισματική Ανάλυση επικεντρώνεται σε έναν μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα, εκμεταλλευόμενη τη μακροχρόνια σχέση μεταξύ χρήματος και τιμών (ΕΚΤ, 2013). Η ΕΚΤ είναι πολύ σαφής ως προς τη μονεταριστική αφετηρία της θέσης της για τον πρωταγωνιστικό ρόλο του χρήματος μέσα στην οικονομία. Πράγματι το M_3 ⁷ ως η προσφορά χρήματος με τον ευρύ ορισμό της, επηρεάζει το επίπεδο τιμών και τη νομισματική σταθερότητα που επιδιώκει η ΕΚΤ (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004). Ο μεσομακροπρόθεσμος χαρακτήρας της νομισματικής προοπτικής υποδηλώνει επίσης ότι δεν υπάρχει άμεση σχέση μεταξύ των βραχυπρόθεσμων νομισματικών εξελίξεων και των αποφάσεων Νομισματικής Πολιτικής.

Μια τέτοια ανάλυση συμβάλλει στη βαθύτερη κατανόηση της συμπεριφοράς του M_3 , ενώ δίνει και μια ευρύτερη εικόνα των συνθηκών ρευστότητας στην οικονομία και των συνεπειών τους όσον αφορά τους κινδύνους διατάραξης της σταθερότητας των τιμών.

Τέλος, η ανάλυση του χρήματος και των χορηγήσεων μπορεί, υπό ορισμένες συνθήκες, να παρέχει έγκαιρη πληροφόρηση για επικείμενη χρηματοπιστωτική αστάθεια. Οι πληροφορίες αυτές έχουν σημασία για τη Νομισματική Πολιτική, επειδή η εμφάνιση χρηματοπιστωτικών ανισορροπιών ή η υπερβολική αύξηση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων θα μπορούσε να λειτουργήσει αποσταθεροποιητικά για την οικονομική δραστηριότητα και, σε τελική ανάλυση, για τις τιμές μεσοπρόθεσμα (ΤτΕ, 2013).

⁷ Το M_1 (Στενός Ορισμός) ορίζεται ως το άθροισμα του νομίσματος σε κυκλοφορία και των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας. Το M_2 (Ενδιάμεσος Ορισμός) περιλαμβάνει το M_1 , τις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως δύο ετών και τις καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως τριών μηνών. Το M_3 (Ευρύς Ορισμός) περιλαμβάνει το M_2 , τις συμφωνίες επαναγοράς (repos), τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος και τα χρεόγραφα διάρκειας έως και δύο ετών (Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Εκπαιδευτικό υλικό, Νομισματική Πολιτική, 2013).

Ορθά λοιπόν η ΕΚΤ χρησιμοποιεί το M_3 ως μέσο άντλησης πληροφοριών για την πορεία του πληθωρισμού μεσοπρόθεσμα. Εξάλλου έχει αποδειχθεί ότι πολλές υφέσεις ή άνοδοι στην οικονομία είναι συνέπεια της ποσότητας των κεφαλαίων που βρίσκονται στη διάθεση των επενδυτών και ιδίως των πιστώσεων που είναι διαθέσιμες (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004).

3.2.2 Οικονομική Ανάλυση

Ενώ το χρήμα, το M_3 δηλαδή, θεωρείται ως ο κυριότερος παράγοντας που επηρεάζει τον πληθωρισμό, έχει τη δυνατότητα να επιδρά στο επίπεδο των τιμών μόνο μεσομακροπρόθεσμα. Προκειμένου λοιπόν να υπάρχει πρόβλεψη για τη μελλοντική εξέλιξη των τιμών πρέπει η ΕΚΤ να έχει στη διάθεσή της και άλλα στοιχεία που θα τη βοηθούν προς αυτή την κατεύθυνση παρακολουθώντας και ερμηνεύοντας ένα αρκετά μεγάλο πλήθος δεικτών. Τα στοιχεία αυτά τα λαμβάνει μέσω της Οικονομικής Ανάλυσης (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004).

Η Οικονομική Ανάλυση επικεντρώνεται κυρίως στην αξιολόγηση των τρεχουσών οικονομικών και χρηματοοικονομικών εξελίξεων, καθώς και των βραχυμεσοπρόθεσμων κινδύνων που αυτές συνεπάγονται για τη Σταθερότητα των Τιμών. Οι οικονομικές και χρηματοοικονομικές μεταβλητές που αποτελούν αντικείμενο αυτής της ανάλυσης περιλαμβάνουν, για παράδειγμα, την εξέλιξη της συνολικής παραγωγής, τη συνολική ζήτηση και τις συνιστώσες της, τη δημοσιονομική πολιτική, τις συνθήκες στις αγορές κεφαλαίων και εργασίας, μια ευρεία κλίμακα δεικτών τιμών και κόστους, την εξέλιξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας, την παγκόσμια οικονομία και το ισοζύγιο πληρωμών, τις χρηματοπιστωτικές αγορές και τη χρηματοοικονομική θέση των τομέων της ζώνης του ευρώ. Όλοι αυτοί οι παράγοντες είναι χρήσιμοι για την αξιολόγηση της δυναμικής της πραγματικής δραστηριότητας και της πιθανής εξέλιξης των τιμών (Gerdesmeier, 2011).

Στο πλαίσιο της οικονομικής ανάλυσης, σημαντικό ρόλο διαδραματίζουν οι μακροοικονομικές προβολές⁸. Οι προβολές, που καταρτίζονται από εμπειρογνώμονες, συμβάλλουν στη συγκέντρωση και τη σύμπτυξη μεγάλου

⁸ Οι προβολές εμπειρογνώμωνων του Ευρωσυστήματος είναι τα αποτελέσματα αναλύσεων που διεξάγονται από εμπειρογνώμονες του Ευρωσυστήματος, με σκοπό την πρόβλεψη πιθανών μελλοντικών μακροοικονομικών εξελίξεων στη Ζώνη του Ευρώ ως μέρος της Οικονομικής Ανάλυσης.

αριθμού οικονομικών στοιχείων και διασφαλίζουν τη συνέπεια μεταξύ διαφορετικών πηγών οικονομικών δεδομένων (Δουγέκος, 2008). Κατ' αυτό τον τρόπο, η ΕΚΤ εξετάζει τακτικά την εξέλιξη του συνολικού προϊόντος, τη ζήτηση και τις συνθήκες στις αγορές εργασίας, μια ευρεία κλίμακα δεικτών τιμών και κόστους, τη δημοσιονομική πολιτική και το ισοζύγιο πληρωμών για τη Ζώνη του Ευρώ (ΕΚΤ, 2013).

Οι επιδράσεις που ασκούν αυτοί οι δείκτες στον πληθωρισμό είναι βραχυχρόνιες, αλλά είναι δυνατόν να έχουν και μακροχρόνιες επιπτώσεις στην οικονομία. Χρησιμοποιώντας λοιπόν την Οικονομική Ανάλυση, η ΕΚΤ μπορεί να έχει σφαιρική αντίληψη για το τι συμβαίνει στην οικονομία (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004). Για παράδειγμα εάν υπάρχει έλλειμμα στην προσφορά εργασίας, τότε το κόστος της και το ύψος των μισθών αυξάνονται, με συνέπεια να αυξάνεται και η ζήτηση. Στη συνέχεια αυξάνεται το επίπεδο τιμών, λόγω και της αύξησης της ποσότητας του χρήματος που κυκλοφορεί. Αυτό καταλήγει σε πληθωριστικές τάσεις, οι οποίες μπορεί να πηγάζουν από μια προσωρινή μεταβολή στην αγορά εργασίας. Το ίδιο αποτέλεσμα θα έχει και μια αύξηση του εισοδήματος ή του πλούτου των καταναλωτών. Οι βραχυχρόνιες μεταβολές λοιπόν σε κάποιους δείκτες μπορεί να επιφέρουν μακροχρόνια μεταβολή σε μεγέθη που ενδιαφέρουν την ΕΚΤ (Ζαχαριάδης- Σούρας, 2002 & 2004).

3.2.3 Διασταύρωση πληροφοριών από τους δύο πυλώνες

Όσον αφορά στις αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου για την ενδεδειγμένη κατεύθυνση της Νομισματικής Πολιτικής, η προσέγγιση βάσει των δύο πυλώνων επιτρέπει τη διασταύρωση των ενδείξεων που απορρέουν από την πιο βραχυπρόθεσμη Οικονομική Ανάλυση με τις ενδείξεις που απορρέουν από την πιο μακροπρόθεσμη Νομισματική Ανάλυση (ΕΚΤ, 2013). Αυτή η διασταύρωση στοιχείων, μέσα από προσεκτική παρακολούθηση και ανάλυση, εξασφαλίζει ότι η Νομισματική Πολιτική δεν παραβλέπει σημαντικές πληροφορίες σχετικές με την αξιολόγηση μελλοντικών τάσεων των τιμών και δίνει στην ΕΚΤ τη δυνατότητα να διαμορφώνει τα επιτόκιά της στο επίπεδο εκείνο όπου εξυπηρετείται καλύτερα η διατήρηση της Σταθερότητας των Τιμών (ΕΚΤ, 2002).

Αξιοποιείται κατ' αυτό τον τρόπο πλήρως ο συμπληρωματικός χαρακτήρας των στοιχείων των δύο πυλώνων, καθώς αυτός είναι ο καλύτερος

τρόπος για να διασφαλιστεί ότι όλες οι σημαντικές πληροφορίες για την αξιολόγηση των προοπτικών των τιμών χρησιμοποιούνται με συνέπεια και αποτελεσματικότητα, διευκολύνοντας τόσο τη διαδικασία λήψης αποφάσεων όσο και την ανακοίνωση αυτών. Η προσέγγιση αυτή περιορίζει τον κίνδυνο σφαλμάτων πολιτικής που μπορεί να επιφέρει η υπερβολική εξάρτηση από έναν μόνο δείκτη, πρόβλεψη ή υπόδειγμα (Gerdesmeier, 2011).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

4.1 Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα

Το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα (ΕΝΣ) δημιουργήθηκε το Μάρτιο του 1979 από την τότε Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα (ΕΟΚ), με απώτερη επιδίωξη τη νομισματική ενοποίηση των χωρών μελών της. Τα κύρια χαρακτηριστικά του ΕΝΣ, όπως αυτά θεσμοθετήθηκαν το 1979 αναλύονται παρακάτω.

Αρχικά δημιουργήθηκε η Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα - ENM (European Currency Unit - ECU). Η αξία της ENM υπολογίστηκε με βάση τη μέση στάθμιση των νομισμάτων των χωρών μελών της Κοινότητας και γι' αυτό το λόγο αποκαλείτο «σύνθετο νόμισμα» ή «καλάθι νομισμάτων» (composite currency, basket currency). Η ENM αποτελούσε μέσο πληρωμών μεταξύ των Κεντρικών Τραπεζών, αντιπροσώπευε μέρος των συναλλαγματικών διαθεσίμων μιας χώρας και χρησιμοποιείτο στις συναλλαγές διαφόρων ιδιωτικών επιχειρήσεων και οργανισμών λόγω της συναλλαγματικής της σταθερότητας σε σύγκριση με άλλα ξένα νομίσματα, κλπ. (Βάμβουκας, 2004).

Το επόμενο χαρακτηριστικό ήταν η υιοθέτηση του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ), δηλαδή ενός μηχανισμού ο οποίος μπορεί να συνδέει τα νομίσματα των κρατών μελών μεταξύ τους (Giddy, 1996). Σύμφωνα με τον ΜΣΙ, το νόμισμα μιας χώρας μπορεί να διακυμαίνεται, έναντι των νομισμάτων των άλλων χωρών, εντός του ορίου $\pm 2,25\%$. Σε ειδικές περιπτώσεις μπορούσε να οριστεί διαφορετικό όριο, όπως έγινε με τη στερλίνα, την ιταλική λιρέτα και την ισπανική πεσέτα, όπου το αρχικό εύρος διακύμανσης είχε οριστεί σε $\pm 6\%$ (Βάμβουκας, 2004). Ο ΜΣΙ έχει και δύο άλλα χαρακτηριστικά. Το πρώτο είναι ότι οι επανευθυγραμμίσεις των νομισμάτων επιτρέπονται, αλλά θα πρέπει να συμφωνούν όλα τα μέλη του ΜΣΙ και το δεύτερο, ότι τα μέλη συμφωνούν να παρακολουθούν ένα συντελεστή απόκλισης. Όταν κάποιο νόμισμα καλύψει το 75% της επιτρεπόμενης, πριν την επανευθυγράμμιση, απόκλισης έναντι της ENM, η κυβέρνηση του νομίσματος αυτού πρέπει να λάβει μέτρα και να αλλάξει την πολιτική της, προκειμένου να αντιστρέψει αυτή την τάση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του νομίσματος της (Begg, Fischer & Dornbusch, 1998).

Τελευταίο βασικό χαρακτηριστικό ήταν η αναβάθμιση του Ευρωπαϊκού Ταμείου Νομισματικής Συνεργασίας (European Monetary Cooperation Fund), το οποίο είχε ιδρυθεί το 1973. Μέσα στις βασικές του λειτουργίες ήταν η χορήγηση βραχυπρόθεσμων δανείων στις χώρες της Κοινότητας για την κάλυψη αναγκών του ισοζυγίου πληρωμών (Βάμβουκας, 2004).

Πρωταρχική επιδίωξη του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος ήταν να οδηγηθεί η Ευρωπαϊκή Κοινότητα ομαλά στη φάση της νομισματικής ένωσης. Η επίτευξη αυτού του στόχου απαιτούσε ως προϋπόθεση την εκπλήρωση ορισμένων οικονομικών κριτηρίων, όπως περιορισμένο εύρος συναλλαγματικής διακύμανσης των εθνικών νομισμάτων, χαμηλά επίπεδα πληθωρισμού, σύγκλιση των ονομαστικών επιτοκίων κλπ. Τον Αύγουστο του 1993 τα όρια διακύμανσης των νομισμάτων των χωρών – μελών ορίστηκαν σε $\pm 15\%$, εξαιτίας του έντονου κλυδωνισμού που υπέστη ο ΜΣΙ και που οφειλόταν στη νομισματική αναταραχή σε σχέση με την ύφεση που έπληξε την ΕΕ την περίοδο 1992-1993. Την περίοδο εκείνη αρκετοί αναλυτές υποστήριζαν ότι το ΕΝΣ έχει δυσοίωνες προοπτικές και σύντομα θα οδηγηθεί σε κατάρρευση (Βάμβουκας, 2004).

4.2 Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών - Ευρωσύστημα

Την 1η Ιανουαρίου 1999, έντεκα χώρες - μέλη της ΕΕ υιοθέτησαν ως κοινό νόμισμα το ευρώ. Το τολμηρό εγχείρημα της Ευρώπης με τη δημιουργία της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ), που πριν από λίγα μόλις χρόνια πολλοί το θεωρούσαν ως ένα φανταστικό σενάριο, οδήγησε σε μία νομισματική ζώνη με πάνω από 300 εκατομμύρια καταναλωτές (Krugman & Obstfeld, 2011).

Η γέννηση του ευρώ οδήγησε στις σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες των νομισμάτων όλων των χωρών της ΟΝΕ. Με την απόφασή τους όμως να έχουν ένα κοινό νόμισμα, οι χώρες της ΟΝΕ θυσίασαν τη δυνατότητα που είχαν να ελέγχουν τη νομισματική τους πολιτική, σε μεγαλύτερο βαθμό, από ότι απαιτεί ένα καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Συμφώνησαν να καταργήσουν τα εθνικά τους νομίσματα και να παραχωρήσουν τον έλεγχο της νομισματικής τους πολιτικής σε ένα κοινό Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) (Krugman & Obstfeld, 2011).

Τα κύρια οικονομικά χαρακτηριστικά της ΟΝΕ είναι, πέραν από το ευρώ, το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και ο Συντονισμός των Οικονομικών Πολιτικών από το ECOFIN⁹ (Βάμβουκας, 2004).

Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών αποτελείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες (ΕθνΚΤ) όλων των χωρών μελών της Ε.Ε. (Δουγέκος, 2008) ενώ η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και οι Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες των χωρών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ, απαρτίζουν το Ευρωσύστημα (Δουγέκος, 2008). Με άλλα λόγια το Ευρωσύστημα περιγράφει το σχήμα και τον οργανωτικό τρόπο, μέσω των οποίων λειτουργεί εντός της «Ζώνης του Ευρώ» το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2004). Ο ίδιος ο όρος Ευρωσύστημα δεν εμφανίζεται στη Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, ούτε στο Καταστατικό του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ, που αναφέρονται στους στόχους και τα καθήκοντα τους. Ωστόσο, από τη στιγμή που υπάρχουν κράτη μέλη που δεν έχουν υιοθετήσει το ευρώ, δεν εφαρμόζονται σε αυτά οι διατάξεις σχετικά με τους στόχους και τα καθήκοντα του ΕΣΚΤ. Στο πλαίσιο αυτό, καθιερώθηκε η αναφορά στο Ευρωσύστημα, δηλαδή την ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ των κρατών μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ενθαρρύνει επίσης τη χρήση του όρου αυτού (Gerdesmeier, 2011).

Σήμερα την Ευρωπαϊκή Ένωση απαρτίζουν 28 χώρες ενώ η Ζώνη του Ευρώ περιλαμβάνει 19 χώρες: την Αυστρία, το Βέλγιο, τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ελλάδα, την Ιρλανδία, την Ιταλία, την Ισπανία, την Κύπρο, το Λουξεμβούργο, τη Μάλτα, την Ολλανδία, την Πορτογαλία, τη Σλοβακία, τη Σλοβενία, την Εσθονία, τη Φινλανδία τη Λεττονία και την Λιθουανία (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014a).

Το ΕΣΚΤ αποτελεί την κινητήρια δύναμη του Ευρωσυστήματος. Τα βασικά του καθήκοντα είναι η διενέργεια πράξεων συναλλάγματος, η άσκηση της νομισματικής πολιτικής, η κατοχή και διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της Ευρωζώνης και η ομαλή λειτουργία των συστημάτων πληρωμών (Βάμβουκας, 2004).

⁹ Το ECOFIN (Economy/Finance) αποτελεί το Συμβούλιο Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και είναι υπεύθυνο για τις αποφάσεις και τα μέτρα της Οικονομικής Πολιτικής.

Το Ευρωσύστημα είναι αρμόδιο για την άσκηση της Νομισματικής Πολιτικής στη ζώνη του ευρώ, με πρωταρχικό σκοπό τη διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014b), όπως ορίζεται στο άρθρο 127, παράγραφος 1 της συνθήκης για τη λειτουργία της ΕΕ. Κατά την επιδίωξη των σκοπών του, το Ευρωσύστημα οφείλει να λειτουργεί σύμφωνα με την αρχή της οικονομίας της ανοιχτής αγοράς με ελεύθερο ανταγωνισμό, που ευνοεί την αποτελεσματική κατανομή των πόρων και να στηρίζει τις γενικές οικονομικές πολιτικές της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΚΤ, 2011).

Οι βασικές λειτουργίες του Ευρωσυστήματος είναι:

- Η χάραξη και η εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής στη ζώνη του ευρώ.
- Η διενέργεια πράξεων συναλλάγματος και η κατοχή και διατήρηση των επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων των 19 κρατών μελών της ζώνης του ευρώ.
- Η έκδοση των τραπεζογραμματίων στη ζώνη του ευρώ.

Στο πλαίσιο αυτών των λειτουργιών το Ευρωσύστημα συλλέγει τις αναγκαίες στατιστικές πληροφορίες είτε από τις εθνικές κρατικές αρχές είτε από τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς της Ευρωζώνης και παρακολουθεί τις εξελίξεις στον τραπεζικό και χρηματοπιστωτικό τομέα προωθώντας την ομαλή ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ του ΕΣΚΤ και των ΕθνΚΤ (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004).

Ο κύριος λόγος για τον οποίο το Ευρωσύστημα παρακολουθεί στενά τις εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα, έγκειται στο γεγονός ότι εξαρτάται άμεσα από την ομαλή λειτουργία του Τραπεζικού Συστήματος, μέσω του οποίου μπορούν να υλοποιούνται οι αποφάσεις για τη Νομισματική Πολιτική. Τα πιστωτικά ιδρύματα (εμπορικές τράπεζες, ταμειωτήρια κλπ.) των χωρών της Ευρωζώνης λειτουργούν ως δίαυλοι τη Νομισματικής Πολιτικής της ΕΕ και γι' αυτό το λόγο η αποτελεσματικότητα και η σταθερότητα του τραπεζικού τομέα αποτελούν τους πιο σημαντικούς παράγοντες για την ορθή εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής μέσα στην Ευρωζώνη (Ζαχαριάδης- Σούρας, 2004).

