

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ**



ATHENS UNIVERSITY
OF ECONOMICS
AND BUSINESS

**ΣΧΟΛΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**
SCHOOL OF
BUSINESS

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ &
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
MSc IN ACCOUNTING & FINANCE

ΕΠΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΑΓΟΡΑΣ

ΕΛΕΝΗ ΚΟΡΚΟΥ

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 της
[ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ]**

ΕΛΕΝΗΣ ΚΟΡΚΟΥ

[ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ ΓΕΩΡΓΟΥΤΣΟΣ

.....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΑΝΔΡΙΑΝΟΣ ΤΣΕΚΡΕΚΟΣ

.....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΣΠΥΡΟΣ ΣΠΥΡΟΥ

.....

15/11/2016

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]

ΕΛΕΝΗ ΚΟΡΚΟΥ

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

Περιεχόμενα

1	Περίληψη.....	5
2	Εισαγωγή.....	6
3	Θεωρητική Διερεύνηση.....	8
3.1	Μηχανισμοί Μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής.....	8
3.1.1	Κανάλι Επιτοκίου (Interest Rate Channel).....	9
3.1.2	Κανάλι Περιουσιακών Στοιχείων (Wealth Channel).....	11
3.1.3	Κανάλι Ευρείας Δανειοληπτικής Πίστης (Broad Credit Channel).....	11
3.1.4	Κανάλι Περιορισμένης Δανειοληπτικής Πίστης (Narrow Credit Channel) ή Κανάλι Τραπεζικού Δανεισμού (Bank Lending Channel).....	12
3.1.5	Κανάλι Συναλλαγματικής Ισοτιμίας (Exchange Rate Channel).....	12
3.1.6	Μονεταριστικό Κανάλι (Monetarist Channel).....	13
3.2	Νομισματική Πολιτική στην Ευρωζώνη.....	14
3.2.1	Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) και του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ESCB).....	14
3.2.2	Εργαλεία Άσκησης Νομισματικής Πολιτικής στην Ευρωζώνη.....	17
3.3	Μέτρα Νομισματικής Πολιτικής που έχει υιοθετήσει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.....	22
3.3.1	Μέτρα Νομισματικής Πολιτικής την Περίοδο της Κρίσης.....	22
3.3.2	Μη – Συμβατικά Μέτρα Νομισματικής Πολιτικής.....	29
4	Εμπειρική Διερεύνηση.....	36
4.1	Εμπειρική Βιβλιογραφία.....	36
4.2	Μεθοδολογία και Στατιστικά Στοιχεία.....	42
4.3	Αποτελέσματα.....	43
5	Συμπεράσματα.....	45
6	Βιβλιογραφία.....	46

1 Περίληψη

Η εργασία αυτή αποτελεί μια θεωρητική και εμπειρική μελέτη της επίπτωσης της νομισματικής πολιτικής στα επιτόκια της αγοράς. Αρχικά μελετάμε τους μηχανισμούς μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής σε θεωρητικό επίπεδο, καθώς και τους τρόπους με τους οποίους ασκεί την νομισματική πολιτική η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) στην Ευρωζώνη. Δίνουμε ιδιαίτερη έμφαση στις πολιτικές που εφάρμοσε η ΕΚΤ κατά την περίοδο της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης (2007 έως σήμερα) και μελετάμε διεξοδικά τα μη συμβατικά μέτρα που εφάρμοσε για την αντιμετώπιση της πτώσης των επιτοκίων. Ακόμη, εκτιμάμε με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων ένα υπόδειγμα που περιγράφει τη σχέση μεταξύ των τριμηνιαίων επιτοκίων της ευρωπαϊκής αγοράς χρήματος (euribor) και των επιτοκίων άσκησης νομισματικής πολιτικής (MROs). Τα ευρήματά μας υποδεικνύουν ότι τα έκτακτα (μη συμβατικά) μέτρα που εφάρμοσε η ΕΚΤ είχαν πραγματικές επιδράσεις στα επιτόκια της αγοράς.

2 Εισαγωγή

Η οικονομική κρίση που αρχισε τον Αύγουστο του 2007 έχει επηρεάσει βαθύτατα τις χρηματοπιστωτικές αγορές σε όλο τον κόσμο. Συγκεκριμένα, οι αγορές χρήματος συρρικνώθηκαν σημαντικά οδηγώντας σε σοβαρές διαταραχές στη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση των τραπεζών. Τα επιτόκια στο ακάλυπτο τμήμα της αγοράς χρήματος αυξήθηκαν σε πρωτοφανή επίπεδα αντικατοπτρίζοντας την επαναξιολόγηση των τραπεζών για την πιστοληπτική ικανότητα του δανειολήπτη και την προθυμία τους αλλά και ικανότητα να δανείσουν. Ως εκ τούτου, οδήγησαν σε αυστηροποίηση των πιστοδοτικών κριτηρίων για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Οι εξελίξεις αυτές έχουν θέσει υπό αμφισβήτηση το κατά πόσο η νομισματική πολιτική μπορεί να κατευθύνει τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς χρήματος αποτελεσματικά σε ένα τέτοιο περιβάλλον.

Σε αυτή την εργασία ερευνούμε την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ στην καθοδήγηση των επιτοκίων της αγοράς χρήματος κατά τη διάρκεια της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης που βασίζεται σε δύο πτυχές. Κατ' αρχάς, θα διερευνήσουμε το κατά πόσον οι προσδοκίες για τα επιτόκια των αγορών αντικατοπτρίζονται επαρκώς στο σχήμα του αποδόσεων της καμπύλης αγοράς χρήματος. Με δεδομένο ότι οι τράπεζες βρίσκονται στο επίκεντρο της δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ζώνης του ευρώ, αυτή η σχέση είναι ζωτικής σημασίας δεδομένου ότι τα επιτόκια, ιδίως των μη εξασφαλισμένων επιτοκίων της αγοράς χρήματος (Euribor), καθορίζουν τα βραχυπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια και τα επιτόκια καταθέσεων, τα οποία με τη σειρά τους επηρεάζουν τους όρους χρηματοδότησης για τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις. Δεύτερον, αναλύουμε την έκταση στην οποία τα (μη τυποποιημένα) μέτρα νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ που σχετίζονται με την κρίση υπήρξαν αποτελεσματικά στη μείωση των επιτοκίων της αγοράς χρήματος.

Η εργασία μας ξεκινάει με μια επισκόπηση της βιβλιογραφίας, έτσι ώστε να επιτευχθεί μια θεωρητική προσέγγιση του θέματος. Θα μελετήσουμε τους μηχανισμούς μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, τη λειτουργία και τις μεθόδους άσκησης νομισματικής πολιτικής από την ΕΚΤ. Στη συνέχεια, θα πραγματοποιήσουμε μια ιστορική αναδρομή στις πολιτικές που εφάρμοσε η ΕΚΤ από την έναρξη της κρίσης το 2007 έως σήμερα, δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση στα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής. Τέλος, θα πραγματοποιήσουμε μια εμπειρική εκτίμηση της σχέσης μεταξύ των επιτοκίων άσκησης πολιτικής (MROs) και των επιτοκίων της

αγοράς χρήματος στην Ευρωζώνη (euribor).

3 Θεωρητική Διερεύνηση

3.1 Μηχανισμοί Μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής

Η νομισματική πολιτική και το πώς τα αποτελέσματα αυτής διαχέονται μέσα στην οικονομία είναι τα θέματα που θα μας απασχολήσουν σε αυτήν την ενότητα. Η νομισματική πολιτική που ακολουθεί η εκάστοτε Κεντρική Τράπεζα, μέσω των μηχανισμών μετάδοσης (καναλιών) έχει πραγματικές επιδράσεις σε διάφορους τομείς της οικονομίας. Το ποιοι είναι αυτοί οι μηχανισμοί και το κατά πόσο έχουν επηρεαστεί από την χρηματοοικονομική ενοποίηση που παρατηρούμε τα τελευταία χρόνια είναι δύο πολύ καίρια ερωτήματα.

Οι Kuttner and Mosser (2002) υποστηρίζουν ότι η σύγχρονη νομισματική πολιτική φαίνεται να έχει μικρότερη επίδραση στην πραγματική οικονομική δραστηριότητα από ότι είχε παλιότερα. Η αιτία όμως αυτής της αλλαγής παραμένει ένα ανοιχτό ζήτημα. Υπάρχουν τρεις υποθέσεις που αφορούν αυτό το θέμα. Πρώτον, ο μηχανισμός μετάδοσης μπορεί να έχει αλλάξει ως αποτέλεσμα χρηματοοικονομικών καινοτομιών, όπως η ανάπτυξη των εγγυήσεων, αλλαγές στις πηγές χρηματοδότησης των επενδύσεων ή αλλαγές στη δύναμη των επιδράσεων του πλούτου. Δεύτερον, μια αλλαγή στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής θα μπορούσε να εξηγήσει αυτό που φαίνεται σαν αλλαγή στην αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής. Τρίτον, οι θεμελιώδεις δομικές αλλαγές που επηρεάζουν τη σταθερότητα της οικονομίας (και κατ' επέκταση τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής) μπορεί να μην έχουν χρηματοοικονομικό χαρακτήρα εκ φύσεως.

Οι Kuttner and Mosser (2002) αναφέρουν επίσης τρεις περιοχές στις οποίες οι χρηματοοικονομική ανάπτυξη άφησε ανεπηρέαστο το μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Η πρώτη από αυτές τις περιοχές είναι η αγορά αποθεματικών, η οποία έχει αλλάξει σημαντικά τα τελευταία χρόνια, καθώς η χαμηλότερη ζήτηση για αποθεματικά, η υψηλότερη διακράτηση μετρητών και οι καινοτομίες όπως ο λογαριασμός sweep, έχουν μειώσει δραματικά των aggregate reserve balances. Παρά τις αλλαγές αυτές, κάποιες κεντρικές τράπεζες, όπως η Federal Reserve Bank στις Ηνωμένες Πολιτείες, για παράδειγμα, έχουν διατηρήσει την ικανότητα να επηρεάζει τα επιτόκια overnight. Πράγματι, γενικά έχει επιτύχει στο να διατηρήσει τα πραγματικά επιτόκια των ομοσπονδιακών κεφαλαίων πιο κοντά στο στόχο της σε σχέση με παλιότερα. Επομένως, αλλαγές στην αγορά αποθεματικών ενδέχεται να είχαν μια σημαντική

επίδραση στην εφαρμογή της πολιτικής, αλλά δεν κατάφεραν να μειώσουν τη δύναμη των κεντρικών τραπεζών στο να διατηρούν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια σταθερά. Η δεύτερη περιοχή αυτή των περιουσιακών στοιχείων. Παρατηρούμε ότι δεν υπάρχουν στοιχεία που να υποδεικνύουν ότι το κανάλι των περιουσιακών στοιχείων έχει αλλάξει πολύ ποιοτικά τα τελευταία χρόνια. Η συνεισφορά του στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής ήταν πάντα μέτριας έντασης και αν μη τι άλλο έχει μειωθεί από το 1980 και ύστερα. Τρίτον, ενώ η χρηματοοικονομική ενοποίηση και παγκοσμιοποίηση βρίσκονται σε έξαρση και έχουν προκαλέσει σημαντικές αλλαγές στον κλάδο των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, μέχρι τώρα, αυτές οι τάσεις δεν φαίνεται να έχουν αξιοσημείωτη επίδραση στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής.

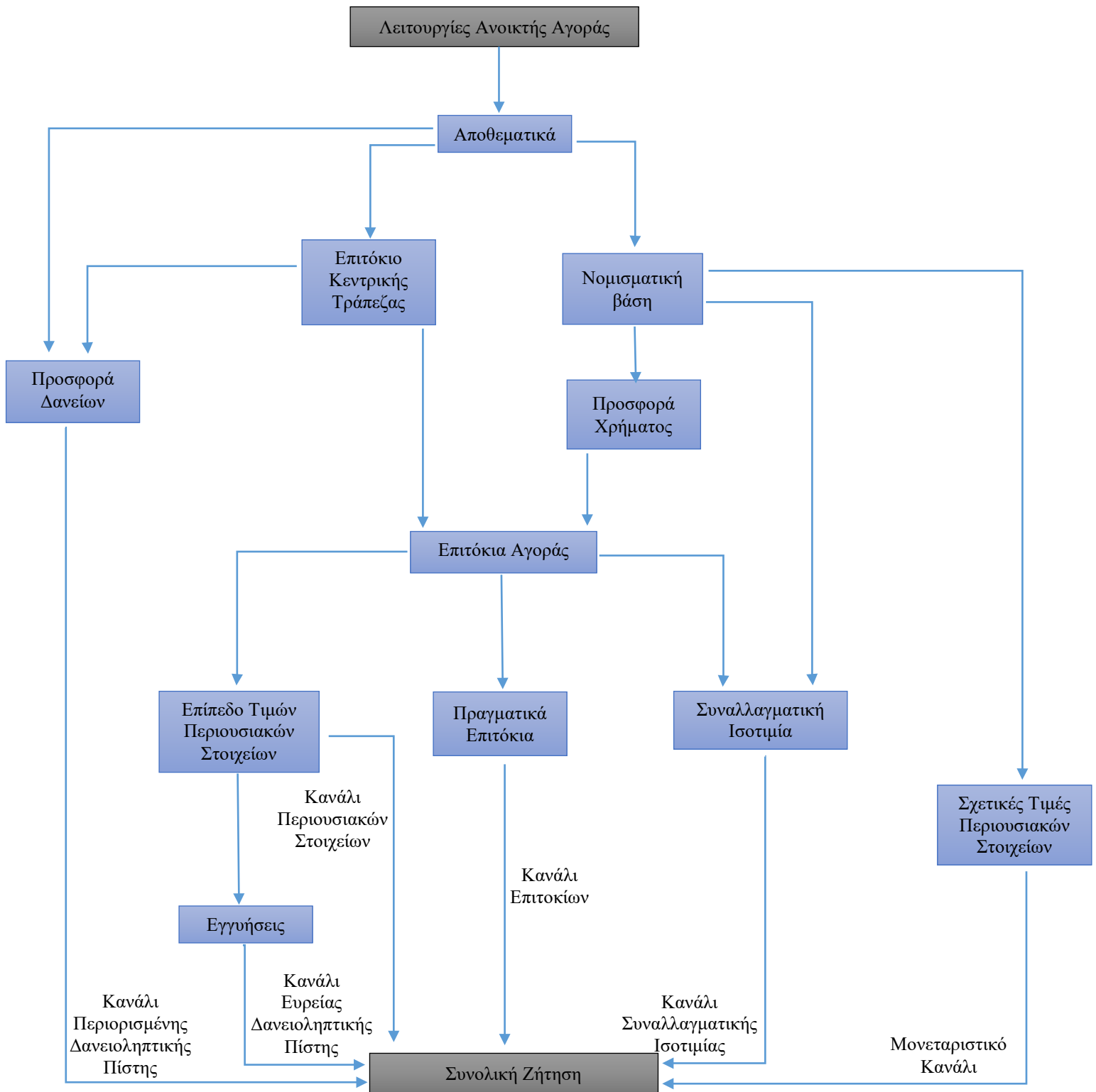
Η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής είναι ένα περίπλοκο αλλά ενδιαφέρον θέμα, καθώς δεν υπάρχει μόνο ένα αλλά πολλά διαφορετικά κανάλια μέσα από τα οποία μεταδίδονται οι επιδράσεις της. Ο Mishkin (1995) περιγράφει τέσσερις κύριες κατηγορίες μηχανισμών μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής: το κανάλι επιτοκίου (Interest Rate Channel), το κανάλι δανειοληπτικής πίστης (Credit Channel), το κανάλι συναλλαγματικής ισοτιμίας (Exchange Rate Channel) και το κανάλι τιμών περιουσιακών στοιχείων (Asset Price Effects). Οι Kuttner and Mosser (2002), από την άλλη, διακρίνουν και μερικούς επιμέρους μηχανισμούς μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, όπως φαίνεται και από την Εικόνα 1. Ακολουθώντας το διαχωρισμό των Kuttner and Mosser (2002), θα περιγράψουμε τα έξι κανάλια μέσα από τα οποία μεταφέρονται οι επιπτώσεις της νομισματικής πολιτικής στην οικονομία. Η διαδικασία ξεκινάει με τη μετάδοση από τις λειτουργίες της ανοιχτής αγοράς στα επιτόκια της αγοράς, είτε μέσω της αγοράς αποθεματικών, είτε μέσω της προσφοράς και της ζήτησης χρήματος, γενικότερα. Από εκεί η μετάδοση μπορεί να συνεχιστεί μέσω οποιουδήποτε από τα κανάλια (Εικόνα 1).

