

**Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου
Σχολή Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών
Τμήμα Πολιτικής Επιστήμης και Διεθνών Σχέσεων**

**Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών
«ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ»**

**Ο ρόλος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, της
Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ και της Ιαπωνικής
Κεντρικής Τράπεζας στην αντιμετώπιση της διεθνούς
οικονομικής κρίσης τη χρονική περίοδο 2007-2015**

ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ ΓΚΙΟΚΑΣ

Κόρινθος, Ιανουάριος 2016

**University of Peloponnese
Faculty of Social and Political Relations
Department of Political Studies and International Relations**

**Master Program in
«Global Political Economy»**

The role of the European Central Bank, the Federal Reserve and the Japanese Central Bank in tackling the international financial crisis the period 2007-2015

Vasileios Gkiokas

Corinth, January 2016

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Ευχαριστώ τους γονείς μου, Σοφοκλή και Παρασκευή, που με υποστήριξαν, μου συμπαραστάθηκαν με αγάπη, εξαιρετική υπομονή και κατανόηση, όλα τα χρόνια των σπουδών μου.

Ο ρόλος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ και της Ιαπωνικής Κεντρικής Τράπεζας στην αντιμετώπιση της διεθνούς οικονομικής κρίσης τη χρονική περίοδο 2007-2015

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Ο σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας, είναι η συγκριτική ανάλυση της νομισματικής πολιτικής που ακολούθησε η ΕΚΤ (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα) , η FED (Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ) και η BoJ (Ιαπωνική Κεντρική Τράπεζα) για την αντιμετώπιση της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007 καθώς και η πολιτική που ακολουθούν σήμερα στο τελευταίο στάδιο πριν την έξοδο από την κρίση.

Παράλληλα, εξετάζοντα ακροθιγώς, καθώς τα όρια της εργασίας δεν επιτρέπουν διεξοδική ανάλυση, τα αίτια που συνέβαλλαν στην εκδήλωση της κρίσης, τα χαρακτηριστικά της, καθώς και οι συνέπειές της στην παγκόσμια οικονομία. Επιπλέον, αναλύονται τα χαρακτηριστικά, η δομή και οι λειτουργίες της κάθε μίας από τις εξεταζόμενες κεντρικές τράπεζες.

The role of the European Central Bank, the Federal Reserve and the Japanese Central Bank in tackling the international financial crisis the period 2007-2015

Abstract

The purpose of this thesis is the comparative analysis of the monetary policy pursued by the ECB (European Central Bank), the FED (Federal Reserve) and the BoJ (Japanese Central Bank) for the treatment of the 2007 financial crisis and policy that now at the last stage before the exit from the crisis.

At the same time, consider marginally, as the boundaries of the work does not allow a thorough analysis, the causes that contributed to the onset of the crisis, its features, and its impact on the global economy. Moreover, analyzing the characteristics, the structure and functions of each of the concerned central banks.

Περιεχόμενα

Περίληψη.....	1
Abstract.....	2
Περιεχόμενα.....	5
Κατάλογος Διαγραμμάτων.....	6
Εισαγωγή.....	9

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Η Χρηματοπιστωτική κρίση του 2008

1.1 Εισαγωγή.....	10
1.2 Ορισμός της χρηματοπιστωτικής κρίσης.....	12
1.3 Η πορεία προς τη κρίση.....	15
1.4 Τα αίτια της κρίσης.....	18
1.5 Οι επιπτώσεις της κρίσης στη παγκόσμια οικονομία.....	19
1.6 Ανακεφαλαίωση	19

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Οι κεντρικές τράπεζες

2.1 Εισαγωγή.....	21
2.2 Η ιστορία των κεντρικών τραπεζών.....	23
2.2.1 Οι βασικές λειτουργίες των κεντρικών τραπεζών.....	25
2.3 Η ΕΚΤ.....	26
2.3.1 Τα καθήκοντα της ΕΚΤ.....	27
2.3.2 Η δομή και τα όργανα λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ.....	29
2.3.3 Οι στόχοι και η νομισματική πολιτική.....	30
2.3.4 Τα εργαλεία άσκησης νομισματικής πολιτικής.....	32

2.4 Η FED.....	34
2.4.1 Οι αρμοδιότητες της FED.....	34
2.4.2 Η δομή της FED.....	35
2.4.2.1 Το συμβούλιο των κυβερνητών.....	36
2.4.2.2 Οι ομοσπονδιακές κεντρικές τράπεζες.....	37
2.4.2.3 Η ομοσπονδιακή επιτροπή ανοιχτής αγοράς.....	37
2.4.3 Η νομισματική πολιτική της FED.....	39
2.4.4 Τα εργαλεία νομισματικής πολιτικής.....	40
2.5 Η Ιαπωνική Κεντρική Τράπεζα (BoJ).....	41
2.5.1 Οι αρμοδιότητες της BoJ.....	42
2.5.2 Η δομή της BoJ.....	42
2.5.3 Η νομισματική πολιτική της BoJ.....	44
2.5.4 Τα εργαλεία άσκησης νομισματικής πολιτικής της BoJ....	46
2.6 Ανακεφαλαίωση.....	46

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Οι Κεντρικές Τράπεζες και η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008

3.1 Εισαγωγή	48
3.2 Η ΕΚΤ	
3.2.1 Η συμβολή της ΕΚΤ στη δημιουργία της κρίσης.....	50
3.2.2 Τα μέτρα που έλαβε η ΕΚΤ για την αντιμετώπιση της κρίσης.....	54

3.3 Η FED	
3.3.1 Η συμβολή της FED στη δημιουργία της κρίσης.....	57
3.3.2 Τα μέτρα που έλαβε η FED για την αντιμετώπιση της κρίσης.....	60
3.4 Η BoJ	
3.4.1 Η συμβολή της BoJ στη δημιουργία της κρίσης.....	62
3.4.2 Τα μέτρα που έλαβε η BoJ για την αντιμετώπιση της κρίσης.....	64
3.5 Ο παγκόσμιος συντονισμός και τα προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης	66
3.6 Ανακεφαλαίωση.....	67

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Οι στρατηγικές των κεντρικών τραπεζών και η παγκόσμια οικονομία σήμερα

4.1 Εισαγωγή.....	69
4.2 Οι στρατηγικές των κεντρικών τραπεζών σήμερα.....	69
4.2.1 Η στρατηγική της ΕΚΤ.....	70
4.2.2 Η στρατηγικής της FED.....	71
4.2.3 Η στρατηγική της BoJ.....	72
4.3 Ένας νέος παγκόσμιος συντονισμός.....	73
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	77
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	82

Κατάλογος Διαγραμμάτων

1.1 Ρυθμός ανάπτυξης του παγκόσμιου ΑΕΠ

2.1 Το οργανόγραμμα της ΕΚΤ

2.2 Το οργανόγραμμα της FED

2.3 Το οργανόγραμμα της BoJ

Βραχυγραφίες

ΑΕΠ ↔ Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν.

Ε.Κ.Τ ↔ Ευρωπαϊκή κεντρική τράπεζα

Ε.Ε ↔ Ευρωπαϊκή Ένωση

ΕθνΚΤ ↔ Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες

ΔΤΚ ↔ Δείκτης Τιμών Καταναλωτή.

ΟΝΕ ↔ Οικονομική και Νομισματική Ένωση

ΑΜΛF ↔ ABCP Money Market Fund Liquidity

BoJ ↔ Ιαπωνική Κεντρική Τράπεζα (Bank of Japan)

CDSs ↔ Συμφωνίες Ανταλλαγής Πιστωτικού Κινδύνου

CPFF ↔ Commercial Paper Funding Facility

FED ↔ Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα (Federal Reserve System)

FOMC ↔ Federal Open Market Committee ↔ Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς.

GBP ↔ British Pound rates

IMF ↔ International Monetary Fund

QE ↔ Quantitative Easing

SEC ↔ Securities and Exchange Commission

SIV ↔ Structured Investment Vehicle ↔ δομημένο επενδυτικό όχημα

QE ↔ Quantitative easing ↔ Ποσοτική Χαλάρωση

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η χρηματοοικονομική κρίση, που ξεκίνησε με το σκάσιμο της φούσκας σε ένα τμήμα της αγοράς ενυπόθηκων δανείων των ΗΠΑ το καλοκαίρι του 2007 μετατράπηκε ραγδαία σε κρίση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος και μεταφέρθηκε στην πραγματική οικονομία με ταχύ ρυθμό.

Ανατρέχοντας, σε κρίσεις του παρελθόντος, διαπιστώνεται αυτή η στενή διασύνδεση μεταξύ φούσκας δανείων και ακινήτων τη στιγμή που είναι κοινώς αποδεκτό ότι οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις προκαλούνται από υπερβολές σε επίπεδο συναλλαγών και λανθασμένης διαχείρισης σε επενδυτικό επίπεδο. Η δημιουργία αυτών των συνθηκών πυροδοτήθηκε στις αρχές του 21^{ου} αιώνα με την αλόγιστη χορήγηση ενυπόθηκων τραπεζικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης σε φυσικά πρόσωπα με μειωμένες πιστοληπτικές δυνατότητες, η οποία διευκολύνθηκε από τη χαλάρωση των πιστωτικών ελέγχων. Αποτέλεσμα αυτής της κατάστασης, ήταν να λάβουν χώρα μια σειρά από γεγονότα, που μέχρι πριν από μερικά χρόνια φάνταζαν απίθανο να συμβούν, οδήγησαν τους παγκόσμιους ρυθμούς ανάπτυξης σε απότομη πτώση και εκτόξευσαν την ανεργία και την ανασφάλεια στο σύνολο σχεδόν των χωρών. Καθώς η κρίση εκτυλίσσονταν, η ένταση και η έκτασή της αύξαναν συνεχώς, αναγκάζοντας κυβερνήσεις, κεντρικές τράπεζες, αναλυτές, επενδυτές, επιχειρηματίες και καταναλωτές να αναθεωρούν συνεχώς τις αντιλήψεις τους και τις προσδοκίες τους. Σήμερα, επτά χρόνια μετά το ξέσπασμα της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, υπάρχουν ενθαρρυντικά στοιχεία για τη σταθεροποίηση της παγκόσμιας οικονομίας και την σταδιακή έξοδο από την κρίση. Αναμφίβολα, η άσκηση κατάλληλης νομισματικής πολιτικής αποτέλεσε παράγοντα καθοριστικής σημασίας για την έξοδο από την παγκόσμια κρίση. Με την εμφάνιση της κρίσης ο άμεσος συντονισμός μεταξύ των κεντρικών τραπεζών των αναπτυγμένων χωρών απορρόφησε σημαντικά τους κλυδωνισμούς που προκάλεσε η αποσταθεροποίηση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος συμβάλλοντας έτσι σημαντικά στην παγκόσμια ανάκαμψη.

Ο σκοπός της διπλωματικής εργασίας, είναι η συγκριτική ανάλυση της νομισματικής πολιτικής που ακολούθησε η ΕΚΤ (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα) , η FED (Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ) και η BoJ (Ιαπωνική Κεντρική Τράπεζα) για την

αντιμετώπιση της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007 καθώς και η πολιτική που ακολουθούν σήμερα στο τελευταίο στάδιο πριν την έξοδο από την κρίση.

Αρχικά, στο πρώτο κεφάλαιο, πραγματοποιείτε μία ανάλυση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, με ιδιαίτερη έμφαση στα αίτια που συνέβαλλαν στην εκδήλωσή της, στα χαρακτηριστικά της καθώς και τις συνέπειές της στην παγκόσμια οικονομία. Στο δεύτερο κεφάλαιο, παρουσιάζονται οι βασικές λειτουργίες που εκτελεί μια κεντρική τράπεζα και αναλύονται εκτενώς τα θεσμικά χαρακτηριστικά, δηλαδή οι δομές, η νομισματική πολιτική και τα εργαλεία που χρησιμοποιεί για την επίτευξη των στόχων της, η κάθε μία από τις τρεις αυτές τράπεζες. Στο τρίτο κεφάλαιο, θα γίνετε εκτενής αναφορά στη στρατηγική που ακολούθησαν, τόσο κατά την εκδήλωση όσο και κατά την εξέλιξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι κεντρικές αυτές τράπεζες, δηλαδή στα νομισματικά εργαλεία που χρησιμοποιήθηκαν, στις πολιτικές καθορισμού των επιτοκίων καθώς και στα μη συμβατικά μέτρα που ελήφθησαν. Επιπλέον, επισημαίνονται οι δράσεις που ανέπτυξαν από κοινού οι κεντρικές αυτές τράπεζες καθώς και τα προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης που τέθηκαν σε εφαρμογή. Τέλος, στο τέταρτο κεφάλαιο, πραγματοποιείται ανάλυση των νομισματικών στρατηγικών του σήμερα, στο τελευταίο στάδιο εξόδου από την κρίση, με αφορμή τη σταδιακή απόσυρση του προγράμματος αγοράς ομολόγων της Fed που δυνητικά έχει όλα τα χαρακτηριστικά ενός παγκόσμιου σοκ, που μπορεί να προκαλέσει απρόβλεπτες αναταράξεις στην παγκόσμια οικονομία.

Γράφοντας την διπλωματική μου εργασία, επιδίωξα να πετύχω τρεις στόχους:

Ο πρώτος, να παραθέσω τα πραγματικά αίτια που συνέβαλαν στο ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης και να αναδείξω τις μεγάλες ευθύνες της κεντρικής τράπεζας των ΗΠΑ με τις πολιτικές χαλάρωσης των πιστωτικών ελέγχων που ακολουθούσε στις αρχές του 21^{ου} αιώνα.

Ο δεύτερος, να καταγράψω την άμεση αντίδραση των κεντρικών τραπεζών των ΗΠΑ και της Ιαπωνίας με την υλοποίηση των προγραμμάτων ποσοτικής χαλάρωσης και χορήγησης ρευστότητας αλλά και την ολιγωρία που επέδειξε η ΕΚΤ στην υιοθέτηση ανάλογων πολιτικών με αποτέλεσμα η χρηματοπιστωτική κρίση να μετατραπεί σε κρίση χρέους σε αρκετές χώρες της Ευρωζώνης.

Τρίτος και τελευταίος στόχος μου, ήταν να παραθέσω την άποψη μου για τη νέα οικονομική πραγματικότητα που πρόκειται να επέλθει με τις νέες νομισματικές στρατηγικές που υιοθετούν οι εξεταζόμενες κεντρικές τράπεζες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Η ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008

1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η χρηματοπιστωτική κρίση, η οποία εκδηλώθηκε αρχικά στις ΗΠΑ τον Αύγουστο του 2007 και επιδεινώθηκε ραγδαία το φθινόπωρο του 2008 με την κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers, μετεξελίχθηκε σε παγκόσμια οικονομική κρίση, στο περιβάλλον των στενά διασυνδεδεμένων οικονομιών, προκαλώντας τη μεγαλύτερη οικονομική ύφεση από τη δεκαετία του 1930 και σοβαρή δημοσιονομική επιδείνωση στις περισσότερες χώρες. Οι επιπτώσεις ήταν δυσμενείς για όλες τις οικονομίες του πλανήτη.

Σκοπός του παρόντος κεφαλαίου, είναι η οριοθέτηση των χαρακτηριστικών μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, η ανάλυση της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008, με ιδιαίτερη έμφαση στα αίτια που συνέβαλλαν στην εκδήλωσή της, στα χαρακτηριστικά της καθώς και τις συνέπειές της στην παγκόσμια οικονομία.

1.2 Ο ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις είναι εγγενές και αναπόφευκτο στοιχείο του καπιταλιστικού συστήματος και ακολουθούν μια διακριτή και προβλέψιμη πορεία, σύμφωνα με τη θεωρία του Minsky περί της «χρηματοοικονομικής αστάθειας» των χρηματοπιστωτικών κρίσεων¹.

Τα γεγονότα που οδηγούν σε μια χρηματοπιστωτική κρίση ξεκινούν με αυτό που ονομάζει ο Minsky μια «μετατόπιση» ή εξωτερικό κλονισμό της οικονομίας, αυτός ο εξωτερικός κλονισμός, ο οποίος πρέπει να είναι μεγάλος και διεισδυτικός, μπορεί να πάρει διάφορες μορφές, όπως της κήρυξης ενός πολέμου, ή της καινοτομίας και της διάδοσης μιας σημαντικής νέας τεχνολογίας. Αν είναι αρκετά μεγάλος και

¹ Charles P. Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes: A History of financial Crises* (New York: Basic Books, 1979)

διδυμικός, ο εξωτερικός/εξωγενής κλονισμός αυξάνει τις ευκαιρίες κέρδους σε τουλάχιστον ένα σημαντικό οικονομικό τομέα, ενώ ταυτόχρονα μειώνει τις οικονομικές ευκαιρίες σε άλλους τομείς. Ως απάντηση στη μετατόπιση των ευκαιριών κέρδους, πολλές επιχειρήσεις που διαθέτουν επαρκείς οικονομικούς πόρους ή πιστωτικά όρια σπεύδουν στον νέο τομέα και εγκαταλείπουν τους υφιστάμενους τομείς. Αν οι νέες ευκαιρίες αποδεχτούν αρκετά προσοδοφόρες, αρχίζει μια επενδυτική έξαρση ή μανία.