Ο κύριος λόγος για τον οποίο το Ευρωσύστημα παρακολουθεί στενά τις εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα, έγκειται στο γεγονός ότι εξαρτάται άμεσα από την ομαλή λειτουργία του Τραπεζικού Συστήματος, μέσω του οποίου μπορούν να υλοποιούνται οι αποφάσεις για τη Νομισματική Πολιτική. Τα πιστωτικά ιδρύματα

(εμπορικές τράπεζες, ταμειωτήρια κλπ.) των χωρών της Ευρωζώνης λειτουργούν ως διάυλοι τη Νομισματικής Πολιτικής της ΕΕ και γι' αυτό το λόγο η αποτελεσματικότητα και η σταθερότητα του τραπεζικού τομέα αποτελούν τους πιο σημαντικούς παράγοντες για την ορθή εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής μέσα στην Ευρωζώνη (Ζαχαριάδης- Σούρας, 2004).

4.3 Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ιδρύθηκε ως ένας εξειδικευμένος ανεξάρτητος οργανισμός, επιφορτισμένος με την άσκηση της Νομισματικής Πολιτικής. Για την επίτευξη αυτού του στόχου, η ΕΚΤ διαθέτει δική της νομική προσωπικότητα και δικά της όργανα λήψης αποφάσεων και εξουσίες. Η οργάνωσή της ως κεντρικής τράπεζας ανταποκρίνεται στην ειδική φύση της νομισματικής πολιτικής, δηλαδή σε μια λειτουργία δημόσιας πολιτικής που υλοποιείται κατά βάση με πράξεις χρηματοπιστωτικής αγοράς (Scheller, 2006).

Η ΕΚΤ διαθέτει νομική προσωπικότητα και έχει την ευρύτερη δυνατή νομική ικανότητα που αναγνωρίζεται σε νομικά πρόσωπα από το οικείο εθνικό δίκαιο του κάθε κράτους μέλους, σύμφωνα με το καταστατικό του ΕΣΚΤ. Επομένως, μπορεί να αποκτή ή να διαθέτει κινητή και ακίνητη περιουσία και να είναι διάδικος. Επιπλέον, η ΕΚΤ απολαμβάνει τα αναγκαία προνόμια και τις ασυλίες, για την άσκηση των καθηκόντων της, σύμφωνα με τους όρους που καθορίζονται στο πρωτόκολλο περί των προνομίων και ασυλιών των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων της 8ης Απριλίου 1965. Ως νομικό πρόσωπο του δημόσιου διεθνούς δικαίου, η ΕΚΤ μπορεί, μεταξύ άλλων, να συνάπτει διεθνείς συμφωνίες επί θεμάτων που εμπίπτουν στο πεδίο των αρμοδιοτήτων της και να συμμετέχει στις εργασίες διεθνών οργανισμών, όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (ΤΔΔ) ή ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) (Scheller, 2006).

Παρ' όλο που σύμφωνα με τη Συνθήκη ΕΚ εκτελεί λειτουργίες πολιτικής, η ΕΚΤ δεν αποτελεί κοινοτικό όργανο με την κυριολεκτική έννοια του όρου. Η ΕΚΤ δεν αναφέρεται στο άρθρο 7 της Συνθήκης ΕΚ, το οποίο καθορίζει τα πέντε κοινοτικά όργανα, που είναι το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Συμβούλιο, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, το Δικαστήριο και το Ελεγκτικό Συνέδριο. Αυτά τα όργανα είναι επιφορτισμένα με την ευρεία εντολή να εκτελούν τα καθήκοντα της

Κοινότητας, εντός των ορίων των αρμοδιοτήτων που τους έχουν ανατεθεί με τη Συνθήκη.

Αντιθέτως, η νομική βάση του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ προβλέπεται σε ξεχωριστό άρθρο (άρθρο 8 της Συνθήκης), το οποίο στηρίζει το ειδικό καθεστώς της ΕΚΤ εντός του συνολικού πλαισίου της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, τη διαχωρίζει από τα άλλα θεσμικά όργανα και τους επικουρικούς οργανισμούς τους και περιορίζει τις δραστηριότητές της σε ένα σαφώς καθορισμένο, ειδικό καθήκον.

Ως οργανισμός που ιδρύθηκε με τη Συνθήκη ΕΚ, η ΕΚΤ απολαύει πραγματικών εξουσιών. Οι εν λόγω εξουσίες δεν έχουν ανατεθεί στην ΕΚΤ από τα κοινοτικά όργανα. Πρόκειται για πραγματικές εξουσίες που ανατίθενται στην ΕΚΤ με τη Συνθήκη ΕΚ. Αυτό το χαρακτηριστικό διακρίνει την ΕΚΤ από τους διάφορους αποκεντρωμένους οργανισμούς της Κοινότητας που διαθέτουν δική τους νομική προσωπικότητα (Scheller, 2006).

Κατ' αυτό τον τρόπο η ΕΚΤ αποτελεί τον ακρογωνιαίο λίθο και το συντονιστή ολόκληρης της δραστηριότητας του Ευρωσυστήματος. Έχει την αποκλειστική αρμοδιότητα για το σχεδιασμό, τις οριστικές αποφάσεις και την εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής της ΕΕ (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004). Η Νομισματική Πολιτική της ΕΚΤ καθώς και το θεωρητικό υπόβαθρο και η πρακτική εφαρμογή της, περιγράφονται λεπτομερώς στο βιβλίο *“The monetary policy of the ECB”*, που δημοσιεύτηκε από την ΕΚΤ τον Ιανουάριο του 2004 (Scheller, 2006).

Η Νομισματική Πολιτική, δηλαδή η πολιτική καθορισμού των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, ασκείται από το Διοικητικό Συμβούλιο¹⁰ της ΕΚΤ, το οποίο λαμβάνει τις αποφάσεις συνήθως στην πρώτη συνεδρίαση του κάθε μήνα, με γνώμονα την επίτευξη του πρωταρχικού στόχου και οι αποφάσεις αυτές κοινοποιούνται μέσα από συνέντευξη Τύπου του Προέδρου της ΕΚΤ (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014b).

Οι χώρες που συμμετέχουν στην ΟΝΕ δεσμεύονται επίσης και από την εφαρμογή του Συμφώνου Ανάπτυξης και Σταθερότητας (ΣΑΣ). Ενώ η υιοθέτηση

¹⁰ Το Δ.Σ. της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας απαρτίζεται από τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής (6 μέλη που διορίζονται για 8 χρόνια από τους ηγέτες των χωρών της ευρωζώνης) και από τους διοικητές των Κεντρικών Τραπεζών των χωρών της Ευρωζώνης.

της νομισματικής πολιτικής είναι ενιαία για όλες τις χώρες της Ευρωζώνης, η δημοσιονομική πολιτική ασκείται ανεξάρτητα από τις κυβερνήσεις των χωρών – μελών της. Το ΣΑΣ είναι δεσμευτικό για τις χώρες της Ευρωζώνης καθώς προσδιορίζει τα όρια του κρατικού ελλείμματος και του δημόσιου χρέους. Στο πλαίσιο του ΣΑΣ οι χώρες της ΟΝΕ υποχρεούνται να συντάσσουν μεσοπρόθεσμα προγράμματα δημοσιονομικής σύγκλισης. Τα προγράμματα αυτά πρέπει να πιστοποιούν την επίτευξη του στόχου της δημοσιονομικής πειθαρχίας και ο έλεγχός τους γίνεται από το ECOFIN (Βάμβουκας, 2004).

Οι ΕθνΚΤ των κρατών μελών που δεν έχουν υιοθετήσει το ευρώ, δε συμμετέχουν στη λήψη αποφάσεων που αφορούν στην ενιαία νομισματική πολιτική για τη Ζώνη του Ευρώ. Εξακολουθούν να χρησιμοποιούν το δικό τους νόμισμα και να ασκούν τη δική τους νομισματική πολιτική (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004). Για τις χώρες αυτές τα περιθώρια συναλλαγματικών διακυμάνσεων έναντι του ευρώ είναι καθορισμένα από ένα αναθεωρημένο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ 2) και έχουν μεγάλο εύρος ($\pm 15\%$). Ο ΜΣΙ 2 προσδιορίζει και το πλαίσιο των αμοιβαίων παρεμβάσεων για τη στήριξη αυτών των περιθωρίων (Krugman & Obstfeld, 2011). Ένας από τους λόγους που ο ΜΣΙ 2 θεωρήθηκε αναγκαίος ήταν για να αποθαρρυνθούν ανταγωνιστικές υποτιμήσεις έναντι του ευρώ από μέλη της ΕΕ που βρίσκονται εκτός της Ευρωζώνης (Krugman & Obstfeld, 2011).

Οι ΕθνΚΤ που ανήκουν στη ζώνη του ευρώ έχουν την υποχρέωση να συμμετέχουν στο Κεφάλαιο της ΕΚΤ, ενώ οι ΕθνΚΤ που βρίσκονται εκτός της ζώνης του ευρώ οφείλουν να συνεισφέρουν μόνο για την κάλυψη των λειτουργικών εξόδων της ΕΚΤ και κατά συνέπεια δε δικαιούνται μερίδιο από τα διανεμητέα κέρδη της, ούτε υποχρεούνται να καλύψουν τυχόν ζημιές της (Δουγέκος, 2008).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

5.1 Συμβατικά Μέσα

Το Ευρωσύστημα προκειμένου να επιτύχει τον κύριο στόχο του, δηλαδή την διατήρηση της Σταθερότητας των Τιμών, έχει στη διάθεσή του και χρησιμοποιεί ένα σύνολο εργαλείων Νομισματικής Πολιτικής (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014c). Με τη χρησιμοποίηση των κατάλληλων κάθε φορά εργαλείων προσπαθεί να επηρεάσει τα επιτόκια της αγοράς μέσω κυρίως της ρευστότητας που διακινείται και παρέχεται. Τα εργαλεία αυτά είναι κυρίως οι Πράξεις Ανοικτής Αγοράς, οι Πάγιες Διευκολύνσεις και η Τήρηση των Ελάχιστων Υποχρεωτικών Αποθεματικών (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004).

5.1.1 Πράξεις Ανοικτής Αγοράς (Open Market Operations)

Οι Πράξεις Ανοικτής Αγοράς αποτελούν το σημαντικότερο εργαλείο στη Νομισματική Πολιτική του Ευρωσυστήματος και μέσα από αυτές η ΕΚΤ προσπαθεί να επηρεάσει τον όγκο της ρευστότητας που κυκλοφορεί, διαμορφώνοντας τα επιτόκια (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002 & 2004) και σηματοδοτώντας την κατεύθυνση της Νομισματικής Πολιτικής (ΕΚΤ, 2011).

Οι Πράξεις Ανοικτής Αγοράς του Ευρωσυστήματος διακρίνονται σε τέσσερις κατηγορίες με βάση το σκοπό τους, την περιοδικότητα και τις διαδικασίες διενέργειάς τους (ΕΚΤ, 2011) και είναι:

- Οι Πράξεις Κύριας Αναχρηματοδότησης
- Οι Πράξεις πιο Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης
- Οι Πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας
- Οι Διαρθρωτικές Πράξεις

Οι προαναφερθείσες πράξεις διακρίνονται σε αντιστρεπτές και σε οριστικές.

Ο όρος *αντιστρεπτές* σημαίνει ότι γίνεται μια ανταλλαγή μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που συμμετέχουν στις παραπάνω διαδικασίες και αυτών που τις οργανώνουν, δηλαδή τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες μέσω εξουσιοδότησης από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Σε πρώτη φάση τα αντισυμβαλλόμενα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προσφέρουν κάποια χρεόγραφα ως εγγύηση για να λάβουν ρευστότητα από την ΕΚΤ. Υπάρχει όμως μια συμφωνία επαναγοράς (repo) μεταξύ τους. Αυτό σημαίνει ότι μετά από κάποιο

χρονικό διάστημα, που ορίζεται από τη διάρκεια της πράξης, το αντισυμβαλλόμενο ίδρυμα αναλαμβάνει να αγοράσει τα χρεόγραφα του από την ΕΚΤ. Επίσης είναι δυνατόν αυτά τα χρεόγραφα να έχουν δοθεί ως ενέχυρο στην ΕΚΤ, οπότε και σε αυτήν την περίπτωση το δανειζόμενο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα οφείλει να επιστρέψει τα κεφάλαια που δανείστηκε και να του επιστραφούν από την ΕΚΤ τα χρεόγραφα του. Η διαφορά της τιμής αγοράς αυτών των χρεογράφων από την τιμή επαναπώλησής τους, είναι ουσιαστικά το επιτόκιο με το οποίο δανείστηκε το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα από την ΕΚΤ τα κεφάλαια που είχε ανάγκη. Οι Πράξεις Κύριας Αναχρηματοδότησης, οι Πράξεις πιο Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης και οι Πράξεις Εξομάλυνσης των Βραχυχρόνιων Διακυμάνσεων της Ρευστότητας είναι συνήθως αντιστρεπτές πράξεις (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

Με τον όρο *οριστικές ή μη αντιστρεπτές*, νοούνται οι *οριστικές αγορές* και οι *οριστικές πωλήσεις*. Με τις *οριστικές αγορές* η ΕΚΤ αγοράζει χρεόγραφα από τα αντισυμβαλλόμενα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τους παρέχει κεφάλαια για την αύξηση της ρευστότητάς τους. Τα χρεόγραφα αυτά τα διακρατεί μέχρι τη λήξη τους και εξοφλείται γι' αυτά από τον εκδότη τους. Επίσης με αυτές, η ΕΚΤ πωλεί στα αντισυμβαλλόμενα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα χρεόγραφα, αντλώντας από αυτά ρευστότητα. Τα χρεόγραφα αυτά τα διακρατούν μέχρι τη λήξη τους οπότε και ζητούν από τον εκδότη τους την εξόφλησή τους.

Επιπροσθέτως στις Πράξεις Ανοικτής Αγοράς περιλαμβάνονται και Πράξεις Ανταλλαγής Νομισμάτων. Αυτές είναι *Πράξεις Swaps Ευρώ και Ξένου Συναλλάγματος*. Πρόκειται για πράξεις ανταλλαγής κεφαλαίων σε Ευρώ με κεφάλαια σε ξένο συνάλλαγμα (π.χ. δολάρια ή γιεν), οι οποίες διενεργούνται ουσιαστικά με μια διπλή και ταυτόχρονη πράξη αγοράς του ξένου νομίσματος στη spot αγορά και ταυτόχρονης πώλησής του στην προθεσμιακή αγορά. Επίσης μπορεί να συμβεί και η αντίστροφη διαδικασία, δηλαδή πώληση του ξένου νομίσματος στη spot αγορά και ταυτόχρονη αγορά του στην προθεσμιακή (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002). Ακόμη, το Ευρωσύστημα δύναται να χρησιμοποιεί την έκδοση πιστοποιητικών χρέους¹¹ της ΕΚΤ και την αποδοχή καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας (ΕΚΤ, 2011).

¹¹ Τα πιστοποιητικά χρέους είναι χρεόγραφα βραχυχρόνιας διάρκειας (συνήθως κάτω του ενός έτους) τα οποία διακινούνται στην αγορά χρήματος. Τα βασικά χαρακτηριστικά αυτών των χρεογράφων είναι ο χαμηλός κίνδυνος αθέτησης, των υποχρεώσεων του

5.1.2 Οι Πράξεις Κύριας Αναχρηματοδότησης (Main Refinancing Operations)

Οι Πράξεις Κύριας Αναχρηματοδότησης αποτελούν το κυριότερο εργαλείο στη διάθεση της ΕΚΤ που διενεργούνται σε αποκεντρωτική βάση, δηλαδή από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες για λογαριασμό της ΕΚΤ (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002) καθώς αποτελούν βασικό άξονα για την επιδίωξη των σκοπών των Πράξεων Ανοικτής Αγοράς του Ευρωσυστήματος. Είναι τακτικές αντιστρεπτές συναλλαγές για την παροχή ρευστότητας, διενεργούνται μία φορά την εβδομάδα και έχουν διάρκεια συνήθως μιας εβδομάδας. Οι πράξεις αυτές διενεργούνται από τις ΕθνΚΤ μέσω τακτικών δημοπρασιών (ΕΚΤ, 2011). Η σημαντικότητά τους έγκειται στο γεγονός ότι μέσω αυτών, η ΕΚΤ μπορεί να επηρεάζει τόσο το επιτόκιο δανεισμού της αγοράς, όσο και τη ρευστότητα που υπάρχει μέσα στην αγορά. Επίσης μέσω αυτών των πράξεων γίνεται ευρέως γνωστή η Νομισματική Πολιτική που ακολουθεί η ΕΚΤ (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

Το πλαίσιο μέσα στο οποίο διενεργούνται αυτές οι πράξεις είναι το ακόλουθο:

- Μπορούν να λαμβάνουν μέρος όλοι οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί οι οποίοι πληρούν τα κριτήρια που έχει θεσπίσει η ΕΚΤ.
- Αρμόδια όργανα για τη διενέργεια των Πράξεων Κύριας Αναχρηματοδότησης είναι οι Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες, κατόπιν εξουσιοδότησης της ΕΚΤ. Μόνο σε ειδικές περιπτώσεις τις πράξεις αυτές μπορεί να διενεργήσει η ίδια η ΕΚΤ. Σε κάθε περίπτωση όμως η ΕΚΤ είναι αυτή που καθορίζει το επιτόκιο με βάση το οποίο οι υποψήφιοι θα κάνουν τις προσφορές τους για τα κεφάλαια που επιθυμούν και δύνανται να αγοράσουν.
- Οι πράξεις αυτές είναι σταθερού επιτοκίου. Με τον τρόπο αυτό η ΕΚΤ καθορίζει τα επιτόκια της αγοράς.
- Σκοπός των πράξεων αυτών είναι η παροχή ρευστότητας στους οργανισμούς που τη χρειάζονται.
- Οι συγκεκριμένες πράξεις διενεργούνται μέσω δημοπρασιών που λαμβάνουν χώρα ανά τακτά χρονικά διαστήματα, μέσω

εκδότη και η υψηλή δυνατότητα ρευστοποίησης από πλευράς των κατόχων (Πορφύρης & Πέτσας, χ.χ)

χρονοδιαγράμματος που ορίζεται από την ΕΚΤ. Η συχνότητα είναι κάθε εβδομάδα και η διάρκεια εβδομαδιαία. Κατ' αυτό τον τρόπο κάθε αντισυμβαλλόμενος χρηματοπιστωτικός οργανισμός, αναλαμβάνει την υποχρέωση, μία εβδομάδα μετά τη συναλλαγή να επαναγοράσει τα χρεόγραφα που έδωσε ως εγγύηση, για το δανεισμό κεφαλαίων από την ΕΚΤ (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

Πίνακας 5.1: Κατηγορίες και Χαρακτηριστικά των Πράξεων Ανοικτής Αγοράς

Κατηγορία Πράξης Ανοικτής Αγοράς	Είδη συναλλαγών		Διάρκεια	Συχνότητα	Διαδικασία
	Παροχή Ρευστότητας	Απορρόφηση Ρευστότητας			
Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης	Αντιστρεπτές συναλλαγές	-----	Μία εβδομάδα	Εβδομαδιαία	Τακτικές Δημοπρασίες
Πράξεις πιο Μακροχρόνιας αναχρηματοδότησης	Αντιστρεπτές συναλλαγές	-----	Τρεις μήνες	Μηνιαία	Τακτικές Δημοπρασίες
Πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας	Αντιστρεπτές Συναλλαγές Πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων	Αντιστρεπτές συναλλαγές Αποδοχή καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας Πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων	Χωρίς περιοδικότητα	Χωρίς περιοδικότητα	Έκτακτες δημοπρασίες Διμερείς διαδικασίες
Διαρθρωτικές πράξεις	Αντιστρεπτές συναλλαγές	Έκδοση πιστοποιητικών χρέους της ΕΚΤ	Προκαθορισμένη ή κατά περίπτωση	Με ή χωρίς περιοδικότητα	Τακτικές Δημοπρασίες
	Οριστικές αγορές	Οριστικές πωλήσεις	-----	Με ή χωρίς περιοδικότητα	Διμερείς διαδικασίες

