

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ  
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

Ον/νο Φοιτητή : ΝΙΠΥΡΑΚΗΣ ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ  
Α.Μ : 6929

**ΑΣΚΗΣΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΑΠΟ ΤΗΝ  
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ: ΠΩΣ  
ΕΠΗΡΕΑΣΤΗΚΕ ΑΠΟ ΤΗΝ  
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ;**

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Ον/νο Καθηγητή : ΚΥΡΙΚΟΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

ΙΟΥΝΙΟΣ 2014

## **Περιεχόμενα**

Περίληψη.....	4
Εισαγωγή .....	7
Κεφάλαιο 1ο: Η στρατηγική νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας .....	13
1.1 Διάρθρωση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών.....	13
1.2 Ο ρόλος της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας .....	16
1.3 Στόχοι της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας .....	17
1.4 Η άσκηση νομισματικής πολιτικής.....	18
1.5 Οικονομική ανάλυση.....	20
1.6 Νομισματική ανάλυση .....	21
1.6.1 Νομισματικά μεγέθη .....	23
1.8 Βασικά χαρακτηριστικά μιας επιτυχημένης νομισματικής πολιτικής.....	26
1.9 Τα μέσα της νομισματικής πολιτικής .....	28
1.10 Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές.....	35
Κεφάλαιο 2ο: Νομισματική Πολιτική και Ευρωσύστημα.....	39
2.1 Η ενιαία νομισματική πολιτική και οι παρεμβάσεις του Ευρωσυστήματος.....	39
2.1.1 Μέτρα μη συμβατικής πολιτικής .....	42
2.2 Αποδεκτά Περιουσιακά Στοιχεία .....	45
2.3 Προδιαγραφές καταλληλότητας για τα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία .....	47
Κεφάλαιο 3ο: Νομισματική πολιτική ΕΚΤ και κρίση .....	54

3.1 Η αντίδραση των Κεντρικών Τραπεζών στην Κρίση.....	54
3.2 Τα μέτρα που έλαβε η ΕΚΤ για την αντιμετώπιση της κρίσης.....	56
Συμπεράσματα .....	67
Βιβλιογραφία.....	77

## Περίληψη

Ο σκοπός της εργασίας είναι η μελέτη της άσκησης νομισματικής πολιτικής από την ευρωπαϊκή κεντρική τράπεζα και η διεύρυνση της επίδρασης που έχει η χρηματοοικονομική κρίση στην πολιτική αυτή. Η προσέγγιση του θέματος είναι περιγραφική (Cohen & Manion, 1997). Χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος της βιβλιογραφικής επισκόπησης, της οποίας στόχος ήταν η *«αναζήτηση της αντικειμενικότητας με επιθυμία να ελαχιστοποιηθούν οι διαστρεβλώσεις και να περιγραφούν όλες οι πλευρές της συγκεκριμένης μελετώμενης κατάστασης»* (Cohen & Manion, 1997). Πρόκειται για μια θεωρητική επεξεργασία των διαφόρων παραμέτρων θέτουν το ζήτημα της άσκησης νομισματικής πολιτικής από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και της επίδρασης που είχε η χρηματοοικονομική κρίση στην πολιτική αυτή. Αναλύεται η κρίση στην αγορά χρήματος και το πώς επεκτάθηκε στην πραγματική οικονομία της χρηματοπιστωτικής αγοράς. Σαν αποτέλεσμα, η ΕΚΤ προχώρησε σε διάφορα στάδια όπου αναλύονται παρακάτω, με σκοπό κυρίως να ενισχύσει τις τράπεζες όπου οι τράπεζες αποτελούν την πρωταρχική πηγή παροχής πιστώσεων στην οικονομία. Γίνεται επομένως κατανοητό ότι η ΕΚΤ προσαρμόζει καταλλήλως τη νομισματική πολιτική, τη συνολική παροχή ρευστότητας και τους τρόπους κατανομής, λαμβάνοντας υπόψη ότι όλα τα μη συμβατικά μέτρα που ελήφθησαν κατά τις περιόδους έντονων χρηματοπιστωτικών πιέσεων είναι εκ της κατασκευής τους

προσωρινής φύσεως. Συνεπώς η ΕΚΤ θα επιτελέσει οτιδήποτε χρειάζεται προς αυτές τις κατευθύνσεις, ώστε να διατηρηθεί η σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα, γεγονός απαραίτητο για την οικονομική ανάπτυξη, τη δημιουργία θέσεων εργασίας και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

## **Summary**

The purpose of this study is to investigate the conduct of the monetary policy by the European Central Bank and the expansion of the influence of the financial crisis in this policy. The approach is descriptive (Cohen & Manion, 1997). The method of bibliographical review was used, the objective of which was “the pursuit of objectivity with the desire to minimize distortions and to describe all aspects of the particular situation in study” It is a theoretical elaboration of various parameters which raise the question of the monetary policy conduction by the European Central Bank and the impact the financial crisis had in this policy. The crisis of the money market is being analysed as well as the way this crisis spread in the real economy of the financial market. As a result, the ECB proceeded in several stages, which are discussed below, in order to mainly support the banks, which are the primary source of credit to the economy. It is therefore comprehensible that the ECB adjust accordingly its monetary policy, the overall provision of financial ratio and the allotment modes, taking into consideration that all the non-conventional measures taken during periods of intense financial pressures are designed to be only temporary. Therefore, the ECB will achieve anything needed in those directions, in order to maintain price stability in the medium term, which is crucial for economic development, job creation and financial stability.

## **Εισαγωγή**

Η αρχιτεκτονική του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος τα τελευταία δέκα χρόνια έχει δεχθεί σημαντικές αλλαγές που μετέβαλλαν το ρόλο των Κεντρικών Τραπεζών στη λειτουργία της σύγχρονης παγκόσμιας οικονομίας. Βασικός στόχος των Κεντρικών Τραπεζών ήταν η διασφάλιση της σταθερότητας του δείκτη τιμών καταναλωτή με βασικό εργαλείο το βασικό επιτόκιο αναφοράς στις πράξεις νομισματικής πολιτικής τους.

Πιο ειδικά η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), όταν ξεκίνησε η χρήση του ευρώ το 1999, ανέλαβε την πλήρη ευθύνη για τη νομισματική πολιτική σε ολόκληρη την περιοχή του ευρώ.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι στα καθήκοντά της περιλαμβάνεται ο καθορισμός επιτοκίων αναφοράς και η διαχείριση των αποθεμάτων ξένου συναλλάγματος της περιοχής του ευρώ. Η ΕΚΤ διοικείται από έναν πρόεδρο, ο οποίος ορίζεται από το Συμβούλιο κατόπιν διαβούλευσης με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο. Ακόμα και αν το Κοινοβούλιο απορρίψει τον υποψήφιο, το Συμβούλιο μπορεί να τον διορίσει (Economic and Monetary Affairs Committee). Ο βασικός στόχος της ΕΚΤ είναι η διατήρηση της

σταθερότητας των τιμών. Καθετί άλλο είναι δευτερεύον σε σχέση με αυτόν τον στόχο. Για αυτό ο Πρόεδρος και η Εκτελεστική Επιτροπή κινούνται προς αυτήν την κατεύθυνση και παρακολουθούν προσεχτικά τις εξελίξεις των τιμών. Για να το πετύχουν αυτό δεν πρέπει ο πληθωρισμός να ξεπεράσει το 2%. Για να κρατήσει την οικονομική της πολιτική σε λογικά επίπεδα, η ΕΚΤ προσπαθεί να παραμείνει ανεξάρτητη από πολιτικές επιρροές.

Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί ότι ο δεύτερος στόχος της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ είναι ο έλεγχος της ποσότητας του χρήματος που κυκλοφορεί, η οποία ονομάζεται «προσφορά χρήματος M3». Μια μεγάλη αύξηση ενέχει τον κίνδυνο του πληθωρισμού μακροπρόθεσμα. Θα πρέπει να γνωρίζει κανείς ότι η τιμή αναφοράς της ΕΚΤ για τη μέση ετήσια αύξηση της M3 είναι 4,5%. Συνήθως σημειώνεται υπέρβαση αυτού του ποσοστού.

Οι γενικές πολιτικές της ΕΚΤ – μέσα στα όρια που τίθενται από τη Συνθήκη του Μάαστριχτ – καθορίζονται από το διοικητικό συμβούλιο, μεταξύ αυτών και η μηνιαία αναθεώρηση των βασικών επιτοκίων. Το συμβούλιο συνεδριάζει δύο φορές το μήνα και αποτελείται από τα έξι μέλη της εκτελεστικής επιτροπής και από τους διοικητές των κεντρικών τραπεζών των κρατών της Ευρωζώνης. Οι περισσότερες συνεδριάσεις γίνονται στην έδρα της ΕΚΤ στη Φραγκφούρτη.



Κατά καιρούς συμμετέχει και ο Επίτροπος για τα Οικονομικά και Νομισματικά Θέματα.

Η λήψη των καθημερινών αποφάσεων είναι στα χέρια της εκτελεστικής επιτροπής, η οποία αποτελείται από έναν πρόεδρο, έναν αντιπρόεδρο και άλλα τέσσερα μέλη της επιτροπής που ορίζονται από το Συμβούλιο της ΕΕ. Μέχρι να υιοθετηθεί το ευρώ από όλα τα κράτη-μέλη υπάρχει επίσης και ένα Γενικό Συμβούλιο, που αποτελείται από έναν πρόεδρο, έναν αντιπρόεδρο και τους Διοικητές των εθνικών τραπεζών όλων των κρατών-μελών της ΕΕ. Ο ρόλος του Γενικού Συμβουλίου είναι να προετοιμάσει τα υπόλοιπα μέλη να υιοθετήσουν το ευρώ. Η πλευρά της ΕΚΤ που αφορά την οικονομική πολιτική είναι πιο σύνθετη. Σε μια χώρα που δεν έχει το ευρώ ως νόμισμα η νομισματική και η οικονομική πολιτική μπορούν ακόμα να συντονιστούν. Αυτό σημαίνει, για παράδειγμα, ότι μια χώρα μπορεί να μειώσει τα επιτόκια, ώστε να ενθαρρύνει τους καταναλωτές και τις επιχειρήσεις να ξοδεύουν, τονώνοντας έτσι την οικονομική ανάπτυξη. Αν, αντίθετα, τα αυξήσει, θα ενθαρρύνει την αποταμίευση και θα μειώσει την κατανάλωση, το οποίο σημαίνει ότι μια οικονομία όπου ο πληθωρισμός ανεβαίνει μπορεί να τεθεί υπό έλεγχο δια της αύξησης των επιτοκίων.

Αλλά η οικονομική και νομισματική πολιτική δεν είναι απλά μια διαδικασία δύο διαστάσεων.

Η αύξηση των επιτοκίων μπορεί επίσης να ενθαρρύνει τις ξένες επενδύσεις, βελτιώνοντας έτσι το ισοζύγιο πληρωμών μιας χώρας. Από την άλλη μεριά, η αύξηση των επιτοκίων σημαίνει ότι η κυβέρνηση πρέπει να πληρώσει μεγαλύτερο τόκο για τα χρήματα που δανείζεται η ίδια. Έτσι η ΕΚΤ καλείται να συμβιβάσει και να συντονίσει τα επιτόκια με πολλούς παράγοντες. Η προσπάθεια αυτή περιπλέκεται περαιτέρω από τα αποκλίνοντα ποσοστά πληθωρισμού και τους διαφορετικούς ρυθμούς ανάπτυξης ανάμεσα στις χώρες του ευρώ. Ως εκ τούτου, μια ενιαία πολιτική επιτοκίων είναι επισφαλής μα αναπόφευκτη, αφού υπάρχει μόνο ένα βασικό επιτόκιο για 16 χώρες.

Θα πρέπει να αναφερθεί στο σημείο αυτό ότι στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης υπάρχουν ορισμένα χρηματοδοτικά εργαλεία στήριξης για τις χώρες εκείνες που αντιμετωπίζουν σοβαρές δημοσιονομικές διαταραχές και με τον τρόπο αυτό παρέχεται ένας ασφαλής τρόπος προκειμένου να εξασφαλιστεί η σταθερότητα στη ζώνη του ευρώ.

Σκοπός επομένως της παρούσας εργασίας είναι η μελέτη της άσκησης νομισματικής πολιτικής από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και η διερεύνηση της επίδρασης που είχε η χρηματοοικονομική κρίση στην πολιτική αυτή.

Η προσέγγιση του θέματος είναι περιγραφική (Cohen & Manion, 1997). Συγκεκριμένα,

χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος της βιβλιογραφικής επισκόπησης, της οποίας στόχος ήταν η «αναζήτηση της αντικειμενικότητας με επιθυμία να ελαχιστοποιηθούν οι διαστρεβλώσεις και να περιγραφούν όλες οι πλευρές της συγκεκριμένης μελετώμενης κατάσταση» (Cohen & Manion, 1997). Συγκεκριμένα, πρόκειται για μια θεωρητική επεξεργασία των διαφόρων παραμέτρων που φωτίζουν πολύπλευρα το ζήτημα της άσκησης νομισματικής πολιτικής από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και της επίδρασης που είχε η χρηματοοικονομική κρίση στην πολιτική αυτή.

Η εργασία αποτελείται από τρία κεφάλαια. Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται λόγος για την στρατηγική νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Πιο αναλυτικά περιλαμβάνει την διάρθρωση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών, το ρόλο της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, στους στόχους της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, την άσκηση νομισματικής πολιτικής, την οικονομική ανάλυση, την νομισματική ανάλυση, τους μηχανισμούς μετάδοσης, τα βασικά χαρακτηριστικά μιας επιτυχημένης νομισματικής πολιτικής, τα μέσα της νομισματικής πολιτικής. Το κεφάλαιο ολοκληρώνεται με τις οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές. Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται λόγος

για τη νομισματική πολιτική και το ευρώσύστημα. Πιο συγκεκριμένα περιγράφεται η ενιαία νομισματική πολιτική και οι παρεμβάσεις του Ευρωσυστήματος και τα μέτρα μη συμβατικής πολιτικής. Στη συνέχεια αναφέρονται τα αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία. Το κεφάλαιο ολοκληρώνεται με την παρουσίαση των προδιαγραφών καταλληλότητας για τα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία. Το τρίτο κεφάλαιο αφορά στην νομισματική πολιτική ΕΚΤ και κρίση και περιλαμβάνει την αντίδραση των Κεντρικών Τραπεζών στην κρίση και τα μέτρα που έλαβε η ΕΚΤ για την αντιμετώπιση της κρίσης. Η εργασία ολοκληρώνεται με τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τη βιβλιογραφική επισκόπηση.

