

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ**



ATHENS UNIVERSITY
OF ECONOMICS
AND BUSINESS

**ΣΧΟΛΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**
SCHOOL OF
BUSINESS

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ &
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
MSc IN ACCOUNTING & FINANCE

Η επίδραση των αποφάσεων νομισματικής πολιτικής της ECB στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αγοράς Euribor και Libor

Ζερβίλη Αναστασία

Εργασία υποβληθείσα στο

Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής

του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

{Νοέμβριος, 2016}

**Εγκρίνουμε την εργασία του
[ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ]**

.....

[ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

.....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

.....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

.....

[ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ]

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

[ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ ΦΟΙΤΗΤΗ/ΤΡΙΑΣ]

.....

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη	5
Εισαγωγή	7
Κεφάλαιο 1^ο	
1.1. Οικονομική κρίση και νομισματική πολιτική	9
1.2. Από το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα στο Ευρωσύστημα	13
1.3. Όργανα του Ευρωσυστήματος	19
1.4. Η νομισματική στρατηγική της ΕΚΤ	23
1.5. Μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής και απάντηση στην κρίση το 2007	26
1.6. Μέσα και τρόποι άσκησης της Νομισματικής Πολιτικής	28
1.7. Ανάλυση της Νομισματικής Πολιτικής της ΕΚΤ από την αρχή της Κρίσης	37
Κεφάλαιο 2^ο	
2.1. Οι πυλώνες της Ευρωπαϊκής τραπεζικής ένωσης	44
2.2. Η αξιολόγηση του τραπεζικού τομέα στην Ευρωζώνη	50
2.3. Η τραπεζική συγκυρία	58
Κεφάλαιο 3^ο	
3.1 Εμπειρική μεθοδολογία	64
3.2 Δεδομένα	69
3.3 Εμπειρικά Αποτελέσματα	69
3.4 Συμπεράσματα εμπειρικής μελέτης	74
Γενικά συμπεράσματα	75
Βιβλιογραφία	78

Περίληψη

Η κρίση που ξεκίνησε λίγο μετά τα μέσα της πρώτης δεκαετίας του 21ου αιώνα στην πραγματικότητα όχι μόνο δεν έχει ξεπεραστεί, αλλά πλέον στο δεύτερο μισό της δεύτερης δεκαετίας του αιώνα οι κίνδυνοι που έχει να αντιμετωπίσει η παγκόσμια οικονομία είναι ακόμη μεγαλύτεροι. Μέσα σε ένα ρευστό παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον έντονων κοινωνικών και πολιτικών ανακατατάξεων, διεθνείς, διεθνικοί και εθνικοί οργανισμοί αλληλοεπιδρούν πότε ανταγωνιστικά και πότε κοινά για την υιοθέτηση και εφαρμογή (και) νομισματικών πολιτικών, οι οποίες τουλάχιστον έχουν ως διακηρυγμένο στόχο την οικονομική ανάκαμψη.

Η παρούσα μελέτη χωρίζεται σε τρία μέρη. Στο πρώτο, εξετάζει προβληματικές που αφορούν τις σχέσεις αλληλεπίδρασης ανάμεσα στην οικονομική κρίση και την νομισματική πολιτική, επίσης παρουσιάζει την εξέλιξη του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος στο Ευρωσύστημα, καθώς και τα όργανα μέσα από τα οποία δρα το δεύτερο. Ακόμη, παρουσιάζει και αναλύει την νομισματική στρατηγική της ΕΚΤ και τα βασικά στοιχεία της. Επιπλέον, κάνει εκτενή αναφορά στα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής που υιοθετήθηκαν μετά την κρίση. Τέλος, αξιολογεί την Νομισματική Πολιτική της ΕΚΤ.

Το δεύτερο μέρος αφορά την διερεύνηση ζητημάτων και την παρουσίαση στοιχείων για την κατάσταση του τραπεζικού τομέα στην ευρωζώνη. Ξεκινά με την παρουσίαση των τριών πυλώνων της τραπεζικής ένωσης. Στη συνέχεια, παρουσιάζεται εκτενώς η κατάσταση του τραπεζικού τομέα στην ευρωζώνη, καθώς και τα βασικά μεγέθη του.

Εν τέλει, στο τρίτο και τελευταίο κεφάλαιο της μελέτης, μας απασχολεί η επίδραση των αποφάσεων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια Euribor, και Libor διάρκειας ενός μήνα, λαμβάνοντας υπόψιν και την επίδραση ορισμένων μακροοικονομικών δεικτών (ΑΕΠ, πληθωρισμός, ανεργία κλπ). Το κεφάλαιο κλείνει διατυπώνοντας τα βασικά συμπεράσματα της οικονομετρικής έρευνας.

Abstract

The crisis that began shortly after the middle of the first decade of the 21st century, in fact, not only has not been overcome, but now in the second half of the second decade of the century the risks facing the global economy is even greater. Within a fluid global economic environment of intense social and political upheaval, international, transnational and national agencies interact when competing and when common for the adoption and implementation (and) monetary policies, which at least have the stated goal of economic recovery.

This study is divided into three parts.

The first examines problematic regarding interrelationships between economic crisis and monetary policy, also shows the evolution of the European Monetary System in the Eurosystem, and institutions through which acts the second. Even presents and analyzes the ECB's monetary strategy and key elements. It also makes extensive reference to the non-standard monetary policy measures adopted after the crisis. Finally assesses the monetary policy of the ECB.

The second part deals with the research issues and presenting data on the situation of the banking sector in the euro area. It starts with the presentation of the three pillars of the banking union. Then, we present extensively the situation of the banking sector in the euro area, as well as fundamentals, while the second part ends with the formulation of conclusions.

Finally, the third part presents the econometric evidence. Since European crisis, ECB has taken several decisions concerning monetary policy. It is very important to study if they were effective on market rates. Therefore, we will study whether these measures had an effect on short-term market rates of Euribor and Libor.

Key words Monetary Policy, European Central Bank (ECB)

Εισαγωγή

Με την ανακάλυψη και τη χρήση του χρήματος ο άνθρωπος διέσπασε την ανταλλαγή σε πώληση και αγορά, μετατρέποντας την διαδικασία της ανταλλαγής σε συναλλαγή. Ο έλεγχος και η έκδοση του χρήματος πέρασε σταδιακά από τις Κεντρικές τράπεζες των κρατών σε διεθνικές τραπεζικές ενώσεις. Δημιουργήθηκαν νέοι θεσμοί εποπτείας και καινούργια εργαλεία εφαρμογής και διάχυσης της νομισματικής πολιτικής, αντικατοπτρίζοντας και εξυπηρετώντας τις νέες σχέσεις αλληλεπίδρασης των εθνικών οικονομιών που αναπτύχθηκαν κατά το τελευταίο τέταρτο του περασμένου αιώνα.

Με την ανάπτυξη της ελεύθερης οικονομίας και αγοράς σε όλα τα σημεία του πλανήτη, συντελέστηκαν μια σειρά από σημαντικές κοινωνικές, πολιτικές, άλλα και οικονομικές αλλαγές. Ο κόσμος που δημιουργήθηκε ήταν πλέον πολυπολικός και οι νέες οικονομικές συνθήκες δεν εξυπηρετούνταν πλέον από τις Κεϋνσιανές οικονομικές πολιτικές. Παράλληλα, η οικονομική ανάπτυξη που ξεκίνησε το 1990, αποδείχθηκε αρκετά σύντομη, καθώς έδωσε τη θέση της σε μια ακόμη μεγαλύτερη ύφεση. Η αμφισβήτηση των βεβαιοτήτων που προέβαλαν μέχρι πρότινος ως αδιαμφισβήτητες αλήθειες, ξεκίνησε με το ξέσπασμα μιας παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, μόλις την πρώτη δεκαετία του 21^{ου} αιώνα, η οποία σχεδόν αμέσως συγκρίθηκε με το βάθος και την έκταση της κρίσης του 1930.

Η κρίση ξεκίνησε από τις ΗΠΑ το καλοκαίρι του 2007 πλήττοντας την αγορά της στεγαστικής πίστης μειωμένης εξασφάλισης. Η κρίση επεκτάθηκε στην Ευρώπη και σύντομα εξαπλώθηκε παγκόσμια μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, φέρνοντας εντάσεις στις αγορές, τριγμούς στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής, καθώς και «πάγωμα» των διατραπεζικών συναλλαγών λόγω έλλειψης εμπιστοσύνης. Με την έναρξη της κρίσης το επιχειρηματικό μοντέλο των τραπεζών σταμάτησε, καθώς οι τράπεζες δεν μπορούσαν να αντλήσουν κεφάλαια. Η διατραπεζική αγορά στην πράξη πάγωσε, όπως και το ευρύτερο πιστωτικό κανάλι της εξωτερικής χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις αλλά και για τις τράπεζες. Η συχνά υπερβολική διάθεση ανάληψης κινδύνου από τις τράπεζες με επενδύσεις σε πιο επικίνδυνες περιοχές, αλλά και οι ακραίες χρηματοοικονομικές καινοτομίες στις διογκούμενες αγορές παροχής χρηματοδότησης

κατέστησαν τα τραπεζικά ιδρύματα αυξητικά εξαρτώμενα από τις κεφαλαιαγορές επιδρώντας όχι μόνο στη διαμεσολαβητική τους λειτουργία, αλλά και στην ασκούμενη νομισματική πολιτική. Μέσα λοιπόν σε ένα ρευστό παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον έντονων κοινωνικών και πολιτικών ανακατατάξεων, διεθνείς, διεθνικοί και εθνικοί οργανισμοί αλληλοεπιδρούν τότε ανταγωνιστικά και τότε κοινά για την υιοθέτηση και εφαρμογή (και) νομισματικών πολιτικών, οι οποίες έχουν ως διακηρυγμένο στόχο την οικονομική ανάκαμψη.

Η παρούσα μελέτη χωρίζεται σε τρία μέρη. Στο πρώτο, εξετάζει προβληματικές που αφορούν τις σχέσεις αλληλεπίδρασης ανάμεσα στην οικονομική κρίση και την νομισματική πολιτική, επίσης παρουσιάζει την εξέλιξη του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος στο Ευρωσύστημα, καθώς και τα όργανα μέσα από τα οποία δρα το δεύτερο. Ακόμη, παρουσιάζει και αναλύει την νομισματική στρατηγική της ΕΚΤ και τα βασικά στοιχεία της. Επίσης, αναφέρεται εκτενώς στα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής που υιοθετήθηκαν μετά την κρίση.

Το δεύτερο μέρος αφορά την διερεύνηση ζητημάτων και την παρουσίαση στοιχείων για την κατάσταση του τραπεζικού τομέα στην ευρωζώνη. Ξεκινά με την παρουσίαση των τριών πυλώνων της τραπεζικής ένωσης. Στη συνέχεια γίνεται μια εκτενής παρουσίαση των μέτρων προστασίας που πάρθηκαν για την προστασία του τραπεζικού τομέα στην ευρωζώνη και τα βασικά μεγέθη του. Αναφέρονται αναλυτικά, τα μέσα και οι τρόποι άσκησης της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ και κλείνει με την ανάλυση της νομισματικής πολιτικής της μετά την κρίση.

Στο τρίτο και τελευταίο κεφάλαιο της μελέτης, μας απασχολεί η επίδραση των αποφάσεων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια Euribor και Libor διάρκειας ενός μήνα, λαμβάνοντας υπόψη και την επίδραση ορισμένων μακροοικονομικών δεικτών (ΑΕΠ, πληθωρισμός, ανεργία κλπ). Το κεφάλαιο κλείνει με τη διατύπωση βασικών συμπερασμάτων της οικονομετρικής έρευνας.

Κεφάλαιο 1^ο

Το παρόν κεφάλαιο, εξετάζει προβληματικές που αφορούν τις σχέσεις αλληλεπίδρασης ανάμεσα στην οικονομική κρίση και την νομισματική πολιτική. Επίσης, παρουσιάζει την εξέλιξη του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος στο Ευρωσύστημα, καθώς και τα όργανα μέσα από τα οποία δρα το δεύτερο. Ακόμη, παρουσιάζει και αναλύει την νομισματική στρατηγική της ΕΚΤ και τα βασικά στοιχεία της. Επίσης, κάνει εκτενή αναφορά στα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής που υιοθετήθηκαν μετά την κρίση. Τέλος, αξιολογεί την Νομισματική πολιτική της ΕΚΤ.

1.1. Οικονομική κρίση και νομισματική πολιτική

Από τις απαρχές των ανθρώπινων κοινωνιών, οι άνθρωποι προσπάθησαν να καλύψουν τις ανάγκες τους με αγαθά που αδυνατούσαν να παράγουν οι ίδιοι, ανταλλάσσοντας δικά τους προϊόντα με προϊόντα άλλων παραγωγών. Ωστόσο, σχετικά σύντομα διαπίστωσαν ότι ο αντιπραγματισμός ήταν δύσχρηστος και δημιουργούσε προβλήματα. Τα προβλήματα ξεπεράστηκαν με την χρήση του χρήματος (π.χ. ζώα, δέρματα, κοχύλια, φτερά, αλάτι, διάφορα μέταλλα κ.α.), καθώς διασπάστηκε η ανταλλαγή σε πώληση και αγορά, μετατρέποντας την διαδικασία της ανταλλαγής σε συναλλαγή. Το πρώτο χαρτονόμισμα στην ανθρωπότητα ήταν το "jiaozi" που χρησιμοποιήθηκε στην Κίνα (7ο αιώνα) την περίοδο της δυναστείας των Γιουάν παράλληλα με τα χάλκινα νομίσματα.¹

Από τις πρώτες φυσικές συναλλαγές των μεγάλων αρχαίων πολιτισμών μέχρι σήμερα, έχει κυλήσει πολύ νερό στο μύλο της ιστορίας, ωστόσο η Νομισματική και Πιστωτική Πολιτική εξακολουθεί να αποτελεί βασική κατηγορία της οικονομικής Πολιτικής. Το χρήμα, απαραίτητο για την οικονομική οργάνωση της κοινωνίας, έχει τις παρακάτω λειτουργίες: Πρώτον, αποτελεί το μέτρο της αξίας όλων των εμπορευμάτων. Δεύτερον, χρησιμεύει σαν μέσο κυκλοφορίας, δηλαδή μεσολαβεί στην κυκλοφορία των εμπορευμάτων. Τρίτον, όταν κάποιος παραγωγός πουλήσει το εμπόρευσμά του και δεν

1

Βάμβουκας, Γ. (2004) Διεθνείς Οικονομικές Σχέσεις, Αθήνα, Γ. Μπένου.

αγοράσει άλλο, τότε το χρήμα αποσύρεται από την κυκλοφορία και συσσωρεύεται. Τέταρτον, είναι μέσο πληρωμής. Πέμπτον, στις οικονομικές σχέσεις των χωρών παίζει το ρόλο του παγκόσμιου χρήματος.²

Με την ανάπτυξη της ελεύθερης οικονομίας και αγοράς σε όλα τα σημεία του πλανήτη, συντελέστηκαν μια σειρά από σημαντικές κοινωνικές, πολιτικές, άλλα και οικονομικές αλλαγές. Ο νέος κόσμος που δημιουργήθηκε ήταν πολυπολικός και τα νέα οικονομικά δεδομένα απαιτούσαν την υπέρβαση των Κεϋνσιανών οικονομικών πολιτικών οι οποίες είχαν αναφορά στο χειρισμό της συνολικής ζήτησης της οικονομίας και το ΑΕΠ, μέσω της Δημοσιονομικής και της Νομισματικής Πολιτικής. Για τους υποστηρικτές του Κεϋνσιασμού, η Δημοσιονομική και Νομισματική Πολιτική υποτασσόταν πλήρως στην πρώτη.³

Η νέα αντίληψη των πραγμάτων, είχε ως στόχο να δημιουργήσει παράλληλα νέους οικονομικούς θεσμούς και σύγχρονα εργαλεία οικονομικής πολιτικής για την εμπέδωση και οριστική αφομοίωση των αρχών και των αξιών της ελεύθερης οικονομίας και αγοράς, που υποστηρίζουν ότι ο κύριος ρόλος της οικονομίας και της αγοράς αφορά αποκλειστικά τη δημιουργία, συντήρηση και συνεχή βελτίωση του ευνοϊκού παραγωγικού κλίματος μέσα στην οικονομία, μέσω της απρόσκοπτης επιχειρηματικής και κυρίως νέας επενδυτικής δράσης. Έτσι, η Νομισματική Πολιτική σύμφωνα με τους Μονεταριστές πρέπει να έχει άμεσο και κύριο στόχο τη διατήρηση του χαμηλού πληθωρισμού, με κάθε κόστος.⁴

Η οικονομική ανάπτυξη που ξεκίνησε το 1990, αποδείχθηκε αρκετά σύντομη, καθώς έδωσε τη θέση της σε μια ακόμη μεγαλύτερη ύφεση. Η αμφισβήτηση των

2

Βάμβουκας, Γ. (2004) *Διεθνείς Οικονομικές Σχέσεις*, Αθήνα, Γ. Μπένου.

3

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.

4

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.

βεβαιότητων που προέβαλαν μέχρι πρότινος ως αδιαμφισβήτητες αλήθειες, ξεκίνησε με το ξέσπασμα μιας παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, μόλις την πρώτη δεκαετία του 21ού αιώνα, η οποία σχεδόν αμέσως συγκρίθηκε με το βάθος και την έκταση της κρίσης του 1930. Η κρίση ξεκίνησε από τις ΗΠΑ το καλοκαίρι του 2007, πλήττοντας την αγορά της στεγαστικής πίστης μειωμένης εξασφάλισης. Αυτά τα δάνεια υψηλού ρίσκου (Sub-Prime Loans, subprimes) μέσω σύνθετων επενδυτικών δευτερογενών παραγώγων, επεκτάθηκαν στην Ευρώπη και σύντομα η κρίση εξαπλώθηκε παγκόσμια μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers φέρνοντας εντάσεις στις αγορές, τριγμούς στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής, καθώς και «πάγωμα» των διατραπεζικών συναλλαγών λόγω έλλειψης εμπιστοσύνης. Στην Ευρώπη το μεγαλύτερο πρόβλημα το αντιμετώπισε η Ισλανδία, έπειτα η Βρετανία, η Γαλλία, το Βέλγιο, η Ιταλία, το Λουξεμβούργο και η Ολλανδία.⁵ Εννιά χρόνια μετά το ξέσπασμα της κρίσης, βρισκόμαστε στο σημείο όπου ο υπουργός οικονομικών της ισχυρότερης οικονομίας της Ευρώπης Βόλφγκανγκ Σόιμπλε, κατά τη διάρκεια της συνέντευξης Τύπου για την ανάληψη της προεδρίας της Ομάδας των Είκοσι (G20) από τη Γερμανία το 2017, δήλωσε ότι δεν μπορεί να αποκλειστεί η εκδήλωση μιας νέας οικονομικής κρίσης, γεγονός που αυξάνει τους κινδύνους για το τραπεζικό σύστημα.⁶ Την ίδια στιγμή, η Deutsche Bank βρίσκεται αντιμέτωπη με το υπουργείο Δικαιοσύνης των ΗΠΑ που της ζητά να καταβάλει πρόστιμο ύψους έως και 14 δισεκατομμυρίων δολαρίων, διότι σύμφωνα με τους Αμερικάνους πωλούσε με παραπλανητικό τρόπο ταυτοποιημένα ενυπόθηκα δάνεια, ενώ η παγκόσμια οικονομία κινείται με αναιμικούς ρυθμούς ανάπτυξης και ταυτόχρονα τέσσερις μεγάλες ευρωπαϊκές τράπεζες βρίσκονται σε πολύ σοβαρό κίνδυνο (Credit Suisse, Santander, Barclay's και RBS).⁷

5

Ιορδανίδης, Ι. (2012) "Ο Ρόλος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών τραπεζών στη Διασφάλιση της Σταθερότητας του Ευρωπαϊκού Τραπεζικού Συστήματος", Διπλωματική Εργασία, Αθήνα, Πάντειο Πανεπιστήμιο.

6

<http://www.kathimerini.gr/802496/article/oikonomia/die8nhs-oikonomia/sta-199-tris-dolaria-to-pagkosmio-xreos>

7

<http://www.cnn.gr/money/story/48220/h-deutsche-bank-tromazei-kyverniseis-kai-ependytes>

Εκτός όλων αυτών, πρέπει να επισημανθεί ότι όλο αυτό το διάστημα τα κρατικά και ιδιωτικά χρέη αυξάνονται παγκοσμίως. Αναλυτικότερα, το συνολικό παγκόσμιο απόθεμα χρεών από 142 τρις δολάρια το 2007 έφτασε το αστρονομικό ποσό των 200 τρις δολαρίων το 2015 (ο λόγος των κρατικών χρεών προς το ΑΕΠ αυξήθηκε παντού). Μόνο το δημόσιο χρέος των ΗΠΑ από 9 τρις. το 2007 έφτασε το 2015 στα 19 τρις. Δολάρια.⁸

Τα πράγματα μοιάζουν ακόμη πιο κρίσιμα, αν συνυπολογιστεί ότι στα τέλη του Σεπτεμβρίου του 2016, ο ΟΟΣΑ και η ΕΚΤ προχώρησαν σε νέα αρνητική αναπροσαρμογή των προβλέψεων για την ανάπτυξη, τονίζοντας στις σχετικές εκθέσεις ότι οι ρυθμοί ανάπτυξης θα παραμείνουν εξαιρετικά χαμηλοί και το τελευταίο τρίμηνο του 2016, όπως επίσης και τη νέα χρονιά. Μάλιστα, ο ΟΟΣΑ προειδοποιεί ότι η «παγίδα» των χαμηλών ρυθμών ανάπτυξης δείχνει να παγιώνεται, ενώ οι αρνητικές προβλέψεις επιδρούν και μειώνουν περαιτέρω το εμπόριο, τις επενδύσεις, την παραγωγή αλλά και το ύψος των μισθών. Ειδικότερα, εκτιμά ότι η Παγκόσμια Οικονομία το 2016 θα έχει ανάπτυξη 2,9% (έναντι πρόβλεψης 3% τον Ιούνιο), 2017: 3,2% (από 3,3%). Η Ευρωζώνη το 2016: 1,5% (από 1,6%) και το 2017: 1,4% (από 1,7%). Η ΗΠΑ: 2016: 1,4% (από 1,8%), 2017: 2,1% (από 2,2%). Η Ιαπωνία: 2016: 0,6% (από 0,7%), 2017: 0,7% (από 0,4%). Η Βρετανία: 2016: 1,8% (από 1,7%), 2017: 1% (από 2%) και η Κίνα: 2016: 6,5%, 2017: 6,2% (αμετάβλητα).⁹

Αντίστοιχα, η ΕΚΤ εντοπίζει τους κινδύνους κυρίως στην κατάσταση της διεθνούς οικονομίας, η οποία επηρεάζεται τόσο από το αποτέλεσμα του βρετανικού δημοψηφίσματος, όσο και από την περαιτέρω επιβράδυνση η οποία αναμένεται στην Κίνα, αλλά και στις αναδυόμενες οικονομίες.¹⁰

8

<http://www.kathimerini.gr/802496/article/oikonomia/die8nhs-oikonomia/sta-199-tris-dolaria-to-pagkosmio-xreos>

9

<http://www.oecd.org/>, <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

10

www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html

Μέσα λοιπόν σε αυτό το ρευστό περιβάλλον, διεθνείς, διεθνικοί και εθνικοί οργανισμοί αλληλοεπιδρούν τότε ανταγωνιστικά και τότε κοινά για την υιοθέτηση και εφαρμογή (και) νομισματικών πολιτικών, οι οποίες έχουν ως διακηρυγμένο στόχο την οικονομική ανάκαμψη. Γενικότερα μπορούμε να πούμε ότι η άσκηση νομισματικής πολιτικής είναι η διαδικασία κατά την οποία η νομισματική αρχή μιας οικονομικής περιοχής, ασκεί έλεγχο τόσο στην ποσότητα όσο και στο κόστος του χρήματος στην οικονομία. Η νομισματική πολιτική στοχεύει στον έλεγχο του πληθωρισμού, στην ανάπτυξη της οικονομίας, στη μείωση της ανεργίας και στον έλεγχο της ισοτιμίας του νομίσματος σε σχέση με τα ξένα νομίσματα, ενώ είτε είναι επεκτατική, αυξάνοντας την ποσότητα του χρήματος στην αγορά, γεγονός το οποίο ενθαρρύνει την οικονομική ανάπτυξη, ωστόσο προκαλεί αύξηση του πληθωρισμού, είτε είναι περιοριστική, μειώνοντας την ποσότητα χρήματος στην αγορά, και συγκρατώντας τον πληθωρισμό. Τέλος, πρέπει να αναφέρουμε ότι ανεξάρτητα από τη δοσολογία του Μονεταρισμού και του Κεϋνσιανισμού που μπορούν να περιέχουν οι παρεμβάσεις της Νομισματικής Πολιτικής, η ίδια η νομισματική πολιτική δεν μπορεί από μόνη της να εξασφαλίσει την οικονομική ανάπτυξη.