Πηγή: Scheller (2006)

5.1.3 Οι Πράξεις Πιο Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης (Longer-Term Refinancing Operations)

Οι Πράξεις Πιο Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης αποτελούν ένα παρεμφερές εργαλείο με αυτό της Κύριας Αναχρηματοδότησης. Στόχος τους είναι η περεταίρω ρευστότητα στην αγορά, χωρίς όμως η ΕΚΤ να στοχεύει μέσω αυτών, στον επηρεασμό των επιτοκίων της αγοράς, αφού η επιδίωξη της είναι να διοχετεύσει κεφάλαια στην αγορά τα οποία θα παραμείνουν για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Το λειτουργικό πλαίσιο μέσα στο οποίο διενεργούνται οι

Πράξεις Πιο Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης μοιάζει με αυτό της Κύριας Αναχρηματοδότησης. Είναι και αυτές αντιστρεπτές συναλλαγές παροχής ρευστότητας, διενεργούνται με τακτικές δημοπρασίες και συμμετέχουν σε αυτές όσοι πληρούν τα κριτήρια που έχει θεσπίσει η ΕΚΤ. Για την εγγύηση της εκπλήρωσης των υποχρεώσεών τους, οι συμμετέχοντες προσφέρουν χρεόγραφα και υπεύθυνες για τη διεξαγωγή των Πράξεων αυτών είναι οι Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002). Υπάρχει ένα συγκεκριμένο χρονοδιάγραμμα βάσει του οποίου πραγματοποιούνται και συγκεκριμένα διενεργούνται μια φορά το μήνα και συνήθως έχουν διάρκεια τριών μηνών (ΕΚΤ, 2011). Το γεγονός ότι δεν καθορίζει η ΕΚΤ ένα συγκεκριμένο επιτόκιο με βάση το οποίο διενεργούνται οι Πράξεις Πιο Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης σημαίνει ότι η ΕΚΤ δε θέλει μέσω αυτών να στείλει κάποιο μήνυμα στην αγορά σχετικά με τη νομισματική πολιτική που ακολουθεί, αλλά απλώς παρέχει περισσότερη ρευστότητα σε αυτούς που την έχουν ανάγκη. Ο ρόλος της ΕΚΤ σε αυτή την περίπτωση αντιστρέφεται, αφού γίνεται *δέκτης επιτοκίου*. Οι αντισυμβαλλόμενοι, δηλαδή, κάνουν τις προσφορές τους, όχι μόνο για τα κεφάλαια που θέλουν να δανειστούν ή να αγοράσουν, αλλά και για το ύψος του επιτοκίου μέσω του οποίου επιθυμούν να πραγματοποιήσουν τις συναλλαγές τους (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

5.1.4 Οι Πράξεις Εξομάλυνσης των Βραχυχρόνιων Διακυμάνσεων της Ρευστότητας (Fine - Tuning Operations)

Οι Πράξεις Εξομάλυνσης των Βραχυχρόνιων Διακυμάνσεων της Ρευστότητας διενεργούνται εκτάκτως, με σκοπό τη διαχείριση της ρευστότητας στην αγορά και τον επηρεασμό των επιτοκίων, ιδίως προς εξομάλυνση των επιπτώσεων στα επιτόκια που οφείλονται σε αιφνίδιες διακυμάνσεις της ρευστότητας στην αγορά (ΕΚΤ, 2011).

Οι αιφνίδιες διακυμάνσεις της ρευστότητας μπορεί να οφείλονται σε απρόβλεπτους παράγοντες βραχυχρόνιους και μακροχρόνιους, οι επιπτώσεις των οποίων είναι δυνατόν να παραμένουν στην αγορά και την οικονομία γενικότερα για μεγάλο χρονικό διάστημα, επιφέροντας αναστάτωση και αποδιοργάνωση. Για παράδειγμα μπορεί να εμφανιστούν φαινόμενα έλλειψης ή πλεονασμού κεφαλαίων προερχόμενα από μη αναμενόμενες διακυμάνσεις της προσφοράς και

της ζήτησης ή άλλων παραγόντων. Αυτό συνήθως επιφέρει μεταβολή στα επιτόκια της αγοράς που με τη σειρά τους διαμορφώνουν την ανάγκη για πρόσθετη ή για απορρόφηση ρευστότητας (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

Τα κυριότερα χαρακτηριστικά των Πράξεων Εξομάλυνσης των Βραχυχρόνιων Διακυμάνσεων της ρευστότητας είναι τα εξής:

- Είναι πράξεις παροχής ή απορρόφησης ρευστότητας, ανάλογα με την ανάγκη που προκύπτει.
- Για πράξεις παροχής ρευστότητας, συνήθως χρησιμοποιούνται διαδικασίες έκτακτων δημοπρασιών και σπανιότερα διμερείς διαδικασίες, ενώ για πράξεις απορρόφησης ρευστότητας διμερείς διαδικασίες.
- Οι πράξεις αυτές διενεργούνται από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες μετά από εξουσιοδότηση της ΕΚΤ, δύνανται όμως να διενεργούνται και από την ίδια την ΕΚΤ.
- Η διάρκειά τους δεν είναι προκαθορισμένη αλλά ποικίλει ανάλογα με την περίπτωση.
- Επειδή η ανάγκη που καλούνται να καλύψουν δεν παρουσιάζεται με συγκεκριμένη συχνότητα και οι ίδιες οι πράξεις δεν έχουν μια συγκεκριμένη συχνότητα.

Η ΕΚΤ έχει δώσει μεγάλη ελαστικότητα ως προς τη μορφή και τη συχνότητα διενέργειας των Πράξεων Εξομάλυνσης των Βραχυχρόνιων Διακυμάνσεων της Ρευστότητας. Έτσι λοιπόν μπορούν να είναι πράξεις αντιστρεπτές, οριστικές, ανταλλαγής νομισμάτων ή αποδοχής καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002). Επίσης είναι δυνατό να διενεργούνται την τελευταία ημέρα ορισμένης περιόδου τήρησης υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών, προκειμένου να αντιμετωπίζονται διακυμάνσεις της ρευστότητας που τυχόν σημειώνονται στο διάστημα που μεσολαβεί από την κατανομή του ποσού της τελευταίας πράξης κύριας αναχρηματοδότησης (ΕΚΤ, 2011).

5.1.5 Διαρθρωτικές Πράξεις (Structural Operations)

Οι Διαρθρωτικές Πράξεις έχουν στόχο τη διαρθρωτική ή δομική και επομένως την πιο μακροχρόνια προσαρμογή της ρευστότητας της αγοράς, στις ανάγκες και στα χαρακτηριστικά ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού τομέα της

Ευρωζώνης (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002). Επομένως διενεργούνται όποτε η ΕΚΤ επιθυμεί να προσαρμόσει τη διαρθρωτική θέση του Ευρωσυστήματος έναντι του χρηματοπιστωτικού τομέα, σε τακτά χρονικά διαστήματα ή εκτάκτως (ΕΚΤ, 2011). Όταν η διαρθρωτική ανάγκη είναι ανάγκη παροχής ρευστότητας, οι Διαρθρωτικές Πράξεις είναι η αγορά από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες, κατ' εξουσιοδότηση της ΕΚΤ, χρεογράφων που κατέχουν οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί είτε με τη μορφή αντιστρεπτέας πράξης, είτε της οριστικής αγοράς. Όταν η διαρθρωτική ανάγκη είναι ανάγκη απορρόφησης ρευστότητας, οι Διαρθρωτικές Πράξεις είναι η πώληση από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες, κατ' εξουσιοδότηση της ΕΚΤ, στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς υπό τη μορφή, είτε Πιστοποιητικών Χρέους (π.χ. ομολόγων) που εκδίδει η ΕΚΤ για πρώτη φορά, είτε Οριστικών Πωλήσεων ήδη κυκλοφορούντων χρεογράφων της ΕΚΤ (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

Οι διαρθρωτικές πράξεις με τη μορφή αντιστρεπτέων συναλλαγών ή μέσω της έκδοσης χρεογράφων διενεργούνται από τις ΕθνΚΤ μέσω τακτικών δημοπρασιών. Οι διαρθρωτικές πράξεις με τη μορφή οριστικών συναλλαγών συνήθως διενεργούνται από τις ΕθνΚΤ μέσω διμερών διαδικασιών. Σε εξαιρετικές περιπτώσεις το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μπορεί να αποφασίζει τη διενέργεια των Διαρθρωτικών Πράξεων από την ίδια την ΕΚΤ (ΕΚΤ, 2011).

5.1.6 Οι Πάγιες Διευκολύνσεις (Standing Facilities)

Σκοπός των Πάγιων Διευκολύνσεων είναι η παροχή και απορρόφηση ρευστότητας με διάρκεια μιας ημέρας (μέχρι την επόμενη εργάσιμη ημέρα), η σηματοδότηση της γενικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής και ο επηρεασμός των επιτοκίων της αγοράς για τοποθετήσεις διάρκειας μιας ημέρας (ΕΚΤ, 2011). Σε σχέση με τις Πράξεις Ανοικτής Αγοράς, οι Πάγιες Διευκολύνσεις αποτελούν ένα εργαλείο που έρχεται σε δεύτερη μοίρα και για αυτό το λόγο ονομάζονται «Διευκολύνσεις» και ουσιαστικά είναι μια δυνατότητα που έχουν οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί να προσφεύγουν στην ΕΚΤ για μια ημέρα όταν είναι πλεονασματικοί ή ελλειμματικοί σε ρευστότητα (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

Οι Πάγιες Διευκολύνσεις που προσφέρονται από το Ευρωσύστημα είναι η Διευκόλυνση Οριακής Χρηματοδότησης και η Διευκόλυνση Αποδοχής

Καταθέσεων. Και για τις δύο Πράξεις αρμόδιο όργανο είναι οι Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες, κατ' εξουσιοδότηση της ΕΚΤ (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

5.1.6.a Η Διευκόλυνση Οριακής Χρηματοδότησης (Marginal lending facility)

Η Πράξη αυτή σημαίνει το δανεισμό κεφαλαίων στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς για μια ημέρα. Τα κεφάλαια παρέχουν οι Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες των χωρών στις οποίες είναι εγκατεστημένα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που τα έχουν ανάγκη. Το συνολικό ποσό που μπορεί να παρασχεθεί δεν υπόκειται σε κάποιο περιορισμό, αλλά είναι στην κρίση της εκάστοτε Εθνικής Κεντρικής Τράπεζας (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

Η μορφή που παίρνει η διευκόλυνση αυτή είναι της αντιστρεπτέας πράξης που σημαίνει ότι η παροχή κεφαλαίων γίνεται με συμφωνία επαναγοράς (repo) μετά από 24 ώρες. Η κυριότητα των περιουσιακών στοιχείων του πιστωτικού ιδρύματος παραμένει στη διάθεση της αρμόδιας Εθνικής Κεντρικής Τράπεζας, έως ότου της επιστραφεί το δάνειο την επόμενη ημέρα. Οι λεπτομέρειες του πλαισίου μέσα στο οποίο διενεργούνται οι Διευκολύνσεις Οριακής Χρηματοδότησης καθορίζονται από την αρμόδια Εθνική Κεντρική Τράπεζα ανάλογα και με τις συνθήκες που επικρατούν στην αντίστοιχη χώρα μέλος της Ευρωζώνης. Το επιτόκιο όμως είναι πάντοτε προκαθορισμένο από την ΕΚΤ και συνήθως είναι πολύ υψηλότερο των επιτοκίων της αγοράς (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

Υπό κανονικές συνθήκες, η πρόσβαση των αντισυμβαλλομένων στη Διευκόλυνση δεν υπόκειται σε ποσοτικούς ή άλλους περιορισμούς, εκτός από την υποχρέωση να παρέχουν ως ασφάλεια επαρκή περιουσιακά στοιχεία (ΕΚΤ, 2011) ώστε να αποτελούν αποδεκτούς συμβαλλόμενους (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

5.1.6.b Η Διευκόλυνση Αποδοχής Καταθέσεων (Deposit facility)

Και αυτό το μέσο έχει ως στόχο την παρακολούθηση και τον έλεγχο της ρευστότητας της αγοράς. Στη συγκεκριμένη όμως περίπτωση επιδιώκεται η απορρόφηση ρευστότητας και η επέμβαση στην αγορά είναι 24ωρη. Οι αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να κάνουν χρήση της Διευκόλυνσης Αποδοχής

Καταθέσεων, προκειμένου να πραγματοποιήσουν καταθέσεις διάρκειας μιας ημέρας στις ΕθνΚΤ. Υπό κανονικές συνθήκες η πρόσβαση των αντισυμβαλλομένων στη Διευκόλυνση δεν υπόκειται σε ποσοτικούς ή άλλους περιορισμούς (ΕΚΤ, 2011) και επομένως το ύψος των καταθέσεων που μπορεί να καταθέσει κάθε αντισυμβαλλόμενο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα είναι απεριόριστο. Για τις καταθέσεις αυτές των χρηματοπιστωτικών οργανισμών οι ΕθνΚΤ αναλαμβάνουν την υποχρέωση να καταβάλλουν κάποιο τόκο. Συνήθως το επιτόκιο για τον υπολογισμό αυτού του τόκου είναι αρκετά χαμηλότερο από τα επιτόκια της αγοράς (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002) και οριοθετεί προς τα κάτω το επιτόκιο της αγοράς για τοποθετήσεις διάρκειας μιας ημέρας (ΕΚΤ, 2011).

Πίνακας 5.2: Κατηγορίες και Χαρακτηριστικά των Πάγιων Διευκολύνσεων

Κατηγορία Πάγιας Διευκόλυνσης	Είδη συναλλαγών		Διάρκεια	Συχνότητα	Διαδικασία
	Παροχή Ρευστότητας	Απορρόφηση Ρευστότητας			
Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	Αντιστρεπτέες συναλλαγές	-----	Μία ημέρα		Πρόσβαση κατά τη διακριτική ευχέρεια των αντισυμβαλλομένων
Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	-----	Καταθέσεις	Μία ημέρα		Πρόσβαση κατά τη διακριτική ευχέρεια των αντισυμβαλλομένων

5.1.7 Η Τήρηση Ελάχιστων Υποχρεωτικών Αποθεματικών (Minimum Reserves Requirement)

Το τελευταίο εργαλείο που έχει στη διάθεσή της η ΕΚΤ για την άσκηση της Νομισματικής της Πολιτικής είναι τα Ελάχιστα Υποχρεωτικά Αποθεματικά (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

Κάθε πιστωτικός οργανισμός στην Ευρωζώνη υποχρεούται να τηρεί κάποια ελάχιστα αποθεματικά κεφάλαια στην Εθνική Κεντρική Τράπεζα της χώρας στην οποία ευρίσκεται. Ο λόγος για την ύπαρξη αυτού του εργαλείου είναι η σταθεροποίηση των επιτοκίων της αγοράς χρήματος και η δημιουργία (ή η διεύρυνση) διαρθρωτικού ελλείμματος ρευστότητας (ΕΚΤ, 2011) καθώς και ο έλεγχος των κεφαλαίων που κινούνται στην αγορά. Το ποσό που πρέπει να καταβάλλει κάθε αντισυμβαλλόμενος χρηματοπιστωτικός οργανισμός εξαρτάται από τα στοιχεία του ισολογισμού του και συγκεκριμένα από κάποια ποσά του παθητικού (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

Προκειμένου να επιτευχθεί σταθεροποίηση των επιτοκίων, το σύστημα Υποχρεωτικών Ελάχιστων Αποθεματικών του Ευρωσυστήματος παρέχει στα ιδρύματα τη δυνατότητα να τηρούν τα υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά τους σε μέσα επίπεδα. Η συμμόρφωση με την υποχρέωση τήρησης υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών διαπιστώνεται με βάση τα μέσα ημερήσια υπόλοιπα κατά τη διάρκεια της περιόδου τήρησης (ΕΚΤ, 2011).

Επί των υποχρεωτικών αποθεματικών που τηρούν τα ιδρύματα καταβάλλεται τόκος, με το επιτόκιο των Πράξεων Κύριας Αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος (ΕΚΤ, 2011) και η διάρκεια που κρατούνται δεσμευμένα αυτά τα ποσά από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες είναι ένας μήνας (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002). Από την υποχρέωση Τήρησης Ελάχιστων Αποθεματικών εξαιρούνται οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί που τηρούν υπό εκκαθάριση ή πλήρη αναδιοργάνωση. Επίσης υπάρχουν εξαιρέσεις για τους οργανισμούς που είναι μικροί σε μέγεθος σε σχέση με τα κεφάλαιά τους, οπότε σε αυτή την περίπτωση είναι υποχρεωμένοι να τηρούν αποθεματικά διάρκειας τριών μηνών και όχι ενός. Τέλος υπάρχουν κυρώσεις σε περιπτώσεις που κάποιος αντισυμβαλλόμενος δεν αποδώσουν στις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες το ύψος των κεφαλαίων που απαιτείται για κράτηση και είναι συνήθως χρηματικές (Ζαχαριάδης-Σούρας, 2002).

5.2 Μη συμβατικά μέτρα

Σε περίπτωση που ο Μηχανισμός Μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής παρεμποδίζεται εξαιτίας δυσλειτουργίας τμημάτων της αγοράς και τα μηνύματα που αποστέλλει η ΕΚΤ μέσω των επιτοκίων, δε μεταδίδονται ομοιόμορφα σε ολόκληρη τη Ζώνη του Ευρώ, η ΕΚΤ μπορεί να πραγματοποιεί διάφορες παρεμβάσεις (ΕΚΤ, 2013). Μια τέτοια δυσλειτουργία μπορεί να συμβαίνει σε περιόδους έκτακτων εντάσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Σε αυτές τις περιπτώσεις το Ευρωσύστημα μπορεί να χρησιμοποιεί κάθε μέσο που είναι συμβατό με τη Συνθήκη και που κρίνεται απαραίτητο για την επίτευξη των στόχων του. Το Ευρωσύστημα λοιπόν έχει τη δυνατότητα να αποφασίσει να αντιμετωπίσει τέτοιου είδους εντάσεις με τη λήψη έκτακτων, μη συμβατικών μέτρων. Αυτά τα μέτρα περιλαμβάνονται στο σύνολο των μέσων που διαθέτει το Ευρωσύστημα για την εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής του, αλλά έχουν εξ

ορισμού έκτακτο και προσωρινό χαρακτήρα. Συνήθως, στοχεύουν στον τραπεζικό τομέα, δεδομένου ότι οι επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ στηρίζονται στην τραπεζική χρηματοδότηση (έναντι της χρηματοδότησης μέσω των αγορών κεφαλαίων). Τα κυριότερα μη συμβατικά μέτρα τα οποία μπορεί να λάβει το Ευρωσύστημα είναι:

- Η παροχή ρευστότητας με σταθερό επιτόκιο και πλήρη κατανομή.
- Η διεύρυνση του καταλόγου περιουσιακών στοιχείων που γίνονται αποδεκτά ως ασφάλεια.
- Η πιο μακροπρόθεσμη παροχή ρευστότητας.
- Η παροχή ρευστότητας σε ξένο νόμισμα
- Οι μεταβολές του συντελεστή ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών
- Οι οριστικές αγορές συγκεκριμένων χρεογράφων.
- Οι οριστικές νομισματικές συναλλαγές (ΕΚΤ, 2013).

5.2.1 Παροχή ρευστότητας με σταθερό επιτόκιο και πλήρη κατανομή

Υπό κανονικές συνθήκες όταν το Ευρωσύστημα διενεργεί πράξεις Ανοικτής Αγοράς, αξιολογεί τις συνολικές ανάγκες ρευστότητας του τραπεζικού τομέα και κατανέμει το αντίστοιχο ποσό στο πλαίσιο δημοπρασιών. Συνήθως, οι δημοπρασίες διενεργούνται με ανταγωνιστικό επιτόκιο, δηλαδή οι τράπεζες δεσμεύονται να πληρώσουν τον τόκο που έχουν ορίσει στην προσφορά τους. Το Ευρωσύστημα μπορεί επίσης να διενεργεί τις δημοπρασίες του με σταθερό επιτόκιο. Στην περίπτωση αυτή, το επιτόκιο είναι προκαθορισμένο και οι τράπεζες υποβάλλουν προσφορές για το χρηματικό ποσό το οποίο επιθυμούν να τους κατανεμηθεί βάσει του σταθερού επιτοκίου.