## **Κεφάλαιο 1ο: Η στρατηγική νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας**

Το κεφάλαιο αυτό αφορά στην στρατηγική νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Πιο αναλυτικά περιλαμβάνει την διάρθρωση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών, το ρόλο της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, στους στόχους της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, την άσκηση νομισματικής πολιτικής, την οικονομική ανάλυση, την νομισματική ανάλυση, τους μηχανισμούς μετάδοσης, τα βασικά χαρακτηριστικά μιας επιτυχημένης νομισματικής πολιτικής, τα μέσα της νομισματικής πολιτικής. Το κεφάλαιο ολοκληρώνεται με τις οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές.

### **1.1 Διάρθρωση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών**

Στα τέλη του 20ου αιώνα συντελέστηκε ένα μοναδικό ιστορικά γεγονός στην Ευρώπη, η δημιουργία μιας Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης επειδή για πρώτη φορά εισήχθη η ιδέα για ένα νέο νομισματικό καθεστώς με ένα ενιαίο νόμισμα για μεγάλο μέρος της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Από την 1η Ιανουαρίου 2001 τα 12

κράτη - μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης που υιοθέτησαν το ενιαίο νόμισμα, το ευρώ, αποτελούσαν περίπου τα 2/3 του συνολικού πληθυσμού της Ευρωπαϊκής Ένωσης ενώ το ποσοστό αυτό αυξήθηκε όταν τα 10 κράτη- μέλη εντάχθηκαν την 1η Μαΐου 2004 στην Ευρωπαϊκή Ένωση, υιοθέτησαν και αυτά το ενιαίο νόμισμα (Δουγέκος, 2008).

Όπως ήταν αναμενόμενο, η δημιουργία μιας ενιαίας νομισματικής πολιτικής στην Ευρώπη είχε ως αποτέλεσμα αλλαγές στο Ευρωπαϊκό Κεντρικό Τραπεζικό Σύστημα. Αυτό είχε ως άμεση συνέπεια την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, η οποία μαζί με τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες συγκροτούν το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών. Πρόκειται για ένα τεράστιο επίτευγμα μιας και σε κανένα όλο επίπεδο στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης δεν είχε αναπτυχθεί ποτέ μέχρι τότε, τόσο ενδιαφέρουσα συνεργασία (European Central Bank, 2010). Ωστόσο θα πρέπει να τονιστεί ότι η λειτουργία και η στοχοθεσία της ΕΚΤ είναι απόλυτα εναρμονισμένη με την τάση που υπάρχει για το Κεντρικό Τραπεζικό σύστημα σε όλο τον κόσμο.

Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί ότι η ΕΚΤ αντικατοπτρίζει στην ουσία το σύγχρονο κεντρικό τραπεζικό σύστημα όπου ο στόχος της νομισματικής πολιτικής είναι η σταθερότητα των τιμών, που αυτή καθορίζεται από μια πλήρως ανεξάρτητη αρχή, που λογοδοτεί πλήρως για τις

πράξεις και τις ενέργειές της στο κοινό. Αυτό όμως που πράγματι έχει πολύ μεγάλη σημασία είναι ο αντίκτυπος που δημιουργήσε αυτή η αλλαγή ακόμα και σε χώρες που δεν συμμετείχαν σε αυτό το σύστημα, όπως για παράδειγμα η Ελβετία η οποία το 2006 αποφάσισε την αλλαγή του νόμου που διέπει την Κεντρική της Τράπεζα σύμφωνα με το Καταστατικό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (Δουγέκος, 2008).

Σύμφωνα με την ΕΚΤ (European Central Bank, 2010) η βάση της νομισματικής πολιτικής βρίσκεται ήδη στη *«Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας»* και ειδικότερα *«Καταστατικό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας»*, που αποτέλεσε στην ουσία την «ιδρυτική Συνθήκη» για το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) και την ΕΚΤ, που ίσχυσε από το 1998 (Δουγέκος, 2008).

Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί ότι οι Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και η ΕΚΤ αποτελούν το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών. Το ΕΣΚΤ δεν έχει νομική προσωπικότητα σε αντίθεση με την ΕΚΤ, που την αντλεί από το δημόσιο διεθνές δίκαιο (European Central Bank, 2010).

## **1.2 Ο ρόλος της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας**

Ποιος όμως είναι ο ρόλος της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ; Τι είναι η στρατηγική νομισματικής πολιτικής; Ουσιαστικά πρόκειται για μια συνεκτική και διαρθρωμένη περιγραφή του τρόπου με τον οποίο λαμβάνονται οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής, προκειμένου να επιτυγχάνεται ο στόχος της κεντρικής τράπεζας (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2013).

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

Γίνεται επομένως κατανοητό ότι το βασικό καθήκον της ΕΚΤ ως πυρήνα του Ευρωσυστήματος είναι η άσκηση νομισματικής



πολιτικής στη ζώνη του ευρώ με σκοπό τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών (Κεντρική Τράπεζα, 2013).

### **1.3 Στόχοι της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας**

Σύμφωνα με το άρθρο 105 παράγραφος 1 της των τιμών, το ΕΣΚΤ στηρίζει τις γενικές οικονομικές πολιτικές στην Κοινότητα συμβάλλοντας με αυτό τον τρόπο στην υλοποίηση των στόχων της Κοινότητας, έτσι όπως αυτοί ορίζονται, στο άρθρο 2 της Συνθήκης του Μάαστριχ (Δουγέκος, 2008).

Αξίζει να αναφερθεί στο σημείο αυτό ότι το ΕΣΚΤ ενεργεί σύμφωνα με την αρχή της οικονομίας της ανοικτής αγοράς με ελεύθερο ανταγωνισμό, ευνοώντας την αποτελεσματική κατανομή των πόρων σύμφωνα με τις αρχές που εξαγγέλλονται στο άρθρο 4 της Συνθήκης του Μάαστριχ. Αυτά αναφέρονται στο άρθρο 2 κεφάλαιο 2 του Πρωτοκόλλου για το καταστατικό του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ. Ο πρωταρχικός στόχος της σταθερότητας των τιμών στο Ευρωσύστημα στην πραγματικότητα αντανάκλα πλήρως το σύγχρονο τρόπο σκέψης σχετικά με το ρόλο, το σκοπό και τα όρια της νομισματικής πολιτικής ενώ ταυτόχρονα δηλώνεται με τον πιο χαρακτηριστικό τρόπο η δομή και οι βάσεις πάνω στις οποίες έχει στηριχθεί το ΕΣΚΤ σήμερα στο πλαίσιο της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ) (Δουγέκος, 2008).

Ο στόχος της σταθερότητας των τιμών για την ΕΚΤ ενισχύεται και από το σχέδιο Συνθήκης για τη θέσπιση Συντάγματος της Ευρώπης στο άρθρο 29 παράγραφος 2 καθώς αναφέρει ο κύριος στόχος του ΕΣΚΤ είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Με την επιφύλαξη του στόχου της σταθερότητας των τιμών υποστηρίζει τις γενικές οικονομικές πολιτικές που εφαρμόζονται στην Ευρωπαϊκή Ένωση για να συμβάλλει στην υλοποίηση των στόχων της Ένωσης (Δουγκέκος, 2008).

#### **1.4 Η άσκηση νομισματικής πολιτικής**

Για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής με τον καλύτερο δυνατό τρόπο, η ΕΚΤ ακολούθησε και ακολουθεί μια συγκεκριμένη προσέγγιση προκειμένου να καθορίζει τη φύση και το μέγεθος των κινδύνων διατάραξης της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ. Για να το επιτύχει, η ΕΚΤ χρειάζεται να αναλύει ενδελεχώς τις οικονομικές και νομισματικές εξελίξεις. Προκειμένου να διασφαλίσει ότι δεν παραβλέπεται καμία συναφής πληροφορία, έχει αναπτύξει τη λεγόμενη «προσέγγιση βάσει δύο πυλώνων». Το πλαίσιο που χρησιμοποιεί η ΕΚΤ για την οργάνωση, την εξέταση και τη διασταύρωση των πληροφοριών που κρίνονται συναφείς για την αξιολόγηση των κινδύνων διατάραξης της σταθερότητας των τιμών βασίζεται σε δύο προσεγγίσεις ανάλυσης που

αλληλοσυμπληρώνονται, οι οποίες αναφέρονται ως οι δύο «πυλώνες» (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2013):

- η οικονομική ανάλυση και
- η νομισματική ανάλυση.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να προστεθεί ότι η οικονομική ανάλυση αποσκοπεί στην αξιολόγηση των βραχυμεσοπρόθεσμων προσδιοριστικών παραγόντων της εξέλιξης των τιμών, με έμφαση στην πραγματική δραστηριότητα και τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες της οικονομίας. Λαμβάνει υπόψη το γεγονός ότι η εξέλιξη των τιμών σε αυτούς τους χρονικούς ορίζοντες επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από την αλληλεπίδραση της προσφοράς και της ζήτησης στις αγορές αγαθών, υπηρεσιών και συντελεστών παραγωγής. Επιπλέον η νομισματική ανάλυση επικεντρώνεται σε έναν πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα, εκμεταλλευόμενη τη μακροχρόνια σχέση μεταξύ χρήματος και τιμών, χρησιμεύοντας κυρίως ως μέσο διασταύρωσης, από μια μεσομακροπρόθεσμη προοπτική, των βραχυμεσοπρόθεσμων ενδείξεων για τη νομισματική πολιτική που προκύπτουν από την οικονομική ανάλυση (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2013).

Γίνεται λοιπόν σαφές ότι η προσέγγιση βάσει των δύο πυλώνων έχει σχεδιαστεί με τέτοιο τρόπο που να εξασφαλίζεται ότι, κατά την αξιολόγηση των κινδύνων διατάραξης της

σταθερότητας των τιμών, δεν πρόκειται να χαθεί καμία σημαντική πληροφορία, δίνοντας τη δέουσα προσοχή στις διαφορετικές προσεγγίσεις και στη διασταύρωση των πληροφοριών, ώστε να εκτιμηθούν συνολικά οι κίνδυνοι διατάραξης της σταθερότητας των τιμών.

### **1.5 Οικονομική ανάλυση**

Η οικονομική ανάλυση επικεντρώνεται στην πραγματική δραστηριότητα και στις χρηματοπιστωτικές συνθήκες της οικονομίας. Η οικονομική ανάλυση λαμβάνει υπόψη το γεγονός ότι η εξέλιξη των τιμών σε βραχυμεσοπρόθεσμο ορίζοντα επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από την αλληλεπίδραση της προσφοράς και της ζήτησης στις αγορές αγαθών, υπηρεσιών και συντελεστών παραγωγής. Για να το επιτύχει, η ΕΚΤ εξετάζει τακτικά (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2013):

- την εξέλιξη του συνολικού προϊόντος,
- τη ζήτηση και τις συνθήκες στις αγορές εργασίας,
- μια ευρεία κλίμακα δεικτών τιμών και κόστους,
- τη δημοσιονομική πολιτική και
- το ισοζύγιο πληρωμών για τη ζώνη του ευρώ.

Σημαντικό ρόλο για την οικονομική ανάλυση διαδραματίζουν οι μακροοικονομικές προβολές εμπειρογνομόνων του Ευρωσυστήματος. Οι προβολές, που καταρτίζονται με ευθύνη των

εμπειρογνομόνων, συμβάλλουν στη συγκέντρωση και τη σύμπτυξη μεγάλου αριθμού οικονομικών στοιχείων και διασφαλίζουν τη συνέπεια μεταξύ διαφορετικών πηγών οικονομικών δεδομένων. Έτσι, αποτελούν βασικό στοιχείο για την τελειοποίηση της αξιολόγησης των οικονομικών προοπτικών και των βραχυμεσοπρόθεσμων διακυμάνσεων του πληθωρισμού σε σχέση με την τάση του (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2013).

Οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων και οι χρηματοοικονομικές αποδόσεις μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την παροχή πληροφοριών σχετικά με τις προσδοκίες των χρηματοπιστωτικών αγορών όσον αφορά τον πληθωρισμό. Για παράδειγμα, κατά την αγορά και πώληση ομολόγων, οι συμμετέχοντες στη χρηματοπιστωτική αγορά αποκαλύπτουν έμμεσα τις προσδοκίες τους για τη μελλοντική εξέλιξη των επιτοκίων και των τιμών. Χρησιμοποιώντας ποικίλες τεχνικές, η ΕΚΤ μπορεί να αναλύει τις χρηματοοικονομικές τιμές, προκειμένου να εξάγει συμπεράσματα σχετικά με τις έμμεσες προσδοκίες της αγοράς για τη μελλοντική εξέλιξη των τιμών (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2013).

### **1.6 Νομισματική ανάλυση**

Μέσα από ένα σύνολο επιλεγμένων βασικών δεικτών τους οποίους παρακολουθεί και μελετά σε τακτική βάση, η ΕΚΤ αποδίδει μεγάλη

σπουδαιότητα στα νομισματικά μεγέθη. Η νομισματική της ανάλυση στηρίζεται στο ότι η νομισματική επέκταση και ο πληθωρισμός συνδέονται στενά σε μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα, πράγμα που ενισχύει τον μεσοπρόθεσμο προσανατολισμό της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Η ανάλυση των όρων χορήγησης πιστώσεων και των συνθηκών ρευστότητας παρέχει στην ΕΚΤ τη δυνατότητα να μην περιορίζεται στις παροδικές επιδράσεις των διαφόρων διαταραχών (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2013).

Η ανάλυση του ευρέος νομισματικού μεγέθους M3 έχει νόημα όταν εξετάζεται από μεσομακροπρόθεσμη προοπτική. Χρησιμοποιείται για να υπενθυμίζει στις κεντρικές τράπεζες τη θεμελιώδη αρχή ότι, όταν αναλαμβάνουν δράση για την αντιμετώπιση των εκάστοτε οικονομικών εξελίξεων, δεν πρέπει ποτέ να παραβλέπουν το γεγονός ότι, σε αρκετά μακροχρόνιους ορίζοντες, ο ρυθμός μεταβολής της ποσότητας χρήματος πρέπει να είναι συμβατός με τον στόχο της σταθερότητας των τιμών. Ο μεσομακροπρόθεσμος χαρακτήρας της νομισματικής προοπτικής υποδηλώνει επίσης ότι δεν υπάρχει άμεση σχέση μεταξύ των βραχυπρόθεσμων νομισματικών εξελίξεων και των αποφάσεων νομισματικής πολιτικής (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2013).