3.1.1 Κανάλι Επιτοκίου (Interest Rate Channel)

Το κανάλι επιτοκίου είναι ο πρωταρχικός μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στα παραδοσιακά μακροοικονομικά μοντέλα. Η βασική ιδέα πίσω από αυτόν τον μηχανισμό είναι ότι εάν υπάρχει κάποιος βαθμός δυσκαμψίας στις τιμές, μια αύξηση στα ονομαστικά επιτόκια θα προκαλέσει μια αύξηση στα πραγματικά επιτόκια και στο κόστος

Εικόνα 1: Μηχανισμοί Μετάδοσης Νομισματικής Πολιτικής

(Πηγή: Kuttner and Mosser (2002))



χρήσης του κεφαλαίου. Οι αλλαγές αυτές με τη σειρά τους, θα επιφέρουν μείωση στην κατανάλωση (τα νοικοκυριά θα αναβάλλουν την κατανάλωση για κάποια μεταγενέστερη περίοδο) ή μείωση στην επενδυτική δαπάνη. Αυτός είναι επακριβώς ο μηχανισμός που περιγράφεται από το συμβατικό υπόδειγμα IS-LM, είτε πρόκειται για την «Παλαιο-Κεϋνσιανή» εκδοχή του υποδείγματος, είτε για τα «Νέο-Κεϋνσιανά» μακροοικονομικά υποδείγματα των Rotemberg and Woodford (1997) και Clarida, Galí, and Gertler (1999), ανάμεσα σε άλλους. Όμως, όπως δείχνουν και οι Bernanke and Gertler (1995), η μακροοικονομική αντίδραση σε επιτόκια τα οποία έχουν καθοριστεί από τη νομισματική πολιτική είναι σημαντικά μεγαλύτερη από αυτήν που προβλέπουν οι συμβατικές εκτιμήσεις των ελαστικοτήτων κατανάλωσης και επένδυσης ως προς το επιτόκιο. Η παρατήρηση αυτή υποδεικνύει την ύπαρξη και άλλων μηχανισμών μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, πέρα από το στενό κανάλι του επιτοκίου.

3.1.2 Κανάλι Περιουσιακών Στοιχείων (Wealth Channel)

Ένας τέτοιος μηχανισμός είναι το κανάλι περιουσιακών στοιχείων, το οποίο βασίζεται στο υπόδειγμα κύκλου ζωής της κατανάλωσης. Το υπόδειγμα αυτό ανέπτυξαν πρώτοι οι Ando and Modigliani (1963). Σε αυτό το μηχανισμό ο πλούτος των νοικοκυριών είναι ένας βασικός προσδιοριστικός παράγοντας της καταναλωτικής δαπάνης. Η σύνδεση με τη νομισματική πολιτική γίνεται μέσω του συνδέσμου που υφίσταται ανάμεσα στα επιτόκια και τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων: μια αύξηση στα επιτόκια, η οποία επιβάλλεται μέσω της νομισματικής πολιτικής, μειώνει την αξία των περιουσιακών στοιχείων με μακροχρόνια διάρκεια ζωής (όπως πχ των μετοχών, των ομολόγων και των ακινήτων). Με αυτόν τον τρόπο, οι πόροι των νοικοκυριών συρρικνώνονται και τα νοικοκυριά αναγκάζονται να μειώσουν την κατανάλωσή τους.

3.1.3 Κανάλι Ευρείας Δανειοληπτικής Πίστης (Broad Credit Channel)

Ο τρίτος μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής είναι το κανάλι ευρείας δανειοληπτικής πίστης (Broad Credit Channel) το οποίο σχετίζεται με το κανάλι των περιουσιακών στοιχείων, όμως περιλαμβάνει και την επίδραση των εγγυήσεων. Το κανάλι αυτό αναπτύχθηκε αρχικά από τους Bernanke and Gertler (1989). Στο κανάλι διευρυμένης

δανειοληπτικής πίστης οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων είναι ιδιαίτερα σημαντικές, καθώς καθορίζουν την αξία των εγγυήσεων που προσφέρουν οι επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά κατά την σύναψη δανειακής σύμβασης. Εάν οι δανειακές αγορές δεν παρουσίαζαν καθόλου στρεβλώσεις, τότε μία πτώση στην αξία των εγγυήσεων των δανειζόμενων δεν θα επηρέαζε καθόλου τις αποφάσεις των επενδυτών. Επειδή όμως στην πραγματική οικονομία υπάρχει το κόστος πληροφόρησης ή το κόστος των επενδυτικών πρακτόρων, μία πτώση της αξίας των εγγυήσεων θα αυξήσει το επιτόκιο κινδύνου που πληρώνουν οι δανειζόμενοι, το οποίο με τη σειρά του θα μειώσει την κατανάλωση και την επένδυση. Επομένως, η επίδραση των αλλαγών στα επιτόκια που προέρχονται από την νομισματική πολιτική μπορεί να μεγεθυνθούν μέσω αυτού του καναλιού.

3.1.4 Κανάλι Περιορισμένης Δανειοληπτικής Πίστης (Narrow Credit Channel) ή Κανάλι Τραπεζικού Δανεισμού (Bank Lending Channel)

Όπως το κανάλι ευρείας δανειοληπτικής πίστης, έτσι και το κανάλι περιορισμένης δανειοληπτικής πίστης βασίζεται πάνω σε στρεβλώσεις στην αγορά δανείων. Σε αυτήν την περίπτωση όμως, οι τράπεζες έχουν ένα πιο σημαντικό ρόλο. Η ιδέα αυτού του μηχανισμού μετάδοσης διατυπώθηκε πρώτα από τον Roosa (1951), ενώ επανεξετάστηκε από τους Bernanke and Blinder (1988). Είναι γνωστό ότι η συστατική νομισματική πολιτική μειώνει το συνολικό όγκο των τραπεζικών αποθεμάτων. Όμως οι τράπεζες χρησιμοποιούν τα αποθεματικά τους ως μια βασική πηγή κεφαλαίων και έτσι μειώνονται τα δάνεια που διαθέτει η τράπεζα στο κοινό. Καθώς ένα μεγάλο μέρος των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών βασίζονται στην χρηματοδότηση μέσω δανείων από την τράπεζα, η μείωση της προσφοράς δανείων οδηγεί σε μικρότερη συνολική δαπάνη.

3.1.5 Κανάλι Συναλλαγματικής Ισοτιμίας (Exchange Rate Channel)

Το κανάλι συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι ένα πολύ σημαντικό στοιχείο στα παραδοσιακά υποδείγματα ανοιχτής οικονομίας, παρόλο που συνήθως παραλείπεται στα υποδείγματα κλειστής οικονομίας (όπως για παράδειγμα στα υποδείγματα που συνήθως χρησιμοποιούνται για τις Ηνωμένες Πολιτείες). Η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής εδώ

ξεκινάει από τα επιτόκια και καταλήγει στην συναλλαγματική ισοτιμία, μέσω της ακάλυπτης ισοδυναμίας επιτοκίων, όπου οι διαφορές στα επιτόκια συσχετίζονται με αναμενόμενες μεταβολές στη συναλλαγματική ισοτιμία. Επομένως, μια αύξηση στο εγχώριο επιτόκιο σε σχέση με το επιτόκιο της αλλοδαπής, θα οδηγούσε σε ένα πιο ισχυρό νόμισμα και σε μια μείωση τόσο στις καθαρές εξαγωγές όσο και στο γενικό επίπεδο συνολικής ζήτησης.

3.1.6 Μονεταριστικό Κανάλι (Monetarist Channel)

Τέλος, υπάρχει το λεγόμενο μονεταριστικό κανάλι, το οποίο ονομάζεται έτσι καθώς επικεντρώνεται στην άμεση επίδραση των αλλαγών στις σχετικές ποσότητες των περιουσιακών στοιχείων παρά στα επιτόκια. Η λογική εδώ είναι ότι επειδή διάφορα περιουσιακά στοιχεία είναι ατελή υποκατάστατα στο χαρτοφυλάκιο του επενδυτή, αλλαγές στη σύνθεση εξεχόντων περιουσιακών στοιχείων που γίνονται λόγω της νομισματικής πολιτικής, θα οδηγήσουν σε αλλαγές στις σχετικές τιμές, οι οποίες μπορεί να έχουν πραγματικά αποτελέσματα. Σύμφωνα με αυτήν την άποψη τα επιτόκια δεν παίζουν κάποιο ιδιαίτερο ρόλο, πέρα από μια από τις πολλές σχετικές τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Παρόλο που αυτός ο μηχανισμός δεν είναι μέρος της σύγχρονης γενιάς των Νέο-Κεϋνσιανών μακροοικονομικών μοντέλων, είναι κεντρικής σημασίας στις συζητήσεις για τις πιθανές επιπτώσεις της πολιτικής όταν) όπως στην περίπτωση της Ιαπωνίας, υπάρχει ένα δεσμευτικό μηδενικό κάτω όριο στα ονομαστικά επιτόκια (βλ. για παράδειγμα McCallum (2000)).

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι όλοι οι παραπάνω μηχανισμοί μετάδοσης δεν είναι αμοιβαίως αποκλειόμενοι. Η τελική συνολική απόκριση της οικονομίας σε μια νομισματική πολιτική ενσωματώνει την επίδραση πολλών διαφορετικών καναλιών. Αν όμως εξετάσουμε την πιθανότητα αλλαγής του μηχανισμού μετάδοσης θα πρέπει να σκεφτούμε τη λειτουργία κάθε ενός καναλιού ξεχωριστά.

3.2 Νομισματική Πολιτική στην Ευρωζώνη

3.2.1 Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) και του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ESCB)

Υπεύθυνη για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής στις χώρες που απαρτίζουν την Ευρωζώνη είναι η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ). Από την 1^η Ιανουαρίου 1999, η ΕΚΤ ανέλαβε την ευθύνη να καθορίζει την μοναδική και ενιαία νομισματική πολιτική στην Ευρωζώνη. Αρχικά, το κύριο μέλημα της ΕΚΤ ήταν να αποκτήσει επαρκή αξιοπιστία σχετικά με την ανεξαρτησία της και τις τεχνικές της ικανότητες. Βασική προϋπόθεση για αξιοπιστία ήταν η πλήρη ανεξαρτησία της από πολιτικές παρεμβάσεις, αλλά και η δέσμευση για σταθερότητα των τιμών. Στα 16 χρόνια που ακολούθησαν από την ίδρυσή της, η ΕΚΤ έχει καταφέρει να οικοδομήσει τη φήμη ενός ισχυρού, ικανού και ανεξάρτητου φορέα, και μάλιστα έχει αναδειχθεί ως το μόνο όργανο ικανό για την έγκαιρη και αποτελεσματική δράση όσον αφορά την αντιμετώπιση της οικονομικής κρίσης που βιώνει τα τελευταία χρόνια η Ευρωζώνη (Micossi (2015)). Επίσης, αποτελεί και τον κύριο φορέα πολιτικής στην προσπάθεια για την αναζωογόνηση της ανάπτυξης στην οικονομία της ευρωζώνης, καθώς το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο εξακολουθεί να μην είναι σε θέση να σχεδιάσει μια αξιόπιστη στρατηγική για την ανάπτυξη, η οποία θα επικεντρώνεται στην επανέναρξη της εσωτερικής αγοράς.

Η Συνθήκη του Μάαστριχτ καθιερώνει το ευρώ ως νόμισμα της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (άρθρο 3.4 της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση) και ορίζει την ενιαία νομισματική πολιτική που θα ακολουθήσουν οι συμμετέχουσες χώρες (της ευρωζώνης) και η νομισματική αρχή της Ευρωζώνης. Η τελευταία αποτελείται από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και την ΕΚΤ. Όλες αυτές μαζί συνιστούν το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (European System of Central Banks, ESCB). Το Ευρωσύστημα αποτελείται από την ΕΚΤ και τις (επί του παρόντος 19) εθνικές κεντρικές τράπεζες, των οποίων το νόμισμα είναι το ευρώ. Η ΕΚΤ καθορίζει και συντονίζει τις ενέργειες που πρέπει να ακολουθηθούν από τις εθνικές τράπεζες. Οι εθνικές κεντρικές τράπεζες εκτελούν συναλλαγές, όπως η παροχή κεφαλαίων προς τις τράπεζες, η διευθέτηση των διασυνοριακών συναλλαγών και η διαχείριση των συναλλαγματικών αποθεμάτων. Οι εθνικές κεντρικές τράπεζες οφείλουν να συμβουλευόμαστε την ΕΚΤ, η οποία έχει τη δυνατότητα να υποβάλλει γνώμες, για οποιοδήποτε

θέμα στο πεδίο της αρμοδιότητάς της (άρθρο 127.4 της Συνθήκης για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ΣΛΕΕ).

Το άρθρο 127.2 της ΣΛΕΕ διευκρινίζει περαιτέρω τα καθήκοντα του Ευρωσυστήματος, τα οποία είναι: να χαράζει και να εφαρμόζει τη νομισματική πολιτική της Ένωσης, να διενεργεί πράξεις συναλλάγματος, να κατέχει και να διαχειρίζεται τα συναλλαγματικά διαθέσιμα των κρατών μελών, και να προωθεί την ομαλή λειτουργία του συστήματος πληρωμών. Επιπλέον, το άρθρο 127.6 της ΣΛΕΕ επιτρέπει στο Συμβούλιο, αποφασίζοντας σύμφωνα με τον κανονισμό μετά από διαβούλευση με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και την ΕΚΤ, να αναθέσει στην ΕΚΤ ειδικά καθήκοντα για την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (εξαιρουμένων των ασφαλιστικών εταιρειών). Η διάταξη αυτή έχει χρησιμοποιηθεί για τη δημιουργία του Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού (SSM), ο οποίος αποτελείται από την ΕΚΤ και τις εθνικές εποπτικές αρχές. Το σύστημα είναι ανοικτό και για τις χώρες που δεν συμμετέχουν στη ζώνη του ευρώ, οι οποίες μπορούν να ενταχθεί στον SSM, έπειτα από την υπογραφή ειδικής συμφωνίας με την ΕΚΤ.

Η δημιουργία της Ευρωζώνης βασίστηκε σε δύο κύριες κατευθύνσεις (Micossi (2015)). Πρώτον, η ενιαία νομισματική πολιτική με τη βοήθεια του κοινού νομίσματος θα πρέπει να απελευθερωθεί από κάθε πολιτική παρέμβαση - από τα κράτη μέλη και τα ευρωπαϊκά θεσμικά όργανα - και συγκεκριμένα για κάθε σύνδεση με τις δημοσιονομικές πολιτικές, εξαλείφοντας έτσι όλους τους κινδύνους της νομισματοποίησης των ελλειμμάτων του δημόσιου τομέα. Δεύτερον, πρωταρχικός στόχος της θα είναι «η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών» (άρθρο 127.1 της ΣΛΕΕ). Άλλοι στόχοι της πολιτικής που συνήθως συνδέονται με τις κεντρικές τράπεζες, όπως η στήριξη της απασχόλησης και την ανάπτυξη και τη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, θα έρθουν στο προσκήνιο μόλις ο πρωταρχικός στόχος είναι εξασφαλισμένος.

Με λίγα λόγια, η Συνθήκη του Μάαστριχτ αναθέτει τη νομισματική πολιτική ανάμεσα στις χώρες της Ευρωζώνης σε μια ξεχωριστή οντότητα που διαθέτει την απαιτούμενη ανεξαρτησία και τεχνική εμπειρογνομosύνη. Με αυτόν τον τρόπο, οι εθνικές κυβερνήσεις χάνουν τη δυνατότητα άσκησης νομισματικής πολιτικής σε κάθε κράτος-μέλος. Παλιότερα, η άσκηση νομισματικής πολιτικής σε εθνικό επίπεδο μπορούσε να οδηγήσει σε πολύ υψηλά επίπεδα πληθωρισμού μέσω της συνεχόμενης «κοπής» νέου χρήματος από την εκάστοτε κυβέρνηση, η οποία είχε ως στόχο την κάλυψη δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Καθώς πολλά

κράτη-μέλη της ΕΕ (όπως η Γερμανία αλλά και η Ελλάδα), είχαν υποφέρει στο παρελθόν από αυτές τις πρακτικές, η μεταφορά της νομισματικής πολιτικής από τις εθνικές Κεντρικές Τράπεζες σε μια ανεξάρτητη πολιτικά αρχή, όπως η ΕΚΤ, αποτελούσε μια ευρέως επιθυμητή λύση.

Η ανεξαρτησία προστατεύεται ακόμη από τη διάταξη του άρθρου 130 της ΣΛΕΕ και το άρθρο 7 Καταστατικό του ESCB σύμφωνα με την οποία η ΕΚΤ, οι εθνικές κεντρικές τράπεζες και τα μέλη των οργάνων λήψης αποφάσεών τους δεν πρέπει να λαμβάνουν ή να ζητούν οδηγίες από τα θεσμικά όργανα της Ένωσης ή τις εθνικές κυβερνήσεις, κατά τη διάρκεια της μακράς θητείας τους (οκτώ έτη μη ανανεώσιμα), καθώς και από τα μέλη του Εκτελεστικού Συμβουλίου. Επίσης, οι εθνικοί νομοθέτες πρέπει να διασφαλίσουν ότι οι εθνικές κεντρικές τράπεζες απολαμβάνουν παρόμοια ανεξαρτησία, και ότι οι διοικητές τους είναι πρόσωπα κατάλληλα που διορίζονται για τουλάχιστον πέντε χρόνια. Περαιτέρω διασφαλίσεις έναντι του κινδύνου της νομισματοποίησης του δημόσιου χρέους προσφέρουν οι διατάξεις της Συνθήκης που απαγορεύει όλους τους τύπους της νομισματικής χρηματοδότησης της Ένωσης ή των κρατικών ιδρυμάτων από την ΕΚΤ (άρθρο 123 της ΣΛΕΕ και το άρθρο 21 καταστατικού του ESCB), η ρήτρα «όχι-διάσωσης» (άρθρο 125 ΣΛΕΕ) σύμφωνα με την οποία τα θεσμικά όργανα της Ένωσης δεν μπορεί να αναλάβουν τις υποχρεώσεις της κυβέρνησης και του διοικητικού σώματος του κάθε κράτους-μέλους, και η διαδικασία υπερβολικών ελλειμμάτων (άρθρο 126 ΣΛΕΕ) για τις χώρες που υπερβαίνουν τα δίδυμα όρια για το έλλειμμα του δημόσιου τομέα (3% του ΑΕΠ) και το δημόσιο χρέος (60% του ΑΕΠ).