Σε εξαιρετικές περιπτώσεις, όπως η χρηματοπιστωτική κρίση και η κρίση δημόσιου χρέους, η ΕΚΤ μπορεί να αποφασίσει εκ των προτέρων να κατανείμει ολόκληρη την ποσότητα ρευστότητας που ζητούν οι τράπεζες, δηλαδή να ικανοποιήσει όλες τις προσφορές, με σταθερό επιτόκιο (ΕΚΤ, 2013).

5.2.2 Διεύρυνση του καταλόγου περιουσιακών στοιχείων που γίνονται αποδεκτά ως ασφάλεια

Το Ευρωσύστημα μπορεί να προσαρμόσει τις ελάχιστες απαιτήσεις σε σχέση με τις εξασφαλίσεις που καλούνται να παρέχουν οι τράπεζες όταν δανείζονται χρήματα από το Ευρωσύστημα. Σκοπός του μέτρου αυτού είναι να διευκολύνει την πρόσβαση των τραπεζών στις πράξεις παροχής ρευστότητας του Ευρωσυστήματος. Τα περιουσιακά στοιχεία που οι εμπορικές τράπεζες παρέχουν ως ασφάλεια για τις πράξεις αναχρηματοδότησης παραμένουν στον ισολογισμό της αντίστοιχης τράπεζας και δεν απεικονίζονται στον ισολογισμό της κεντρικής τράπεζας (ΕΚΤ, 2013).

5.2.3 Πιο μακροπρόθεσμη παροχή ρευστότητας

Σε κανονικές συνθήκες, το Ευρωσύστημα διενεργεί κάθε μήνα μία πράξη πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, διάρκειας τριών μηνών. Σε εξαιρετικές περιπτώσεις, το Ευρωσύστημα μπορεί να αυξήσει τη συχνότητα και τη διάρκεια των πράξεων αυτών (ΕΚΤ, 2013).

5.2.4 Παροχή ρευστότητας σε ξένο νόμισμα

Εάν η πρόσβαση των τραπεζών σε ρευστότητα σε ξένο νόμισμα είναι περιορισμένη, το Ευρωσύστημα μπορεί να παράσχει την απαιτούμενη ρευστότητα σε συνεργασία με άλλες κεντρικές τράπεζες (ΕΚΤ, 2013).

5.2.5 Μεταβολές του συντελεστή ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών

Το Ευρωσύστημα μπορεί να αποφασίσει να μεταβάλει τον συντελεστή των ελάχιστων αποθεματικών που υποχρεούνται να τηρούν οι τράπεζες, προκειμένου να επηρεάσει τις ανάγκες του τραπεζικού συστήματος σε ρευστότητα (ΕΚΤ, 2013).

5.2.6 Οριστικές αγορές συγκεκριμένων χρεογράφων

Προκειμένου να διασφαλιστεί η ορθή μετάδοση των κινήσεων της νομισματικής πολιτικής στην ευρύτερη οικονομία και, εν τέλει, στο γενικό

επίπεδο τιμών, το Ευρωσύστημα μπορεί να παρεμβαίνει στις αγορές χρεογράφων του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα, στη Ζώνη του Ευρώ, αγοράζοντας οριστικά ορισμένα περιουσιακά στοιχεία, αντί να τα αποδέχεται απλώς ως ασφάλεια (ΕΚΤ, 2013).

5.2.7 Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές

Οι Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές (ΟΝΣ) αποτελούν ήδη από το 1999 ένα από τα μέσα Νομισματικής Πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ). Ωστόσο, επειδή άρχισαν να χρησιμοποιούνται μόλις τον Ιούνιο του 2009, όταν η ΕΚΤ ξεκίνησε το πρώτο πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών¹⁴, μπορούν να θεωρούνται ως μη συμβατικό μέτρο. Η ΕΚΤ μέσω των ΟΝΣ μπορούσε να παρεμβαίνει αγοράζοντας στη δευτερογενή αγορά, δηλαδή από τις τράπεζες και με τιμές της αγοράς, τους τίτλους τους οποίους αποδέχεται συνήθως ως ασφάλεια.

Σε αντίθεση με το Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων, απαραίτητη προϋπόθεση των ΟΝΣ είναι η αυστηρή και αποτελεσματική τήρηση των όρων που έχουν τεθεί στο πλαίσιο ενδεδειγμένου προγράμματος της Ευρωπαϊκής Διευκόλυνσης Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας/του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ΕΔΧΣ/ΕΜΣ), προκειμένου να διαφυλάσσεται ο πρωταρχικός στόχος της ΕΚΤ να διατηρεί τη Σταθερότητα των Τιμών και να εξασφαλίζεται ότι οι κυβερνήσεις έχουν τα σωστά κίνητρα για την υλοποίηση των απαραίτητων δημοσιονομικών προσαρμογών και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Μια άλλη διαφορά των ΟΝΣ σε σχέση με το Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων είναι ότι οι ΟΝΣ είναι απεριόριστες και μπορούν να διενεργηθούν στις δευτερογενείς αγορές κρατικών ομολόγων με διάρκειες από ένα έως τρία έτη. Τέλος, η ΕΚΤ αποδέχεται την ίδια μεταχείριση με ιδιώτες ή άλλους Νπιστωτές για όλες τις ΟΝΣ που διακρατεί. Πρέπει δε να υπογραμμιστεί ότι η ΕΚΤ Νδιακόπτει τις ΟΝΣ μόλις επιτυγχάνονται οι στόχοι τους ή σε περίπτωση μη συμμόρφωσης με το αντίστοιχο πρόγραμμα.

Όπως και στην περίπτωση του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων, οι επιδράσεις της ρευστότητας που δημιουργείται μέσω των ΟΝΣ, θα εξουδετερώνονται πλήρως. Αυτό σημαίνει ότι το σύνολο της πρόσθετης ρευστότητας που έχει χορηγηθεί μέσω των ΟΝΣ έως μία συγκεκριμένη εβδομάδα,

επαναπορροφάται από την αγορά την επόμενη εβδομάδα. Η εξουδετέρωση της ρευστότητας μπορεί να επιτευχθεί για παράδειγμα μέσω καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας στις οποίες μπορούν να προβούν οι τράπεζες στην κεντρική τράπεζα. Έτσι, η καθαρή επίδραση των αγορών και της εξουδετέρωσης στη συνολική ρευστότητα, εντός της διατραπεζικής αγοράς χρήματος, είναι ουδέτερη (ΕΚΤ, 2013).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

6.1 Ορισμός της κρίσης

Μετά τη παγκοσμιοποίηση, κατά τη δεκαετία του 1990, το διεθνές εμπόριο αναπτύχθηκε. Οι χώρες που δεν ήταν ιδιαίτερα ανταγωνιστικές, ξαφνικά απέκτησαν ισχυρή θέση στο διεθνές εμπόριο, καθώς υπήρχε πλήρη συναλλαγματική μετατρεψιμότητα και κίνηση κεφαλαίων. Η απελευθέρωση αυτή του εμπορίου και της κίνησης των κεφαλαίων δεν είχε μόνο θετικά αποτελέσματα. Πολλές οικονομίες άρχισαν να λυγίζουν επειδή τα νομίσματα τους υποτιμήθηκαν. Το ΑΕΠ άρχισε να μειώνεται με εντυπωσιακά γρήγορο ρυθμό και οι πολίτες άρχισαν να χάνουν την εμπιστοσύνη τους. (Burda & Wyplosz, 2009)

Οι νομισματικές κρίσεις μπορούν να χωριστούν σε δύο τύπους. Τις κρίσεις της πρώτης γενιάς, που συμβαίνουν όταν τα εγχώρια μέτρα πολιτικής είναι ασύμβατα με τη σύνδεση της ισοτιμίας. Και τις κρίσεις της δεύτερης γενιάς, οι οποίες πλήττουν τις κεντρικές τράπεζες που φαίνονται ευάλωτες γιατί είτε δεν δεσμεύονται σε κάποιο στόχο συναλλαγματικής ισοτιμίας είτε δεν έχουν αποκτήσει αρκετή αξιοπιστία. (Burda & Wyplosz, 2009)

Η θεωρία της πρώτης γενιάς θεωρεί ότι οι κρίσεις οφείλονται στη μη ορθή νομισματική πολιτική. Όταν υπάρχει κινητικότητα των κεφαλαίων και το καθεστώς που επικρατεί σε μία οικονομία είναι οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, η νομισματική πολιτική πρέπει να είναι πλήρως προσανατολισμένη προς αυτό το καθεστώς. Αυτό είναι πολύ σημαντικό γιατί αν αυξηθεί ξαφνικά η εγχώρια προσφορά χρήματος, τα επιτόκια μειώνονται και τα κεφάλαια μεταφέρονται σε άλλη οικονομία. Καθώς τα κεφάλαια μετακινούνται, ασκείται πίεση στη συναλλαγματική ισοτιμία, αναγκάζοντας τη κεντρική τράπεζα να παρέμβει και να υπάρξει τελικά κρίση. Παρόλα αυτά, αν υπάρχει περιορισμός στη κίνηση κεφαλαίων, και οι εκροές δεν είναι πολύ μεγάλες, υπάρχει πιθανότητα να διατηρηθεί η ισοτιμία. (Burda & Wyplosz, 2009)

Εν τούτοις, υπάρχουν νομισματικές κρίσεις πολύ διαφορετικές από τις παραπάνω. Οι κρίσεις δεύτερης γενιάς ονομάζονται αυτό-εκπληρούμενες επειδή συμβαίνουν όταν υπάρχει προσδοκία ή υποψία ότι πρόκειται να συμβούν. Για παράδειγμα, αν ξαφνικά κλονιστεί η εμπιστοσύνη των πολιτών στο εγχώριο νόμισμα, αρχίζουν να αγοράζουν ξένο νόμισμα. Σε αυτή τη περίπτωση, η κεντρική

τράπεζα είναι αναγκασμένη να καλύψει τη διαφορά δαπανώντας τα αποθέματα ξένου συναλλάγματος που έχει, έτσι ώστε να κρατήσει την ισοτιμία σταθερή. Όσο η κεντρική τράπεζα έχει τη δυνατότητα να κρατάει σταθερή την ισοτιμία δεν υπάρχει πρόβλημα. Αν τελειώσουν, όμως, τα αποθέματα της πριν να επανέλθει η οικονομία στη κατάσταση που ήταν πριν, η συναλλαγματική ισοτιμία δε μπορεί να παραμείνει σταθερή. Σε αντίθεση με τα παραπάνω, αν αναμένεται ότι η κεντρική τράπεζα δε θα υποχωρήσει χαλαρώνοντας τις νομισματικές συνθήκες, τα επιτόκια θα αυξηθούν και τα εγχώρια περιουσιακά στοιχεία θα φανούν ελκυστικά σε ξένους επενδυτές και το πρόβλημα θα αποκατασταθεί γρήγορα. (Burda & Wyplosz, 2009)

Οι αυτό-εκπληρούμενες κρίσεις μπορεί να συμβούν μόνο σε περίπτωση που υπάρχουν κάποιες αδυναμίες σε μια οικονομία. Για παράδειγμα, αν σε μία οικονομία υπάρχει υψηλή ανεργία, μία περιορισμένη νομισματική πολιτική, μπορεί να επιδεινώσει τη κατάσταση. Ένα άλλο παράδειγμα είναι ένα χρηματιστήριο που θεωρείται ότι έχει φτάσει σε πολύ υψηλά επίπεδα, πάντα υπάρχει η υποψία ότι θα καταρρεύσει σε περίπτωση αύξησης των επιτοκίων. Σε περίπτωση που υπάρχει αναξιοπιστία για τη κεντρική τράπεζα, μία κρίση μπορεί πολύ εύκολα να ξεσπάσει. (Burda & Wyplosz, 2009)

Ένα άλλο χαρακτηριστικό των νομισματικών κρίσεων είναι η μεταδοτικότητα. Έχει παρατηρηθεί, ότι οι κρίσεις της πρώτης γενιάς επηρεάζουν αρνητικά την ανταγωνιστικότητα. Για να ανακτήσει μία χώρα την ανταγωνιστικότητά της, μετά από μία δύσκολη κατάσταση, θα πρέπει να αποδεχτεί μία σημαντική μείωση στη τιμή των προϊόντων της και στα κέρδη της ή διαφορετικά μία υποτίμηση του νομίσματος της. Αυτό με τη σειρά του θα επηρεάσει και τις άλλες χώρες, που για να συνεχίσουν να είναι ανταγωνιστικές, πρέπει και αυτές με τη σειρά τους να πράξουν ανάλογα. Οι κρίσεις δεύτερης γενιάς μεταδίδονται όταν οι αγορές ανακαλύπτουν παρόμοια τρωτά σημεία ή έλλειψη δέσμευσης από τη κεντρική τράπεζα. Για παράδειγμα οι επενδυτές που αποσύρονται από μία χώρα όταν έχει απώλειες, παρασύρουν και άλλους επενδυτές να φύγουν από άλλες χώρες που υπάρχει μόνο μία μικρή υποψία ότι κινδυνεύουν, για να αποφύγουν τις απώλειες. Δεν περιμένουν να δουν την εξέλιξη των γεγονότων, αλλά προκαλούν την ίδια τη κρίση αποσύροντας τα κεφάλαια τους σε κατάσταση πανικού. (Burda & Wyplosz, 2009)

Ένα παράδειγμα προκειμένου να γίνει πιο σαφής η μεταδοτικότητα των κρίσεων είναι η ύφεση της περιόδου 1981-1983. Η κρίση ξεκίνησε στα τέλη του 1979, όταν ο πρόεδρος της κεντρικής τράπεζας των ΗΠΑ ανακοίνωσε την απότομη αλλαγή της νομισματικής πολιτικής, στοχεύοντας την καταπολέμηση του εγχώριου πληθωρισμού και τη ανατίμηση του δολαρίου. Τα αμερικανικά επιτόκια ανέβηκαν απότομα και αυτό είχε σαν αποτέλεσμα να προσελκύσει τους επενδυτές και το δολάριο έγινε πιο ισχυρό. Η ανατίμηση του δολαρίου, παρόλα αυτά, κατέστησε τα αμερικανικά προϊόντα πιο ακριβά σε σχέση με των άλλων χωρών. Επομένως, ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ μειώθηκε, ενώ στις άλλες χώρες είχε το αντίθετο αποτέλεσμα. Παρά το γεγονός ότι η ανατίμηση του δολαρίου παρείχε στις υπόλοιπες χώρες κάποια τόνωση στις εξαγωγές και στο εμπόριο, οι τιμές των εισαγωγών ανέβηκαν, και στη συνέχεια οι εργαζόμενοι ζήτησαν υψηλότερους μισθούς. Η περιοριστική νομισματική πολιτική των ΗΠΑ είχε, συνεπώς, στις υπόλοιπες οικονομίες αρνητικές επιδράσεις. (Krugman & Obstfeld, 2011)

Οι κεντρικές τράπεζες των άλλων χωρών προσπάθησαν να επέμβουν στην άνοδο του δολαρίου και να την επιβραδύνουν, πουλώντας τα αποθέματα που είχαν σε δολάρια και αγοράζοντας τα δικά τους νομίσματα. Κάποιες χώρες για λίγο κατάφεραν την άνοδο των επιτοκίων τους με αυτό τον τρόπο, αλλά τελικά η παγκόσμια οικονομία οδηγήθηκε σε βαθιά ύφεση. Η ανεργία σε παγκόσμιο επίπεδο έφτασε σε πάρα πολύ υψηλό επίπεδο. Στις ΗΠΑ διορθώθηκε αρκετά νωρίς αλλά στην Ιαπωνία και στην Ευρώπη παρέμεινε μόνιμα υψηλή. Αποτέλεσμα όλων αυτών ήταν να πέσει ο ρυθμός του πληθωρισμού των βιομηχανικά ανεπτυγμένων χωρών. Ερχόμενοι στο σήμερα παρατηρούμε μία ανάλογη κατάσταση σε παγκόσμιο επίπεδο. (Krugman & Obstfeld, 2011)

6.2 Χρονικό της κρίσης

Η οικονομική κρίση ξεκίνησε αρχικά από τις ΗΠΑ τον Αύγουστο του 2007, και επιδεινώθηκε το 2008 μετά από την κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers. Μετεξελίχθηκε σε παγκόσμια οικονομική κρίση και τη μεγαλύτερη οικονομική ύφεση από την δεκαετία του 1930 κι έπειτα. Οι επιπτώσεις της είναι δυσμενείς για όλες τις οικονομίες του πλανήτη. (Τράπεζα της Ελλάδος, 2013)

Το 2009 η παγκόσμια οικονομία σημείωσε αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης. Οι χώρες της ευρωζώνης εκδήλωσαν αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής του ΑΕΠ και κυρίως οι ανοιχτές οικονομίες ήταν εκείνες που επηρεάστηκαν περισσότερο από την ραγδαία πτώση του εμπορίου. Οι χώρες που είχαν σοβαρά εξωτερικά και εσωτερικά μακροοικονομικά προβλήματα δεν είχαν την απαιτούμενη αντοχή και ευελιξία ώστε να ανταπεξέλθουν σε αυτές τις δυσμενείς συνθήκες και σε ορισμένες περιπτώσεις χρειάστηκαν εξωτερική οικονομική βοήθεια. Όσον αφορά τον τομέα της απασχόλησης, ενώ στις υγιείς οικονομίες, η ανεργία διατηρήθηκε σε αρκετά χαμηλά επίπεδα, στις οικονομίες με διαρθρωτικές αδυναμίες η ανεργία επιδεινώθηκε ραγδαία. (Τράπεζα της Ελλάδος, 2013)

Το 2010 οι Ευρωπαίοι αναγκάστηκαν να πάρουν σημαντικές αποφάσεις για την αντιμετώπιση της κρίσης, καθώς είχε ήδη μετεξελιχθεί σε κρίση δημόσιου χρέους. Η ελληνική οικονομία βρέθηκε να είναι η πιο αδύναμη, με μεγάλα ελλείμματα και σοβαρά διαρθρωτικά προβλήματα. Αυτό έγινε και πρόβλημα για τις άλλες ευρωπαϊκές χώρες, αφού τα προβλήματα μίας χώρας επηρεάζουν όλες τις άλλες χώρες του ευρώ. Για να αποτρέψουν μία χειρότερη επιδείνωση του προβλήματος άρχισαν να χρηματοδοτούν τις χώρες που αντιμετώπιζαν προβλήματα. Παρόλα αυτά, η απόφαση αυτή ήταν πάρα πολύ δύσκολη και προκάλεσε πολλές αντιδράσεις. (Τράπεζα της Ελλάδος, 2013)

Τον Ιανουάριο του 2011 άρχισε να εφαρμόζεται το νέο σύστημα χρηματοπιστωτικής εποπτείας και τον Μάρτιο δόθηκε στο Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, η δυνατότητα να παρεμβαίνει κατ' εξαίρεση στην πρωτογενή αγορά κρατικών ομολόγων. Εκτός από αυτό, συμφωνήθηκαν οι όροι του μόνιμου Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας. Σύμφωνα με αυτό, δινόταν η δανειοδοτική ικανότητα έως 500 δισεκατομμύρια ευρώ και ονομαστικό κεφάλαιο 700 δισεκατομμύρια ευρώ. Επίσης, έγινε αλλαγή των όρων για τα δάνεια προς την Ελλάδα, με επιμήκυνση του χρόνου αποπληρωμής τους σε 7,5 έτη και μείωση του επιτοκίου χρηματοδότησης κατά 100 μονάδες βάσης. Η απόφαση αυτή, προσέφερε κάποια ανακούφιση όσον αφορούσε την εξυπηρέτηση του χρέους της. (Τράπεζα της Ελλάδος, 2013)

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της ετήσιας πανευρωπαϊκής άσκησης προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων των τραπεζών, που διεξήχθη τον Ιούλιο του 2011, ο τραπεζικός τομέας συνέχιζε να έχει πρόβλημα. Τα επιτόκια των κρατικών χρεογράφων ανέβηκαν υπερβολικά και το ευρωπαϊκό νόμισμα για πρώτη φορά