Η γρήγορη και σημαντική επέκταση της πίστωσης αποτελεί βασικό στοιχείο μιας επενδυτικής έξαρσης, γεγονός το οποίο αυξάνει πάρα πολύ τη συνολική ποσότητα κυκλοφορούντος χρήματος. Έστω κι αν, όπως επισημαίνει ο Minsky, η τραπεζική πίστωση είναι διαβόητα ασταθής, μία επενδυτική έξαρση τροφοδοτείται εξίσου καλά από ιδιωτικά και επιχειρηματικά κεφάλαια που χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση της κερδοσκοπικής έξαρσης και που έτσι επαυξάνουν την ποσότητα του κυκλοφορούντος χρήματος και την επεκτατική δραστηριότητα. Με τον καιρό η τάση για κερδοσκοπία εξωθεί σε άνοδο την τιμή των αγαθών ή των χρηματοοικονομικών στοιχείων υψηλής ζήτησης. Όλο και περισσότεροι επενδυτές, που επιθυμούν τις ανταμοιβές των αυξανόμενων τιμών και κερδών, εγκαταλείπουν τη συνήθη ορθολογική επενδυτική τους συμπεριφορά και επενδύουν σε μια αγορά που είναι από την ίδια της τη φύση εξαιρετικά επισφαλής. Αυτή η ανορθολογική εξέλιξη είναι η φάση της «φούσκας» της έξαρσης.

Σε κάποιο σημείο αυτής της κερδοσκοπικής τροχιάς ορισμένα άτομα έχουν πρόσβαση σε εμπιστευτικές πληροφορίες, θεωρώντας ότι η αγορά έφτασε στο ζενίθ της, αρχίζουν να μετατρέπουν τα πληθωριστικά περιουσιακά τους στοιχεία σε χρήμα ή σε επενδύσεις «ποιότητας». Καθώς όλο και περισσότεροι κερδοσκόποι συνειδητοποιούν ότι το «παιχνίδι» έχει σχεδόν τελειώσει και αρχίζουν να πουλούν τα περιουσιακά τους στοιχεία, ο αγώνας να απαλλαγούν από τα επισφαλή υπερτιμημένα περιουσιακά τους στοιχεία επιταχύνεται και τελικά μετατρέπεται σε μία άτακτη φυγή προς την ποιότητα και την ασφάλεια. Καθώς οι επενδυτές σπεύδουν να εγκαταλείψουν την αγορά, οι τιμές πέφτουν, οι χρεοκοπίες αυξάνονται και η κερδοσκοπική φούσκα τελικά σκάει προκαλώντας κατάρρευση των τιμών. Ακολουθεί πανικός, καθώς οι επενδυτές προσπαθούν να απεγνωσμένα να περισώσουν ότι μπορούν. Ως επακόλουθο, οι τράπεζες διακόπτουν τη χορήγηση δανείων και αυτό προκαλεί μια «κατάσταση

πιστωτικής κρίσης», με αποτέλεσμα να παρατηρούνται τα οικονομικά φαινόμενα της οικονομικής κάμψης ή ακόμα και της ύφεσης².

1.3 Η ΠΟΡΕΙΑ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008

Η τρέχουσα κρίση στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές ξεκίνησε το 2007 στην αγορά στεγαστικής πίστης μειωμένης εξασφάλισης (sub-prime mortgage market) των ΗΠΑ, μετατράπηκε ραγδαία σε κρίση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος και μεταφέρθηκε στην πραγματική οικονομία επηρεάζοντας όλες τις περιοχές του κόσμου. Η αρχική αναταραχή που προκλήθηκε σε ένα τομέα στεγαστικών δανείων της Αμερικής και η ταχεία επέκταση της κρίσης διεθνώς αποδεικνύει ότι έχουμε να κάνουμε με μια βαθιά κρίση διαφορετική από άλλες προηγούμενων ετών, η οποία αναδεικνύει διάφορα συστημικά προβλήματα³

Από τα τέλη της δεκαετίας του '90 και μέχρι το ξέσπασμα της κρίσης, η ακίνητη περιουσία θεωρούνταν μια από τις ασφαλέστερες και πιο κερδοφόρες επενδύσεις. Για τον λόγο αυτό οι τιμές κατοικιών σε όλη τη χώρα αυξάνονταν με ένα σύνθετο ετήσιο ποσοστό της τάξεως του 8%, ενώ μέχρι το 2006 το μέσο κόστος ενός ακινήτου ήταν περίπου τέσσερις φορές μεγαλύτερο από το εισόδημα μιας μέσης οικογένειας⁴. Η ζήτηση λοιπόν ξεπερνούσε την προσφορά. Παρά το γεγονός ότι το εισόδημα των νοικοκυριών παρέμενε σταθερό κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, όλο και περισσότεροι άνθρωποι ήταν σε θέση να αποκτήσουν ένα σπίτι λόγω της χαλάρωσης των πιστωτικών κανόνων που ξεκίνησε από την κυβέρνηση Κλίντον και συνεχίστηκε από την κυβέρνηση Μπους.

Δάνεια υψηλού κινδύνου, συμπεριλαμβανομένων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης χορηγούνταν σε όλο και λιγότερο φερέγγυους οφειλέτες, ενώ η σχέση συνολικού χρέους αμερικανικών νοικοκυριών προς ΑΕΠ αυξήθηκε από 50% τη δεκαετία του '80 σε 100% μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 2000⁵. Η επιθυμία που κυριαρχούσε τότε ήταν κάθε Αμερικανός να έχει τη δυνατότητα να αγοράσει το δικό του σπίτι. Αποτέλεσμα ήταν να χαλαρώσουν τα κριτήρια τραπεζικών

² Robert Gilpin., (2009), *“Global Political Economy : Understanding the International Economic Order”*

³ Aiginger K., (2009), *“The Current Economic Crisis: Causes, Cures and Consequences”*

⁴ Reavis C., (2009), *“The Global Financial Crisis of 2008 – 2009: The Role of Greed, Fear and Oligarchs”*

⁵ Aiginger K., (2009), *“The Current Economic Crisis: Causes, Cures and Consequences”*

χρηματοδοτήσεων στον τομέα των στεγαστικών δανείων και να παρέχονται δάνεια σε άτομα των οποίων η πιστοληπτική τους ικανότητα και το εισόδημα δεν μπορούσαν να θεωρηθούν σταθερά ή αρκετά υψηλά, κάτι που όμως εκείνη την περίοδο ήταν πολιτικά αποδεκτό.

Επίσης το περιβάλλον χαμηλών πραγματικών επιτοκίων ευνόησε την ανάληψη από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αυξημένων κινδύνων προχωρώντας σε δανεισμό αφερέγγυων δανειοληπτών. Αυτές οι επιθετικές πολιτικές χορήγησης δανείων και η εκρηκτική αύξηση της μόχλευσης των νοικοκυριών τροφοδότησαν την άνοδο των τιμών των ακινήτων. Καθώς οι τιμές τους αυξάνονταν, την ίδια πορεία ακολουθούσε και η αξία του ενεχύρου σε ένα στεγαστικό δάνειο έως το 2006 και συνεπώς ο κίνδυνος πτώχευσης του νοικοκυριού δεν ενείχε αναμενόμενες απώλειες για τις τράπεζες. Η ανάπτυξη αυτή στην αγορά κατοικιών, από τα τέλη της δεκαετίας του '90 μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 2000, έδωσε ώθηση στην οικονομία των ΗΠΑ, αυξάνοντας την κατανάλωση και δημιουργώντας νέες θέσεις εργασίας στον κατασκευαστικό κλάδο και τις κτηματομεσιτικές υπηρεσίες.

Ο κίνδυνος για τις τράπεζες μειώθηκε εφαρμόζοντας το επιχειρηματικό μοντέλο «originate and distribute», που αποτελούσε μια στρατηγική που χρησιμοποιούσαν οι τράπεζες τις τελευταίες δύο δεκαετίες με την οποία δημιουργούσαν και διέθεταν τιτλοποιημένες απαιτήσεις δανείων. Σύμφωνα με αυτή, ο χρηματοοικονομικός τομέας συγκέντρωνε τα υποθηκευμένα δάνεια με τη μορφή δεξαμενής, τα χώριζε με βάση τις διάφορες κατηγορίες κινδύνου και στη συνέχεια τα τιτλοποιούσε και τα διένειμε υπό μορφή νέων χρηματοπιστωτικών μέσων στους επενδυτές.

Κυρίαρχο ρόλο στη διαδικασία αυτήν είχαν τα οχήματα ειδικού σκοπού (Special Purpose Vehicle - SPV) τα οποία διεξήγαγαν τις συναλλαγές τιτλοποίησης. Εξέδιδαν σε αντίκρισμα χρεόγραφα που βασίζονταν στα δάνεια, τα λεγόμενα ABS (Asset-Backed Security) και τα διένειμαν σε θεσμικούς επενδυτές, συνταξιοδοτικά ταμεία, Hedge Funds, ασφαλιστικές εταιρίες και μεγάλες επιχειρήσεις.

Η πρακτική της τιτλοποίησης αποτελούσε έναν τρόπο μετατροπής των τραπεζικών δανείων σε εμπορεύσιμα περιουσιακά στοιχεία και ταυτοχρόνως έναν τρόπο για τις τράπεζες να μεταβιβάσουν τις απαιτήσεις τους εκτός ισολογισμού, απαλλασσόμενες από την υποχρέωση να τηρούν επιπλέον αποθεματικά για την κάλυψη του πιστωτικού

κινδύνου, τον οποίο πλέον αναλάμβαναν οι τελικοί επενδυτές των SPV⁶. Στη συνέχεια συνεργάζονταν με τις εταιρίες πιστοληπτικής αξιολόγησης (Moody's, S&P, Fitch) προκειμένου να βαθμολογήσουν τα τιτλοποιημένα δάνεια, ενώ αποτέλεσμα των υψηλών βαθμολογήσεων τους ήταν να απαιτείται από τους επενδυτές μικρή ποσότητα εγγυήσεων για την κάλυψη του κινδύνου που αναλάμβαναν και ως εκ τούτου να υπάρχει μεγάλη ζήτηση αυτής της κατηγορίας των αξιογράφων.

Το 2006, όταν τα επιτόκια άρχισαν να αυξάνονται ως αποτέλεσμα του πληθωρισμού, η αγορά ακινήτων περιήλθε σε κορεσμό και η νομισματική πολιτική έγινε πιο περιοριστική, άρχισε να γίνεται φανερή η πρώτη φούσκα που έσπασε στην αγορά κατοικιών στις ΗΠΑ. Η άνοδος των τιμών των ακινήτων σταμάτησε στα μέσα του 2006 και από τότε οι τιμές άρχισαν να πέφτουν και να σταθεροποιούνται τον Απρίλιο του 2009.

Η πτώση των τιμών, που διήρκεσε για 3 περίπου χρόνια, οδήγησε τα νοικοκυριά σε καθυστερήσεις πληρωμών προς τις τράπεζες κάτι που είχε πολλαπλασιαστικές επιπτώσεις μέσω του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η κατάρρευση της αγοράς ακινήτων προκάλεσε αδυναμία εξόφλησης των υποχρεώσεων στην αγορά ενυπόθηκων δανείων μειωμένης εξασφάλισης. Στις 20 Ιουνίου του 2007, δύο συλλογικά κεφάλαια επένδυσης υψηλού κινδύνου (hedge funds) της πέμπτης μεγαλύτερης επενδυτικής τράπεζας των ΗΠΑ, της Bear Stearns, που είχαν υψηλή έκθεση σε τιτλοποιημένα αξιόγραφα μειωμένης εξασφάλισης κατέρρευσαν, ενώ δύο ημέρες αργότερα η Bear Stearns παρείχε \$ 3.2 δις σε δάνεια για να κρατήσει τα hedge funds στη ζωή. Η ζημιά όμως είχε γίνει και μέχρι τον επόμενο μήνα τα κεφάλαια είχαν απολέσει πάνω από το 90% της αξίας τους. Αυτό ήταν μόνο η κορυφή του παγόβουνου που είχε ήδη δημιουργηθεί.

Τον Αύγουστο του 2007, στην Ευρώπη, η γαλλική τράπεζα BNP Paribas ανέστειλε προσωρινά την εξαγορά μεριδίων τριών δομημένων επενδυτικών οχημάτων της (SIVs) και αυτό έδωσε σήμα στο επενδυτικό κοινό ότι στο χαρτοφυλάκιό της βρίσκονται σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα μειωμένης εξασφάλισης και αμφιβόλου ποιότητας. Ακολούθησε τους επόμενους μήνες η εξαγορά της τράπεζας Merrill Lynch για την αποφυγή πτώχευσης, η χρηματοδοτική παρέμβαση της κυβέρνησης των ΗΠΑ για τη διάσωση των τραπεζών στεγαστικής πίστης Freddie Mac και Fannie Mae και η

⁶ P.Askenazy και D. Cohen, (2010), “ Οικονομική κρίση: αίτια και προοπτικές “

αντιμετώπιση προβλημάτων ρευστότητας από την μεγαλύτερη ίσως αμερικάνικη ασφαλιστική εταιρία στον κόσμο, την American International Group (AIG).

Σημείο κορύφωσης αποτέλεσε η πτώχευση της τέταρτης μεγαλύτερης επενδυτικής τράπεζας των ΗΠΑ, της Lehman Brothers. Στην περίπτωση αυτή οι αρχές των Ηνωμένων Πολιτειών αφού διέσωσαν πρώτα ορισμένες τράπεζες, έκριναν σκόπιμο ότι δεν θα ήταν πρόβλημα να αφήσουν την Lehman Brothers να καταρρεύσει για παραδειγματισμό πειθαρχίας και ευθύνης των μετόχων και των πιστωτών. Η τέταρτη όμως τράπεζα σε μέγεθος των ΗΠΑ είχε \$600 δισεκ. υποχρεώσεις στις κεφαλαιαγορές σε χιλιάδες επενδυτές σε όλο τον κόσμο, συμμετείχε ως μέλος σε 30 διεθνή συστήματα πληρωμών, διακανονισμού και φύλαξης τίτλων και είχε συνάψει 900.000 συμβάσεις παραγωγών με τρίτους, αξίας τρισεκ. Δολαρίων, με διεθνείς τράπεζες και θεσμικούς επενδυτές⁷. Η πτώχευσή της δημιούργησε αμέσως παγκόσμιο χάος και μετέφερε την κρίση σε όλες τις κεφαλαιαγορές παγκοσμίως.

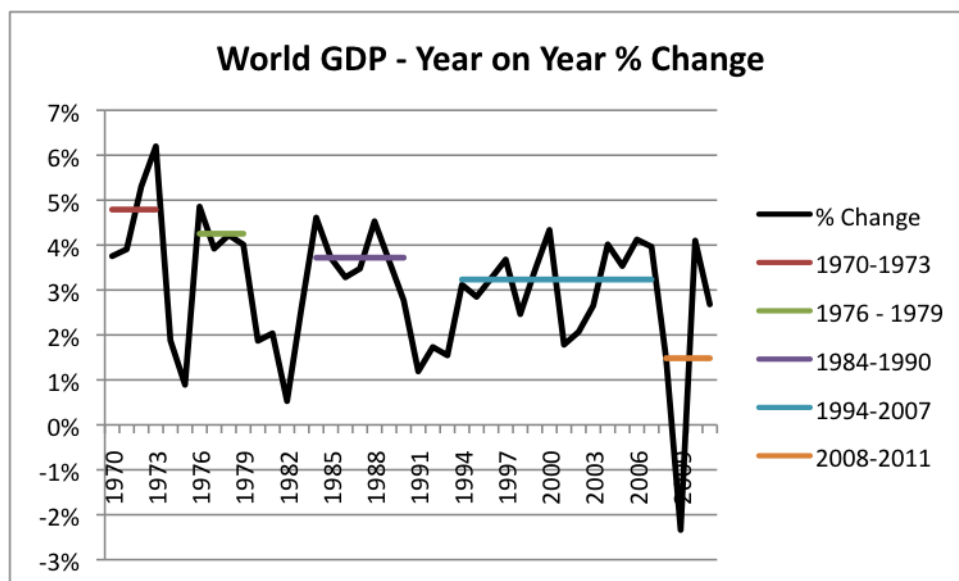
1.4 ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΤΟΥ 2008

Σήμερα γνωρίζουμε ότι το 2009 η παγκόσμια οικονομία βρέθηκε αντιμέτωπη με τη χειρότερη ύφεση της μεταπολεμικής περιόδου, με το ρυθμό ανάπτυξης να μειώνεται σημαντικά (Πίνακας 1.1) . Από τη δεκαετία του 1930 και την τότε Μεγάλη Ύφεση, ποτέ ξανά η υφήλιος δεν είχε αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Η επιβράδυνση της παγκόσμιας ανάπτυξης επιταχύνθηκε με τη ραγδαία πτώση των εξαγωγών εξαιτίας της μείωσης της παγκόσμιας ζήτησης, τη μείωση των δανείων που χορηγούν οι τράπεζες και την πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων (μετοχές, ακίνητα κτλ.).