Όπως είδαμε, το άρθρο 127.1 της ΣΛΕΕ και το άρθρο Καταστατικό του ESCB ορίζουν τη σταθερότητα των τιμών ως πρωταρχικό στόχο της νομισματικής πολιτικής. Ακόμη προβλέπουν ότι, με την επιφύλαξη του στόχου αυτού, το ESCB «στηρίζει τις γενικές οικονομικές πολιτικές στην ένωση και ενεργεί σύμφωνα με την αρχή της οικονομίας της ανοιχτής αγοράς με ελεύθερο ανταγωνισμό». Ο ορισμός του πληθωρισμού ως στόχο και η διατύπωση των στόχων της νομισματικής πολιτικής και των μέσων της ενιαίας νομισματικής πολιτικής της ευρωζώνης ανήκουν στο διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, το κύριο όργανο λήψης αποφάσεων του Ευρωσυστήματος.

Εφόσον οι στόχοι της νομισματικής πολιτικής καθορίζονται με αποκλειστική αναφορά σε εγχώριες οικονομικές συνθήκες, η ισοτιμία με τρίτα νομίσματα δεν μπορεί να αποτελεί ρητό στόχο της πολιτικής. Αφού η νομισματική πολιτική θέτει τα εγχώρια επιτοκίων, η ισοτιμία

γίνεται μια υπολειμματική μεταβλητή, που θα καθοριστεί από τη σχετική νομισματική συμπεριφορά που αναμένεται να επικρατήσει έναντι των κύριων νομισματικών περιοχών (κυρίως το δολάριο). Ένα σημαντικό κίνητρο πίσω από το κοινό νόμισμα ήταν να εξαλείψει μια για πάντα την αστάθεια των συναλλαγματικών ισοτιμιών μεταξύ των συμμετεχόντων, ενώ αποδέχεται ότι η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ θα είναι ελεύθερη να βρει την αξία της έναντι των τρίτων νομισμάτων. Αυτό, ωστόσο, δεν αποκλείει τη δυνατότητα του Συμβουλίου, σύμφωνα με το άρθρο 219 της ΣΛΕΕ - αποφασίζοντας ομόφωνα μετά από σύσταση της ΕΚΤ ή της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, στην περίπτωση αυτή, μετά από διαβούλευση με την ΕΚΤ – να εισάγει τυπικές συμφωνίες για ένα σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών μεταξύ του ευρώ και των άλλων νομισμάτων. Η διάταξη αυτή είναι πραγματικά μια κληρονομιά διεθνών ρυθμίσεων του παρελθόντος για τις συναλλαγματικές ισοτιμίες που προς το παρόν δεν φαίνεται πιθανό να επαναληφθούν. Σε κάθε περίπτωση, οποιαδήποτε τέτοια συμφωνία δεν θα πρέπει να εμποδίζει τη δυνατότητα του ESCB να διασφαλίσει τη σταθερότητα των τιμών.

3.2.2 Εργαλεία Άσκησης Νομισματικής Πολιτικής στην Ευρωζώνη

Η νομισματική πολιτική που σχεδιάζει η ΕΚΤ βασίζεται σε δύο βασικούς άξονες (Micossi (2015)):

1. το στρατηγικό σχεδιασμό της νομισματικής πολιτικής (δηλαδή το σχεδιασμό της πολιτικής που καθορίζει το επιτόκιο) με τρόπο ώστε να διασφαλίζεται η σταθερότητα των τιμών, και,
2. το πλαίσιο εργασιών για την υλοποίηση της πολιτικής, το οποίο αποτελείται από το σύνολο εργαλείων και διαδικασιών που χρειάζονται ώστε να επιτευχθεί το επιθυμητό επιτόκιο.

Ένα επιτόκιο που εξασφαλίζει τη σταθερότητα των τιμών προϋποθέτει ρυθμό πληθωρισμού μεσοπρόθεσμα χαμηλότερο από 2%, αλλά κοντά σε αυτό. Αυτό υποδηλώνει ότι τόσο ένας ρυθμός πληθωρισμού υψηλότερος από 2%, όσο κι ένας πολύ χαμηλός ρυθμός πληθωρισμού (δηλαδή μια αυτό-συντηρούμενη πτώση στον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή) διασαλεύουν την σταθερότητα των τιμών. Ο στόχος αναφέρεται σε μια αύξηση στον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή, χρόνο με το χρόνο. Ο Εναρμονισμένος Δείκτη Τιμών Καταναλωτή είναι ένας δείκτης που υπολογίζεται από την Eurostat σε συνεργασία με τις

εθνικές στατιστικές υπηρεσίες, και ο οποίος έχει εναρμονιστεί ανάμεσα στις χώρες τις Ευρωζώνης, έτσι ώστε να πλησιάζει κατά προσέγγιση την τιμή ενός αντιπροσωπευτικού καλαθιού της δαπάνης του καταναλωτή.

Η νομισματική στρατηγική της ΕΚΤ στοχεύει στο να σταθεροποιήσει τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό, με βάση μια «συνεπή και συστηματική μέθοδο για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής» με ένα μεσοπρόθεσμο χρονικό αναφοράς ορίζοντα, και σαφής και ανοικτή επικοινωνία με το κοινό όσον αφορά τους στόχους της. Ωστόσο, ενώ η πρόβλεψη για τον πληθωρισμό είναι κεντρικής σημασίας στην πολιτική ανάλυση και τις συζητήσεις, τόσο εντός των οργανισμών που διέπουν την ΕΚΤ όσο και στις δημόσιες παρουσιάσεις, η ΕΚΤ δεν ακολουθεί μια επίσημη στρατηγική στόχου για τον πληθωρισμό. Αυτό θα σήμαινε ότι θα είχε αυτόματες αντιδράσεις σε αποκλίσεις από τις προβλέψεις του πληθωρισμού από το στόχο σε ένα προκαθορισμένο χρονικό ορίζοντα. Αντίθετα, βασίζει τις δράσεις της σε μια πιο ευέλικτη στρατηγική, που αφορά τις οικονομικές μεταβλητές που λαμβάνονται υπόψη και το σχετικό χρονικό ορίζοντα για την αντιμετώπιση των σοκ στην οικονομία. Έτσι, ανάλογα κάθε φορά με τα χαρακτηριστικά του σοκ των τιμών ή οποιασδήποτε αναδυόμενης απειλής για τη σταθερότητα των τιμών, επιλέγει και την κατάλληλη πολιτική που θα ακολουθήσει.

Παράλληλα, η ΕΚΤ διασφαλίζει πάντα την χρηματοπιστωτική σταθερότητα μεταξύ των παραγόντων που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά τη διαχείριση της νομισματικής πολιτικής, λόγω των δυνητικών επιπτώσεων των οικονομικών ανισορροπιών στην παραγωγή και την εξέλιξη της τιμής. Ως εκ τούτου, ενώ δεν υπάρχει επίσημη στόχευση των νομισματικών μεγεθών, ένα νομισματικός πυλώνας στη στρατηγική της επιτρέπει να διαχειρίζεται με επιτυχία τις ανισορροπίες, όπως η υπερβολική δημιουργία χρήματος και χρεών ή αυξήσεις στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Σύμφωνα με την προσέγγιση αυτή, η ΕΚΤ δεν θεωρεί το να διαλύει τις «φούσκες» ως μια βιώσιμη στρατηγική, αλλά ούτε αποδέχεται την άποψη σύμφωνα με την οποία οι κεντρικές τράπεζες θα πρέπει να στέκονται στην άκρη και να περιμένουν μέχρις ότου μια «φούσκα» των τιμών των περιουσιακών στοιχείων συνεχίζει την πορεία της και στη συνέχεια εκρήγνυται, μια στρατηγική την οποία βλέπουν ως μια δυνητική πηγή ηθικού κινδύνου και ενθάρρυνσης ανάληψης υπερβολικών κινδύνων από τους ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και άλλους επενδυτές.

Ο δεύτερος άξονας, το λειτουργικό πλαίσιο, όπως αναφέραμε ήδη είναι το σύνολο των μέσων και των διαδικασιών που χρησιμοποιεί για να υλοποιήσει την νομισματική πολιτική που

έχει σχεδιάσει. Το καταστατικό του ESCB (άρθρο 18) ορίζει ότι, προκειμένου να εκτελεί τα καθήκοντα του ESCB, η ΕΚΤ και οι εθνικές κεντρικές τράπεζες μπορούν:

- i. να αγοράζουν και να πωλούν μονομιάς (είτε άμεσα είτε με προθεσμιακή εκτέλεση) είτε οριστικά είτε με σύμφωνο επαναγοράς, και να δανείζουν ή να δανειστούν οποιοδήποτε είδος των εμπορεύσιμων χρηματοδοτικών μέσων (συμπεριλαμβανομένων και των χρεογράφων του δημοσίου) σε οποιοδήποτε νόμισμα, όπως επίσης και πολύτιμα μέταλλα
- ii. να διενεργούν πιστοδοτικές και πιστοληπτικές πράξεις με πιστωτικά ιδρύματα και άλλους φορείς της αγοράς, με διαδικασίες οι οποίες διέπονται από επαρκή ασφάλεια.

Τα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ υποχρεούνται επίσης να διατηρούν ελάχιστα αποθεματικά σε τρεχούμενους λογαριασμούς τους στο Ευρωσύστημα - επί του παρόντος, το 1% των καταθέσεων και των χρεογράφων με διάρκεια έως δύο χρόνια - με διπλό σκοπό τη σταθεροποίηση των επιτοκίων της αγοράς χρήματος και τη διατήρηση μιας «διαρθρωτικής» στενότητας ρευστότητας στις τράπεζες, έτσι ώστε να ενισχυθεί η ικανότητα της ΕΚΤ να κατευθύνει τα επιτόκια με τις πράξεις ανοικτής αγοράς. Αυτό επιτυγχάνεται με τη δημιουργία κινήτρων για τα ιδρύματα να εξομαλύνουν τις προσωρινές διακυμάνσεις της ρευστότητας, χάρη στην (καθημερινή) παροχή μέσου όρου για τον υπολογισμό των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών κατά την περίοδο διατήρησης. Η παροχή του μέσου όρου επιτρέπει στα πιστωτικά ιδρύματα να εξομαλύνουν τις ημερήσιες διακυμάνσεις της ρευστότητας τους, εφόσον οι μεταβατικές ελλείψεις μπορεί να αντισταθμιστούν από μεταβατικά πλεονάσματα εντός της ίδιας περιόδου διατήρησης. Αυτή η διαχρονική δυνατότητα arbitrage τείνει να εξισώσει τα πιο βραχυπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς χρήματος με το αναμενόμενο επίπεδο τους στο τέλος της περιόδου τήρησης. Οι περίοδοι διατήρησης καθορίζονται από την ΕΚΤ και σήμερα διαρκούν μεταξύ έξι και επτά εβδομάδων.

Το διοικητικό συμβούλιο, σύμφωνα με το Άρθρο 20 του καταστατικού του ESCB, έχει τη δυνατότητα, έπειτα από πλειοψηφία των δύο τρίτων των ψήφων, να χρησιμοποιήσει και άλλες μεθόδους άσκησης νομισματικής πολιτικής, όταν και εφόσον το κρίνει απαραίτητο, διατηρώντας παράλληλα το στόχο της σταθερότητας των τιμών αναλλοίωτο. Οι λειτουργίες του Ευρωσυστήματος αποτελούνται από τραπεζικές διευκολύνσεις αναχρηματοδότησης, κυρίως της μορφής αντίστροφων συναλλαγών, που χορηγούνται έναντι αποδεκτών εγγυήσεων. Πριν από την εμφάνιση της κρίσης, αυτές περιλάμβαναν:

- βραχυπρόθεσμες (μιας εβδομάδας) και μακροπρόθεσμες (τριών μηνών) λειτουργίες

αναχρηματοδότησης (Main Refinancing Operations – MRO και Long-Term Refinancing Operations – LTRO, αντίστοιχα)

- πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας (μη-κανονική διάρκεια, επίσης, συμπεριλαμβανομένης της συλλογής των καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας και πράξεων ανταλλαγής νομισμάτων),
- έκδοση πιστοποιητικών χρέους της ΕΚΤ (για την αποστράγγιση της ρευστότητας),
- πάγιες διευκολύνσεις στη διάθεση των τραπεζών να λάβουν ή να καταθέσουν χρήματα overnight για την εξομάλυνση της ρευστότητας (η οριακή χρηματοδότηση και η διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων)

Οι αντίστροφες συναλλαγές ελαχιστοποιούν τους κινδύνους της αγοράς και των πιστωτικών κινδύνων, τους οποίους αναλαμβάνει η ΕΚΤ. Μετά το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης, ειδικά εργαλεία και διευκολύνσεις έκαναν την εμφάνισή τους, τόσο για την αναχρηματοδότηση των τραπεζών που βρίσκονταν σε κίνδυνο για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, όσο και για την οριστική αγορά ιδιωτικών και δημοσίων εγγυήσεων.

Τα MROs είναι τα κυριότερα εργαλεία νομισματικής πολιτικής και το επιτόκιο που χρεώνεται σε αυτές τις λειτουργίες είναι το επίσημο επιτόκιο αναφοράς. Από την άλλη, το ημερήσιο επιτόκιο της αγοράς χρήματος είναι το EONIA (Euro Overnight Index Average), δηλαδή ο μέσος του ημερήσιου επιτοκίου του ευρώ, στις αγορές χρήματος της Ευρωζώνης. Τα επιτόκια των υπολοίπων αγορών χρήματος αφήνονται να προσαρμοστούν σε αυτό. Το επιτόκιο που χρεώνεται στον οριακό δανεισμό – το οποίο είναι διαθέσιμο για μια μέρα για απεριόριστα ποσά (με επαρκής εγγυήσεις), έπειτα από πρωτοβουλία των αντισυμβαλλομένων οι οποίοι πληρούν τις προϋποθέσεις – και το επιτόκιο των τραπεζικών καταθέσεων στην διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων θέτουν ένα πάνω και ένα κάτω όριο, αντίστοιχα, για το ημερήσιο επιτόκιο της αγοράς χρήματος και κατ' επέκταση, το πεδίο μέσα στο οποίο αυτό κυμαίνεται.

Τέλος, ένα ακόμη πολύ σημαντικό εργαλείο άσκησης νομισματικής πολιτικής που χρησιμοποιείται στην Ευρωζώνη είναι ο ELA (Emergency Liquidity Assistance). Ο ELA καθιερώθηκε από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες, ώστε να βοηθάει τράπεζες, οι οποίες αντιμετωπίζουν προσωρινά προβλήματα ρευστότητας. Η βοήθεια αυτή δεν χορηγείται σε τράπεζες με προβλήματα αξιοπιστίας, όμως πολλές φορές δεν είναι εύκολο να γίνει η διάκριση μεταξύ των προβλημάτων αξιοπιστίας και ρευστότητας όταν το τραπεζικό σύστημα έχει πληγεί από ένα σοκ. Η ευθύνη για την παροχή του ELA ανήκει στις εθνικές κεντρικές τράπεζες στις

οποίες χορηγείται. Αυτό σημαίνει ότι οποιαδήποτε κόστος ή ρίσκο σχετικά με την εφαρμογή του ELA, το επωμίζονται οι ίδιες οι εθνικές κεντρικές τράπεζες (ECB 2014: ELA Procedures). Η απόφαση για παρέμβαση μέσω του ELA αφήνεται στις εθνικές κεντρικές τράπεζες, εκτός από την περίπτωση όπου υπάρχει πρόγραμμα βοήθειας από την Τρόικα. Τότε, η ΕΚΤ μπορεί να επέμβει και να εκτιμήσει την κατάσταση της εκάστοτε τράπεζας. Οι εγγυητικές απαιτήσεις ορίζονται από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες, συνήθως με λιγότερο υψηλές απαιτήσεις από την ΕΚΤ. Αυτές οι συναρτήσεις δανεισμού –τελευταίου καταφυγίου ήταν εκ κατασκευής συνδεδεμένες με τις ευθύνες επίβλεψης των εθνικών κεντρικών τραπεζών και όχι τόσο με την ενιαία νομισματική πολιτική. Παρόλα αυτά η ΕΚΤ οφείλει να ενημερώνεται για τις αποδοχές των τραπεζών, το μέγεθος και τη χρονική διάρκεια, ενώ το διοικητικό συμβούλιο της έχει τη δυνατότητα να περιορίσει αυτές τις λειτουργίες εάν θεωρήσει ότι παρεμποδίζουν τους στόχους της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος.

Από τα παραπάνω συμπεραίνουμε ότι το Ευρωσύστημα διαθέτει όλα τα απαραίτητα εργαλεία πολιτικής για την άσκηση νομισματικής πολιτικής, που θα διέθετε και μια κεντρική τράπεζα. Επιπλέον, έχει και την ευχέρεια να τα χρησιμοποιήσει όπως κρίνει καλύτερα σε κάθε περίπτωση. Παρόλα αυτά, στην πράξη η χρήση τους δεσμεύεται από πολιτικούς περιορισμούς, οι οποίοι αντανakλούν τους στόχους που έχει υιοθετήσει το Ευρωσύστημα μέσω της Συνθήκης. Στη συνέχεια θα δούμε πως αυτό αποτέλεσε τροχοπέδη στην προσπάθεια του Ευρωσυστήματος να αποτελέσει τον δανειστή του τελευταίου καταφυγίου στην αγορά κρατικών ομολόγων.