1.2. Από το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα στο Ευρωσύστημα

Η δεκαετία του 1970 τόσο στην Αμερική, όσο και στην Ευρώπη ήταν όχι μόνο η απαρχή της απελευθέρωσης των αγορών σε κάθε πεδίο της ανθρώπινης δραστηριότητας, αλλά και η εποχή που μπαίνουν τα θεσμικά και δομικά θεμέλια της διαδικασίας που αργότερα θα ονομασθεί χρηματοπιστωτικοποίηση του καπιταλισμού.¹¹

Μέσα σε αυτή την διαδικασία, η εισαγωγή των νέων υπολογιστικών τεχνολογιών, αρχικά στην παραγωγή και στην συνέχεια και στους υπόλοιπους τομείς της οικονομίας, θα έχει πολλαπλές συνέπειες τόσο στην άνοδο της παραγωγικότητας, όσο και στην

11

Η διαδικασία αφορά τον αυξανόμενο ρόλο του χρηματοπιστωτικού τομέα σε σχέση με τον παραγωγικό και την υπερδιόγκωση της αγοραπωλησίας χρηματοπιστωτικών “προϊόντων” στις εθνικές και διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Για εκτενέστερη ανάλυση της “χρηματοπιστωτικοποίησης”, βλέπε Callinicos, A., *Bonfire of Illusions*, Policy Press, Cambridge 2010, UK, σελ. 34 κλπ.

μείωση του κόστους παραγωγής. Επίσης, θα σημάνει και την συνεχή αύξηση του τριτογενούς τομέα τις οικονομίας. Ακόμη, για την γηραιά Ήπειρο θα είναι η αρχή των προσπαθειών για να οδηγηθεί η Ευρωπαϊκή Κοινότητα ομαλά στη φάση της νομισματικής ένωσης, η οποία αποτελούσε βασικό παράγοντα της οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ONE) που είχε αποφασιστεί στη σύνοδο κορυφής της Χάγης το 1969.

Ωστόσο, η φάση της νομισματικής ένωσης με την κατάρρευση του συστήματος του Μπρέτον Γουντς και την απόφαση των ΗΠΑ να θέσουν το δολάριο σε διακύμανση στα μέσα του 1971, θα αποδειχθεί στην πράξη δυσκολότερη και ο στόχος για δημιουργία της ONE σε τρεις φάσεις μέσα σε δέκα χρόνια (1971-1980) αρκετά αισιόδοξος. Μετά την κρίση του 1973 και την περαιτέρω υποτίμηση του δολαρίου (κατά 10%) με την απόφαση του Προέδρου Νίξον να καταστήσει το δολάριο αμετάτρεπτο σε χρυσό, τα κράτη- μέλη άφησαν τα νομίσματα τους να κυμαίνονται ελεύθερα έναντι του δολαρίου και των υπόλοιπων νομισμάτων. Τελικά, το 1978 η αναζωπύρωση της προσπάθειας για τη νομισματική ένωση, θα εκφραστεί στη σύνοδο κορυφής των Βρυξελλών με απόφαση για τη δημιουργία του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος (ΕΝΣ), βάσει της ιδέας των σταθερών αλλά προσαρμόσιμων συναλλαγματικών ισοτιμιών. Στον μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών (ΜΣΙ Ι), συμμετείχαν τα νομίσματα όλων των κρατών μελών πλην της Βρετανίας. Το Μάρτιο του 1979, η Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα (ΕΟΚ) δημιουργεί το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα (ΕΝΣ) με σκοπό τη νομισματική ενοποίηση των χωρών μελών της. Το Σύστημα ήταν ένα μέσο νομισματικής συνεργασίας στην Ευρωπαϊκή Ένωση, μέσα από τη δημιουργία του ECU.¹²

Η νομισματική ενοποίηση έχει τρία κύρια χαρακτηριστικά:

Α. Η δημιουργία της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Μονάδας - ENM (European Currency Unit - ECU).

12

http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/emu/index_el.htm

Η αξία της, 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), ενώ αποτελούσε μέσο πληρωμών μεταξύ των Κεντρικών τραπεζών και αντιπροσώπευε μέρος των συναλλαγματικών διαθεσίμων μιας χώρας. Ακόμη, η ENM χρησιμοποιήθηκε για τις συναλλαγές διαφόρων ιδιωτικών επιχειρήσεων και οργανισμών λόγω της συναλλαγματικής της σταθερότητας σε σύγκριση με άλλα ξένα νομίσματα.

B. Η υιοθέτηση του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών – ΜΣΙ.

Μέσω του μηχανισμού είναι εφικτή η σύνδεση των νομισμάτων των κρατών-μελών μεταξύ τους, ενώ το νόμισμα μιας χώρας μπορεί να έχει διακυμάνσεις, έναντι των νομισμάτων των άλλων χωρών, εντός του ορίου $\pm 2,25\%$. Ωστόσο, σε ειδικές περιπτώσεις το όριο μπορούσε να είναι μεγαλύτερο (π.χ. για την αγγλική στερλίνα, την ιταλική λιρέτα και την ισπανική πεσέτα, όπου είχε οριστεί σε $\pm 6\%$). Ακόμη ο ΜΣΙ έχει και δύο άλλα χαρακτηριστικά. Καταρχάς, επιτρέπονται οι επανευθυγραμίσεις των νομισμάτων, ωστόσο θα πρέπει να συμφωνούν όλα τα μέλη του ΜΣΙ, επίσης τα μέλη συμφωνούν να παρακολουθούν ένα συντελεστή απόκλισης. Με βάση αυτό, όταν ένα νόμισμα καλύψει το 75% της επιτρεπόμενης, πριν την επανευθυγράμμιση, απόκλισης έναντι της ENM, η κυβέρνηση του νομίσματος αυτού είναι υποχρεωμένη να υιοθετήσει μέτρα και να αλλάξει την πολιτική της, ώστε να αντιστρέψει αυτή την τάση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του νομίσματός της.

Γ. Η αναβάθμιση του Ευρωπαϊκού Ταμείου Νομισματικής Συνεργασίας (European Monetary Cooperation Fund).

Το Ευρωπαϊκό Ταμείο Νομισματικής Συνεργασίας ιδρύθηκε το 1973 με την αναγνώριση, ανάμεσα στις βασικές του λειτουργίες, του δικαιώματος χορήγησης βραχυπρόθεσμων δανείων στις χώρες της Κοινότητας για την κάλυψη αναγκών του ισοζυγίου πληρωμών.

Το 1985 με την έγκριση του προγράμματος της ενιαίας αγοράς αποφασίστηκαν μέτρα για την αντιμετώπιση του υψηλού συναλλακτικού κόστους, το οποίο συνδεόταν με τις μετατροπές μεταξύ νομισμάτων και τις αβεβαιότητες των συναλλαγματικών

διακυμάνσεων, όσο μικρές κι αν ήταν αυτές. Τρία χρόνια αργότερα, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο του Αννόβερου συγκρότησε μια επιτροπή για την εξέταση της ΟΝΕ, υπό την προεδρία του τότε Προέδρου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Jacques Delors.¹³

Η επιτροπή ένα χρόνο μετά πρότεινε τα εξής:

1. Καλύτερο συντονισμό των οικονομικών πολιτικών,
2. Κανόνες σχετικά με τα ελλείμματα των εθνικών προϋπολογισμών,
3. Ένα νέο ανεξάρτητο όργανο που θα ήταν αρμόδιο για τη νομισματική πολιτική της Ένωσης: την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ).

Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο του Στρασβούργου (Δεκέμβριος του 1989), ζήτησε την διεξαγωγή διακυβερνητικής διάσκεψης για τον προσδιορισμό των απαιτούμενων αλλαγών της Συνθήκης προκειμένου να επιτευχθεί η ΟΝΕ. Τελικά, η Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση εγκρίθηκε επισήμως από τους αρχηγούς κρατών και κυβερνήσεων κατά τη διάρκεια του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου του Μάαστριχτ τον Δεκέμβριο του 1991 και υπογράφηκε στις 7 Φεβρουαρίου 1992.

Η επίτευξη της νομισματικής ένωσης είχε ως αναγκαία προϋπόθεση την εκπλήρωση ορισμένων οικονομικών κριτηρίων (περιορισμένο εύρος συναλλαγματικής διακύμανσης των εθνικών νομισμάτων, χαμηλά επίπεδα πληθωρισμού, σύγκλιση των ονομαστικών επιτοκίων κλπ), ωστόσο τον Αύγουστο του 1993, τα όρια διακύμανσης των νομισμάτων των χωρών – μελών ορίστηκαν σε $\pm 15\%$, εξαιτίας της νομισματικής αναταραχής και της ύφεσης που έπληξε την ΕΕ την περίοδο 1992-1993.

Σύμφωνα με την Συνθήκη, η δημιουργία της ΟΝΕ έχει τρία στάδια: Στάδιο 1: (από 1η Ιουλίου 1990 έως 31 Δεκεμβρίου 1993): ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων μεταξύ των κρατών μελών.

Στάδιο 2: (από 1η Ιανουαρίου 1994 έως 31 Δεκεμβρίου 1998): σύγκλιση των οικονομικών πολιτικών των μελών και ενίσχυση της συνεργασίας ανάμεσα στις εθνικές κεντρικές τράπεζες των μελών.

Στάδιο 3: (υπό εξέλιξη από την 1η Ιανουαρίου 1999): σταδιακή καθιέρωση του ευρώ ως ενιαίου νομίσματος των μελών. Εφαρμογή κοινής νομισματικής πολιτικής υπό την προστασία της ΕΚΤ.

Βασική προϋπόθεση για την μετάβαση από το δεύτερο στο τρίτο στάδιο, ήταν η επίτευξη υψηλού βαθμού διατηρήσιμης σύγκλισης, η εκτίμηση της οποίας θα γινόταν βάσει συγκεκριμένων ποσοτικών και ποιοτικών κριτηρίων που προβλέπονταν από τις Συνθήκες. Επίσης, στο στάδιο αυτό οι δημοσιονομικοί κανόνες είναι δεσμευτικοί, για τα μέλη, ενώ όσα από τα μέλη τους παρεμβαίνουν, είναι πιθανό να υποστούν κυρώσεις. Ακόμη καθιερώθηκε ενιαία νομισματική πολιτική, η οποία ανατέθηκε στο Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών τραπεζών (ΕΣΚΤ) που περιλαμβάνει τις εθνικές κεντρικές τράπεζες και την ΕΚΤ.¹⁴

Η δημιουργία του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος (ΕΝΙ), έγινε με σκοπό τον συντονισμό των νομισματικών πολιτικών. Το ίδρυμα, είχε αποστολή την ενίσχυση της συνεργασίας μεταξύ των εθνικών κεντρικών τραπεζών και την διεξαγωγή των απαραίτητων προετοιμασιών και την υλοποίηση των αποφάσεων για την καθιέρωση του ενιαίου νομίσματος. Το ΕΝΙ διαλύθηκε μετά την ίδρυση της ΕΚΤ (1η Ιουνίου 1998). Τελικά, την 1η Ιανουαρίου 1999, έντεκα χώρες - μέλη της ΕΕ υιοθέτησαν ως κοινό νόμισμα το ευρώ, δημιουργώντας μία νομισματική ζώνη με πάνω από 300 εκατομμύρια καταναλωτές.¹⁵

Η νομισματική ένωση από τη μια πλευρά οδήγησε σε σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες των νομισμάτων όλων των χωρών της ΟΝΕ, ωστόσο από την άλλη ,αυτό είχε ως τίμημα την παράδοση του δικαιώματος το χωρών στον έλεγχο της νομισματικής τους

14

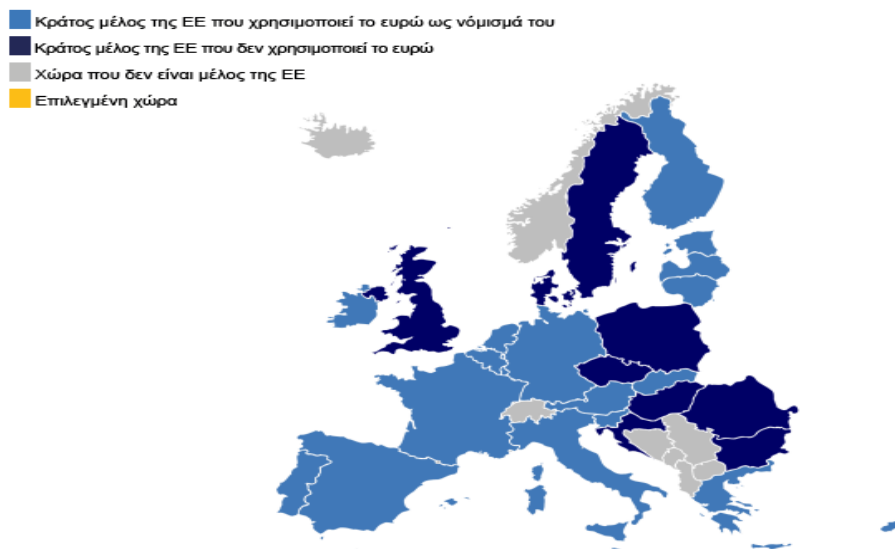
http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/emu/index_el.htm

15

http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/emu/index_el.htm

πολιτικής. Η ΟΝΕ, είναι αποτέλεσμα μιας βαθμιαίας οικονομικής ολοκλήρωσης στην ΕΕ, ενώ αποτελεί επέκταση της ενιαίας αγοράς της με κοινές ρυθμίσεις για τα προϊόντα και με ελεύθερη κυκλοφορία προϊόντων, κεφαλαίου, εργατικού δυναμικού και υπηρεσιών. Τα κράτη-μέλη, συμφώνησαν να καταργήσουν τα εθνικά τους νομίσματα και να παραχωρήσουν τον έλεγχο της νομισματικής τους πολιτικής σε ένα κοινό Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών τραπεζών (ΕΣΚΤ) το οποίο αποτελείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και τις Εθνικές Κεντρικές τράπεζες (ΕθνΚΤ) όλων των χωρών μελών της Ε.Ε.. Η ΕΚΤ μαζί με τις ΕθνΚΤ απαρτίζουν το Ευρωσύστημα.¹⁶

Χάρτης της ζώνης του ευρώ 1999 – 2015



Σήμερα η Ευρωπαϊκή Ένωση απαρτίζεται από 28 χώρες ενώ η Ζώνη του Ευρώ περιλαμβάνει 18 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 και τη Λεττονία. Τέλος, εκτός από το ευρώ, το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών τραπεζών και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, κύριο οικονομικό χαρακτηριστικό της

ΟΝΕ αποτελεί και ο Συντονισμός των Οικονομικών Πολιτικών από το ECOFIN (Economy/Finance) που αποτελεί το Συμβούλιο Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Το ECOFIN, είναι αρμόδιο για τις αποφάσεις και τα μέτρα της Οικονομικής Πολιτικής.¹⁷

1.3. Όργανά του Ευρωσυστήματος

Η απόφαση για τη δημιουργία μιας οικονομικής και νομισματικής ένωσης, ελήφθη από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στο Μάαστριχτ της Ολλανδίας το Δεκέμβριο 1991 και στη συνέχεια ενσωματώθηκε στη Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση (Συνθήκη του Μάαστριχτ). Η ΟΝΕ, είναι μια συμφωνία ανάμεσα στα συμμετέχοντα Ευρωπαϊκά κράτη, να μοιράζονται ένα κοινό νόμισμα (ευρώ) και μια κοινή οικονομική πολιτική με προκαθορισμένους όρους δημοσιονομικής ευθύνης. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή επιτροπή, «Η οικονομική ολοκλήρωση θα αυξήσει το μέγεθος, την εσωτερική αποδοτικότητα και την ευρωστία της ευρωπαϊκής οικονομίας, ενώ θα συμβάλει στην ενίσχυση της οικονομικής σταθερότητας, την τόνωση της ανάπτυξης και τη δημιουργία θέσεων απασχόλησης».¹⁸

Η ΟΝΕ, στην πορεία διαμόρφωσής της, δημιούργησε τα θεσμικά όργανα τα οποία είναι αρμόδια για τον καθορισμό της ευρωπαϊκής νομισματικής πολιτικής, δηλαδή των αποφάσεων που διέπουν την έκδοση του ευρώ και τη σταθερότητα των τιμών στην ΕΕ. Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών τραπεζών απαρτίζεται από την ΕΚΤ και τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες όλων των χωρών μελών της Ε.Ε., ενώ η ΕΚΤ και οι Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες των χωρών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ, αποτελούν το Ευρωσύστημα.

17

http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/emu/index_el.htm

18

<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

Η Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ) αποτελεί είναι μια σημαντική προϋπόθεση για την ολοκλήρωση των οικονομιών της ΕΕ., ενώ εμπεριέχει το συντονισμό των οικονομικών και δημοσιονομικών πολιτικών, μια ενιαία νομισματική πολιτική και ένα κοινό νόμισμα, το ευρώ Στην οικονομική ένωση συμμετέχουν τα 28 κράτη μέλη της ΕΕ, ωστόσο ορισμένες χώρες έχουν κάνει ένα επιπλέον βήμα προς την ολοκλήρωση, υιοθετώντας το ευρώ. Οι χώρες αυτές συνιστούν τη λεγόμενη ευρωζώνη. Στην ΟΝΕ, δεν υπάρχει ενιαίος φορέας για την άσκηση της οικονομικής πολιτικής, αλλά τις αρμοδιότητες μοιράζονται τα κράτη μέλη και τα θεσμικά όργανα της ΕΕ.¹⁹

Οι βασικοί συντελεστές της ΟΝΕ είναι:

1. Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο. Υπεύθυνο για την χάραξη των βασικών κατευθύνσεων πολιτικής
2. Το Συμβούλιο της ΕΕ ("το Συμβούλιο"). Υπεύθυνο για τον συντονισμό και τη χάραξη των οικονομικών πολιτικών. Επίσης αποφασίζει αν ένα κράτος μέλος μπορεί να μπει στο ευρώ.
3. Η "Ευρωομάδα". Υπεύθυνη για το συντονισμό των πολιτικών κοινού ενδιαφέροντος για τα κράτη μέλη της ευρωζώνης.
4. Τα κράτη μέλη. Έχουν υποχρέωση να καταρτίζουν τους εθνικούς προϋπολογισμούς εντός των συμφωνημένων ορίων, για το έλλειμμα και το χρέος. Ακόμη χαράσσουν τις δικές τους διαρθρωτικές πολιτικές για την αγορά εργασίας, τις συντάξεις και τις κεφαλαιαγορές.
5. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Υπεύθυνη για τον έλεγχο των οικονομικών επιδόσεων των μελών και τη συμμόρφωση με τους κανόνες.
6. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) που είναι αρμόδια για τη χάραξη τη νομισματικής πολιτικής με κύριο στόχο τη σταθερότητα.

7. Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο. Είναι συναρμόδιο με το Συμβούλιο να εκδίδει νομοθεσία και να ασκεί τον δημοκρατικό έλεγχο της οικονομικής διακυβέρνησης, ιδίως μέσω του νέου Οικονομικού Διαλόγου.

Τα συμμετέχοντα κράτη, έχουν ενιαία νομισματική πολιτική και ενιαίο νόμισμα, [Κανονισμός 974/98, τροπ.τελευταία από κανονισμό 827/2014]. Η νομισματική πολιτική και τα μέτρα που την αφορούν, ρυθμίζονται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) που συναπαρτίζει μαζί με τις κεντρικές τράπεζες των κρατών μελών το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ). Τόσο η ΕΚΤ όσο και οι κεντρικές τράπεζες των κρατών-μελών σύμφωνα με το άρθρο 130 ΣΛΕΕ, δεν δέχονται υποδείξεις ούτε από τις κυβερνήσεις ούτε από τα ευρωπαϊκά θεσμικά όργανα.

Βασικός στόχος του ΕΣΚΤ είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, ενώ στηρίζει τις κοινές οικονομικές πολιτικές που ορίζονται στο άρθρο 3 της ΣΕΕ. Κύρια καθήκοντα του, είναι η χάραξη και η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η διενέργεια συναλλαγματικών πράξεων (σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 219 ΣΛΕΕ), η κατοχή και διαχείριση των επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων των κρατών μελών και η προώθηση της ομαλής λειτουργίας των συστημάτων πληρωμών (άρθρο 127 ΣΛΕΕ, πρώην άρθρο 105 ΣΕΚ). Τέλος, ο καθορισμός των πολιτικών των συναλλαγματικών ισοτιμιών έναντι των νομισμάτων τρίτων χωρών (δολαρίου, γεν, κτλ.) γίνεται από το Συμβούλιο έπειτα από διαβούλευση με την ΕΚΤ (άρθρο 219 ΣΛΕΕ, πρώην άρθρο 111 ΣΕΚ).

Η ΕΚΤ, σύμφωνα με το άρθρο 132 ΣΛΕΕ, είναι υπεύθυνη για την έκδοση των αναγκαίων κανονισμών και την λήψη των αναγκαίων αποφάσεων για την εκτέλεση των καθηκόντων που ανατίθενται στο ΕΣΚΤ. Επίσης σύμφωνα με την Απόφαση 98/41, οι εθνικές αρχές οφείλουν να είναι σε συνεννόηση και διαβούλευση μαζί της για τον σχεδιασμό νομοθετικών διατάξεων που αφορούν στο πεδίο των αρμοδιοτήτων της.²⁰

Η ΕΚΤ συγκεντρώνει τις παρακάτω εξουσίες:

- Ορίζει τα ελάχιστα αποθεματικά των κεντρικών τραπεζών και τα επιτόκια επί των αποθεματικών αυτών.
- Είναι υπεύθυνη για την επιβολή προστίμων και άλλων χρηματικών ποινών σε επιχειρήσεις, καθώς και για παραβιάσεις των κανονισμών και των αποφάσεών της.
- Συλλέγει στατιστικές πληροφορίες για τη διεκπεραίωση των αποστολών της, σχετικά, ιδίως, με τις στατιστικές πληρωμών.
- Έχει το αποκλειστικό δικαίωμα να επιτρέπει την έκδοση τραπεζογραμματίων σε ευρώ μέσα στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Με την απόφαση 2013/21, ΕΚΤ και Κεντρικές τράπεζες μπορούν να εκδίδουν τέτοια τραπεζογραμμάτια.
- Με απόφαση του Συμβουλίου, ορίζει το πλαίσιο και τις συνθήκες διαβούλευσης με τις εθνικές αρχές για τα σχέδια νομοθετικών διατάξεων που εμπίπτουν στο πεδίο των αρμοδιοτήτων της. Η γνώμη της ΕΚΤ ζητείται για κάθε προτεινόμενη ευρωπαϊκή πράξη που εμπίπτει στο πεδίο της αρμοδιότητάς της και η ίδια μπορεί, για τα θέματα αυτά, να υποβάλλει γνώμες στα κατάλληλα ευρωπαϊκά όργανα ή στις εθνικές αρχές.

Η πλήρης ανεξαρτησία της ΕΚΤ αποτελεί ακρογωνιαίο λίθο της νέας νομισματικής πολιτικής της Ένωσης. Το κεφάλαιο της ΕΚΤ (αρχικό κεφάλαιο 5 δισεκατ. ευρώ) είναι στην κατοχή των εθνικών κεντρικών τραπεζών σύμφωνα με μια κλίδα κατανομής σταθμιζόμενη με το δημογραφικό και οικονομικό βάρος κάθε κράτους μέλους. Επίσης μπορεί να αυξηθεί κατά ποσό που αποφασίζει το διοικητικό συμβούλιο της ΕΚΤ. Οι εθνικές κεντρικές τράπεζες μεταβιβάζουν στην ΕΚΤ συναλλαγματικά διαθέσιμα, ενώ σε περίπτωση ανάγκης η ΕΚΤ μπορεί να απαιτήσει από αυτές την περαιτέρω καταβολή συναλλαγματικών διαθεσίμων μέχρι ενός συμπληρωματικού ποσού που δεν θα υπερβαίνει τα 50 δισ. Ευρώ. Η ΕΚΤ, μέσω του Διοικητικού Συμβουλίου και της Εκτελεστικής Επιτροπής, ασκεί πολιτικές που αποβλέπουν στη σταθερότητα των

τιμών. Οι πολιτικές αυτές διαμορφώνονται από το Διοικητικό Συμβούλιο, που απαρτίζεται από τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών των χωρών της ζώνης του ευρώ και από τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής. Τέλος, η Εκτελεστική Επιτροπή, που απαρτίζεται από τον πρόεδρο, τον αντιπρόεδρο και τέσσερα άλλα μέλη, διορίζεται με σύμφωνη γνώμη των κυβερνήσεων των κρατών μελών που έχουν υιοθετήσει το ενιαίο νόμισμα, ενώ είναι υπεύθυνη για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Τέλος παρέχει τις αναγκαίες οδηγίες στις εθνικές κεντρικές τράπεζες.²¹

1.4. Η νομισματική στρατηγική της ΕΚΤ

Η νομισματική πολιτική, είναι η μακροοικονομική πολιτική που αφορά τη διαχείριση της προσφοράς χρήματος και κατά συνέπεια, επηρεάζει τόσο τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια, όσο και την επίτευξη μακροοικονομικών στόχων, όπως ο πληθωρισμός, η κατανάλωση, η οικονομική ανάπτυξη και η ρευστότητα. Τέλος, η νομισματική πολιτική έχει κύρια ευθύνη την διασφάλιση της σταθερότητας όχι μόνο των τιμών και του πληθωρισμού, αλλά και της γενικής εμπιστοσύνης στο νόμισμα και επομένως η σταθεροποίηση του συνόλου της οικονομίας γενικότερα.