Θα πρέπει στο σημείο αυτό να υπογραμμιστεί ότι μια τέτοια ανάλυση συμβάλλει στη βαθύτερη κατανόηση της συμπεριφοράς του M3, ενώ δίνει και μια ευρύτερη εικόνα των συνθηκών ρευστότητας στην οικονομία και των συνεπειών τους όσον αφορά τους κινδύνους διατάραξης της σταθερότητας των τιμών. Τέλος, η ανάλυση του χρήματος και των χορηγήσεων μπορεί, υπό ορισμένες συνθήκες, να παρέχει έγκαιρη πληροφόρηση για επικείμενη χρηματοπιστωτική αστάθεια. Οι πληροφορίες αυτές έχουν σημασία για τη νομισματική πολιτική, επειδή η εμφάνιση χρηματοπιστωτικών ανισορροπιών ή η υπερβολική αύξηση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων θα μπορούσε να λειτουργήσει αποσταθεροποιητικά για την οικονομική δραστηριότητα και, σε τελική ανάλυση, για τις τιμές μεσοπρόθεσμα (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2013).

#### **1.6.1 Νομισματικά μεγέθη**

Το M1 ορίζεται ως το άθροισμα του νομίσματος σε κυκλοφορία και των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας. Το M2 περιλαμβάνει το M1, τις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως δύο ετών και τις καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως τριών μηνών. Το M3 περιλαμβάνει το M2, τις συμφωνίες επαναγοράς, τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς

χρήματος και τα χρεόγραφα διάρκειας έως και δύο ετών (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2013).

### **1.7 Μηχανισμός μετάδοσης - από τα επιτόκια στις τιμές**

Όταν αναφερόμαστε στον μηχανισμό μετάδοσης εννοούμε τη διαδικασία με την οποία οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής επηρεάζουν την οικονομία γενικά και το επίπεδο των τιμών ειδικότερα. Η επίδραση αυτή μπορεί να εκδηλωθεί με μακρόχρονη, μεταβαλλόμενη και απροσδιόριστη χρονική υστέρηση. Για τον λόγο αυτό δεν μπορούμε να προβλέψουμε με ευκολία πώς ακριβώς οι ενέργειες της νομισματικής πολιτικής θα επηρεάσουν την οικονομία και το επίπεδο των τιμών.

Όταν μια κεντρική τράπεζα παρέχει χρηματοδότηση στο τραπεζικό σύστημα χρεώνει τόκους. Από τη στιγμή που μόνο η κεντρική τράπεζα έχει το δικαίωμα να εκδίδει χρήμα, έχει και τη δυνατότητα να επηρεάζει τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Οι μεταβολές των επίσημων επιτοκίων επηρεάζουν (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2013):

- ✓ άμεσα, τα τραπεζικά επιτόκια και τα επιτόκια της αγοράς χρήματος και, έμμεσα, τα επιτόκια χορηγήσεων και καταθέσεων τα οποία οι τράπεζες προσφέρουν στους πελάτες τους.
- ✓ τις προσδοκίες - οι προσδοκίες για μελλοντικές μεταβολές των επίσημων επιτοκίων επηρεάζουν



με τη σειρά τους τα μεσοπρόθεσμα και τα μακροπρόθεσμα επιτόκια.

- ✓ τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων (π.χ. τις τιμές στις χρηματιστηριακές αγορές) και τη συναλλαγματική ισοτιμία. Οι μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορούν να ασκήσουν άμεση επίδραση στον πληθωρισμό, π.χ. μπορεί να προκαλέσουν άνοδο των τιμών εισαγομένων.
- ✓ τις επενδυτικές και αποταμιευτικές αποφάσεις των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων. Για παράδειγμα, η άνοδος των επιτοκίων συνήθως λειτουργεί ανασταλτικά για τη λήψη δανείων.
- ✓ την προσφορά πιστώσεων. Για παράδειγμα, η άνοδος των επιτοκίων μπορεί να καταστήσει δυσκολότερη την αποπληρωμή των δανείων από τους δανειζόμενους. Οι τράπεζες μπορεί να περιορίσουν τα δάνεια που χορηγούν στα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις, γεγονός που έχει αντίκτυπο στην κατανάλωση και τις επενδύσεις.
- ✓ το επίπεδο της συνολικής ζήτησης και των τιμών. Οι μεταβολές της κατανάλωσης και των επενδύσεων οδηγούν σε διακυμάνσεις του επιπέδου της εγχώριας ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών σε σχέση με την εγχώρια προσφορά. Όταν η ζήτηση είναι μεγαλύτερη από την προσφορά, είναι πιθανόν να εκδηλωθούν ανοδικές πιέσεις στις τιμές.
- ✓ την προσφορά τραπεζικών δανείων. Οι μεταβολές των επίσημων επιτοκίων μπορούν να

επηρεάσουν το οριακό κόστος εξωτερικής χρηματοδότησης των τραπεζών με διαφορετικούς τρόπους, ανάλογα με το ύψος των ιδίων κεφαλαίων της τράπεζας ή την κεφαλαιακή της θέση.

### **1.8 Βασικά χαρακτηριστικά μιας επιτυχημένης νομισματικής πολιτικής**

Η ΕΚΤ, όπως και άλλες κεντρικές τράπεζες, καλείται να αντιμετωπίσει, μεταξύ άλλων, τη σημαντική αβεβαιότητα η οποία χαρακτηρίζει τη φύση των οικονομικών διαταραχών που πλήττουν την οικονομία, την αξιοπιστία των οικονομικών δεικτών και τις επιδράσεις του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Προκειμένου να εξασφαλιστεί η επιτυχία της νομισματικής πολιτικής της, πρέπει να πληρούνται διάφορες συνθήκες (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2013):

- Η καλή λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης προϋποθέτει την εύρυθμη λειτουργία των αγορών χρήματος. Η αποτελεσματικότητα της μετάδοσης εξαρτάται από τη συμπεριφορά των τραπεζών και τη βούλησή τους να διασφαλίσουν ότι οι ανταλλαγές ρευστότητας στη διατραπεζική αγορά διεξάγονται ομαλά. Οι δυσλειτουργίες στις αγορές χρήματος μπορούν να περιορίσουν την επίδραση της νομισματικής πολιτικής στις προοπτικές για σταθερότητα των τιμών.

- Η νομισματική πολιτική πρέπει να ενεργεί προληπτικά, κατά τρόπο προσανατολισμένο στο μέλλον. Οι σημερινές μεταβολές της νομισματικής πολιτικής δεν θα επηρεάσουν το επίπεδο των τιμών παρά μόνο έπειτα από κάποια τρίμηνα ή κάποια έτη. Για τον λόγο αυτό, επίκεντρο των σημερινών αποφάσεων και ενεργειών της κεντρικής τράπεζας πρέπει να είναι η επίδραση που θα ασκήσουν στη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών μελλοντικά.
- Η νομισματική πολιτική θα πρέπει να διατηρεί έναν μεσοπρόθεσμο προσανατολισμό, προκειμένου να αποφεύγεται η υπερβολική ανάληψη ενεργειών και η πρόκληση άσκοπης μεταβλητότητας στην πραγματική οικονομία. Η νομισματική πολιτική δεν μπορεί να αποτρέψει μια ορισμένη βραχυπρόθεσμη μεταβλητότητα των ρυθμών πληθωρισμού, η οποία οφείλεται, για παράδειγμα, στις μεταβολές των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων.
- Η νομισματική πολιτική θα πρέπει να επιδιώκει τη σταθεροποίηση των προσδοκιών για τον πληθωρισμό. Για τον σκοπό αυτό, η κεντρική τράπεζα οφείλει να καθορίζει τον πρωταρχικό της στόχο, να αναπτύσσει και να ακολουθεί μια συνεπή και συστηματική μέθοδο άσκησης της νομισματικής πολιτικής και να επικοινωνεί με το κοινό με σαφήνεια και ειλικρίνεια. Κατ' αυτόν τον τρόπο εδραιώνει την αξιοπιστία της, η οποία της

είναι απαραίτητη για να μπορεί να επηρεάζει τις προσδοκίες των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών.

- Η νομισματική πολιτική πρέπει να στηρίζεται σε ευρεία βάση και να λαμβάνει υπόψη όλες τις συναφείς πληροφορίες ούτως ώστε να γίνονται κατανοητοί οι παράγοντες που επηρεάζουν την οικονομία.

### **1.9 Τα μέσα της νομισματικής πολιτικής**

Για να επιτύχει τον πρωταρχικό του στόχο της διατήρησης της σταθερότητας των τιμών, το Ευρωσύστημα έχει στη διάθεσή του μια σειρά από μέσα νομισματικής πολιτικής (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2013):

#### **Πράξεις ανοικτής αγοράς**

Οι πράξεις ανοικτής αγοράς αποτελούν τα πιο σημαντικά μέσα νομισματικής πολιτικής. Αποβλέπουν στα εξής:

- στον επηρεασμό των επιτοκίων,
- στη διαχείριση της κατάστασης ρευστότητας στην αγορά χρήματος, και
- στη σηματοδότηση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής.
- Μπορούν να ταξινομηθούν στις ακόλουθες τέσσερις κατηγορίες:
- πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, οι οποίες είναι τακτικές αντιστρεπτέες συναλλαγές παροχής ρευστότητας με συχνότητα μία φορά την εβδομάδα και διάρκεια μίας εβδομάδας,

- πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, οι οποίες είναι αντιστρεπτές συναλλαγές παροχής ρευστότητας με συχνότητα μία φορά τον μήνα και διάρκεια, συνήθως, τριών μηνών,
- πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας, οι οποίες διενεργούνται εκτάκτως με σκοπό τη διαχείριση των συνθηκών ρευστότητας στην αγορά χρήματος και τον επηρεασμό των επιτοκίων, ιδίως για να εξομαλυνθούν οι επιδράσεις που ασκούν στα επιτόκια οι αιφνίδιες διακυμάνσεις της ρευστότητας στην αγορά, και
- διαρθρωτικές πράξεις, οι οποίες διενεργούνται όποτε η ΕΚΤ επιθυμεί να προσαρμόσει τη διαρθρωτική θέση ρευστότητας του Ευρωσυστήματος έναντι του χρηματοπιστωτικού τομέα (σε τακτική ή μη τακτική βάση), για παράδειγμα την ποσότητα ρευστότητας στην αγορά σε πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Οι πράξεις αυτές μπορούν να διενεργηθούν με τη μορφή αντιστρεπτών συναλλαγών, οριστικών συναλλαγών ή έκδοσης πιστοποιητικών χρέους της ΕΚΤ.

#### **Πάγιες διευκολύνσεις**

Το Ευρωσύστημα προσφέρει επίσης πάγιες διευκολύνσεις με τις οποίες παρέχεται και απορροφάται ρευστότητα μίας ημέρας. Τα επιτόκια αυτών των διευκολύνσεων κανονικά οριοθετούν προς τα άνω και προς τα κάτω το

επιτόκιο για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας στην αγορά χρήματος. Παρέχονται δύο πάγιες διευκολύνσεις:

- ✓ η διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης που δίνει τη δυνατότητα στους αντισυμβαλλομένους (δηλ. σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, όπως οι τράπεζες) να αποκτούν ρευστότητα διάρκειας μίας ημέρας από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες έναντι ασφάλειας με τη μορφή αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων, και
- ✓ η διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων την οποία οι αντισυμβαλλόμενοι έχουν τη δυνατότητα να χρησιμοποιούν για να πραγματοποιούν καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας στις εθνικές κεντρικές τράπεζες.

#### **Υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά**

Τέλος, το Ευρωσύστημα υποχρεώνει τα πιστωτικά ιδρύματα να τηρούν ελάχιστα αποθεματικά, κατατεθειμένα σε λογαριασμούς στις εθνικές κεντρικές τράπεζες. Σκοπός του συστήματος υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών είναι η σταθεροποίηση των επιτοκίων της αγοράς χρήματος και η δημιουργία (ή η διεύρυνση) ενός διαρθρωτικού ελλείμματος ρευστότητας.

#### **Μη συμβατικά μέτρα**

Ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής αφορά τη διαδικασία με την οποία η ΕΚΤ επιδιώκει να επηρεάζει τις τιμές σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ μέσω των επιτοκίων της. Εάν ο

μηχανισμός αυτός παρεμποδίζεται λόγω δυσλειτουργίας τμημάτων της αγοράς και τα μηνύματα που αποστέλλει η ΕΚΤ μέσω των επιτοκίων δεν μεταδίδονται ομοιόμορφα σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ, η ΕΚΤ μπορεί να πραγματοποιεί παρεμβάσεις.

Σε περιόδους έκτακτων εντάσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές, το Ευρωσύστημα μπορεί να χρησιμοποιεί κάθε μέσο που είναι συμβατό με τη Συνθήκη και που κρίνεται απαραίτητο για την επίτευξη των στόχων του. Το Ευρωσύστημα μπορεί, ως εκ τούτου, να αποφασίσει να αντιμετωπίσει τέτοιου είδους εντάσεις με τη λήψη έκτακτων, μη συμβατικών μέτρων. Αυτά τα μέτρα περιλαμβάνονται στο σύνολο των μέσων που διαθέτει το Ευρωσύστημα για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής του, αλλά έχουν εξ ορισμού έκτακτο και προσωρινό χαρακτήρα. Συνήθως, στοχεύουν στον τραπεζικό τομέα, δεδομένου ότι οι επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ στηρίζονται στην τραπεζική χρηματοδότηση (έναντι της χρηματοδότησης μέσω των αγορών κεφαλαίων). Ορισμένα παραδείγματα μέτρων τα οποία μπορεί να λάβει το Ευρωσύστημα είναι τα εξής (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2013):

- **Παροχή ρευστότητας με σταθερό επιτόκιο και πλήρη κατανομή**

Υπό κανονικές συνθήκες, το Ευρωσύστημα, όταν διενεργεί πράξεις ανοικτής αγοράς, αξιολογεί τις

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

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

- **Διεύρυνση του καταλόγου περιουσιακών στοιχείων που γίνονται αποδεκτά ως ασφάλεια**

Το Ευρωσύστημα μπορεί να προσαρμόσει τις ελάχιστες απαιτήσεις σε σχέση με τις εξασφαλίσεις που καλούνται να παρέχουν οι τράπεζες όταν δανείζονται χρήματα από το Ευρωσύστημα. Σκοπός του μέτρου αυτού είναι να διευκολύνει την πρόσβαση των τραπεζών στις πράξεις παροχής ρευστότητας του Ευρωσυστήματος. Τα περιουσιακά στοιχεία που



οι εμπορικές τράπεζες παρέχουν ως ασφάλεια για τις πράξεις αναχρηματοδότησης παραμένουν στον ισολογισμό της αντίστοιχης τράπεζας και δεν απεικονίζονται στον ισολογισμό της κεντρικής τράπεζας.