3.3 Μέτρα Νομισματικής Πολιτικής που έχει υιοθετήσει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

3.3.1 Μέτρα Νομισματικής Πολιτικής την Περίοδο της Κρίσης

Σε αυτήν την ενότητα θα μελετήσουμε την πολιτική που εφάρμοσε η ΕΚΤ, κατά την περίοδο της χρηματοοικονομικής κρίσης που ξεκίνησε με την κατάρρευση της Lehman Brothers το 2008 και συνεχίστηκε με την κρίση δημοσίου χρέους στις χώρες της Ευρωζώνης. Πράγματι, η περίοδος αυτή ήταν μια από τις πιο δύσκολες για την Ευρωπαϊκή Ένωση, ιδιαίτερα για τις χώρες που είναι συνδεδεμένες μέσω του ευρώ. Η ΕΚΤ ακολούθησε συμβατικές, αλλά και μη-συμβατικές πολιτικές, οι οποίες είχαν ως στόχο τη διατήρηση της σταθερότητας και την αναζωογόνηση της ανάπτυξης. Με την πάροδο του χρόνου, αποδείχτηκε ότι η ΕΚΤ είναι ένα ισχυρό, ικανό και ανεξάρτητο ίδρυμα, κατάλληλο για γρήγορες και αποτελεσματικές κινήσεις στην καταπολέμηση της κρίσης (Micossi (2015)).

Ακριβώς όπως η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ και οι άλλες κύριες κεντρικές τράπεζες, η ΕΚΤ αντέδρασε μειώνοντας τα επιτόκια και επεκτείνοντας μαζικά τις δραστηριότητες αναχρηματοδότησης για το τραπεζικό σύστημα. Επίσης, επέτρεψε τον δανεισμό των τραπεζών σε περίπτωση έσχατης ανάγκης, ο οποίος ήταν μαζικός και αποτελεσματικός, παρόλο που υπήρξαν μικρές διαφωνίες ανάμεσα στα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου. Τον Οκτώβριο του 2008 και τον Μάιο του 2009, η ΕΚΤ μείωσε το βασικό επιτόκιο αναχρηματοδότησης κατά 325 μονάδες βάσης, στο 1%. Το Συμβούλιο ενέκρινε επίσης μια σειρά μέτρων πιστωτικής ενίσχυσης για την άμβλυνση των επιπτώσεων της κατάρρευσης στο εμπόριο και τις διατραπεζικές αγορές. Ξεκινώντας από τον Οκτώβριο του 2008, τα MROs και LTROs χορηγήθηκαν σε πλήρη κατανομή και με σταθερό ρυθμό βάσης, έτσι ώστε όλη η ζήτηση για ρευστότητα να ικανοποιηθεί με σταθερό κόστος όσο οι επαρκείς εγγυήσεις ήταν διαθέσιμες. Η μέγιστη διάρκεια των LTROs ανήλθε για πρώτη φορά σε έξι και στη συνέχεια (Μάιος 2009) σε 12 μήνες .

Η ΕΚΤ ξεκίνησε επίσης το πρώτο πρόγραμμα αγοράς «καλυμμένων» ομολόγων (Covered Bond Purchase Programme - CBPP1), προκειμένου να αναβιώσει μια αγορά που συνήθως αντιπροσώπευε μια κύρια πηγή χρηματοδότησης για τις ευρωπαϊκές τράπεζες, οι οποίες είχαν στερέψει τόσο από την άποψη της ρευστότητας όσο και της έκδοσης ομολόγων.

Στο πλαίσιο του προγράμματος αυτού αγόρασε εγγυήσεις αξίας περίπου 60 δις €. Οι εγγυήσεις που απαιτούνται χαλάρωσαν επανειλημμένα μειώνοντας την ελάχιστη αποδεκτή βαθμολογία και επεκτείνοντας τον κατάλογο των επιλέξιμων χρεογράφων. Ο ισολογισμός της ΕΚΤ εκτοξεύτηκε σε πάνω από € 2 τρισ.

Στη συνέχεια, το 2010, η ελληνική κρίση χρέους προκάλεσε αστάθεια στις συνθήκες αγοράς, εγείροντας αμφιβολίες στους επενδυτές για το κατά πόσο η χώρα, και ενδεχομένως και άλλες χώρες με υψηλό δημόσιο χρέος, θα καταφέρουν να μην οδηγηθούν σε πτώχευση και να παραμείνουν στο ευρώ. Για να το αντιμετωπίσει αυτό η ΕΚΤ εισήγαγε τον Μάιο του 2010, το Πρόγραμμα της Αγοράς Εγγυήσεων (Securities Market Program - SMP). Σύμφωνα με αυτό, θα είχε τη δυνατότητα να αγοράσει απροσδιόριστα ποσά κρατικών και ιδιωτικών ομολόγων στις δευτερογενείς αγορές, των οποίων το βάθος και η ρευστότητα είχαν διαταραχθεί. Οι παρεμβάσεις να έπρεπε να «αποστειρωθούν» αντισταθμίζοντας τις πωλήσεις των τοκοφόρων καταθέσεων στο τραπεζικό σύστημα, έτσι ώστε να μην επηρεαστεί η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής. Η ΕΚΤ δεν γνωστοποίησε το συνολικό ποσό που θα δαπανηθεί, το χρονικό πλαίσιο για τις αγορές, και το σύνολο των τίτλων που πρόκειται να θιγούν, τα οποία κατά πάσα πιθανότητα θα εξασθενούσαν τη θέση των εγγυήσεων στην αγορά.

Στην αρχή, το 2010, το πρόγραμμα περιλάμβανε αγορές στις δευτερογενείς αγορές των ελληνικών, ιρλανδικών και πορτογαλικών κρατικών ομολόγων. Αυτό επαναλήφθηκε τον Αύγουστο του 2011, με σημαντικές αγορές ιταλικών και ισπανικών κρατικών χρεογράφων, με κάποιες θετικές επιδράσεις στα spreads. Στη συνέχεια, όμως, ανεστάλη για τα ιταλικά χρεόγραφα, όταν κατέστη σαφές ότι η κυβέρνηση Μπερλουσκόνι δεν πραγματοποιούσε τις οικονομικές μεταρρυθμίσεις που είχε υποσχεθεί. Τον Σεπτέμβριο του 2012, το πρόγραμμα διακόπηκε και αντικαταστάθηκε από το πρόγραμμα Άμεσης Νομισματικής Συναλλαγής (Outright Monetary Transaction - OMT). Κατά τη διάρκεια του SMP, η ΕΚΤ κατάφερε να κρατήσει ένα μέγιστο των 220 δισεκατομμυρίων € τίτλων, οι οποίες μειώθηκαν σταδιακά καθώς η ένταση χαλάρωσε (σε 138 δις € από το Μάιο του 2015). Τον Οκτώβριο του 2011, λόγω των εντάσεων στην ιταλική και ισπανική αγορά δημόσιων χρεογράφων, η ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι θα αγοράσει επιπλέον 40 δις € των καλυμμένων ομολογίων (δηλαδή θα έθετε σε εφαρμογή ένα ακόμη πρόγραμμα αγοράς «καλυμμένων» ομολόγων, το CBPP2).

Το φθινόπωρο του 2011, ως μια προβλέψιμη αντίδραση στο ελληνικό PSI, η κρίση δημοσίου χρέους άρχισε να μεταλλάσσεται σε μια τραπεζική κρίση, καθώς οι επενδυτές εκτίμησαν τις πιθανές επιπτώσεις μιας χρεοκοπίας για τη φερεγγυότητα των τραπεζικών ιδρυμάτων με μεγάλα ανοίγματα στους κινδύνους δημοσίων χρεών. Η αναδυόμενη τραπεζική κρίση με τη σειρά της επιδείνωσε τις εκτιμήσεις της αγοράς για την φερεγγυότητα των κρατικών χρεογράφων, καθώς οι επενδυτές συνυπολόγισαν στις εκτιμήσεις τους την προοπτική των περαιτέρω κεφαλαιακών εισφορών από τις κυβερνήσεις στο τραπεζικό σύστημα για να κρατήσουν τις τράπεζες στη ζωή. Ο φαύλος κύκλος μεταξύ κρίσης δημοσίου χρέους και τραπεζών είχε εδραιωθεί. Σύντομα οι μεγάλοι οργανισμοί άρχισαν να υποβαθμίζουν παράλληλα τις βαθμολογίες των κρατικών χρεογράφων και των τραπεζών, επιβαρύνοντας το ήδη δυσμενές κλίμα στις αγορές. Η διατραπεζική και χονδρική χρηματοδότηση της αγοράς χρήματος για τις τράπεζες στην περιφέρεια σταμάτησε. Η κρίση επιδεινώθηκε από την άκαιρη απόφαση των αρχηγών κρατών και κυβερνήσεων της ΕΕ (τον Οκτώβριο του 2011, μετά από πρόταση του ΕΒΑ) να απαιτήσει από τις τράπεζες να αυξήσουν τα κεφάλαιά τους σε μια κανονιστική αναλογία 9%, το οποίο προκάλεσε αυξημένες κεφαλαιακές απαιτήσεις της τάξης των 100 δις €

Σε ένα ραγδαία επιδεινούμενο περιβάλλον, η ΕΚΤ έσπευσε να καλύψει τις ανάγκες χρηματοδότησης των τραπεζών. Η ελάχιστη υποχρέωση τήρησης αποθεματικών μειώθηκε από 2% σε 1%. Επιπλέον, η ΕΚΤ ξεκίνησε δύο «πολύ-μακροπρόθεσμες» διαδικασίες αναχρηματοδότησης (VLTROs) - το Δεκέμβριο του 2011 και τον Φεβρουάριο του 2012 - με διάρκεια τριών ετών. Το ποσό που ανερχόταν σε πάνω από €1 τρις, με το μεγαλύτερο μερίδιο να δαπανάται για τις ιταλικές και ισπανικές τράπεζες (το οποίο με τη σειρά του χρησιμοποιήθηκε σε κάποιο βαθμό για να επεκτείνουν τα χαρτοφυλάκιά τους με κρατικά χρεόγραφα, κερδίζοντας έτσι τις μεγάλες διαφορές μεταξύ της χρηματοδότησης της ΕΚΤ και επισφαλών χρεογράφων). Τελικά, ο ισολογισμός της ΕΚΤ εκτοξεύτηκε.

Η κατάσταση της αγωνίας και της αμοιβαίας δυσπιστίας εντός του τραπεζικού συστήματος αντανακλάται στις τράπεζες του Ευρωσυστήματος, οι οποίες διαθέτουν κεφάλαιο κοντά στα 600 δις €, με την ΕΚΤ να διατηρεί ένα μαξιλάρι ρευστότητας παρά να δανείζει. Νέα μέτρα εγκρίθηκαν επίσης για να χαλαρώσουν τους περιορισμούς στις αποδεκτές εγγυήσεις, ως απάντηση στην προοδευτική μείωση των αξιολογήσεων των κρατικών χρεογράφων σε μη επενδυτικού βαθμού (τα κρατικά χρεόγραφα παίζουν έναν πολύ κρίσιμο ρόλο στην παροχή των

τραπεζών με εγγυήσεις όταν δανείζονται από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες). Σε αυτό το χρόνο, όταν η κρίση είχε αρχίσει να δυναμώνει, δηλαδή την άνοιξη και το καλοκαίρι του 2011, η ΕΚΤ αύξησε δύο φορές το επιτόκιο αναφοράς της (συνολικά κατά 50 μονάδες βάσης) για την αντιμετώπιση της επιτάχυνσης του πληθωρισμού και της ταχείας πιστωτικής επέκτασης στη Γερμανία και σε άλλες χώρες του πυρήνα. Η ατυχής κίνηση αυτή αντιστράφηκε πριν από το τέλος του έτους.

Αντί να υποχωρήσουν μετά τις μεγάλες ενέσεις ρευστότητας από την ΕΚΤ, οι εντάσεις συνέχιζαν να αυξάνονται το πρώτο εξάμηνο του 2012. Οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων σε αρκετές χώρες της ευρωζώνης έφθασαν σε νέα ύψη, καθώς ενσωμάτωναν ένα ασφάλιστρο κινδύνου "μετατροπής", δηλαδή την πιθανότητα ορισμένων συμμετεχόντων να αναγκαστούν να εγκαταλείψουν το ευρώ. Τελικά, η προοπτική της κατάρρευσης ολόκληρης της ευρωζώνης οδήγησε το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο και την Ευρώ-σύνοδο κορυφής τον Ιούνιο του 2012 να ξεκινήσουν εργασίες για τραπεζική ένωση, με σκοπό να σπάσουν τον φαύλο κύκλο τραπεζών-δημοσίου χρέους. Από την άλλη, η γερμανική κυβέρνηση άφησε να εννοηθεί ότι η έξοδος της Ελλάδας από την ευρωζώνη δεν ήταν πλέον μια επιλογή.

Στο πλαίσιο αυτό, στις 26 Ιουλίου ο πρόεδρος της ΕΚΤ Μάριο Ντράγκι δήλωσε σε ομιλία του προς τους επενδυτές στο Lancaster House, στο Λονδίνο, ότι η ΕΚΤ ήταν «έτοιμη να κάνει ό, τι χρειάζεται για να διατηρήσει το ευρώ». Ακολούθησε, στις αρχές Σεπτεμβρίου, η ανακοίνωση του προγράμματος OMT, σύμφωνα με το οποίο η ΕΚΤ και οι εθνικές κεντρικές τράπεζες θα είναι έτοιμες να παρέμβουν για απεριόριστα ποσά στις δευτερογενείς αγορές ομολόγων του δημοσίου των συγκεκριμένων μελών της ευρωζώνης, χωρίς προκαθορισμένο χρονικό όριο. Με αυτή την ανακοίνωση, εκ των πραγμάτων, η ΕΚΤ έθεσε τον εαυτό της ως δανειστή έσχατης ανάγκης, ο οποίος στέκεται πίσω από τα δημόσια χρέη της ευρωζώνης σε περίπτωση μεγάλων ιδιότυπων οικονομικών σοκ.

Οι παρεμβάσεις αυτές, ωστόσο, θα πρέπει να ξεκινήσουν μόνο αφού η εν λόγω χώρα είχε υπογράψει κάποιο οικονομικό πρόγραμμα με την Ευρωπαϊκή Διευκόλυνση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) ή τον ΕΜΣ, το οποίο συνεπάγεται «αυστηρή και αποτελεσματική συνθηκολόγηση». Το παραπάνω μπορεί να λάβει τη μορφή ενός πλήρους προγράμματος μακροοικονομικής προσαρμογής ή, υπό ορισμένες προϋποθέσεις, από ένα «προληπτικό» πρόγραμμα. Σε κάθε περίπτωση θα πρέπει να περιλαμβάνει τη δυνατότητα αγοράς πρωτογενούς

χρέους από τον EFSF / ESM. Ορισμένοι αναλυτές θεώρησαν ότι η ρήτρα αυτή μπορεί να ρίχνει μια σκιά πάνω από την αξιοπιστία του OMT, καθώς θα μπορούσε να είναι δύσκολο να ενεργοποιηθεί στην πράξη, π.χ. με την παρουσία μιας τραπεζικής κρίσης που απαιτεί ταχεία δράση (De Grauwe, 2013, Wyplosz, 2013). Η πιθανότητα ενός προληπτικού προγράμματος μπορεί να προσφέρει μια διέξοδο, αλλά απαιτεί την προθυμία της κυβέρνησης να εγγραφεί σε ένα μνημόνιο κατανόησης σχετικά με τα μέτρα προσαρμογής με τον ΕΜΣ πολύ πριν η χώρα έχει την πλάτη της στον τοίχο - κάτι που μόνο διορατικοί πολιτικοί μπορεί να είναι πρόθυμοι να κάνουν. Ευτυχώς, η εφαρμογή του προγράμματος δεν δοκιμάστηκε ποτέ και οι χρηματοπιστωτικές αγορές εξέλαβαν την ανακοίνωση της ΕΚΤ στην ονομαστική τους αξία.

Σταδιακά, τα επιτόκια των επισφαλών δημοσίων χρεών άρχισαν να κινούνται προς τα κάτω και οι διασυννοριακές ροές χρηματοδότησης για τις περιφερειακές τράπεζες ήρθαν πίσω στη ζωή. Έτσι, το OMT σηματοδότησε πραγματικά ένα σημείο καμπής στην κρίση χρέους στην Ευρωζώνη - επιβεβαιώνει πέραν πάσης αμφιβολίας ότι η κρίση δημόσιου χρέους και η τραπεζική κρίση μετά το 2010 ήταν περισσότερο προϊόντα προβληματικών νομισματικών ιδρυμάτων, παρά απερισκεψίες δημοσιονομικών πολιτικών ορισμένων κρατών μελών. Ο οικονομικός κατακερματισμός άρχισε να υποχωρεί, αλλά όχι εντελώς, λόγω των παρατεταμένων αμφιβολιών σχετικά με την ισχύ των ισολογισμών των τραπεζών και την κληρονομιά των μη εξυπηρετούμενων περιουσιακών στοιχείων που άφησε η κρίση. Το πρόβλημα αυτό ήταν να εξεταστεί περαιτέρω από την τραπεζική ένωση, η οποία νομίμως σε ισχύ από το τέλος του 2014, και του ακόλουθου της που θα αναλάμβανε τη συνολική επισκόπηση των ισολογισμών και των επιχειρηματικών μοντέλων των τραπεζών που θα εποπτεύονται από την ΕΚΤ.