αντιμετώπισε κρίση εμπιστοσύνης. Έτσι, αποφασίστηκε η παροχή πρόσθετων κεφαλαίων, ύψους έως 200 δισεκατομμύρια ευρώ, στο ΔΝΤ με τη μορφή διμερών δανείων, για να αντιμετωπιστεί η κρίση. Επίσης, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο υιοθέτησε ένα νέο Δημοσιονομικό Σύμφωνο, που θα κυρωνόταν από τα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ και τα άλλα κράτη-μέλη της ΕΕ. Η επικύρωση της συμφωνίας αυτής, θα εξασφάλιζε την ισχυρή πολιτική δέσμευση των ευρωπαϊκών χωρών για στενότερη και αμετάκλητη δημοσιονομική και οικονομική ολοκλήρωση, έτσι ώστε να βελτιωθεί το δημόσιο χρέος στην ευρωζώνη. (Τράπεζα της Ελλάδος, 2013)

Τελικά, παρά τις προσπάθειες το 2011 τα προβλήματα συνεχίστηκαν. Οι οικονομικές και χρηματοοικονομικές συνθήκες χειροτέρευσαν το δεύτερο εξάμηνο. Η κρίση δημόσιου χρέους στη ζώνη του ευρώ χειροτέρεψε και η ΕΕ συνέχιζε να παρέχει χρηματοοικονομική βοήθεια και σε άλλες χώρες, όπως η Πορτογαλία. Η Ελλάδα συνέχισε να έχει πρόβλημα και ο φόβος για έξοδο της χώρας από το ευρώ ενισχύθηκε. Αν συνέβαινε κάτι τέτοιο, θα οδηγούσε σε αλυσιδωτές αντιδράσεις στη ζώνη του ευρώ, επηρεάζοντας αρνητικά την παγκόσμια οικονομία.. (Τράπεζα της Ελλάδος, 2013)

Το 2012 ήταν επίσης μία δύσκολη χρονιά για την ΕΕ. Η ευρωπαϊκή προσπάθεια επικεντρώθηκε στην εφαρμογή των δημοσιονομικών κανόνων, στη διόρθωση και την παρακολούθηση των μακροοικονομικών ανισορροπιών και στη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Παρά το γεγονός ότι η Κύπρος υπέβαλε και αυτή αίτημα βοήθειας, ο φόβος διάλυσης της ζώνης του ευρώ άρχισε να υποχωρεί μέρα με τη μέρα. (Τράπεζα της Ελλάδος, 2013)

Το Μάρτιο υπογράφηκε, για τα κράτη μέλη της ΕΕ, η “Συνθήκη για τη σταθερότητα, το συντονισμό και τη διακυβέρνηση της ΟΝΕ” (“Treaty on Stability, Coordination and Governance”) ή διαφορετικά “Δημοσιονομικό Σύμφωνο” (“Fiscal Compact”). Σύμφωνα με τη συνθήκη αυτή, τα κράτη-μέλη ήταν υποχρεωμένα να εισάγουν στο εθνικό τους δίκαιο, δημοσιονομικό κανόνα για ισοσκελισμένο ή πλεονασματικό προϋπολογισμό. Εκτός από αυτό, έπρεπε να εισάγουν και ένα διορθωτικό μηχανισμό, ο οποίος θα έμπαινε σε λειτουργία σε περίπτωση που παρατηρούνταν σημαντικές αποκλίσεις από το μεσοπρόθεσμο στόχο ή την πορεία προσαρμογής σ’ αυτόν. Αυτό, είχε σαν αποτέλεσμα, να επιδεινωθούν οι οικονομικές συνθήκες και η ανεργία σε αρκετές χώρες. Για να εξομαλυνθεί η κατάσταση και να βοηθηθούν εκείνες οι χώρες, το Ευρωπαϊκό

συμβούλιο υιοθέτησε το “Σύμφωνο για την ανάπτυξη και την απασχόληση”. (Τράπεζα της Ελλάδος, 2013)

Στο τέλος του έτους, η εμπιστοσύνη στην ευρωζώνη αποκαταστάθηκε με το “Σχέδιο στρατηγικής για μια βαθιά και γνήσια Οικονομική και Νομισματική Ένωση” της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, κάνοντας σαφές ότι η συμμετοχή στη νομισματική ένωση συνεπάγεται στενή αλληλεξάρτηση και ευθύνη μεταξύ των κρατών μελών. Στο σχέδιο αυτό περιγράφονται τα βήματα για τη δημιουργία ενός σταθερού χρηματοπιστωτικού, δημοσιονομικού, οικονομικού και πολιτικού τομέα, προκειμένου να μπορεί να στηριχτεί η σταθερότητα του ευρώ και της ΕΕ ως σύνολου. Στη συνέχεια τέθηκε σε ισχύ η Συνθήκη για τη θέσπιση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (European Stability Mechanism — ESM), το οποίο αποτελεί το πιο κεφαλαιοποιημένο διεθνές χρηματοοικονομικό ίδρυμα και το μεγαλύτερο περιφερειακό μηχανισμό αντιμετώπισης κρίσεων παγκοσμίως. (Τράπεζα της Ελλάδος, 2013)

Το 2013 η οικονομία στην Ευρώπη άρχισε να ανακάμπτει και η εγχώρια ζήτηση άρχισε να σημειώνει άνοδο. Παρόλα αυτά ο πληθωρισμός είχε μειωθεί αισθητά σε σχέση με το 2012, λόγω της υψηλής ανεργίας και η ΕΚΤ μείωσε τα επιτόκια δύο φορές μέσα στο έτος. Τον Ιανουάριο, για πρώτη φορά, δόθηκε η δυνατότητα πρόωρης αποπληρωμής στις τράπεζες και έτσι μειώθηκε η πλεονάζουσα ρευστότητα, με αποτέλεσμα να δοθεί μία ώθηση στα επιτόκια της αγοράς χρήματος. Αυτό βοήθησε ώστε να βελτιωθεί η ικανότητα του τραπεζικού συστήματος να απορροφά τις διαταραχές και να περιοριστούν οι αρνητικές αλληλεπιδράσεις μεταξύ τραπεζών και δημόσιων τομέων. Οι τράπεζες στις χώρες που αντιμετώπιζαν δυσκολίες τα προηγούμενα χρόνια, άρχισαν να ανακάμπτουν και να εξαρτώνται όλο και λιγότερο από τη κεντρική τράπεζα για χρηματοδότηση. (ΕΚΤ, 2013)

Το Μάιο του 2013 τέθηκε σε ισχύ ο πρώτος γύρος εφαρμογής των κανονισμών “δέσμης δύο μέτρων” (two-pack), με τους οποίους ενισχύεται περαιτέρω η εποπτεία των ευρωπαϊκών χωρών με βάση το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Με βάση τους νέους κανονισμούς, οι χώρες της ευρωζώνης έπρεπε να υποβάλλουν τα προσχέδια των προϋπολογισμών τους στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το Eurogroup κάθε φθινόπωρο. Επιπλέον, με τη δέσμη δύο μέτρων θα παρακολουθούσαν στενότερα τις χώρες που αντιμετώπιζαν χρηματοπιστωτικές εντάσεις και ένα πλαίσιο “άσκησης εποπτείας μετά το

πρόγραμμα” για τις χώρες που είχαν ήδη ολοκληρώσει πρόγραμμα μακροοικονομικής στήριξης. (ΕΚΤ, 2013)

Τέλος, το 2013 η Κροατία έγινε το 28ο κράτος μέλος της ΕΕ και η Λεττονία το 18ο μέλος της ζώνης του ευρώ. Από τον Ιανουάριο του 2014 η Λεττονία υιοθέτησε το ευρωπαϊκό νόμισμα με ισοτιμία 0,702804 λατς/ευρώ. (ΕΚΤ, 2013)

Κατά τη διάρκεια του 2014 η οικονομική ανάκαμψη επιβραδύνθηκε σε σχέση με το 2013. Η μείωση των τιμών του πετρελαίου οδήγησε σε σημαντική μείωση των ρυθμών πληθωρισμού, ενώ τον Ιούνιο, το Διοικητικό συμβούλιο μείωσε τα επιτόκια πολιτικής στο ελάχιστο και επιπλέον, όρισε αρνητικό επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων της ΕΚΤ. Στη συνέχεια, ανακοίνωσε μια σειρά από «στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης» (ΣΠΠΜΑ) με σκοπό τη στήριξη των τραπεζικών δανείων προς την πραγματική οικονομία. (ΕΚΤ, 2014)

Το Σεπτέμβριο του 2014, το Διοικητικό Συμβούλιο ανακοίνωσε το πρόγραμμα αγοράς προϊόντων τιτλοποίησης τραπεζικών απαιτήσεων (asset backed securities – ABS), καθώς και πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών, προκαλώντας έτσι νομισματική επέκταση μέσω της αγοράς τίτλων. Οι συγκεκριμένες ενέργειες έγιναν με σκοπό να αντιμετωπιστεί η περαιτέρω επιδείνωση του πληθωρισμού. . (ΕΚΤ, 2014)

Τον Ιούνιο του 2012 αποφασίστηκε η δημιουργία ενός Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού – ΕΕΜ (Single Supervisory Mechanism – SSM) και το 2014 ξεκίνησε η λειτουργία του. Σύμφωνα με το ΕΕΜ, θα επιτρεπόταν η απευθείας ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας. Για να υλοποιηθεί ο συγκεκριμένος μηχανισμός, έγιναν προσλήψεις εκατοντάδων νέων στελεχών, και πραγματοποιήθηκε ένας εκτενέστερος έλεγχος ποιότητας του ενεργητικού των τραπεζών, αυξάνοντας τη διαφάνεια και παρασύροντας πολλά ιδρύματα να κάνουν τις απαραίτητες ενέργειες για την αύξηση των κεφαλαίων τους. Αυτό με τη σειρά του βοήθησε το τραπεζικό σύστημα να λειτουργήσει αποτελεσματικότερα και να στηρίξει την ανάκαμψη, κατανέμοντας αποδοτικότερα τους χρηματοδοτικούς πόρους στην πραγματική οικονομία. Στο τέλος του έτους, η εμπιστοσύνη άρχισε να αποκαθίσταται και η Λιθουανία έγινε το 19 μέλος της ευρωζώνης.(ΕΚΤ, 2014)

Συνεχίζοντας με την πορεία της κρίσης το έτος 2015, παρατηρείται σημαντική ανάκαμψη της οικονομίας στις Ευρωπαϊκές χώρες. Το εγχώριο εμπόριο σημείωσε σημαντική άνοδο, λόγω της όλο και αυξανόμενης εμπιστοσύνης των πολιτών και η ανεργία άρχισε να υποχωρεί, καθώς οι επιχειρήσεις ξεκίνησαν και πάλι τις προσλήψεις προσωπικού. Καθ' όλη τη διάρκεια του έτους η ΕΚΤ έκανε σημαντικές προσπάθειες για να διασφαλίσει τη σταθερότητα των τιμών και να αποκαταστήσει τις τιμές των ρυθμών πληθωρισμού. (ΕΚΤ, 2015)

Τον Ιανουάριο, το πρόγραμμα αγοράς περιουσιακών στοιχείων (asset purchase programme - APP) επεκτάθηκε, βοηθώντας σημαντικά τον πληθωρισμό. Τέλος, λόγω της νέας κυβέρνησης στην Ελλάδα, επικρατούσε αβεβαιότητα σχετικά με τη δέσμευσή της στο πρόγραμμα μακροοικονομικής προσαρμογής και οι καταθέτες άρχισαν να αποσύρουν τα χρήματα τους από την τράπεζα. Επομένως, για την αποφυγή περαιτέρω προβλημάτων, προσφέρθηκε βοήθεια στην ελληνική οικονομία μέσω του μηχανισμού έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (emergency liquidity assistance - ELA). (ΕΚΤ, 2015)

Περνώντας στο 2016, επικρατούσε αρχικά ένα κλίμα οικονομικής αβεβαιότητας, ενώ στο τέλος του χαρακτηρίστηκε από ενδείξεις ανόδου της οικονομίας παρότι υπήρξε μεγάλη πολιτική αβεβαιότητα λόγω της απόφασης του Ηνωμένου Βασιλείου να αποχωρήσει από την Ευρωπαϊκή Ένωση. Πιο συγκεκριμένα, η χρονιά ξεκίνησε με έντονη μεταβλητότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές, λόγω της ανασφάλειας για επιβράδυνση της παγκόσμιας δραστηριότητας. Επειδή υπήρχε ο κίνδυνος αποπληθωρισμού, θεσπίστηκαν επιπλέον μέτρα νομισματικής πολιτικής, όπως η περαιτέρω μείωση των βασικών επιτοκίων, η αύξηση των μηνιαίων αγορών στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων (asset purchase programme) από 60 δισεκατομμύρια ευρώ σε 80 δισεκατομμύρια ευρώ, η διενέργεια αγορών ομολόγων του επιχειρηματικού τομέα και τέλος, η έναρξη μιας νέας σειράς πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης. Το Δεκέμβριο το πρόγραμμα αγοράς περιουσιακών στοιχείων πήρε παράταση για ακόμα εννιά μήνες για να εξασφαλιστεί πιο μακρόχρονη στήριξη χρηματοδότησης, καθώς και να διατηρηθεί η άνοδος του πληθωρισμού κοντά στο στόχο του 2% και να εξαλειφθεί ο κίνδυνος για αποπληθωρισμό. (ΕΚΤ, 2016)

6.3 Η κατάσταση στην Ελλάδα

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, όπως φαίνεται καθαρά και στην περιγραφή της πορείας της, άρχισε να επηρεάζει αρνητικά και την ελληνική οικονομία. Από τις αρχές της κρίσης, οι εξελίξεις έδειχναν ξεκάθαρα ότι η οικονομία θα επιδεινώνονταν και τελικά αυτό επιβεβαιώθηκε αργότερα. Την περίοδο που ξέσπασε η κρίση, κανείς δεν είχε συνειδητοποιήσει τη σοβαρότητα της κατάστασης και τον κίνδυνο που υπήρχε να μετατραπεί η διεθνής τραπεζική κρίση σε κρίση χρέους σε χώρες με υψηλά ελλείμματα και χρέη, όπως η Ελλάδα. Αντίθετα, η διεθνής κρίση, που εξελισσόταν ταχύρυθμα σε όλο τον κόσμο, αντιμετωπίστηκε ως κάτι μακρινό που δεν αφορούσε τη χώρα μας. (Τράπεζα της Ελλάδος, 2013)

Με την εκδήλωση, όμως, της παγκόσμιας κρίσης τα προβλήματα δεν ήταν δυνατόν πλέον να ελεγχθούν και η αντιμετώπισή τους απαιτούσε άμεσα έκτακτα μέτρα και συντονισμένες προσπάθειες, οι οποίες φαίνεται ότι ήταν δύσκολο, πολιτικά και κοινωνικά, να καταβληθούν. Παράλληλα, η συνεχιζόμενη άνοδος του κόστους δανεισμού κατέστησε απαγορευτική τη νέα έκδοση ομολόγων, ενώ η αυξημένη αβεβαιότητα για τις δημοσιονομικές και μακροοικονομικές εξελίξεις είχε σαν αποτέλεσμα την υποβάθμιση της ικανότητας της Ελλάδος να ανταποκριθεί στα καθήκοντα της για την πληρωμή του χρέους της. Έτσι, η ελληνική κυβέρνηση στράφηκε στις χώρες της ζώνης του ευρώ και στο ΔΝΤ ζητώντας χρηματοδοτική συνδρομή. Το Μνημόνιο Οικονομικών και Χρηματοπιστωτικών Πολιτικών όριζαν πλέον την οικονομική πολιτική που θα έπρεπε να ακολουθηθεί μέχρι το τέλος της συμφωνίας. (Τράπεζα της Ελλάδος, 2013)

6.4 Τα αίτια της Χρηματοοικονομικής κρίσης

Σύμφωνα με τους αναλυτές, οι βασικοί παράγοντες που προκάλεσαν την χρηματοοικονομική κρίση του 2008 παγκοσμίως, χωρίζονται σε τέσσερις κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία είναι οι παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες. Οι εξαγωγές βιομηχανικών αγαθών στην Κίνα εκδήλωσαν εξαιρετική ανάπτυξη τα τελευταία χρόνια. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα να δημιουργηθεί τεράστιο πλεόνασμα στο εμπορικό ισοζύγιο της Κίνας. Παρόλα αυτά, το πλεόνασμα δε χρησιμοποιήθηκε για να τροφοδοτήσει την εγχώρια

ζήτηση, αλλά τοποθετήθηκε σε ομόλογα των ΗΠΑ και άλλα δολαριακά αξιόγραφα. Αυτό κράτησε τις τιμές του δολαρίου σε υψηλά επίπεδα ενώ τα επιτόκια δανεισμού στις ΗΠΑ ήταν σε σχετικά χαμηλά επίπεδα. Στη συνέχεια, η ρευστότητα και ο δανεισμός στις ΗΠΑ ενισχύθηκαν και ο πληθωρισμός παρέμεινε σταθερός. Τελικά, ούτε η Ευρώπη ούτε η Ιαπωνία κατάφεραν να το αποτρέψουν. (Κολλίντζας και λοιποί, 2009)

Η δεύτερη κατηγορία είναι η υπερβολική πιστωτική επέκταση και μόχλευση. Κυρίως την τελευταία δεκαπενταετία υπήρξε αλματώδης πιστωτική έκταση στις ΗΠΑ και σε πολλές ανεπτυγμένες χώρες. Αυτή προήλθε από την αύξηση της νομισματικής βάσης, αλλά και από την απίστευτη μόχλευση εντός και εκτός των ισολογισμών των πιστωτικών ιδρυμάτων και κυρίως των επενδυτικών τραπεζών και των αμοιβαίων κεφαλαίων. Η μόχλευση αυτή, υποθήκευσε τη χρηματοοικονομική σταθερότητα και έθεσε το σύστημα αντιμέτωπο με σοβαρούς κινδύνους. (Κολλίντζας και λοιποί, 2009)

Η Τρίτη κατηγορία αφορά την ασυμμετρική πληροφόρηση και τα προβλήματα που δημιουργήθηκαν μεταξύ Εντολέα και Ενδολόγου. Η ύπαρξη ασυμμετρικής πληροφόρησης σχετικά με τα δομημένα προϊόντα (CDOs, CDSs, κ.α.), έδινε την ευκαιρία στους εκδότες τους να παίρνουν μεγάλο ρίσκο με αδιαφανή τρόπο, κίνδυνος ο οποίος ούτε μπορούσε να τιμολογηθεί σωστά ούτε να αντισταθμιστεί επαρκώς. Τη ίδια στιγμή, τα στελέχη και οι μέτοχοι των εταιρειών στα συστήματα αμοιβών των εμπορικών τραπεζών, στις επενδυτικές τράπεζες, στις ασφαλιστικές εταιρείες και στα Hedge Funds δεν είχαν συμβατά κίνητρα. Αυτό είχε σαν συνέπεια, να αναλάβουν ακραία υψηλά κινδύνους άτομα τα οποία δεν υφίσταντο τις επιπτώσεις των αποτυχημένων επιλογών τους. (Κολλίντζας και λοιποί, 2009)

Η τελευταία κατηγορία αιτιών του ξεσπάσματος της κρίσης είναι τα ρυθμιστικά κενά και η ελλιπής εποπτεία. Από το 1999 και έπειτα, τόσο στις ΗΠΑ όσο και σε άλλες χώρες υπήρξε μία αποστροφή, η οποία είχε πολιτικό – ιδεολογική βάση, στην εφαρμογή ρυθμιστικών μέτρων αναφορικά με την επικινδυνότητα της ανεξέλεγκτης πιστωτικής επέκτασης και της μόχλευσης. Την ίδια περίοδο, οι καινοτομίες στα χρηματοοικονομικά, μεταξύ των οποίων και αυτοί που αναφέρθηκαν προηγουμένως, οδήγησαν γρήγορα στη δημιουργία νέων αγορών, παραλείποντας όμως τους κατάλληλους κανόνες λογιστικής απεικόνισης και το αντίστοιχο ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο. (Κολλίντζας και λοιποί, 2009)

Αδιαμφισβήτητα οι συνέπειες της συνύπαρξης των παραπάνω τεσσάρων αιτιών ήταν κατά μεγάλο βαθμό μεγαλύτερες από αυτές που θα είχε το κάθε αίτιο μεμονωμένο. Λόγω λοιπόν της ταυτόχρονης ύπαρξης τους δημιουργήθηκαν αρκετές «φούσκες» σε διάφορες αγορές φυσικού και χρηματοοικονομικού κεφαλαίου. Με το όρο «φούσκα» στην αγορά ενός πραγματικού ή χρηματοοικονομικού κεφαλαιακού αγαθού ερμηνεύεται μία κατάσταση όπου η τιμή του αγαθού αυτού δεν εξηγείται από ορθολογικές οικονομικές δυνάμεις. Όλες οι «φούσκες», βέβαια, είναι δεδομένο ότι κάποια στιγμή σπάνε αν και είναι αδύνατον να προσδιορίσεις τη χρονική στιγμή που θα γίνει αυτό. (Κολλίντζας και λοιποί, 2009)