Σκοπός του πλαισίου που διέπει τη σύσταση ασφαλειών είναι η προστασία του Ευρωσυστήματος από ζημίες κατά τη διενέργεια πράξεων νομισματικής πολιτικής, εξασφαλίζοντας ταυτόχρονα στο τραπεζικό σύστημα επαρκή πρόσβαση σε αναχρηματοδότηση από την κεντρική τράπεζα. Στη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης, ελήφθησαν μέτρα για τη διεύρυνση του πλαισίου αυτού προκειμένου να διευκολυνθεί η μετάδοση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ. Τα μέτρα βασίστηκαν σε διεξοδικές αναλύσεις και συνδυάστηκαν με κατάλληλα μέτρα ελέγχου κινδύνων. Αυτά τα μέτρα ελέγχου κινδύνων διακριβώνονται κατά τρόπο ώστε να εξισώνεται ο βαθμός κινδύνου μεταξύ των διαφορετικών ειδών ασφαλειών. Το Ευρωσύστημα παρακολουθεί συνεχώς την επάρκεια του πλαισίου της σύστασης ασφαλειών και τη χρήση ασφαλειών από τους αντισυμβαλλομένους του Ευρωσυστήματος.

- **Πιο μακροπρόθεσμη παροχή ρευστότητας**

Υπό κανονικές συνθήκες, το Ευρωσύστημα διενεργεί κάθε μήνα μία πράξη πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης,

διάρκειας τριών μηνών. Σε εξαιρετικές περιπτώσεις, το Ευρωσύστημα μπορεί να αυξήσει τη συχνότητα και τη διάρκεια των πράξεων αυτών.

- **Παροχή ρευστότητας σε ξένο νόμισμα**

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

- **Μεταβολές του συντελεστή ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών**

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

- **Οριστικές αγορές συγκεκριμένων χρεογράφων**

Προκειμένου να διασφαλιστεί η ορθή μετάδοση των κινήσεων της νομισματικής πολιτικής στην ευρύτερη οικονομία και, εν τέλει, στο γενικό επίπεδο τιμών, το Ευρωσύστημα μπορεί να παρεμβαίνει στις αγορές χρεογράφων του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα στη ζώνη του ευρώ, αγοράζοντας οριστικά ορισμένα περιουσιακά στοιχεία (αντί να τα αποδέχεται απλώς ως ασφάλεια).

### **1.10 Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές**

Οι οριστικές αγορές αποτελούν από το 1999 ένα από τα μέσα νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ). Ωστόσο, επειδή άρχισαν να χρησιμοποιούνται μόλις τον Ιούνιο του 2009 (όταν η ΕΚΤ ξεκίνησε το πρώτο πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών), μπορούν να θεωρούνται μη συμβατικό μέτρο. Τον Μάιο του 2010, η ΕΚΤ αποφάσισε να ξεκινήσει το Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων προκειμένου να αντιμετωπίσει εντάσεις σε ορισμένα τμήματα της αγοράς οι οποίες παρεμπόδιζαν τη λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Ο μηχανισμός αυτός αφορά τη διαδικασία με την οποία η ΕΚΤ επιδιώκει να επηρεάζει τις τιμές σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ μέσω των επιτοκίων της. Στο πλαίσιο του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων, σε περίπτωση που ο μηχανισμός αυτός παρεμποδιζόταν λόγω δυσλειτουργίας τμημάτων της αγοράς και τα μηνύματα που αποστέλλε η ΕΚΤ μέσω των επιτοκίων της δεν μεταδίδονταν ομοιόμορφα σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ, η ΕΚΤ μπορούσε να παρεμβαίνει αγοράζοντας στη δευτερογενή αγορά (δηλ. από τις τράπεζες και με τιμές της αγοράς) τους τίτλους τους οποίους αποδέχεται συνήθως ως ασφάλεια. Οι τελευταίες αγορές στο πλαίσιο του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων πραγματοποιήθηκαν τον Φεβρουάριο του 2012

και το πρόγραμμα έληξε τον Σεπτέμβριο του 2012 (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2013).

Τον Αύγουστο του 2012 η ΕΚΤ ανακοίνωσε τη δυνατότητα διενέργειας Οριστικών Νομισματικών Συναλλαγών (ΟΝΣ) στις δευτερογενείς αγορές κρατικών ομολόγων, προκειμένου να διασφαλίσει την κατάλληλη λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής και να διαφυλάξει τον ενιαίο χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής. Στη συνέχεια, τον Σεπτέμβριο του 2012 ανακοίνωσε τα τεχνικά χαρακτηριστικά των ΟΝΣ (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2013).

Οι στόχοι των ΟΝΣ είναι να διασφαλίζεται η κατάλληλη λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής και να διαφυλάσσεται ο ενιαίος χαρακτήρας της νομισματικής πολιτικής σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ, με την παροχή ενός καθόλα αποτελεσματικού ανασταλτικού μηχανισμού για την αποφυγή καταστροφικών σεναρίων που δυνητικά θα έθεταν σοβαρές προκλήσεις για τη σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ. Σε αντίθεση με το Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων, απαραίτητη προϋπόθεση των ΟΝΣ είναι η αυστηρή και αποτελεσματική τήρηση των όρων που έχουν τεθεί στο πλαίσιο ενδεδειγμένου προγράμματος της Ευρωπαϊκής Διευκόλυνσης Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας/του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας

(ΕΔΧΣ/ΕΜΣ), προκειμένου να διαφυλάσσεται ο πρωταρχικός στόχος της ΕΚΤ να διατηρεί τη σταθερότητα των τιμών και να εξασφαλίζεται ότι οι κυβερνήσεις έχουν τα σωστά κίνητρα για την υλοποίηση των απαραίτητων δημοσιονομικών προσαρμογών και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Μια άλλη διαφορά των ΟΝΣ σε σχέση με το Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων είναι ότι οι ΟΝΣ είναι *ex ante* απεριόριστες και μπορούν να διενεργηθούν στις δευτερογενείς αγορές κρατικών ομολόγων με διάρκειες από ένα έως τρία έτη. Τέλος, η ΕΚΤ αποδέχεται την ίδια (*pari passu*) μεταχείριση με ιδιώτες ή άλλους πιστωτές για όλες τις ΟΝΣ που διακρατεί. Πρέπει να υπογραμμιστεί ότι η ΕΚΤ θα διακόπτει τις ΟΝΣ μόλις επιτυγχάνονται οι στόχοι τους ή σε περίπτωση μη συμμόρφωσης με το αντίστοιχο πρόγραμμα (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2013).

Όπως και στην περίπτωση του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων, οι επιδράσεις της ρευστότητας που δημιουργείται μέσω των ΟΝΣ θα εξουδετερώνονται πλήρως. Αυτό σημαίνει ότι το σύνολο της πρόσθετης ρευστότητας που έχει χορηγηθεί μέσω των ΟΝΣ έως μία συγκεκριμένη εβδομάδα επαναπορροφάται από την αγορά την επόμενη εβδομάδα. Η "εξουδετέρωση" της ρευστότητας μπορεί να επιτευχθεί για παράδειγμα μέσω καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας στις οποίες μπορούν να προβούν οι

τράπεζες στην κεντρική τράπεζα. Έτσι, η καθαρή επίδραση των αγορών και της εξουδετέρωσης στη συνολική ρευστότητα εντός της διατραπεζικής αγοράς χρήματος είναι ουδέτερη (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2013).

## **Κεφάλαιο 2ο: Νομισματική Πολιτική και Ευρωσύστημα**

Στο κεφάλαιο αυτό γίνεται λόγος για τη νομισματική πολιτική και το ευρωσύστημα. Πιο συγκεκριμένα περιγράφεται η ενιαία νομισματική πολιτική και οι παρεμβάσεις του Ευρωσυστήματος και τα μέτρα μη συμβατικής πολιτικής. Στη συνέχεια αναφέρονται τα αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία. Το κεφάλαιο ολοκληρώνεται με την παρουσίαση των προδιαγραφών καταλληλότητας για τα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία.

### **2.1 Η ενιαία νομισματική πολιτική και οι παρεμβάσεις του Ευρωσυστήματος**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ χαράζει την ενιαία νομισματική πολιτική, έτσι ώστε να επιτυγχάνεται ο πρωταρχικός σκοπός του Ευρωσυστήματος, δηλαδή η σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ σε μεσοπρόθεσμη βάση. Το 2009 και το πρώτο τρίμηνο του 2010, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ εξακολούθησε να υπογραμμίζει ότι με τη νομισματική πολιτική συμβάλλει στη σταθεροποίηση των μεσομακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών σε επίπεδο συμβατό με τη σταθερότητα των τιμών. Η σταθεροποίηση των πληθωριστικών προσδοκιών αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση για την άνοδο του ΑΕΠ και της

απασχόλησης στη ζώνη του ευρώ και συμβάλλει στη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας (Καλογήρου, 2010).

Από την αρχή του 2009 έως και το Μάιο, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ συνέχισε την προοδευτική μείωση των βασικών επιτοκίων, που είχε ξεκινήσει τον Οκτώβριο του 2008. Προέβη σε διαδοχικές μειώσεις του σταθερού επιτοκίου στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης την περίοδο Ιανουαρίου - Μαΐου 2009. Συγκεκριμένα, το επιτόκιο αυτό μειώθηκε 4 φορές την περίοδο Ιανουαρίου - Μαΐου 2009, συνολικά κατά 150 μονάδες βάσης, σε 1% το Μάιο του 2009 έναντι 2,5% το Δεκέμβριο του 2008. Τα βασικά επιτόκια δεν μεταβλήθηκαν περαιτέρω την περίοδο Ιουνίου 2009 - Απριλίου 2010, όμως υιοθετήθηκαν πρόσθετα, μη συμβατικά, μέτρα νομισματικής πολιτικής (Τράπεζα της Ελλάδος, 2009), που είχε ήδη αρχίσει να εφαρμόζει από την Σεπτέμβριο του 2008. Τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής το 2009 είχαν ως στόχο να διευκολυνθεί η αναχρηματοδότηση των πιστωτικών ιδρυμάτων της ζώνης του ευρώ, δεδομένου ότι η αγορά χρήματος παρουσίαζε δυσλειτουργίες. Ήταν αναγκαίο να ενισχυθεί η παροχή ρευστότητας προς τα πιστωτικά ιδρύματα, πρώτον, για να μην κλονιστεί η σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος από τη διεθνή χρηματοπιστωτική αναταραχή και



δεύτερον για να συνεχίσουν οι τράπεζες να χορηγούν επαρκείς πιστώσεις προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, με όρους συμβατούς με την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος (Τράπεζα της Ελλάδος, 2009).

Προς την κατεύθυνση αυτή, το σύνολο των αποδεκτών από το Ευρωσύστημα εξασφαλίσεων, το σύνολο, δηλαδή των εξασφαλίσεων έναντι των οποίων το Ευρωσύστημα χορηγεί ρευστότητα στα πιστωτικά ιδρύματα, διευρύνθηκε στα μέσα Οκτωβρίου 2008. Πιο αναλυτικά στο σύνολο των αποδεκτών εξασφαλίσεων περιλήφθηκαν κατηγορίες χρεογράφων που μέχρι εκείνο το χρονικό σημείο δεν ήταν αποδεκτές, όπως τα εμπορεύσιμα ομόλογα που είναι εκφρασμένα σε δολάρια ΗΠΑ, λίρες Αγγλίας και γιεν Ιαπωνίας, αλλά έχουν εκδοθεί στη ζώνη του ευρώ και τα πιστοποιητικά καταθέσεων, εφόσον έχουν εισαχθεί σε κάποια από τις αναγνωρισμένες από το Ευρωσύστημα μη οργανωμένες αγορές. Επίσης μειώθηκε από το A- σε BBB- η ελάχιστη πιστωτική διαβάθμιση που απαιτείται για τα στοιχεία που προσφέρονται ως εξασφαλίσεις εκτός των ομολόγων που εκδίδονται έναντι κατεχόμενων περιουσιακών στοιχείων, προκειμένου τα εν λόγω στοιχεία να γίνονται αποδεκτά από το Ευρωσύστημα. Σημειώνεται ότι, στα στοιχεία τα οποία φέρουν τη χαμηλότερη επιτρεπτή πιστωτική διαβάθμιση BBB- και

προσφέρονται ως εξασφαλίσεις από τα πιστωτικά ιδρύματα, το Ευρωσύστημα επιβάλλει πρόσθετη περικοπή αποτίμησης 5% (Τράπεζα της Ελλάδος, 2008).

Με τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής παρασχέθηκε άφθονη ρευστότητα, καθώς η ζήτηση των πιστωτικών ιδρυμάτων για χρηματοδοτικούς πόρους ικανοποιήθηκε χωρίς ποσοτικό περιορισμό, ενώ το κόστος χρηματοδότησης για τα πιστωτικά ιδρύματα ήταν πολύ χαμηλό. Συγκεκριμένα, η χρησιμοποίηση μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής επέτρεψε τον διπλασιασμό άντλησης ρευστότητας από τα πιστωτικά ιδρύματα μέσω των πράξεων ανοικτής αγοράς του Ευρωσυστήματος, από 449 δισεκατομμύρια ευρώ στα μέσα Σεπτεμβρίου του 2008 (4,8% του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ το 2008) σε 897 δισεκατομμύρια ευρώ (10% του ΑΕΠ το 2009) στα τέλη Ιουνίου του 2009. Ακολούθως η χορηγούμενη προς τα πιστωτικά ιδρύματα ρευστότητα μειώθηκε και στις αρχές Μαρτίου 2010 διαμορφώθηκε σε 725 δισεκατομμύρια ευρώ, δηλαδή περίπου 8% του προβλεπόμενου ΑΕΠ για το 2010 (Καλογήρου, 2010).