Τα βασικά στοιχεία της νομισματικής στρατηγικής της ΕΚΤ είναι:

- (i) ποσοτικός ορισμός της σταθερότητας των τιμών,
- (ii) παρακολούθηση της αύξησης της ποσότητας χρήματος βάσει ενός νομισματικού μεγέθους,
- iii) αξιολόγηση, σε ευρεία βάση, των προοπτικών για την εξέλιξη των τιμών.

Η ΕΚΤ έχει δύο πυλώνες (πυλώνας 1: οικονομική ανάλυση, πυλώνας 2: νομισματική ανάλυση) για την ανάπτυξη της νομισματικής στρατηγικής, ενώ οι ρόλοι

21

<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

των δύο πυλώνων προσδιορίστηκαν εκ νέου με σαφήνεια κατά την επανεξέταση της νομισματικής στρατηγικής, στις 8 Μαΐου 2003.

Στο επίκεντρο του 1^{ου} πυλώνα, βρίσκεται κυρίως η αξιολόγηση των τρεχουσών οικονομικών και χρηματοοικονομικών εξελίξεων, καθώς και των συνακόλουθων βραχυπρόθεσμων έως μεσοπρόθεσμων κινδύνων για τη σταθερότητα των τιμών. Τόσο οι οικονομικές, όσο και οι χρηματοοικονομικές μεταβλητές αποτελούν αντικείμενο της ανάλυσης και περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων: την εξέλιξη της συνολικής παραγωγής, τη συνολική ζήτηση και τις συνιστώσες της, τη δημοσιονομική πολιτική· τις συνθήκες στις αγορές κεφαλαίων και εργασίας, ένα ευρύ φάσμα δεικτών τιμών και κόστους, την πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας, της παγκόσμιας οικονομίας και του ισοζυγίου πληρωμών, τις χρηματοπιστωτικές αγορές, και την καθαρή θέση τομέων της ζώνης του ευρώ. Ο 2^{ος} πυλώνας βασίζεται στη σχέση ανάμεσα στην αύξηση της ποσότητας χρήματος και τον πληθωρισμό (μεσοπρόθεσμα έως μακροπρόθεσμα) αξιοποιώντας το γεγονός ότι οι νομισματικές τάσεις πραγματοποιούνται πριν από τις πληθωριστικές.

Τα μέσα και οι διαδικασίες που χρησιμοποιεί η ΕΚΤ για την υλοποίηση της νομισματικής πολιτικής, είναι τα εξής:

Καθορίζει τα επιτόκια βάσει των οποίων οι εμπορικές τράπεζες μπορούν να λαμβάνουν χρηματικά ποσά από την κεντρική τράπεζα. Το Δ.Σ. της ΕΚΤ επηρεάζει με έμμεσο τρόπο τα επιτόκια στο σύνολο της οικονομίας της ζώνης του ευρώ, και ειδικότερα τα επιτόκια των δανείων που χορηγούν οι εμπορικές τράπεζες και των αποταμιευτικών καταθέσεων. Η ΕΚΤ, για την εφαρμογή της νομισματικής της πολιτικής χρησιμοποιεί διάφορα μέσα.²²

1.Πράξεις ανοικτής αγοράς

Ο ρόλος τους είναι σημαντικός όχι μόνο στον επηρεασμό των επιτοκίων, αλλά και στην ρευστότητα στην αγορά και σηματοδοτούν την πορεία της νομισματικής πολιτικής μέσω τεσσάρων κατηγοριών πράξεων:

22

<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

α. Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης — Τακτικές αντιστρεπτές συναλλαγές, για την παροχή ρευστότητας, με συχνότητα μία φορά την εβδομάδα και διάρκεια δύο εβδομάδων. Οι πράξεις αυτές χρησιμοποιούνται για την εξασφάλιση του μεγαλύτερου μέρους της ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος. Ένα από τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης είναι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς. Το επιτόκιο αυτό κυμαίνεται ανάμεσα στα όρια των επιτοκίων της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων και της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης. Αυτά τα τρία βασικά επιτόκια σηματοδοτούν τον προσανατολισμό της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ.

β. Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης — Αντιστρεπτές συναλλαγές, για την παροχή ρευστότητας, με συχνότητα μία φορά τον μήνα και διάρκεια τριών μηνών. Οι πράξεις αυτές αποτελούν περιορισμένο κομμάτι του συνολικού όγκου αναχρηματοδότησης και δεν αποσκοπούν στην αποστολή μηνυμάτων στην αγορά.

γ. Πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας — Αυτές οι ειδικές (ad hoc) πράξεις, έχουν στόχο την αντιμετώπιση ξαφνικών διακυμάνσεων της ρευστότητας στην αγορά, κυρίως με σκοπό να εξομαλύνουν τις επιπτώσεις στα επιτόκια.

δ. Διαρθρωτικές πράξεις — Έχουν βασικό στόχο την προσαρμογή, σε μόνιμη βάση, της διαρθρωτικής θέσης του Ευρωσυστήματος έναντι του χρηματοπιστωτικού τομέα.

2. Πάγιες διευκολύνσεις

Είναι αναγκαίες για την παροχή ή την απορρόφηση ρευστότητας με διάρκεια μίας ημέρας. Ο δείκτης EONIA (μέσος δείκτης των επιτοκίων του ευρώ για τοποθετήσεις μίας ημέρας) μετρά το πραγματικό επιτόκιο που επικρατεί στη διατραπεζική αγορά του ευρώ για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας. Το Ευρωσύστημα παρέχει στα πιστωτικά ιδρύματα είτε τη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης (καθιστά δυνατή την εξασφάλιση ρευστότητας με διάρκεια μίας ημέρας από την κεντρική τράπεζα, με την προσκόμιση επαρκών επιλέξιμων στοιχείων ενεργητικού), είτε τη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων (για την πραγματοποίηση καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας στην κεντρική

τράπεζα). Και οι δύο έχουν ως στόχο τη διασφάλιση της ομαλής λειτουργίας της χρηματαγοράς σε περιπτώσεις ιδιαίτερα υψηλής προσφοράς και ζήτησης χρήματος.

3. Τήρηση ελάχιστου ορίου αποθεματικών

Η ΕΚΤ μπορεί να απαιτεί από τα πιστωτικά ιδρύματα των κρατών- μελών τη διατήρηση ελάχιστων αποθεματικών σε λογαριασμούς τους στην ΕΚΤ και στις εθνικές κεντρικές τράπεζες. Τα ελάχιστα αποθεματικά στοχεύουν στην σταθεροποίηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων στην αγορά και στη δημιουργία (ή η διεύρυνση) διαρθρωτικού ελλείμματος ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα έναντι του Ευρωσυστήματος, ώστε να είναι ευκολότερος ο έλεγχος των επιτοκίων της χρηματαγοράς μέσω τακτικών συναλλαγών για την παροχή ρευστότητας. Το Διοικητικό Συμβούλιο είναι υπεύθυνο τόσο για τις μεθόδους υπολογισμού, όσο και για τον προσδιορισμό του απαιτούμενου ποσού.

1.5. Μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής και απάντηση στην κρίση το 2007

Λόγω της οικονομικής κρίσης, τα τελευταία χρόνια η ΕΚΤ έχει προχωρήσει στην υιοθέτηση ορισμένων μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής. Το Δ.Σ. της ΕΚΤ (Ιούλιος του 2013) παρέχει ενδείξεις σχετικά με τη μελλοντική κατεύθυνση της πολιτικής επιτοκίων της ΕΚΤ σε συνάρτηση με τις προοπτικές για τη σταθερότητα των τιμών. Αυτό, αποτελεί σημαντική αλλαγή, διότι πλέον παρέχεται ενημέρωση όχι μόνο σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο αξιολογεί το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τις υφιστάμενες οικονομικές συνθήκες και τους κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών (με μεσοπρόθεσμη προοπτική), αλλά και σχετικά με τις συνέπειες που έχει η αξιολόγηση αυτή στον μελλοντικό προσανατολισμό της νομισματικής πολιτικής. Το 2009 και το 2011 η ΕΚΤ άρχισε δύο προγράμματα αγοράς καλυμμένων ομολόγων (το CBPP-, λήξη Ιούνιος του 2010, και το CBPP2-, λήξη Οκτώβριος του 2012). Επίσης, από τις 10 Μαΐου 2010 έως τον Φεβρουάριο του 2012, η ΕΚΤ πραγματοποίησε παρεμβάσεις στις αγορές χρέους στο πλαίσιο του προγράμματος για τις αγορές τίτλων (SMP), το οποίο έληξε τον

Σεπτέμβριο του 2012. Έπειτα, (Αύγουστος του 2012) ανακοίνωσε τη δυνατότητα διεξαγωγής οριστικών συναλλαγών ανοικτής αγοράς (OMT) σε δευτερογενείς αγορές κρατικών ομολόγων. Στόχος της ήταν να εξασφαλίσει ότι η νομισματική πολιτική θα μεταδοθεί κατάλληλα, αλλά και ότι θα διατηρηθεί ο ενιαίος χαρακτήρας της νομισματικής πολιτικής.²³ Στη συνέχεια, (Τον Ιούνιο του 2014), ανακοίνωσε σειρά πολιτικών πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (ΣΠΠΜΑ). Στόχος της, ήταν η αύξηση του τραπεζικού δανεισμού για τον μη χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα της ζώνης του ευρώ, (με εξαίρεση τα δάνεια προς τα νοικοκυριά για αγορά κατοικίας, για διάστημα δύο ετών). Επίσης, την ίδια χρονιά (Σεπτέμβριος), ανακοίνωσε δύο νέα προγράμματα αγοράς το πρόγραμμα αγοράς τίτλων καλυπτόμενων από περιουσιακά στοιχεία (ABSPP) και το τρίτο πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολόγων (CBPP3), με στόχο τη βελτίωση της μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, τη στήριξη της παροχής πιστώσεων στην οικονομία της ζώνης του ευρώ και, ως εκ τούτου, την περαιτέρω χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής. Στις 9 Μαρτίου 2015, το Ευρωσύστημα άρχισε να αγοράζει, στη δευτερογενή αγορά, ομόλογα που έχουν εκδοθεί από κεντρικές κυβερνήσεις της ζώνης του ευρώ και ορισμένους φορείς και διεθνείς ή υπερεθνικούς οργανισμούς που βρίσκονται στη ζώνη του ευρώ, στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς στοιχείων του ενεργητικού του δημόσιου τομέα (PSPP). Συνολικά, το ABSPP, το CBPP3 και το PSPP αποτελούν το διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς στοιχείων ενεργητικού (EAPP). Οι μηνιαίες αγορές θα φτάσουν τα 60 δισεκατομμύρια ευρώ. Οι αγορές αυτές θα πραγματοποιούνται έως τα τέλη του Σεπτεμβρίου του 2016 και, σε κάθε περίπτωση, μέχρι το Διοικητικό Συμβούλιο να εντοπίσει μια σταθερή προσαρμογή στην πορεία του πληθωρισμού, η οποία να συνάδει με τον στόχο του για επίτευξη ποσοστού πληθωρισμού κάτω αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα.²⁴

23

Αλεξιάκης, Π. (2011) "Οι καινοτομίες στη νομισματική πολιτική στην ευρωζώνη από το 2007 έως σήμερα", Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, Συλλογικός Τόμος, σελ. 177-189, Αθήνα, Ελληνική Ένωση Τραπεζών.

24

CGVovolinis, D. (2015): The European Stability Mechanism Direct Recapitalisation Instrument: An element for a complete European Banking Union, ECEFIL Working Paper Series, No. 13, March, <http://www.ecefil.eu/UplFiles/wps/wps2015-13.pdf>

1.6. Μέσα και τρόποι άσκησης της Νομισματικής Πολιτικής

Ο Μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, είναι η διαδικασία μέσω της οποίας οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής επηρεάζουν γενικά την οικονομία και πιο συγκεκριμένα το επίπεδο τιμών.

Ο Μηχανισμός Μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής είναι ο δίαυλος μέσω του οποίου οι μεταβολές στον χρηματοπιστωτικό τομέα (στην αγορά χρήματος), επηρεάζουν το προϊόν και την απασχόληση στην πραγματική οικονομία (στην αγορά αγαθών).

Μπορούμε να το αποτυπώσουμε ως εξής:

$$(\uparrow Ms/P \Rightarrow \downarrow r \Rightarrow \uparrow C, \uparrow I \Rightarrow \uparrow AD \Rightarrow \uparrow Y).^{25}$$

Το Ευρωσύστημα για να πετύχει τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών έχει στη διάθεση του ένα σύνολο εργαλείων νομισματικής πολιτικής. Επίσης η πολιτική του Ευρωσυστήματος εκτελείται με αποκεντρωμένο τρόπο, καθώς υπεύθυνο για τη λήψη των αποφάσεων είναι το Δ.Σ. της ΕΚΤ, ενώ οι εθνικές κεντρικές τράπεζες είναι αρμόδιες για την εφαρμογή τους.

Η ΕΚΤ, χρησιμοποιώντας σε κάθε συγκυρία το κατάλληλο σύνολο εργαλείων νομισματικής πολιτικής, κατευθύνει τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς χρήματος με τη διαχείριση της ρευστότητας στην αγορά χρήματος, σηματοδοτεί τις προθέσεις νομισματικής πολιτικής της μέσω του καθορισμού των βασικών επιτοκίων της, προωθεί τη λειτουργική αποδοτικότητα και βοηθά τα πιστωτικά ιδρύματα να ικανοποιήσουν τις ανάγκες ρευστότητάς τους κατά τρόπο ομαλό.

Οι αρχές πάνω στις οποίες είναι δομημένο το λειτουργικό πλαίσιο του Ευρωσυστήματος στοχεύουν: στη διευκόλυνση της αποδοτικής κατανομής των πόρων μιας ανοικτής οικονομίας με ελεύθερο ανταγωνισμό, στην εξασφάλιση της λειτουργικής αποδοτικότητας, στη διασφάλιση ίσης μεταχείρισης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων

25

Kolobratnik K. (2008), "An Analysis Of The Global Financial Crisis 2007-2008", University Of Wien.

ανεξάρτητα από το μέγεθος και τη θέση τους στην περιοχή του ευρώ, στην προστασία της αρχής της αποκέντρωσης κατά τις διαδικασίες εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής, στην εφαρμογή των αρχών της απλότητας, της διαφάνειας και της αποδοτικότητας δαπανών.²⁶

Στην παρούσα ενότητα, θα παρουσιάσουμε τα βασικά κανάλια μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία. Τα βασικά κανάλια μετάδοσης είναι όλοι εκείνοι οι μηχανισμοί που ενεργοποιούνται ύστερα από μια απόφαση για ένα νομισματικό μέγεθος εκ μέρους της Κεντρικής Τράπεζας, προκειμένου να επηρεάσει την πραγματική οικονομία. Ο επηρεασμός της πραγματικής οικονομίας, γίνεται μέσω αλλαγών είτε στα πραγματικά χρηματικά διαθέσιμα (αύξηση ή μείωση της προσφοράς χρήματος από την Κεντρική Τράπεζα), είτε μέσω μεταβολής στο βασικό επιτόκιο της κεντρικής τράπεζας, προκαλώντας με αυτόν τον τρόπο μεταβολές σε μια σειρά άλλων μεταβλητών, όπως για παράδειγμα στην επένδυση και στις προσδοκίες των καταναλωτών καθώς και στο ύψος του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ) και της απασχόλησης.²⁷

Αρχικά, πρέπει να αναφέρουμε ότι η πλήρης κατανόηση της λειτουργίας των καναλιών μετάδοσης είναι αναγκαία προϋπόθεση, ώστε να ασκηθεί επιτυχώς η νομισματική πολιτική. Ωστόσο, το πόσο αποτελεσματικός είναι ο μηχανισμός μετάδοσης, εξαρτάται από τις επικρατούσες διαρθρωτικές οικονομικές και χρηματοπιστωτικές συνθήκες.

Η νομισματική πολιτική έχει τα παρακάτω βασικά κανάλια μετάδοσης:

- interest rate channel(αποτελεί δίαυλο μετάδοσης του επιτοκίου)
- credit channel (πιστωτικό κανάλι).
- exchange rate channel (αποτελεί δίαυλο μετάδοσης συναλλαγματικών ισοτιμιών).

26

<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

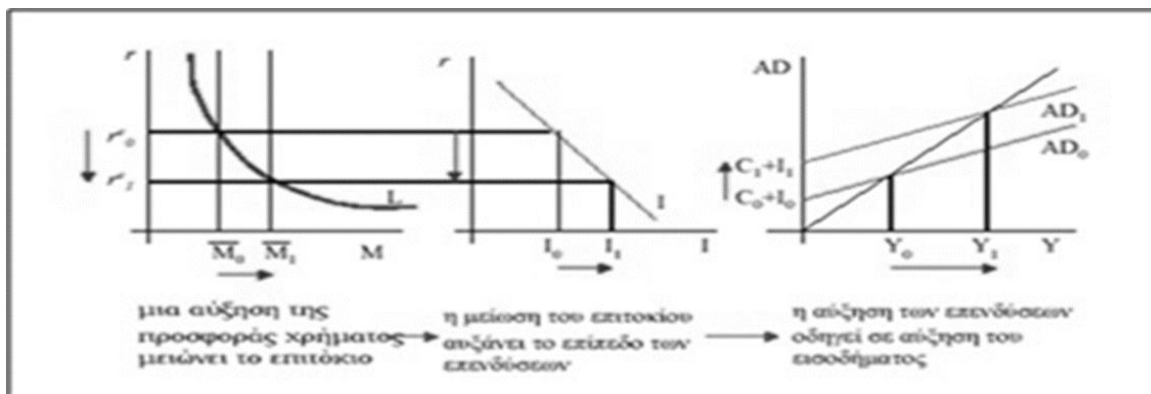
27

http://web.calstatela.edu/faculty/rcastil/ECON_435/Bernanke.pdf

- asset price channels (αποτελεί τον δίαυλο μετάδοσης μέσω των τιμών των περιουσιακών στοιχείων).
- Ο δίαυλος μετάδοσης που στηρίζεται στην σχετική αξία των περιουσιακών στοιχείων και λιγότερο στο επιτόκιο.

Στην συνέχεια, θα εξετάσουμε ξεχωριστά κάθε ένα από τα κύρια κανάλια μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.

Ο δίαυλος μετάδοσης του επιτοκίου



Αποτελεί τον πιο κλασικό μηχανισμό στη βιβλιογραφία της μακροοικονομικής των τελευταίων πέντε-εξι δεκαετιών. Η παραδοσιακή Κεϋνσιανή θεωρία μετάδοσης μιας συστατικής (contractionary) απόφασης στην πραγματική οικονομία, μπορεί να περιγραφεί περιληπτικά με τον εξής συλλογισμό: $M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$. Το $M \uparrow$ αντιπροσωπεύει μια επεκτατική νομισματική πολιτική που οδηγεί σε μείωση του πραγματικού επιτοκίου ($i \downarrow$). Η μείωση του πραγματικού επιτοκίου, μειώνει το κόστος κεφαλαίου. Αυτό, έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση των επενδυτικών δαπανών και διαρκών καταναλωτικών αγαθών δαπανών \uparrow , οδηγώντας έτσι σε αύξηση της συνολικής ζήτησης και την αύξηση της παραγωγής $Y \uparrow$.

Ενώ η κεντρική τράπεζα ελέγχει βραχυπρόθεσμα τα ονομαστικά επιτόκια με το επιτόκιο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων, η συνολική οικονομία επηρεάζεται κυρίως από τα μακροπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια που χρεώνονται από τις εμπορικές τράπεζες στους πελάτες τους. Το κανάλι, εστιάζει στο πώς οι αλλαγές στο βασικό επιτόκιο της κεντρικής τράπεζας επηρεάζουν τα διάφορα εμπορικά επιτόκια, ενώ προϋποθέτει ότι η αύξηση του βραχυπρόθεσμου ονομαστικού επιτόκιου για πρώτη φορά, οδηγεί σε αύξηση των μακροπρόθεσμων ονομαστικών επιτοκίων. Μια σημαντική πτυχή αυτού του μηχανισμού, είναι η έμφαση στο πραγματικό και όχι στο ονομαστικό επιτόκιο. Επίσης, το κανάλι διαδραματίζει καίριο ρόλο στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία. Η κεντρική τράπεζα είναι, κατ'αρχήν, σε θέση να προκαλέσει επεκτατικές και περιοριστικές επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία, μεταβάλλοντας το επιτόκιο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων και ως εκ τούτου το βραχυπρόθεσμο ονομαστικό επιτόκιο. Ωστόσο, είναι δύσκολο να εξηγηθεί πώς με αυτό τον τρόπο μια κεντρική τράπεζα μπορεί να στοχεύει σε ένα σχετικά σταθερό και χαμηλό πληθωρισμό για μεγάλο χρονικό διάστημα. Παρά το γεγονός ότι οι αλλαγές στην πολιτική των επιτοκίων της κεντρικής τράπεζας μπορεί να επηρεάσουν τα εμπορικά επιτόκια αρκετά γρήγορα, μπορεί να υπάρξει μια σημαντική υστέρηση πριν οι αλλαγές επηρεάσουν τις δαπάνες.

Ο κανόνας Taylor

Συνιστά έναν απλό κανόνα νομισματικής πολιτικής, που σχεδιάστηκε με σκοπό να υποδεικνύει στις διοικήσεις των κεντρικών τραπεζών μία μέθοδο καθορισμού των επιτοκίων σε ένα περιβάλλον όπου οι οικονομικές συνθήκες που αφορούν τον πληθωρισμό και την μακροοικονομική δραστηριότητα μεταβάλλονται. Η απλότητα του, σε συνδυασμό με το ότι ενσωματώνει τις μεταβλητές που συνιστούν τους δυο θεμελιακούς διαχειριστικούς στόχους των κεντρικών τραπεζών, τον πληθωρισμό και την οικονομική μεγέθυνση, αλλά και το γεγονός ότι ο κανόνας περιγράφει τη νομισματική πολιτική σε όρους βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, τον κατέστησαν ιδιαίτερα δημοφιλή σε αναλυτές, ακαδημαϊκούς και κεντρικούς τραπεζίτες. Συμπερασματικά, ο Taylor κατάφερε να προσπεράσει την διαμάχη μεταξύ ακαδημαϊκών και κεντρικοτραπεζιτών και να

συνδυάσει την επιστημονική έρευνα με την δυνατότητα πρακτικής εφαρμογής των ευρημάτων της έρευνας αυτής.

Ο κανόνας δείχνει ότι υπάρχουν ισχυρές εμπειρικές ενδείξεις για σημαντικές επιδράσεις στο επιτόκιο των καταναλωτικών δαπανών και των επενδύσεων, καθιστώντας το μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής επιτοκίων ισχυρό. Ο κανόνας "συστήνει" ένα σχετικά υψηλό επιτόκιο (δηλαδή μια "περιοριστική" νομισματική πολιτική) όταν ο πληθωρισμός είναι επάνω από το στόχο του ή όταν η οικονομία είναι πάνω από το επίπεδο πλήρους απασχόλησής της, και ένα σχετικά χαμηλό επιτόκιο ("εύκολη" νομισματική πολιτική) στις αντίθετες καταστάσεις. Ωστόσο, μερικές φορές αυτοί οι στόχοι είναι σε σύγκρουση. Ο πληθωρισμός μπορεί να είναι επάνω από το στόχο του, ενώ η οικονομία να είναι κάτω από την πλήρη απασχόληση (όπως στην περίπτωση του στασιμοπληθωρισμού). Σε τέτοιες καταστάσεις, ο κανόνας παρέχει οδηγίες στους φορείς χάραξης πολιτικής στο πώς να ισορροπήσουν αυτές τις ανταγωνιστικές εκτιμήσεις στον καθορισμό ενός κατάλληλου επιπέδου για το επιτόκιο.²⁸

Το πιστωτικό κανάλι

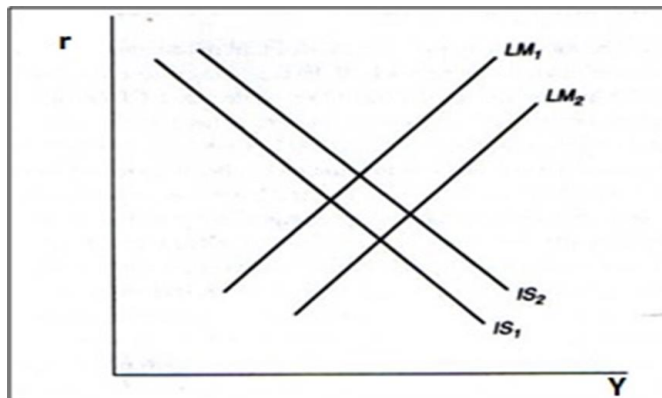
Κάτω από την υπόθεση της ατελούς πληροφόρησης (imperfect information) στις χρηματαγορές, το πιστωτικό κανάλι (credit channel), διαδραματίζει έναν ενεργό ρόλο στον τρόπο διάχυσης της νομισματικής πολιτικής μέσω της προσφοράς τραπεζικών δανείων.

Το πιστωτικό κανάλι διακρίνεται σε δύο επιμέρους κανάλια μετάδοσης. Το πρώτο είναι το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού (bank lending channel), και το δεύτερο το κανάλι του ισολογισμού (balance sheet channel). Το πρώτο κανάλι, του τραπεζικού δανεισμού, υποστηρίζει ότι η νομισματική πολιτική επηρεάζει την πραγματική οικονομία, διότι καθορίζει τις δυνατότητες των τραπεζικών ιδρυμάτων για την δανειοδότηση νοικοκυριών και τις επιχειρήσεων.