Ορισμένες σημαντικές εξελίξεις που αξίζει να επίσης να σημειωθούν, αφορούν στον ELA. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η υποστήριξη αυτή αποφασίζεται από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες, αλλά απαιτεί την άδεια της ΕΚΤ, η οποία μπορεί να αμφισβητηθεί ή να περιορίζεται όταν το Διοικητικό Συμβούλιο θεωρεί ότι η χρηματοδότηση αυτή μπορεί να επηρεάσει την άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Οι επίσημες στατιστικές δεν είναι διαθέσιμες (Micossi ,2015) , όμως οι ιδιωτικές εκτιμήσεις δείχνουν σημαντική προσφυγή στον ELA, κατά το διάστημα 2010-2012 από την Ελλάδα και την Ιρλανδία (και σε μικρότερο βαθμό από το Βέλγιο και αργότερα την Κύπρο), αλλά σε αυτό το διάστημα έμεινε συνεπής κυρίως με το νόμιμο στόχο της υποστήριξης μεμονωμένων τραπεζών (αν και ίσως αμφίβολης φερεγγυότητας).

Ένα διαφορετικό σενάριο εκτυλίχθηκε το 2015, όταν, στο πλαίσιο των δύσκολων διαπραγματεύσεων μεταξύ της νεοεκλεγείσας ελληνικής κυβέρνησης με επικεφαλής το ριζοσπαστικό αριστερό κόμμα ΣΥΡΙΖΑ και την αναστολή του προγράμματος διάσωσης η ΕΚΤ υποχρεώθηκε να αποκλείσει τα δημόσια χρεόγραφα από τη λίστα των αποδεκτών τίτλων ως εγγύηση. Η ΕΚΤ δεν είχε καμία εναλλακτική λύση, δεδομένου ότι η γενική παραίτηση σχετικά με τις κρατικές εγγυήσεις που μπορεί να επικυρώσει, όταν υπάρχει ένα πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής δεν μπορούσε πλέον να ισχύσει. Ως εκ τούτου, θα μπορούσε να διατεθεί χρηματοδότηση από την κεντρική τράπεζα για τις ελληνικές τράπεζες μόνο υπό ELA, και η πρόσβαση επιτρεπόταν μόνο μέχρι ένα σφιχτό όριο που αποφάσιζε το Διοικητικό Συμβούλιο και τροποποιούταν σε εβδομαδιαία βάση. Έτσι, εκ των πραγμάτων, ο ELA έχει γίνει μια γενική υπηρεσία έκτακτης χρηματοδότησης, με την ΕΚΤ να διατηρεί ένα σφιχτό όριο στην πρόσβαση υπό το φως των εξελισσόμενων διαπραγματεύσεων σχετικά με διορθωτικά μέτρα οικονομικής πολιτικής ανάμεσα στην Ελλάδα και τα ευρωπαϊκά θεσμικά όργανα.

Ένα τελευταίο χαρακτηριστικό που αξίζει να τονίσουμε στη θεσμική συγκρότηση του Ευρωσυστήματος και γίνεται ορατό από την κρίση ήταν η εμφάνιση των θέσεων των εθνικών κεντρικών τραπεζών, ως μεγάλου καθαρού πιστωτή και οφειλέτη έναντι της ΕΚΤ, δηλαδή οι λεγόμενοι λογαριασμοί «Στόχοι» («Target Balance»). Ο Στόχος είναι το σύστημα διακανονισμού για συναλλαγές σε ευρώ μεταξύ των τραπεζών της ευρωζώνης, οι οποίες διοχετεύονται μέσω των εθνικών κεντρικών τραπεζών και ως εκ τούτου μπορούν να οδηγήσουν σε θέσεις καθαρού πιστωτή και οφειλέτη τις εθνικές κεντρικές τράπεζες και την ΕΚΤ (Sinn, 2014). Όταν η κρίση του δημόσιου χρέους έπληξε την Ευρωζώνη και οι ιδιωτικές διασυννοριακές χρηματοοικονομικές ροές προς την περιφέρεια της ευρωζώνης σταμάτησαν, σε ένα βαθμό, ο Στόχος έγινε το κύριο μέσο χρηματοδότησης των εξωτερικών λογαριασμών των περιφερειακών μελών της Ευρωζώνης, τα οποία παρουσίαζαν έλλειμμα στο τρέχον ισοζύγιο πληρωμών. Με αυτόν τον τρόπο τα περιφερειακά μέλη κέρδισαν χρόνο για τη μείωση των ελλειμμάτων τους στο ισοζύγιο πληρωμών και τη χαλάρωση των πιστωτικών τους περιορισμών. Το 2011 και το 2012, ο Στόχος παρείχε μεγάλο μέρος της χρηματοδότησης του ισοζυγίου πληρωμών ανισορροπιών, μαζί με την επίσημη βοήθεια από το EFSF και το ΔΝΤ.

Ο αντισυμβαλλόμενος αυτών των χρηματοδοτικών ροών ήταν οι μεγάλες αυξήσεις των υπολοίπων πιστωτών της Γερμανίας και άλλων χωρών του πυρήνα, οι οποίες στο μεταξύ

αντιμετώπιζαν μεγάλα πλεονάσματα, τόσο στον τρέχοντα όσο και στον ιδιωτικό λογαριασμών κεφαλαίου. Το 2013 τρέχουσες ανισορροπίες εντός της ευρωζώνης ουσιαστικά εξαφανίστηκαν, αλλά οι περιφερειακές χώρες έπρεπε ακόμα να αντιμετωπίσουν σημαντικές καθαρές εκροές ιδιωτικών κεφαλαίων. Η χρηματοδότηση από τον Στόχο και η επίσημη βοήθεια συνέχισε να καλύπτει το κενό (Micossi, 2015). Με μόνη εξαίρεση την Ελλάδα, η προσφυγή στον Στόχο και η επίσημη βοήθεια από χώρες της περιφέρειας υποχώρησε το 2014, καθώς οι συνθήκες στη χρηματοπιστωτική αγορά ομαλοποιήθηκαν μετά την εισαγωγή του OMT.

3.3.2 Μη – Συμβατικά Μέτρα Νομισματικής Πολιτικής

Ανάλογα με τις συνθήκες που επικρατούν στην οικονομία, η κάθε κεντρική τράπεζα έχει τη δυνατότητα να υιοθετήσει και κάποια μη-συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής. Αυτά ονομάζονται έτσι, καθώς εφαρμόζονται με στόχο να αντιμετωπίσουν ιδιαίτερα προβλήματα που έχουν ανακύψει στην οικονομία και δεν χρησιμοποιούνται σε τακτική βάση. Για αυτό το λόγο, ο ορισμός των μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής διαφέρει σημαντικά ανάμεσα στις κεντρικές τράπεζες και κατά την πάροδο του χρόνου. Αρχικά, έπειτα από την κατάρρευση της Lehman και, την έκρηξη της κρίσης του δημόσιου χρέους που ακολούθησε στην Ευρωζώνη, τα μη συμβατικά μέτρα που ελήφθησαν από τις κεντρικές τράπεζες στόχευαν κυρίως στη σταθεροποίηση συγκεκριμένων τμημάτων των χρηματοπιστωτικών συστημάτων, που είχαν υποστεί και τις μεγαλύτερες επιπτώσεις. Αξιοσημείωτα παραδείγματα είναι τα προγράμματα SMP και VLTROs, και ομοίως οι κινήσεις υποστήριξης που συστάθηκαν από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ για τις αγορές των commercial papers και των αμοιβαίων κεφαλαίων, στον απόηχο της αποτυχίας της Lehman (Micossi, 2015). Οι παρεμβάσεις αυτές έγιναν πολύ πριν από τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αγγίξουν το κατώτερο όριο τους και αυτό μπορεί να θεωρηθεί ως επέκταση της λειτουργίας του έσχατου δανεισμού των κεντρικών τραπεζών. Αργότερα, η έμφαση μετατοπίζεται προς την τόνωση της πραγματικής ανάπτυξης και την καταπολέμηση του αποπληθωρισμού, καθώς τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια έφταναν στο κατώτατο όριό τους.

Τα μη-συμβατικά μέτρα που υιοθέτησε η ΕΚΤ και οι υπόλοιπες μεγάλες κεντρικές τράπεζες ύστερα από την κατάρρευση της Lehman Bros, διέφεραν σημαντικά από τα συνηθισμένα μέτρα πολιτικής. Σε κανονικές περιόδους η κεντρική τράπεζα μπορεί να επιλέξει ανάμεσα στην ποσοτική και ποιοτική χαλάρωση του ισολογισμού της. Η ποσοτική χαλάρωση (quantitative easing) εμπεριέχει επέκταση του ισολογισμού της κεντρικής τράπεζας και ιδίως της νομισματικής βάσης. Η ποσοτική χαλάρωση δεν μεταβάλλει τη σύσταση ενεργητικού του ισολογισμού. Αντίθετα, με την ποιοτική χαλάρωση (qualitative easing) το συνολικό μέγεθος του ισολογισμού παραμένει αναλλοίωτο, αλλά αλλάζει η σύσταση του ενεργητικού, καθώς υπεισέρχονται σε αυτό νέα, μη-συμβατικά περιουσιακά στοιχεία (Goodfriend, 2009; Shiratsuka, 2009). Πριν από την κατάρρευση της Lehman Bros το 2008, η πολιτική που ακολουθούσαν όλες οι μεγάλες κεντρικές τράπεζες (ΕΚΤ, Federal Reserve Bank, Τράπεζα της Αγγλίας)

ακολουθούσε τα συνηθισμένα μέτρα ποιοτικής χαλάρωσης: δεν υπήρχε συνολική επέκταση του ισοζυγίου της κεντρικής τράπεζας, παρά μόνο αλλαγές στη σύνθεση των περιουσιακών στοιχείων που απαρτίζουν το ενεργητικό. Από το Σεπτέμβριο του 2008 και ύστερα όμως, οι τρεις μεγάλες τράπεζες αναγκάστηκαν, όπως είδαμε, να εφαρμόσουν και πολιτικές πέρα από τις συνηθισμένες. Εκτός από την ποιοτική χαλάρωση, υπήρξε και ποσοτική χαλάρωση, δηλαδή η νέα σειρά μέτρων αποτελούνταν από ένα συνδυασμό επέκτασης και αναδιάρθρωσης του ισοζυγίου, που δεν είχε ξαναχρησιμοποιηθεί παλιότερα (Lenza, Pill and Reichlin, 2010).

Υπεύθυνη για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής, όπως είδαμε είναι η εκάστοτε κεντρική τράπεζα. Υπό κανονικές συνθήκες η κεντρική τράπεζα θέτει ένα στόχο για τα επιτόκια και προσαρμόζει την προσφορά χρήματος έτσι ώστε να επιτύχει αυτόν τον στόχο. Η ΕΚΤ, όμως λειτουργεί κυρίως μέσω των πράξεων αναχρηματοδότησης των τράπεζων. Ως εκ τούτου, δεν ασχολείται με τα δάνεια προς την κυβέρνηση ή τον ιδιωτικό τομέα. Όταν ένα έκτακτο σοκ φέρνει τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια κοντά στο μηδέν, δεν υπάρχει κανένας επιπλέον χώρος για να μειώσει τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια (δεδομένου ότι η εναλλακτική λύση του να κρατήσουν τα μετρητά και όχι καταθέσεις με αρνητική απόδοση είναι άμεσα διαθέσιμη στο κοινό), και ως εκ τούτου ο κανονικός μηχανισμός μετάδοσης από τα χαμηλότερα επιτόκια στην αύξηση της συνολικής ζήτησης για κατανάλωση και τις επενδύσεις δεν μπορεί να λειτουργήσει.

Σε αυτήν την περίπτωση η κεντρική τράπεζα μπορεί να εξακολουθήσει να προσπαθεί να ξεσηκώσει την οικονομία και τον πληθωρισμό πιέζοντας προς τα κάτω μακροπρόθεσμα επιτόκια, τα οποία συνήθως παραμένουν θετικά, ακόμη και όταν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια έχουν πέσει στο μηδέν. Δύο διαφορετικά κανάλια μετάδοσης μπορούν να αναγνωριστούν από την άποψη αυτή (Bernanke, 2012 και Rajan, 2013):

1. μελλοντική καθοδήγηση (forward guidance)
2. το φαινόμενο ισορροπίας χαρτοφυλακίου (balance portfolio effect)

Οι πολιτικές αυτές αναφέρονται συνήθως ως ποσοτική χαλάρωση (Quantitative Easing - QE), καθώς και οι δύο οδηγούν σε άμβλυνση της καμπύλης επιτοκίων και σε αύξηση της προσφοράς χρήματος από την κεντρική τράπεζα (Micossi, 2015). Τα δύο κανάλια μετάδοσης δεν αλληλοαναιρούνται, αλλά αλληλοσυμπληρώνονται στην πράξη. Η μελλοντική καθοδήγηση συμβαίνει όταν η κεντρική τράπεζα επιδιώκει να επηρεάσει τις προσδοκίες των επιτοκίων από τη δέσμευση για μια παρατεταμένη περίοδο χαμηλών επιτοκίων πολιτικής. Από την άλλη, εάν αποσκοπεί στην άμεση τροποποίηση της τιμής των μακροπρόθεσμων τίτλων αγοράζοντάς τους

οριστικά, θέτει σε κίνηση μια ακολουθία αντικαταστάσεων ενεργητικού σε ιδιωτικά χαρτοφυλάκια. Αυτό είναι το φαινόμενο ισορροπίας χαρτοφυλακίου. Επομένως, μια μεγάλη αύξηση στην προσφορά χρήματος βάσης είναι σύνηθες επακόλουθο των μη συμβατικών πολιτικών, των οποίων οι επιχειρησιακοί στόχοι συνήθως ανακοινώνονται ως ένα το πρόγραμμα αγοράς περιουσιακών στοιχείων για συγκεκριμένους χρονικούς ορίζοντες, μαζί με τη συνακόλουθη επέκταση του ισολογισμού της κεντρικής τράπεζας.

Τόσο η προσδοκία των επιτοκίων, όσο και οι επιπτώσεις ισορροπίας χαρτοφυλακίου βασίζονται στην ύπαρξη κάποιας ατέλειας της αγοράς. Το αποτέλεσμα της μελλοντικής καθοδήγησης μπορεί να προκύψει στο βαθμό που τα μακροπρόθεσμα επιτόκια διατηρούνται υψηλότερα από το επιτόκιο ισορροπίας από ιδιωτικές επενδυτικές στρατηγικές, οι οποίες βασίζονται σε υψηλότερα από τα αναμενόμενα βραχυπρόθεσμα επιτόκια ισορροπίας. Η κεντρική τράπεζα μπορεί στη συνέχεια να πείσει τους ιδιωτικούς φορέων να μειώσουν τις προσδοκίες τους για τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια, δεσμευόμενη να κρατήσει τα επιτόκια πολιτικής χαμηλότερα για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα από ό,τι υπονοείται από τους κανόνες της πολιτικής που αναπτύχθηκε για κανονικές συνθήκες, π.χ. σύμφωνα με τον κανόνα του Taylor (Taylor Rule). Κατά μία έννοια, για πετύχει αυτό το εγχείρημα, η κεντρική τράπεζα πρέπει να δεσμευτεί δημοσίως να είναι «ανεύθυνη» (Fawley & Neely, 2013). Το πρόβλημα με την εμπρός καθοδήγηση είναι ότι είναι χρονικά ασυνεπής, το οποίο μπορεί να μειώσει την αξιοπιστία της ΕΚΤ: τη στιγμή που οι προοπτικές απασχόλησης ή του πληθωρισμού αρχίζουν να βελτιώνονται, η κεντρική τράπεζα μπορεί να βρεθεί υπό την ισχυρή πίεση για να εγκαταλείψει την προηγούμενη δέσμευσή της. Στο πλαίσιο αυτό έχει υπάρξει συζήτηση στη βιβλιογραφία σχετικά με τα οικονομικά κίνητρα που θα μπορούσαν να βοηθήσουν να υποχρεώσουν την κεντρική τράπεζα να τηρήσει τις υποσχέσεις της, όπως πχ ο φόβος της απώλειας των χρημάτων του χαρτοφυλακίου των χρεογράφων της, αν προσπαθούσε να χαλαρώσει το χαρτοφυλάκιο των χρεογράφων της πολύ νωρίς. Ωστόσο, οι μεγάλες απώλειες του χαρτοφυλακίου του θα μπορούσαν εξίσου καλά να επιτευχθούν με τη διάδοση προσδοκιών για ανεξέλεγκτο πληθωρισμό. Μια βιώσιμη λύση είναι να θέτει η ΕΚΤ ως στόχο πολιτικής μια πραγματική οικονομική μεταβλητή, όπως το ποσοστό της ανεργίας. Αυτή ήταν τελικά η προσέγγιση που υιοθετήθηκε από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ το 2012 και από την Τράπεζα της Αγγλίας το 2013.