### **2.1.1 Μέτρα μη συμβατικής πολιτικής**

Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί ότι τα συγκεκριμένα μέτρα μη συμβατικής πολιτικής

που πάρθηκαν ήταν τα ακόλουθα (Καλογήρου, 2010):

- ✓ Διεξήχθησαν τρεις πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διάρκειας ενός έτους, 12 πράξεις εξάμηνης διάρκειας, 24 πράξεις τρίμηνης διάρκειας και 12 πράξεις με διάρκεια μια περίοδο τήρησης.
- ✓ Από τον Ιούλιο 2009 το Ευρωσύστημα άρχισε να πραγματοποιεί αγορές καλυμμένων ομολογιών που εκδίδουν οι τράπεζες. Οι ομολογίες αυτές βασίζονται σε ομάδες από δάνεια τα οποία έχουν χορηγήσει τα πιστωτικά ιδρύματα που τις εκδίδουν και παρέχουν διπλή εξασφάλιση στους ομολογιούχους. Οι ομολογιούχοι, σε αντίθεση με τους κατόχους άλλων τίτλων που βασίζονται σε τραπεζικά δάνεια π.χ. των δομημένων ομολόγων, θεωρούνται πιστωτές της τράπεζας. Επιπλέον, οι ομολογιούχοι έχουν προνομιακή απαίτηση, δηλαδή ικανοποιούνται κατά προτεραιότητα έναντι όλων των υπόλοιπων πιστωτών της τράπεζας, επί των δανείων που αποτελούν το κάλυμμα των ομολογιών, τα οποία μάλιστα επιλέγονται ώστε να είναι σχετικώς ασφαλή. Μέχρι το τέλος Φεβρουαρίου του 2010 το Ευρωσύστημα είχε αποκτήσει καλυμμένες ομολογίες συνολικής αξίας περίπου 39 δισεκατομμύρια ευρώ.
- ✓ Επίσης από τον Ιούλιο δόθηκε στην Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων η δυνατότητα να αντλεί ρευστότητα από το Ευρωσύστημα.

Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί ότι με δεδομένο τη βελτίωση των συνθηκών στις χρηματοπιστωτικές αγορές, το Δεκέμβριο του 2009 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε ότι έπρεπε να ξεκινήσει η σταδιακή άρση αυτών των μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής τα οποία δεν ήταν πλέον απαραίτητα. Τα υπόλοιπα μη συμβατικά μέτρα θα εξακολουθούσαν για ορισμένο διάστημα να εφαρμόζονται, ώστε να συνεχιστεί η πολιτική ενισχυμένης πιστωτικής στήριξης και με την παροχή από το Ευρωσύστημα, ρευστότητας προς το τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ υπό ευνοϊκούς όρους. Διότι, όπως έχει επισημάνει το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, δεν πρέπει να παραβλέπεται ότι η εφαρμογή επί μακρό χρονικό διάστημα μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής είναι δυνατόν να προκαλέσει στρεβλώσεις (Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 2011).

Επίσης το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε να υιοθετήσει διαδικασία δημοπρασίας σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή στις τακτικές πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διάρκειας τριών μηνών με ημερομηνίες κατανομής τις 26 Μαΐου και τις 30 Ιουνίου 2010. Επιπλέον στις 12 Μαΐου 2010 διενεργήθηκε μια πράξη πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διάρκειας 6 μηνών με πλήρη κατανομή, με σταθερό επιτόκιο που θα

καθοριστεί ίσο προς το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης, όπως θα διαμορφωθεί κατά μέσο όρο στη διάρκεια της εν λόγω πράξης (ECB, 2010).

Τέλος το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε να επανενεργοποίηση, σε συνεννόηση με άλλες κεντρικές τράπεζες, τις προσωρινές συμφωνίες ανταλλαγής νομισμάτων με την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ και να επαναλάβει τις πράξεις παροχής ρευστότητας σε δολάρια ΗΠΑ με διάρκεια 7 και 84 ημερών. Αυτές οι πράξεις θα έχουν τη μορφή συμφωνιών επαναγοράς έναντι ασφαλειών αποδεκτών από την ΕΚΤ και θα διενεργούνται ως δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή. Η πρώτη από αυτές τις πράξεις διενεργήθηκε στις 11 Μαΐου 2010 (ECB, 2010).

## **2.2 Αποδεκτά Περιουσιακά Στοιχεία**

Το άρθρο 18.1 του καταστατικού του ΕΣΚΤ επιτρέπει στην ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ να συναλλάσσονται στις χρηματοπιστωτικές αγορές αγοράζοντας και πωλώντας περιουσιακά στοιχεία, είτε με οριστικές συναλλαγές είτε με συμφωνίες επαναγοράς, και ορίζει ότι όλες οι πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος πρέπει να καλύπτονται από επαρκή ασφάλεια. Ως εκ τούτου, όλες οι πράξεις χορήγησης ρευστότητας του Ευρωσυστήματος βασίζονται σε

υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία τα οποία παραδίδουν οι αντισυμβαλλόμενοι είτε μεταβιβάζοντάς τα κατά κυριότητα (στην περίπτωση των οριστικών συναλλαγών και των συμφωνιών επαναγοράς) είτε προβαίνοντας σε ενεχυρίαση, εκχώρηση ή σύσταση άλλου βάρους (στην περίπτωση των δανείων έναντι ενεχύρου) (Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 2011).

Προκειμένου να προστατεύεται το Ευρωσύστημα από ζημιές κατά τη διενέργεια των πράξεων νομισματικής πολιτικής του και να εξασφαλίζεται η ίση μεταχείριση των αντισυμβαλλομένων, καθώς και να ενισχύεται η αποτελεσματική λειτουργία και η διαφάνεια, πρέπει τα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία να πληρούν ορισμένα κριτήρια ώστε να είναι αποδεκτά στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Το Ευρωσύστημα έχει αναπτύξει ενιαίο πλαίσιο για τα αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία, κοινό για όλες τις πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος. Αυτό το ενιαίο πλαίσιο που καλείται και «ενιαίος κατάλογος» τέθηκε σε ισχύ την 1η Ιανουαρίου 2007, αντικαθιστώντας το σύστημα δύο βαθμίδων το οποίο ίσχυσε από την έναρξη του τρίτου σταδίου της οικονομικής και νομισματικής ένωσης (Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 2011).

Το ενιαίο πλαίσιο περιλαμβάνει δύο κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, τα εμπορεύσιμα και τα μη εμπορεύσιμα. Δεν γίνεται διάκριση μεταξύ των δύο κατηγοριών όσον αφορά την ποιότητα των περιουσιακών στοιχείων ή την καταλληλότητά τους για τα διάφορα είδη πράξεων νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, με τη μόνη διαφορά ότι τα μη εμπορεύσιμα περιουσιακά στοιχεία δεν χρησιμοποιούνται από το Ευρωσύστημα στις οριστικές συναλλαγές. Τα περιουσιακά στοιχεία που γίνονται αποδεκτά στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος μπορούν να χρησιμοποιηθούν και ως ασφάλεια για την παροχή ενδοημερήσιας πίστωσης (Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 2011).

Για να διασφαλίζεται ότι οι δύο κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων πληρούν τα ίδια κριτήρια ποιότητας, έχει θεσπιστεί το πλαίσιο του Ευρωσυστήματος για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας (Eurosystem credit assessment framework — ECAF), το οποίο βασίζεται σε διάφορες πηγές αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας (Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 2011).

### **2.3 Προδιαγραφές καταλληλότητας για τα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία**

Η ΕΚΤ καταρτίζει, τηρεί και δημοσιεύει κατάλογο των αποδεκτών εμπορεύσιμων

περιουσιακών στοιχείων. Το Ευρωσύστημα παρέχει στους αντισυμβαλλομένους ενημέρωση σχετικά με την καταλληλότητα περιουσιακών στοιχείων για χρήση τους ως ασφάλειας στο Ευρωσύστημα μόνο στην περίπτωση που ήδη εκδοθέντα εμπορεύσιμα περιουσιακά στοιχεία ή υφιστάμενα μη εμπορεύσιμα περιουσιακά στοιχεία υποβάλλονται στο Ευρωσύστημα ως ασφάλεια. Συνεπώς δεν παρέχεται ενημέρωση πριν από την έκδοση (Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 2011).

Τα πιστοποιητικά χρέους που εκδίδει η ΕΚΤ και όλα τα πιστοποιητικά χρέους που έχουν εκδοθεί από τις ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος πριν από την ημερομηνία υιοθέτησης του ευρώ στα αντίστοιχα κράτη μέλη είναι αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία. Όσον αφορά τα λοιπά εμπορεύσιμα περιουσιακά στοιχεία εφαρμόζονται τα ακόλουθα κριτήρια καταλληλότητας (Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 2011).

Το περιουσιακό στοιχείο θα πρέπει να είναι *χρεόγραφο* με α) προκαθορισμένο και άνευ αιρέσεων κεφάλαιο και β) τοκομερίδιο το οποίο να μη συνεπάγεται αρνητική εισοδηματική ροή. Επιπλέον, το τοκομερίδιο θα πρέπει να είτε μηδενικό είτε σταθερού επιτοκίου είτε κυμαινόμενου επιτοκίου συνδεδεμένο με επιτόκιο αναφοράς. Το τοκομερίδιο είναι δυνατόν να συνδέεται με μεταβολή της



αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας του εκδότη. Αποδεκτά είναι εξάλλου και τα ομόλογα με ρήτρα τιμαρίθμου («τιμαριθμοποιημένα» ομόλογα) (Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 2011).

Τα χρεόγραφα πρέπει να διατηρούν τα παραπάνω χαρακτηριστικά καθ' όλο το διάστημα μέχρι την απόσβεση της εξασφαλιζόμενης υποχρέωσης. Τα χρεόγραφα δεν επιτρέπεται να παρέχουν δικαιώματα επί του κεφαλαίου ή/και επί των τόκων εξαρτώμενα από τα δικαιώματα κομιστών άλλων χρεογράφων του ίδιου εκδότη. Ο υπό α) όρος δεν ισχύει όσον αφορά *τίτλους προερχόμενους από τιτλοποίηση*, με εξαίρεση τα ομόλογα που εκδίδονται από πιστωτικά ιδρύματα σύμφωνα με τα κριτήρια του άρθρου 52 της οδηγίας για τους ΟΣΕΚΑ («καλυμμένες τραπεζικές ομολογίες»). Το Ευρωσύστημα αξιολογεί την καταλληλότητα των τίτλων που προέρχονται από τιτλοποίηση, πλην των καλυμμένων τραπεζικών ομολογιών, με βάση τα ακόλουθα κριτήρια (Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 2011).

Τα περιουσιακά στοιχεία τα οποία εξασφαλίζουν τους τίτλους που προέρχονται από τιτλοποίηση και παράγουν εισοδηματική ροή, πρέπει να πληρούν τους παρακάτω όρους (Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 2011):

- η απόκτησή τους να διέπεται από το δίκαιο κράτους μέλους της ΕΕ·
- να μεταβιβάζονται από τον αρχικό δικαιούχο της απαίτησης ή από ενδιάμεσο φορέα προς την εταιρεία ειδικού σκοπού που διενεργεί την τιτλοποίηση, με τρόπο που το Ευρωσύστημα να θεωρεί ότι συνιστά «γνήσια πώληση» αντιτάξιμη κατά παντός τρίτου, και να βρίσκονται πέραν του ελέγχου του αρχικού δικαιούχου της απαίτησης και των πιστωτών του, ή του ενδιάμεσου φορέα και των πιστωτών του, ακόμη και σε περίπτωση αφερεγγυότητας του αρχικού δικαιούχου της απαίτησης ή του ενδιάμεσου φορέα·
- ο αρχικός δικαιούχος ή, κατά περίπτωση, ο ενδιάμεσος φορέας από τον οποίο προέρχονται και πωλούνται στον εκδότη να έχει συσταθεί στον ΕΟΧ·
- να μη συνίστανται —εν όλω ή εν μέρει, πράγματι ή δυνάμει— σε σειρές λοιπών τίτλων προερχόμενων από τιτλοποίηση. Επιπλέον, να μη συνίστανται —εν όλω ή εν μέρει, πράγματι ή δυνάμει— σε ομόλογα συνδεδεμένα με τον πιστωτικό κίνδυνο υποκείμενου μέσου, πράξεις ανταλλαγής ή άλλα παράγωγα μέσα ή σύνθετους τίτλους και
- εάν πρόκειται για δανειακές απαιτήσεις, οι οφειλέτες και οι δανειστές να έχουν συσταθεί (ή, εάν πρόκειται για φυσικά πρόσωπα, να κατοικούν) στον ΕΟΧ και, κατά περίπτωση, ο σχετικός τίτλος να βρίσκεται στον ΕΟΧ. Οι εν

λόγω δανειακές απαιτήσεις να διέπονται από δίκαιο χώρας του ΕΟΧ. Εάν πρόκειται για ομόλογα, αυτά να έχουν εκδοθεί σε χώρα του ΕΟΧ σύμφωνα με το δίκαιο χώρας του ΕΟΧ και κάθε σχετικός τίτλος να βρίσκεται στον ΕΟΧ ( 49 ), οι δε εκδότες να έχουν συσταθεί στον ΕΟΧ.

Στις περιπτώσεις κατά τις οποίες οι αρχικοί δικαιούχοι ή, κατά περίπτωση, οι ενδιάμεσοι φορείς, έχουν συσταθεί στη ζώνη του ευρώ ή στο Ηνωμένο Βασίλειο, το Ευρωσύστημα θα πρέπει να έχει εξακριβώσει ότι στις εν λόγω έννομες τάξεις δεν ισχύουν αυστηρές διατάξεις επανάκτησης (clawback provisions). Αν ο αρχικός δικαιούχος ή, κατά περίπτωση, ο ενδιάμεσος φορέας, έχει συσταθεί σε άλλη χώρα του ΕΟΧ, οι τίτλοι που προέρχονται από τιτλοποίηση θεωρούνται αποδεκτοί μόνον εφόσον το Ευρωσύστημα επιβεβαιώνει ότι τα δικαιώματά του προστατεύονται καταλλήλως έναντι διατάξεων επανάκτησης που το Ευρωσύστημα θεωρεί σχετικές, σύμφωνα με το δίκαιο της οικείας χώρας του ΕΟΧ. Για το σκοπό αυτόν προϋπόθεση για να θεωρούνται αποδεκτοί οι εν λόγω τίτλοι που προέρχονται από τιτλοποίηση αποτελεί η υποβολή ανεξάρτητης νομικής αξιολόγησης σε μορφή αποδεκτή από το Ευρωσύστημα, στην οποία να εκτίθενται οι ισχύοντες στην οικεία χώρα κανόνες επανάκτησης. Προκειμένου να αποφασίζει κατά πόσο τα δικαιώματά του προστατεύονται

επαρκώς έναντι των εν λόγω κανόνων επανάκτησης, το Ευρωσύστημα δύναται να ζητεί πρόσθετα έγγραφα, περιλαμβανομένου πιστοποιητικού φερεγγυότητας του εκδοχέα, για την ύποπτη περίοδο (Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 2011).