28

Asso, P.F., Kahn, G., Leeson, R., (2007), "The Taylor Rule and the Transformation of Monetary Policy", Research Working Paper, The Federal Reserve Bank of Kansas City

Το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού στο υπόδειγμα ISLM



Σύμφωνα με τους Bernanke και Blinder (1988), η τραπεζική πίστωση ενσωματώνεται μέσα στην IS. Έτσι, μια νομισματική πολιτική που στην αρχή είναι περιοριστική έχει σαν αποτέλεσμα την μετατόπιση της καμπύλης LM2 σε μια νέα θέση LM1. Αυτό είναι το παραδοσιακό κανάλι στο οποίο η αύξηση των επιτοκίων οδηγεί στη μείωση των επενδύσεων. Ωστόσο η μείωση των τραπεζικών πιστώσεων έρχεται να συμπληρώσει αυτό το κανάλι των επιτοκίων μειώνοντας κι άλλο τις επενδύσεις (I) οδηγώντας σε μια αριστερή μετατόπιση της καμπύλης IS (από IS2 σε IS1).²⁹

Δηλαδή, η κεντρική τράπεζα έχει τη δυνατότητα να μειώσει τα ρευστά διαθέσιμα των εμπορικών τραπεζών, με απώτερο σκοπό να τις οδηγήσει στη μείωση της προσφοράς των δανείων. Σχηματικά, έχουμε ότι : $M \downarrow \rightarrow \text{Τραπεζικές καταθέσεις} \downarrow \rightarrow \text{Τραπεζικά Δάνεια} \downarrow \rightarrow \text{Επενδύσεις} \downarrow \rightarrow \text{Προϊόν} \downarrow$.

Το Κανάλι του Ισολογισμού

Δίνει έμφαση στην σημασία του ισολογισμού των επιχειρήσεων (balance sheet) και στην πολλαπλασιαστική επίδραση μιας διαταραχής στην οικονομία. Το External Finance Premium, EFP που αποτυπώνει το ύψος του εξωτερικού κόστους

29

Bernanke, B. & Blinder, A.S. (1988), Is It Money or Credit, or Both, or Neither? Credit, Money, and Aggregate Demand, American Economic Association Papers and Proceedings, vol. 78, no. 2, pages 435-439.

χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, γενικά εξαρτάται από την κατάσταση του ισολογισμού τους. Καθώς η περιοριστική νομισματική πολιτική επιδρά στους ισολογισμούς (αρνητικά) μέσω της αύξησης των επιτοκίων ή της μείωσης προσφοράς πιστώσεων, το EFP αυξάνεται κι άλλο κάνοντας την μείωση της επενδυτικής δαπάνης ακόμα μεγαλύτερη.

Πιο συγκεκριμένα, το κανάλι του ισολογισμού (Balance-sheet Channel) λειτουργεί μέσω της καθαρής αξίας (net worth) των επιχειρήσεων, ενώ τόσο η λανθασμένη επιλογή (adverse selection), όσο και ο ηθικός κίνδυνος (moral hazard) διαδραματίζουν πρωταγωνιστικό ρόλο.

Η πτώση της καθαρής αξίας μιας εταιρείας, είναι απόδειξη ότι οι δανειστές μειώνουν το ύψος των εγγυήσεων για τα δάνειά τους, αυξάνοντας το πρόβλημα της λανθασμένης επιλογής (adverse selection) για τις τράπεζες. Το αποτέλεσμα που προκύπτει από τις παραπάνω διαδικασίες είναι η μείωση των επενδύσεων που χρηματοδοτούνται μέσα από τον τραπεζικό δανεισμό. Η μικρότερη καθαρή αξία, οδηγεί-συμβάλλει με τη σειρά της και στο πρόβλημα του ηθικού κινδύνου, διότι οι μεγαλομέτοχοι είναι πλέον κάτοχοι μικρότερου μέρους της επιχείρησης και έτσι μπορούν να πάρουν επισφαλέστερα επενδυτικά ρίσκα.³⁰

Ο μηχανισμός μέσω του οποίου ο ισολογισμός μιας επιχείρησης επηρεάζεται από την μεταβολή της νομισματικής πολιτικής είναι ο ακόλουθος κατά τους Bernanke & Gertler, (1995):

$M \downarrow \rightarrow P \uparrow \rightarrow e \downarrow \rightarrow \uparrow \text{Ηθικός κίνδυνος, Λανθασμένη επιλογή} \rightarrow \Delta \text{άνεια} \downarrow \rightarrow \text{EFP} \uparrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow$

30

Bernanke, B. & Blinder, A.S. (1988), Is It Money or Credit, or Both, or Neither? Credit, Money, and Aggregate Demand, American Economic Association Papers and Proceedings, vol. 78, no. 2, pages 435-439.

Ο Διάυλος Μετάδοσης των Συναλλαγματικών Ισοτιμιών

Όταν το εγχώριο ονομαστικό επιτόκιο αυξάνει, και τα επιτόκια των ξένων χωρών δεν μεταβάλλονται, τότε για να επιστρέψουν σε κατάσταση ισορροπίας οι διεθνείς χρηματαγορές πρέπει να επέλθει σταδιακή υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος σε τέτοιο ύψος ώστε να προσαρμοστούν οι αποδόσεις των χρεογράφων. Αυτή η προσδοκία μελλοντικής υποτίμησης του νομίσματος, στα παραδοσιακά κεϋνσιανά υποδείγματα (Fleming – 1962, Mundell – 1963, Dornbusch- 1976), παίρνοντας υπόψιν ότι οι τιμές των προϊόντων προσαρμόζονται αργά, κάνει τα εγχώρια προϊόντα να είναι πιο ακριβά από ότι τα ξένα. Αυτό, οδηγεί στη μείωση των καθαρών εξαγωγών (NX, Net Exports), και κατ' επέκταση στη μείωση του προϊόντος (Κορλίρας, 2006). Έτσι, σχηματικά μπορεί να υποστηριχθεί ότι μια μείωση της προσφοράς χρήματος (M) από την κεντρική τράπεζα, οδηγεί σε αύξηση του πραγματικού επιτοκίου (ir). Έτσι, περιουσιακά στοιχεία των οποίων η αξία εκφράζεται σε εγχώριες χρηματικές μονάδες, αντιμετωπίζουν μια αυξημένη ζήτησή με αποτέλεσμα την ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος (E). Η ανατίμηση κάνει τα εγχώρια προϊόντα συγκριτικά ακριβότερα, γεγονός που οδηγεί στη μείωση των καθαρών εξαγωγών (NX) και του παραγόμενου προϊόντος (Y): $M \downarrow \rightarrow ir \uparrow \rightarrow NX \downarrow \rightarrow Y \downarrow$

Ο Διάυλος Μετάδοσης μέσω των Τιμών των Περιουσιακών Στοιχείων

Εξαιτίας της ραγδαίας ανάπτυξης των κεφαλαιαγορών τα τελευταία χρόνια, ιδιαίτερο ρόλο, παίζουν οι αξίες των ακινήτων αλλά και οι τιμές των μετοχών. Κατά τους μονεταριστές τόσο οι τιμές των χρηματιστηριακών περιουσιακών στοιχείων, όσο και αυτές της ακίνητης περιουσίας επηρεάζουν σημαντικά τον τρόπο διάχυσης της νομισματικής πολιτικής. Οι προηγούμενες διαδικασίες συμβάλουν σημαντικά στην παράγωγη ενός σημαντικού μέρους του πλούτου μιας χώρας, ενώ επηρεάζουν μέσω των επενδύσεων και της κατανάλωσης, το προϊόν και την απασχόληση.³¹ Ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία, μέσω αυτού του

31

Bernanke, B. & Blinder, A.S. (1988), Is It Money or Credit, or Both, or Neither? Credit, Money, and Aggregate Demand, American Economic Association Papers and Proceedings, vol. 78, no. 2, pages 435-439.

καναλιού γίνεται ως εξής. Μια αύξηση των επιτοκίων που προέρχεται από μια μεταβολή στη νομισματική πολιτική, οδηγεί σε μείωση της παρούσας αξίας των μακροπρόθεσμων περιουσιακών στοιχείων (όπως μετοχές, ομόλογα, και ακίνητη περιουσία), μειώνοντας την αγοραία περιουσία των νοικοκυριών, και οδηγώντας σε μείωση της κατανάλωσης. Αναλυτικότερα μπορούμε να δείξουμε ότι:

$$M \downarrow \Rightarrow P e \downarrow \Rightarrow \text{πλούτος} \downarrow \Rightarrow \text{κατανάλωση} \downarrow \Rightarrow \text{προϊόν} \downarrow$$

Το κανάλι της επίπτωσης του πλούτου

Εξηγείται από την θεωρία q του Tobin (1969). Η θεωρία των επενδύσεων του Tobin (1969), βασισμένη στο λόγο q , υπολογίζει αναλογικά το μέγεθος της χρηματιστηριακής αξίας μιας επιχείρησης προς το κόστος αντικατάστασης του φυσικού κεφαλαίου που ανήκει στην εν λόγω εταιρεία.

$$q = M \downarrow \Rightarrow P e \downarrow \Rightarrow q \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow.^{32}$$

Η μετάδοση της μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία γίνεται κυρίως μέσω δύο καναλιών, του καναλιού σηματοδότησης και του καναλιού αναπροσαρμογής χαρτοφυλακίου.

Από την μια, το κανάλι σηματοδότησης λειτουργεί μέσα από τις ανακοινώσεις της Κεντρικής Τράπεζας που αφορούν τις μελλοντικές της προθέσεις σχετικά με την πορεία των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων και των προγραμμάτων αγοράς τίτλων που στοχεύουν στην εξάλειψη πιθανόν δυσλειτουργιών της αγοράς. Σε περιόδους χρηματοοικονομικών κρίσεων οι ανακοινώσεις ασκούν σημαντική επιρροή. Πολλές φορές, μάλιστα, η ίδια η ανακοίνωση για την εφαρμογή ενός μέτρου φαίνεται να έχει μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα από την ίδια την εφαρμογή του μέτρου.

32

Tobin, James (1978) "A Proposal for International Monetary Reform." Eastern Economic Journal 4, pp. 153-159

Από την άλλη, το κανάλι αναπροσαρμογής του χαρτοφυλακίου λειτουργεί μέσα από τις πράξεις της Κεντρικής Τράπεζας όπως είναι οι αγορές τίτλων σε μεγάλη κλίμακα, οι οποίες τροποποιούν το μέγεθος και τη σύσταση του ισολογισμού της κεντρικής τράπεζας, καθώς και των υπολοίπων ισολογισμών στον ιδιωτικό τομέα. Οι πράξεις αυτές της Κεντρικής Τράπεζας, έχουν σαν στόχο τη μεταβολή των αποδόσεων συγκεκριμένων τίτλων με σκοπό να τους κάνουν περισσότερο ελκυστικούς στα ιδιωτικά χαρτοφυλάκια. Η αποτελεσματικότητα αυτού του διαύλου, εξαρτάται από την ατελή υποκατάσταση μεταξύ των διαφόρων στοιχείων των ισολογισμών του ιδιωτικού τομέα.³³

Αν και υπάρχουν αρκετά κανάλια μετάδοσης, ωστόσο, δεν υπάρχει ένας τρόπος καταγραφής και ομαδοποίησης τους. Οι δύο επικρατέστερες σχολές για την εξήγηση της νομισματικής μετάδοσης είναι : η άποψη «του χρήματος» (money view) και η άποψη «της πίστωσης» (credit view). Η πρώτη, αφορά δύο ομάδες καναλιών. Η πρώτη θεωρεί τις τιμές μεταβαλλόμενες (flexible) και η δεύτερη δύσκαμπτες (sticky). Η οπτική του χρήματος, θεωρεί αδιάφορο τον τρόπο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, όσον αφορά τις επενδυτικές τους αποφάσεις. Αντίθετα, η δεύτερη, διαχωρίζει τα τραπεζικά δάνεια από την έκδοση χρέους από τις επιχειρήσεις, ενώ θεωρεί ασυμμετρίες στην πληροφόρηση και γενικότερα εισάγει τις έννοιες των τριβών (frictions) και ατελειών στην αγορά.³⁴

1.7. Ανάλυση της Νομισματικής Πολιτικής της ΕΚΤ από την αρχή της κρίσης

Τον Αύγουστο του 2007, οι Κεντρικές τράπεζες και οι κυβερνήσεις του πλανήτη μπροστά στο ενδεχόμενο κατάρρευσης του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος προχώρησαν σε συντονισμένες δράσεις παροχής ρευστότητας και στήριξης του τραπεζικού συστήματος, αλλά και της παγκόσμιας οικονομίας.

33

<https://www.ceps.eu/publications/monetary-policy-european-central-bank-2002-2015>

34

Bernanke, B. (1988), Monetary policy transmission: through money or credit, Business Review, Federal Reserve Bank of Philadelphia Publications.

Στην Ευρωζώνη, η ΕΚΤ δεν περιορίστηκε μόνο στη χρησιμοποίηση συμβατικών εργαλείων Νομισματικής Πολιτικής, αλλά προχώρησε στη δημιουργία και χρήση καινοτόμων, μη συμβατικών μέσων. Στην αρχή, η ΕΚΤ επιχείρησε να πετύχει ανοδική τάση στα βασικά επιτόκια. Η προσπάθεια αυτή είχε ήδη ξεκινήσει τον Δεκέμβριο του 2005 και δυο μήνες πριν την κρίση (Ιούνιος του 2007), η ΕΚΤ αύξησε τα επιτόκια της κατά 0,25% (25 μονάδες βάσης). Η αιτία της αύξησης, είναι ότι η Ευρωζώνη είχε μπει σε μια περίοδο επιταχυνόμενης δραστηριότητας εξαιτίας των αυξημένων πληθωριστικών πιέσεων. Η ΕΚΤ, με αυτή την ενέργεια αποσκοπούσε στη υλοποίηση του βασικού της στόχου, δηλαδή στη διατήρηση της μεσοπρόθεσμης σταθερότητας των τιμών.

Στις αρχές του Αυγούστου το 2007, η BNP PARIBAS, λόγω της ξαφνικής μείωσης της ρευστότητας στη αγορά, ανακοίνωσε την παύση των ρευστοποιήσεων των επενδυτών από τρία αμοιβαία κεφάλαια της, τα οποία είχαν επενδύσει σε αμερικανικά στεγαστικά προϊόντα. Αυτό συνέβη γιατί αδυνατούσε να τιμολογήσει αξιόπιστα την αξία των στοιχείων του ενεργητικού τους, ενώ προκάλεσε την εκτόξευση προς τα πάνω των επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά. Την ίδια περίοδο, ορισμένες ευρωπαϊκές τράπεζες γνωστοποίησαν την άμεση και έμμεση έκθεσή τους στην αμερικανική αγορά στεγαστικών δανείων προς δανειολήπτες μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας. Επίσης, υπήρξαν φήμες ότι αρκετές κυρίως Ευρωπαϊκές τράπεζες είχαν υποστεί σημαντικές ζημιές εξαιτίας της έκθεσής τους σε τίτλους που εξασφαλίζονται με στεγαστικά δάνεια. Στη διατραπεζική αγορά, κυριάρχησε ο φόβος με αποτέλεσμα την έλλειψη ρευστότητας, καθώς αρκετά πιστωτικά ιδρύματα σταμάτησαν να χορηγούν διατραπεζικά δάνεια. Το αποτέλεσμα ήταν, να έχουν σοβαρό πρόβλημα να εξασφαλίσουν την αναγκαία για τη λειτουργία τους βραχυχρόνια χρηματοδότησή. Καταγράφηκε διεύρυνση της διαφοράς μεταξύ, αφενός του επιτοκίου Euribor15, και αφετέρου : α) του σταθερού επιτοκίου στις συμφωνίες ανταλλαγής του επιτοκίου μιας ημέρας (overnight index swap) και β) του επιτοκίου στα διατραπεζικά δάνεια έναντι εξασφαλίσεων (Europro). Η αντίδραση της ΕΚΤ ήταν άμεση, αφενός με τη χορήγηση ρευστότητας διάρκειας μίας ημέρας στις διατραπεζικές αγορές χρήματος, μέσω μιας σειράς πράξεων εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας, και αφετέρου εξασφαλίζοντας επιπλέον ρευστότητα μέσω των τακτικών πράξεών της. Έτσι, σταθεροποιήθηκε το επιτόκιο μιας

ημέρας στη διατραπεζική αγορά. Χρησιμοποιήθηκαν περίπου 95 δις για αυτή τη διαδικασία, ενώ η ΕΚΤ τροποποιώντας την πολιτική της όσον αφορά τα επιτόκια, μείωσε το επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης από 5% σε 4,25%.

Για να αντιμετωπιστούν τα προβλήματα που προέκυψαν, η ΕΚΤ στις 12 Δεκεμβρίου του 2007 σύναψε με την Fed συμφωνία ανταλλαγής νομισμάτων (“swapline”). Έτσι το Ευρωσύστημα διοχέτευσε τη ρευστότητα σε δολάρια ΗΠΑ που απέκτησε μέσω της “swap line”, προς τα πιστωτικά ιδρύματα της Ζώνης του Ευρώ, έναντι ασφαλειών αποδεκτών για τις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος. Επίσης, η τράπεζα εισήγαγε λειτουργίες παροχής ρευστότητας στα πιστωτικά ιδρύματα της Ευρωζώνης και σε ελβετικά φράγκα μέσω σύναψης συμφωνίας με την Κεντρική Τράπεζα της Ελβετίας. Ακόμη, η τράπεζα προχώρησε στην αναπροσαρμογή του χρονοδιαγράμματός της, ώστε να παρέχει μεγαλύτερη ποσότητα χρήματος από αυτή που απαιτούνταν κανονικά κατά την έναρξη αυτής της περιόδου. Επίσης, στις 19 Δεκεμβρίου προχώρησε σε «ένεση» ρευστότητας ύψους περίπου 350 δις. ευρώ, ενώ τον Ιούλιο του 2008 αύξησε τα βασικά επιτόκια κατά 0,25%, ακολουθώντας πιο σφιχτή Νομισματική Πολιτική.³⁵

Στις αρχές του 2008, πολλά γεγονότα επέτειναν τις αναταράξεις (π.χ. η παραλίγο κατάρρευση της τράπεζας Bar Sterns στις ΗΠΑ στα μέσα Μαρτίου και η εξασθένηση της χρηματοοικονομικής ευρωστίας των ειδικών οργανισμών στεγαστικής πίστης που τελούσαν υπό την σκέπη της αμερικανικής κυβέρνησης), ενώ η κατάσταση προς το τέλος της χρονιάς (Σεπτέμβριος 2008) επιδεινώθηκε περισσότερο με την κατάρρευση της τέταρτης μεγαλύτερης επενδυτικής τράπεζας των ΗΠΑ, της Lehman Brothers και την μετάδοση της κρίσης στο ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα. Το αποτέλεσμα ήταν, η αναγκαστική μείωση της παροχής πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά και το πέρασμα της ευρωπαϊκής οικονομίας στην ύφεση. Η αγορά χρήματος στην πραγματικότητα είχε καταρρεύσει, ενώ τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια είχαν αυξηθεί σε υψηλά επίπεδα. Στη διάρκεια αυτής της περιόδου, οι τράπεζες συγκέντρωσαν μεγάλα

αποθέματα ρευστότητας, ενώ παράλληλα εξάλειψαν τους κινδύνους από τους ισολογισμούς τους και άρχισαν να χορηγούν δάνεια με πιο αυστηρούς όρους. Η κρίση, άρχισε να διαχέεται και στην πραγματική οικονομία, ενώ οι οικονομικές συνθήκες στις περισσότερες σημαντικές οικονομίες επιδεινώθηκαν ραγδαία και συγχρονισμένα και οι παγκόσμιες εμπορικές συναλλαγές σημείωσαν ελεύθερη πτώση.³⁶

Υπήρχαν τρία βασικά ζητήματα που έπρεπε να αντιμετωπισθούν άμεσα. Κατ'αρχήν, να μειωθούν οι εντάσεις στην αγορά χρήματος. Δεύτερον, η γρήγορη προσαρμογή των επιτοκίων πολιτικής σε χαμηλά επίπεδα. Τρίτον, την υιοθέτηση μη συμβατικών μέτρων, για την αντιμετώπιση της κατάστασης.

Τον Οκτώβριο του 2008, η τράπεζα εφάρμοσε πολιτική πλήρους κατανομής και καθορισμένων επιτοκίων με στόχο την παροχή απεριόριστης ρευστότητας στα πιστωτικά ιδρύματα του Ευρωσυστήματος, εφόσον αυτά μπορούσαν να την αντιστοιχίσουν με ενέχυρα (“adequate collateral”). Επιδίωξη της ΕΚΤ, ήταν η ενίσχυση της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων. Στις 8 Οκτωβρίου, σε συνεργασία με την Fed, την Τράπεζα της Αγγλίας, την Κεντρική Τράπεζα της Σουηδίας και την Κεντρική Τράπεζα της Ελβετίας, αποφασίζει τη μείωση του βασικού επιτοκίου κατά 0,5% (στο 3,75%). Μέχρι το τέλος του έτους, το επιτόκιο των Πράξεων Κύριας Αναχρηματοδότησης μειώθηκε κατά 175 μονάδες βάσης, ενώ ως το Μάιο του 2009 υπήρξαν άλλες τέσσερις μειώσεις. Από τον Ιούνιο του 2009, ως τον Απρίλιο 2010 δεν υπήρξε άλλη μείωση του επιτοκίου, ωστόσο, εφαρμόστηκαν πρόσθετα, μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής. Η τράπεζα μειώνει τα βασικά επιτόκια μέχρι τις 11 Ιουλίου του 2012 (στο 0,75%), ενώ το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων είναι στο 0,00% και το επιτόκιο διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης στο 1,50%. Επιπλέον, αποφασίστηκε η Επαυξημένη Πιστωτική Υποστήριξη (ΕΠΥ) που αποτελείται από μη-συμβατικά μέτρα υποστήριξης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και ροής πιστώσεων με στόχο τη διασφάλιση της επιτυχούς μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής στην οικονομία. Τα μέτρα βοήθησαν το τραπεζικό σύστημα, και έμμεσα

36

<https://www.ceps.eu/publications/monetary-policy-european-central-bank-2002-2015>

τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Στο τέλος του 2009, η ΕΚΤ προχωρά στην σταδιακή απόσυρση της πολιτικής ΕΠΥ και στην επιστροφή στις διαδικασίες υποβολής προσφορών κυμαινόμενου επιτοκίου στις τριμηνιαίες λειτουργίες αναχρηματοδότησης. Ωστόσο, συνεχίζει την παροχή απεριόριστης ρευστότητας με σταθερό επιτόκιο για όλες τις πράξεις αναχρηματοδότησης διάρκειας μιας εβδομάδας και ενός μήνα.³⁷ Την Άνοιξη του 2010, οι ανησυχίες για τη βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους προκάλεσαν την αναστολή της διαδικασίας απόσυρσης των μη συμβατικών μέτρων. Τον Μάιο, η ΕΚΤ αποφάσισε: α) Την αγορά κρατικών και ιδιωτικών χρεογράφων από την ίδια και τις ΕθνΚΤ της Ζώνης του Ευρώ με σκοπό την διασφάλιση της αναγκαίας ρευστότητας στα δυσλειτουργικά τμήματα της αγοράς, β) Την προσωρινή διακοπή της στρατηγικής εξόδου από τα μέτρα της Ενισχυμένης Πιστωτικής Υποστήριξης, γ) Την επαναδιεξαγωγή τακτικών Πράξεων Ανοικτής Αγοράς για τη χορήγηση χρηματοδότησης σε δολάρια ΗΠΑ από το Ευρωσύστημα προς τα πιστωτικά ιδρύματα.

Στις αρχές του 2011, η άνοδος των τιμών των βασικών εμπορευμάτων προκαλεί πληθωριστικές πιέσεις και το Ευρωσύστημα αυξάνει τα βασικά επιτόκια τον Απρίλιο και τον Ιούλιο κατά 50 μονάδες βάσης, ενώ η ΕΚΤ τον Αύγουστο ανακοινώνει τη συνέχιση της αγοράς κρατικών ομολογιών στη δευτερογενή αγορά. Ωστόσο, νέες εντάσεις στις αγορές κρατικών ομολόγων σε ορισμένες χώρες-μέλη επιβάλουν την επαναμείωση των επιτόκιων (Νοέμβριος και Δεκέμβριος) κατά 50 μονάδες βάσης. Σημαντική εξέλιξη, ήταν και η θεσμοθέτηση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (European Financial Stabilisation Mechanism - EFSM) και του Ευρωπαϊκού ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (European Financial Stability Facility – EFSF), καθώς και η απόφαση της να πραγματοποιήσει νέο Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP 2) επιδιωκόμενης ονομαστικής αξίας έως 40δισ. Τον Δεκέμβριο του 2011, η ΕΚΤ αποφάσισε να διενεργήσει δύο πράξεις πιο Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης, διάρκειας 36 μηνών. Το επιτόκιο αυτών των πράξεων, ορίστηκε ίσο με το μέσο επιτόκιο των Πράξεων Κύριας Αναχρηματοδότησης όπως διαμορφώνεται κατά τη διάρκεια της αντίστοιχης

37

<https://www.ceps.eu/publications/monetary-policy-european-central-bank-2002-2015>

πράξης. Η πρώτη πράξη κατανεμήθηκε στις 21 Δεκεμβρίου 2011 και η δεύτερη στις 29 Φεβρουαρίου 2012.