⁷ Eurobank EFG Economic Research, (2009),“Η κρίση του 2007-2009: τα αίτια, η αντιμετώπιση και οι προοπτικές“

Πίνακας 1.1

Ρυθμός ανάπτυξης του παγκόσμιου ΑΕΠ



Source: USDA Economic Research Data

Οι επιπτώσεις της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης έγιναν εμφανείς στις πραγματικές οικονομίες, πλήττοντας όχι μόνο χώρες όπως οι ΗΠΑ, που βρέθηκαν στο επίκεντρο της κρίσης, αλλά τις οικονομίες όλων των χωρών, αναπτυγμένων και αναπτυσσόμενων. Ήδη από το δεύτερο μισό του 2008 η ανάπτυξη σε πολλές ανεπτυγμένες οικονομίες, πέρασε σε αρνητικό έδαφος και η ύφεση συνεχίστηκε και στο πρώτο μισό του 2009.

Υπάρχει γενικά συμφωνία των αναλυτών ότι τέσσερις είναι οι βασικές κατηγορίες παραγόντων που θεωρούνται ότι συνέτειναν στην δημιουργία της Χρηματοοικονομικής κρίσης του 2008.

Πρώτον, οι συνεχώς αυξανόμενες παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες. Τα τελευταία τριάντα χρόνια η Κίνα πέτυχε μια εξαιρετική οικονομική ανάπτυξη μέσω των εξαγωγών βιομηχανικών αγαθών στις ΗΠΑ. Οι εξαγωγές αυτές οδήγησαν σε τεράστια πλεονάσματα το εμπορικό ισοζύγιο της Κίνας, τα οποία, όμως δεν τροφοδότησαν την εγχώρια ζήτηση, αλλά τοποθετήθηκαν σε ομόλογα των ΗΠΑ και άλλα δολλαριακά αξιόγραφα που κράτησαν το δολάριο σε σχετικά υψηλά επίπεδα και αντίθετα τα επιτόκια δανεισμού στις ΗΠΑ σε σχετικά χαμηλά επίπεδα. Η εξέλιξη

αυτή οδήγησε σε ενίσχυση της ρευστότητας και του δανεισμού στις ΗΠΑ αλλά και στη συγκράτηση του πληθωρισμού. Για τους δικούς τους λόγους η κάθε μια, ούτε η Ευρωπαϊκή Ένωση (προβλήματα ανταγωνιστικότητας), ούτε η Ιαπωνία (χαμηλή εγχώρια ζήτηση) μπόρεσαν να παρέμβουν αποτρεπτικά

Δεύτερον, η υπερβολική πιστωτική επέκταση και μόχλευση. Τα τελευταία δεκαπέντε χρόνια η πιστωτική επέκταση στις ΗΠΑ και στις περισσότερες ανεπτυγμένες οικονομίες υπήρξε εντυπωσιακή προερχόμενη όχι μόνο από την σχετικά μεγάλη αύξηση της νομισματικής βάσης, αλλά και από την απίστευτη μόχλευση εντός και εκτός των ισολογισμών των πιστωτικών ιδρυμάτων και κυρίως των επενδυτικών τραπεζών και των hedge funds. Η μόχλευση αυτή, όπως και σε άλλες χρηματοοικονομικές κρίσεις, υποθήκευσε τη χρηματοοικονομική σταθερότητα και άφησε το σύστημα εκτεθειμένο σε συστημικούς κινδύνους.

Τρίτον, η ασυμμετρική πληροφόρηση και τα προβλήματα στις σχέσεις εντολέα-εντολοδόχου. Η ύπαρξη ασυμμετρικής πληροφόρησης σχετικά με τα δομημένα προϊόντα (CDOs- Collateralized Debt Obligations, CDSsCredit Default Swaps, κ.α.), παρείχε την ευκαιρία στους εκδότες τους να αναλαμβάνουν υπερβολικό κίνδυνο με αδιαφανή τρόπο, κίνδυνος ο οποίος ούτε τιμολογούταν σωστά και ούτε αντισταθμιζόταν επαρκώς. Ταυτόχρονα, τα συστήματα αμοιβών των εμπορικών τραπεζών, των επενδυτικών τραπεζών, των ασφαλιστικών εταιρειών και των hedge funds δεν χαρακτηρίζονταν από την συμβατότητα κινήτρων ανάμεσα στα στελέχη και τους μετόχους των εταιρειών τους, με αποτέλεσμα επίσης να αναλαμβάνονται υπερβολικοί κίνδυνοι από άτομα τα οποία δεν θα υφίσταντο το κόστος των αποτυχημένων επιλογών τους

Τέταρτον, ρυθμιστικά κενά και ελλιπής εποπτεία. Από το 1999 και μετά, τόσο στις ΗΠΑ όσο και σε άλλες χώρες υπήρξε μια αποστροφή, η οποία είχε πολιτικό-ιδεολογικό υπόβαθρο, στην εφαρμογή (κυρίως από τη Fed και την SEC) ρυθμιστικών μέτρων αναφορικά με την επικινδυνότητα της ανεξέλεγκτης πιστωτικής επέκτασης και της μόχλευσης. Την ίδια περίοδο, βρισκόταν σε εξέλιξη η σταδιακή μετατόπιση των στόχων των τραπεζών από τη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας, του εμπορίου και των παραγωγικών επενδύσεων, στην κερδοσκοπία, τα χρηματοοικονομικά στοιχήματα και τη χρηματοπιστωτική καινοτομία χωρίς

οικονομική χρησιμότητα, που έγιναν, σε σημαντικό βαθμό, βασικές δραστηριότητες, ίσως και αυτοσκοπός για ορισμένες μεγάλες διεθνείς τράπεζες.⁸

1.5 ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΤΟΥ 2008

Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση αποτελεί μια από τις μεγαλύτερες στην παγκόσμια οικονομία που έχει μεταφερθεί με σφοδρότητα στην πραγματική οικονομία προκαλώντας ύφεση και πτώση της απασχόλησης σε παγκόσμια κλίμακα. Επεκτάθηκε ταχύτατα στις αναπτυγμένες χώρες και στη συνέχεια σε ολόκληρο τον κόσμο με δραματικές επιπτώσεις στο τραπεζικό σύστημα και στις επιχειρήσεις.

Όταν ξέσπασε η κρίση τον Αύγουστο του 2007, αρχικά επηρεάστηκαν στις ΗΠΑ η αγορά ακινήτων, οι εργολάβοι και οι δανειστές υποθηκών, που βρέθηκαν στο επίκεντρό της, αλλά όμως πολύ γρήγορα μεταφέρθηκε σε όλες τις ευρωπαϊκές χώρες καθώς και στην Κίνα και εξελίχθηκε σε γενική κρίση ρευστότητας και σε πιστωτική κρίση που επηρέασε διάφορες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων.

Η αγορά σταμάτησε να χρηματοδοτεί τις χρηματοπιστωτικές οντότητες, ακολούθησε πανικός στις αγορές και το πιστωτικό σύστημα πάγωσε διαταράσσοντας τη ροή κεφαλαίων στην οικονομία. Οι τράπεζες αρνούσαν να δανείσουν η μια στην άλλη και άρχισαν να περιορίζουν τις πιστώσεις και να θεσπίζουν αυστηρότερα πιστωτικά κριτήρια. Οι επενδυτές πλέον ήταν εξαιρετικά προσεκτικοί κατά την αγορά χρεογράφων και ομολόγων καταφεύγοντας σε ασφαλέστερες εναλλακτικές επενδύσεις (κρατικά ομόλογα) με αποτέλεσμα οι αποδόσεις των βραχυπρόθεσμων έντοκων γραμματίων να οδηγηθούν κάτω του μηδενός.

Η έκταση των προβλημάτων ήταν τόσο μεγάλη που, όπως σημειώθηκε νωρίτερα, μερικοί από τους μεγαλύτερους παγκόσμιους χρηματοπιστωτικούς κολοσσούς κατέρρευσαν, άλλοι εξαγοράστηκαν σε πολύ χαμηλές τιμές, κρατικοποιήθηκαν ή ζήτησαν βοήθεια από τις κυβερνήσεις για τη διάσωσή τους. Τα συνολικά ποσά που ξόδεψαν οι κυβερνήσεις για διασώσεις τραπεζών εκτινάχθηκαν στα ύψη, ενώ κάποιες

⁸ Eurobank EFG Economic Research, (2009), “ Η κρίση του 2007-2009: τα αίτια, η αντιμετώπιση και οι προοπτικές “

άλλες καθησύχασαν τους επενδυτές και τους καταθέτες ότι τα χρήματά τους είναι ασφαλή⁹.

Η διεθνής μετάδοση των οικονομικών προβλημάτων ήταν εμφανής το 2008 με τη μεγάλη αύξηση των ασφαλιστρών κινδύνου σε παγκόσμιο επίπεδο, η οποία προέκυψε από την αύξηση της αποστροφής προς τον κίνδυνο και των πραγματικών απωλειών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που είχαν υπερβολική μόχλευση. Οι δείκτες αποστροφής κινδύνου εκτινάχτηκαν στις χρηματοπιστωτικές αγορές στα τέλη του 2008, αντανακλώντας τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου και τον κίνδυνο υπερημερίας από τις μεγάλες πραγματικές απώλειες των περιουσιακών στοιχείων¹⁰

Η απομόχλευση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, διαδικασία κατά την οποία πωλούσαν στοιχεία του ενεργητικού τους για την αποπληρωμή υποχρεώσεών τους που δεν μπορούσαν πλέον να χρηματοδοτήσουν, επιτάχυνε περαιτέρω την κρίση ρευστότητας και προκάλεσε μείωση του διεθνούς εμπορίου. Η κατάσταση αυτή οδήγησε τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά σε συρρίκνωση των δραστηριοτήτων τους, γεγονός που σήμαινε μείωση του προσωπικού, αύξηση της ανεργίας, λιγότερη παραγωγή, λιγότερο εισόδημα και επιμήκυνση της ύφεσης. Η έλλειψη πιστώσεων συνέβαλλε μαζί με την πτώση της καταναλωτικής και επιχειρηματικής εμπιστοσύνης και στην κατάρρευση του παγκόσμιου εμπορίου¹¹.

Η μείωση των προοπτικών οικονομικής ανάπτυξης οδήγησε σε δραματική πτώση των τιμών των μετοχών, των πρώτων υλών και των τιμών στις αγορές ενέργειας σε όλο τον κόσμο. Οι επενδύσεις μειώθηκαν, αρχικά οι ξένες άμεσες επενδύσεις και αυτές που αφορούσαν μεγάλα κατασκευαστικά έργα και έπειτα αυτές στη βιομηχανία εξοπλισμού και στις αγορές όπου οι τεχνολογικές εξελίξεις είχαν παραμεληθεί όπως ο κλάδος της αυτοκινητοβιομηχανίας¹²

⁹ Seneviratne D., (2009), “ Global Financial Crisis – Lessons For The Future ”

¹⁰ Duca J. V., Muellbauer J., Murphy A., (2010), “ Housing markets and the financial crisis of 2007 2009: Lessons for the future ”

¹¹ Seneviratne D., (2009), “ Global Financial Crisis – Lessons For The Future ”

¹² Aiginger K., (2009), “ The Current Economic Crisis: Causes, Cures and Consequences ”

1.6 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ

Η αναταραχή που προκλήθηκε από το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης στις αγορές κατέστησε σαφές το ότι η παγκοσμιοποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος έχει δημιουργήσει σημαντικές αλληλεξαρτήσεις αγορών, οικονομιών και χωρών σε τέτοιο βαθμό που τοπικές χρηματοοικονομικές κρίσεις μεταφέρονται με μεγάλη ταχύτητα στο υπόλοιπο διεθνές χρηματοπιστωτικό χώρο ενώ ακόμα εντυπωσιακότερη είναι η ταχύτητα μεταφοράς της χρηματοπιστωτικής κρίσης στην πραγματική οικονομία σε τοπικό και παγκόσμιο επίπεδο. Τα αίτια της κρίσης, όπως αναφέρθηκε, είχαν τη ρίζα τους στην πολιτική της απορρύθμισης που ακολουθήθηκε κατά την τελευταία δεκαετία περίπου, καθώς επίσης και στη ραγδαία αύξηση της πιστωτικής επέκτασης τα πρώτα πέντε χρόνια του 21^{ου} αιώνα. Μέσα σε αυτή την περίοδο δημιουργήθηκαν πολύπλοκα χρηματοοικονομικά προϊόντα από τις εταιρίες, τα οποία σε συνδυασμό με την χορήγηση δανείων από τις τράπεζες σε αναξιόπιστους δανειολήπτες, οδήγησαν σε μια κατάσταση όπου ούτε οι τράπεζες αλλά ούτε και οι διεθνείς οίκοι πιστοληπτικής ικανότητας μπορούσαν να αξιολογήσουν ορθά τον κίνδυνο. Αυτός ο ανεξέλεγκτος δανεισμός με το συγκεκριμένο τρόπο που έγινε, σε συνδυασμό με τη δημιουργία ενός μεγάλου αριθμού στεγαστικών δανείων υψηλού ρίσκου, είχε ως αποτέλεσμα με το ξέσπασμα της κρίσης η παγκόσμια οικονομία να οδηγηθεί σε κρίση ρευστότητας και στην έλλειψη εμπιστοσύνης από τους επενδυτές προς τις τράπεζες αλλά και μεταξύ των ίδιων των τραπεζών. Το αποτέλεσμα ήταν οι τράπεζες να μειώσουν σημαντικά το δανεισμό τους και οι ιδιώτες καταναλωτές, ως συνέπεια να μην μπορούν να συνεχίσουν να καταναλώνουν με την ίδια ταχύτητα, συνδυασμός οποίος βύθισε την παγκόσμια οικονομία το 2008 σε ύφεση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΟΙ ΚΕΝΤΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Κεντρική Τράπεζα μίας χώρας είναι το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που συντονίζει τις εγχώριες τράπεζές της ως προς τη γενική πολιτική τους και η τράπεζα που διαθέτει το εκδοτικό προνόμιο, την αρμοδιότητα δηλαδή να εκδίδει νέο χρήμα. Συγκεκριμένα η Κεντρική Τράπεζα οριοθετεί τα επιτόκια των τραπεζών καθορίζοντας το επιτόκιο δανεισμού της, θέτοντας έτσι τις γενικές γραμμές πλεύσης για τις υπόλοιπες, δηλαδή τις εμπορικές τράπεζες (οι οποίες είναι αναγκασμένες έπειτα να δράσουν μέσα σε καθορισμένα πλαίσια). Επίσης είναι η μόνη τράπεζα που δικαιούται να εκδώσει και να θέσει σε κυκλοφορία τα τραπεζογραμμάτια που κυκλοφορούν σε ένα κράτος ή να δεσμεύσει τα υπάρχοντα που κινούνται στην αγορά. Η προσφορά του χρήματος γίνεται με πράξεις όπως η έκδοση ομολογιών. Κατά την έκδοση νέων ομολογιών η τράπεζα δεσμεύει το πλεονάζον χρήμα από την αγορά ενώ με τη ρευστοποίησή τους το επαναδιαθέτει όποτε αυτό είναι σκόπιμο. Έτσι η Κεντρική Τράπεζα είναι ένα από τα βασικά όργανα ενός κράτους για την άσκηση της δημοσιονομικής πολιτικής. Τέτοιου είδους πράξεις ασκούν επιρροή στον πληθωρισμό ενός κράτους.

Σκοπός του παρόντος κεφαλαίου, είναι η παρουσίαση των βασικών λειτουργιών που εκτελεί μια κεντρική τράπεζα και η εκτενής ανάλυση των θεσμικών χαρακτηριστικών, δηλαδή των δομών, της νομισματικής πολιτικής και των εργαλείων που χρησιμοποιεί για την επίτευξη των στόχων της, η κάθε μία από τις τρεις εξεταζόμενες τράπεζες.