Μεταξύ των κανόνων επανάκτησης που θεωρούνται αυστηροί και, επομένως, μη αποδεκτοί από το Ευρωσύστημα, συγκαταλέγονται οι κανόνες κατά τους οποίους η πώληση των υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων είναι δυνατόν να ακυρωθεί από τον εκκαθαριστή αποκλειστικά για το λόγο ότι συνήφθη κατά τη διάρκεια συγκεκριμένης περιόδου (ύποπτη περίοδος) πριν από την κήρυξη του πωλητή (αρχικού δικαιούχου/ενδιάμεσου φορέα) σε κατάσταση αφερεγγυότητας, ή οι κανόνες κατά τους οποίους ο εκδοχέας δύναται να αποτρέψει την εν λόγω ακύρωση μόνον εφόσον αποδεικνύει ότι κατά το χρόνο της πώλησης δεν είχε γνώση της κατάστασης αφερεγγυότητας του πωλητή (αρχικού δικαιούχου/ενδιάμεσου φορέα) (Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 2011).

Στο πλαίσιο δομημένης έκδοσης μια σειρά (tranche) ή υποσειρά (sub-tranche) είναι αποδεκτή εφόσον δεν εξαρτάται από άλλες σειρές της ίδιας έκδοσης. Η σειρά (ή υποσειρά) θεωρείται μη εξαρτώμενη έναντι άλλων σειρών

(ή υποσειρών) της ίδιας έκδοσης εάν, με βάση την προβλεπόμενη στο ενημερωτικό δελτίο κατάταξη των απαιτήσεων σε περίπτωση αναγκαστικής εκτέλεσης, η εν λόγω σειρά (ή υποσειρά) εξοφλείται (κατά κεφάλαιο και τόκους) πριν από κάθε άλλη σειρά ή υποσειρά ή είναι η τελευταία που βαρύνεται με ζημίες μεταξύ των διαφόρων σειρών ή υποσειρών μιας δομημένης έκδοσης. Στις περιπτώσεις δομημένων εκδόσεων όπου το ενημερωτικό δελτίο προβλέπει την επίδοση ειδοποίησης επίστευσης και αναγκαστικής εκτέλεσης, θα πρέπει να διασφαλίζεται, βάσει και των δύο παραπάνω ειδοποιήσεων που αφορούν την προτεραιότητα των πληρωμών, ότι η σειρά (ή υποσειρά) δεν είναι εξαρτώμενη (Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 2011).

Το Ευρωσύστημα διατηρεί το δικαίωμα να ζητήσει από κάθε εμπλεκόμενο τρίτο (π.χ. τον εκδότη, τον αρχικό δικαιούχο της απαίτησης ή τον οργανωτή έκδοσης) οποιαδήποτε διευκρίνιση ή/και νομική επιβεβαίωση θεωρεί αναγκαία για την αξιολόγηση της καταλληλότητας των τίτλων που προέρχονται από τιτλοποίηση.

### **Κεφάλαιο 3ο: Νομισματική πολιτική ΕΚΤ και κρίση**

Το τρίτο αυτό κεφάλαιο αφορά στην νομισματική πολιτική ΕΚΤ και κρίση και περιλαμβάνει την αντίδραση των Κεντρικών Τραπεζών στην κρίση και τα μέτρα που έλαβε η ΕΚΤ για την αντιμετώπιση της κρίσης.

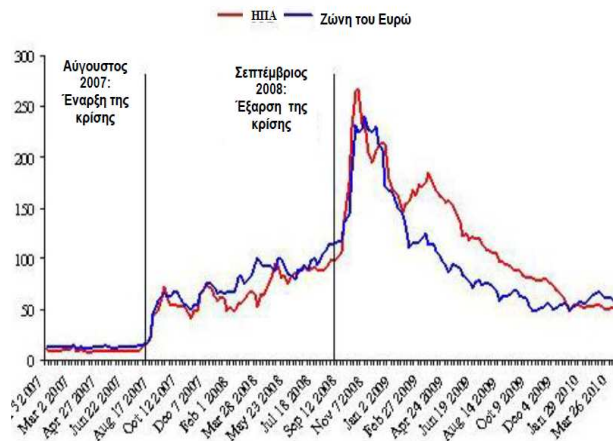
#### **3.1 Η αντίδραση των Κεντρικών Τραπεζών στην Κρίση**

Η πρόσφατη κρίση που ξεκίνησε από τα προβλήματα στην αγορά ακινήτων των ΗΠΑ, πλήττοντας αρχικά τα δομημένα προϊόντα με έκθεση σε στεγαστικά δάνεια χαμηλής ποιότητας, επεκτάθηκε σταδιακά και σε άλλες αγορές χρεογράφων μετά την ανακοίνωση στις 9/8/2007 από τη γαλλική τράπεζα BNP Paribas ότι τρία hedge funds της κατέρρευσαν. Το γεγονός αυτό οδήγησε σε μια συνολική επανατιμολόγηση του πιστωτικού κινδύνου στις αγορές χρεογράφων και σε σημαντικές δυσλειτουργίες στις παγκόσμιες χρηματαγορές, δυσχεραίνοντας την χρηματοδότηση τραπεζών και επενδυτικών funds και πυροδοτώντας εν τέλει υποχρεωτικές εκποιήσεις επενδυτικών προϊόντων και μια σπειροειδή μείωση των τιμών τους. Η κατάρρευση της Lehman Brothers στις 15 Σεπτεμβρίου 2008 έδωσε δραματικές διαστάσεις στο πρόβλημα και εκτόξευσε το spread ανάμεσα

στις βραχυπρόθεσμες συναλλαγές δανεισμού χωρίς και με παροχή ασφάλειας τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Ευρωζώνη (Ταβούτσογλου, 2010).

**Πίνακας 1:** Η κατάσταση στην χρηματαγορά της Ευρωζώνης και των ΗΠΑ

Πηγή: ΕΚΤ, (2010)



Παράλληλα η κρίση εμπιστοσύνης σταμάτησε εντελώς τη δραστηριότητα τόσο της παγκόσμιας διατραπεζικής αγοράς όσο και μιας σειράς αγορών εταιρικών χρεογράφων και παράγωγων προϊόντων, οδηγώντας σε αναγκαστική μείωση της παροχής πίστωσης προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά και σπρώχνοντας την παγκόσμια οικονομία στην ύφεση το Δ' τρίμηνο του 2008. Μπροστά στο φόνο κατάρρευσης του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, οι Κεντρικές Τράπεζες και κυβερνήσεις ανά τον κόσμο, προχώρησαν σε συντονισμένες δράσεις παροχής ρευστότητας και στήριξης του τραπεζικού συστήματος αλλά και της παγκόσμιας οικονομίας (Ταβούτσογλου, 2010).

Λόγω της κατάρρευσης κατ' ουσίαν της αγοράς χρήματος, τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αυξήθηκαν σε αφύσικα υψηλά επίπεδα, τόσο εντός όσο και εκτός της ζώνης του ευρώ. Στη διάρκεια αυτής της περιόδου έντονης αβεβαιότητας, οι τράπεζες συγκέντρωσαν μεγάλα αποθέματα ρευστότητας, ενώ παράλληλα εξάλειψαν τους κινδύνους από τους ισολογισμούς τους και άρχισαν να χορηγούν δάνεια με πιο αυστηρούς όρους. Η κρίση άρχισε να διαχέεται και στην πραγματική οικονομία, ενώ οι οικονομικές συνθήκες στις περισσότερες σημαντικές οικονομίες επιδεινώθηκαν ραγδαία και συγχρονισμένα και οι παγκόσμιες εμπορικές συναλλαγές σημείωσαν ελεύθερη πτώση (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2013).

Η ΕΚΤ έπαιξε έναν κύριο ρόλο σε αυτή την προσπάθεια και η αντίδραση τους στις αυξανόμενες εντάσεις που παρατηρήθηκαν στην χρηματαγορά, είχε δύο μορφές, η πρώτη περιλάμβανε τη χρήση και προσαρμογή των κλασικών εργαλείων νομισματικής πολιτικής και η δεύτερη τη δημιουργία καινοτόμων μηχανισμών (Ταβούτσογλου, 2010).

### **3.2 Τα μέτρα που έλαβε η ΕΚΤ για την αντιμετώπιση της κρίσης**

Τον Αύγουστο του 2007, η κρίση που συνδεόταν με τη χορήγηση στεγαστικών δανείων προς δανειολήπτες χαμηλής πιστοληπτικής



ικανότητας (sub-prime) στις ΗΠΑ είχε ως αποτέλεσμα να ενταθούν σημαντικά οι αναταράξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές και να αυξηθεί η αποστροφή των επενδυτών προς τον κίνδυνο. Η μεταβλητότητα στις αγορές αυξήθηκε απότομα για όλες σχεδόν τις κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Τα χρηματιστήρια κατέρρευσαν, καθώς οι επενδυτές πωλούσαν μετοχές και μετέφεραν κεφάλαια σε ασφαλέστερες επενδύσεις. Σχεδόν την ίδια χρονική περίοδο, ορισμένες ευρωπαϊκές τράπεζες δημοσιοποίησαν την άμεση και έμμεση έκθεσή τους στην αμερικανική αγορά στεγαστικών δανείων προς δανειολήπτες μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας. Επιπλέον, υπήρξαν φήμες ότι αρκετές τράπεζες, κυρίως στην Ευρώπη, είχαν υποστεί σημαντικές ζημιές λόγω της έκθεσής τους σε τίτλους που εξασφαλίζονται με στεγαστικά δάνεια. Αυτό προκάλεσε αμοιβαία δυσπιστία μεταξύ των τραπεζών, με αποτέλεσμα να διαταραχθεί η διατραπεζική χορήγηση και λήψη δανείων και, κατ' επέκταση, η λειτουργία της αγοράς χρήματος του ευρώ. Η ΕΚΤ παρενέβη χορηγώντας ρευστότητα διάρκειας μίας ημέρας στις διατραπεζικές αγορές χρήματος μέσω μιας σειράς πράξεων εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας, καθώς και επιπλέον ρευστότητα μέσω των τακτικών

πράξεών της (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2013).

Σκοπός ήταν να διασφαλιστούν ομαλές συνθήκες στις διατραπεζικές αγορές χρήματος, να μειωθεί η μεταβλητότητα των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων και να περιοριστεί ο κίνδυνος πιθανής επέκτασης των εντάσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές μέσω του τραπεζικού συστήματος. Η ΕΚΤ διενήργησε τις πράξεις στην αγορά χρήματος χωρίς να μεταβάλει τη συνολική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής.

Τον Δεκέμβριο του 2007, η ΕΚΤ, σε συνεργασία με την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, ξεκίνησε να χορηγεί χρηματοδότηση σε δολάρια ΗΠΑ σε τράπεζες της ζώνης του ευρώ προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι ελλείψεις σε ρευστότητα στο νόμισμα αυτό (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2013).

Τον Οκτώβριο του 2008, η ΕΚΤ απάντησε με διάφορα μέτρα, από τα οποία το πλέον σημαντικό ήταν η εφαρμογή της πολιτικής πλήρους κατανομής και καθορισμένων επιτοκίων. Αυτό σήμαινε ότι οι τράπεζες της ζώνης του ευρώ μπορούσαν να λαμβάνουν απεριόριστη ρευστότητα από την ΕΚΤ με το επιτόκιο της πράξης κύριας αναχρηματοδότησης, υπό την προϋπόθεση ότι θα παρείχαν επαρκείς εξασφαλίσεις. Στην ουσία, η ΕΚΤ πήρε τη θέση της αγοράς χρήματος. Στα άλλα μέτρα που έλαβε η ΕΚΤ (πέραν της σημαντικής μείωσης των

επιτοκίων) περιλαμβάνονται μεταξύ άλλων η διεύρυνση του καταλόγου των αποδεκτών ασφαλειών και η επιμήκυνση της διάρκειας των δανείων προς τις τράπεζες (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2013).

Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί ότι η ΕΚΤ δεν προέβη σε μειώσεις του βασικού της επιτοκίου ως τον Σεπτέμβρη του 2008, αντανακλώντας την ανησυχία της για υψηλά επίπεδα πληθωρισμού κατά το πρώτο εξάμηνο του 2008. Στις αρχές Ιουλίου του 2008 μάλιστα το βασικό προεξοφλητικό επιτόκιο της ΕΚΤ ανέβηκε κατά 25 μονάδες βάσης, από 4% σε 4,25%. Όμως στα μέσα Ιουλίου άρχισε μια σταδιακή και όπως αποδείχτηκε παρατεταμένη, υποχώρηση των τιμών του αργού πετρελαίου και άλλων βασικών εμπορευμάτων ενώ άρχισαν να φαίνονται τα πρώτα σημάδια επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του Ευρώ (Ταβούτσογλου, 2010).

Ένα από τα μέσα νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ είναι οι «διαρθρωτικές πράξεις», στις οποίες περιλαμβάνονται οι οριστικές αγορές συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων που γίνονται αποδεκτά ως ασφάλεια. Επειδή η αγορά καλυμμένων ομολογιών είχε επηρεαστεί σημαντικά και επειδή οι καλυμμένες ομολογίες αποτελούν σημαντικό εργαλείο αναχρηματοδότησης για τις τράπεζες, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να

ξεκινήσει ένα πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών με σκοπό την αναζωογόνηση της αγοράς αυτής (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2013).

Με δεδομένες λοιπόν τις δυσκολίες των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να έχουν πρόσβαση σε αναχρηματοδότηση από την αγορά αλλά και την αδυναμία της διατραπεζικής αγοράς να καταλείψει αποτελεσματικά την παρεχόμενη ρευστότητα από την ΕΚΤ μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, το Ευρωσύστημα κλήθηκε να αναλάβει τον ρόλο του χρηματοπιστωτικού διαμεσολαβητή μεταξύ των τραπεζών. Συνεπώς η ΕΚΤ προέβη σε μια σειρά από γρήγορες και αποφασιστικές κινήσεις, επιφέροντας προσωρινές τροποποιήσεις στο πλαίσιο εφαρμογής της νομισματικής της πολιτικής με στόχο να καθυσυχάσει τις αγορές σχετικά με τους κινδύνους ρευστότητας (Ταβούτσογλου, 2010).

Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί ότι στα τέλη του Σεπτεμβρίου του 2008 εισήχθησαν πράξεις αναχρηματοδότησης που η διάρκειά τους ισοδυναμούσε με αυτή της περιόδου τήρησης και από τις 15/10/2008 οι ΠΚΑ διενεργούνταν πλέον μέσω δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου με κατανομή ολόκληρου του ποσού (Ταβούτσογλου, 2010).