Ακόμη, αποφασίστηκε η αύξηση της διαθεσιμότητας ασφαλειών μειώνοντας το όριο πιστοληπτικής διαβάθμισης για ορισμένα προϊόντα τιτλοποίησης και παρέχοντας τη δυνατότητα (προσωρινά) στις ΕθνΚΤ να αποδέχονται ως ασφάλεια πρόσθετες δανειακές απαιτήσεις (τραπεζικά δάνεια) που πληρούν συγκεκριμένα κριτήρια. Επίσης μειώνεται ο συντελεστής Υποχρεωτικών Ελάχιστων Αποθεματικών, από 2%, σε 1%. Τον Σεπτέμβριο του 2012, η ΕΚΤ ανακοίνωσε τη δυνατότητα διενέργειας Οριστικών Νομισματικών Συναλλαγών (ΟΝΣ) για την αποφυγή αυτοεκπληρούμενων καταστροφικών σεναρίων που συνεπάγονται δυνητικά σοβαρές προκλήσεις για τη Σταθερότητα των Τιμών στη Ζώνη του Ευρώ. Κατά τη διάρκεια του 2013 και στις αρχές του 2014, περιορίστηκε η πλεονάζουσα ρευστότητα στη διατραπεζική αγορά γεγονός που μαρτυρά τη διεύρυνση των δυνατοτήτων άντλησης πόρων από την αγορά, λόγω της προαναφερθείσας εξομάλυνσης των συνθηκών μετά από τη θεσμοθέτηση των Οριστικών Νομισματικών Συναλλαγών. Την επόμενη χρονιά (2015), η ΕΚΤ αποφάσισε την περαιτέρω μείωση των επιτοκίων, αλλά και την αύξηση του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης (QE).³⁸

Αναλυτικότερα, η ΕΚΤ αποφάσισε:

- Μείωση του επιτοκίου αναχρηματοδότησης κατά 5 μονάδες βάσης, στο 0%
Μείωση του επιτοκίου στο περιθώριο δανειοδοτικής διευκόλυνσης (MLF) κατά 5 μονάδες βάσης, στο 0,25%
- Μείωση του επιτοκίου καταθέσεων κατά 10 μονάδες βάσης, από τις εμπορικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος, στο -0,30% από τις 9 Δεκεμβρίου 2015 και στο -0,40% από τις 16 Μαρτίου 2016.

Ενώ, σε ότι αφορά τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής, το Ευρωσύστημα αποφάσισε να ξεκινήσει:

- Τη διενέργεια αγορών στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς ομολόγων του επιχειρηματικού τομέα (CSPP) από τις 8 Ιουνίου.
- Επέκταση του μηνιαίου προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων (asset) κατά 20 δισ. ευρώ, στα 80 δισ. Ευρώ.
- Την ένταξη των ομολόγων, επενδυτικής απόδοσης, που εκδίδονται από μη τραπεζικούς οργανισμούς στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης
- Την έναρξη νέας σειράς τεσσάρων, μακροπρόθεσμων στοχευμένων πράξεων αναχρηματοδότησης (TLTROs), ωρίμανσης τεσσάρων ετών.

Με την 016/948 , απόφαση της ΕΚΤ της 1ης Ιουνίου 2016 μεταξύ άλλων, αποφάσισε ότι από κοινού με τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών μελών μπορεί να συναλλάσσεται στις χρηματοπιστωτικές αγορές αγοράζοντας και πωλώντας με οριστικές πράξεις διαπραγματεύσιμους τίτλους. Η ΕΚΤ, στο πλαίσιο της ποσοτικής χαλάρωσης πλέον μπαίνει στην αγορά εταιρικών ομολόγων, παρακάμπτοντας τις εμπορικές τράπεζες. Ως τώρα, η ΕΚΤ αγόραζε κυρίως κρατικά ομόλογα και μακροπρόθεσμα, εγγυημένα δάνεια AAA. Πλέον, θα αγοράζει εταιρικά ομόλογα αξίας 10 δισ € μηνιαία για τους επόμενους εννέα μήνες.³⁹

39

Σύμφωνα με τον Dore μπορεί να οριστεί ως: "η αυξανόμενη κυριαρχία της βιομηχανίας του χρήματος επί του συνολικού ποσού της πραγματικής οικονομικής δραστηριότητας, των χρηματοπιστωτικών ελεγκτών στη διαχείριση των επιχειρήσεων, των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων έναντι των συνολικών υλικών περιουσιακών στοιχείων, των αγοραπωλησιών τίτλων και ιδιαίτερα μετοχών σε σχέση με τα υπόλοιπα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, της χρηματοπιστωτικής αγοράς ως μια αγοράς που ασκεί εταιρικό έλεγχο και επηρεάζει τον προσδιορισμό των εταιρικών στρατηγικών, καθώς και των διακυμάνσεων της χρηματοπιστωτικής αγοράς ως καθοριστικού παράγοντα των κύκλων εργασιών των επιχειρήσεων." <http://icc.oxfordjournals.org/content/17/6/1097.abstract>

Κεφάλαιο 2ο

Το δεύτερο κεφάλαιο της μελέτης, αφορά την διερεύνηση ζητημάτων και την παρουσίαση στοιχείων για την κατάσταση του τραπεζικού τομέα στην ευρωζώνη. Ξεκινά με την παρουσίαση των τριών πυλώνων της τραπεζικής ένωσης. Στη συνέχεια, παρουσιάζονται εκτενώς τα μέτρα προστασίας που πάρθηκαν για την προστασία του τραπεζικού τομέα στην ευρωζώνη, καθώς και τα βασικά μεγέθη του. Μέσα από την κριτική παρουσίαση εκθέσεων και αναλύσεων (με έμφαση σε πηγές της Παγκόσμιας Τράπεζας διακανονισμών αλλά και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας) επιχειρείται η χρήσιμη εξαγωγή συμπερασμάτων για τη σημερινή τραπεζική συγκυρία.

2.1. Οι πυλώνες της Ευρωπαϊκής τραπεζικής ένωσης

Το 2001 η εισαγωγή του ευρώ οδήγησε όχι μόνο στη δραστική επιτάχυνση των διασυνοριακών τραπεζικών επεκτάσεων και συγχωνεύσεων, αλλά και στη ενοποίηση των αγορών χονδρικής τραπεζικής. Η διατραπεζική αγορά έγινε “πανευρωπαϊκή” κάτι το οποίο συμβαίνει και στην αγορά (κρατικών) ομολόγων. Έτσι η αγορά ομολόγων απέκτησε τεράστια ρευστότητα αλλά και αυξημένη “εμπορευσιμότητα”. Η εξάπλωση σύνθετων χρηματοπιστωτικών δομών με υψηλά επίπεδα μόχλευσης, δίχως επαρκή εποπτεία ήταν ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες που αποτέλεσε το έναυσμα της εκδήλωσης της κρίσης στον χρηματοπιστωτικό τομέα.

Οι ευρωπαϊκές τράπεζες βρέθηκαν εκτεθειμένες σε πολλαπλούς κινδύνους. Η υπερβολική διάθεση ανάληψης τραπεζικού κινδύνου με επενδύσεις σε πιο επικίνδυνες περιοχές, αλλά και οι ακραίες χρηματοοικονομικές καινοτομίες στις διογκούμενες αγορές παροχής χρηματοδότησης (funding markets) τις κατέστησαν αυξητικά εξαρτώμενες από τις κεφαλαιαγορές. Η χρηματοπιστωτική κρίση οδήγησε σε έλλειψη εμπιστοσύνης εκ μέρους όλων των πλευρών που συμμετέχουν στην αγορά και ιδίως των καταναλωτών, γεγονός με σοβαρές κοινωνικές και οικονομικές προεκτάσεις. Έπειτα από αυτές τις εξελίξεις η Ε.Ε., υιοθέτησε πλήθος κανονισμών και οδηγιών με διακηρυγμένο στόχο την ομαλότερη μετάβαση στην ευρωπαϊκή τραπεζική ένωση.

Το 2009 η ΕΕ θέσπισε ένα πρόγραμμα (αρχικά ήταν για την περίοδο από 1η Ιανουαρίου 2010 έως τις 31 Δεκεμβρίου 2013, ενώ το 2014, ανανεώθηκε για την περίοδο από 1η Ιανουαρίου 2014 έως 31 Δεκεμβρίου 2020), που είχε σκοπό την υποστήριξη οργανισμών που συμβάλλουν στην επίτευξη των στόχων πολιτικής της Ένωσης σε σχέση με την εποπτική σύγκλιση και συνεργασία στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.

Η ολοκλήρωση της Τραπεζικής Ένωσης εξαρτάται από τρεις θεμελιώδης άξονες: (α) Ενιαίοι κανόνες προληπτικής εποπτείας για όλη τη ζώνη του Ευρώ. (β) Ενιαίοι κανόνες για την εκκαθάριση (resolution) και εξυγίανση προβληματικών τραπεζών. Σε αυτό συμπεριλαμβάνεται και ο ενιαίος τρόπος ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών από τον ESM και (γ) Ενιαίο σύστημα εγγύησης καταθέσεων. Όπως αναφέρει η ετήσια έκθεση της ΕΚΤ για το 2015, «Μετά την εγκαθίδρυση του Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού (EEM) – του πρώτου πυλώνα της τραπεζικής ένωσης – στις 4.11.2014, το 2015 ήταν το πρώτο πλήρες έτος κατά το οποίο η ΕΚΤ άσκησε τα καθήκοντα που της έχουν ανατεθεί όσον αφορά τη μακροπροληπτική και μικροπροληπτική εποπτεία. Τα εν λόγω καθήκοντα υποστηρίζονταν από την τακτική αξιολόγηση που διενεργεί η ΕΚΤ σχετικά με τους αναδυόμενους κινδύνους, καθώς και σχετικά με την ανθεκτικότητα και την ικανότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος να απορροφά τους κλονισμούς.

Η ΕΚΤ συνέβαλε επίσης στην εγκαθίδρυση του δεύτερου πυλώνα της τραπεζικής ένωσης, δηλαδή του Ενιαίου Μηχανισμού Εξυγίανσης, και υποστηρίζει ιδιαίτερα τη δημιουργία του τρίτου πυλώνα – ενός ευρωπαϊκού συστήματος εγγύησης των καταθέσεων. Επιπλέον, συνέβαλε και σε άλλες σημαντικές κανονιστικές πρωτοβουλίες που είχαν στόχο (α) να αποδυναμώσουν τον φαύλο κύκλο μεταξύ κρατών και τραπεζών, (β) να περιορίσουν την ανάληψη κινδύνων και να ενισχύσουν την ανθεκτικότητα και (γ) να επιλύσουν το πρόβλημα των συστημικά σημαντικών ιδρυμάτων (“too big to fail”).⁴⁰

40

http://www.europedia.moussis.eu/books/Book_2/3/7/3/4/?lang=gr&all=1&s=1&e=10

Η ΕΕ δημιούργησε δύο νέα όργανα ως βασικά στοιχεία της Τραπεζικής Ένωσης. Ο Ενιαίος Εποπτικός Μηχανισμός (ΕΕΜ) με τον οποίο η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα αναλαμβάνει την άμεση εποπτεία των μεγαλύτερων τραπεζών και ο Ενιαίος Μηχανισμός Εξυγίανσης (ΕΜΕ), ο οποίος αφορά την αντιμετώπιση του χειρότερου δυνατού σεναρίου (πτώχευση μιας τράπεζας). Επίσης, αποφάσισε την τροποποίηση των κανόνων της οδηγίας για την ανάκαμψη και την εξυγίανση τραπεζών (ΟΑΕΤ) και δημιούργησε το Ενιαίο Ταμείο Εξυγίανσης (ΕΤΕ), το οποίο χρηματοδοτείται από τον τραπεζικό κλάδο (το επιδιωκόμενο επίπεδο χρηματοδότησης του θα καλυφθεί το 2023). Ο ΕΕΜ λειτουργεί πλήρως από τον Νοέμβριο του 2014, και ο ΕΜΕ από τον Ιανουάριο του 2016. Η τραπεζική ένωση αποτελείται από τα μέλη της ζώνης του ευρώ, ενώ τα λοιπά κράτη μέλη μπορούν να αποφασίσουν να συμμετάσχουν. Επίσης, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (24 Νοεμβρίου 2015), παρουσίασε νομοθετική πρόταση για το Ευρωπαϊκό Σύστημα Ασφάλισης Καταθέσεων (ΕΣΑΚ).

Στην πραγματικότητα, η τραπεζική ένωση αποτελείται από δύο βασικούς άξονες. Ο πρώτος είναι ο ενιαίος εποπτικός μηχανισμός (ΕΕΜ), ο οποίος δίνει στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έναν εποπτικό ρόλο για την χρηματοπιστωτική σταθερότητα των τραπεζών. Τα καθήκοντα του ΕΕΜ ορίζονται μέσα από δύο κανονισμούς [Κανονισμοί 1022/2013 και 1024/2013], οι οποίοι δίνουν στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα τις ευθύνες τις εξουσίες που αφορούν πολιτικές σχετικές με την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων στα κράτη μέλη που έχουν ως νόμισμα το ευρώ και επιτρέπει σε άλλα κράτη μέλη να εγκαθιδρύνουν στενή συνεργασία με την ΕΚΤ.

Η ΕΚΤ μέσω αυτών των κανονισμών, δεσμεύεται ότι θα εξασφαλίζει την ύπαρξη ενός πραγματικά ευρωπαϊκού εποπτικού μηχανισμού που δεν είναι επιρρεπής στην προστασία εθνικών συμφερόντων και θα αποδυναμώσει τη σύνδεση μεταξύ των τραπεζών και των κρατών μελών, ενώ ταυτόχρονα θα λαμβάνει υπόψη τους κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Επίσης η εποπτική αρμοδιότητα της ΕΚΤ αφορά όχι μόνο τα πιστωτικά ιδρύματα που είναι εγκατεστημένα στα συμμετέχοντα κράτη μέλη πιστωτικά ιδρύματα, αλλά και τις χρηματοδοτικές εταιρείες συμμετοχών και μεικτές χρηματοοικονομικές εταιρείες συμμετοχών με υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων εγκατεστημένων σε μη συμμετέχοντα κράτη μέλη, τα οποία λειτουργούν στην επικράτεια

συμμετεχόντων κρατών μελών, εφόσον οι ως άνω οντότητες (129 οντότητες τον Ιανουάριο του 2016) είναι σημαντικές [Κανονισμός 468/2014/ΕΚΤ]. Πρέπει να επισημανθεί ότι οι λιγότερο σημαντικές οντότητες συνεχίζουν να εποπτεύονται από τις εθνικές αρμόδιες αρχές (ΕΑΑ) υπό την επιφύλαξη της εξουσίας που διαθέτει η ΕΚΤ σε ορισμένες περιπτώσεις να αποφασίζει η ίδια. Ακόμη η ΕΚΤ μπορεί να επιβάλλει κυρώσεις σε διάφορους τομείς και ιδίως σε θέματα που αφορούν την νομισματικής πολιτική της Ένωσης, τη λειτουργία των συστημάτων πληρωμών και τη συλλογή στατιστικών πληροφοριών [Κανονισμός 2157/199/ΕΚΤ, τροπ.τελευταία από κανονισμό 469/2014/ΕΚΤ].⁴¹

Ωστόσο, υπάρχει ένα σύνολο ευρωπαϊκών κανόνων που θεσπίστηκαν την ίδια περίοδο και εξισορροπούν τις εξουσίες της ΕΚΤ. Η Ευρωπαϊκή Εποπτική Αρχή (Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών«ΕΑΤ»), που θεσπίστηκε με τον κανονισμό 1093/2010 [τροπ. τελευταία από οδηγία 2015/2366] διατηρεί τον ρόλο της καθώς και όλες τις υφιστάμενες αρμοδιότητες και καθήκοντά της. Επίσης, υπάρχει και η οδηγία 2013/36 [τροπ.τελευταία από κανονισμούς 2016/98 και 2016/99] που ορίζει ότι η υπέρμετρη στήριξη σε εξωτερικούς οργανισμούς πιστοληπτικής αξιολόγησης (ΕΟΠΑ), θα πρέπει να μειωθεί και τα αυτόματα αποτελέσματα που απορρέουν από αυτές θα πρέπει σταδιακά να εξαλειφθούν. Τα ιδρύματα θα πρέπει να χρησιμοποιούν τις εξωτερικές αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας όχι μηχανιστικά, αλλά ως έναν από περισσότερους παράγοντες. Επιπλέον, η ΕΑΤ, οι κεντρικές τράπεζες των κρατών μελών και η ΕΚΤ θα πρέπει να λάβουν πρωτοβουλίες για την αναγνώριση περισσότερων οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ως ΕΟΠΑ, με στόχο το άνοιγμα της αγοράς αξιολογήσεων.⁴²

Ο δεύτερος πυλώνας της τραπεζικής ένωσης είναι ο Ενιαίος Μηχανισμός Εξυγίανσης (ΕΜΕ). Ο Ενιαίος Μηχανισμός Εξυγίανσης συμπληρώνει τον ΕΕΜ. Ο Ενιαίος Μηχανισμός Εξυγίανσης βασίζεται σε ενιαίους κανόνες και ενιαία διαδικασία

41

<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

42

http://www.europedia.moussis.eu/books/Book_2/3/7/3/4/?lang=gr&all=1&s=1&e=10

[Κανονισμός 806/2014, τροπ. τελευταία από κανονισμό 2015/81] που διασφαλίζουν ότι αν μια τράπεζα που υπάγεται στον ΕΜΕ αντιμετωπίζει σοβαρές δυσχέρειες η εξυγίανσή της θα μπορεί να αντιμετωπιστεί μέσα από την οδηγία για την ανάκαμψη και την εξυγίανση πιστωτικών ιδρυμάτων [Οδηγία 2014/59, τροπ. τελευταία από κανονισμό 2016/911].⁴³

Σε περίπτωση που ο ΕΜΕ κληθεί από την ΕΚΤ λειτουργεί ως εξής:

Ως εποπτική αρχή η ΕΚΤ είναι αρμόδια να κρίνει πότε μια τράπεζα στην Ευρωζώνη ή σε κράτος μέλος που συμμετέχει στην Τραπεζική Ένωση αντιμετωπίζει σοβαρά οικονομικά προβλήματα και χρήζει εξυγίανσης.

· Αρμόδιο για την διαδικασία εξυγίανσης είναι το Ενιαίο Συμβούλιο Εξυγίανσης, το οποίο αποτελείται από εκπροσώπους της ΕΚΤ, της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και αρμόδιων εθνικών αρχών (της χώρας όπου η εν λόγω τράπεζα έχει την έδρα της, καθώς και υποκαταστήματα ή/και θυγατρικές). Το Συμβούλιο έχει ευρείες εξουσίες που αφορούν τόσο την ανάλυση και τον καθορισμό της προσέγγισης που θα ακολουθηθεί για την εξυγίανση της τράπεζας, όσο και την επιλογή των οικονομικών εργαλείων που θα χρησιμοποιηθούν. Επίσης, αποφασίζει και τον τρόπο συμμετοχής στην διαδικασία του Ευρωπαϊκού Ταμείου Εξυγίανσης. Τέλος, πρέπει να αναφερθεί ότι οι εθνικές αρχές εξυγίανσης συμμετέχουν ενεργά στις παραπάνω εργασίες αυτές.

· Είτε με βάση σύσταση του Ενιαίου Συμβουλίου Εξυγίανσης, είτε με δική της πρωτοβουλία, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αποφασίζει κατά πόσον και πότε πρέπει να εξυγιανθεί μια τράπεζα. Επίσης, καθορίζει το πλαίσιο για τη χρήση των εργαλείων και του Ταμείου εξυγίανσης. Τέλος πρέπει να σημειωθεί ότι το Συμβούλιο για νομικούς λόγους δεν μπορεί να έχει τον τελικό λόγο.

· Η διαδικασία εκτέλεσης του σχεδίου εξυγίανσης πραγματοποιείται από τις εθνικές αρχές εξυγίανσης, οι οποίες τελούν υπό την εποπτεία του Ενιαίου Συμβουλίου Εξυγίανσης.

43

<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

· Το Ενιαίο Συμβούλιο Εξυγίανσης, παρακολουθεί την διαδικασία εκτέλεσης του σχεδίου εξυγίανσης από τις εθνικές αρχές εξυγίανσης και, σε περίπτωση που μια εθνική αρχή εξυγίανσης δεν συμμορφώνεται με την απόφασή του, έχει το δικαίωμα να απευθύνει άμεσα εκτελεστικές εντολές στην προβληματική ή στις προβληματικές τράπεζες.

· Το Ενιαίο Ταμείο Εξυγίανσης Τραπεζών, υπό τον έλεγχο του Ενιαίου Συμβουλίου Εξυγίανσης έχει στόχο τη διασφάλιση της διαθεσιμότητας μεσοπρόθεσμης χρηματοδότησης κατά τη διάρκεια της αναδιάρθρωσης μιας τράπεζας. Η χρηματοδότηση του Ταμείου θα γίνεται από τον τραπεζικό τομέα και θα αντικαταστήσει τα εθνικά ταμεία εξυγίανσης, όπως προβλέπεται στην οδηγία για την ανάκαμψη και την εξυγίανση των τραπεζών [Οδηγία 2014/59, τροπ. τελευταία από κανονισμό 2016/911].

Ακόμη, υπήρξαν πρόνοιες και για την περίπτωση που το ενιαίο ταμείο εξυγίανσης δεν έχει χρηματοδοτηθεί αρκετά από τον τραπεζικό τομέα. Για αυτή την περίπτωση οι Υπουργοί της Ευρωζώνης και Ecofin, συμφώνησαν για τα κράτη μέλη που συμμετέχουν στην τραπεζική ένωση να θέσουν σε εφαρμογή ένα σύστημα με το οποίο μια ενδιάμεση χρηματοδότηση θα είναι διαθέσιμη ως έσχατη λύση και σε πλήρη συμμόρφωση με τους κανόνες περί κρατικών ενισχύσεων. Η χρηματοδότηση θα εξασφαλίζεται είτε από εθνικούς πόρους, που υποστηρίζονται από τις εισφορές των τραπεζών, είτε από τον Ευρωπαϊκό μηχανισμό σταθερότητας (ESM). Τέλος είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι οι τραπεζικές καταθέσεις σε όλα τα κράτη μέλη είναι εγγυημένες μέχρι το ποσό των 100.000 ευρώ ανά καταθέτη και ανά τράπεζα ακόμη και εάν χρεοκοπήσει η τράπεζα, ενώ τα φυσικά πρόσωπα και οι μικρές επιχειρήσεις με καταθέσεις υψηλότερες από 100.000 ευρώ θα τυγχάνουν προτιμησιακής μεταχείρισης («προτίμηση των καταθετών»)⁴⁴.

44

<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

2.2. Η αξιολόγηση του τραπεζικού τομέα στην Ευρωζώνη

Πριν αναλάβει εποπτικά καθήκοντα η ΕΚΤ προχώρησε σε συνολική αξιολόγηση των ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος. Η διαδικασία αξιολόγησης αφορούσε τόσο τον έλεγχο της ποιότητας των στοιχείων ενεργητικού, όσο και προσομοιώσεις ακραίων καταστάσεων. Σύμφωνα με την ΕΚΤ, ο στόχος της συγκεκριμένης διαδικασίας ήταν η επίτευξη υψηλότερου επιπέδου διαφάνεια σε ότι αφορά τους ισολογισμούς των τραπεζών, ώστε να εξασφαλιστεί ένα αξιόπιστο σημείο αφετηρίας. Από τα αποτελέσματα της αξιολόγησης τα οποία δημοσιεύτηκαν στις 27 Οκτωβρίου 2014, 25 από τις 130 τράπεζες εμφάνισαν κεφαλαιακές ελλείψεις. Αν και ορισμένες τράπεζες είχαν προχωρήσει στην κάλυψη των ελλείψεων τους πριν από την δημοσιοποίηση των αποτελεσμάτων, όλες οι τράπεζες κλήθηκαν να υποβάλουν στην ΕΚΤ σχέδια κεφαλαιοποίησης για την κάλυψη των κενών μέσα στο 2015.⁴⁵

Πρέπει να αναφερθεί ότι ο πραγματικός αριθμός των τραπεζών που βρίσκονται υπό την άμεση εποπτεία της ΕΚΤ, μεταβάλλεται με τον χρόνο. Όλες οι τράπεζες που προστίθενται υπόκεινται σε παρόμοιο «έλεγχο οικονομικής υγείας». Το 2015 εννέα τράπεζες υπεβλήθησαν σε εκτεταμένες αξιολογήσεις. Από τις αξιολογήσεις διαπιστώθηκε, ότι πέντε παρουσίαζαν κεφαλαιακές ελλείψεις ποικίλου μεγέθους. Επιπλέον, η ΕΚΤ διενεργεί συνολική αξιολόγηση τεσσάρων άλλων τραπεζών της Ιρλανδίας, της Ιταλίας, της Λεττονίας και της Σλοβενίας, που έχουν καταχωρισθεί πρόσφατα ως σημαντικές ή που θα μπορούσαν να καταστούν σημαντικές. Η αξιολόγηση άρχισε τον Μάρτιο 2016.⁴⁶ Η Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή (ΕΤΑ) στις 29 Ιουλίου 2016, ανακοίνωσε τα αποτελέσματα των προσομοιώσεων ακραίων καταστάσεων σε επίπεδο ΕΕ του 2016 για 51 τράπεζες από 15 χώρες της ΕΕ και του ΕΟΧ που καλύπτουν περίπου το 70% του τραπεζικού ενεργητικού σε κάθε επικράτεια. Η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών, εξέτασε ένα δείγμα 114 τραπεζών ενώ συμπεριέλαβε στην έρευνα και τις 13 παγκόσμιες συστημικές τράπεζες.