2.2 Η ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Οι κεντρικές τράπεζες με το πέρασμα των χρόνων πέρασαν από διάφορα στάδια έως τη σημερινή τους εξέλιξη και υπέστησαν σημαντικές ιδεολογικές αλλαγές. Σε κάθε ένα από αυτά, η κατανόηση του ρόλου των κεντρικών τραπεζών διέφερε σημαντικά. Την περίοδο μετά τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο, το οικονομικό σύστημα οικοδομήθηκε από τους νικητές του πολέμου με την συνθήκη του Breton-Woods το 1944. Η συνθήκη αυτή όριζε ότι το διεθνές εμπόριο έπρεπε να ρυθμίζεται από τους εξής κανόνες:

- α) την ύπαρξη σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών
- β) την φιλελευθεροποίηση του εμπορίου μέσω πολυμερών διαπραγματεύσεων
- γ) την επιβολή ελέγχων στη διακίνηση των κεφαλαίων

Οι ΗΠΑ ανέλαβαν ρόλο ηγέτη της παγκόσμιας οικονομίας και η ισοτιμία κάθε νομίσματος καθοριζόταν πλέον σε αναφορά με το δολάριο. Το πεδίο εφαρμογής των κεντρικών τραπεζών την περίοδο εκείνη διευρύνθηκε και έγινε αναπόσπαστο κομμάτι μιας ευρύτερης οικονομικής πολιτικής. Οι λειτουργίες μιας κεντρικής τράπεζας ήταν οι εξής :

- Παροχή συμβουλών πάνω στην οικονομική πολιτική
- Διαχείριση του συστήματος ελέγχου της πολιτικής
- Επίβλεψη της διαχείρισης των χρηματοπιστωτικών αγορών κυρίως της αγοράς χρήματος και της αγοράς ξένου συναλλάγματος.

Ύστερα όμως από την κατάργηση του συστήματος των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών το 1972, υιοθετήθηκε ο μονεταρισμός, ως οικονομική θεωρία και ο νεοφιλελευθερισμός, ως πολιτική ιδεολογία, από τις νεοεκλεγείσες κυβερνήσεις της Μάργκαρετ Θάτσερ, που ανέλαβε την πρωθυπουργία του Ηνωμένου Βασιλείου και του Ρήγκαν, που ανέλαβε την προεδρία των Ηνωμένων Πολιτειών. Ο νεοφιλελευθερισμός σήμαινε ελεύθερη μεταφορά και επένδυση των κεφαλαίων σε όποια περιοχή του πλανήτη παρείχε τις υψηλότερες αποδόσεις, ενώ η θεωρία του

μονεταρισμού, η οποία είχε διαδοθεί από τον Milton Friedman, υποστήριζε ότι η ποσότητα του χρήματος που κυκλοφορεί σε μια οικονομία είναι καθοριστικής σημασίας για την οικονομική της ανάπτυξη.

Ξεκίνησε λοιπόν, μια νέα και αρκετά διαφορετική περίοδος, όπου η ποσότητα του χρήματος και το ύψος των επιτοκίων που όριζαν οι κεντρικές τράπεζες, καθόριζαν πλέον το μέλλον της οικονομίας. Συνεπώς, η καταπολέμηση του πληθωρισμού έγινε ο πρωταρχικός τους στόχος. Μέχρι το ξέσπασμα της χρηματοοικονομικής αναταραχής, οι περισσότερες κεντρικές τράπεζες είχαν υιοθετήσει άλλες λιγότερο και άλλες περισσότερο τον μονεταρισμό ως θεωρητικό υπόβαθρο για τις πολιτικές τους. Με τις νέες αυτές πεποιθήσεις, ανατέθηκε σε αυτές πολύ περιορισμένος ρόλος που αφορούσε κυρίως τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών καταναλωτή. Την ίδια στιγμή, η ανεξαρτησία από τις κυβερνήσεις θεωρήθηκε ζωτικής σημασίας για τη λειτουργία των κεντρικών τραπεζών. Προκειμένου να περιοριστούν οι πληθωριστικές πιέσεις λόγω των δημοσίων δαπανών, σύμφωνα με τον μονεταρισμό, η κεντρική τράπεζα δεν θα πρέπει να είναι εργαλείο της κυβέρνησης, αλλά να αντισταθμίζει τις καταστάσεις και αυτό είναι δυνατό μόνο αν είναι τελείως ανεξάρτητη από την κυβέρνηση. Οι λειτουργίες επομένως των κεντρικών τραπεζών διέπονταν από δυο κύρια χαρακτηριστικά:

α) τη σχεδόν αποκλειστική αφοσίωση στην σταθερότητα των τιμών και

β) τη θεσμική ανεξαρτησία τους από τις πολιτικές αρχές.

Επιπλέον η νέα οικονομική θεωρία συγκεκριμενοποίησε τα μέσα τα οποία οι κεντρικές τράπεζες έπρεπε να χρησιμοποιούν για να πετύχουν τους στόχους τους, μεταξύ αυτών ήταν το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο, το οποίο αποτέλεσε το πρωταρχικό εργαλείο για την χάραξη της νομισματικής πολιτικής μετά τη δεκαετία του '80¹³.

¹³ Richter F., Wahl P.,(2011), “ The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone ”

2.2.1. ΟΙ ΒΑΣΙΚΕΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΕΣ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Μια κεντρική τράπεζα είναι ένας δημόσιος οργανισμός που χαράσσει τη νομισματική πολιτική μιας χώρας ή στην περίπτωση της ευρωζώνης, μια αράδας χωρών. Σε μια κεντρική τράπεζα ανατίθενται συνήθως καθήκοντα που σχετίζονται με:

- Τη ρύθμιση της προσφοράς χρήματος,
- Τον έλεγχο των επιτοκίων
- Τη διαχείριση των συναλλαγματικών αποθεμάτων ή των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Στις περισσότερες περιπτώσεις οι κεντρικές τράπεζες έχουν εποπτικές αρμοδιότητες στον τραπεζικό τομέα ή έχουν υπό τον έλεγχό τους την προσφορά πιστώσεων. Σε περιόδους οικονομικών κρίσεων, διαδραματίζουν τον εξαιρετικά σημαντικό ρόλο του τελικού αναχρηματοδοτικού δανειστή (lender of last resort). Αυτό σημαίνει ότι είναι σε θέση να λαμβάνουν έκτακτα μέτρα για την εισαγωγή ρευστότητας στον τραπεζικό σύστημα, προκειμένου να αποφευχθεί ενδεχόμενη κατάρρευση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς επίσης και να δανείζουν κυβερνήσεις, ενεργώντας ως τραπεζίτες τους. Είναι πολύ δύσκολο για μια κεντρική τράπεζα να είναι αποτελεσματικός δανειστής έκτακτης ανάγκης χωρίς να έχει καλή γνώση της τρέχουσας και μελλοντικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Όπως κάθε αντισυμβαλλόμενος, έτσι και μια κεντρική τράπεζα που ενεργεί ως δανειστής πρέπει να είναι σε θέση να αξιολογεί σωστά την φερεγγυότητα και ρευστότητα του δανειολήπτη. Ανάλογα με τις εντολές που τους έχουν δοθεί, οι κεντρικές τράπεζες έχουν μια σειρά στόχων που πρέπει να πετυχαίνουν. Ο επικρατέστερος στόχος είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών που συνεπάγεται τη διατήρηση ενός σταθερού και χαμηλού ποσοστού πληθωρισμού. Εκτός όμως από αυτήν την επίσημη εντολή, οι κεντρικές τράπεζες, με εξαίρεση την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, μπορεί να έχουν επιπλέον στόχους, όπως για παράδειγμα τη στήριξη της οικονομικής ανάπτυξης, τη δημιουργία θέσεων εργασίας, τη διατήρηση σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών και την εξασφάλιση

της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος¹⁴. Ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών περιορίζεται με την πάροδο των ετών κυρίως στους τρεις παρακάτω στόχους¹⁵

1. Τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών
2. Τη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και την προώθηση της οικονομικής ανάπτυξης γενικότερα
3. Τη στήριξη των χρηματοδοτικών αναγκών του κράτους σε περιόδους κρίσης καθώς και τον περιορισμό της κατάχρησης εξουσιών του κράτους.

2.3: Η ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΕΚΤ)

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ιδρύθηκε την 1η Ιουνίου 1998 με κεντρικά γραφεία στην Φρανκφούρτη. Είναι μία από τις μεγαλύτερες τράπεζες του κόσμου, έχοντας την αρμοδιότητα της ρύθμισης της νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Ένωσης αλλά και του ευρώ, του ενιαίου νομίσματος. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα είναι απολύτως ανεξάρτητη κατά την άσκηση των καθηκόντων της. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, οι εθνικές κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος και τα μέλη των οργάνων λήψης αποφάσεων των εν λόγω οργανισμών δεν μπορούν να ζητούν ή να δέχονται υποδείξεις από οποιονδήποτε άλλον οργανισμό. Τα κοινοτικά όργανα και οργανισμοί, καθώς και οι κυβερνήσεις των κρατών μελών, αναλαμβάνουν την υποχρέωση να τηρούν την αρχή αυτή και να μην επιδιώκουν να επηρεάζουν την ΕΚΤ ή τις εθνικές κεντρικές τράπεζες¹⁶.

Η ΕΚΤ συνεργάζεται στενά με τις ομόλογές της εθνικές κεντρικές τράπεζες, για την επεξεργασία και την εφαρμογή των αποφάσεων που λαμβάνουν τα όργανα λήψης των αποφάσεων, δηλαδή το Διοικητικό Συμβούλιο, η Εκτελεστική Επιτροπή και το Γενικό Συμβούλιο. Ο πρόεδρος της, όπως και τα υπόλοιπα 5 μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής διορίζονται από τα κράτη μέλη για οκταετή, μη ανανεώσιμη θητεία. Το

¹⁴ Richter F., Wahl P.,(2011), “The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone ”

¹⁵ Goodhart C.A.E., (2010), “The Changing Role of Central Banks”

¹⁶ Scheller, HK 2006, “The European Central Bank: history, role and functions”, 2nd rev. ed., European Central Bank, Frankfurt am Main, pp. 51-91

μοντέλο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας στηρίζεται σε αυτό της γερμανικής Bundesbank και της επίσης γερμανικής Landesbanken.

Στόχος της Ε.Κ.Τ. είναι να κρατάει την σταθερότητα της νομισματικής πολιτικής μέσα στην Ευρωζώνη όπως επίσης και κάποια βασικά οικονομικά μμεγέθη όπως τον πληθωρισμό και τα επιτόκια. Επίσης η τράπεζα πρέπει να στηρίζει τις πολιτικές αποφάσεις της Ε.Ε. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα αποτελεί τον κεντρικό άξονα του Ευρωσυστήματος και εγγυάται την εκτέλεση των καθηκόντων που της έχουν ανατεθεί, είτε μέσω των ιδίων δραστηριοτήτων της, είτε μέσω των εθνικών κεντρικών τραπεζών που συμμετέχουν στο σύστημα¹⁷.

2.3.1 ΤΑ ΚΑΘΗΚΟΝΤΑ ΤΗΣ ΕΚΤ

Η ΕΚΤ έχει τέσσερα βασικά καθήκοντα. Το πρώτο είναι να εκτελεί τη νομισματική πολιτική που εγκρίνει το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, πχ τις αποφάσεις για τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ (το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων) καθώς και, εφόσον, κρίνεται αναγκαίο, τις αποφάσεις που σχετίζονται με νομισματικούς στόχους και με την προσφορά διαθεσίμων¹⁸.

Τα επόμενα δύο καθήκοντα της ΕΚΤ αφορούν τη διενέργεια πράξεων συναλλάγματος, καθώς και την κατοχή και διαχείριση των επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων των χωρών της ζώνης του ευρώ.

Οι ΕθνΚτ του Ευρωσυστήματος έχουν μεταβιβάσει στην ΕΚΤ συναλλαγματικά διαθέσιμα που αντιστοιχούν συνολικά σε 40 δισεκατομμύρια ευρώ περίπου (85% σε ξένο νόμισμα και 15% σε χρυσό). Σε αντάλλαγμα οι ΕθνΚΤ έχουν έντοκες απαιτήσεις έναντι της ΕΚΤ εκφρασμένες σε ευρώ. Οι ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος συμμετέχουν στη διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της ΕΚΤ, λειτουργώντας ως διαμεσολαβητές στις κατευθυντήριες γραμμές που έχει θεσπίσει η

¹⁷ ECB. (2004, February). “The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area: General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures”

¹⁸ Scheller, H.K. (2006) Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα – Ιστορία, Καθήκοντα και Λειτουργίες, 2^η έκδοση, Φρανκφούρτη, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

ΕΚΤ για τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου. Οι ΕθνΚΤ κατέχουν και διαχειρίζονται τα υπόλοιπα συναλλαγματικά διαθέσιμα του Ευρωσυστήματος που παραμένουν στην κατοχή τους. Οι συναλλαγές που αφορούν αυτά τα συναλλαγματικά διαθέσιμα ρυθμίζονται από το Ευρωσύστημα. Ειδικότερα, κάθε συναλλαγή που υπερβαίνει ορισμένα όρια προϋποθέτει την εκ των προτέρων έγκριση της ΕΚΤ.

Το τέταρτο βασικό καθήκον της ΕΚΤ αφορά την προώθηση της ομαλής λειτουργίας των συστημάτων πληρωμών. Επιπλέον, η ΕΚΤ συμβάλλει στην άσκηση της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού τομέα, παρέχοντας συμβουλές στα νομοθετικά όργανα σε πεδία της αρμοδιότητάς του και καταρτίζοντας νομισματικά και χρηματοπιστωτικά στατιστικά στοιχεία.

Η Συνθήκη του Μάαστριχτ ορίζει επίσης ότι η ΕΚΤ έχει το αποκλειστικό δικαίωμα να εγκρίνει την έκδοση τραπεζογραμμάτων ευρώ.

2.3.2 Η ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΤΑ ΟΡΓΑΝΑ ΛΗΨΗΣ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΙΚΗΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

Οι εργασίες της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας οργανώνονται (Πίνακας 2.1) γύρω από τα ακόλουθα όργανα λήψης αποφάσεων :

- 1) Διοικητικό Συμβούλιο: Το Διοικητικό Συμβούλιο είναι το ανώτατο όργανο λήψης αποφάσεων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Απαρτίζεται από τα έξι μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής και τους διοικητές των 17 κεντρικών τραπεζών του ευρωσυστήματος, προεδρεύετε από τον πρόεδρο της ΕΚΤ. Πρωταρχική αποστολή του είναι η διαμόρφωση της νομισματικής πολιτικής της ζώνης του ευρώ και ιδίως ο καθορισμός των επιτοκίων δανεισμού που επιβάλλει η Κεντρική Τράπεζα στις εμπορικές τράπεζες.

Η Συνθήκη του Μάαστριχτ ορίζει ότι οι αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου λαμβάνονται με απλή πλειοψηφία, που σημαίνει ότι οι προτιμήσεις των διοικητών των εθνικών κεντρικών τραπεζών, οι οποίοι διορίζονται από τις αντίστοιχες Εθνικές κυβερνήσεις τους, κυριαρχούν στην τελική λήψη αυτών. Η Συνθήκη για την

Ευρωπαϊκή Ένωση, καθώς και το Καταστατικό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, εξουσιοδοτεί το Διοικητικό Συμβούλιο να λαμβάνει τις στρατηγικά σημαντικότερες αποφάσεις για το Ευρωσύστημα

Τα κύρια καθήκοντα του Διοικητικού Συμβουλίου είναι :

- Να διαμορφώνει τη νομισματική πολιτική στην ευρωζώνη, δηλαδή να λαμβάνει αποφάσεις για το επίπεδο των βασικών επιτοκίων και την προσφορά διαθεσίμων στο Ευρωσύστημα
- Να καθορίζει τις κατευθυντήριες γραμμές και να λαμβάνει τις αποφάσεις που απαιτούνται για την εκπλήρωση των καθηκόντων του Ευρωσυστήματος

Η κανονική συχνότητα των συνεδριάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου είναι δυο φορές το μήνα. Στην πρώτη συνεδρίαση, συνήθως, αξιολογείται η αναγκαιότητα ή μη της προσαρμογής των επιτοκίων, δηλαδή συζητούνται θέματα νομισματικής πολιτικής, ενώ η δεύτερη συνάντηση είναι ανοιχτή για συζήτηση άλλων καθηκόντων του Ευρωσυστήματος, συμπεριλαμβανομένων της διαχείρισης χαρτοφυλακίων επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων και της εποπτείας στη λειτουργία του συστήματος πληρωμών.