Ταυτόχρονα αποφασίστηκε η μείωση του εύρους στα επιτόκια των πάγιων διευκολύνσεων

του επιτοκίου των ΠΚΑ από 200 σε 100 μονάδες βάσης. Η κίνηση αυτή έκανε τη χρήση της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης τους Ευρωσυστήματος φθηνότερη κατά 50 μονάδες βάσης, αντανακλώντας την παραδοχή από την ΕΚΤ ότι οι εξαιρετικά δύσκολες συνθήκες που επικρατούσαν στην χρηματαγορά θα ανάγκαζαν πολύ περισσότερες τράπεζες να στραφούν προς αυτή. Είναι ενδεικτικό ότι η μέση ημερήσια προσφυγή από το 2008 στη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης ήταν € 0,5, έναντι € 0,2 δισ. το 2007, μέχρι την 1/10/2008 και έπειτα αυξήθηκε την πρώτη εβδομάδα του Οκτώβρη στα €21 δισ. Παράλληλα η άφθονη ρευστότητα που διοχετεύθηκε στις τράπεζες μέσα από τις πράξεις ανοικτής αγοράς του Ευρωσυστήματος, είχε αποτέλεσμα να αυξηθεί σημαντικά και η προσφυγή στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, με τη μέση ημερήσια προσφυγή σε αυτήν να εκτοξεύεται την περίοδο από τις 9 Οκτωβρίου ως το τέλος του χρόνου στα €208,5 δισ. (Ταβούτσογλου, 2010).

**Πίνακας 2:** Μέση ημερήσια προσφυγή των  
ευρωπαϊκών πιστωτικών ιδρυμάτων στις πάγιες  
διευκολύνσεις του Ευρωσυστήματος

**Πηγή:** ΕΚΤ

	2007	2008 (έως 01.10.08)	2008 (Οκτώβρη - Δεκέμβρη)	2009
ημερήσια προσφυγή διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	€0.5 δισ.	€2.5 δισ.	€208.5 δισ.	€109 δισ.
ημερήσια προσφυγή διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	€0.2 δισ.	€0.5 δισ.	€6.7 δισ.	€1 δισ.

Στο σημείο αυτό η ΕΚΤ ακολούθησε τις μεγάλες κεντρικές τράπεζες ανά τον κόσμο σε μια πολιτική δραστηρικής μείωσης των βασικών επιτοκίων της, ξεκινώντας από την 8η Οκτωβρίου όταν σε μια συντονισμένη κίνηση με πέντε άλλες κεντρικές τράπεζες μείωσε τα βασικά της επιτόκια κατά 50 μονάδες βάσης σε 3,75%. Το Μάιο του 2009 μετά από διαδοχικές μειώσεις, το βασικό επιτόκιο της ΕΚΤ σταθεροποιήθηκε στο επίπεδο του 1,00%, με το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων στο 0,25% και το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης στο 1,75% (Ταβούτσογλου, 2010).

**Πίνακας 3: Μεταβολές των βασικών επιτοκίων  
του Ευρωσυστήματος**

Πηγή: ΕΚΤ

Ημερίδα μεταβολής των <sup>1</sup>	Πάγια διευκόλυνση απόδοσης καταθέσεων	Παύσιες νέες αναχρηματοδότησης		Πάγια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης
		Δημοκρατίες σταθερού επιτόκιου (σταθερό επιτόκιο)	Δημοκρατίες ανταγωνιστικού επιτόκιου (ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς)	
6 Οκτωβρίου	3,75	-	4,75	5,75
11 Μαΐου	3,50	-	4,50	5,50
31 Αυγούστου	3,25	-	4,25	5,25
18 Σεπτεμβρίου	2,75	-	3,75	4,75
9 Νοεμβρίου	2,25	-	3,25	4,25
6 Δεκεμβρίου	1,75	-	2,75	3,75
7 Μαρτίου	1,50	-	2,50	3,50
6 Ιουνίου	1,00	-	2,00	3,00
6 Δεκεμβρίου	1,25	-	2,25	3,25
8 Μαρτίου	1,50	-	2,50	3,50
15 Ιουνίου	1,75	-	2,75	3,75
9 Αυγούστου	2,00	-	3,00	4,00
11 Οκτωβρίου	2,25	-	3,25	4,25
13 Δεκεμβρίου	2,50	-	3,50	4,50
14 Μαρτίου	2,75	-	3,75	4,75
13 Ιουνίου	3,00	-	4,00	5,00
9 Ιουλίου	3,25	-	4,25	5,25
8 Οκτωβρίου	2,75	-	-	4,75
9 Οκτωβρίου	3,25	-	-	4,25
15 Οκτωβρίου	3,25	3,75	-	4,25
12 Νοεμβρίου	2,75	3,25	-	3,75
10 Δεκεμβρίου	2,00	2,50	-	3,00
21 Ιανουαρίου	1,00	2,00	-	3,00
11 Μαρτίου	0,50	1,50	-	2,50
8 Απριλίου	0,25	1,25	-	2,25
13 Μαΐου	0,25	1,00	-	1,75

Τον Μάιο του 2010, οι χρηματοπιστωτικές αγορές και ιδίως οι αγορές κρατικών ομολόγων αντιμετώπισαν σοβαρές εντάσεις οι οποίες δημιούργησαν παρεμβολές στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής. Η ΕΚΤ αποφάσισε να θέσει σε εφαρμογή το Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων (το οποίο έχει πλέον λήξει). Στο πλαίσιο του Προγράμματος αυτού, η ΕΚΤ και οι εθνικές κεντρικές τράπεζες της ζώνης του ευρώ

μπορούσαν, εντός των ορίων που είχε καθορίσει το Διοικητικό Συμβούλιο, να παρεμβαίνουν σε ορισμένες αγορές χρεογράφων, κατά κύριο λόγο στις αγορές κρατικών ομολόγων. Σύμφωνα με τη Συνθήκη, η οποία τους απαγορεύει να πραγματοποιούν αγορές απευθείας από κυβερνήσεις, επιτρεπόταν να πραγματοποιούν αγορές στη δευτερογενή αγορά (σε τιμές της αγοράς). Το συνολικό ποσό όλων των ομολόγων που έχουν αγοραστεί και δεν έχουν ακόμη λήξει επαναπορροφάται κάθε εβδομάδα, ούτως ώστε οι συνολικές συνθήκες ρευστότητας στη διατραπεζική αγορά χρήματος να μένουν ανεπηρέαστες (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2013).

Τον Δεκέμβριο του 2011, λόγω των σοβαρών εντάσεων στις αγορές που απειλούσαν τη λειτουργία της αγοράς χρήματος και τη ροή πιστώσεων από τις τράπεζες προς τις επιχειρήσεις, η ΕΚΤ αποφάσισε να διενεργήσει δύο πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διάρκειας 36 μηνών. Το επιτόκιο αυτών των πράξεων ορίστηκε ίσο με το μέσο επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης όπως διαμορφώνεται κατά τη διάρκεια της αντίστοιχης πράξης. Η πρώτη πράξη κατανεμήθηκε στις 21 Δεκεμβρίου 2011 και η δεύτερη στις 29 Φεβρουαρίου 2012.

Επιπλέον, η ΕΚΤ αποφάσισε να αυξήσει τη διαθεσιμότητα ασφαλειών μειώνοντας το όριο



πιστοληπτικής διαβάθμισης για ορισμένα προϊόντα τιτλοποίησης και παρέχοντας τη δυνατότητα στις εθνικές κεντρικές τράπεζες, ως λύση προσωρινού χαρακτήρα, να αποδέχονται ως ασφάλεια πρόσθετες δανειακές απαιτήσεις (τραπεζικά δάνεια) οι οποίες πληρούν συγκεκριμένα κριτήρια. Την ευθύνη για την αποδοχή τέτοιων δανειακών απαιτήσεων θα φέρουν οι εθνικές κεντρικές τράπεζες που επιτρέπουν τη χρήση τους (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2013).

Τρίτον, η ΕΚΤ αποφάσισε να μειώσει τον συντελεστή υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών σε 1% (από 2%), αποδεσμεύοντας έτσι ασφάλειες και στηρίζοντας τη δραστηριότητα στην αγορά χρήματος. Τον Σεπτέμβριο του 2012, προκειμένου να διασφαλίσει τον ενιαίο χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής της αλλά και την ομαλή μετάδοση της κατεύθυνσης της πολιτικής αυτής προς την οικονομία σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ, η ΕΚΤ ανακοίνωσε τη δυνατότητα διενέργειας Οριστικών Νομισματικών Συναλλαγών (ΟΝΣ). Οι ΟΝΣ είναι συναλλαγές στις δευτερογενείς αγορές κρατικών ομολόγων με σκοπό την αντιμετώπιση σοβαρών στρεβλώσεων στις αγορές αυτές οι οποίες προκαλούνται ειδικότερα από τους αβάσιμους φόβους των επενδυτών περί αναστρεψιμότητας του ευρώ. Υπό τις κατάλληλες συνθήκες, οι ΟΝΣ παρέχουν

έναν καθόλα αποτελεσματικό ανασταλτικό μηχανισμό για την αποφυγή αυτοεκπληρούμενων καταστροφικών σεναρίων που συνεπάγονται δυνητικά σοβαρές προκλήσεις για τη σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ. Προκειμένου να διαφυλάσσεται ο πρωταρχικός στόχος της ΕΚΤ για τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών και να εξασφαλίζεται ότι οι κυβερνήσεις έχουν τα σωστά κίνητρα για την υλοποίηση των απαραίτητων δημοσιονομικών προσαρμογών και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, απαραίτητη προϋπόθεση των ΟΝΣ είναι η αυστηρή και αποτελεσματική τήρηση των όρων που έχουν τεθεί στο πλαίσιο ενδεδειγμένων προγραμμάτων της Ευρωπαϊκής Διευκόλυνσης Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας/του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ΕΔΧΣ/ΕΜΣ) (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2013).

## **Συμπεράσματα**

Κατά τους τελευταίους μήνες του 2008 και τους πρώτους μήνες του 2009, η κρίση στην αγορά χρήματος επεκτάθηκε στην πραγματική οικονομία και σε άλλα τμήματα της χρηματοπιστωτικής αγοράς. Οι ανησυχίες για τη δημοσιονομική κατάσταση των προηγμένων χωρών αναζωπύρωσαν τις εντάσεις στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, γεγονός που δε βοήθησαν οι διάφορες κυβερνήσεις της Ευρωζώνης τους τελευταίους μήνες ή οι μεμονωμένες κινήσεις από την Γερμανία του 2010. Σε αυτό το διεθνές περιβάλλον οι προσπάθειες των κρατών της Ευρωζώνης και της Βρετανίας να ανακτήσουν την εμπιστοσύνη των αγορών μέσα από μέτρα δημοσιονομικής λιτότητας, απειλούν να ρίξουν την Ευρώπη σε ύφεση ενώ δεν είναι σαφές αν υπάρχει μια ξεκάθαρη πολιτική βούληση για τον περιορισμό των ελλειμμάτων και του χρέους.

Σαν αποτέλεσμα, η ΕΚΤ μείωσε σταδιακά το επιτόκιο πολιτικής από 4,25% τον Σεπτέμβριο του 2008, στο 1,00% τον Μάιο του 2009 (325 μονάδες βάσης), σε επίπεδα που δεν έχουν λάβει χώρα τουλάχιστον από τον Β' παγκόσμιο πόλεμο και μετά.

Τη μείωση των βασικών επιτοκίων ΕΚΤ ακολούθησε η μείωση των βασικών επιτοκίων αγοράς τα οποία επηρεάζονται και

καθοδηγούνται από τη διαμόρφωση του ελάχιστου επιτοκίου προσφοράς της ΕΚΤ. Το EURIBOR τριών μηνών μειώθηκε κατά περίπου 436 μονάδες βάσης μεταξύ Σεπτεμβρίου 2008 και Φεβρουαρίου 2014.

Τα τραπεζικά βραχυπρόθεσμα επιτόκια χορηγήσεων, που γενικά επηρεάζονται από τις κινήσεις του EURIBOR τριών μηνών, μειώθηκαν κατά 341 μονάδες βάσης. Τα μακροχρόνια τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων μειώθηκαν κατά την ίδια χρονική περίοδο κατά 151 μονάδες βάσης, ενώ οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων επταετούς διάρκειας μειώθηκαν κατά 121 μονάδες βάσης. Ωστόσο, οι μειώσεις στα επιτόκια της αγοράς χρήματος, σε συνέχεια των μειώσεων των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, μεταβιβάστηκαν στα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων με σημαντική υστέρηση, σε συνδυασμό με τις ισχύουσες ρυθμίσεις. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα τη διεύρυνση του ανοίγματος ανάμεσα στα επιτόκια της αγοράς χρήματος και στα επιτόκια χορηγήσεων των τραπεζών.

Πέρα από αυτό, η προσαρμογή των τραπεζικών επιτοκίων παρέμεινε αποτελεσματική κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής αναστάτωσης και η φύση της μετάδοσης δεν διέφερε πολύ από την ισχύουσα κατά τη διάρκεια των περιόδων οικονομικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

Γίνεται επομένως κατανοητό ότι οι νέες προκλήσεις απαιτούν μια διαφορετική προσέγγιση της νομισματικής πολιτικής από την ΕΚΤ. Το θέμα που τίθεται είναι αν θα πρέπει η ΕΚΤ να αγοράζει απευθείας κρατικά ομόλογα από τις κυβερνήσεις των κρατών της Ευρωζώνης. Πιο σημαντικό όμως κρίθηκε να υπάρξει μια μεταστροφή της έμφασης των κεντρικών τραπεζών ώστε να λαμβάνουν υπόψη τους ως αποστολή όχι μόνο την σταθερότητα των τιμών αλλά και την αποφυγή κερδοσκοπικών φουσκών στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων.

Καθώς οι εντάσεις στις αγορές χρήματος εμπόδισαν την ικανότητα των τραπεζών παροχής χρηματοδότησης στην οικονομία, η μείωση των βασικών επιτοκίων πολιτικής θα ήταν λιγότερο αποτελεσματική στην απουσία επιπρόσθετων πολιτικών χρηματοπιστωτικής υποστήριξης. Έτσι αποφασίστηκε και η επαυξημένη πιστωτική υποστήριξη (ΕΠΥ) που αποτελείται από μη-συμβατικά μέτρα υποστήριξης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και της ροής πιστώσεων. Αυτά τα μέτρα προωθήθηκαν από την ανάγκη να διασφαλιστεί η συνεχής αποτελεσματικότητα της μετάδοσης της συμβατικής νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία και τελικά στην εξέλιξη στις τιμές, σε ένα περιβάλλον όπου το χρηματοπιστωτικό σύστημα βρισκόταν κάτω από σημαντική πίεση. Ήλθαν ως εκ τούτου να

συμπληρώσουν τις συμβατικές αποφάσεις για τα επιτόκια, παρά να τα υποκαταστήσουν.