45

http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/el/displayFtu.html?ftuId=FTU_4.2.4.html

46

http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/el/displayFtu.html?ftuId=FTU_4.2.4.html

Σύμφωνα με την έκθεση της ΕΚΤ, η οποία (μεταξύ άλλων) ανάλυσε τα αποτελέσματα της έρευνας της Ευρωπαϊκής Τραπεζικής Αρχής επικράτησαν χαμηλά επίπεδα εντάσεων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα το 2015, αλλά οι κίνδυνοι παρέμειναν. Αναλυτικότερα, η έκθεση αναφέρει ότι «Το συνολικά περιορισμένο επίπεδο των εντάσεων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα της ζώνης του ευρώ στη διάρκεια του 2015, αντανάκλυνε τη βελτίωση των προοπτικών για την πραγματική οικονομία με τη συμβολή και των μέτρων της ΕΚΤ, τα οποία καθησύχασαν τους φόβους για αποπληθωρισμό που απειλούσαν να βλάψουν τόσο τη σταθερότητα των τιμών όσο και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Ωστόσο, οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές αντιμετώπισαν περιστασιακές περιόδους εντάσεων, οι οποίες εκδηλώθηκαν στις αγορές συναλλάγματος, βασικών εμπορευμάτων, ομολόγων και μετοχών, αναδεικνύοντας το γεγονός ότι οι ευπάθειες εξακολουθούσαν να υπάρχουν. Ειδικότερα, στις αρχές του καλοκαιριού εμφανίστηκαν αυξημένοι πολιτικοί κίνδυνοι σε σχέση με τις διαπραγματεύσεις για ένα νέο πρόγραμμα οικονομικής στήριξης της Ελλάδας. Στις αγορές περιουσιακών στοιχείων σημειώθηκαν περίοδοι υψηλής μεταβλητότητας. Ειδικότερα, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκαν απότομα στα τέλη Απριλίου και στις αρχές Μαΐου, ενώ οι παγκόσμιες αγορές μετοχών επηρεάστηκαν από τη διόρθωση των τιμών των μετοχών στην Κίνα στα τέλη Αυγούστου. Ο αντίκτυπος αυτών των εξελίξεων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα της ζώνης του ευρώ ήταν σχετικά συγκρατημένος και οι συνήθεις δείκτες τραπεζικής, δημοσιονομικής και χρηματοπιστωτικής πίεσης διατηρήθηκαν σε χαμηλά επίπεδα».⁴⁷

Κατά την ΕΚΤ τα αποτελέσματα της Ευρωπαϊκής Τραπεζικής Αρχής (ΕΤΑ) δείχνουν ότι οι τράπεζες είναι ικανότερες στην απορρόφηση των οικονομικών διαταραχών σε σύγκριση με το 2014.

Η ΕΚΤ υποστηρίζει ότι:

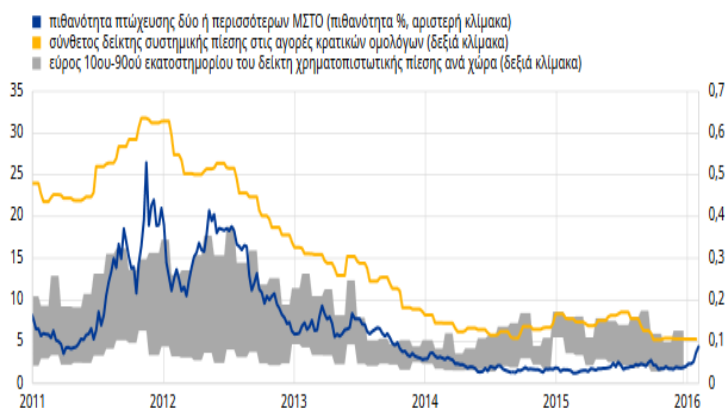
47

https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/stress_test_FAQ.el.html

- Στην άσκηση πήραν μέρος σε επίπεδο E.E 37 τράπεζες υπό την εποπτεία της ΕΚΤ με έναν ισχυρό μέσο δείκτη κεφαλαίου CET1 στο 13%.
- Η μέση μείωση του κεφαλαίου CET1 ήταν 3,9 ποσοστιαίες μονάδες κατά το δυσμενές σενάριο, ενώ οι μέσοι δείκτες κεφαλαίου CET1 κρίθηκαν υψηλότεροι από τους δείκτες της άσκησης του 2014 στο 9,1%.
- Δεν υπάρχει ζήτημα επιτυχίας ή αποτυχίας των τραπεζών, καθώς τα αποτελέσματα δεν θα ενσωματωθούν αυτομάτως στις αποφάσεις της Διαδικασίας Εποπτικού Ελέγχου και Αξιολόγησης (SREP) του 2016.
- Τέλος σε ότι αφορά τις συνολικές προσδοκίες προβλέπεται να παραμείνουν σχετικά σταθερές σε σύγκριση με το 2015.

Σύμφωνα με τα στοιχεία, η τράπεζα με τη χαμηλότερη κεφαλαιακή επάρκεια είναι η ιταλική Monte dei Paschi di Siena. Ειδικότερα, με βάση το δυσμενές σενάριο, ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας της τρίτης μεγαλύτερης ιταλικής τράπεζας ανήλθε στο -2,44%. Αμέσως μετά, στις χαμηλότερες θέσεις της λίστας ακολουθούν η ιρλανδική Allied Irish με δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας στο 4,31%, και η αυστριακή Raiffeisen με 6,12%. Ακολουθούν οι Banco Popular 6,62%, Unicredit 7,1%, Barclays 7,3%, Commerzbank 7,42%, SocGen 7,5%, Deutsche Bank 7,8%, Criterai Caixa 7,81%, Erste Group 8,02%.⁴⁸

(Ιαν. 2011 - Φεβρ. 2016)



Πηγές: Bloomberg και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Ως "πιθανότητα πτώχευσης δύο ή περισσότερων ΜΣΤΟ" νοείται η πιθανότητα ταυτόχρονων πτωχεύσεων στο δείγμα των 15 μεγάλων και σύνθετων τραπεζικών ομίλων (ΜΣΤΟ) σε οριζόντια ενός έτους. Ο δείκτης χρηματοπιστωτικής πίεσης μετρά την πίεση στις χρηματοπιστωτικές αγορές σε επίπεδο χώρας βάσει τριών τμημάτων της αγοράς (μετοχές, ομόλογα και συνάλλαγμα) και της μεταξύ τους συσχέτισης. Λεπτομέρειες βλ. στο Duprey, T., Klaus, B. and Peltonen, T., "Dating systemic financial stress episodes in the EU countries", *Working Paper Series*, No 1873, ECB, December 2015.

Ωστόσο, τα στοιχεία της Ευρωπαϊκής Τραπεζικής Αρχής (ΕΤΑ) φανερώνουν και πολλές αδυναμίες του ευρωπαϊκού τραπεζικού οικοδομήματος. Από την ανάλυση των στοιχείων προκύπτει ότι οι ευρωπαϊκές τράπεζες τα επόμενα χρόνια θα χρειαστούν κεφαλαιακό απόθεμα περίπου 500 δισ. Ευρώ για να καλυφθεί η αναμενόμενη ζημιά από τα «κόκκινα» δάνεια και άλλα προβληματικά περιουσιακά στοιχεία τους. Συγκεκριμένα, η Αρχή εκτιμά ότι η κάλυψη για την απορρόφηση ζημιών των ευρωπαϊκών τραπεζών, θα ανέλθει σε 470 δισ. Ευρώ (517 δισ. Δολάρια). Ωστόσο, στα στοιχεία που αφορούν την μελέτη του πιο ακραίου σενάριου το ποσό ανεβαίνει στα 790 δισ. Ευρώ, χωρίς μάλιστα σε αυτό το ποσό να συνυπολογίζονται τα δάνεια που έχουν δοθεί δίχως εξασφαλίσεις.

Τα παραπάνω ευρήματα, δείχνουν την έκταση του προβλήματος των κόκκινων δανείων. Επίσης, πρέπει να αναφερθεί ότι αν προστεθούν στις ελάχιστες απαιτήσεις ιδίων κεφαλαίων και τα ποσά από μεγάλες επιχειρηματικές καταθέσεις, τότε τα 470 δισ. ευρώ που θα πρέπει να συγκεντρώσουν οι τράπεζες για να απορροφήσουν τις ζημιές από τις πωλήσεις κόκκινων δανείων μειώνονται αυτόματα στα 290 δισ. Ευρώ. Τέλος, οι τράπεζες για να καλύψουν τις απώλειες που θα έχουν από τις πωλήσεις «κόκκινων» δανείων, καθώς και τις ζημιές που θα εγγράψουν στους ισολογισμούς τους,

θα πρέπει είτε να αυξήσουν τις επισφάλειες τους είτε να αναζητήσουν τα απαιτούμενα κεφάλαια από τις αγορές.⁴⁹

Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή, βασική αιτία της δημιουργίας αυτού του σκιάδους τραπεζικού χώρου είναι η ενεργοποίηση του νέου αυστηρού κανονιστικού πλαισίου στο ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα. Την τελευταία τριετία, το σφίξιμο της εποπτείας σε συνάρτηση με την πρωτοφανή αύξηση της διαθέσιμης ρευστότητας από τις κεντρικές τράπεζες και τις "μηδενικές" αποδόσεις των κρατικών ομολόγων, οδήγησαν μεγάλους όγκους επενδυτικών κεφαλαίων στην μη εποπτευόμενη περιοχή του σκιάδους χρηματοπιστωτικού συστήματος και των κάθε είδους funds διαχείρισης κεφαλαίων. Το μη εποπτευόμενο αυτό κομμάτι της αγοράς, αυξήθηκε σε πρωτοφανή επίπεδα καθώς είχε την απόλυτη ελευθερία υπερ-μόχλευσης των κεφαλαίων σε αναζήτηση αποδόσεων. Στη συνέχεια, η έκθεση της ΕΚΤ κάνει μια αναλυτική αναφορά στο πρόβλημα του σκιάδους τραπεζικού τομέα, ο οποίος αποκτά όλο και μεγαλύτερη σημασία ως πηγή χρηματοδότησης της οικονομίας της ζώνης του ευρώ. Συγκεκριμένα, αναφέρει ότι «Ολοένα και περισσότερο οι κίνδυνοι για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα εκτείνονται πέρα από τις παραδοσιακές οντότητες, όπως τράπεζες και ασφαλιστικές επιχειρήσεις. Ο σκιάδης τραπεζικός τομέας συνέχισε να επεκτείνεται δυναμικά σε παγκόσμιο επίπεδο και σε επίπεδο ζώνης του ευρώ. Δεδομένης της ταχείας ανάπτυξης και της διασύνδεσης αυτού του τομέα, και ιδίως του τομέα των αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα, οι ευπάθειες είναι πιθανόν να συσσωρεύονται χωρίς να είναι εμφανείς. Ο τομέας των αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα όχι μόνο συνέχισε να αναπτύσσεται, αλλά υπήρχαν και ενδείξεις ανάληψης υψηλότερων κινδύνων στους ισολογισμούς τους».⁵⁰

Ο σκιάδης τραπεζικός τομέας περιλαμβάνει ένα σύνολο ιδρυμάτων που δεν είναι τράπεζες, αλλά παρέχουν πιστώσεις, εκδίδουν οιονεί νομισματικές απαιτήσεις ή χρηματοδοτούνται από βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και επενδύουν παράλληλα σε

49

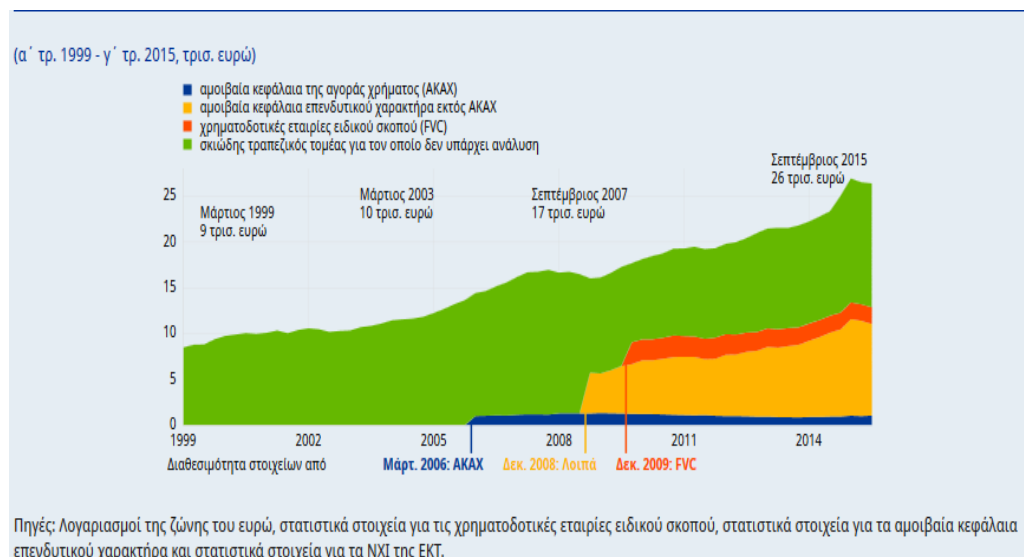
<http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-stress-testing/2016/results>

50

<http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-stress-testing/2016/results>

μακροπρόθεσμες απαιτήσεις που σχετίζονται με πιστώσεις. Στις ιδρύματα αυτά περιλαμβάνονται ειδικότερα χρηματοδοτικές εταιρίες ειδικού σκοπού, αμοιβαία κεφάλαια της αγοράς χρήματος και λοιπά αμοιβαία κεφάλαια επενδυτικού χαρακτήρα. Η ζώνη του ευρώ συγκαταλέγεται στις περιοχές που παρουσιάζουν την ταχύτερη ανάπτυξη τομέα, ενώ το συνολικό ενεργητικό του έχει υπερδιπλασιαστεί την τελευταία δεκαετία. Από το συνολικό ενεργητικό του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ζώνης του ευρώ (67 τρισεκ. Ευρώ) ο σκιάδεις τραπεζικός τομέας της ζώνης του ευρώ διακρατεί σήμερα πάνω από 26 τρισεκ. Ευρώ τα οποία κινούνται ελεύθερα χωρίς καμία εποπτεία.⁵¹

Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι ο τομέας των αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα έχει παρουσιάσει ταχεία επέκταση από την εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, εν μέσω έντονης αναζήτησης υψηλών αποδόσεων εκ μέρους των επενδυτών παγκοσμίως. Στο επόμενο διάγραμμα παρουσιάζεται το ενεργητικό αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος, αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα, χρηματοδοτικών εταιριών ειδικού σκοπού και λοιπών μη νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων της ζώνης του ευρώ. (α' τρ. 1999γ' τρ. 2015, τρισ. Ευρώ).



Η ανάλυση της ΕΚΤ υποστηρίζει ότι η ανάπτυξη του τομέα των αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα συμπλήρωσε το παραδοσιακό τραπεζικό σύστημα. Τα αμοιβαία κεφαλαία επενδυτικού χαρακτήρα λειτούργησαν ως σημαντικό ανάχωμα για την οικονομία, καθώς οι τραπεζικές πιστώσεις συρρικνώνονταν τα τελευταία χρόνια. Ωστόσο, η επίδραση που δυνητικά θα ασκούσαν στο ευρύτερο χρηματοπιστωτικό σύστημα και την πραγματική οικονομία τυχόν δυσμενείς εξελίξεις στον σκιώδη τραπεζικό τομέα έχει αυξηθεί σημαντικά εξαιτίας όχι μόνο του ολοένα μεγαλύτερου ρόλου του στις αγορές κεφαλαίων, αλλά και των ισχυρότερων δεσμών τόσο εντός του τομέα των αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα, όσο και με άλλα τμήματα του χρηματοπιστωτικού τομέα, συμπεριλαμβανομένων των τραπεζών.

Η έκθεση της ΕΚΤ δεν παραλείπει να εκφράσει και τις ανησυχίες της σημειώνοντας ότι : «Τα αυξανόμενα χρηματοδοτικά ανοίγματα, σε συνδυασμό με τις ενδείξεις αυξημένου μετασχηματισμού ρευστότητας και ληκτότητας και αυξημένης ανάληψης κινδύνων, αναδεικνύουν την ανάγκη στενής παρακολούθησης του τομέα των αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα. Υπάρχουν ανησυχίες μήπως, εάν οι επενδυτές αποσύρουν σημαντικά ποσά κεφαλαίων σε περίπτωση εντάσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές, ορισμένοι τύποι αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα ενισχύσουν τις πιέσεις ρευστοποίησης ή/και προκαλέσουν μαζική απόσυρση κεφαλαίων σε ολόκληρη την αγορά. Όσο περισσότερο τα αμοιβαία κεφάλαια συμμετέχουν ενεργά στον μετασχηματισμό ρευστότητας, τόσο πιθανότερο είναι να αντιμετωπίσουν πιέσεις ρευστοποίησης σε περίπτωση σοβαρής επιδείνωσης στην αγορά. Τα υψηλά επίπεδα μόχλευσης είναι δυνατόν να εντείνουν τις δίνες ρευστότητας (liquidity spirals), αναγκάζοντας τις εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων να πωλήσουν μεγαλύτερο μερίδιο του επενδεδυμένου χαρτοφυλακίου τους για ένα δεδομένο ύψος εκροών».⁵²

Όπως σημειώνει η έκθεση, υπάρχει σημαντικό ποσοστό αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα που εκδίδει μερίδια για να χρηματοδοτήσει περιουσιακά

στοιχεία με σχετικά χαμηλό βαθμό ρευστότητας, τα οποία είναι εξαγοράσιμα σε πρώτη ζήτηση. Με βάση το σύνολο του ενεργητικού τους, το 99% των αμοιβαίων κεφαλαίων επενδυτικού χαρακτήρα εκτός των αμοιβαίων κεφαλαίων ακίνητης περιουσίας είναι ανοικτού τύπου. Αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές μπορούν να εξαγοράσουν τα μερίδιά τους με μικρό διάστημα προειδοποίησης. Σε ότι αφορά τα αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας, το ποσοστό είναι 80%, ενώ η περίοδος προειδοποίησης είναι συχνά μεγαλύτερη.

Ακόμη, η Έκθεση της ΕΚΤ αναφέρει ότι η συγκέντρωση περιουσιακών στοιχείων εντός περιορισμένου αριθμού ιδρυμάτων με ιδιαίτερα μεγάλο αποτύπωμα μπορεί να επηρεάσει τις εξελίξεις στις αγορές τόσο σε περιόδους εντάσεων όσο και σε ομαλές συνθήκες, ενώ επισημαίνει ότι «Υπάρχουν ενδείξεις αυξημένης ανάληψης κινδύνων από αμοιβαία κεφάλαια επενδυτικού χαρακτήρα τα οποία ανακατανέμουν τα χαρτοφυλάκιά τους υπέρ χρεογράφων με χαμηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση, υψηλότερη απόδοση και αυξημένο κίνδυνο διάρκειας».⁵³ Δεν πρέπει να παραλείψουμε να αναφέρουμε κλείνοντας το υποκεφάλαιο αυτό, ότι η ΕΚΤ μέσα από την Έκθεση της διατυπώνει έντονους προβληματισμούς για την αναγκαιότητα παρακολούθησης και αντιμετώπισης αυτής της αναπτυσσόμενης πηγής δυνητικού κινδύνου. Όπως αναφέρει και η Έκθεση «Δεν υπάρχει διαθέσιμη στατιστική ανάλυση για το 50% περίπου του συνολικού ενεργητικού του τομέα – ένα μέρος αυτού του ποσοστού πιθανόν αντιπροσωπεύει οντότητες που δεν δραστηριοποιούνται στον σκιώδη τραπεζικό τομέα, ενώ κάποιο άλλο μέρος ίσως να αντιπροσωπεύει άλλες οντότητες οι οποίες συμμετέχουν σε ριψοκίνδυνες δραστηριότητες. Επομένως, η ανεπάρκεια των διαθέσιμων στοιχείων, εξακολουθεί να αποτελεί περιοριστικό παράγοντα στην παρακολούθηση των κινδύνων και ευπαθειών που διενεργεί η ΕΚΤ».⁵⁴

53

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2015.el.html>

54

<http://www.bis.org/press/p160816.htm>

2.3. Η τραπεζική συγκυρία

Οι εξελίξεις που συμβαίνουν στο ευρωπαϊκό τραπεζικό οικοδόμημα δεν πρέπει να αντιμετωπίζονται αποκομμένα από τα όσα διαδραματίζονται τόσο στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού, όσο και σε άλλα σημεία του πλανήτη.

Η κρίση που ξεκίνησε το καλοκαίρι του 2007 στις ΗΠΑ πλήττοντας την αγορά της στεγαστικής πίστης μειωμένης εξασφάλισης επεκτάθηκε γρήγορα στην Ευρώπη και σύντομα εξαπλώθηκε παγκόσμια μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers. Στην ευρωπαϊκή ήπειρο το μεγαλύτερο πρόβλημα το αντιμετώπισαν αρχικά οι Ισλανδικές και έπειτα οι βρετανικές, οι γαλλικές, οι βελγικές, οι ιταλικές, οι ολλανδικές και οι τράπεζες του Λουξεμβούργου. Μέσα λοιπόν σε ένα ρευστό παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον έντονων οικονομικών, κοινωνικών και πολιτικών ανακατατάξεων, διεθνείς, διεθνικοί και εθνικοί οργανισμοί αλληλοεπιδρούν πότε ανταγωνιστικά, πότε συμπληρωματικά, ενώ η εφαρμοζόμενη νομισματική πολιτική προκαλεί αλυσιδωτές και διευρυνόμενες αντιδράσεις. Ενώ οι μικρότερες χώρες της Ευρωζώνης (Ελλάδα, Πορτογαλία και Φινλανδία) μαστίζονται από το υψηλό δημόσιο και ιδιωτικό χρέος, οι μεγάλες χώρες (όπως η Γερμανία, η Γαλλία και η Ιταλία), βιώνουν μία σημαντική τραπεζική κρίση.

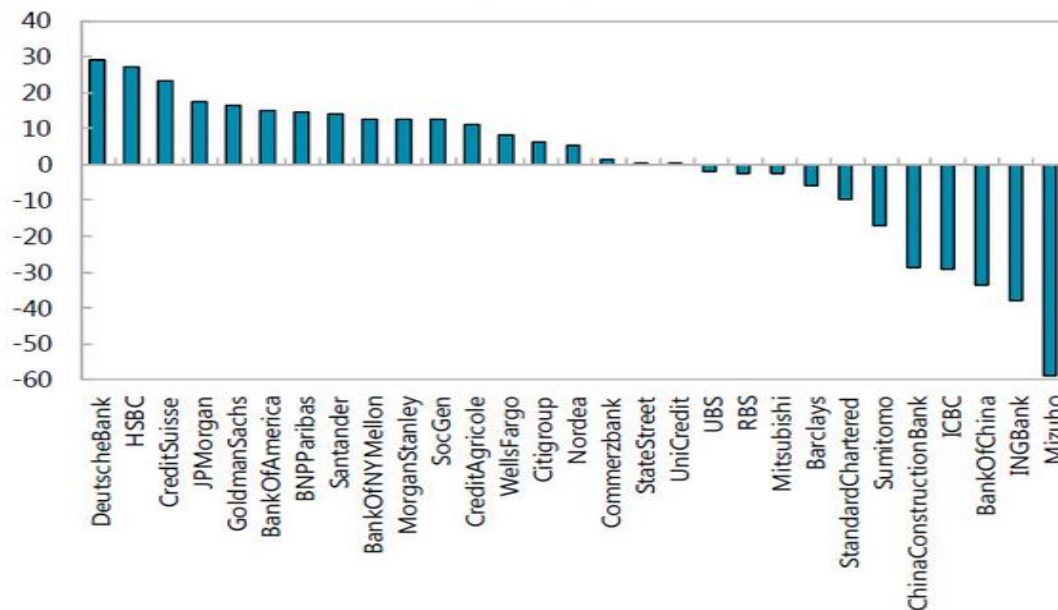
Εκτός από την ΕΚΤ, αντίστοιχα στοιχεία για την αξιολόγηση τόσο του χρηματοπιστωτικού, όσο και του τραπεζικού τομέα της ευρωζώνης (και όχι μόνο) συγκεντρώνουν και άλλοι οργανισμοί. Η Κεντρική Τράπεζα των Κεντρικών τραπεζών (BIS) έπειτα από ειδική αίτηση της Κίνας δημοσίευσε στις 16 Αυγούστου του 2016 έκθεση με την οποία προειδοποιεί πως μέχρι τώρα δεν υπάρχει κανένας μηχανισμός προστασίας που να μπορεί να εμποδίσει το σπάσιμο της φούσκας των παραγώγων, (ύψους 600 τρις \$) – εάν τυχόν κάποιος από τους μεγάλους συμμετέχοντες στην αγορά αδυνατούσε να εξυπηρετήσει τις υποχρεώσεις του κάτι που είναι πολύ πιθανόν.