Λίγες ημέρες πριν τις συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου, τα μέλη λαμβάνουν ένα αντίτυπο του «Orangebook» (το όνομα προέρχεται από το χρώμα του εξωφύλλου), το οποίο εκπονείται από τον επικεφαλής οικονομολόγο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και το οποίο παρέχει μια ανάλυση των οικονομικών και νομισματικών συνθηκών της ευρωζώνης καθώς και προτάσεις για σύσταση πολιτικής

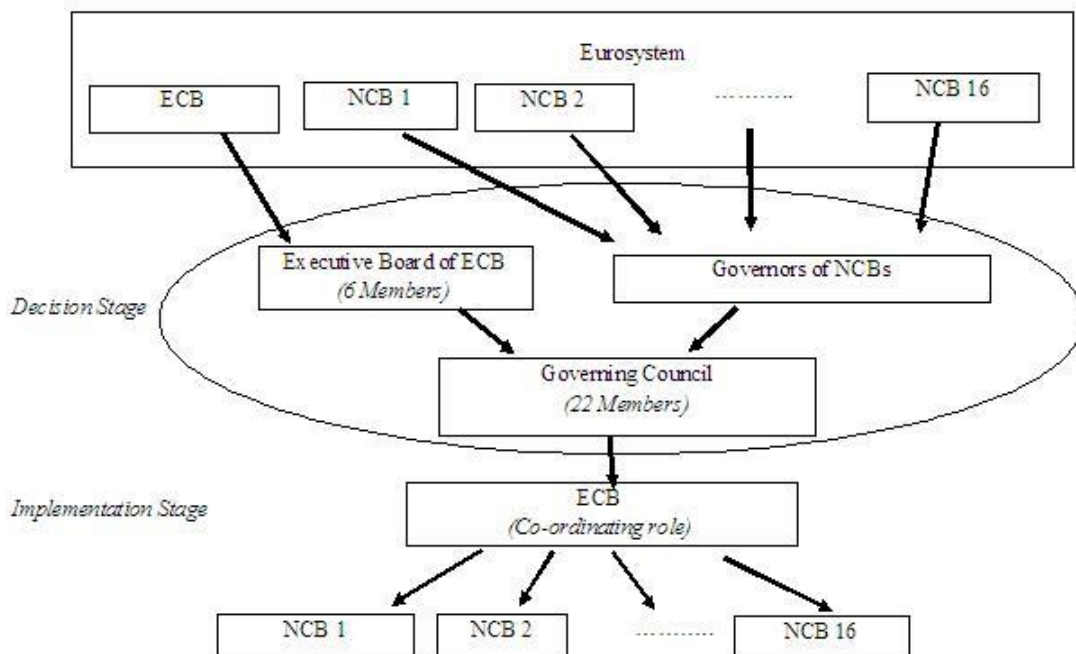
- 2) Εκτελεστική Επιτροπή: Απαρτίζεται από τον πρόεδρο της ΕΚΤ, τον αντιπρόεδρο και τέσσερα άλλα μέλη, οι οποίοι διορίζονται όλοι με κοινή συμφωνία από του προέδρους ή πρωθυπουργούς των χωρών της ζώνης του ευρώ. Η θητεία των μελών της Εκτελεστικής Επιτροπής είναι οκταετής και μη ανανεώσιμη. Έργο της Εκτελεστικής Επιτροπής είναι να θέτει σε εφαρμογή τη νομισματική πολιτική, όπως χαράσσεται από το Διοικητικό Συμβούλιο, και να δίδει τις σχετικές οδηγίες στις εθνικές κεντρικές τράπεζες. Προετοιμάζει επίσης τις συνεδριάσεις του

Διοικητικού Συμβουλίου και είναι υπεύθυνη για την τρέχουσα διαχείριση της ΕΚΤ

- 3) Γενικό Συμβούλιο: Το Γενικό Συμβούλιο είναι το τρίτο όργανο λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ. Απαρτίζεται από τον Πρόεδρο και τον Αντιπρόεδρο της ΕΚΤ και από τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών και των 27 κρατών μελών της Ένωσης. Το Γενικό Συμβούλιο συμβάλλει στις συμβουλευτικές και συντονιστικές λειτουργίες της ΕΚΤ και στις προετοιμασίες για τη μελλοντική διεύρυνση της ζώνης του ευρώ

Πίνακας 2.1

Το οργανόγραμμα της ΕΚΤ



Source: Gerdesmeier, Mongelli and Roffia (2007).

2.3.3 ΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΚΑΙ Η ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΚΤ

Ο πρωταρχικός στόχος του Ευρωσυστήματος είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Με την επιφύλαξη του στόχου αυτού, το Ευρωσύστημα στηρίζει τις γενικές οικονομικές πολιτικές της Ευρωπαϊκής κοινότητας.

Το άρθρο 2 της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση ορίζει ότι ο στόχος της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι να προωθήσει «την οικονομική και κοινωνική πρόοδο και ένα υψηλό επίπεδο απασχόλησης και να επιτύχει ισόρροπη και αειφόρο ανάπτυξη». Το Ευρωσύστημα συμβάλλει στην επίτευξη των παραπάνω στόχων με τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Επιπλέον, λαμβάνει υπόψη τους εν λόγω στόχους κατά την επιδίωξη της σταθερότητας των τιμών. Σε περίπτωση σύγκρουσης μεταξύ των στόχων, η ΕΚΤ πρέπει πάντα να δίνει προτεραιότητα στη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών.

Προκειμένου να επιτύχει τη σταθερότητα των τιμών, η ΕΚΤ πρέπει να επηρεάζει τις συνθήκες στη χρηματαγορά και, κατά συνέπεια, το επίπεδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων.

Η ΕΚΤ έχει υιοθετήσει μια στρατηγική η οποία διασφαλίζει την εφαρμογή μιας συνεπούς και συστηματικής προσέγγισης για τη λήψη αποφάσεων νομισματικής πολιτικής. Η συνέπεια συμβάλλει στη σταθεροποίηση των προσδοκίων για τον πληθωρισμό και στην ενίσχυση της αξιοπιστίας της ΕΚΤ.

Το βασικό στοιχείο της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ είναι ο ποσοτικός ορισμός της σταθερότητας των τιμών: «ετήσια αύξηση του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή για τη ζώνη του ευρώ με ρυθμό χαμηλότερο του 2%». Η σταθερότητα των τιμών πρέπει να διατηρείται μεσοπρόθεσμα, κάτι που αντικατοπτρίζει την ανάγκη η νομισματική πολιτική να είναι προσανατολισμένη προς το μέλλον. Κατά την επιδίωξη της σταθερότητας των τιμών, η ΕΚΤ αποσκοπεί στη διατήρηση ρυθμών πληθωρισμού χαμηλότερων, αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα. Έτσι, τονίζεται η δέσμευση της

ΕΚΤ να παρέχει επαρκές περιθώριο ασφαλείας έναντι των κινδύνων αποπληθωρισμού.

Η νομισματική πολιτική πρέπει να είναι προσανατολισμένη προς το μέλλον, καθώς ο μηχανισμός μετάδοσης λειτουργεί με σημαντική χρονική υστέρηση. Επιπλέον, η νομισματική πολιτική πρέπει να σταθεροποιεί τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό και να συμβάλλει στον περιορισμό της μεταβλητότητας των οικονομικών εξελίξεων.

Εκτός από τον ορισμό της σταθερότητας των τιμών, η στρατηγική νομισματικής πολιτικής περιλαμβάνει μια αναλυτική αξιολόγηση των κινδύνων διατάραξης της σταθερότητας των τιμών, η οποία βασίζεται σε οικονομική και νομισματική ανάλυση. Πριν από κάθε απόφαση νομισματικής πολιτικής πραγματοποιείται ενδελεχής διασταύρωση των πληροφοριών που προέρχονται από τις δύο αναλύσεις.

2.3.4 ΤΑ ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΗΣ ΕΚΤ

Ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής ξεκινά με τη διαχείριση της ρευστότητας και τον επηρεασμό των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων από την κεντρική τράπεζα.

Η χρηματαγορά, ως μέρος της χρηματοπιστωτικής αγοράς, διαδραματίζει ζωτικό ρόλο στη μετάδοση των αποφάσεων νομισματικής πολιτικής, καθώς είναι η πρώτη αγορά που επηρεάζεται από τις μεταβολές της νομισματικής πολιτικής. Μια ενοποιημένη χρηματαγορά με επαρκές βάθος είναι ουσιώδης για την άσκηση αποτελεσματικής νομισματικής πολιτικής, καθώς διασφαλίζει την ίση κατανομή της ρευστότητας κεντρικής τράπεζας και ένα ομοιόμορφο επίπεδο βραχυπρόθεσμων επιτοκίων σε όλη τη ζώνη του ενιαίου νομίσματος. Η προϋπόθεση αυτή εκπληρώθηκε σχεδόν αμέσως μετά την του Τρίτου Σταδίου της ΟΝΕ, όταν οι εθνικές χρηματαγορές ενσωματώθηκαν με επιτυχία σε μια αποδοτική χρηματαγορά της ζώνης του ευρώ.

Η ΕΚΤ έχει στη διάθεσή της μια σειρά μέσων νομισματικής πολιτικής για τον επηρεασμό των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, πιο συγκεκριμένα τις πράξεις ανοικτής

αγοράς, τις πάγιες διευκολύνσεις και το σύστημα υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών.

Οι πράξεις ανοικτής αγοράς διακρίνονται σε:

- Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης: πρόκειται για τακτικές συναλλαγές παροχής ρευστότητας με συχνότητα και διάρκεια μιας βδομάδας.
- Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης: πρόκειται για συναλλαγές παροχής ρευστότητας με μηνιαία συχνότητα και τριμηνιαία διάρκεια.
- Πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας: πρόκειται για πράξεις που διενεργούνται εκτάκτως, με στόχο τη διαχείριση της κατάστασης ρευστότητας στην αγορά και τον επηρεασμό των επιτοκίων. Συγκεκριμένα, αποσκοπούν στην εξομάλυνση των συνεπειών που έχουν οι απροσδόκητες ανισοροπίες της ρευστότητας στα επιτόκια.
- Διαρθρωτικές πράξεις, τις οποίες μπορεί να διενεργήσει η ΕΚΤ μέσω αντιστρεπτών συναλλαγών, οριστικών συναλλαγών και της έκδοσης χρεογράφων.

Η ΕΚΤ προσφέρει επίσης δύο πάγιες διευκολύνσεις, οι οποίες οριοθετούν τα επιτόκια μίας ημέρας της αγοράς με την προσφορά και απορρόφηση ρευστότητας:

- Τη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης που επιτρέπει στα πιστωτικά ιδρύματα να αποκτούν ρευστότητα μίας ημέρας από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες έναντι ασφάλειας με τη μορφή αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων.
- Τη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων που επιτρέπει στα πιστωτικά ιδρύματα να πραγματοποιούν καταθέσεις μίας ημέρας στις εθνικές κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος.

Τέλος, η ΕΚΤ υποχρεώνει τα πιστωτικά ιδρύματα να τηρούν ελάχιστα αποθεματικά, κατατεθειμένα σε λογαριασμούς στις εθνικές κεντρικές τράπεζες. Κάθε πιστωτικό ίδρυμα πρέπει να τηρεί ένα συγκεκριμένο ποσοστό από τις καταθέσεις των πελατών του (καθώς και από ορισμένες άλλες τραπεζικές υποχρεώσεις) σε λογαριασμό καταθέσεων στην αντίστοιχη εθνική κεντρική τράπεζα, κατά μέσο όρο για μία

περίοδο τήρησης περίπου ενός μήνα. Η ΕΚΤ καταβάλλει ένα βραχυπρόθεσμο επιτόκιο για αυτούς τους λογαριασμούς. Σκοπός του συστήματος υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών είναι η σταθεροποίηση των επιτοκίων της χρηματαγοράς και η δημιουργία (ή διεύρυνση) ενός διαρθρωτικού ελλείμματος ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα.

2.4: Η ΟΜΟΣΠΟΝΔΙΑΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΩΝ ΗΠΑ FEDERAL RESERVE SYSTEM (FED)

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, που συχνά αναφέρεται ως Federal Reserve System ή απλώς Fed, είναι η κεντρική τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών. Δημιουργήθηκε από το Κογκρέσο ώστε να παρέχει στο έθνος ένα ασφαλέστερο πιο ευέλικτο και πιο σταθερό νομισματικό και χρηματοπιστωτικό σύστημα. Με τα χρόνια, ο ρόλος της έχει εξελιχθεί και έχει επεκταθεί αρκετά. Δημιουργήθηκε στις 23 Δεκεμβρίου 1913, με την υπογραφή της Federal Reserve Act από τον Πρόεδρο Woodrow Wilson.

Το Κογκρέσο σχεδίασε τη δομή της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ για να δώσει μια ευρεία προοπτική για την οικονομία και την οικονομική δραστηριότητα σε όλα τα μέρη του έθνους. Πρόκειται για ένα ομοσπονδιακό σύστημα, που αποτελείται από μια κεντρική κρατική υπηρεσία, το Διοικητικό Συμβούλιο στην Ουάσιγκτον DC και δώδεκα περιφερειακές Ομοσπονδιακές Τράπεζες. Υπήρχαν και άλλες τράπεζες πριν την FED στην Αμερική, με τις οποίες μοιράζονται την ευθύνη για την εποπτεία των τραπεζών και τη ρύθμιση ορισμένων χρηματοπιστωτικών δραστηριοτήτων, για την παροχή τραπεζικών υπηρεσιών καθώς και για την εξασφάλιση ότι οι καταναλωτές λαμβάνουν επαρκείς πληροφορίες και δίκαιη μεταχείριση στις επιχειρήσεις τους με το τραπεζικό σύστημα.

Με το πέρασμα των χρόνων, ο ρόλος της FED στο τραπεζικό σύστημα και στην οικονομία γενικότερα έχει εξελιχθεί και έχει επεκταθεί αρκετά. Η Federal Reserve System είναι ένα ανεξάρτητο θεσμικό όργανο που όμως έχει ως ένα βαθμό επιρροή από την κυβέρνηση. Υπόκειται στην επίβλεψη του κογκρέσου, αφού λογοδοτεί σε αυτό

για τις δραστηριότητες και τα σχέδιά της για τη νομισματική πολιτική και μάλιστα το Κογκρέσο έχει τη δικαιοδοσία να αλλάζει τους νόμους που την αφορούν¹⁹.

Από την άλλη, ως ανεξάρτητο όργανο, η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ έχει την εξουσία να ενεργεί ελεύθερα, χωρίς οι αποφάσεις της να πρέπει να επικυρώνονται από τον Πρόεδρο των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής, το Κογκρέσο ή οποιοδήποτε άλλο εκτελεστικό μέλος της κυβέρνησης.

Η FED λαμβάνει τις αποφάσεις της χωρίς να επηρεάζεται από οποιοδήποτε μέρος του συστήματος και είναι έτσι δομημένη ώστε να είναι αυτόνομη από οικονομικής άποψης, καλύπτοντας τις λειτουργικές της δαπάνες από τους τόκους των τίτλων του αμερικάνικου δημοσίου που αγοράζει μέσω των πράξεων ανοικτής αγοράς

2.4.1: ΟΙ ΑΡΜΟΔΙΟΤΗΤΕΣ ΤΗΣ ΟΜΟΣΠΟΝΔΙΑΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΩΝ ΗΠΑ FEDERAL RESERVE SYSTEM (FED)

Οι αρμοδιότητες της Ομοσπονδιακής Τράπεζας εστιάζονται στις εξής τέσσερις γενικές κατηγορίες :

Πρώτον, στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής της χώρας επηρεάζοντας τις νομισματικές και πιστωτικές συνθήκες στην οικονομία προωθώντας τους στόχους της πλήρους απασχόλησης και της σταθερότητας των τιμών.

Δεύτερον, στην εποπτεία και ρύθμιση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων προκειμένου να διασφαλιστεί η ασφάλεια και η ευρωστία του τραπεζικού και του χρηματοπιστωτικού συστήματος, αλλά και να προστατευτούν τα πιστωτικά δικαιώματα των καταναλωτών.

Τρίτον, στην διατήρηση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, συγκρατώντας τους συστημικούς κινδύνους που μπορεί να προκύψουν στις αγορές,

Τέταρτον, στην παροχή συγκεκριμένων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών προς την κυβέρνηση των ΗΠΑ, στο κοινό, στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, στους ξένους

¹⁹ Kuttner, K. N., and Mosser, P. C. (2002). "The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions". Economic Policy Review. May, Federal Reserve Bank of New York

επίσημους φορείς, παράλληλα με τον σημαντικό ρόλο που διαδραματίζει στη λειτουργία του συστήματος πληρωμών της χώρας.

2.4.2 Η ΔΟΜΗ ΤΗΣ ΟΜΟΣΠΟΝΔΙΑΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΩΝ ΗΠΑ FEDERAL RESERVE SYSTEM (FED)

Το Κογκρέσο σχεδίασε τη δομή της Ομοσπονδιακής Τράπεζας (Πίνακας 2.2) των ΗΠΑ η οποία απαρτίζεται από πέντε μέρη. Πρόκειται για ένα ομοσπονδιακό σύστημα που αποτελείται από:

1. Το ανώτατο συμβούλιο των κυβερνητών (Board of Governors) που βρίσκεται στην Ουάσιγκτον,
2. Δώδεκα περιφερειακές ιδιόκτητες Ομοσπονδιακές Τράπεζες (Federal Reserve banks) που βρίσκονται σε 12 μεγάλες πόλεις σε ολόκληρη τη χώρα, που ενεργούν ως Δημοσιονομικοί αντιπρόσωποι των οργάνων του Υπουργείου Οικονομικών των ΗΠΑ, το καθένα με το δικό του διοικητικό συμβούλιο (εννέα μέλη),
3. Την Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (Federal Open Market Committee-FOMC), η οποία εποπτεύει τις πράξεις ανοικτής αγοράς (Open Market Operations), που αποτελούν το κύριο εργαλείο της εθνικής νομισματικής πολιτικής,
4. Πολλές ιδιωτικές τράπεζες που είναι μέλη της FED και υποχρεώνονται στη συμμετοχή τους στο ομοσπονδιακό σύστημα και
5. Διάφορα γνωμοδοτικά συμβούλια.