6.5 Επιπτώσεις

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 μετατράπηκε σε κρίση χρέους για την ευρωζώνη και είχε πάρα πολλές επιπτώσεις για την ΕΕ καθώς δυσχέραινε την Ευρωπαϊκή ολοκλήρωση τα τελευταία χρόνια. Ο ρόλος της ΕΕ ως παράγοντας σταθερότητας ανάμεσα στα κράτη μέλη είχε πλέον κλονιστεί. (Παπανικολάου, 2013)

Η ΕΕ παρουσίασε αδυναμία σε χρηματοπιστωτικούς πόρους, καθώς δεν κατάφερε να καλύψει τις ανάγκες των κρατών μελών στην αντιμετώπιση της κρίσης και χρειάστηκε την παρέμβαση του ΔΝΤ. Το γεγονός, ότι πολλά από τα μέλη της ευρωζώνης αντιμετώπιζαν σημαντικά προβλήματα ανεργίας και ύφεσης και η στασιμότητα της Ευρωπαϊκής οικονομίας, συντέλεσαν στην πτώση του μεριδίου των εξαγωγών των κρατών-μελών της Ε.Ε. επί του παγκόσμιου συνόλου. Αντίθετα, οι αναδυόμενες οικονομίες, όπως της Κίνας, της Ινδίας και της Ρωσίας μπόρεσαν να ενισχύσουν τις εξαγωγές τους και παρουσίασαν μεγάλη οικονομική ανάπτυξη. ((Παπανικολάου, 2013)

Το ευρώ λοιπόν, που είναι ο σημαντικότερος παράγοντας της ευρωπαϊκής οικονομικής και νομισματικής σταθερότητας, βρέθηκε στο επίκεντρο της κρίσης χρέους. Μετά από το γεγονός αυτό η Ευρώπη δε θεωρείτο πλέον ως άρτια οικονομική και νομισματική περιοχή. Η αμφισβήτηση των αγορών και η έλλειψη εμπιστοσύνης για την Ευρωζώνη είχε ζημιώσει σημαντικά πια την οικονομική της δύναμη. (Παπανικολάου, 2013)

Επίσης, οι επιπτώσεις της κρίσης χρέους στις Ευρωπαϊκές χρηματαγορές και στο Ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα είναι πολύ σημαντικές. Η ζώνη του Ευρώ αποτελούσε πριν την κρίση, και εξακολουθεί να αποτελεί, ένα από τα ισχυρότερα χρηματοπιστωτικά και τραπεζικά κέντρα στο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα. Η θετική αξιολόγηση που παρείχαν οι οίκοι αξιολόγησης και οι δείκτες εμπιστοσύνης των αγορών προς το οικονομικό και νομισματικό της σύστημα, είχαν χαρακτηρίσει την Ε.Ε. ως το δεύτερο σε δυναμικότητα χρηματοπιστωτικό κέντρο στην υφήλιο, θεωρώντας σχεδόν σίγουρη την ασφάλεια που παρέχει στο σύστημα η ΕΚΤ. Με την υπαγωγή των τεσσάρων χωρών στον μηχανισμό στήριξης αλλά και με την καθυστερημένη αντίδραση των οικονομικών δομών της ζώνης του ευρώ, άρχισε να υπάρχει αμφισβήτηση, με αποτέλεσμα να δημιουργηθούν αρνητικές επιπτώσεις στην επιρροή που κατείχαν τα κράτη-μέλη της στον συγκεκριμένο τομέα. Ιδιαίτερα από το 2011 και έπειτα, πραγματοποιούνται όλο και περισσότερες μετακινήσεις κεφαλαίων εκ μέρους πολυεθνικών εταιρειών και επενδυτικών funds, από τις τράπεζες της ζώνης του ευρώ προς τράπεζες της Μ. Βρετανίας και των Η.Π.Α., μειώνοντας τα διαθέσιμα κεφάλαια στις Ευρωπαϊκές τράπεζες και προκαλώντας αναπόφευκτα μείωση της ρευστότητας σε κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ. (Παπανικολάου, 2013)

Εκτός από την οικονομική και εμπορική ισχύ που έχουν κλονιστεί από την κρίση χρέους της ζώνης του ευρώ, έχουν επίσης προκληθεί προβλήματα και στην υλοποίηση της Εξωτερικής Πολιτικής και την υπεράσπιση των αμυντικών συμφερόντων των κρατών-μελών. Με την παρουσίαση της κρίσης στην Ευρώπη, ζητήματα όπως το ύψος του χρέους και η νομισματική ένωση έχουν μετατραπεί σε ζητήματα αρνητικών στρατηγικών επιδράσεων για την ευρωπαϊκή ολοκλήρωση και για τη θέση της Ε.Ε. (Παπανικολάου, 2013)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

7.1 Η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ κατά τη διάρκεια της ευρωπαϊκής κρίσης

Κατά τη διάρκεια της κρίσης, το ευρωσύστημα αντιμετώπισε ένα περιβάλλον μεγάλων προκλήσεων και εντάσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Εκτός από τα μέτρα νομισματικής πολιτικής που αναλύθηκαν παραπάνω, η ΕΚΤ έπρεπε να προχωρήσει και σε μία σειρά μη συμβατικών μέτρων για την αντιμετώπιση των προβλημάτων αυτών. Τα μέτρα αυτά αποσκοπούσαν κυρίως στη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης και στη στήριξη της ροής πιστώσεων, πέραν όσων θα μπορούσαν να επιτευχθούν με μειώσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ και μόνο.

Τα ληφθέντα μη συμβατικά μέτρα σχεδιάστηκαν κατά τέτοιο τρόπο ώστε να είναι προσωρινά και να μπορούν εύκολα να αποσυρθούν όταν δεν είναι πλέον απαραίτητα. Βασικός στόχος τους ήταν τόσο η εξομάλυνση των αρνητικών επιδράσεων που ασκούσε η δυσλειτουργία των αγορών χρήματος στις συνθήκες ρευστότητας των τραπεζών της ζώνης του ευρώ όσο και η ενίσχυση της ροής πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. (ΕΚΤ, 2009).

Μερικά από τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής που υιοθέτησε η ΕΚΤ κατά τη διάρκεια της κρίσης του ευρώ αναλύονται παρακάτω.

7.1.1 Πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών (CBPP)

Το Μάιο του 2009 αποφασίστηκε το πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών. Το πρόγραμμα αυτό είχε ισχύ για ένα χρόνο, δηλαδή καθιερώθηκε από τον Ιούλιο του 2009 και έληξε τον Ιούνιο του 2010. Βασικός στόχος του προγράμματος ήταν η ανάκαμψη της αγοράς καλυμμένων ομολογιών για την ενίσχυση της πιστωτικής στήριξης. Μέσω του προγράμματος αυτού, το ευρωσύστημα αγόρασε καλυμμένες ομολογίες αξίας 60 δισεκατομμυρίων ευρώ, κατά τη δωδεκάμηνη περίοδο εφαρμογής του. Μία από τις βασικές ενδείξεις επιτυχίας του προγράμματος ήταν ότι οι νέες εκδόσεις στην αγορά καλυμμένων ομολογιών σημείωσαν αύξηση, ενώ οι διαφορές μεταξύ των αποδόσεων των

καλυμμένων ομολογιών και των επιτοκίων των συμφωνιών ανταλλαγής (swap rates) περιορίστηκαν σημαντικά. (ΕΚΤ, 2009)

Από το Μάρτιο του 2010, το διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να διαθέσει προς δανεισμό τους τίτλους που παρακρατούνταν στο πλαίσιο του προγράμματος έναντι αποδεκτής ασφάλειας. Ο δανεισμός ήταν εθελοντικός και διενεργήθηκε είτε μέσω διευκολύνσεων δανεισμού τίτλων που παρέχουν τα κεντρικά αποθετήρια αξιών είτε μέσω συμφωνιών επαναγοράς. Παρόλο που αυτή η δραστηριότητα δανεισμού τίτλων παρέμεινε περιορισμένη από ποσοτική άποψη, θεωρήθηκε χρήσιμη για τη σωστή λειτουργία της αγοράς. (ΕΚΤ,2010)

7.1.2 Δεύτερο Πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών (CBPP2)

Τον Οκτώβρη του 2011 το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε να πραγματοποιήσει νέο πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών (CBPP2) δωδεκάμηνης διάρκειας και αυτό. Σκοπός του προγράμματος ήταν να διασφαλίσει ευνοϊκότερες συνθήκες χρηματοδότησης των τραπεζών και των επιχειρήσεων και να ενθαρρύνει τις τράπεζες να διατηρήσουν ή να επεκτείνουν τις χορηγήσεις προς τους πελάτες τους. Με το συγκεκριμένο πρόγραμμα, δινόταν η δυνατότητα στο Ευρωσύστημα να αγοράζει αποδεκτές καλυμμένες ομολογίες σε ευρώ, που εκδίδονται στη ζώνη του ευρώ, συνολικής ονομαστικής αξίας έως 40 δισεκατομμυρίων ευρώ.

Οι αγορές μπορούσαν να εφαρμοστούν στην πρωτογενή και στη δευτερογενή αγορά. Αυτό, όμως, γινόταν με βάση συγκεκριμένα κριτήρια τα οποία έπρεπε να πληρούνται. Τελικά, το δεύτερο πρόγραμμα καλυμμένων ομολογιών δεν αξιοποιήθηκε σε όλη του την έκταση λόγω έλλειψης εκδόσεων καλυμμένων ομολογιών στην πρωτογενή αγορά. (ΕΚΤ 2011)

7.1.3 Τρίτο πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών (CBPP3)

Το 2014, το διοικητικό συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε για τρίτη φορά την εφαρμογή του προγράμματος καλυμμένων ομολογιών. Η έναρξη του προγράμματος έγινε τον Οκτώβρη του 2014 και στο τέλος του έτους η λογιστική αξία των ομολογιών που είχαν διακανονιστεί ανέρχονταν σε 29,6 δισεκατομμύρια

ευρώ. Οι αγορές πραγματοποιήθηκαν σε ευρύ φάσμα χωρών τόσο στην πρωτογενή αγορά όσο και στη δευτερογενή. Όπως και στη περίπτωση των άλλων προγραμμάτων καλυμμένων ομολογίων, οι τίτλοι ήταν διαθέσιμοι προς δανεισμό. Στόχος του προγράμματος ήταν να δοθεί κίνητρο στις τράπεζες να δημιουργήσουν περισσότερους τέτοιους τίτλους, που να μπορούν να πωληθούν και στη συνέχεια, περισσότερα δάνεια να χρησιμοποιηθούν ως βάση για τιλοποιήσεις. (ΕΚΤ,2014)

7.1.4 Πρόγραμμα για τις αγορές τίτλων (SMP)

Το Μάιο του 2010 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε την έναρξη του προγράμματος για τις αγορές τίτλων. Σκοπός του προγράμματος ήταν η αντιμετώπιση της δυσλειτουργίας ορισμένων τμημάτων της αγοράς χρεογράφων της ζώνης του ευρώ και η εξασφάλιση της σωστής λειτουργίας του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Με τον τρόπο αυτό, το ευρωσύστημα μπορούσε να παρεμβαίνει στις αγορές κρατικών και ιδιωτικών χρεογράφων της ζώνης του ευρώ με κύριο στόχο τη διασφάλιση της ρευστότητας. (ΕΚΤ, 2010)

Πιο συγκεκριμένα, αποφασίστηκε η έναρξη παρεμβάσεων στις αγορές κρατικών ομολόγων, αφού αυτά διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στη νομισματική πολιτική. Για παράδειγμα, τα επιτόκια των κρατικών ομολόγων προσδιορίζουν σε πολύ μεγάλο βαθμό τα επιτόκια που καταβάλλονται από τις χρηματοπιστωτικές και μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις όταν εκδίδουν ομόλογα. Οι μειωμένες τιμές ομολόγων, εξαιτίας των αυξημένων μακροπρόθεσμων επιτοκίων, δημιουργούν τεράστιες ζημιές στα χαρτοφυλάκια των χρηματοπιστωτικών και μη χρηματοπιστωτικών τομέων, με αποτέλεσμα να μην έχουν τη δυνατότητα οι τράπεζες να παρέχουν δάνεια προς την οικονομία. Τέλος, όταν υπάρχει χαμηλή ρευστότητα στις αγορές κρατικών ομολόγων, τα κρατικά ομόλογα δε μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως ασφάλειες στις πράξεις αναχρηματοδότησης. (ΕΚΤ, 2010)

Στην πράξη, το πρόγραμμα υλοποιήθηκε από διαχειριστές χαρτοφυλακίων του Ευρωσυστήματος οι οποίοι αγόραζαν ορισμένα χρεόγραφα της ζώνης του ευρώ μέσω παρεμβάσεων στις αγορές. Σύμφωνα με τις διατάξεις της συνθήκης, κρατικά ομόλογα αποκτήθηκαν από το ευρωσύστημα μόνο μέσω των δευτερογενών αγορών. Μέχρι το τέλος του 2010, το Ευρωσύστημα είχε αγοράσει

χρεόγραφα στο πλαίσιο του εν λόγω προγράμματος με συνολική αξία διακανονισμού 73,5 δισεκατομμύρια ευρώ περίπου. (ΕΚΤ, 2010)

Το 2011 άρχισε να υπάρχει ο κίνδυνος να γίνουν δυσλειτουργικές ορισμένες αγορές χρεογράφων γενικής κυβέρνησης και να εξαπλωθεί η ένταση και σε άλλες αγορές. Για να το αποφύγει αυτό το Διοικητικό Συμβούλιο επανέφερε τους όρους του προγράμματος. Αυτοί ήταν, πρώτον, η απόκτηση κρατικών ομολόγων να γίνεται μόνο από τη δευτερογενή αγορά. Δεύτερον, η αύξηση της ρευστότητας, λόγω του προγράμματος, να εξουδετερώνεται με ειδικές πράξεις επαναπορρόφησης της ρευστότητας. Τρίτον, το πρόγραμμα για τις αγορές τίτλων, όπως και όλα τα μη συμβατικά προγράμματα, να είναι προσωρινό. (ΕΚΤ, 2011)

Τελικά, το πρόγραμμα έληξε οριστικά το 2012, αφού οι συνθήκες στις αγορές χρεογράφων επιδεινώθηκαν. Τα ασφάλιστρα κινδύνου ανέβηκαν υπερβολικά ψηλά και υπήρχε έντονη ανησυχία των επενδυτών περί αντιστρεψιμότητας του ευρώ. (ΕΚΤ, 2012)

7.1.5 Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων Δημόσιου Τομέα (Public Sector Purchase Programme-PSPP)

Τον Ιανουάριο του 2015, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε τη διεξαγωγή του προγράμματος αγοράς τίτλων Δημόσιου τομέα. Η απόκτηση των τίτλων αυτών μπορούσε να γίνει από τη δευτερογενή αγορά τίτλων που έχουν εκδώσει κεντρικές κυβερνήσεις ή άλλοι δημόσιοι φορείς των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ, καθώς επίσης και αναγνωρισμένοι, διεθνείς οργανισμοί και πολυμερείς τράπεζες ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ. Από το Μάρτιο του 2015 που ξεκίνησε το πρόγραμμα μέχρι τα μέσα Ιουνίου του 2017, η αξία του χαρτοφυλακίου τίτλων που είχε αποκτήσει το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος αυτού ανερχόταν σε 1.580 δισεκατομμύρια ευρώ. (ΕΚΤ, 2015)

7.1.6 Πρόγραμμα Αγοράς Εταιρικών Ομολόγων Μη Χρηματοπιστωτικών Επιχειρήσεων (Corporate Sector Purchase Programme - CSPP)

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε, τον Μάρτιο του 2016, να συμπεριλάβει στο πρόγραμμα αγοράς τίτλων, το πρόγραμμα αγοράς εταιρικών

ομολόγων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Στο πρόγραμμα αυτό συμπεριλαμβάνονταν ομόλογα που έχουν εκδώσει μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις της ζώνης του ευρώ. Οι αγορές των ομολόγων μπορούσαν να πραγματοποιηθούν είτε από τη δευτερογενή αγορά είτε κατά την έκδοση, εφόσον οι εκδότες δεν ήταν δημόσιες επιχειρήσεις. Από τον Ιούνιο του 2016 που ξεκίνησε το πρόγραμμα μέχρι τα μέσα Ιουνίου του 2017, η αξία του χαρτοφυλακίου τίτλων που είχε αποκτήσει το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος αυτού ανερχόταν σε 92 δισεκατομμύρια ευρώ. (ΕΚΤ, 2016)

7.1.7 Οριστικές νομισματικές συναλλαγές (OMT)

Τον Αύγουστο του 2012 το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε τη δημιουργία των Οριστικών Νομισματικών Συναλλαγών (Outright Monetary Transactions - OMT). Οι οριστικές νομισματικές συναλλαγές είχαν σκοπό τη διαφύλαξη της ομαλής λειτουργίας του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, όπως και του ενιαίου χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ, καθώς είχαν έναν εξαιρετικά αποτελεσματικό μηχανισμό για την αποτροπή σεναρίων που έθεταν σε κίνδυνο τη σταθερότητα των τιμών. (ΕΚΤ, 2012)

Αναλυτικότερα, το πρόγραμμα, αποσκοπούσε στο να διορθώσει τα προβλήματα που προκλήθηκαν από τα κρατικά ομόλογα που εξέδωσαν ορισμένα κράτη μέλη, καθώς τα επιτόκια τους παρουσίαζαν έντονες διακυμάνσεις και ακραίες αποκλίσεις. Σύμφωνα με την ΕΚΤ, οι διακυμάνσεις αυτές δεν οφείλονταν αποκλειστικά στις μακροοικονομικές διαφορές μεταξύ των κρατών αυτών, αλλά στην απαίτηση υπερβολικών ασφαλιστρών κινδύνου για τα ομόλογα που είχαν εκδώσει ορισμένα κράτη μέλη. Κατά την ανάλυση της ΕΚΤ, η κατάσταση αυτή αποδυνάμωνε πολύ τον μηχανισμό μεταδόσεως της νομισματικής πολιτικής, και είχε σαν αποτέλεσμα τον κατακερματισμό των όρων αναχρηματοδότησεως των τραπεζών και του πιστωτικού κόστους. Παρόλα αυτά, η ανακοίνωση του προγράμματος και μόνο ήταν αρκετή για να επιτευχθεί το επιδιωκόμενο αποτέλεσμα και να αποκατασταθεί ο μηχανισμός μεταδόσεως της νομισματικής πολιτικής. (curia.europa.eu)

7.1.8 Μείωση επιτοκίων (effective lower bound)

Ένα από τα βασικά μέτρα νομισματικής πολιτικής, ήταν η μείωση των επιτοκίων με σκοπό την τόνωση της οικονομίας και την αύξηση του πληθωρισμού. Τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ μειώθηκαν σε επίπεδο που είναι στην πράξη το ελάχιστο δυνατό (effective lower bound). Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης (ΠΚΑ) του Ευρωσυστήματος και το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, το 2014 μειώθηκαν σε δύο φάσεις. Το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης μειώθηκε κατά 20 μονάδες βάσης συνολικά, αρχικά στο 0,05% και στη συνέχεια στο -0,20%. Ενώ το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης μειώθηκε και αυτό σε δύο φάσεις κατά 45 μονάδες βάσης συνολικά, στο 0,30%. (ΕΚΤ, 2014)

Ο καθορισμός αρνητικού επιτοκίου για τη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων έδωσε κίνητρο στις τράπεζες να συναλλάσσονται στις διατραπεζικές αγορές, κάτι που αποτελεί προϋπόθεση για την ικανοποιητική λειτουργία των αγορών, καθώς και τη διαμόρφωση των τιμών βάσει της προσφοράς και της ζήτησης. Επίσης, η μείωση των επιτοκίων επηρέασε σημαντικά τα άμεσα και τα προθεσμιακά επιτόκια της αγοράς χρήματος, ενώ η συνολική αξία των συναλλαγών στις αγορές χρήματος για τοποθετήσεις πολύ βραχείας διάρκειας παρέμεινε αμετάβλητη. (ΕΚΤ, 2014)