Το δεύτερο κανάλι μετάδοσης, το αποτέλεσμα ισορροπίας χαρτοφυλακίου, υποθέτει ότι

τα μακροπρόθεσμα επιτόκια ενσωματώνουν έναν όρο προμοδότησης, λόγω της ατελούς υποκατάστασης των εγγυήσεων στα χαρτοφυλάκια των ιδιωτών επενδυτών κατά μήκος της χρονικής διάρθρωσης των επιτοκίων. Αυτό μπορεί να οφείλεται σε παράγοντες όπως η ιδιοσυγκρασιακές ιδιωτικές προτιμήσεις («προτιμώμενες συνήθειες»), τα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά της αγοράς (υψηλό κόστος συναλλαγής ή κόστος αντιστάθμισης ορισμένων τίτλων), και κανονιστικοί περιορισμοί σχετικά με το είδος των κινητών αξιών που μπορεί να κατέχονται από ορισμένους επενδυτές, π.χ. συνταξιοδοτικά ταμεία. Ατελής υποκατάσταση με τη σειρά της σημαίνει ότι οι αλλαγές στην προμήθεια των περιουσιακών στοιχείων διαθέσιμων προς ιδιώτες επενδυτές θα επηρεάσουν την τιμή και την απόδοση τους. Σε γενικές γραμμές, οι πραγματικές οικονομικές επιπτώσεις μπορεί να αναμένεται εύλογα ότι προέρχονται από μια μετατόπιση των ιδιωτικών χαρτοφυλακίων σε μετοχές (σε γενικές γραμμές, σε πιο ριψοκίνδυνες εγγυήσεις), των ακινήτων και των ξένων περιουσιακών στοιχείων - αυτή η τελευταία στροφή, επίσης, θα επιφέρει υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, μαζί με αύξηση της καθαρής εξωτερικής ζήτησης για τα εγχώρια αγαθά, υπηρεσίες και πραγματικά περιουσιακά στοιχεία.

Υπάρχουν πολλές εμπειρικές μελέτες το τελευταίο διάστημα, οι οποίες επιβεβαιώνουν τα αποτελέσματα των μη-συμβατικών πολιτικών. Οι μη-συμβατικές πολιτικές συνήθως συνδέονται με μεγάλες υποτιμήσεις στην συναλλαγματική ισοτιμία, οι οποίες προκαλούν σημαντικές στρεβλώσεις σε άλλες νομισματικές περιοχές. Σε πολλές περιπτώσεις όμως, τα αποτελέσματα αυτά ανατρέπονται όταν η οικονομία αρχίζει να επιστρέφει στους φυσιολογικούς της ρυθμούς (βλέπε για παράδειγμα το δολάριο το 2014). Σε γενικές γραμμές, πολλές από τις επιπτώσεις στο επιτόκιο και τη συναλλαγματική ισοτιμία έκαναν την εμφάνιση τους στις αρχές της εφαρμογής των πολιτικών κατά της κρίσης. Στις ΗΠΑ, από το τέλος του 2008 μέχρι το φθινόπωρο του 2014, το Federal Reserve υιοθέτησε τρία «κύματα» ποσοτικής χαλάρωσης (QE). Τα πρώτα δύο (QE1 και QE2) οδήγησαν σε μείωση του επιτοκίου, όμως αυτή ανετράπη με το QE3, υποδηλώνοντας την ύπαρξη προσδοκιών για το ότι το QE έφτανε στο τέλος του. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, η μεγαλύτερη επίδραση στα επιτόκια έλαβε χώρα αμέσως μετά την ανακοίνωση των πρώτων μέτρων ποσοτικής χαλάρωσης. Από την άλλη, στην Ευρωζώνη, η συναλλαγματική ισοτιμία είχε αρχίσει να πέφτει αρκετά πριν από την υιοθέτηση της ποσοτικής χαλάρωσης, αντικατοπτρίζοντας το συνδυασμό της αναμενόμενης σύσφιξης από το Federal Reserve και της αναμενόμενης χαλάρωσης από την ΕΚΤ. Τα επιτόκια άρχισαν να μειώνονται απότομα, έπειτα από τις ανακοινώσεις της ΕΚΤ στο τέλος του 2014 και πριν ακόμα τεθούν σε εφαρμογή τα νέα

μέτρα. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι στην Ευρωζώνη οι καταθέσεις των τραπεζών είχαν αρνητικά επιτόκια. Αυτό σε συνδυασμό με την ποσοτική χαλάρωση, έσωσε ώθηση στις τράπεζες να αναζητήσουν εναλλακτικές λύσεις για την αύξηση της ρευστότητας τους. Το αποτέλεσμα όλων αυτών ήταν να ενδυναμωθεί η αποτελεσματικότητα των μη-συμβατικών μέτρων στην περίπτωση της Ευρωζώνης.

Η πραγματική επίπτωση των μη-συμβατικών μέτρων παραμένει αμφιλεγόμενη. Η εμπειρία της Ιαπωνίας έδωσε αρκετή τροφή στο στρατόπεδο των σκεπτικιστών, καθώς οι πειραματισμοί της με μη-συμβατικές νομισματικές πολιτικές στις αρχές των δεκαετιών του 1990 και 2000, δεν είχαν τα αναμενόμενα αποτελέσματα. Οι Ito and Mishkin (2006) υποστηρίζουν ότι οι ατυχής ανακοινώσεις της Τράπεζας της Ιαπωνίας, σε συνδυασμό με τις διαφωνίες ανάμεσα στα υψηλόβαθμα στελέχη της τράπεζας και την κυβέρνηση για την αναγκαιότητα των μη-συμβατικών μέτρων, έβλαψαν την αξιοπιστία των εφαρμοζόμενων μέτρων. Επίσης, στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο η οικονομία έδειξε μικρή ανταπόκριση στα έκτακτα μέτρα κατά της κρίσης. Συγκεκριμένα, στις ΗΠΑ το ΑΕΠ άρχισε να αυξάνεται σταθερά μετά το τρίτο τρίμηνο του 2011, ενώ στο Ηνωμένο Βασίλειο μετά τον Ιανουάριο του 2013.

Από την άλλη, ο Κοο (2008, 2015) υποδεικνύει μια άλλη πτυχή του θέματος. Υποστηρίζει ότι η παρατεταμένη ύφεση ήταν το αποτέλεσμα των προσπαθειών του ιδιωτικού τομέα να μειώσει το χρέος του πουλώντας τα περιουσιακά του στοιχεία (απομόχλευση), έτσι ώστε να επιδιορθώσει τους ισολογισμούς που είχαν πληγεί από την κατάρρευση των τιμών στην αγορά κατοικιών και χρηματοοικονομικών στοιχείων. Το αποτέλεσμα ήταν μια ραγδαία αύξηση στα επιτόκια αποταμίευσης, η οποία αριθμούσε σε πολλές ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ) και προερχόταν από την αυξημένη ζήτηση για αποταμίευση. Η αύξηση αυτή αρχικά αντισταθμίστηκε από επεκτατικές πολιτικές την περίοδο που η οικονομία βρισκόταν σε ύφεση. Καθώς, όμως στη συνέχεια η δημοσιονομική επέκταση υποχώρησε, το κενό στην συνολική ζήτηση (που δημιουργήθηκε από την μείωση της ιδιωτικής δαπάνης) δεν μπορούσε να καλυφθεί. Ο Κοο υποστηρίζει ότι η νομισματική πολιτική δεν μπορεί να βοηθήσει ιδιαίτερα στην αναβίωση της ιδιωτικής ζήτησης λόγω της έλλειψης πρόθυμων δανειστών και θεωρεί ότι η μεγάλη παρατηρούμενη αύξηση στις τιμές των μετοχών απομονώθηκε από τις επικείμενες μελλοντικές αποδόσεις, ήδη από το 2012 ως μια νέα «φούσκα» τιμών περιουσιακών στοιχείων. Τα πρόσφατα ευρήματα των Borio et al. (2015) για ιστορικά στοιχεία 143 ετών (1870-2013) και 38 χωρών επιβεβαιώνουν ότι οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων (μετοχές και τιμές κατοικιών)

μπορούν να εξηγήσουν τις μεγάλες και επίμονες μειώσεις στο προϊόν.

Παρόλο που η ανάλυση αυτή είναι αποκαλυπτική, τα συμπεράσματά της ενδέχεται να υποτιμούν τις θετικές επιδράσεις των μη-συμβατικών μέτρων πολιτικής στην διευκόλυνση και επιτάχυνση της απομόχλευσης και κατ' επέκταση στη δημιουργία, με την πάροδο του χρόνου, των συνθηκών για την επιστροφή της ιδιωτικής δαπάνης. Πρόσφατες εκθέσεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (GFSR, International Monetary Fund 2015 και World Economic Outlook, International Monetary Fund 2015) εμπεριέχουν εκτενείς αναλύσεις σχετικά με τη μείωση του χρέους των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων (ως ποσοστό του ΑΕΠ) λόγω των χαμηλών επιτοκίων, στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, από το 2007 έως το 2014. Επίσης, τώρα πια έχει επιβεβαιωθεί ότι η παρατεταμένη στασιμότητα της Ιαπωνικής οικονομίας στις δεκαετίες 1990 και 2000, εξηγείται σημαντικά από την αδυναμία της να αναμορφώσει τα «κακά» δάνεια στην καρδιά του τραπεζικού συστήματος. Πράγματι, τα στοιχεία του ΔΝΤ δεν δείχνουν μείωση του δείκτη δανειακής εξάρτησης για τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις κατά το διάστημα 2007-2014. Στην Ευρωζώνη, τα αποτελέσματα δεν είναι ακόμη ευδιάκριτα καθώς η ποσοτική χαλάρωση έχει μόλις ξεκινήσει και η απομόχλευση δεν έχει ολοκληρώσει ακόμη την πορεία της, ενώ οι τράπεζες σε κάποιες περιφερειακές χώρες(πχ Ιταλία) αντιμετωπίζουν ακόμη μεγάλα μη-λειτουργικά δάνεια.

Συνοψίζοντας, η σημασία της επιδιόρθωσης του ισολογισμού και της απομόχλευσης δεν θα έπρεπε να υποτιμηθεί, κατά την προσπάθεια κατανόησης της φαινομενικά αργής απόκρισης της οικονομίας στη νομισματική χαλάρωση, ιδιαίτερα στην περίπτωση του τραπεζικού συστήματος, όπου οι αυστηρότεροι κανόνες για τη διακίνηση κεφαλαίου που αποφασίστηκαν στη Βασιλεία συνδυάζονται με την ανάγκη για εκκαθάριση του ισολογισμού και περιορίζοντας την προσφορά δανεισμού. Πράγματι, το παραπάνω επιχείρημα στηρίζει το συμπέρασμα του (Bernanke, 2012), ότι η αγορά εγγυήσεων από την κεντρική τράπεζα προσφέρει σημαντική βοήθεια στην ανάκαμψη της οικονομίας, ενώ αμβλύνει το ρίσκο αποπληθωρισμού.

Τα οφέλη από την άσκηση μη-συμβατικής νομισματικής πολιτικής θα πρέπει να σταθμίζονται σε σχέση με το κόστος που μπορεί να προκύψει από αυτές. Μια πλήρης εικόνα του κόστους, όμως, μπορεί να μην είναι διαθέσιμη για αρκετό καιρό έπειτα από την εφαρμογή των μέτρων. Τα πιθανά μειονεκτήματα περιλαμβάνουν:

- Στρεβλώσεις στις χρηματιστηριακές αγορές, λόγω του ότι η Κεντρική Τράπεζα κρατά πολλές εγγυήσεις. Αυτό μειώνει το βάθος και το πλάτος των σχετικών αγορών.

- Το ρίσκο ότι η ποσοτική χαλάρωση μπορεί να ενθαρρύνει υπερβολική ανάληψη ρίσκου από τους ιδιωτικούς επενδυτές, στην αναζήτησή τους για υψηλές αποδόσεις.
- Τη δυσκολία της απορρόφησης της πλεονάζουσας ρευστότητας που θα έχει διοχετευθεί στην αγορά, λόγω της πιθανής αστάθειας που μπορεί να προκληθεί από τη χαλάρωση ουσιαστικών διακρατήσεων εγγυήσεων με καθορισμένο επιτόκιο και πολύ μεγάλη διάρκεια, τα οποία είχαν συσσωρευτεί από ιδιωτικούς επενδυτές.

Το τελευταίο μειονέκτημα, εξακολουθεί να προκαλεί ανησυχία. Με στόχο να καταπραΰνουν τους φόβους των επενδυτών, οι κεντρικές τράπεζες ανακοίνωσαν ότι σκοπεύουν να κρατήσουν τις εγγυήσεις τους μέχρι τη λήξη. Επομένως, το πρόβλημα ανακύπτει με το πώς να απορροφήσουν πάλι την πλεονάζουσα ρευστότητα που έχει διοχετευθεί στην οικονομία, εφόσον η υπερβάλλουσα ζήτηση για ρευστότητα υποχωρεί. Για αυτό το λόγο, η ΕΚΤ μπορεί να καταφεύγει σε εκτεταμένες εκδόσεις προθεσμιακών καταθέσεων. Εάν, όμως, αυτό αποτύχει, η σταθερότητα των τιμών τίθεται σε κίνδυνο και απελευθερώνονται προσδοκίες για πληθωρισμό, κάτι που θα πλήξει σημαντικά την αξιοπιστία της κεντρικής τράπεζας.

Από την άλλη πλευρά, η εμπειρία των ΗΠΑ δείχνει την πιθανότητα αποσταθεροποίησης που συνδέεται με το τέλος της ποσοτικής χαλάρωσης. Όταν ο πρόεδρος του Federal Reserve ανακοίνωσε τον Ιούνιο του 2013 ότι το Federal Reserve ενδέχεται να μειώσει τις αγορές περιουσιακών στοιχείων, τα μακροπρόθεσμα επιτόκια εκτοξεύτηκαν, προκαλώντας κύματα αστάθειας στις εγχώριες και διεθνείς αγορές. Η μόχλευση ιδιωτικής επένδυσης σε μακροπρόθεσμες εγγυήσεις με πολύ χαμηλά καθορισμένα επιτόκια θα μπορούσε να αντισταθμίσει την αστάθεια. Το επόμενο επικίνδυνο βήμα είναι η πρώτη αύξηση στα επίσημα επιτόκια, η οποία αναβάλλεται διαρκώς, υπό τον φόβο επιπτώσεων στην οικονομία. Σε κάθε περίπτωση, οι δυσκολίες αυτές είναι υπαρκτές και απαιτούν πολύ προσεκτική μεταχείριση των προσδοκιών από την κεντρική τράπεζα, αλλά δεν θα πρέπει να υπερβάλλουμε για την επικινδυνότητά τους. Παρόλα αυτά, η μείωση των αγορών περιουσιακών στοιχείων από το Federal Reserve (η οποία ολοκληρώθηκε τον Οκτώβρη του 2014) απορροφήθηκε σταδιακά από τις χρηματιστηριακές αγορές, χωρίς μεγάλες αναταράξεις.

Συμπερασματικά, μπορούμε να πούμε ότι τα ποσοτικά μέτρα ήταν πιθανότατα αναπόφευκτα λόγω της ύπαρξης αναδυόμενων ρίσκων πληθωρισμού και μείωσης του ισολογισμού. Στην πράξη είδαμε ότι βοήθησαν στην ανάκαμψη της οικονομίας, όμως είναι

πιθανό να εμπεριέχουν και μια κληρονομιά στρεβλώσεων και απειλών για τη χρηματοοικονομική σταθερότητα, οι οποίες δεν είναι ακόμη πλήρως καθορισμένες.

4 Εμπειρική Διερεύνηση

4.1 Εμπειρική Βιβλιογραφία

Σύμφωνα με την υπόθεση προσδοκιών, η σημερινή διάρθρωση των επιτοκίων Euribor θα πρέπει να περιέχει τη σιωπηρή πορεία των αναμενόμενων μελλοντικών βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Το επιτόκιο πολιτικής ως γνωστόν καθορίζεται από την κεντρική τράπεζα, βλέπε π.χ. Campbell και Shiller (1991), και Rudebusch (1995). Αυτή η πορεία αντανακλά το πως τα επιτόκια θα εξελιχθούν με την πάροδο του χρόνου και το πόσο θα αλλάξουν αν νέες πληροφορίες σχετικά με τις οικονομικές προοπτικές και νομισματική πολιτική απαιτούν μια αναθεώρηση της πορείας τους. Ως εκ τούτου, για μια αποτελεσματική νομισματική πολιτική, είναι ζωτικής σημασίας οι προσδοκίες για τα επιτόκια να είναι σύμφωνες με τις πολιτικές προθέσεις της κεντρικής τράπεζας και να αντανακλώνται σωστά στο σχήμα της καμπύλης αποδόσεων.