2.4.2.1 ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΤΩΝ ΚΥΒΕΡΝΗΤΩΝ

Το Συμβούλιο των κυβερνητών αποτελείται από 7 μέλη που διορίζονται από τον Πρόεδρο των ΗΠΑ και επικυρώνονται από την Αμερικάνικη Γερουσία και το διοικητικό συμβούλιο έχει δύο κύρια καθήκοντα :

- i) την ρύθμιση των εμπορικών τραπεζών και
- ii) τον έλεγχο της νομισματικής πολιτικής.

Το πρώτο καθήκον του Συμβουλίου περιλαμβάνει την ρύθμιση εκείνων των τραπεζών που είναι μέλη της FED και των εταιριών-μετόχων των τραπεζών, ενώ επίσης επιβλέπει τη δράση των 12 Ομοσπονδιακών τραπεζών, οι οποίες προσφέρουν υπηρεσίες στους καταθετικούς οργανισμούς και στις εμπορικές τράπεζες της περιφέρειάς τους. Το δεύτερο καθήκον του Συμβουλίου των κυβερνητών είναι η άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Το Συμβούλιο έχει την εξουσία να αναθεωρεί την υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών που επιβάλλονται στις τράπεζες. Ελέγχει, επίσης, το προεξοφλητικό επιτόκιο εγκρίνοντας ή όχι τις αλλαγές που ορίζουν σε αυτό οι Ομοσπονδιακές τράπεζες.

Τα επτά μέλη του Συμβουλίου είναι και μέλη της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς (FOMC) και έχουν ίσες ψήφους. Η FOMC αποτελείται από 12 μέλη. Συνεπώς, το διοικητικό συμβούλιο έχει την πλειοψηφία των ψήφων στην επιτροπή ελέγχοντας με αυτό τον τρόπο σε μεγάλο βαθμό το τρίτο εργαλείο της νομισματικής πολιτικής, που είναι η προσφορά χρήματος και η οποία καθορίζεται μέσω των πράξεων ανοικτής αγοράς.

Τέλος, ο πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου συμβουλεύει τον πρόεδρο των ΗΠΑ για την οικονομική πολιτική, λογοδοτεί μπροστά στο Κογκρέσο και είναι ο εκπρόσωπος της Fed στα μέσα μαζικής ενημέρωσης.

2.4.2.2 ΟΜΟΣΠΟΝΔΙΑΚΕΣ ΚΕΝΤΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

Η απόφαση του αμερικάνικου κογκρέσου να δημιουργήσει 12 ομοσπονδιακές τράπεζες χωρίζοντας τις Ηνωμένες Πολιτείες αντίστοιχα σε δώδεκα περιφέρειες, φανερώνει την πρόθεσή του να δημιουργήσει ένα αποκεντρωμένο σύστημα διασφαλίζοντας ότι όλες οι περιοχές της χώρας θα εκπροσωπούνται και θα συμμετέχουν στα θέματα νομισματικής πολιτικής.

Υπάρχουν λοιπόν οι εξής τράπεζες : η Ομοσπονδιακή Τράπεζα του Σικάγο, της Βοστώνης, της Νέας Υόρκης, της Φιλαδέλφειας, της Ατλάντα, του Κλήβελαντ, του

Κάνσας, του Ντάλας, της Μινεάπολις, του Σ. Λούις, του Ρίτσμοντ και του Σαν Φρανσίσκο. Οι τρεις μεγαλύτερες τράπεζες ως προς τα περιουσιακά στοιχεία του ενεργητικού τους είναι της Νέας Υόρκης, του Σικάγο και του Σαν Φρανσίσκο. Η Ομοσπονδιακή Κεντρική τράπεζα της Νέας Υόρκης είναι η πιο σημαντική, αφού έχει σχεδόν το 25% του ενεργητικού της Fed και αυτό γιατί πολλές μεγάλες τράπεζες βρίσκονται σε αυτήν την περιφέρεια.

Κάθε Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ είναι ιδιωτική και δημόσια ταυτόχρονα, ενώ τα αποθεματικά τους ανήκουν στις τράπεζες που λειτουργούν εντός των περιοχών και αποτελούν μέρος του συστήματος. Κάθε μια από αυτές έχει εννέα διευθυντές που διορίζουν τον πρόεδρο της τράπεζάς τους, ο οποίος εγκρίνεται με απόφαση από το Συμβούλιο των κυβερνητών.

Οι εμπορικές τράπεζες της κάθε περιφέρειας που γίνονται μέλη της Fed, είναι υποχρεωμένες να αγοράσουν μετοχές της Ομοσπονδιακής τους Τράπεζας, οι οποίες δε διαπραγματεύονται στη δευτερογενή αγορά και οι οποίες πληρώνουν ανώτατο μέρισμα 6% ετησίως, όπως ορίζει ο νόμος.

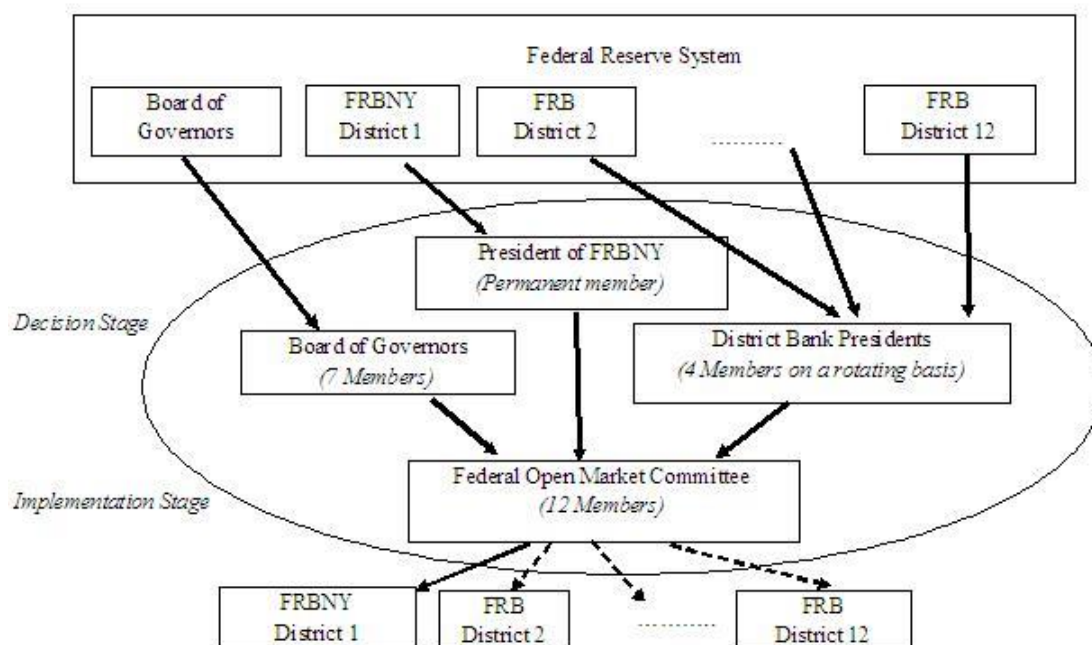
2.4.2.3 ΟΜΟΣΠΟΝΔΙΑΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΑΝΟΙΧΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Βασικό μέρος της Fed αποτελεί η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (FOMC), η οποία απαρτίζεται από τον πρόεδρο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Υόρκης, τα 7 μέλη του Συμβουλίου των κυβερνητών και τους προέδρους άλλων 4 περιφερειακών Ομοσπονδιακών Τραπεζών, οι οποίοι υπηρετούν σε κυκλική βάση. Ο πρόεδρος του Συμβουλίου των Κυβερνητών είναι και ο πρόεδρος της FOMC. Στις συζητήσεις και διαπραγματεύσεις συμμετέχουν και οι πρόεδροι των άλλων τοπικών Ομοσπονδιακών Τραπεζών.

Η FOMC αποφασίζει για τον καθορισμό των επιτοκίων και της νομισματικής πολιτικής, καθώς επίσης επιβλέπει τις διαδικασίες στην ανοιχτή αγορά, οι οποίες αποτελούν το βασικό εργαλείο που χρησιμοποιεί η Fed για να επηρεάσει τις νομισματικές και πιστωτικές συνθήκες. Συνεδριάζει στην Ουάσιγκτον οκτώ φορές το χρόνο και οι αποφάσεις που λαμβάνει αποστέλλονται στην Federal Reserve της Νέας Υόρκης, όπου εκεί διενεργούνται οι πράξεις ανοικτής αγοράς. Μετά τη σύσκεψη της επιτροπής, οι νέες οδηγίες και κατευθύνσεις που δίνονται για τη νομισματική πολιτική ανακοινώνονται άμεσα στο κοινό.

Πίνακας 2.2

Το οργανόγραμμα της FED



Source: Pollard (2003).

2.4.3: Η ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΗΣ ΟΜΟΣΠΟΝΔΙΑΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΩΝ ΗΠΑ FEDERAL RESERVE SYSTEM (FED)

Οι στόχοι της νομισματικής πολιτικής αναφέρονται στην Ιδρυτική Πράξη του Federal Reserve, η οποία ορίζει ότι το Διοικητικό Συμβούλιο και η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (FOMC) θα πρέπει να διατηρούν μακροπρόθεσμα την ανάπτυξη των νομισματικών και πιστωτικών μεγεθών, ανάλογα με τη δυνατότητα της οικονομίας για αύξηση της παραγωγής, έτσι ώστε να προωθεί αποτελεσματικά τους στόχους της πλήρους απασχόλησης, των σταθερών τιμών και της συγκράτησης των μακροπρόθεσμων επιτοκίων. Παρατηρούμε ότι η σταθερότητα των τιμών αποτελεί απλώς ένα στόχο μεταξύ πολλών άλλων, όπως αυτός της πλήρους απασχόλησης και της ανάπτυξης, που είναι εξίσου σημαντικόι²⁰.

Τα εργαλεία νομισματικής πολιτικής που χρησιμοποιεί η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ έχουν έξι στόχους:

²⁰ Richter F., Wahl P.,(2011), “The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone”

1. Υψηλό ποσοστό απασχόλησης
2. Οικονομική Ανάπτυξη
3. Σταθερότητα των τιμών
4. Σταθερό επιτόκιο
5. Σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών
6. Σταθερότητα των αγορών ξένου συναλλάγματος

Όμως, οι δυο κύριοι στόχοι της νομισματικής πολιτικής της FED, δηλαδή ο στόχος της μέγιστης παραγωγής και πλήρους απασχόλησης και ο στόχος της διατήρησης της σταθερότητας των τιμών, σε ορισμένες περιπτώσεις, έρχονται σε σύγκρουση. Ένα τέτοιο παράδειγμα είναι αυτό της οικονομικής κρίσης, όπου η FED θα πρέπει να εξασφαλίζει χαμηλά ποσοστά ανεργίας και σταθερά ποσοστά πληθωρισμού. Σε τέτοιες περιόδους ασκείται πολιτική πίεση που εκδηλώνεται προς την κατεύθυνση της μακροπρόθεσμης σταθερότητας είτε με τη μείωση του πληθωρισμού είτε με τον έλεγχο της ανεργίας.

Εάν η οικονομία είναι σε ύφεση και η ανεργία είναι υψηλή, η FED θα θελήσει να αυξήσει το επίπεδο των δαπανών και των επενδύσεων για να τονώσει την οικονομία.

Μέσω των πράξεων ανοιχτής αγοράς και συγκεκριμένα με την αγορά κρατικών χρεογράφων θα αυξήσει την προσφορά χρήματος και θα μειώσει το επίπεδο του επιτοκίου. Συνεπώς θα υπάρξει αύξηση των επιχειρηματικών επενδύσεων και των δαπανών το οποίο θα οδηγήσει σε ένα υψηλό ποσοστό απασχόλησης.

Αν η οικονομία χαρακτηρίζεται από υψηλό πληθωρισμό, η FED θα θελήσει να μειώσει τις δαπάνες προκειμένου να περιορίσει τις πληθωριστικές πιέσεις. Πουλώντας λοιπόν τίτλους στην ανοικτή αγορά θα προκαλέσει μείωση στην προσφορά χρήματος και αύξηση των επιτοκίων. Με αυτόν τον τρόπο θα αυξήσει το κόστος χρηματοδότησης των νέων επιχειρηματικών σχεδίων, μειώνοντας το επίπεδο των επενδύσεων, των καταναλωτικών δαπανών και συνεπώς τις πληθωριστικές πιέσεις.

Η FED επιθυμεί να διατηρεί χαμηλό ποσοστό πληθωρισμού και χαμηλό ποσοστό ανεργίας. Δεδομένου ότι η επεκτατική νομισματική πολιτική μειώνει το ποσοστό ανεργίας και η συσταλτική νομισματική πολιτική μειώνει τον πληθωρισμό, παρατηρούμε ότι τα ποσοστά έχουν αρνητική συσχέτιση. Στις περιπτώσεις όπου υπάρχει σύγκρουση των δυο αυτών στόχων, οι διαμορφωτές της νομισματικής

πολιτικής αντιμετωπίζουν ένα δίλημμα αυτό της αύξησης των πληθωριστικών πιέσεων ή της απώλειας της παραγωγής.²¹

2.4.4: ΤΑ ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΗΣ FED

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ έχει τρία βασικά εργαλεία για να επηρεάσει την οικονομία. Η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (FOMC) είναι αρμόδια για να αποφασίζει πώς και πότε θα εφαρμοστούν αυτά τα εργαλεία. Το πρώτο εργαλείο της FED είναι η διαδικασία των «πράξεων ανοικτής αγοράς» (open market operations) μέσω της οποίας αγοράζει και πουλά αμερικάνικα χρεόγραφα για να επηρεάσει την προσφορά χρήματος και τα επιτόκια. Το δεύτερο εργαλείο είναι η ρύθμιση του ποσοστού των υποχρεωτικών διαθεσίμων των εμπορικών τραπεζικών ιδρυμάτων. Το τρίτο εργαλείο της FED είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο (discount rate) με το οποίο οι εμπορικές τράπεζες δανείζονται χρήματα από τις περιφερειακές Ομοσπονδιακές Τράπεζες, προκειμένου να διατηρηθεί το συγκεκριμένο ποσοστό αποθεμάτων που απαιτείται από την Federal Reserve. Επομένως, τα τρία βασικά εργαλεία που επιτρέπουν στην Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ να επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό τις συνθήκες της οικονομίας είναι τα εξής²² :

1. Οι πράξεις ανοικτής αγοράς
2. Η ρύθμιση του προεξοφλητικού επιτοκίου και
3. Τα υποχρεωτικά διαθέσιμα

2.5: ΙΑΠΩΝΙΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (BoJ)

Η Τράπεζα της Ιαπωνίας ιδρύθηκε στο πλαίσιο του ιαπωνικού νόμου για την τράπεζα (δημοσιεύτηκε τον Ιούνιο του 1882) και άρχισε να λειτουργεί στις 10 Οκτωβρίου 1882, ως Κεντρική Τράπεζα του έθνους. Ωστόσο, την 1/5/1942, σύμφωνα με την Τράπεζα της Ιαπωνία (τέθηκε σε ισχύ ο νόμος του 1942), που δημοσιεύθηκε τον Φεβρουάριο του 1942, με αποτέλεσμα την αναδιοργάνωση της τράπεζας. Η πράξη του 1942 αντανάκλouse έντονα την κατάσταση εν καιρώ πολέμου: για παράδειγμα,

²¹ Ryan J., (2009), “The Greenspan Federal Reserve Role in the Financial Crisis”

²² The Federal Reserve System 2013, “*The Federal Reserve System: Its Purposes and Functions*”, Fed, Washington, D.C., pp. 1-50

στο άρθρο 1 ανέφερε τους στόχους της Τράπεζας ως «τον κανονισμό του νομίσματος, του ελέγχου και τη διευκόλυνση της πίστωσης και των οικονομικών, και τη διατήρηση και προώθηση του πιστωτικού συστήματος, σύμφωνα με την εθνική πολιτική, ώστε να ενισχυθούν επαρκώς οι γενικές οικονομικές δραστηριότητες του έθνους» Ο νόμος του 1942 τροποποιήθηκε αρκετές φορές μετά τον δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο. Οι τροποποιήσεις αυτές περιλαμβάνουν τη σύσταση του Συμβουλίου ως ανώτερο όργανο λήψης αποφάσεων της Τράπεζας τον Ιουνίο του 1949. Στη συνέχεια, και σε εναρμόνηση με μια παγκόσμια στροφή προς την ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών (η Τράπεζα της Αγγλίας απέκτησε επιχειρησιακή ανεξαρτησία περίπου την ίδια χρονική περίοδο), η πράξη του 1942 αναθεωρήθηκε εντελώς τον Ιούνιο του 1997, μια τροποποίηση η οποία χορηγούσε ανεξαρτησία στην χάραξη νομισματικής πολιτικής και γενικότερα στη λήψη αποφάσεων.