7.1.9 Στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (ΣΠΠΜΑ)

Τον Ιούνιο του 2014 ανακοινώθηκε η διενέργεια μιας σειράς στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, με σκοπό την ενίσχυση των τραπεζικών χορηγήσεων προς τον μη χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα της ζώνης του ευρώ. Οι ΣΠΠΜΑ παρείχαν μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση για περίοδο έως τεσσάρων ετών για όλες τις τράπεζες που πληρούσαν ορισμένα κριτήρια όσον αφορά το ύψος των δανείων που χορηγούν στην πραγματική οικονομία. Οι ΣΠΠΜΑ προσέφεραν κίνητρα για χρηματοδότηση της οικονομίας και αποσκοπούσαν στην ενίσχυση του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. (ΕΚΤ, 2014)

Αναλυτικότερα, ένα από τα πιο βασικά χαρακτηριστικά του συγκεκριμένου μέτρου ήταν ότι το ποσό που δικαιούνταν να δανειστεί μια

τράπεζα εξαρτιόταν από τη δανειοδοτική της συμπεριφορά. Οι τράπεζες μπορούσαν να δανειστούν ένα αρχικό ποσό έως το 7% του συνολικού ποσού των δανείων που χορηγούν προς τον μη χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα της ζώνης του ευρώ, με εξαίρεση τα δάνεια προς τα νοικοκυριά για αγορά κατοικίας. Το επιτόκιο των ΣΠΠΜΑ ήταν σταθερό για όλη τη διάρκεια κάθε πράξης και ορίστηκε ίσο με το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης. (ΕΚΤ,2014)

Οι ΣΠΠΜΑ είχαν μια σειρά από ευνοϊκά χαρακτηριστικά για τις τράπεζες. Πρώτον, τα κίνητρα που συνδέονταν με την τιμή και τη διάρκεια και ενσωματώνονταν στις πράξεις, ήταν για πολλές τράπεζες ευνοϊκά σε σύγκριση με τις συνθήκες που επικρατούσαν στην αγορά. Δεύτερον, οι τράπεζες που δεν ενδιαφέρονταν ιδιαίτερα να συμμετάσχουν, λόγω της ήδη καλής τους κατάστασης όσον αφορά τη χρηματοδότησή τους, ανέφεραν ότι η συμμετοχή θα μπορούσε να ωφελήσει την επιχειρηματική τους εικόνα, καθώς θα έδειχναν ότι συμμετέχουν σε μια πράξη που στοχεύει στη στήριξη της πραγματικής οικονομίας. Τρίτον, οι τράπεζες θα μπορούσαν να βελτιώσουν την ανταγωνιστική τους θέση στην αγορά δανείων, εφαρμόζοντας το χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης στους όρους δανεισμού τους. (ΕΚΤ,2014)

Ο συνδυασμός χαμηλών επιτοκίων μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης και θετικών κινήτρων παροχής δανείων, καθώς και αρνητικών συνεπειών σε περίπτωση μη χορήγησης δανείων είχε σαν αποτέλεσμα την αύξηση της προσφοράς δανείων και ταυτόχρονα τη μείωση στα επιτόκια χορηγήσεων. Επομένως, οι ΣΠΠΜΑ σχεδιάστηκαν για να ενθαρρύνουν τη μετακύλιση των ευνοϊκών όρων δανεισμού που σχετίζονται με τις αποφάσεις της ΕΚΤ για τα επιτόκια στους δανειολήπτες του ιδιωτικού τομέα. Τέλος, συνέβαλαν στη χαλάρωση των συνθηκών στις χρηματοπιστωτικές αγορές και στην στήριξη της πιστωτικής επέκτασης. (ΕΚΤ,2014)

7.1.10 Δεύτερη σειρά στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO-II)

Το Μάρτιο του 2016, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε, τη δεύτερη σειρά τεσσάρων στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διάρκειας έως τέσσερα έτη. Η διεξαγωγή τους μπορούσε να

γίνει ανά τρίμηνο και υπήρχε δυνατότητα αποπληρωμής μετά από δύο έτη. (ΕΚΤ,2016)

Το επιτόκιο στις πράξεις αυτές προβλέπεται αρχικά ίσο με το επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος. Οι τράπεζες με επαρκή ροή χρηματοδότησης προς την πραγματική οικονομία, όπως πιστώσεις πάνω από ένα προκαθορισμένο όριο αναφοράς, είχαν το δικαίωμα μειωμένου επιτοκίου χρηματοδότησης από το Ευρωσύστημα, το οποίο μπορεί να φθάσει μέχρι το επίπεδο του επιτοκίου στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων. Η έκταση της μείωσης του επιτοκίου θα είναι ανάλογη με το βαθμό κατά τον οποίο η πιστοδοτική δραστηριότητα κάθε τράπεζας την περίοδο Φεβρουαρίου 2016-Ιανουαρίου 2018 θα υπερβεί το όριο αναφοράς. Σε αντίθεση με τη πρώτη σειρά ΣΠΠΜΑ, οι τράπεζες δεν υποχρεούνται να αποπληρώσουν πρόωρα τα κεφάλαια που έχουν αντλήσει από το Ευρωσύστημα εφόσον η πιστοδοτική τους δραστηριότητα δεν είναι αρκετά έντονη σε σύγκριση με το παρελθόν. (ΕΚΤ,2016)

7.1.11 Πράξεις συναλλάγματος και συναλλαγές με άλλες κεντρικές τράπεζες

Ένα από τα μέσα νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ που αποσκοπούσε στην άντληση ρευστότητας για τις τράπεζες ήταν οι ανταλλαγές νομισμάτων. Το 2007 το Διοικητικό Συμβούλιο σύναψε με την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ συμφωνία ανταλλαγής νομισμάτων (swap line). Στο πλαίσιο της έκτακτης πιστωτικής διευκόλυνσης της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ και σε στενή συνεργασία με άλλες κεντρικές τράπεζες, το Ευρωσύστημα διοχέτευσε τη ρευστότητα σε δολάρια ΗΠΑ που απέκτησε μέσω αυτής της συμφωνίας ανταλλαγής νομισμάτων προς πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ, έναντι αποδεκτών ασφαλειών για τις πιστοδοτικές του πράξεις. (ΕΚΤ, 2009)

Τον Ιούνιο του 2009, η ΕΚΤ και η Sveriges Riksbank (ΕθνΚΤ της Σουηδίας) ανακοίνωσαν ότι ενεργοποιούν τη συμφωνία ανταλλαγής νομισμάτων (swap line), που είχαν συνάψει το 2007, για ανώτατο ποσό 10 δισεκατομμυρίων ευρώ, ώστε να διευκολυνθεί η λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών και να εξασφαλιστεί ο εφοδιασμός της Sveriges Riksbank με ρευστότητα σε ευρώ, εάν παραστεί ανάγκη. (ΕΚΤ, 2009)

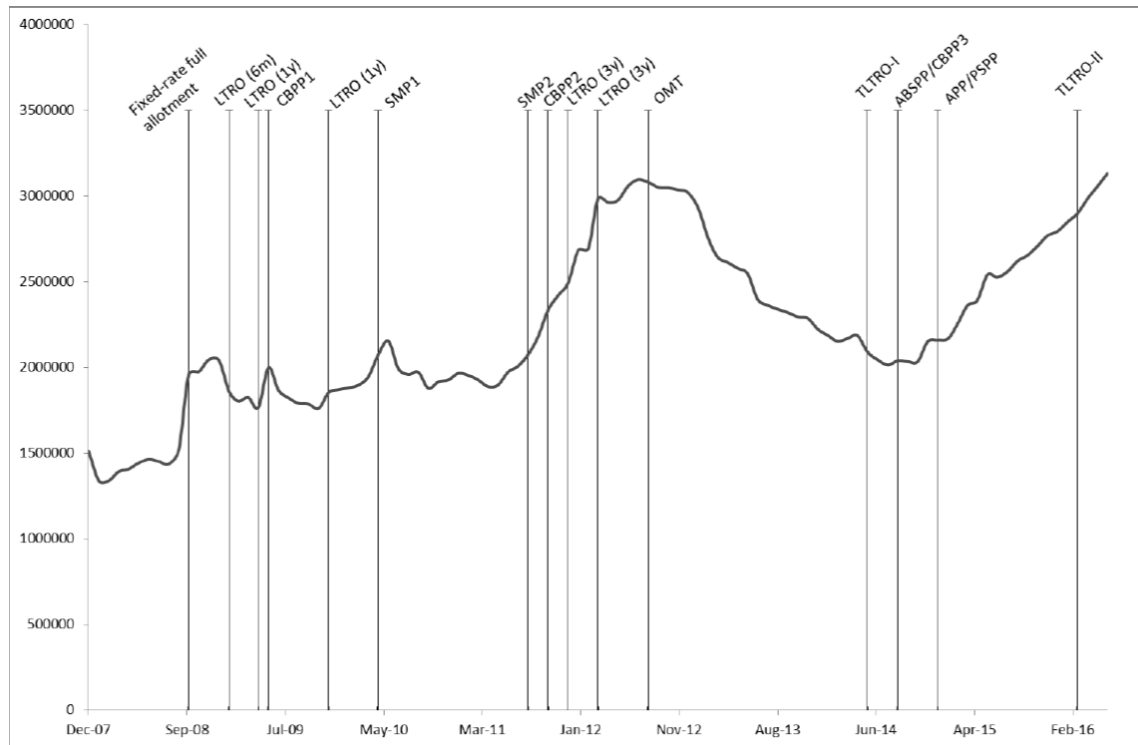
Στη συνέχεια, το 2010 ανακοινώθηκαν πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων με την κεντρική τράπεζα της Ελβετίας και της Αγγλίας. Πιο συγκεκριμένα, μετά από συμφωνία της ΕΚΤ και της κεντρικής τράπεζας της Ελβετίας, διατέθηκε ρευστότητα σε ελβετικά φράγκα μέσω τεσσάρων πράξεων ανταλλαγής με διάρκεια μίας εβδομάδας. Το Δεκέμβριο του 2010, ανακοινώθηκε ότι η τράπεζα της Αγγλίας μπορεί να παρέχει ρευστότητα μέχρι και 10 δισεκατομμύρια λίρες Αγγλίας έναντι ευρώ, ώστε να καλυφθούν τυχόν ανάγκες ρευστότητας στο εν λόγω νόμισμα. (ΕΚΤ, 2010)

Το 2011, ωστόσο, το ευρωσύστημα παρενέβη μόνο μία φορά στην αγορά συναλλάγματος. Το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε σε συνεννόηση με την Ομοσπονδιακή τράπεζα των ΗΠΑ, τη τράπεζα της Αγγλίας, την τράπεζα της Ιαπωνίας και την κεντρική τράπεζα της Ελβετίας, να διενεργήσουν τρεις πράξεις παροχής ρευστότητας σε δολάρια ΗΠΑ με διάρκεια τριών μηνών έως το τέλος του έτους. Πραγματοποιήθηκαν 50 πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων διάρκειας επτά ημερών, μία πράξη με διάρκεια 14 ημερών μέχρι το τέλος του έτους και τέσσερις πράξεις διάρκειας 84 ημερών.. (ΕΚΤ, 2011)

Το 2013 η ΕΚΤ ανακοίνωσε ακόμα μία συμφωνία. Αυτή αφορούσε ανταλλαγή νομισμάτων με την κεντρική τράπεζα της Κίνας, με μέγιστο ποσό 45 δισεκατομμύρια ευρώ ή 350 δισεκατομμύρια γιουάν. Η συμφωνία αυτή εξασφάλισε στις τράπεζες της ζώνης του ευρώ συνεχή παροχή ρευστότητας στο κινέζικο νόμισμα. (ΕΚΤ, 2013)

Σκοπός των ενεργειών αυτών ήταν τόσο η παροχή ρευστότητας στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα όσο και η ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας, μετριάζοντας τις εντάσεις στη προσφορά πιστώσεων προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις. Μία από αυτές τις ενέργειες ήταν και η απόφαση της ΕΚΤ να θεσπίσει, σε συνεργασία με τις άλλες κεντρικές τράπεζες, ένα προσωρινό δίκτυο συμφωνιών αμοιβαίας ανταλλαγής νομισμάτων. Με αυτό τον τρόπο το ευρωσύστημα είχε τη δυνατότητα να παρέχει ευρώ όταν ήταν απαραίτητο καθώς και να παρέχει ρευστότητα σε γιεν Ιαπωνίας, λίρες Αγγλίας, φράγκα Ελβετίας και δολάρια Καναδά. (ΕΚΤ, 2011)

ΠΙΝΑΚΑΣ : ECB's total assets in millions of euro, December 2007-June 2016



Πηγή: Rompolis, L, S. 2017, *The effectiveness of unconventional monetary policy on risk aversion and uncertainty*, working paper, bank of Greece, Athens.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

Με τα μη συμβατικά μέτρα που έχουν ληφθεί στην Ευρωζώνη και κυρίως με αυτά που εφαρμόστηκαν μετά την χρηματοοικονομική κρίση του 2008 έχουν ασχοληθεί πολλοί ερευνητές.

Αρχικά οι Lenza et al (2012) εκτίμησαν την επίδραση των μη συμβατικών μέτρων της ΕΚΤ μετά το Σεπτέμβριο του 2008 στην ευρύτερη οικονομία και πιο συγκεκριμένα στην απασχόληση, το ΑΕΠ, τον πληθωρισμό, την ποσότητα χρήματος και τον όγκο των δανείων. Χρησιμοποιώντας ένα υπόδειγμα υπέθεσαν ότι η μείωση στο επιτοκιακό περιθώριο μεταξύ των ακίνδυνων και μη επιτοκίων που παρατηρείται μεταξύ Νοεμβρίου 2008 και Αυγούστου 2009 οφειλόταν αποκλειστικά στη μη συμβατική πολιτική της ΕΚΤ. Σύγκριναν τις προβλέψεις για την πορεία των βασικών μακροπρόθεσμων μεταβλητών με ένα σενάριο μη νομισματικής παρέμβασης που θέλει τα spread των επιτοκίων να παραμένουν στα επίπεδα του Οκτωβρίου 2008 και έφτασαν στο συμπέρασμα, ότι χωρίς νομισματική παρέμβαση οι μεταβλητές αυτές θα είχαν συμπιεστεί ακόμα περισσότερο. Συγκεκριμένα, ο ρυθμός αύξησης της βιομηχανικής παραγωγής θα ήταν 3% χαμηλότερος ενώ ο πληθωρισμός περίπου 0,5% χαμηλότερος. Επιπλέον, τα μη συμβατικά μέτρα, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις τους, οδήγησαν σε ένα ποσοστό ανεργίας περίπου 0,5% χαμηλότερο σε σχέση με αυτό που θα υπήρχε χωρίς παρέμβαση, στήριξαν τη ροή των τραπεζικών δανείων προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά και αύξησαν την ποσότητα χρήματος με την ευρεία έννοια. Η επίδραση επί της ποσότητας χρήματος με τη στενή έννοια εμφανίζεται αμελητέα. Ωστόσο, ιδιαίτερη προσοχή χρειάζεται κατά την ερμηνεία των αποτελεσμάτων τους, καθώς η ανάλυσή τους στηρίζεται σε αυστηρές υποθέσεις.

Τα αποτελέσματα αυτά των Lenza et al, καθώς και προηγούμενα δικά τους (Giannone et al, 2011) επιχειρούν να επεκτείνουν οι Giannone et al (2012). Στην εργασία τους χρησιμοποιούν ένα νέο σύνολο δεδομένων που αντλούν από τους ενοποιημένους και συγκεντρωτικούς τραπεζικούς ισολογισμούς και το οποίο μεταξύ άλλων αποτυπώνει τον όγκο του διατραπεζικού δανεισμού, καθώς και του δανεισμού από το Ευρωσύστημα προς τις τράπεζες. Χρησιμοποιούν ένα Μπείσιανό Αυτοπαλίνδρομο Υπόδειγμα που περιέχει πληθώρα χρηματοοικονομικών και μακροοικονομικών μεταβλητών. Βρίσκουν, προς επιβεβαίωση των αποτελεσμάτων των Lenza et al, ότι ο τραπεζικός δανεισμός από

την ΕΚΤ προς τις τράπεζες, καθώς και από τις τράπεζες προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις ήταν πολύ υψηλότερος από αυτόν που θα ανέμενε κανείς εναλλακτικά. Λαμβάνοντας υπόψη τους οι Gagnon et al αυτό το επιπλέον δανεισμό ως μέτρο της Νομισματικής παρέμβασης της ΕΚΤ, κατασκευάζουν σενάρια που τους επιτρέπουν να διαπιστώσουν την επίδραση των μέτρων στην ευρύτερη οικονομία. Καταλήγουν ότι η παρέμβαση της ΕΚΤ συνδέεται με σημαντική βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας, με τη βιομηχανική παραγωγή της Ευρωζώνης να είναι 2% υψηλότερη και το ποσοστό ανεργίας 0,6% χαμηλότερο σε σχέση με τις τιμές που θα είχαν εναλλακτικά.

Τα μη συμβατικά μέτρα που έλαβε η ΕΚΤ μετά την κρίση του 2008 εξέτασαν και οι Abbassi & Linzert (2012) καθώς και οι Cihak et al (2009). Οι Abbassi & Linzert (2012) χρησιμοποιούν ανάλυση μελέτης γεγονότων και ανάλυση παλινδρόμησης και μελετούν την εξέλιξη των επιτοκίων Euribor διαφόρων ληκτοτήτων. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν ότι η συμβατική πολιτική χάνει την αποτελεσματικότητά της σε περιόδους κρίσης και ότι η μη συμβατική πολιτική της ΕΚΤ από τον Οκτώβριο του 2008 αντιμετώπισε αποτελεσματικά τις διαταραχές στις αγορές χρήματος της Ευρωζώνης. Για την ακρίβεια υπολογίζουν ότι τα μη συμβατικά μέτρα μείωσαν τα επιτόκια Euribor κατά περίπου 100 μ.β.. Επίσης, διαπιστώνουν μια σημαντική επίδραση της ανακοίνωσης αγορών τίτλων δωδεκαετούς διάρκειας σε μεγάλη κλίμακα επί του δωδεκάμηνου Euribor.

Από την άλλη μεριά, οι Cihak et al (2009) χρησιμοποιούν το μακροοικονομικό υπόδειγμα των Bernanke et al (2004), δηλαδή ένα αυτοπαλίνδρομο υπόδειγμα το οποίο επιπλέον επιβάλλει μια συνθήκη μη διενέργειας αρμπιτράζ. Σε αντίθεση με τους Abbassi & Linzert, βρίσκουν ότι η συμβατική πολιτική συνέχισε να λειτουργεί και κατά τη διάρκεια της κρίσης, αλλά με περιορισμένη αποτελεσματικότητα. Εξετάζουν την επιρροή των μη συμβατικών μέτρων στα spreads των κυβερνητικών ομολόγων της Ευρωζώνης. Το μοντέλο τους αποτελείται από τέσσερις μακροοικονομικές μεταβλητές ως μεταβλητές κατάστασης, το κενό παραγωγής, τον ετήσιο πληθωρισμό, το μέσο μηνιαίο επιτόκιο EONIA και το Euribor ενός έτους, ενώ τα δεδομένα τους είναι μηνιαίες παρατηρήσεις από τον Ιανουάριο 1999 μέχρι τον Ιανουάριο 2009. Τα αποτελέσματά τους φανερώνουν ότι η σημαντική αύξηση του ισολογισμού της ΚΤ πιθανό να συνεισέφερε στη μείωση των επιτοκίων στις αγορές χρήματος και στη μείωση των επιτοκίων των κυβερνητικών ομολόγων.