Από την αρχή της πρόσφατης οικονομικής κρίσης, ωστόσο, τα επιτόκια Euribor σε διάφορους ορίζοντες αυξήθηκαν σημαντικά και παρέμειναν σε υψηλά επίπεδα διασπώντας τη σαφήνεια με την οποία οι προθέσεις της νομισματικής πολιτικής αντικατοπτρίζονται στο σχήμα της καμπύλης αποδόσεων σε κίνδυνο. Με στόχο να αναβιώσει τις συνθήκες στην αγορά χρήματος, η ΕΚΤ, όπως και πολλές άλλες κεντρικές τράπεζες, αντέδρασαν κυρίως μέσω της σημαντικής αύξησης της παροχή ρευστότητας στον τραπεζικό τομέα μέσω των πράξεων ανοικτής αγοράς. Ακριβέστερα, μέχρι τον Οκτώβριο 2008 η ΕΚΤ αναδιατάσσει το σχέδιο κατανομής των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης (MROs) και επεκτείνει την παροχή ρευστότητας στο μέγεθος και τη συχνότητα με συμπληρωματικές πράξη πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης επιχειρήσεις (LTROs), παρόλο που η συνολική παροχή ρευστότητας διατηρείται περισσότερο ή λιγότερο αμετάβλητη. Μετά τον Οκτώβριο του 2008, ο ισολογισμός

της ΕΚΤ αυξήθηκε σημαντικά σε μέγεθος, γεγονός που οφείλεται σε μια σειρά από έκτακτα μέτρα, συμπεριλαμβανομένου ένα σταθερού ρυθμού παροχής απεριόριστης ρευστότητας, την περαιτέρω διεύρυνση οριζόντων αναχρηματοδότησης και τη δημιουργία ενός μηχανισμού χρηματοδότησης σε ξένο νόμισμα, κυρίως σε δολάρια ΗΠΑ. Αν αυτά τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής είναι αποτελεσματικά, θα πρέπει να μειώσουν τις εντάσεις στις αγορές χρήματος και να συμβάλλουν στη μείωση του οριακού κόστους της χρηματοδότησης των τραπεζικών δανείων, δηλαδή τα επιτόκια Euribor.

Με βάση το σκεπτικό της υπόθεσης προσδοκίων, οι Abbassi and Linzert (2011) επιστρατεύουν ένα υπόδειγμα του Euribor για να αξιολογήσουν:

- (i) την προβλεψιμότητα του υποδείγματος βάσει των προσδοκίων νομισματικής πολιτικής για την αγορά με ορίζοντα τριών μηνών, έξι μηνών και δώδεκα μηνών, και
- (ii) την αποτελεσματικότητα των μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, τα οποία σχετίζονται με τη κρίση

Συνολικά, τα αποτελέσματά τους δείχνουν ότι κατά τη διάρκεια της πρόσφατης κρίσης, η νομισματική πολιτική υπήρξε σε μεγάλο βαθμό αποτελεσματική. Πριν από την οικονομική κρίση, τα ποσοστά Euribor μέχρι 12 μήνες ήταν σε μεγάλο βαθμό σύμφωνα με τις προσδοκίες της αγοράς. Έπειτα από το ξέσπασμα της κρίσης, ωστόσο, η καμπύλη αποδόσεων αντανάκλα τις προθέσεις της νομισματικής πολιτικής λιγότερο ξεκάθαρα. Επιπλέον, βρίσκουν μια υψηλή επιμονή των επιτοκίων Euribor, κάτι που μπορεί να έχει θολώσει τη διαφάνεια της νομισματικής πολιτικής περαιτέρω. Σε αντίθεση, τα μέτρα που σχετίζονται με την κρίση, δηλαδή οι (μη τυποποιημένες) νομισματικές πολιτικές της ΕΚΤ ήταν άκρως αποτελεσματικές στη μείωση των επιτοκίων Euribor. Στην πραγματικότητα, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας, η σημαντική αύξηση του καθαρού όγκου των εκκρεμών πράξεων ανοικτής αγοράς του Οκτωβρίου του 2008 οδήγησε στη μείωση των επιτοκίων Euribor για περισσότερο από 100 μονάδες βάσης.

Η εμπειρική βιβλιογραφία έχει αναλύσει τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ μέσω διαφόρων οπτικών γωνιών. Οι περισσότερες εργασίες επικεντρώθηκαν στην αποτελεσματικότητα και την σχετική σημασία των διαφορετικών καναλιών μετάδοσης σε ολόκληρο τον κύκλο, βλέπε π.χ. Chatelain et al. (2003), Ehrmann et al. (2003), Peersman και Smets (2003)), ενώ άλλες εισφορές έχουν μελετήσει την ασύμμετρη λειτουργία των καναλιών κατά τη διάρκεια ανοδικές τάσεις και downswings, βλέπε π.χ. Bean et al. (2003), Ehrmann και

and Worm (2004), Eickmeier et al. (2006). Ωστόσο, η αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής κατά τη διάρκεια κρίσεων, και ιδιαίτερα κατά τη διάρκεια της πρόσφατης οικονομικής κρίσης δεν έχουν διερευνηθεί ακόμα επαρκώς.

Υπάρχουν διαφορετικά κανάλια που θεωρούνται ότι είναι απαραίτητα για την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής. Ένα βασικό χαρακτηριστικό σε πολλούς από αυτούς τους μηχανισμούς είναι ότι ολόκληρη η αναμενόμενη πορεία των επιτοκίων διαδραματίζει κρίσιμο ρόλο στον καθορισμό του κόστους των δανείων προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις. Έτσι, η μη αναμενόμενη νομισματική ενσωματώνεται στην καμπύλη αποδόσεων και επηρεάζει με τη σειρά της το επίπεδο της οικονομικής δραστηριότητας και τη σταθερότητα των τιμών. Ως εκ τούτου, η πρόσδεση των προσδοκίων ενισχύει την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής όσον αφορά τη διευκόλυνση της διαδικασίας μετάδοσης, βλέπε Woodford (2003). Κατά συνέπεια, ο βαθμός ζπροβλεψιμότητας των ενεργειών της κεντρικής τράπεζας είναι σημαντικός για τους οικονομικούς παράγοντες.

Το ημερήσιο επιτόκιο (Overnight Indexed Swap) μπορεί να ερμηνευτεί ως το μέσο βραχυπρόθεσμο επιτόκιο το οποίο η αγορά πιστεύει ότι θα επικρατήσει (Abbassi and Linzert, 2011). Στη ζώνη του ευρώ, το ημερήσιο επιτόκιο (OIS) είναι το κύριο μέσο που χρησιμοποιείται από τους συμμετέχοντες στην αγορά για να λάβουν κερδοσκοπικές θέσεις στις αναμενόμενες ενέργειες των κεντρικών τραπεζών. Σε γενικές γραμμές, τα ευρωπαϊκά επιτόκια της αγοράς χρήματος παρακολουθούν εκ του σύνεγγυς τα αναμενόμενα βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Στην πραγματικότητα, σε ένα περιβάλλον με επαρκή ρευστότητα και χωρίς στρεβλώσεις στην αγορά το επιτόκιο των μακροπρόθεσμων τραπεζικών καταθέσεων θα έπρεπε να φέρει μια στενή σχέση με την προσδοκία των επιτοκίων μίας ημέρας κατά τον ίδιο ορίζοντα, όπως υπονοείται από την υπόθεση προσδοκίων. Για παράδειγμα, το τρίμηνο (3M) διατραπεζική προσφερόμενο επιτόκιο (Euribor) είχε εξελιχθεί σε κοντινή απόσταση με το αντίστοιχο τρίμηνο Ευρωπαϊκό OIS με μια μέση διαφορά της τάξης του 8 μονάδες βάσης κατά την περίοδο πριν από τον Αύγουστο του 2007. Δεδομένου ότι το OIS είναι συνδεδεμένο με την Ευρωπαϊκό επιτόκιο μίας ημέρας (EONIA), η διαφορά αυτή προέρχεται από ένα ασφάλιστρο που οι τράπεζες πληρώνουν όταν δανείζονται κεφάλαια για ένα προκαθορισμένο χρονικό διάστημα σε σχέση με το αναμενόμενο κόστος, το οποίο με τη σειρά του προκύπτει από την κατ' επανάληψη ανατροπή χρηματοδότησης στην ημερήσια αγορά.

Στα μέσα του 2007, οι εντάσεις γύρω από τα περιουσιακά στοιχεία που υποστηρίζονταν

από τα στεγαστικά δάνεια των ΗΠΑ άρχισαν να μεταδίδονται στις αγορές χρήματος σε όλο τον κόσμο, γεγονός που οδήγησε σε έλλειψη ρευστότητας στις αγορές χρήματος. Στη ζώνη του ευρώ, αυτό οδήγησε σε μια αύξηση της ζήτησης για ρευστότητα. Σε συνδυασμό με την αυξημένη αβεβαιότητα, προκάλεσε τη μείωση των (πιο μακροπρόθεσμων) επιτοκίων της αγοράς χρήματος στο ακάλυπτο τμήμα της αγοράς. Ειδικότερα, η διαφορά μεταξύ του Euribor και επιτοκίων OIS σε όλες τις διάρκειες διευρύνθηκε, γεγονός που υποδηλώνει σημαντικά ότι τα επιτόκια της αγοράς χρήματος κατά μήκος της της καμπύλης αποδόσεων ήταν αποκλίνοντα από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο. Για την εκ νέου σταθεροποίηση των συνθηκών στην χρηματαγορά, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) ανταποκρίθηκε στην αυξημένη ζήτηση ρευστότητας αλλάζοντας το μοτίβο κατανομής των κύριων πράξεων αναχρηματοδότησης (MROs) και την επέκταση της ρευστότητας σε μέγεθος και συχνότητα με συμπληρωματικές πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (LTROs). Πιο συγκεκριμένα, η ΕΚΤ άρχισε να καταναίμει σημαντική πλεονάζουσα ρευστότητα στην αρχή της περιόδου τήρησης, η οποία στη συνέχεια σταδιακά απορροφάται κατά τις υπόλοιπες εβδομάδες της περιόδου με τη μείωση της κατανομής πάνω από το σημείο αναφοράς. Αυτό επέτρεψε στους αντισυμβαλλομένους να ικανοποιούν τις ισχυρές προτιμήσεις ρευστότητας τους, στα πρώτα στάδια της περιόδου τήρησης. Κατά μέσο όρο, οι τράπεζες συνέχισαν να έχουν πλεόνασμα ρευστότητας κοντά στο μηδέν στο τέλος κάθε περιόδου όπως πριν από τον Αύγουστο του 2007. Επιπλέον, για την αντιμετώπιση της αυξημένης ζήτησης ρευστότητας σε ξένο νόμισμα, η ΕΚΤ θέσπισε έναν όρο παροχής ρευστότητας σε δολάρια μέσω δημοπρασίας (TAF), η οποία πραγματοποιείται μέσω ανταλλαγής με την αμερικανική Federal Reserve Bank (Fed).

Κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2008, όταν η Lehman Brothers κήρυξε πτώχευση, οι τράπεζες έγιναν ακόμη πιο απρόθυμες να συμμετάσχουν σε διατραπεζικές συναλλαγές στην αγορά χρήματος και αντίστοιχα βασίστηκαν στη χρήση των πράξεων αναχρηματοδότησης της ΕΚΤ, βλέπε π.χ. Cassola et al. (2009). Οι εντάσεις στην αγορά χρήματος της Ευρωζώνης εντάθηκαν και τα επιτόκια Euribor άρχισαν να αποκλίνουν ακόμη περισσότερο από τα αντίστοιχα OIS. Στις 15 Οκτωβρίου 2008 η ΕΚΤ ανταποκρίθηκε στην επιδείνωση της κρίσης με έναν αριθμό από έκτακτα μέτρα. Πιο συγκεκριμένα, η ΕΚΤ μεταπήδησε από τη μορφή δημοπρασίας ανταγωνιστικού επιτοκίου σε ένα σταθερό επιτόκιο με πλήρη πολιτική κατανομής προκειμένου να ικανοποιήσει πλήρως τη ζήτηση ρευστότητας του τραπεζικού τομέας. Επιπλέον, η παροχή

ρευστότητας επεκτάθηκε σε πράξεις αναχρηματοδότησης με διάρκεια έξι και δώδεκα μήνες. Αυτή η αύξηση του καθαρού όγκου των εκκρεμών πράξεων ανοικτής αγοράς, οδήγησε σε σημαντική αύξηση του ισολογισμού της ΕΚΤ. Η ΕΚΤ έλαβε σαφέστερα μέτρα για να μειώσει το κόστος των ανασφάλιστων όρου δανεισμού και των μειωμένων συντελεστών πολιτικής της κατά 325 μονάδες βάσης, από 4,25% τον Οκτώβριο του 2008 στο 1,00% το Μάιο του 2009. Η παροχή ρευστότητας στο επιτόκιο πολιτικής και η δέσμευση να συνεχίσει αυτές τις μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής για ένα σαφώς καθορισμένο χρονικό διάστημα θα μπορούσαν να ερμηνευθούν ως ισχυρά σήματα της προσπάθειας να κρατήσει τα επιτόκια χαμηλά για όσο χρειάζεται.

Η (ασθενής) μορφή της υπόθεσης προσδοκιών δηλώνει, από θεωρητική προοπτική, την ισότητα μεταξύ των τρεχόντων μακροπρόθεσμων επιτοκίων και της μέση ζαναμενόμενης ημερήσιου επιτοκίου συν ενός ειδικού επιτοκίου κινδύνου με ημερομηνία λήξης πριμοδότηση, βλέπε π.χ. Litterman et al. (1991) και Hamilton και Kim (2002). Οι Abbassi and Linzert (2011) χρησιμοποιούν αυτή τη λογική και εφαρμόζουν το ακόλουθο υπόδειγμα για την μελέτη της δυναμικής του επιτοκίου Euribor (R):

$$\Delta R_t(k) = \alpha \left(\frac{1}{k} \sum_{j=0}^{k-1} E_t \Delta r_{t+1+j} \right) + \beta' \Phi_t(k) + \gamma' C B_t + \delta' X_t + \sum_{j=1}^5 \varphi_j \Delta R_{t-j}(k) + \epsilon_t$$

όπου το Δ υποδηλώνει τον χειριστή πρώτης διαφοράς. Το μοντέλο εκφράζεται σε πρώτες διαφορές στην προκειμένη περίπτωση να αποφευχθούν πιθανά ζητήματα μη στασιμότητας. Το α συλλαμβάνει τη σχέση μεταξύ του τρέχοντος μακροπρόθεσμου επιτοκίου με διάρκεια k και του μέσου αναμενόμενου ημερήσιου επιτοκίου κατά το ίδιο χρονικό ορίζοντα, $\left(\frac{1}{k} \sum_{j=0}^{k-1} E_t \Delta r_{t+1+j} \right)$.

Η υπόθεση των προσδοκιών απαιτεί μια θεωρητική ένα-προς-ένα σχέση για να κρατήσει, δηλαδή πρέπει $\alpha = 1$. Οι Abbassi and Linzert (2011), όμως, δεν επιδιώκουν να εκτελέσουν ένα περιορισμένο υπόδειγμα όπου μπορούμε να επιβάλουμε την υπόθεση προσδοκιών. Στην πραγματικότητα, προκειμένου να διερευνήσουν κατά πόσον η σχέση μεταξύ των επιτοκίων Euribor και των προσδοκιών της νομισματικής πολιτικής αγοράς έχει αλλάξει κατά τη διάρκεια της κρίσης, θα πρέπει να εκτιμηθεί το α . Γενικά, μία εκτίμηση του συντελεστή (στατιστικά) που δίνει τιμή λιγότερο από το ένα δεν χρειάζεται να εκληφθεί ως μια αποτυχία της υπόθεσης, σύμφωνα με τον Kuttner (2001). Ο Kuttner (2001) ισχυρίζεται ότι οι αλλαγές στα τρέχοντα μακροπρόθεσμα επιτόκια την ημέρα της ανακοίνωσης της πολιτικής αλλαγής αντανακλούν

αλλαγές στο μέσο όρο των αναμενόμενων μίας ημέρας κατά τη διάρκεια της σύμβασης.

Ως εκ τούτου, ο αντίκτυπο μιας μονοήμερης έκπληξης θα πρέπει να είναι λιγότερος από ένα προς ένα, (βλέπε Demiralp (2008) για εμπειρικά στοιχεία σχετικά με το τρίμηνο 3M επιτόκιο Treasury Bill). Επιπλέον, οι Demiralp και Ζορντά (2004) δείχνουν ότι πολλά βήματα μονοήμερης πολιτικής έχουν να κάνουν με το χρονοδιάγραμμα της δράσης και όχι με το τελικό μέγεθος τους.

Υπό κανονικές συνθήκες, η κοινή προσέγγιση στη βιβλιογραφία σχετικά με την υπόθεση προσδοκιών είναι να αντιμετωπίζουν το επιτόκιο κινδύνου ως ένα χρονικά σταθερό μέγεθος, που είναι μόνο αμελητέα ποσότητα. Ως εκ τούτου, σε μια παράσταση πρώτων διαφορών, τότε θεωρείται ότι είναι μηδενική. Σε μια οικονομική κρίση, όπως είδαμε πρόσφατα, η πριμοδότηση μπορεί όχι μόνο να είναι σημαντική σε μέγεθος, αλλά μπορεί επίσης να αλλάξει σημαντικά από την μια μέρα την άλλη. Για να αποφευχθεί το πρόβλημα αυτό των παραλειπόμενων μεταβλητών, έχουν συμπεριλάβει ένα διάνυσμα $\Phi_t(k)$, το περιλαμβάνει τις διάφορες διαστάσεις του κινδύνου:

- (i) τον κίνδυνο ρευστότητας (χρηματοδότησης και της αγοράς)
- (ii) αντισυμβαλλόμενο κίνδυνο, και
- (iii) ρίσκο

Το διάνυσμα CB είναι ένα διάνυσμα με τα μη συμβατικά μέτρα πολιτικής της ΕΚΤ τα οποία σχετίζονται με την κρίση και λαμβάνονται για την άμβλυνση των ελλείψεων στην αγορά χρήματος. Οι συγγραφείς χρησιμοποιούν αυτή τη μεταβλητή για να διερευνήσουν το κατά πόσον τα μέτρα αυτά κατάφεραν να μειώσει το επιτόκιο Euribor. Το X αντανακλά ένα διάνυσμα ψευδομεταβλητών και χρησιμοποιείται για τον έλεγχο ημερολογιακών επιδράσεις στα δεδομένα. Ακολουθώντας τους Hassler και Nautz (2008) και Busch και Nautz (2010), ο έλεγχος των επιτοκίων της αγοράς χρήματος απαιτεί επαρκώς χαμηλή επιμονή στα μακροπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς χρήματος. Εάν τα επιτόκια της αγοράς χρήματος χαρακτηρίζονται από μεγάλη επίμονη, ο διαρκής αντίκτυπος των διαταραχών μπορεί να εμποδίσει τη διαφάνεια των σημάτων της πολιτικής και της επίδρασης της νομισματικής πολιτικής της κεντρικής τράπεζας για τα επιτόκια της αγοράς χρήματος κατά μήκος της καμπύλης αποδόσεων. Ως εκ τούτου, μετρούν την επιμονή των επιτοκίων Euribor με τον όρο $\sum_{j=1}^5 \varphi_j$.