Κάτω από αυτές τις συνθήκες το διοικητικό συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε για το επίπεδο των επιτοκίων που ήταν κατάλληλο για να εκπληρώσει την εντολή της σταθερότητας των τιμών και στη συνέχεια υλοποίησε μια σειρά μη συμβατικών μερών που επέβλεπαν στη διασφάλιση ότι αυτή η κατάσταση της νομισματικής πολιτικής μεταδίδεται με επιτυχία στην οικονομία ως σύνολο. Η ΕΠΥ είχε άμεση επίδραση στα επιτόκια και στην προσφορά πιστώσεων, επιδιώκοντας κυρίως να αντιμετωπίσει τους κινδύνους ρευστότητας των τραπεζών και πρόσβασής τους σε ξένο νόμισμα. Ειδικότερα, η ΕΠΥ αποτελείται από σειρά πέντε μέτρων:

- Η ΕΚΤ υιοθέτησε τη διαδικασία προσφορών σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή - απεριόριστη χορήγηση ρευστότητας- στο επιτόκιο πολιτικής της, σε όλες τις λειτουργίες αναχρηματοδότησης. Οι τράπεζες δανείζονται όση ρευστότητα επιθυμούν από το Ευρωσύστημα, εφόσον μπορούν να την αντιστοιχίσουν με ενέχυρο. Επεδίωξε να ενισχύσει τη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση των τραπεζών μετριάζοντας τον δυνητικό αρνητικό αντίκτυπο στη διαθεσιμότητα πιστώσεων προς την οικονομία (Οκτώβριος 2008).

- Η ΕΚΤ επεξέτεινε την ήδη ευρεία λίστα αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων ως ενεχύρων στις λειτουργίες αναχρηματοδότησης, επαυξάνοντας την πρόσβαση των τραπεζών σε ρευστότητα κατά τη διάρκεια της κρίσης (Οκτώβριος 2008).
- Πέραν των εξαμηνιαίων μη κανονικών λειτουργιών που ίσχυαν ήδη, η ΕΚΤ αποφάσισε την ανάληψη τριών λειτουργιών αναχρηματοδότησης υπό σταθερό επιτόκιο με δωδεκάμηνη περίοδο λήξης. Η επιμήκυνση της μέγιστης περιόδου λήξης των λειτουργιών αναχρηματοδότησης από τρεις μήνες πριν την κρίση σε ένα έτος, οδήγησε σε μείωση των απαιτήσεων αναχρηματοδότησης των τραπεζών, βραχυπροθέσμως (δεύτερο ήμισυ 2009).
- Η ΕΚΤ επαύξησε την παροχή αναχρηματοδότησης σε δολάρια ΗΠΑ, προσφέροντας απεριόριστη παροχή έναντι αποδεκτού ενέχυρου σε ευρώ. Επίσης, αύξησε τον ορίζοντα λήξης των λειτουργιών σε δολάρια που προσέφερε (μέχρι τρεις μήνες), ενώ εισήγαγε και λειτουργίες παροχής ρευστότητας σε ελβετικά φράγκα. Έτσι επιδιώχθηκε να αντιμετωπιστούν οι ανάγκες χρηματοδότησης περιουσιακών στοιχείων σε ξένο νόμισμα των τραπεζών της ευρωζώνης (πρώτο ήμισυ 2008).
- Η ΕΚΤ ενεργοποίησε την αγορά καλυμμένων ομολόγων που εκδίδονται στην ευρωζώνη (Ιούνιος του 2009).

Η αγορά καλυμμένων ομολόγων αντιπροσωπεύει μια μείζονα πηγή χρηματοδότησης των τραπεζών. Αυτό το μέτρο προήγαγε τις πρωτογενείς εκδόσεις και μείωσε τα ιδιαίτερα αυξημένα ανοίγματα αυτής της αγοράς, βοηθώντας στην αναγέννηση της πληγείσας αγοράς.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφερθεί ότι όλα τα μέτρα διαμορφώθηκαν στη συγκεκριμένη χρηματοπιστωτική δομή της ευρωζώνης, όπου οι τράπεζες αποτελούν την πρωταρχική πηγή παροχής πιστώσεων στην οικονομία, αντίθετα με την οικονομία των ΗΠΑ, στην οποία το μέγιστο μέρος της χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις βασίζεται στις αγορές. Αποδείχτηκαν καθοριστικά για την υποστήριξη του τραπεζικού συστήματος και έμμεσα των χρηματοπιστωτικών αγορών, βελτιώνοντας σημαντικά τη ρευστότητα της αγοράς και μειώνοντας τους κινδύνους χρηματοδότησης των τραπεζών. Αν και δεν εμπόδισαν μια σημαντική πτώση στις δανειοδοτήσεις του ιδιωτικού τομέα, χωρίς αυτά η μείωση θα ήταν πολύ ισχυρότερη, καθώς σχεδιάστηκαν ώστε να διατηρούν τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες και τις πιστωτικές ροές σε επίπεδα υψηλότερα από εκείνα που θα επιτυγχάνονταν μόνον μέσω μείωσης των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ.

Μάλιστα, η εμπειρική ανάλυση πάνω στην αποτίμηση της αποτελεσματικότητας των μη



συμβατικών μέτρων της ΕΚΤ εστιάζεται στο κατά πόσο, στο πλαίσιο της χρηματοπιστωτικής κρίσης, έχει διατηρηθεί η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στην ευρωζώνη. Δηλαδή, κατά πόσο τα μη συμβατικά μέτρα έχουν αντισταθμίσει τον αντίκτυπο της χρηματοπιστωτικής κρίσης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, έτσι ώστε να διατηρηθεί το κανονικό πρότυπο της μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στο μακροοικονομικό επίπεδο.

Έτσι αυτά τα μέτρα ήταν αποτελεσματικά στη συγκράτηση του άμεσου αντίκτυπου της χρηματοοικονομικής κρίσης, προστατεύοντας, τουλάχιστον μερικώς, τον μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής από την κρίση κατά την κρίσιμη περίοδο μετά τη στιγμή της πτώχευσης της Lehman. Με την έννοια αυτή υποστηρίχτηκαν η χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση, η πιστωτική επέκταση και η οικονομική δραστηριότητα στην ευρωζώνη. Υπήρξε επιτυχία με αυτή την έννοια.

Ωστόσο, συμπεραίνονται και οι περιορισμοί των μη συμβατικών μέτρων της ΕΚΤ, σημειώνοντας ότι δεν μπορούν να προσφέρουν μόνιμες λύσεις σε σημαντικά διαρθρωτικά θέματα του χρηματοπιστωτικού τομέα τα οποία πρέπει να αντιμετωπιστούν άμεσα. Συγκεκριμένα, τα μέτρα αυτά δεν φαίνεται να επέδρασαν, όχι αναλογικά αλλά καθόλου, στην

ευρύτερη προσφορά χρήματος M3. Αυτό δείχνει την αδυναμία του υποδείγματος του πολλαπλασιαστή χρήματος και την ανάγκη περαιτέρω εργασίας ώστε να γίνει αντιληπτή η συμπεριφορά του τραπεζικού συστήματος και η διάδρασή του με την πραγματική οικονομία. Τα μέτρα δεν υποστηρίζουν μάλλον τη δυναμική του οιονεί χρήματος το οποίο θεωρείται ότι έχει σχέση με τη μακροοικονομική σταθερότητα, σε μακρύτερο ορίζοντα.

Στον βαθμό που ο αντίκτυπος της κρίσης επιμηκύνεται και ο ευρύς ορισμός του χρήματος παρουσιάζει μια διαρκή μη κανονική αδυναμία, αυτό θα πρέπει μάλλον να αποτελέσει αιτία ανησυχιών. Ωστόσο, η αδυναμία αυτή ίσως είναι σύμπτωμα των διαρθρωτικών αδυναμιών του χρηματοπιστωτικού τομέα, όπως είναι τα σημαντικά προβλήματα φερεγγυότητας και τα θέματα διακυβέρνησης και αναποτελεσματικότητας για τα οποία τα μη συμβατικά μέτρα είχαν περιορισμένο μάλλον σκοπό να τα διαχειριστούν. Μια χρηματοπιστωτική μεταρρύθμιση που θα περιλάμβανε τραπεζικές κεφαλαιοποιήσεις, αναδιαρθρώσεις του τομέα και βελτιωμένο κανονιστικό και ελεγκτικό πλαίσιο, θα ήταν ο πιο σχετικός μηχανισμός για να αντιμετωπίσει αυτή την αδυναμία. Γενικά, λοιπόν, αναγνωρίζονται οι σταθεροποιητικές επιδράσεις των μη συμβατικών μέτρων της νομισματικής πολιτικής,

ενώ ταυτόχρονα αναγνωρίζονται και γίνονται σεβαστοί οι περιορισμοί αυτών των μέτρων.

Περί το τέλος του 2009, η παρατηρούμενη βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών στην ευρωζώνη οδήγησε σε μια σταδιακή απόσυρση της πολιτικής ΕΠΥ. Οι λειτουργίες ανοιχτής αγοράς σε ελβετικά φράγκα και σε δολάρια ΗΠΑ σταμάτησαν στο τέλος Ιανουαρίου 2010. Καθώς η ζήτηση για τη μακροπρόθεσμη λειτουργία αναχρηματοδότησης μειώθηκε, σταμάτησαν οι εξαμηνιαίες και ετήσιες λειτουργίες σε ευρώ, ενώ εφαρμόστηκαν οι προσφορές κυμαινόμενου επιτοκίου στις τριμηνιαίες λειτουργίες αναχρηματοδότησης σε ευρώ, τον Απρίλιο. Όλες οι υπόλοιπες λειτουργίες αναχρηματοδότησης συνεχίστηκαν σε διαδικασίες προσφορών σταθερού επιτοκίου.

Η απόσυρση αντανακλά την ανάγκη να αποφευχθεί ο κίνδυνος δυσμενών παράπλευρων επιδράσεων και στρεβλώσεων από τα μη συμβατικά μέτρα. Αναφέρονται η υπερβολική εξάρτηση σε μη κανονική ρευστότητα κεντρικής τράπεζας, η υπερβολική ανάληψη κινδύνου, προβλήματα σχετικά με τη συμμόρφωση σε χρηστά χρηματοπιστωτικά πρότυπα αδύναμα χρηματοπιστωτικά κίνητρα αναδιάρθρωσης των ισολογισμών των τραπεζών και καθυστερήσεις στις αναγκαίες προσαρμογές που χρειάζονται για την οικονομική ανάπτυξη και τη σταθερή εξέλιξη των τιμών, μακροπρόθεσμα. Η βελτίωση των

συνθηκών επιτρέπει. Ακόμη και σήμερα, η κατάσταση της νομισματικής πολιτικής είναι διευκολυντική (accommodative) και παρέμενε ως τέτοια κατά την επανεξέτασή της στις αρχές του 2011. Έως και τις αρχές του νέου έτους συνεχιζόταν η ένταση στις αγορές κρατικού χρέους της ευρωζώνης, καθώς τα δημοσιονομικά προβλήματα διαχύθηκαν σε αρκετά κράτη-μέλη, κατά τη διάρκεια του 2010. Ακολούθησαν χρηματοπιστωτικές διευκολύνσεις (facilities) και πακέτα βοήθειας σε χώρες, ενώ ανακοινώθηκε και η ίδρυση ενός μόνιμου Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας, τον Νοέμβριο 2010.

Γίνεται επομένως κατανοητό ότι η ΕΚΤ προσαρμόζει καταλλήλως τη νομισματική πολιτική, τη συνολική παροχή ρευστότητας και τους τρόπους κατανομής, λαμβάνοντας υπόψη ότι όλα τα μη συμβατικά μέτρα που ελήφθησαν κατά τις περιόδους έντονων χρηματοπιστωτικών πιέσεων είναι εκ της κατασκευής τους προσωρινής φύσεως. Συνεπώς η ΕΚΤ θα επιτελέσει οτιδήποτε χρειάζεται προς αυτές τις κατευθύνσεις, ώστε να διατηρηθεί η σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα, γεγονός απαραίτητο για την οικονομική ανάπτυξη, τη δημιουργία θέσεων εργασίας και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

## **Βιβλιογραφία**

- Cohen, L., & Manion, L. (1997). *Μεθοδολογία Εκπαιδευτικής Έρευνας* (μτφ. Χ. Μητσοπούλου). Αθήνα: Έκφραση
- Δουγέκος, Θ., (2008). *Η ανεξαρτησία και εποπτεία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας: Θεωρητική και Εμπειρική Διερεύνηση*. Διδακτορική Διατριβή. Πανεπιστήμιο Μακεδονίας στο [http://openarchives.gr/view/413876\(25/5/2014\)](http://openarchives.gr/view/413876(25/5/2014)).
- Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, (2011). Απόφαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας σχετικά με την πρόσβαση του κοινού στα έγγραφα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας στο <http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/02004d0003-20110618-el.pdf>
- Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, (2013). Νομισματική Πολίτικη στο [http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp\\_004.el.html](http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_004.el.html) (25/5/2014).
- European Central Bank (2010). Report on the lessons learned from the financial crisis with regard to the functioning of European financial market infrastructures|| στο <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/reportlessonslearnedfinancialcrisis201004en.pdf> (7/5/2014).
- European Central Bank, (2010). The European Central Bank στο [www.ecb.int](http://www.ecb.int) (10/5/2014).

- Καλογήρου, Σ., (2010). Η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στη χώρα μας σήμερα. Τελική Εργασία. Εθνικό Κέντρο Δημόσιας Διοίκησης και Αυτοδιοίκησης.
- Ταβούτσογλου, Α., (2010). *Η νομισματική Πολιτική δυο γιγάντων: Συγκριτική ανάλυση της Νομισματικής Πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και της Αμερικανικής Ομοσπονδιακής Τράπεζας σε μια περίοδο κρίσης*. Διπλωματική Εργασία. Εθνική Σχολή Δημόσιας Διοίκησης
- Τράπεζα της Ελλάδος, (2009). Ενδιάμεση Έκθεση για την Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα στο <http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/fstability200912.pdf> (25/5/2014).
- Τράπεζα της Ελλάδος (2008)., Πράξη Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής στο <http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Bank/LegalIF/monetary.aspx> (8/4/2014).