Η μελέτη δημοσιεύτηκε από κοινού από την ειδική επιτροπή της BIS και τον Διεθνή Οργανισμό των Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (IOSCO). Η μελέτη διαπίστωσε ότι εταιρείες συμψηφισμού (Clearing house, CCPs), οι οποίες οφείλουν να εγγυώνται για τα συμβόλαια παραγώγων, καθώς επίσης να διαχειρίζονται τα ρίσκα τους, δεν έχουν καν τα

απαιτούμενα μέσα για να αντεπεξέλθουν με τις υποχρεώσεις τους – ενώ αποτελούν οι ίδιες μία μεγάλη απειλή για το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα.⁵⁵

Σύμφωνα με την τελευταία έκθεση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου για τη σταθερότητα του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος, το 1/3 των ευρωπαϊκών τραπεζών και το 1/4 των αμερικανικών τραπεζών βρίσκεται σε κίνδυνο. Αναλυτικότερα, η Παγκόσμια Έκθεση για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα παρέχει μια εκτίμηση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος και των αγορών. Επικεντρώνεται στις τρέχουσες συνθήκες της αγοράς, τονίζοντας συστημικά ζητήματα που θα μπορούσαν να θέσουν σε κίνδυνο τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και τη διαρκή πρόσβαση στην αγορά από τις αναδυόμενες δανειολήπτριες χώρες της αγοράς.

Globally Systemically Important Banks



πηγή: <http://www.analyst.gr/2016/06/30/deutsche-bank-o-noumero-ena-kindinos/>

Η έκθεση επισημαίνει ότι: «Στην ευρωζώνη, τα υπερβολικά μη εξυπηρετούμενα δάνεια και τα δομικά βαρίδια για την κερδοφορία απαιτούν επείγουσα και ολοκληρωμένη δράση. (...) Η μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων και η αντιμετώπιση των ελλείψεων κεφαλαίων στις αδύναμες τράπεζες είναι μια προτεραιότητα».⁵⁶ Η έρευνα του ΔΝΤ διαπίστωσε ότι πολλές ευρωπαϊκές τράπεζες αγωνίζονται να επιλύσουν αναρίθμητα προβληματικά assets. Επίσης οι ευρωπαϊκές τράπεζες αντιμετωπίζουν το ζήτημα των χαμηλών επιπέδων κερδοφορίας (εξαιτίας των κόκκινων δανείων. π.χ. στην Ιταλία έχουν ήδη ξεπεράσει τα 360 δισ. ευρώ και συνεχίζουν να αυξάνονται.). Όπως σημειώνει το Ταμείο, ακόμα και στην περίπτωση που η ανάκαμψη της ευρωπαϊκής οικονομίας άνοιγε το βήμα της, πολλές από τις ευρωπαϊκές τράπεζες θα αδυνατούσαν (εξαιτίας της πολύ χαμηλής κερδοφορίας τους) να αντιμετωπίσουν τα προβληματικά assets και να μπου σε μια πιο υγιή βάση. Επιπρόσθετα, πρέπει να επισημανθεί ότι σύμφωνα με το ΔΝΤ οι ευρωπαϊκές Αρχές πρέπει να ενισχύσουν το θεσμικό πλαίσιο των χρεοκοπιών, ώστε να διευκολυνθούν οι κατασχέσεις στις περιπτώσεις μη εξυπηρετούμενων δανείων, ενώ, από την άλλη πλευρά, οι πιο αδύναμες τράπεζες είναι απαραίτητο να ακολουθήσουν την λύση της συγχώνευσης με ισχυρότερους ομίλους και να μειώσουν τα κόστη τους.⁵⁷

Το ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα δεν μπόρεσε ποτέ να αφήσει πίσω του την κρίση του 2008 ή την ευρωπαϊκή κρίση χρέους. Από τις αρχές του 2016 οι εταιρείες του ευρωπαϊκού χρηματοοικονομικού κλάδου έχουν χάσει 280 δισ. δολάρια κεφαλαιοποίησης με αποτέλεσμα να αποτελούν σήμερα μόλις το 11% του πανευρωπαϊκού χρηματιστηριακού δείκτη Stoxx Europe 600 Index (ενώ πριν από δέκα χρόνια η στάθμισή τους άγγιζε το 23%). Επιπρόσθετα, με τα κέρδη των ευρωπαϊκών τραπεζών να προβλέπονται μειωμένα κατά 22% για το σύνολο του 2016, ο Stoxx 600 Bank Index υποχωρεί ήδη κατά 23% από τις αρχές του έτους. Ωστόσο, κανένας δείκτης δεν αποτυπώνει καλύτερα την κατάσταση του τραπεζικού κλάδου από το γεγονός ότι τα

56

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2015.el.html>

57

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2015.el.html>

τρία τέταρτα των ονομάτων του κλάδου διαπραγματεύονται σε επίπεδα χαμηλότερα από την αξία των περιουσιακών τους στοιχείων.⁵⁸

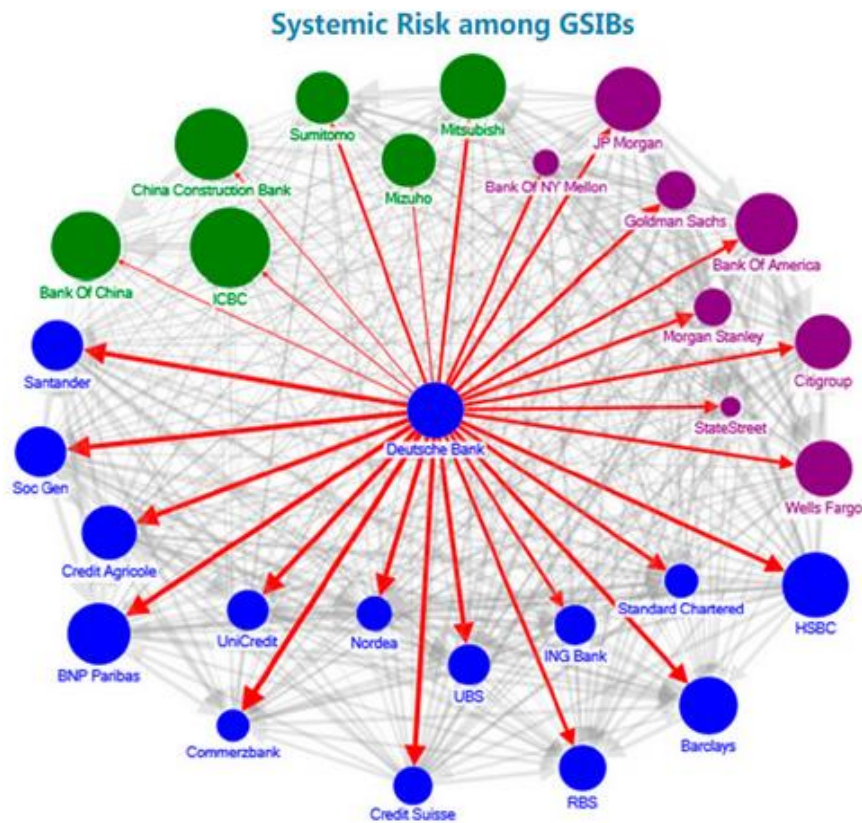
Στην πραγματικότητα, οι ευρωπαϊκές τράπεζες μέσα σε ένα περιβάλλον χαμηλής ανάπτυξης, χαμηλών επιτοκίων και χαμηλών αποδόσεων, είναι σχεδόν αδύνατο να βγάλουν κέρδη από τις παραδοσιακές δραστηριότητές τους. Επίσης, το γεγονός ότι αναγκάζονται πια να πληρώσουν για να καταθέσουν τα χρήματά τους στο overnight μειώνει τα περιθώρια κέρδους. Οι τράπεζες χωρίς κέρδη αδυνατούν να συσσωρεύσουν εκείνα τα κεφάλαια που απώλεσαν κατά τις προηγούμενες κρίσεις, εξαιτίας των ζημιών από τα κόκκινα δάνεια. Ακόμη, η αυστηροποίηση των κανόνων περί κεφαλαιακής επάρκειας βάζει φραγμούς στις πιο ριψοκίνδυνες δραστηριότητες (π.χ. investment banking) που το προηγούμενο διάστημα αποτέλεσαν την ατμομηχανή της κερδοφορίας και της γιγάντωσης τραπεζικών ομίλων. Ακόμη, η χαριστική βολή για τον κλάδο έρχεται από τα ατέλειωτα σκάνδαλα και τα πρόστιμα που πλήττουν όλα τα μεγάλα τραπεζικά ονόματα.

Ωστόσο, το πρόβλημα δεν είναι μόνο ευρωπαϊκό. Σύμφωνα με έκθεση της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών, η Κίνα μέσα στα επόμενα τρία χρόνια αντιμετωπίζει το σοβαρό κίνδυνο μιας μεγάλης τραπεζικής κρίσης, εξαιτίας της υπερβολικής πιστωτικής ανάπτυξης. Οι εξελίξεις αυτές έχουν άμεσο αντίκτυπο στο σύνολο του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού και τραπεζικού τομέα. Η απόκλιση του σχετικού δείκτη πίστωσης προς το ΑΕΠ αυξήθηκε το πρώτο τρίμηνο στο 30,1 στην Κίνα, ενώ με βάση την BIS, οποιοδήποτε επίπεδο πάνω από το 10 αποτελεί προειδοποιητικό σήμα για πιθανή κρίση μέσα στην επόμενη τριετία. Πρέπει να σημειωθεί ότι ο δείκτης στην Κίνα βρίσκεται πολύ πάνω από το 12,1 του Καναδά, το οποίο είναι το δεύτερο υψηλότερο επίπεδο. Επίσης, ο τραπεζικός δανεισμός υπερδιπλασιάστηκε στην Κίνα τον Αύγουστο του 2016 σε σχέση με τον προηγούμενο μήνα, με το μεγαλύτερο μέρος της ανόδου να προέρχεται στην ισχυρή ζήτηση για στεγαστικά δάνεια. Οι τράπεζες της Κίνας χορηγούν δάνεια σε αγοραστές κατοικιών και κατασκευαστικές με τον υψηλότερο ρυθμό από τη

58

<http://ependisinews.gr/blog/trapezes/i-deutsche-bank-einai-monon-i-koryfi-toy-pagovoyouy>

χρηματοοικονομική κρίση, καθώς η συνολική πίστωση έφτασε στο 255% του ΑΕΠ στο τέλος του περασμένου έτους (2015) πραγματοποιώντας άνοδο 107 ποσοστιαίων μονάδων σε διάστημα οκτώ ετών. Ακόμη, η έκθεση της BIS αναφέρει πως οι ευρωπαϊκές τράπεζες μαζί με τις ιαπωνικές, μπαίνουν σε ένα «βάλτο» λόγω των χαμηλών ή μηδενικών επιτοκίων, της χαμηλής ή μηδενικής ανάπτυξης σε Ευρώπη και γενικά της παγκόσμιας οικονομίας, που όλα αυτά μαζί μηδενίζουν τη δυνατότητά τους να παράγουν κέρδη.⁵⁹



πηγή: <http://www.analyst.gr/2016/06/30/deutsche-bank-o-noumero-ena-kindinos/>

Η ύπαρξη κινδύνου για την έναρξη μιας νέας οικονομικής κρίσης τύπου Lehman Brothers, είναι γεγονός. Τα τραπεζικά ιδρύματα όλου του κόσμου είναι ακόμη

59

<http://ependisinews.gr/blog/trapezes/i-deutsche-bank-einai-monon-i-koryfi-toy-pagovoyouy>

περισσότερο διασυνδεδεμένα μεταξύ τους. Αυτή η νέα σφοδρότερη κρίση για πολλούς θα προέλθει από τον γερμανικό κολοσσό Deutsche Bank, ο οποίος πρέπει να ανακεφαλαιοποιήσει άμεσα το κενό που υπάρχει ύψους 19 δισεκ. ευρώ, για να μην προκληθεί μια νέα οικονομική κρίση στην Ευρώπη και στον υπόλοιπο κόσμο, που όπως υπολογίζεται θα συμπαράσχει 28 Τράπεζες και οίκους, ανάμεσά τους: Bank of China, China Construction Bank, ICBC, Morgan Goldman Sachs, Bank of America, Morgan Stanley, Soc Gen, BNKP, Comport Bank, UBS, ING Bank, HSBC, Barclays etc.

Επίσης η εν λόγω τράπεζα δέχεται αμερικανικές πιέσεις με αφορμή τη συμμετοχή της στο σκάνδαλο των τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων προ του 2008. Πριν το 2008, η Deutsche Bank σε συνεργασία με αμερικανικούς και ελβετικούς κολοσσούς, συμμετείχε στην δημιουργία και εξάπλωση τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων.

Τέλος, δεν θα πρέπει να υποτιμούμε το γεγονός ότι εκτός από την κρίση στην παγκόσμια οικονομία και την κρίση των τραπεζών που είναι αδύναμες για να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους για ανακεφαλαίωση, υπάρχει ακόμη μια άλλη σοβαρή κρίση και απειλή, η οποία προέρχεται από το δημόσιο χρέος των χωρών που ανέρχεται σε 152 τρις δολάρια, δηλ. στο 225% του Παγκόσμιου Α.Ε.Π.⁶⁰

60

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2015.el.html>

Κεφάλαιο 3^ο

Στο τελευταίο κεφάλαιο της μελέτης, μας απασχολεί η επίδραση των αποφάσεων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια (Euribor, Libor διάρκειας ενός μήνα). Το κεφάλαιο κλείνει με τη διατύπωση βασικών συμπερασμάτων της οικονομετρικής έρευνας.

3.1 Εμπειρική μεθοδολογία

Δεδομένης της Ευρωπαϊκής κρίσης, η ΕΚΤ έχει λάβει πολλές αποφάσεις σχετικά με τη νομισματική πολιτική. Είναι πολύ σημαντικό να μελετηθεί το αν η επίδραση των αποφάσεών της, ήταν αποτελεσματική στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αγοράς. Ως εκ τούτου, θα μελετηθεί το κατά πόσο τα μέτρα αυτά είχαν κάποια επίδραση στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς, το Euribor και το Libor.

Στην προσέγγισή μας, θα χρησιμοποιηθεί το ακόλουθο μοντέλο και θα εκτιμηθούν οι συντελεστές της κάθε μεταβλητής με τη Μέθοδο Ελαχίστων Τετραγώνων (Ordinary Least Square method, OLS). Οι συντελεστές του μοντέλου θα εκτιμηθούν κατ' αρχήν με εξαρτημένη μεταβλητή το Euribor με διάρκεια 1 μήνα και κατόπιν θα επαναλάβουμε το πείραμα αλλά αυτή τη φορά με εξαρτημένη μεταβλητή το Libor με διάρκεια ενός μήνα, ώστε να προβούμε σε συγκριτική ανάλυση των αποτελεσμάτων. Το μοντέλο ορίζεται ως κάτωθι :

$$R_t = \alpha \text{CPI}_t + \beta \text{GDP}_t + \gamma \text{GDP_USA}_t + \delta \text{UNEMPL}_t + \varepsilon \text{ESI}_t + \zeta \text{D}_{t+j} - 15R_{t-j} + \varepsilon_t \quad (3.1)$$

Όπου,

- R_t είναι η εξαρτημένη μεταβλητή. Κατ' αρχήν το μοντέλο θα εκτιμηθεί με εξαρτημένη μεταβλητή το Euribor διάρκειας ενός μήνα λαμβάνοντας ημερήσια δεδομένα. Κατόπιν, το ίδιο μοντέλο θα εκτιμηθεί με εξαρτημένη μεταβλητή το Libor διάρκειας ενός μήνα, επίσης λαμβάνοντας ημερήσια στοιχεία ώστε να προβούμε σε συγκριτική ανάλυση των αποτελεσμάτων μας.

- Οι ανεξάρτητες μεταβλητές CPI, GDP, GDP_USA, UNEMPL και ESI χρησιμοποιήθηκαν για να δείξουν την επίδραση των ανακοινώσεων συγκεκριμένων μακροοικονομικών δεικτών για τις χώρες της Ευρωζώνης όπως ο Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (Consumer Price Index , ήτοι CPI), το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (Gross Domestic Product, ήτοι GDP) , η Ανεργία (Unemployment, ήτοι UNEMPL), ο Ευρωπαϊκός Δείκτης Ευαισθησίας (European Sentiment Indicator, ήτοι ESI), καθώς και το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν των ΗΠΑ (Gross Domestic Product of USA, ήτοι GDP_USA).

Για το πείραμα, δεν χρησιμοποιήθηκαν οι τιμές των επιμέρους μακροοικονομικών μεταβλητών, αλλά οι εκάστοτε ανακοινώσεις αυτών, όπως αυτές δημοσιεύθηκαν στο Οικονομικό Ημερολόγιο της Bloomberg. Πιο συγκεκριμένα, χρησιμοποιούμε τη διαφορά ανάμεσα στη προβλεπόμενη τιμή και την πραγματική που δημοσιεύεται για κάθε δείκτη. Έτσι, αντιπροσωπεύεται καλύτερα η επίδραση που έχει στις αγορές η κάθε μεταβλητή, καθώς εξετάζεται το πώς αντιδρούν αυτές κατά την ανακοίνωσή της. Επειδή οι ανακοινώσεις δεν γίνονται σε ημερήσια βάση (συνήθως γίνονται σε μηνιαία ή τριμηνιαία βάση), οι τιμές κατά τις ημερομηνίες μεταξύ των ανακοινώσεων ετέθησαν μηδέν ώστε να αποτυπωθεί ευκρινέστερα η επίδραση των εκάστοτε ανακοινώσεων. Για τον δείκτη Ευρωπαϊκό Δείκτη Ευαισθησίας (ESI) , χρησιμοποιούμε το λογάριθμο της κάθε παρατήρησης η οποία δημοσιεύεται σε μηνιαία βάση (και εδώ ισχύουν τα προαναφερθέντα αναφορικά με τις τιμές των ενδιάμεσων ημερομηνιών).

- Η παράμετρος D αντιπροσωπεύει τις ψευδομεταβλητές (dummy variables) ελέγχου των επιπτώσεων της κάθε ανακοίνωσης νομισματικής πολιτικής στα επιτόκια. Όλες οι αποφάσεις πολιτικής της ΕΚΤ που μας ενδιαφέρουν, συνοψίζονται στον Πίνακα 1 σε δεκαέξι κατηγορίες. Οι επιμέρους αποφάσεις αντλήθηκαν από το επίσημο ιστότοπο της ΕΚΤ και τα Press Releases που αφορούν στη νομισματική πολιτική.

Για να μελετήσουμε την επίπτωση των γεγονότων αυτών, δημιουργούμε ψευδομεταβλητές για κάθε κατηγορία που παρουσιάζεται στον Πίνακα. Κάθε ψευδομεταβλητή παίρνει την τιμή ένα (1) την ημέρα ανακοίνωσης της απόφασης και την επόμενη από αυτή μέρα, ενώ αντίθετα, την ημέρα που δεν υπάρχει ανακοίνωση παίρνει την τιμή μηδέν (0). Ουσιαστικά χρησιμοποιούμε την μέθοδο «two-days window», καθώς σε ορισμένες περιπτώσεις η ανακοίνωση της απόφασης έλαβε χώρα απόγευμα, όταν οι αγορές είχαν ήδη κλείσει. Ως εκ τούτου, η αγορά αντέδρασε στην ανακοίνωση την επόμενη μέρα. Οι κατηγορίες μας περιλαμβάνουν σημαντικές αποφάσεις της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ.

Αναλυτικότερα, αναφορικά με τις επιμέρους dummy variables, σημειώνουμε τα κάτωθι. Οι απαιτούμενες εξασφάλισης από την ΕΚΤ μεταβλήθηκαν κατά καιρούς και αυτές εξαντικρίζονται στις ψευδομεταβλητές ECBcrs και ECBcr1. Ακόμη, η ψευδομεταβλητή που σχετίζεται με τις αποφάσεις της ΕΚΤ για στήριξη της ρευστότητας, συμβολίζεται με ECB1st. Ενώ, οι ανακοινώσεις της πολιτικής που σχετίζονται με το Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών και Τίτλων της ΕΚΤ (ECB's Covered Bond Purchase Program and Securities Market Program), μελετώνται ξεχωριστά και οι ψευδομεταβλητές που χρησιμοποιούνται για αυτές τις κατηγορίες συμβολίζονται με ECBcbt και ECBsmpt, αντίστοιχα. Τέλος, χρησιμοποιείται μια ξεχωριστή ψευδομεταβλητή για την ανακοίνωση των Οριστικών Νομισματικών Συναλλαγών της ΕΚΤ (ECB's OMTs, Outright Monetary Transactions, ECBomt) το Σεπτέμβριο του 2012, καθώς και μία που αφορά στην ομιλία του Προέδρου της ΕΚΤ Μάριο Ντράγκι, τον Ιούλιο του 2012.

Επίσης, μελετήθηκαν ξεχωριστά αποφάσεις σχετικά με το Νέο Πρόγραμμα Οικονομικής Στήριξης (SPreqt και SPdectly), ανακοινώσεις που σχετίζονται με τη δημιουργία του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (European Stability Mechanism, ESM, συμβολίζονται ως ESMt), αποφάσεις περί του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής σταθερότητας (European Financial Stability, EFSF, συμβολίζονται ως EFSFt), ανακοινώσεις για το Ευρωπαϊκό Σχέδιο Ανάκαμψης της Οικονομίας (European Economic Recovery Plan, συμβολίζονται ως EERPt), και άλλες αποφάσεις σχετικές με την Ευρωπαϊκή Οικονομική Διακυβέρνηση (συμβολίζονται ως ODt), όπως η

βελτίωση της δημοσιονομικής πειθαρχίας. Επιπλέον, εξετάζεται η επίδραση της παροχής ρευστότητας σε δολάρια ΗΠΑ μέσω μιας σύμβασης ανταλλαγής – swap με την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (TAF).

ΠΙΝΑΚΑΣ 1: Κατηγορίες Αποφάσεων Νομισματικής Πολιτικής της ECB

<p>ECB Collateral Requirements Relaxed (<i>ECBcrl_t</i>)</p> <p>Oct. 15, 2008; May 3, 2010; Jul. 7, 2011; Dec. 8, 2011; Mar. 8, 2012; Jun. 22, 2012; Sep. 6, 2012; Dec. 19, 2012; May 2, 2013; Jul. 5, 2013; Jul 18,2013</p>
<p>ECB Collateral Requirements Restricted (<i>ECBcrst</i>)</p> <p>May 25, 2007; Nov. 26, 2008; Apr. 8, 2010; Feb. 28, 2012; Jul. 20, 2012; Mar. 22, 2013; Jun. 28, 2013</p>
<p>ECB Liquidity Support (<i>ECBls_t</i>)</p> <p>Aug. 22, 2007; Sep. 6, 2007; Mar. 28, 2008; Oct. 7, 2008; May 7, 2009; Aug. 4,2011; Oct. 6, 2011; Dec. 8, 2011; Oct. 2,2014; Jan. 22, 2015</p>
<p>ECB Covered Bond Purchase Program (<i>ECBcb_t</i>)</p> <p>Jun. 4, 2009; Oct. 6, 2011</p>
<p>ECB Securities Market Program (<i>ECBsmp_t</i>)</p> <p>May 10, 2010</p>
<p>ECB Outright Monetary Transactions Program (<i>ECBomt_t</i>)</p> <p>Sep. 6, 2012</p>
<p>ECB Draghi “Whatever-It-Takes” Speech (<i>ECBdhi_t</i>)</p> <p>Jul. 26, 2012</p>

<p>Support Package Request (<i>SReq_t</i>)</p> <p>Nov. 21, 2010; Apr. 8, 2011; Jun. 25, 2012; Jun. 27, 2012</p>
<p>Support Package Decisions (<i>SPdec_t</i>)</p> <p>Apr. 12, 2010; May 10, 2010; Nov. 28, 2010; May 16, 2011; Jul. 21, 2011; Feb. 20, 2012; Jul. 20, 2012; Mar. 25, 2013</p>
<p>Support Package Conditions Relaxed (<i>SPcrl_t</i>)</p> <p>Nov. 27, 2012; Mar. 16, 2013</p>
<p>Greece Debt Restructuring (<i>Drst_t</i>)</p> <p>Mar. 9, 2012</p>
<p>Decisions on ESM (<i>ESM_t</i>)</p> <p>Oct. 28, 2010; Nov. 29, 2010; Dec. 16, 2010; Mar. 21, 2011; Feb. 2, 2012; Mar. 30, 2012; Jul. 9, 2012</p>
<p>Widening of the Mandate of EFSF/ESM (<i>EFSF_t</i>)</p> <p>Jun. 20, 2011; Jul. 21, 2011; Oct. 26, 2011; Mar. 30, 2012</p>
<p>European Economic Recovery Plan (<i>EERP_t</i>)</p> <p>Nov. 26, 2008</p>
<p>Term Auction Facility (<i>TAF_t</i>)</p> <p>Dec. 12, 2007; Feb. 1, 2008; Mar. 11, 2008; May 2, 2008; Sep. 26, 2008; Oct. 13, 2008; Oct. 15, 2008; Dec. 19, 2008; Mar. 19, 2009; Jun. 25, 2009; Sep. 24, 2009; Jan. 27, 2010; May 10, 2010; Dec. 21, 2010; Jun. 29, 2011; Nov. 30, 2011; Dec. 13, 2011; Jan. 24, 2014; Jun. 17, 2014; Dec. 12, 2014</p>
<p>Other Decisions Related to European Economic Governance (<i>OD_t</i>)</p> <p>Aug. 4, 2004; Jan. 12, 2004; May 18, 2005; May 27, 2009; Sep. 29, 2010; Mar. 11, 2011; Mar. 25, 2011; Nov. 8, 2011; Dec. 19, 2011; Mar. 2, 2012; Jun. 29, 2012; Dec. 14, 2012</p>

Πηγή: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.en.html>

- Επιπροσθέτως, χρησιμοποιούνται 5 χρονικές υστερήσεις ($\sum_{j=1}^5$) για την εκτίμηση της αποτελεσματικότητας των μέτρων νομισματικής πολιτικής στις τιμές της αγοράς.