Ακόμα, και σύμφωνα με το γενικό ύφος της κυβέρνησης στην Ιαπωνία, η Τράπεζα της Ιαπωνίας, είναι σχεδόν ένα ανεξάρτητο θεσμικό όργανο με τον τρόπο που είναι οι περισσότερες δυτικές κεντρικές τράπεζες. Ωστόσο, και παρά το γεγονός ότι η κεντρική τράπεζα εκλέγει τον αρχηγό της (σε αντίθεση με την κατάσταση στις ΗΠΑ και την ΕΕ), οι επιθυμίες και οι προσδοκίες της κυβέρνησης διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στη λήψη των τελικών αποφάσεων. Επιπλέον, το σύνολο των τακτικών λειτουργιών της τράπεζας υλοποιούνται σε στενή συνεργασία με την κεντρική κυβέρνηση. Ισχύει, επομένως, ότι παρόλο που η κεντρική τράπεζα της Ιαπωνίας είναι ανεξάρτητη, σύμφωνα με το καταστατικό της, απαιτείται να ενεργεί σε αρμονία με την κυβέρνηση προς το στόχο της πραγματοποίησης των εθνικών στόχων²³.

²³ Uwe Vollmer, Ralf Bebenroth (2010), *“Policy Reactions to the Financial Crisis in Japan: Lessons from the 1990s”*

2.5.1: ΑΡΜΟΔΙΟΤΗΤΕΣ ΤΗΣ BANK OF JAPAN

Η νομοθετική πράξη ορίζει ως αρμοδιότητες της κεντρικής τράπεζας τις εξής:

- Η έκδοση τραπεζογραμματίων και η διενέργεια νομισματικού ελέγχου
- Η εξασφάλιση ομαλής κατανομής των κεφαλαίων μεταξύ τραπεζών και άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, συμβάλλοντας έτσι στη διατήρηση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.
- Η έκδοση νομίσματος και η πραγματοποίηση νομισματικού ελέγχου από την Τράπεζα της Ιαπωνίας με στόχο την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών, συμβάλλοντας έτσι στην υγιή ανάπτυξη της εθνικής οικονομίας.
- Επιχειρηματικές δραστηριότητες της Τράπεζας για να επιτευχθούν οι παραπάνω στόχοι, όπως πληρωμές και αγορές, τραπεζογραμμάτια, δημόσιο ταμείο και JGS υπηρεσίες, διεθνείς οικονομικές έρευνες και μελέτες, στατιστικές και ανακοινώσεις.
- Παροχή Υπηρεσιών Εκκαθάρισης για τη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος
- Προμήθεια και συντήρηση του Συστήματος Διακανονισμού
- Παρακολούθηση και εξέταση των οικονομικών και των προϋποθέσεων διαχείρισης των χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων
- Συλλογή δεδομένων, οικονομικές αναλύσεις και ερευνητικές δραστηριότητες.

Η Τράπεζα αποφάσισε να δημοσιεύει τις οργανωτικές αρχές της, καθώς αποτελούν ένα σύνολο θεμελιωδών αξιών που οριοθετούν τη λειτουργία της Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας. Τα στελέχη και υπάλληλοι της τράπεζας είναι απαραίτητο να διέπονται αυτές τις αρχές κατά τη διεξαγωγή των εργασιών των επιχειρήσεων.

2.5.2: ΔΟΜΗ ΤΗΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΙΑΠΩΝΙΑΣ (BoJ)

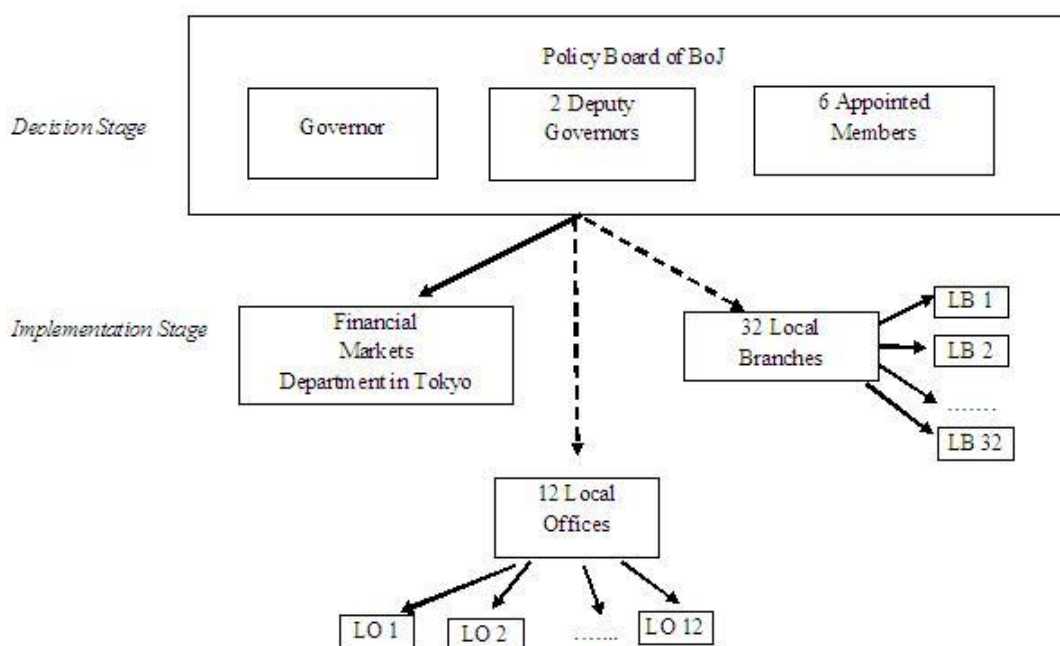
Στην οργανωτική δομή της BoJ (Πίνακας 2.3), το ανώτατο όργανο λήψης αποφάσεων είναι το Διοικητικό Συμβούλιο Πολιτικής. Το Διοικητικό Συμβούλιο αποτελείται από το Διοικητή, δύο Υποδιοικητές και έξι διορισμένα μέλη. Κάθε ένα από αυτά τα εννέα μέλη διορίζεται από το Υπουργικό Συμβούλιο για περίοδο πέντε ετών, και ο

διορισμός του θα πρέπει να εγκριθεί από τη συνέλευση. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου εκλέγουν τον πρόεδρο του Διοικητικού Συμβουλίου Πολιτικής μεταξύ τους.

Από το Σεπτέμβριο του 2006 ο Διοικητής της Τράπεζας έχει επίσης διοριστεί Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου Πολιτικής. Το Διοικητικό Συμβούλιο Πολιτικής λαμβάνει τις αποφάσεις της κατά πλειοψηφία. Επιπλέον, η BoJ λειτουργεί περισσότερο ως έδρα από ένα ομοσπονδιακό σύστημα κεντρικών τραπεζών, και είναι υπεύθυνη για 32 εγχώρια τοπικά υποκαταστήματα (lbs) και 12 τοπικά γραφεία (MA).

Πίνακας 2.3

Το οργανόγραμμα της BoJ



Source: Bank of Japan (2003).

2.5.3: Η ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΗΣ BANK OF JAPAN

Η διακήρυξη της Τράπεζα της Ιαπωνίας αναφέρει ότι η νομισματική πολιτική της τράπεζας θα πρέπει να «αποσκοπεί στην επίτευξη της σταθερότητας των τιμών, συμβάλλοντας έτσι στην υγιή ανάπτυξη της εθνικής οικονομίας.»

Η σταθερότητα των τιμών είναι σημαντική, διότι παρέχει τα θεμέλια για την οικονομική δραστηριότητα της χώρας. Σε μια οικονομία της αγοράς, ιδιώτες και επιχειρήσεις πρέπει να λαμβάνουν αποφάσεις σχετικά με το αν θα καταναλώσουν ή θα επενδύσουν, με βάση τις τιμές των αγαθών και των υπηρεσιών. Όταν οι τιμές έχουν διακύμανση, ιδιώτες και επιχειρήσεις δυσκολεύονται να λάβουν τις κατάλληλες αποφάσεις και αυτό μπορεί να εμποδίσει την αποτελεσματική κατανομή των πόρων στην οικονομία. Παράλληλα, η αστάθεια τιμών μπορεί επίσης να στρεβλώσει την κατανομή του εισοδήματος.

Οι κύριοι στόχοι της BoJ, είναι αρχικά η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής και δεύτερον, η διασφάλιση της ομαλής και σταθερής λειτουργίας του συστήματος πληρωμών και διακανονισμού μέσω μέτρων, όπως η τράπεζα να ενεργεί ως δανειστής έσχατης ανάγκης. Σε αμφότερες τις περιπτώσεις, ο στόχος είναι να διατηρηθεί η χρηματοπιστωτική σταθερότητα του συστήματος, θέτοντας έτσι τα θεμέλια για μια υγιή οικονομική ανάπτυξη. Στις 9 Μαρτίου 2006, η Τράπεζα της Ιαπωνίας εισήγαγε ένα νέο πλαίσιο για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής, και επανεξέτασε τις απόψεις της σχετικά με τη σταθερότητα των τιμών, προκειμένου να εξασφαλίσει ότι η απόφασή του να εγκαταλείψει τη ποσοτική χαλάρωση είναι καλύτερα κατανοητή²⁴.

Από την άποψη αυτή, η σταθερότητα των τιμών θεωρήθηκε ως συνεπής με μια μεταβολή του δείκτη τιμών γύρω στο μηδέν τοις εκατό. Σε ποσοτικούς όρους, ωστόσο, η προσέγγιση σε ένα εύρος τιμών μεταξύ μηδέν και 2 τοις εκατό ορίστηκε, για να είναι συνεπής με τις επιδιώξεις των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου για μεσοπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη σταθερότητα των τιμών, αν και οι μέσες τιμές μειώθηκαν και στις δύο πλευρές σε ένα εύρος γύρω του 1 τοις εκατό.

Επιπλέον, η Τράπεζα της Ιαπωνίας δήλωσε επίσης ότι θεωρούσε το δείκτη τιμών καταναλωτή ως ένα κατάλληλο μέτρο για την αξιολόγηση της εξέλιξης των τιμών.

Στη βάση αυτή, η Τράπεζα όρισε το "στόχο της σταθερότητας των τιμών" στο 2 τοις εκατό σε σχέση με το ποσοστό από έτος σε έτος μεταβολής του δείκτη τιμών

²⁴ Dieter Gerdesmeier, Francesco Paolo Mongelli and Barbara Roffia (2007) *"The Eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan Similarities AND Differences"*

καταναλωτή (ΔΤΚ) τον Ιανουάριο του 2013 και ανέλαβε τη δέσμευση για την επίτευξη αυτού του στόχου σε το συντομότερο δυνατό.

2.5.4: ΤΑ ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΗΣ ΒοJ

Η Τράπεζα ελέγχει το συνολικό όγκο των χρημάτων των συντελεστών της οικονομίας και των τόκων σε ημερήσια βάση, μέσω πράξεων στην αγορά χρήματος, δηλαδή, μέσω των πωλήσεων / αγορών στη χρηματαγορά και τη διαπραγμάτευση των τίτλων της ιαπωνικής κυβέρνησης (JGSs) προς / από ιδιωτικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Η πολιτική της Τράπεζας για τη σταθεροποίηση των τιμών, η οποία συμβάλλει στην υγιή ανάπτυξη της εθνικής οικονομίας, ονομάζεται νομισματική πολιτική και διαμορφώνεται βάση των «εργαλείων» που χρησιμοποιεί. Για παράδειγμα, αν η οικονομία της Ιαπωνίας αποδυναμωθεί, με αποτέλεσμα να μειωθούν οι πωλήσεις αγαθών και να υπάρξει πτωτική πίεση στις τιμές, η Τράπεζα θα αγοράσει μέσα χρηματαγοράς, όπως JGSs από ιδιωτικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, αυξάνοντας έτσι τον όγκο του χρήματος στην οικονομία και παράλληλα θα μειώσει τα επιτόκια. Περισσότερα χρήματα σε κυκλοφορία και χαμηλότερα ποσοστά επιτρέπουν στις επιχειρήσεις να δανειστούν χρήματα πιο εύκολα, γεγονός το οποίο θα λειτουργήσει ως κίνητρο για την οικονομική δραστηριότητα: περισσότεροι άνθρωποι αγοράζουν αγαθά και υπηρεσίες, και έτσι οι τιμές είναι λιγότερο πιθανό να μειωθούν.

Όπως προαναφέρθηκε, η Τράπεζα ασκεί νομισματική πολιτική για την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών, συμβάλλοντας έτσι στη σταθερότητα της οικονομίας στο σύνολό της. Η Τράπεζα πιστεύει ότι η σταθερότητα των τιμών αποτελεί προϋπόθεση για τη σταθερότητα στην καθημερινή ζωή και για την υλοποίηση της βιώσιμης και ισόρροπης οικονομικής ανάπτυξης.

Πιο συγκεκριμένα το Διοικητικό Συμβούλιο Πολιτικής της Τράπεζας αποφασίζει για τη βασική στάση για τη νομισματική πολιτική σε MPMs. Το Διοικητικό Συμβούλιο Πολιτικής συζητεί την οικονομική και χρηματοπιστωτική κατάσταση και στη συνέχεια αποφασίζει την κατάλληλη κατευθυντήρια γραμμή για τη λειτουργία της αγοράς χρήματος στη MPMs. Μετά από κάθε MPM, η Τράπεζα ανακοινώνει την αξιολόγηση της οικονομικής δραστηριότητας και των τιμών, καθώς και την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής της Τράπεζας για το άμεσο μέλλον, εκτός από την κατευθυντήρια γραμμή για τις πράξεις της αγοράς χρήματος.

Σύμφωνα με την κατευθυντήρια γραμμή για τις πράξεις της αγοράς χρήματος που αποφασίζεται σε MPMs, η Τράπεζα ελέγχει το ύψος των κεφαλαίων στην αγορά χρήματος, κυρίως μέσω των πράξεων στην αγορά χρήματος.

Παράλληλα, η Τράπεζα παρέχει κεφάλαια στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, για παράδειγμα, την επέκταση των δανείων προς αυτούς, οι οποίες καλύπτονται με ασφάλειες που υποβάλλονται στην Τράπεζα από αυτά τα ιδρύματα. Μια τέτοια λειτουργία ονομάζεται προμήθεια λειτουργικών κεφαλαίων. Το αντίθετο είδος λειτουργίας, στην οποία η Τράπεζα απορροφά πόρους, για παράδειγμα με την έκδοση και πώληση γραμματίων, ονομάζεται πράξη απορρόφησης κονδυλίων.

2.6 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ

Σε αυτό το κεφάλαιο αναλύθηκαν λεπτομερώς οι θεσμικές δομές και οι κεντρικές λειτουργίες του Ευρωσυστήματος, της Fed και της Κεντρικής Τράπεζα της Ιαπωνίας. Αξίζει να σημειωθεί ότι, ενώ σε πολλά από τα καθήκοντά τους παρατηρούνται σημαντικές διαφορές, υπάρχουν αρκετά κοινά στοιχεία στις διαφορές θεσμικές τους δομές και στα μέσα που χρησιμοποιούν κατά την άσκηση νομισματικής πολιτικής. Παράλληλα, οι πρακτικές των κεντρικών τραπεζών σε όλο τον κόσμο έχουν επίσης εξελιχθεί προς την κατεύθυνση της μεγαλύτερης ανεξαρτησίας, της διαφάνειας και στην υιοθέτηση των επιτροπών της νομισματικής πολιτικής, μεταξύ άλλων. Αυτό συνέβαλε στη μείωση των διαφορών μεταξύ των τριών θεσμικών οργάνων των εξεταζόμενων τραπεζών, μια τάση η οποία μπορεί να παρατηρηθεί μεταξύ και άλλων κεντρικών τραπεζών.

Ωστόσο, όπως προκύπτει υπάρχει μία πολύ σημαντική διαφορά μεταξύ της λειτουργίας των τριών κεντρικών τραπεζών. Στη ζώνη του ευρώ, η νομισματική πολιτική έχει ανατεθεί σε ένα νέο υπερεθνικό ευρωπαϊκό θεσμικό όργανο, το Ευρωσύστημα και παρόλο που η λεγόμενη "μεταφορά κυριαρχίας" (transfer of sovereignty) στον νομισματικό τομέα έχει ολοκληρωθεί με επιτυχία, σε άλλους τομείς οικονομικής πολιτικής, όπως η δημοσιονομική και διαρθρωτική πολιτική, εξακολουθούν να παραμένουν αποκεντρωμένες. Αυτό θέτει το Ευρωσύστημα σε μία μοναδική θέση καθώς οι αρχές και οι κανόνες που ορίζονται βάση των συνθηκών

πρέπει να εφαρμόζονται κατά γράμμα σε εθνικό επίπεδο από διαφορετικές κεντρικές τράπεζες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΟΙ ΚΕΝΤΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΑΙ Η ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η τρέχουσα κρίση ξέσπασε τον Αύγουστο του 2007, με το σκάσιμο μιας κερδοσκοπικής φούσκας σε ένα τμήμα της αγοράς ενυπόθηκων δανείων των ΗΠΑ, η οποία συνοδεύτηκε από στεγαστική φούσκα και στη συνέχεια είδαμε να εκφυλίζεται σε πλανητική τραπεζική κρίση προκαλώντας απόλυτο χάος στο διεθνή χρηματοπιστωτικό χώρο.