Οι Darracq-Paries & De Santis (2013) εστιάζουν στο πρόγραμμα μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης τριετών τίτλων (3-year Long Term Refinancing Operations- LTROs) που εφάρμοσε η ΕΚΤ το Δεκέμβριο 2001 και Φεβρουάριο 2012 και αναζητούν τις επιπτώσεις του στη μακροοικονομία. Εκτιμούν ένα αυτοπαλίνδρομο υπόδειγμα με δεδομένα πάνελ αναγνωρίζοντας τις διαταραχές των μη συμβατικών νομισματικών πολιτικών μέσα από την πληροφόρηση από τις έρευνες τραπεζικών χορηγήσεων (Bank Lending Surveys – BLS) στη ζώνη του ευρώ τον Απρίλιο 2012. Υποθέτουν ότι το κύριο κανάλι μετάδοσης προγράμματος αναχρηματοδότησης λειτουργεί μέσω της μείωσης των κινδύνων ρευστότητας και χρηματοδότησης στον τραπεζικό τομέα. Βρίσκουν ότι οι αγορές τίτλων αύξησαν σημαντικά τις προοπτικές για το πραγματικό ΑΕΠ και την παροχή δανείων προς μη χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς για τα επόμενα δύο με τρία έτη και μείωσαν τα επιτόκια δανεισμού διετούς και τριετούς ορίζοντα. Συγκεκριμένα, βρίσκουν ότι το spread μεταξύ επιτοκίου Euribor και OIS (Overnight Index Swaps), ένα μέτρο του διατραπεζικού πιστωτικού κινδύνου, μειώθηκε από 100 μ.β. την ημέρα της ανακοίνωσης του προγράμματος (8Δεκεμβρίου 2011) σε 12 μ.β. στα τέλη Νοεμβρίου 2012.

Οι De Pooter et al (2012) εξετάζουν κατά πόσο τα προγράμματα αγορών κρατικών ομολόγων (SMP) της ΕΚΤ σε διάφορα κράτη-μέλη κατά τα έτη 2010-2011 είχαν επίδραση στα πριμ ρευστότητας των κρατικών ομολόγων. Χρησιμοποιούν ένα μοντέλο χρονικής διάρθρωσης επιτοκίων και διασπούν τις τιμές των ομολόγων σε τρία μέρη που περιγράφουν το ακίνδυνο επιτόκιο, το πριμ ρευστότητας και τον πιστωτικό κίνδυνο. Εξετάζουν τα προγράμματα αγορών κρατικών ομολόγων (SMP) εφάρμοσε η ΕΚΤ για μακρά χρονική περίοδο σε 5 ξεχωριστές αγορές ξεκινώντας από την Ελλάδα, την Ιρλανδία και την Πορτογαλία το Μάιο του 2010 και συνεχίζοντας στην Ιταλία και την Ισπανία τον Αύγουστο του 2011. Η δομή των αγορών αυτών επιτρέπει τους De Pooter et al να αξιοποιήσουν και διαστρωματικά δεδομένα και δεδομένα χρονολογικών σειρών για την περίοδο Ιούνιος 2009 – Φεβρουάριος 2012. Τα αποτελέσματά τους υποδεικνύουν μια μείωση του πριμ ρευστότητας κατά 19,4 μ.β. μετά από αγορά του 1% των ομολόγων σε εκκρεμότητα. Από αυτή τη μείωση οι 14,8 μ.β. ήταν προσωρινό αποτέλεσμα και άρα απομένει μια μόνιμη μείωση 4,6 μ.β.

Η συζήτηση γύρω από την αποτελεσματικότητα των μέτρων μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής παραμένει αρκετά ασαφής. Ωστόσο,

ανεξάρτητα από τη χώρα ή την περίοδο που εξετάζουν, καθώς και από τη μέθοδο που ακολουθούν οι οικονομικοί ερευνητές, η πλειονότητα των έργων υποστηρίζει την αποτελεσματικότητα των μη συμβατικών νομισματικών πολιτικών λόγω της οικονομικής κρίσης. Τα μέτρα φαίνεται πως πέτυχαν να απορροφήσουν τον άμεσο αντίκτυπο των διαταραχών που καλούνταν σε κάθε περίπτωση να διορθώσουν.

Οι De Rooter et al (2012) εξετάζουν κατά πόσο τα προγράμματα αγορών κρατικών ομολόγων (SMP) της ΕΚΤ σε διάφορα κράτη-μέλη κατά τα έτη 2010-2011 είχαν επίδραση στα πρωιμ ρευστότητας των κρατικών ομολόγων. Χρησιμοποιούν ένα μοντέλο χρονικής διάρθρωσης επιτοκίων και διασπούν τις τιμές των ομολόγων σε τρία μέρη που περιγράφουν το ακίνδυνο επιτόκιο, το πρωιμ ρευστότητας και τον πιστωτικό κίνδυνο. Εξετάζουν τα προγράμματα αγορών κρατικών ομολόγων (SMP) εφάρμοσε η ΕΚΤ για μακρά χρονική περίοδο σε 5 ξεχωριστές αγορές ξεκινώντας από την Ελλάδα, την Ιρλανδία και την Πορτογαλία το Μάιο του 2010 και συνεχίζοντας στην Ιταλία και την Ισπανία τον Αύγουστο του 2011. Η δομή των αγορών αυτών επιτρέπει τους De Rooter et al να αξιοποιήσουν και διαστρωματικά δεδομένα και δεδομένα χρονολογικών σειρών για την περίοδο Ιούνιος 2009 – Φεβρουάριος 2012. Τα αποτελέσματά τους υποδεικνύουν μια μείωση του πρωιμ ρευστότητας κατά 19,4 μ.β. μετά από αγορά του 1% των ομολόγων σε εκκρεμότητα. Από αυτή τη μείωση οι 14,8 μ.β. ήταν προσωρινό αποτέλεσμα και άρα απομένει μια μόνιμη μείωση 4,6 μ.β.

Συμπεράσματα

Η ΕΚΤ, όπως και άλλες κεντρικές τράπεζες, καλείται να αντιμετωπίσει, μεταξύ άλλων, τη σημαντική αβεβαιότητα η οποία χαρακτηρίζει τη φύση των οικονομικών διαταραχών που πλήττουν την οικονομία, την αξιοπιστία των οικονομικών δεικτών και τις επιδράσεις του Μηχανισμού Μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής. Προκειμένου να εξασφαλιστεί η επιτυχία της Νομισματικής Πολιτικής της, πρέπει κατ' αρχήν να υπάρχει καλή λειτουργία του Μηχανισμού Μετάδοσης. Αυτό προϋποθέτει την εύρυθμη λειτουργία των αγορών χρήματος αφού η αποτελεσματικότητα της μετάδοσης εξαρτάται από τη συμπεριφορά των τραπεζών και τη βούλησή τους να διασφαλίσουν ότι οι ανταλλαγές ρευστότητας στη διατραπεζική αγορά διεξάγονται ομαλά. Οι δυσλειτουργίες στις αγορές χρήματος μπορούν να περιορίσουν την επίδραση της Νομισματικής Πολιτικής στις προοπτικές για σταθερότητα των τιμών.

Η Νομισματική Πολιτική πρέπει να ενεργεί προληπτικά, κατά τρόπο προσανατολισμένο στο μέλλον, αφού οι σημερινές μεταβολές της δε θα επηρεάσουν το επίπεδο των τιμών παρά μόνο έπειτα από κάποια τρίμηνα ή κάποια έτη. Για τον λόγο αυτό, επίκεντρο των σημερινών αποφάσεων και ενεργειών της ΕΚΤ πρέπει να είναι η επίδραση που θα ασκήσουν στη διατήρηση της Σταθερότητας των Τιμών μελλοντικά. Η Νομισματική Πολιτική επίσης θα πρέπει να διατηρεί έναν μεσοπρόθεσμο προσανατολισμό, προκειμένου να αποφεύγεται η υπερβολική ανάληψη ενεργειών και η πρόκληση άσκοπης μεταβλητότητας στην πραγματική οικονομία. Η Νομισματική Πολιτική δεν μπορεί να αποτρέψει μια ορισμένη βραχυπρόθεσμη μεταβλητότητα των ρυθμών του πληθωρισμού, η οποία οφείλεται, για παράδειγμα, στις μεταβολές των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων και θα πρέπει να επιδιώκει τη σταθεροποίηση των προσδοκιών για τον πληθωρισμό. Για τον σκοπό αυτό, η ΕΚΤ οφείλει να καθορίζει τον πρωταρχικό της στόχο, να αναπτύσσει και να ακολουθεί μια συνεπή και συστηματική μέθοδο άσκησης της Νομισματικής Πολιτικής και να επικοινωνεί με το κοινό με σαφήνεια και ειλικρίνεια. Κατ' αυτόν τον τρόπο εδραιώνει την αξιοπιστία της, η οποία της είναι απαραίτητη για να μπορεί να επηρεάζει τις προσδοκίες των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Τέλος η Νομισματική Πολιτική πρέπει να στηρίζεται σε ευρεία βάση και να λαμβάνει υπόψη όλες τις

συναφείς πληροφορίες ούτως ώστε να γίνονται κατανοητοί οι παράγοντες που επηρεάζουν την οικονομία.

Στην πράξη όλα όσα αναφέρονται παραπάνω σχετικά με μια επιτυχημένη Νομισματική Πολιτική δοκιμάστηκαν και μάλιστα σε πολύ δύσκολες συνθήκες, κατά την περίοδο της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης από το 2007 μέχρι σήμερα.

Ο Μηχανισμός Μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής στην Ευρωζώνη έχει ήδη επηρεαστεί από μια σειρά εξελίξεων, από την εισαγωγή του ευρώ, οι οποίες έχουν επεκτείνει τον ορίζοντα των δυνατοτήτων χρηματοδότησης των τραπεζών και έχουν αυξήσει τις επιλογές τους για την ανάληψη κινδύνων, ενισχύοντας τον δυνητικό επεκτατικό ρόλο του καναλιού ανάληψης κινδύνων της Νομισματικής Πολιτικής. Ωστόσο, η χρηματοπιστωτική αναστάτωση κατέδειξε ότι η κατάσταση μπορεί να αντιστραφεί σε περιόδους χρηματοπιστωτικής καχεξίας, όταν οι επιλογές άντλησης χρηματοδότησης που βασίζονται στην αγορά συμπιέζονται.

Με την έλευση των υπερβολικών κινδύνων σε ένα περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από υψηλό βαθμό αβεβαιότητας, η προοπτική για τη σταθερότητα των τιμών μεταβλήθηκε σημαντικά κατά την περίοδο της κρίσης. Η ΕΚΤ αντέδρασε μέσω δραστικής μείωσης των βασικών επιτοκίων. Ωστόσο, οι ανεπαρκώς λειτουργούσες αγορές αποδυνάμωσαν την ικανότητα της Νομισματικής Πολιτικής να επιδράσει σε αυτή την προοπτική μόνο με συμβατικά μέτρα (π.χ. μέσω μείωσης επιτοκίων). Η διασύνδεση ανάμεσα στα βασικά επιτόκια πολιτικής της ΕΚΤ και στα διατραπεζικά επιτόκια αδυνάτησε σημαντικά. Προκειμένου να υποστηρίξει την αποτελεσματική μετάδοση της Νομισματικής Πολιτικής, την πρόσβαση των πιστωτικών ιδρυμάτων σε ρευστότητα και αμβλύνοντας τον αντίκτυπο στη μεσοπρόθεσμη προοπτική για τον πληθωρισμό, αποφασίστηκε από την ΕΚΤ η Ενισχυμένη Πιστωτική Υποστήριξη που αποτελείται από μη συμβατικά μέτρα τα οποία ήλθαν να συμπληρώσουν τις συμβατικές αποφάσεις για τα επιτόκια.

Η εφαρμογή των μη συμβατικών μέτρων επέτρεψε σημαντική αύξηση της αντληθείσας, εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων, ρευστότητας, ενώ το σύνολο των μέτρων που υιοθετήθηκαν έχουν συνεισφέρει στην ομαλοποίηση των οικονομικών και χρηματοοικονομικών συνθηκών και στη ροή πιστώσεων στην οικονομία μέσω παραγόντων προσφοράς, ιδιαίτερα μειώνοντας τις πιέσεις

άντλησης χρηματοδότησης στον τραπεζικό τομέα, αλλά και παραγόντων ζήτησης λόγω του πολύ χαμηλού επιπέδου των επιτοκίων. Έχουν, ωστόσο, περιορισμούς σε ότι αφορά τις επιζητούμενες μεταρρυθμίσεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και τη μακροπρόθεσμη σταθερότητα.

Ο πρωταρχικός στόχος της Σταθερότητας των Τιμών που έχει οδηγήσει στην άσκηση της Νομισματικής Πολιτικής τόσο με συμβατικά όσο και με μη συμβατικά μέτρα, σε απάντηση των πιέσεων που παρατηρήθηκαν κατά τη διάρκεια της κρίσης, επίσης σημαίνει ότι η επιστροφή σε ένα πλαίσιο ομαλότερης Νομισματικής Πολιτικής αποτελεί τον φυσικό σκοπό. Λόγω της έκτακτης φύσης τους, τα μη συμβατικά μέτρα θα πρέπει να αποσυρθούν σταδιακά όταν ομαλοποιηθεί η κατάσταση στις χρηματοπιστωτικές αγορές και η μετάδοση της Νομισματικής Πολιτικής αρχίσει να λειτουργεί ξανά ομαλά.

Κλείνοντας τα μέτρα όπως ίσχυσαν και διαμορφώθηκαν στη συγκεκριμένη χρηματοπιστωτική δομή της Ευρωζώνης, όπου τα πιστωτικά ιδρύματα αποτελούν την πρωταρχική πηγή παροχής πιστώσεων στην οικονομία, συνεισέφεραν σημαντικά στην ομαλοποίηση των οικονομικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών διατηρώντας, σε τελική ανάλυση, τη Σταθερότητα των Τιμών, ενώ όσον αφορά στις προοπτικές του πληθωρισμού στη Ζώνη του Ευρώ, το Δ.Σ. της ΕΚΤ αναμένει ότι θα παραμείνει συγκρατημένος, δεδομένης της σταθερότητας των μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών και της υποτονικής οικονομικής δραστηριότητας.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Boivin, J, Giannoni, M.P. & Mojon, B. (2008) "How has the euro changed the monetary transmission? ", *National Bureau of Economic Research, Working Paper series*, No. 14190.

Cecioni, M. & Neri, S. (2001) "The monetary transmission mechanism in the euro area: has it changed and why?" *Banca D' Italia Working paper*, No. 808.

ECB (2000) "Monetary policy transmission in the euro area", *Monthly Bulletin*, July, pp. 43.

ECB (2001) "Monetary policy-making under uncertainty", *Monthly Bulletin*, January, pp. 43-55.

ECB (2004) *The Monetary Policy of the ECB*, Frankfurt, Executive Board of the ECB.

ECB (2009): "The implementation of monetary policy since August 2007", *Monthly Bulletin*, pp. 75-89. ECB (2010a): "Monetary policy transmission in the euro Area, a decade after the introduction of the euro", *Monthly Bulletin*, May, pp. 85-97.

ECB (2010b) "The ECB's monetary policy during the financial crisis", *Monthly Bulletin*, January, pp. 63-71.

McCallum A. & Smets F. (2007): "Real wages and monetary policy transmission in the euro area", *Kiel Working Paper*, No. 1360.

Peersman, G. & Smets, F. (2001) "The Monetary Transmission Mechanism in the Euro Area: more evidence from VAR analysis", *ECB Working Paper Series*, No. 91.

Trichet, JC. (2009) "The ECB's Enhanced Credit Support", *CESifo Working paper*, No. 2833.

Weber, A., Gerke, R. & Worms, A. (2009) "Has the monetary transmission process in the euro area? Evidence based on VAR estimates", *BIS Working paper*, No. 276.

Cecchetti, S. and O'Sullivan, R. 2003, *The European Central Bank and the Federal Reserve*, Oxford Review of Economic Policy.

Curdia, V., & Woodford, M. 2010, *The Central Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy*, NBER Working Paper.

Pronobis, M. 2014, *Is monetary policy of ECB the right response to the Eurozone crisis*, Elsevier, Procedia , Social and behavioral Sciences 156, 398-403.

Rompolis, L, S. 2017, *The effectiveness of unconventional monetary policy on risk aversion and uncertainty*, working paper, bank of Greece, Athens.

Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone, Report based on a WEED Expert Meeting.

Ryan, J. 2009, *The Greenspan Federal Reserve Role in the Financial Crisis*, Working Papers Department of Economics.

Abbassi, P. & Linzert, T. (Δεκέμβριος 2012). The effectiveness of monetary policy in steering money market rates during the financial crisis. *Journal of Macroeconomics*. 34(4):945-954.

Altavilla, C., Giannone, D. & Lenza, M. (Ιανουάριος 2014). The Financial and Macroeconomic Effects of the OMT Announcements. CSEF Working Papers. No 352

Carpenter, S., Demiralp, S. & Eisenschmidt, J. (2013). The effectiveness of the non standard policy measures during the financial crises: the experiences of the federal reserve and the European Central Bank. ECB Working Paper Series. No 1562.

Cerna, S. (2012). Central banks, monetary policy and financial stability. Timisoara Journal of Economics. 5(18):336-379.

Cour-Thimann, P. & Winkler, B. (Απρίλιος 2013). The ECB's non-standard monetary policy measures the role of institutional factors and financial structure. ECB Working Paper Series. No 1528.

Darracq-Paries, M. & De Santis, R. (Ιανουάριος 2013). A Non-Standard Monetary Policy Shock The ECB's 3-Year LTROs And the Shift in Credit Supply. ECB Working Paper Series. No 1508.

Fahr, S., Motto, R., Rostagno, M. & Smets, F. (Μάιος 2011). A monetary policy strategy in good and bad times: lessons from the recent past. ECB Working Papers. No 1336.

Falagiarda, M. & Reitz, S. (Αύγουστος 2013). Announcements of ECB Unconventional Programs: Implications for the Sovereign Risk of Italy. Kiel Working Papers. No 1866.

Fawley, B. & Neely, C. (Ιανουάριος 2013). Four Stories of Quantitative Easing. Federal Reserve Bank of St. Louis Review. 95(1):51-88.

Abbassi, P. & Linzert, T. (Δεκέμβριος 2012). The effectiveness of monetary policy in steering money market rates during the financial crisis. *Journal of Macroeconomics*. 34(4):945-954.

Altavilla, C., Giannone, D. & Lenza, M. (Ιανουάριος 2014). The Financial and Macroeconomic Effects of the OMT Announcements. CSEF Working Papers. No 352

P. R. ,Krugman & M., Obstfeld. 2011, *Διεθνής Οικονομική Θεωρία και Πολιτική*, Αθήνα, Κριτική.

Paul de Grauwe. 2008, *Τα οικονομικά της νομισματικής ένωσης*, Αθήνα, Παπαζήση.

Pronobis, M. 2014, *Is monetary policy of ECB the right response to the Eurozone crisis*, Elsevier, Procedia , Social and behavioral Sciences 156, 398-403.

Rompolis, L, S. 2017, *The effectiveness of unconventional monetary policy on risk aversion and uncertainty*, working paper, bank of Greece, Athens.

Richter, F., and Wahl, P. 2011, *The role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone*, Report based on a WEED Expert Meeting.

Ryan, J. 2009, *The Greenspan Federal Reserve Role in the Financial Crisis*, Working Papers Department of Economics.

Werner, R., A. 2014, *Enhanced Debt Management: Solving the eurozone crisis by linking debt management with fiscal and monetary policy*, Elsevier, Journal of International Money and Finance, 49, 443-469.

Farmer, R. 2012, *The Effect of Conventional and Unconventional Monetary Policy Rules on Inflation Expectations: Theory and Evidence*, NBER Working Paper. Διαθέσιμο σε: <http://www.nber.org>

Feldstein, M. 2013, *Coordination in the European Union*, NBER, Working Paper. Διαθέσιμο σε: <http://www.nber.org>

Giannone, D., Lenza, M., Pill, & H., Reichlin, L. 2011, *Non-standard monetary policy measures and monetary developments*, ECB, Working Paper. Διαθέσιμο σε: <http://www.ecb.europa.eu>

Gros, D., Alcidi, C., & Giovanni A. 2012, *Central Banks in Times of Crisis: The FED vs. the ECB*, CEPS Policy Briefs. Διαθέσιμο σε: <http://www.ceps.eu>

INTERNET

<http://www.bankofgreece.gr>

<http://www.ecb.europa.eu>

<http://europa.eu>

Copyright © ΤΕΙ Δυτικής Ελλάδας. Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Δηλώνω ρητά ότι, σύμφωνα με το άρθρο 8 του Ν. 1599/1988 και τα άρθρα 2,4,6 παρ. 3 του Ν. 1256/1982, η παρούσα εργασία αποτελεί αποκλειστικά προϊόν προσωπικής εργασίας και δεν προσβάλλει κάθε μορφής πνευματικά δικαιώματα τρίτων και δεν είναι προϊόν μερικής ή ολικής αντιγραφής, οι πηγές δε που χρησιμοποιήθηκαν περιορίζονται στις βιβλιογραφικές αναφορές και μόνον.