3.2 Δεδομένα

Χρησιμοποιούμε ημερήσια στοιχεία κατά την περίοδο της κρίσης και συγκεκριμένα από τις 15/8/2008, η οποία είναι η ημερομηνία πτώχευσης της Lehman Brothers μέχρι τις 15/20/2016, για την εκτίμηση της εξίσωσης (3.1) τόσο για το Euribor διάρκειας ενός μήνα όσο και για το Libor διάρκειας ενός μήνα.

Τα δεδομένα σχετικά με το Euribor και το Libor προέρχονται από τη βάση δεδομένων DataStream.

Οι ανακοινώσεις που χρησιμοποιούνται για τους μακροοικονομικούς δείκτες προέρχονται από τη βάση δεδομένων Bloomberg και τις επίσημες οικονομικές ανακοινώσεις της.

Οι ανακοινώσεις των αποφάσεων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ που χρησιμοποιήθηκαν για τη δημιουργία των ψευδομεταβλητών μας, αντλήθηκαν από την επίσημη ιστοσελίδα της ΕΚΤ.

Επιπλέον, για την ανάλυσή μας χρησιμοποιήθηκε η EViews 9^η Έκδοση.

3.3 Εμπειρικά Αποτελέσματα

Εν συνεχεία, παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα της μελέτης μας.

Αρχικά, εκτιμούμε το μοντέλο μας για το Euribor διάρκειας ενός μήνα. Όπως είναι εμφανές από τα ακόλουθα αποτελέσματα, το μοντέλο είναι υψηλά αξιόπιστο καθώς το R^2 είναι περίπου 99,9%.

Όσον αφορά τις μακροοικονομικές παραμέτρους που επηρεάζουν το βραχυπρόθεσμο Euribor, το ΑΕΠ των ΗΠΑ και ο Ευρωπαϊκός Δείκτης Ευαισθησίας, είναι στατιστικά σημαντικές, με θετική επίδραση στο Euribor (σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%).

Σε σχέση με τις επιπτώσεις της νομισματικής πολιτικής στο βραχυπρόθεσμο Euribor, μπορούμε να πούμε ότι μόνο οι αποφάσεις σχετικά με το Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων (ECB Securities Market Program), τον Μάιο του 2010 και το Ευρωπαϊκό Πρόγραμμα Οικονομικής Ανάκαμψης (European Economic Recovery Plan) της ΕΚΤ, τον Νοέμβριο του 2008, ήταν στατιστικά σημαντικές (σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%). Ωστόσο, μόνο οι αποφάσεις σχετικά με το Πρόγραμμα της ΕΚΤ για την Αγορά Τίτλων είχε αρνητική επίδραση στο Euribor, όμως όχι περισσότερο από 3 μονάδες βάσης. Το Ευρωπαϊκό Πρόγραμμα Οικονομικής Ανάκαμψης φαίνεται να έχει θετική επίδραση στις τιμές του Euribor. Ως εκ τούτου, τα αποτελέσματα μας δείχνουν ότι οι ανακοινώσεις νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ είχαν μικρή επίδραση στο επιτόκιο αγοράς Euribor με διάρκεια 1 μήνα, δεδομένης της επίδρασης των μακροοικονομικών συνθηκών.

Στη συνέχεια παραθέτουμε τα αποτελέσματα της στατιστικής ανάλυσης του μοντέλου με χρήση του EVIEWS πάντα για το Euribor διάρκειας 1 μήνα.

Dependent Variable: EUR_1M				
Method: Least Squares				
Date: 11/03/16 Time: 21:54				
Sample (adjusted): 9/22/2008 2/15/2016				
Included observations: 1931 after adjustments				
HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 8.0000)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000328	0.000137	-2.399134	0.0165
EUR_1M(-1)	1.415738	0.100757	14.05096	0.0000
EUR_1M(-2)	-0.261920	0.121737	-2.151526	0.0316
EUR_1M(-3)	-0.037027	0.052867	-0.700377	0.4838
EUR_1M(-4)	-0.074114	0.061406	-1.206938	0.2276
EUR_1M(-5)	-0.044779	0.052387	-0.854775	0.3928
CPI	-0.002747	0.003831	-0.716905	0.4735
GDP	-0.000270	0.000348	-0.775265	0.4383
GDP_USA	0.002347	0.001144	2.052657	0.0402
UNEMPL	0.006014	0.010046	0.598643	0.5495
ESI	0.000167	6.86E-05	2.436998	0.0149
DRSTT	1.47E-06	1.89E-05	0.077655	0.9381
ECBCB	0.000120	2.95E-05	4.054334	0.0001
ECBCRLT	-1.83E-06	3.65E-05	-0.050139	0.9600
ECBCRST	-3.87E-06	5.24E-06	-0.739194	0.4599
ECBDHIT	5.22E-06	4.53E-06	1.152365	0.2493
ECBLST	-1.71E-05	4.26E-05	-0.402032	0.6877
ECBOMTT	1.13E-05	3.67E-05	0.307067	0.7588
ECBSMP	-3.50E-05	9.95E-06	-3.518290	0.0004
EERPT	0.001358	0.000334	4.068317	0.0000
EFSF	2.03E-05	1.76E-05	1.154018	0.2486
ESM	3.76E-05	3.00E-05	1.253001	0.2104
ODT	2.66E-05	2.34E-05	1.134807	0.2566
SPCRLT	3.12E-06	4.53E-06	0.688485	0.4912
SPDEC	1.38E-05	8.44E-06	1.636858	0.1018
SPREQ	6.05E-05	4.99E-05	1.212037	0.2256
R-squared	0.999871	Mean dependent var		0.005808
Adjusted R-squared	0.999869	S.D. dependent var		0.008576
S.E. of regression	9.81E-05	Akaike info criterion		-15.60714
Sum squared resid	1.83E-05	Schwarz criterion		-15.53220
Log likelihood	15094.69	Hannan-Quinn criter.		-15.57957
F-statistic	589501.8	Durbin-Watson stat		2.018463
Prob(F-statistic)	0.000000	Wald F-statistic		358946.2
Prob(Wald F-statistic)	0.000000			

Έπειτα, το μοντέλο εκτιμάται με εξαρτημένη μεταβλητή το Libor διάρκειας ενός μήνα. Όπως είναι προφανές από τα ακόλουθα αποτελέσματα, το μοντέλο είναι υψηλά αξιόπιστο καθώς η τιμή του δείκτη R^2 είναι περίπου 99,8%.

Όσον αφορά την επίδραση των μακροοικονομικών παραμέτρων στο βραχυπρόθεσμο Libor με διάρκεια 1 μήνα, η επίδραση τόσο του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (CPI), όσο και του Δείκτη Ανεργίας της Ευρωζώνης είναι στατιστικά σημαντική (με επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%). Βέβαια, η πρώτη εμφανίζει θετική επίδραση στις τιμές του Libor, ενώ η δεύτερη αρνητική.

Σχετικά με τις επιπτώσεις της νομισματικής πολιτικής στο βραχυπρόθεσμο Libor, μπορούμε επίσης να πούμε ότι μόνο οι αποφάσεις σε σχέση με το Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων (ECB Securities Market Program), τον Μάιο του 2010 και το Ευρωπαϊκό Σχέδιο Ανάκαμψης (European Economic Recovery Plan) της ΕΚΤ, τον Νοέμβριο του 2008, ήταν στατιστικά σημαντικές (με επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%). Εντούτοις, μόνο οι αποφάσεις σχετικά με το Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων από την ΕΚΤ, είχαν αρνητική επίδραση στο Libor, περίπου 18 μονάδες βάσης. Το Πρόγραμμα Ευρωπαϊκής Οικονομικής Ανάκαμψης φαίνεται να έχει μια μικρή θετική επίδραση. Επομένως, είναι προφανές ότι η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ, έχει μικρή επίδραση στο Libor. Ωστόσο, σε σύγκριση με το Euribor, οι επιπτώσεις του Libor αναδεικνύονται πιο σημαντικές, δεδομένης και της επίδρασης των μακροοικονομικών συνθηκών.

Παρακάτω, παραθέτουμε τα αποτελέσματα της στατιστικής ανάλυσης του μοντέλου με χρήση του EViews πάντα για το Libor διάρκειας 1 μήνα.

Dependent Variable: LIB_1M				
Method: Least Squares				
Date: 11/03/16 Time: 21:58				
Sample (adjusted): 9/22/2008 2/15/2016				
Included observations: 1931 after adjustments				
HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 8.0000)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.008754	0.024327	-0.359842	0.7190
LIB_1M(-1)	1.484870	0.141129	10.52140	0.0000
LIB_1M(-2)	-0.415062	0.213284	-1.946053	0.0518
LIB_1M(-3)	-0.080646	0.157786	-0.511112	0.6093
LIB_1M(-4)	0.134585	0.114073	1.179813	0.2382
LIB_1M(-5)	-0.131850	0.056292	-2.342242	0.0193
CPI	0.543925	0.617868	0.880325	0.3788
GDP	-0.032077	0.028352	-1.131371	0.2580
GDP_USA	-0.145400	0.372143	-0.390711	0.6961
UNEMPL	-2.180412	1.236438	-1.763462	0.0780
ESI	0.005330	0.011854	0.449622	0.6530
DRSTT	0.003054	0.002587	1.180241	0.2381
ECBCB	-0.006687	0.010153	-0.658648	0.5102
ECBCRLT	-0.005128	0.005021	-1.021374	0.3072
ECBCRST	-0.000221	0.000615	-0.360203	0.7187
ECBDHIT	0.001029	0.000641	1.604617	0.1087
ECBLST	0.017235	0.015516	1.110788	0.2668
ECBOMTT	0.005691	0.005161	1.102764	0.2703
ECBSMP	-0.018675	0.004391	-4.253152	0.0000
EERPT	0.237086	0.062013	3.823197	0.0001
EFSF	-0.000579	0.000451	-1.282230	0.1999
ESM	0.000397	0.000429	0.925175	0.3550
ODT	0.000592	0.000454	1.304732	0.1921
SPCRLT	1.93E-05	0.000618	0.031305	0.9750
SPDEC	0.000401	0.000398	1.006916	0.3141
SPREQ	0.000370	0.000947	0.390922	0.6959
R-squared	0.998311	Mean dependent var		0.313397
Adjusted R-squared	0.998289	S.D. dependent var		0.478100
S.E. of regression	0.019776	Akaike info criterion		-4.995346
Sum squared resid	0.745009	Schwarz criterion		-4.920405
Log likelihood	4849.006	Hannan-Quinn criter.		-4.967780
F-statistic	45045.77	Durbin-Watson stat		2.058299
Prob(F-statistic)	0.000000	Wald F-statistic		8253.221
Prob(Wald F-statistic)	0.000000			

3.4 Συμπεράσματα εμπειρικής μελέτης

Το ερώτημα εάν οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ επηρεάζουν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αγοράς παρουσιάζει μεγάλο ενδιαφέρον. Στο πλαίσιο της μελέτης μας, διερευνήθηκε κατά πόσον οι αποφάσεις αυτές επιδρούν στα επιτόκια Euribor και Libor διάρκειας ενός μήνα, δεδομένης της επίπτωσης των μακροοικονομικών συνθηκών.

Τα αποτελέσματα μας δείχνουν ότι:

Όσον αφορά τις μακροοικονομικές παραμέτρους που επηρεάζουν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια Euribor και Libor, το ΑΕΠ των ΗΠΑ και ο Ευρωπαϊκός Δείκτης Ευαισθησίας έχουν θετική επίδραση στο Euribor. Ο Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (CPI) έχει θετική επίδραση στο Libor, ενώ ο δείκτης Ανεργίας της Ευρωζώνης αρνητική.

Σχετικά με τις επιδράσεις της νομισματικής πολιτικής στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια Euribor και Libor, μπορούμε να δηλώσουμε ότι μόνο οι αποφάσεις που αφορούν το ‘Securities Market Program’ της ΕΚΤ τον Μάιο του 2010, δηλαδή το Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων από την ΕΚΤ, καθώς και οι αποφάσεις που αφορούν το ‘European Economic Recovery Plan’, δηλαδή το Πρόγραμμα Οικονομικής Ανάκαμψης της Ευρώπης, που ακολούθησε την πτώχευση της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008, ήταν στατιστικά σημαντικές. Ωστόσο, μόνο οι αποφάσεις της ΕΚΤ σχετικά με το ‘Securities Market Program’ είχαν αρνητική επίπτωση στα επιτόκια της αγοράς σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, δηλαδή μετά την εν λόγω απόφαση οι αγορές ερμήνευσαν την ακολουθούμενη από την ΕΚΤ νομισματική πολιτική ως ένα τρόπο διατήρησης της σταθερότητας και μείωσης του κινδύνου. Με αυτή την απόφαση, €750 δισεκατομμύρια δόθηκαν σε ένα πακέτο Ευρωπαϊκής Στήριξης, για να διασφαλιστεί η σταθερότητα της ζώνης του ευρώ καθώς η ΕΚΤ αποφάσισε να διενεργήσει παρεμβάσεις στις αγορές τίτλων ιδιωτικού και δημόσιου χρέους. Το Πρόγραμμα Οικονομικής Ανάκαμψης της Ευρώπης φαίνεται να είχε μικρή θετική επίδραση στα ποσοστά Euribor.

Εν κατακλείδι, είναι προφανές ότι η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ φαίνεται να έχει μικρή επίδραση στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αγοράς Euribor και Libor με διάρκεια

ενός μήνα. Ωστόσο, σε σύγκριση με το Euribor, η νομισματική πολιτική φαίνεται να επηρεάζει περισσότερο το Libor σε βραχυπρόθεσμο πάντα ορίζοντα (κατά περίπου 18 μονάδες βάσης), με δεδομένη και την επίδραση των μακροοικονομικών συνθηκών.

Γενικά Συμπεράσματα Μελέτης

Η άσκηση της νομισματικής πολιτικής αποτελεί αντικείμενο εξαιρετικού ενδιαφέροντος και σημασίας, γεγονός προφανές από τις μεγάλες αντιδράσεις των χρηματαγορών στις αποφάσεις των κεντρικών τραπεζών.

Μέχρι πρότερος, η άποψη ότι ο κύριος στόχος των κεντρικών τραπεζών είναι η σταθερότητα των τιμών και η οικονομική ανάπτυξη (σε ορισμένες χώρες), ήταν ευρέως διαδεδομένη. Την άποψη αυτή ήρθε να καταρρίψει η κρίση που ξέσπασε στο αμερικάνικο χρηματοοικονομικό σύστημα τον Αύγουστο του 2007. Οι εξελίξεις ήταν ταχύτερες και δραματικές, ξεπερνώντας και τις πλέον απαισιόδοξες προβλέψεις. Η ένταση και η γεωγραφική της διασπορά ξεπέρασαν ακόμη και αυτές της κρίσης του 1930. Η κρίση αυτή στην πραγματικότητα όχι μόνο δεν έχει ξεπεραστεί, αλλά πλέον στο δεύτερο μισό της δεύτερης δεκαετίας του 21^{ου} αιώνα οι κίνδυνοι που έχει να αντιμετωπίσει η παγκόσμια οικονομία είναι ακόμη μεγαλύτεροι.

Η εκδήλωση της κρίσης σε κάθε χώρα είχε διαφορετική ένταση και κοινωνικές επιπτώσεις. Στην κρίση επέδρασε ενισχυτικά τόσο η ανεξέλεγκτη πιστωτική επέκταση των τραπεζών, όσο και η αυξανόμενη “τιτλοποίηση” στοιχείων του ενεργητικού (ή παθητικού) μεγάλων χρηματοπιστωτικών, βιομηχανικών, εμπορικών κλπ. εταιριών και οικονομικών ομίλων, καθώς και η γενικότερη τάση “χρηματιστικοποίησης” της οικονομίας, ιδίως των αναπτυγμένων χωρών.⁶¹ Περαιτέρω, η ανεξέλεγκτη κίνηση κεφαλαίων ενίσχυσε τις μακροοικονομικές ανισορροπίες οι οποίες δεν περιορίζονται στα στενά γεωγραφικά όρια της χώρας όπου εκδηλώνεται η κρίση, αλλά επεκτείνονται σε

61

http://economix.blogs.nytimes.com/2013/06/11/financialization-as-a-cause-of-economic-laise/?_r=0

διεθνή κλίμακα. Οι διεθνείς κρίσεις στην μετά Bretton-Woods εποχή έχουν ένα κοινό καταλύτη. Την επιδίωξη του χρηματιστικού κεφαλαίου για την επίτευξη όσο δυνατόν υψηλότερης απόδοσης σε βραχύ χρονικό διάστημα. Η ανεξέλεγκτη κίνηση των κεφαλαίων αφήνει το πεδίο ελεύθερο στη διεθνή κερδοσκοπία για την εκπλήρωση αυτής της επιδίωξης.⁶²

Με δεδομένα τα ανωτέρω και την ένταση της κρίσης στον χρηματοπιστωτικό τομέα, έγινε ευρέως κατανοητό και δεκτό ότι η άσκηση νομισματικής πολιτικής μπορεί να συμβάλλει στη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος (financial stability) γεγονός που αποτελεί πρωταρχική αποστολή των κεντρικών τραπεζών. Ιδανικά, η παρέμβαση των κεντρικών τραπεζών θα έπρεπε να είναι προληπτική ώστε να αποτρέπεται η δημιουργία μεγάλων ανισορροπιών. Όμως, ακόμη και αν οι κεντρικές τράπεζες δεν καταφέρουν να αποτρέψουν τη δημιουργία μιας τέτοιας ανισορροπίας, για οποιονδήποτε λόγο, η επέμβασή τους ίσως αποτρέψει την κρίση. Αλλά, ακόμη και στην περίπτωση που η κρίση δεν αποτραπεί, οι κεντρικές τράπεζες οφείλουν να μετριάσουν τις επιπτώσεις της. Οι κεντρικές τράπεζες, επηρεάζουν τη νομισματική κυκλοφορία και τις αγορές ανακοινώνοντας τις εκτιμήσεις τους για την πιθανότερη εξέλιξη οικονομικών μεγεθών, όπως του πληθωρισμού, προδιαθέτοντας τις αγορές για τις μελλοντικές αποφάσεις τους.

Σε αυτά τα πλαίσια, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα δρα προσπαθώντας να προωθήσει την ενοποίηση του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού τομέα χωρίς όμως να διακυβεύονται τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα της ευρωπαϊκής οικονομίας. Δεν παραγνωρίζεται βέβαια και ο πρωταρχικός της στόχος δηλαδή η μακροοικονομική σταθερότητα (macroeconomic stability) και η επίτευξη ενός επιθυμητού επιπέδου πληθωρισμού/ σταθερότητα τιμών, ικανοποιητικού ρυθμού ανάπτυξης ή κάποιου συνδυασμού και των δύο.

62

<https://www.ceps.eu/publications/monetary-policy-european-central-bank-2002-2015>

Από όλα τα παραπάνω, προκύπτει το ερώτημα σχετικά με το εάν οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ είναι αποτελεσματικές. Η έρευνά μας εστιάστηκε στη μελέτη του ζητήματος εάν οι αποφάσεις της ΕΚΤ επηρεάζουν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αγοράς. Στο πλαίσιο της μελέτης, διερευνήθηκε κατά πόσον οι αποφάσεις αυτές επέδρασαν στα επιτόκια Euribor και Libor διάρκειας ενός μήνα, δεδομένης της επίπτωσης των μακροοικονομικών συνθηκών. Από τα αποτελέσματα της οικονομετρικής έρευνας, είναι προφανές ότι η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ φαίνεται να έχει μικρή επίδραση στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αγοράς Euribor και Libor με διάρκεια ενός μήνα. Ωστόσο, σε σύγκριση με το Euribor, η νομισματική πολιτική και κυρίως οι αποφάσεις που αφορούσαν παρεμβάσεις στις αγορές τίτλων ιδιωτικού και δημόσιου χρέους φαίνεται να επηρέασαν (μείωσαν) περισσότερο το Libor σε βραχυπρόθεσμο πάντα ορίζοντα (κατά 18 μονάδες βάσης περίπου), δεδομένης και της επίδρασης των μακροοικονομικών συνθηκών.

Βιβλιογραφία

Ελληνική

- Αλεξιάκης, Π. (2011) "Οι καινοτομίες στη νομισματική πολιτική στην ευρωζώνη από το 2007 έως σήμερα", Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, Συλλογικός Τόμος, σελ. 177-189, Αθήνα, Ελληνική Ένωση Τραπεζών.
- Αντζουλάτος, Α. (2011) “ Κυβερνήσεις Χρηματαγορές και Μακροοικονομία, πλοήγηση στον κόσμο της οικονομίας και των αγορών”, Αθήνα, ΔΙΠΛΟΓΡΑΦΙΑ
- Βάμβουκας, Γ. (2004) Διεθνείς Οικονομικές Σχέσεις, Αθήνα, Γ. Μπένου.
- Ιορδανίδης, Ι. (2012) "Ο Ρόλος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών τραπεζών στη Διασφάλιση της Σταθερότητας του Ευρωπαϊκού Τραπεζικού Συστήματος", Διπλωματική Εργασία, Αθήνα, Πάντειο Πανεπιστήμιο.
- Χ. Μερτζάνης, 2008, «Η διεθνής χρηματο-πιστωτική κρίση», Δ/ση Μελετών «Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς».

Ξένη

- Asso, P.F., Kahn, G., Leeson, R., (2007), “The Taylor Rule and the Transformation of Monetary Policy”, Research Working Paper, The Federal Reserve Bank of Kansas City
- Bernanke, B. & Blinder, A.S. (1988), Is It Money or Credit, or Both, or Neither? Credit, Money, and Aggregate Demand, American Economic Association Papers and Proceedings, vol. 78, no. 2
- 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.
- Callinicos, A., Bonfire of Illusions, Policy Press, Cambridge 2010, UK
- CGVovolinis, D. (2015): The European Stability Mechanism Direct Recapitalisation Instrument: An element for a complete European Banking Union, ECEFIL Working Paper Series, No. 13, March,
- Kolobratnik K. (2008), “An Analysis Of The Global Financial Crisis 2007-2008”, University Of Wien.

- Michel Beaud Η ιστορία του καπιταλισμού Από το 1500 μέχρι το 2000, μετάφραση: Σπύρος Δάμτσας, Μαρία Αλεβίζου Ηλέκτρα, 2008.
- Tobin, James (1978) "A Proposal for International Monetary Reform." Eastern Economic Journal 4

Internet (η τελευταία πρόσβαση στις διαδικτυακές σελίδες έγινε στις 10/11/2016)

- <http://www.kathimerini.gr/802496/article/oikonomia/die8nhs-oikonomia/sta-199-tris-dolaria-to-pagkosmio-xreos>
- <http://www.cnn.gr/money/story/48220/h-deutsche-bank-tromazei-kyverniseis-kai-ependytes>
- www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html
- <http://www.oecd.org/>, <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>
- http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/emu/index_el.htm
- <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>
- <http://www.ecefil.eu//UplFiles/wps/wps2015-13.pdf>
- http://web.calstatela.edu/faculty/rcastil/ECON_435/Bernanke.pdf
- <https://www.ceps.eu/publications/monetary-policy-european-central-bank-2002-2015>
- <http://www.wsj.com/articles/new-tool-for-central-banks-buying-corporate-bonds-1470350276>
- <http://icc.oxfordjournals.org/content/17/6/1097.abstract>
- <http://www.wsj.com/articles/new-tool-for-central-banks-buying-corporate-bonds-1470350276>
- http://www.europedia.moussis.eu/books/Book_2/3/7/3/4/?lang=gr&all=1&s=1&e=10
- <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>
- http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/el/displayFtu.html?ftuId=FTU_4.2.4.html

- https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/stress_test_FAQ.el.html
- <http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-stress-testing/2016/results>
- <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2015.el.html>
- <http://www.bis.org/press/p160816.htm>
- <http://ependisinews.gr/blog/trapezes/i-deutsche-bank-einai-monon-i-koryfi-toy-pagovoynoy>
- <http://www.library.hbs.edu/go/datastream.html>
- <http://www.eui.eu/Research/Library/ResearchGuides/Economics/Statistics/DataPortal/datastream.aspx>
- http://economix.blogs.nytimes.com/2013/06/11/financialization-as-a-cause-of-economic-malaise/?_r=0