4.2 Μεθοδολογία και Στατιστικά Στοιχεία

Ακολουθώντας τους Abbassi and Linzert (2011), το υπόδειγμα που θα εκτιμήσουμε είναι το εξής:

$$\Delta r_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta r_{t-1} + \alpha_2 \Delta r_{t-2} + \alpha_3 \Delta r_{t-3} + \alpha_4 \Delta r_{t-4} + \beta_0 \Delta MRO_t + \beta_1 \Delta MRO_{t-1} + \gamma_1 dummy1_t + \gamma_2 dummy2_t + \gamma_3 dummy3_t + \gamma_4 dummy4_t + \delta_0 QE_t$$

όπου:

r_t : είναι το 3μηνιαίο επιτόκιο Euribor

MRO_t : το επιτόκιο MRO στις εβδομαδιαίες δημοπρασίες (διατηρούμε σταθερή την τελευταία τιμή μέχρι τη στιγμή που θα ανακοινωθεί ή νέα)

$dummy1_t$: ψευδομεταβλητή η οποία παίρνει την τιμή 1 εάν η ημερομηνία είναι 6 Σεπτεμβρίου 2012 (ανακοίνωση προγράμματος OMT), και την τιμή 0 διαφορετικά

$dummy2_t$: ψευδομεταβλητή η οποία παίρνει την τιμή 1 εάν η ημερομηνία είναι 26 Ιουλίου 2012 (ομιλία Draghi στους επενδυτές του οίκου Lancaster στο Λονδίνο), και την τιμή 0 διαφορετικά

$dummy3_t$: ψευδομεταβλητή η οποία παίρνει την τιμή 1 εάν η ημερομηνία είναι 24 Απριλίου 2014 (ομιλία Draghi στο Άμστερνταμ), και την τιμή 0 διαφορετικά

$dummy4_t$: ψευδομεταβλητή η οποία παίρνει την τιμή 1 εάν η ημερομηνία είναι 22 Ιανουαρίου 2015 (ανακοίνωση της εισαγωγής προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης), και την τιμή 0 διαφορετικά

QE_t : το ποσοστό μεταβολής της ρευστότητας λόγω της ποσοτικής χαλάρωσης

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι χρησιμοποιούμε διαφορές στο υπόδειγμά μας, έτσι ώστε να εξαλείψουμε την πιθανότητα ύπαρξης ολοκληρωμένων σειρών και μοναδιαίας ρίζας. Επίσης, συμπεριλαμβάνουμε και τέσσερις ψευδομεταβλητές για να ελέγξουμε την επίδραση διαφόρων αποφάσεων της ΕΚΤ. Για να μπορέσουμε να υποστηρίξουμε την υπόθεση ότι τα MROs, δηλαδή η πολιτική της ΕΚΤ επηρεάζουν τα επιτόκια της Ευρωζώνης (δηλαδή τα euribors) θα πρέπει οι συντελεστές των διαφορών των MROs να είναι θετικοί και στατιστικά σημαντικοί.

Τα στοιχεία που χρησιμοποιούμε είναι ημερήσια για την περίοδο 2/1/2007 έως σήμερα και προέρχονται από την ΕΚΤ. Το δείγμα μας αποτελείται από 371 παρατηρήσεις συνολικά.

4.3 Αποτελέσματα

Η εκτίμηση του παραπάνω υποδείγματος με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, παράγει τα ακόλουθα αποτελέσματα:

$$\begin{aligned}\widehat{\Delta r}_t = & -\frac{0.001227}{(0.0008561)} + \frac{0.6776324\Delta r_{t-1}}{(0.0527378)} - \frac{0.0705324\Delta r_{t-2}}{(0.0636296)} + \frac{0.0935839\Delta r_{t-3}}{(0.0624752)} \\ & + \frac{0.0587809\Delta r_{t-4}}{(0.0463092)} + \frac{0.0444259\Delta MRO_t}{(0.0172838)} - \frac{0.0524896\Delta MRO_{t-1}}{(0.0174095)} \\ & + \frac{0.0137247dummy1_t}{(0.0158744)} - \frac{0.0109761dummy2_t}{(0.0168119)} + \frac{0.0163289dummy3_t}{(0.0158318)} \\ & + \frac{0.0010136dummy4_t}{(0.0158019)} - \frac{0.0000192QE_t}{(0.0000359)}\end{aligned}$$

όπου στις παρενθέσεις αναφέρονται τα τυπικά σφάλματα. Ο συντελεστής παλινδρόμησης είναι $R^2 = 0.6568$.

Οι συντελεστές των μεταβλητών Δr_{t-1} , ΔMRO_t , ΔMRO_{t-1} είναι στατιστικά σημαντικοί σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%, όπως ήταν αναμενόμενο. Ακόμη, ο συντελεστής της πρώτης διαφοράς ΔMRO_t την τρέχουσα περίοδο είναι θετικός, κάτι που συμφωνεί με την υπόθεσή μας. Ο συντελεστής όμως της υστερημένης διαφοράς των MROs είναι αρνητικός. Σύμφωνα με τα ευρήματά μας, επομένως, συμπεραίνουμε ότι τα επιτόκια άσκησης πολιτικής επηρεάζουν θετικά τα επιτόκια της αγοράς την τρέχουσα περίοδο, αλλά αρνητικά την επόμενη. Η συνολική όμως επίπτωση από τα MROs είναι (0.0444-0.0524), άρα την επόμενη περίοδο υπάρχει υπερ-αντίδραση που εξουδετερώνει την αρχική επίπτωση.

Οι συντελεστές των ψευδομεταβλητών των παρακάτω γεγονότων: ανακοίνωση του προγράμματος OMT στις 6 Σεπτεμβρίου 2012, ομιλία του Draghi στο Άμστερνταμ τις 24 Απριλίου 2014 και ανακοίνωση της εισαγωγής προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης στις 22 Ιανουαρίου 2015 είναι θετικοί, σε αντίθεση με τον συντελεστή της ψευδομεταβλητής που ελέγχει για την ομιλία Draghi στους επενδυτές του οίκου Lancaster στο Λονδίνο στις 26 Ιουλίου 2016 που είναι αρνητικός. Οι παραπάνω συντελεστές όμως δεν είναι στατιστικά σημαντικοί στα συνήθη επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας. Το ίδιο ισχύει και για τη μεταβλητή QE , που δείχνει το ποσοστό μεταβολής της ρευστότητας λόγω της ποσοτικής χαλάρωσης.

5 Συμπεράσματα

Συνοψίζοντας, παρατηρούμε ότι και σε θεωρητικό αλλά και σε εμπειρικό επίπεδο, η νομισματική πολιτική έχει επιπτώσεις στα επιτόκια της αγοράς. Παρόλα αυτά είδαμε ότι η αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής κατά την περίοδο της κρίσης, δεν ήταν η ίδια σε σχέση με εκείνη σε κανονικές περιόδους. Καθώς τα επιτόκια της αγοράς χρήματος κατά την οικονομική κρίση επηρεάζονται έντονα από τις ανησυχίες των κινδύνων, η ικανότητα της κεντρικής τράπεζας να κατευθύνει τα επιτόκια της αγοράς χρήματος μέσω τυπικών καναλιών της μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής αποδυναμώθηκε. Είδαμε ότι η αντανάκλαση της νομισματικής πολιτικής στις προσδοκίες των επιτοκίων Euribor έχει μειωθεί σημαντικά. Την ίδια στιγμή, ωστόσο, τα αποτελέσματα μας δείχνουν ότι τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ που σχετίζονται με την κρίση είναι αρκετά αποτελεσματικά στη μείωση των επιτοκίων της αγοράς χρήματος.

6 Βιβλιογραφία

- Abbassi Puriya and Tobias Linzert (2011), “The Effectiveness of Monetary Policy in Steering Money Market Rates During the Recent Financial Crisis”, European Central Bank, Working Paper Series No 1328.
- Angelini, P., A. Nobili and M.C. Picillo (2009): The interbank market after August 2007: what has changed, and why?, Economic Working Papers No. 731, Bank of Italy.
- Bank of England (2007): An Indicative Decomposition of Libor Spreads, Quarterly Bulletin No. Q4.
- Bean, C., J.D. Larsen and K. Nikolov (2003): Financial Frictions and the Monetary Transmission Mechanism: Theory, Evidence and Policy Implications, in: I. Angeloni, A. Kashyap, and B. Mojon (Eds.), Monetary Policy Transmission in the Euro Area, Cambridge, UK: Cambridge University Press, pp. 107–130.
- Bernoth, K. and J. von Hagen (2004): The Euribor Futures Market: Efficiency and the Impact of ECB Policy Announcements, *International Finance*, 7(1), 1–24.
- Boivin, J., M.T. Kiley and F.S. Mishkin (2010): How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?, NBER Working Papers No. 15879, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Brunnermeier, M.K. (2009): Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008, *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 77–100.
- Brunnermeier, M.K. and L.H. Pedersen (2009): Market Liquidity and Funding Liquidity, *Review of Financial Studies*, 22(6), 2201–2238.
- Busch, U. and D. Nautz (2010): Controllability and Persistence of Money Market Rates along the Yield Curve: Evidence from the Euro Area, *German Economic Review*, 11(3), 367–380.
- Borio, C., M. Erdem, A. Filardo and B. Hofmann (2015), “The costs of deflations: a historical perspective”, *BIS Quarterly Review*, March.
- Campbell, J.Y. and R.J. Shiller (1991): Yield Spreads and Interest Rate Movements: A Bird’s Eye View, *Review of Economic Studies*, 58(3), 495–514.
- Carpenter, S. and S. Demiralp (2009): Money and the Transmission of Monetary Policy, TUS YAD-Koc, University Economic Research Forum Working Papers No. 0906,

TUSIAD-Koc University Economic Research Forum.

- Cassola, N., A. Hortacsu and J. Kastl (2009): The 2007 Subprime Market Crisis Through the Lens of European Central Bank Auctions for Short-Term Funds, Working Paper No. 15158, National Bureau of Economic Research.
- Chatelain, J.B., A. Generale, I. Hernando, P. Vermeulen and U.V. Kalckreuth (2003): New Findings on Firm Investment and Monetary Policy Transmission in the Euro Area, *Oxford Review of Economic Policy*, 19(1), 73–83.
- Christensen, J.H.E., J.A. Lopez and G.D. Rudebusch (2009): Do central bank liquidity facilities affect interbank lending rates?, Working Paper Series No. 2009-13, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- de Bondt, G., B. Mojon and N. Valla (2005): Term Structure and the Sluggishness of Retail Bank Interest Rates in Euro Area Countries, Working Paper Series No. 518, European Central Bank.
- Demiralp, S. (2008): Monetary policy surprises and the expectations hypothesis at the short end of the yield curve, *Economics Letters*, 101(1), 1–3.
- Demiralp, S. and O. Jorda (2004): The Response of Term Rates to Fed Announcements, *Journal of Money, Credit and Banking*, 36(3), 387–405.
- Ehrmann, M. and A. Worms (2004): Bank Networks and Monetary Policy Transmission, *Journal of the European Economic Association*, 2(6), 1148–1171.
- Ehrmann, M., L. Gambacorta, J. Martinez-Pagès, P. Sevestre and A. Worms (2003): The Effects of Monetary Policy in the Euro Area, *Oxford Review of Economic Policy*, 19(1), 58–72.
- Eickmeier, S., B. Hofmann and A. Worms (2006): Macroeconomic Fluctuations and Bank Lending: Evidence for Germany and the Euro Area, Discussion Paper Series 1: Economic Studies No. 2006,34, Deutsche Bundesbank, Research Centre.
- Eisenschmidt, J. and J. Tapking (2009): Liquidity risk premia in unsecured interbank money markets, Working Paper Series No. 1025, European Central Bank.
- European Central Bank (2004): Publication of the Benchmark Allotment in the Main Refinancing Operations, *Monthly Bulletin*, April.
- European Central Bank (2007a): Euro Money Market Study 2006.
- European Central Bank (2007b): Evidence of the Impact of Recent Financial Market

Tensions, as revealed by Bank Lending Surveys in Major Industrialised Economies, Monthly Bulletin, December.

- European Central Bank (2010): The ECB's Monetary Policy Stance During the Financial Crisis, Monthly Bulletin, January.
- European Central Bank (2014): ELA Procedures, available at: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/201402_elaprocedures.en.pdf?e716d1d560392b10142724f50c6bf66a
- Giannone Domenico, Michele Lenza, Huw Pill and Lucrezia Reichlin (2010), "Non-Standard Monetary Policy Measures and Monetary Developments", International Macroeconomics, Discussion Paper No. 8125.
- Gorton, G.B. and A. Metrick (2009): Securitized Banking and the Run on Repo, NBER Working Papers No. 15223, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Hamilton, J.D. and D.H. Kim (2002): A Reexamination of the Predictability of Economic Activity Using the Yield Spread, Journal of Money, Credit and Banking, 34(2), 340–360.
- Hassler, U. and D. Nautz (2008): On the Persistence of the Eonia Spread, Economics Letters, 101(3), 184–187.
- Jarret, C. and G.L. Fol (2007): Euro money market interest rates dynamics and volatility: How they respond to recent changes in the operational framework, Documents de Travail No. 167, Banque de France.
- Kuttner Kenneth N. and Patricia C. Mosser (2002), "The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions", FRBNY Economic Policy Review / May 2002.
- Kuttner, K.N. (2001): Monetary Policy Surprises and Interest Rates: Evidence from the Fed Funds Futures Market, Journal of Monetary Economics, 47(3), 523–544.
- Lenza, Michele and Huw Pill and Lucrezia Reichlin (2010), "Monetary Policy in Exceptional Times", European Central Bank, Working Paper Series, No 1253.
- Litterman, R.B., J. Scheinkman and L. Weiss (1991): Volatility and the Yield Curve, Journal of Fixed Income, 1(1), 49–53.
- McAndrews, J., A. Sarkar and Z. Wang (2008, July): The Effect of the Term Auction Facility on the London Inter-Bank Offered Rate, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports (335).

- Micossi, S. (2015), “The Monetary Policy of the European Central Bank (2002-2015)”, Bruges European Economic Policy Briefings, 35 / 2015.
- Mishkin, F.S. (1995): Symposium on the Monetary Transmission Mechanism, *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 3–10.
- Mishkin, F.S. (2007): Inflation Dynamics, *International Finance*, 10(3), 317–334.
- Mishkin, F.S. (2009): Is Monetary Policy Effective during Financial Crises?, *American Economic Review*, 99(2), 573–77.
- Newey, W.K. and K.D. West (1987): A Simple, Positive Semi-Definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix, *Econometrica*, 55(3), 703–708.
- Peersman, G. and F. Smets (2003): The Monetary Transmission Mechanism in the Euro Area: More Evidence from VAR Analysis, in: I. Angeloni, A. Kashyap, and B. Mojon (Eds.), *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge, UK: Cambridge University Press, pp. 36–55.
- Rudebusch, G.D. (1995): Federal Reserve Interest Rate Targeting, Rational Expectations, and the Term Structure, *Journal of Monetary Economics*, 35, 245–274.
- Rudebusch, G.D. (1998): Monetary Policy and the Term Structure of Interest Rates: An Overview of Some Recent Research, in: I. Angeloni and R. Rovelli (Eds.), *Monetary Policy and the Term Structure of Interest Rates*, New York, USA: St. Martin’s Press, pp. 263–271.
- Sarkar, A. (2009): Liquidity Risk, Credit Risk, and the Federal Reserve’s Responses to the Crisis, *Financial Markets and Portfolio Management*, 23(4), 335–348.
- Schwarz, K. (2010): Mind the Gap: Disentangling Credit and Liquidity in Risk Spreads, Working Paper Series, Wharton School, University of Pennsylvania.
- Sorensen, C.K. and T.Werner (2006): Bank Interest Rate Pass-Through in the Euro Area: a Cross Country Comparison, Working Paper Series No. 580, European Central Bank.
- Taylor, A.M. (2001): Potential Pitfalls for the Purchasing-Power-Parity Puzzle? Sampling and Specification Biases in Mean-Reversion Tests of the Law of One Price, *Econometrica*, 69(2), 473–498.
- Taylor, J.B. and J.C. Williams (2009): A Black Swan in the Money Market, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 1(1), 58–83.

- Woodford, M. (2003): Interest and Prices, princeton university press, princeton, n.j. Edition.