Ανατρέχοντας σε κρίσεις του παρελθόντος, διαπιστώνεται αυτή η στενή διασύνδεση μεταξύ φούσκας δανείων και ακινήτων τη στιγμή που είναι κοινώς αποδεκτό ότι οι χρηματοοικονομικές κρίσεις προκαλούνται από υπερβολές. Η δημιουργία αυτών των συνθηκών πυροδοτήθηκε στις αρχές του 21ου αιώνα με την αλόγιστη χορήγηση ενυπόθηκων τραπεζικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης σε ανθρώπους με περιορισμένες πιστοληπτικές δυνατότητες, η οποία διευκολύνθηκε από τη χαλάρωση των πιστωτικών ελέγχων. Το φθηνό χρήμα που υπήρχε έκανε τους χορηγούς ενυπόθηκων δανείων να επινοήσουν νέους τρόπους, για να προσελκύσουν επενδυτές και να αποκομίσουν κέρδη. Τα νέα όμως χρηματοοικονομικά εργαλεία που επινοήθηκαν και στηρίζονταν στα ενυπόθηκα τραπεζικά δάνεια αποδείχτηκαν σαθρά, προκαλώντας μια διαδοχή ακραίων και φοβερών γεγονότων, αφού χρηματοοικονομικοί οργανισμοί που βρίσκονταν στο ζενίθ της ισχύος τους κατέρρευσαν.

Η κρίση κατέδειξε την ύπαρξη ρηγμάτων στα θεμέλια του διεθνούς τραπεζικού συστήματος. Η αποστράγγιση ρευστότητας από τις αγορές υπήρξε γεγονός καταστροφικό που προκάλεσε την πρωτόγνωρη παρέμβαση των Κεντρικών Τραπεζών για την άμβλυνση της κρίσης και την αποτροπή μιας ενδεχόμενης κατάρρευσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Σκοπός λοιπόν της παρούσας

ενότητας είναι να μελετηθεί ο καίριος ρόλος που έπαιξαν τρεις από τις μεγαλύτερες Κεντρικές Τράπεζες, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, η FED και η BoJ τόσο στη δημιουργία της κρίσης, όσο και στην προσπάθεια διάσωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

3.2 Η ΕΚΤ

3.2.1 Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΗΣ ΕΚΤ ΣΤΗ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα θεωρείται υπεύθυνη για την επέκταση της χρηματοοικονομικής κρίσης στην Ευρώπη, γιατί φάνηκε να την αγνοεί, αφού διατηρούσε τα επιτόκια σε υψηλά επίπεδα ακόμα και μετά το ξέσπασμα της κρίση των στεγαστικών δανείων στην Αμερική.

Ο τρόπος που λειτούργησε πριν την χρηματοπιστωτική αναταραχή βασίστηκε αυστηρά στην οικονομική θεωρία του μονεταρισμού κατά την οποία οι κεντρικές τράπεζες θέτουν ως πρωταρχικό στόχο την αντιμετώπιση του πληθωρισμού. Φυσικά, ο πληθωρισμός είναι ένα θέμα που πρέπει να λαμβάνεται σοβαρά υπόψη, αλλά όμως όπως τονίζουν οι Richter και Wahl, η επικέντρωση των κεντρικών τραπεζών μόνο στον στόχο αυτό αντανακλά μια δογματική άποψη, η οποία με την πρόσφατη κρίση αποδείχθηκε εσφαλμένη.²⁵

Συνεπώς, ο πληθωρισμός στις τιμές των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων αγνοήθηκε, πόσο μάλλον τα ζητήματα της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, της ανάπτυξης και της απασχόλησης. Η εξέλιξη αυτή σύμφωνα με τους Richter και Wahl αντικατοπτρίζει βασικά λάθη στον σχεδιασμό της ΕΚΤ όπως είναι η μονεταριστική της προσήλωση στην αντιμετώπιση των πληθωριστικών πιέσεων στις τιμές καταναλωτή.

Πιο συγκεκριμένα, η ΕΚΤ, μέχρι το καλοκαίρι του 2008, δεν είχε αντιληφθεί τις διαστάσεις που είχε πάρει η κρίση των στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης στις ΗΠΑ και αυτό αποδεικνύεται από το ότι αύξησε το επιτόκιο της από το 4% στο 4,25% τον Ιούλιο του 2008, ακολουθώντας απαρέγκλιτα την αρχή της στόχευσης του

²⁵ Richter F., Wahl P.,(2011), “The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone”

πληθωρισμού. Η Fed αντιθέτως, από το φθινόπωρο του 2007, είχε ήδη προχωρήσει στη μείωση των επιτοκίων με στόχο την αύξηση της ρευστότητας στην αγορά με τη βεβαιότητα ότι δε θα δημιουργηθούν πληθωριστικές πιέσεις καθώς θα αντισταθμίζονταν από τη μείωση του τραπεζικού χρήματος. Το γεγονός ότι η ΕΚΤ αποφάσισε να αυξήσει το επιτόκιο στο ιστορικά υψηλό επίπεδο του 4,25% εκείνη τη δεδομένη στιγμή, αποτέλεσε μια εξαιρετική περίπτωση «τύφλωσης» του εν λόγω ιδρύματος έναντι της πραγματικότητας

Μόνο μετά την κατάρρευση της Lehman, αντιλήφθηκε την αναταραχή που είχε προκληθεί και άρχισε να αλλάζει τις πολιτικές της μειώνοντας σταδιακά το επιτόκιο μέχρι αυτό να φτάσει στο ιστορικά χαμηλό επίπεδο του 0,05% τον Σεπτέμβριο του 2014.

Παρατηρούμε λοιπόν ότι οι δυο κεντρικές τράπεζες προσάρμοσαν μεν την πολιτική τους μειώνοντας δραστικά τα επιτόκια για να μετριάσουν τις αρνητικές συνέπειες της αναταραχής στην οικονομία, αλλά όμως η χρονική στιγμή που αντέδρασαν διαφέρει σημαντικά. Η Fed άρχισε να τα μειώνει ήδη από τον Αύγουστο του 2007, ενώ η ΕΚΤ δεν είχε προχωρήσει στην ενέργεια αυτή μέχρι τον Οκτώβριο του 2008.

Σύμφωνα με τους Belke και Klose, μια εξήγηση για τις αποκλίνουσες πολιτικές των δυο κεντρικών τραπεζών μπορεί να είναι οι διαφορετικές εντολές που τους έχουν ανατεθεί. Στόχος της ΕΚΤ είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, ενώ της Fed είναι και η προώθηση της μέγιστης απασχόλησης και του μετριασμού των μακροπρόθεσμων επιτοκίων²⁶.

Η ΕΚΤ ενήργησε ως δανειστής έσχατης ανάγκης παρέχοντας ρευστότητα σε όλες τις τράπεζες παρά τις αμφιλεγόμενες εξασφαλίσεις και γενικά υπήρξε γενναιόδωρη.

Προκειμένου να διοχετεύσει ρευστότητα στο σύστημα, έλαβε έκτακτα μέτρα που περιλάμβαναν, μεταξύ άλλων, αγορές ομολόγων, χαλάρωση των πιστωτικών κριτηρίων και των κριτηρίων με τα οποία γίνονταν δεκτά χρεόγραφα χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης ως ενέχυρο καθώς και επέκταση των χρόνων λήξης των πράξεων αναχρηματοδότησης.

Ωστόσο, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα με την παροχή ρευστότητας αδιακρίτως στο τραπεζικό σύστημα, προκάλεσε έντονο πρόβλημα ηθικού κινδύνου (moral hazard), αφού ακόμα και χαμηλής ποιότητας εξασφαλίσεις γίνονταν δεκτές από αυτή. Πέρα από την αρχική της «τύφλωση» για το βάθος της κρίσης, η ΕΚΤ μετέπειτα

²⁶ Belke A., Klose J., (2010), “(How) Do the ECB and the Fed React to Financial Market Uncertainty? The Taylor Rule in Times of Crisis”

ενήργησε αρκετά ρεαλιστικά προκειμένου να αποφευχθεί μια κατάρρευση του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος. Ενώ αρχικά τα έκτακτα μέτρα είχαν σκοπό να καταργηθούν, ωστόσο, υπό το φως των εξελίξεων στην κρίση χρέους της Ευρώπης, η ΕΚΤ παρέκαμψε τον κανόνα της μη χρηματοδότησης οποιασδήποτε αρχής με το πρόγραμμα αγοράς κινητών αξιών (Securities Market Programme) που εφάρμοσε. Η ΕΚΤ παρέκλινε σημαντικά από τους κανόνες της και τη βασική της φιλοσοφία, η οποία στηρίζεται στην υπόθεση της αποτελεσματικότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών που μπορούν να αυτορυθμίζονται. Σύμφωνα με αυτήν, οι αγορές τείνουν προς την ισορροπία, δηλαδή οι τιμές, παρά τις τυχαίες αποκλίσεις τους, τείνουν να επανέρχονται στον μέσο όρο.

3.2.2 ΤΑ ΜΕΤΡΑ ΠΟΥ ΕΛΑΒΕ Η ΕΚΤ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Για την αντιμετώπιση της κρίσης, η ΕΚΤ παρενέβη, λαμβάνοντας τόσο συμβατικά όσο και μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής. Τα “μη συμβατικά” μέτρα (non-standard measures) αποσκοπούσαν στην ενίσχυση των συνθηκών χρηματοδότησης και της ροής των πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία, σε βαθμό μεγαλύτερο εκείνου που μπορούσε να επιτευχθεί αποκλειστικά μέσω της πολιτικής επιτοκίων: δεδομένων των δυσλειτουργιών στην αγορά χρήματος, η μετάδοση των επιδράσεων από τις αποφάσεις για τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ στην ευρύτερη οικονομία της ζώνης του ευρώ δεν ήταν αποτελεσματική.

Η ΕΚΤ πιο αναλυτικά, τον Οκτώβριο του 2008 απάντησε με διάφορα μέτρα, από τα οποία το πλέον σημαντικό ήταν η εφαρμογή της πολιτικής πλήρους κατανομής και καθορισμένων επιτοκίων. Η διαδικασία προσφορών σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή (απεριόριστη χορήγηση ρευστότητας), σε όλες τις λειτουργίες αναχρηματοδότησης (fixed rate full allotment) αποσκοπούσε στη παροχή απεριόριστης ρευστότητας στα πιστωτικά ιδρύματα του Ευρωσυστήματος, εφόσον αυτά μπορούσαν να την αντιστοιχίσουν με ενέχυρα (adequate collateral)²⁷. Με την υιοθέτηση αυτής της καινοτομίας στο λειτουργικό της πλαίσιο, η ΕΚΤ επεδίωξε να ενισχύσει την βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση των πιστωτικών ιδρυμάτων,

²⁷ ECB, Monthly Bulletin, July 2011, “The ECB’s non- standard measures- Impact and Phasing-out”, p. 65 & ECB, Annual Report 2009, p. 17-18

μετριάζοντας έτσι τον δυνητικό αρνητικό αντίκτυπο στη διαθεσιμότητα πιστώσεων προς την οικονομία.²⁸

Στην ουσία, η ΕΚΤ πήρε τη θέση της αγοράς χρήματος²⁹. Στις 8 Οκτωβρίου του 2008, σε μια, χωρίς προηγούμενο, συντονισμένη κίνηση για τη μείωση των επιτοκίων, η ΕΚΤ συνεργάστηκε με την Fed, την Τράπεζα της Αγγλίας, την Κεντρική Τράπεζα της Σουηδίας και την Κεντρική Τράπεζα της Ελβετίας, προκειμένου να μειώσει το βασικό επιτόκιο κατά 0,5%. Έτσι, έχοντας αυξησει μόλις πριν από τρεις μήνες το βασικό επιτόκιο κατά 0,25%, στο 4,25%, η ΕΚΤ αποφάσισε να το μειώσει στο 3,75% στις 15 Οκτωβρίου του 2008. Μέχρι το τέλος του 2008 το επιτόκιο των Πράξεων Κύριας Αναχρηματοδότησης μειώθηκε κατά 175 μονάδες βάσης³⁰.

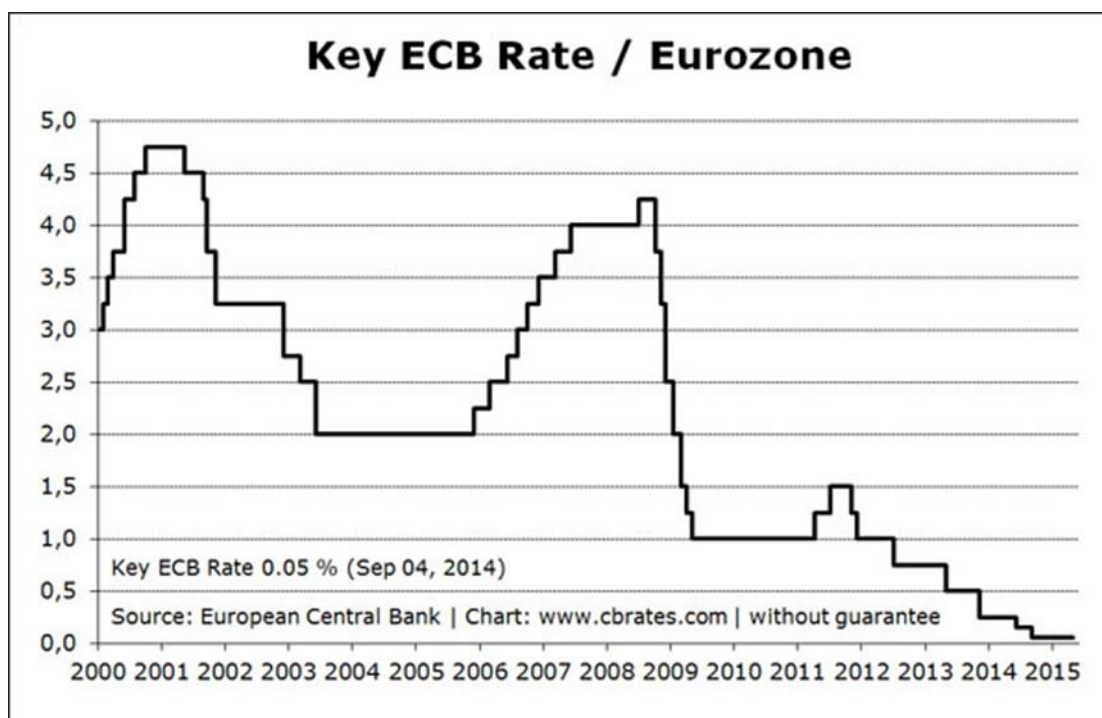
Μέχρι το Μάιο του 2009 συντελέστηκαν άλλες τέσσερις μειώσεις στο σταθερό επιτόκιο των Πράξεων Κύριας Αναχρηματοδότησης. Το Δεκέμβριο του 2008 το επιτόκιο έφτασε στο 2,5% και το Μάιο του 2009 μειώθηκε ακόμη κατά 150 μονάδες βάσης φτάνοντας στο 1%. Την περίοδο Ιουνίου 2009 – Απριλίου 2010 δεν υπήρξε άλλη μείωση του επιτοκίου αλλά εφαρμόστηκαν πρόσθετα, μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής. Το κύριο επιτόκιο του Ευρωσυστήματος παρέμεινε σταθερό στο επίπεδο αυτό για περίπου δύο χρόνια, έως τον Απρίλιο του 2011, οπότε μειώθηκε περαιτέρω (Πίνακας 3.1).

²⁸ Τράπεζα της Ελλάδος – Ευρωσύστημα (2013) *Νομισματική Πολιτική 2012 – 2013*, Αθήνα, Τράπεζα της Ελλάδος.

²⁹ Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (2011) "Η Εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής στη Ζώνη του Ευρώ", *Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης*, Φρανκφούρτη, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

³⁰ Τράπεζα της Ελλάδος - Ευρωσύστημα (2010) *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2009*, Αθήνα, Τράπεζα της Ελλάδος.

Πίνακας 3.1
Ιστορική εξέλιξη επιτοκίου ΕΚΤ



Η ΕΚΤ έχει επανειλημμένως επισημάνει ότι η αξιολόγηση των συνθηκών στις αγορές αποτελεί το κριτήριο για τον περιορισμό ή ακόμα και την κατάργηση των μη συμβατικών μέτρων Νομισματικής Πολιτικής. Έτσι, στο τέλος του 2009, η παρατηρούμενη βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών στην Ευρωζώνη οδήγησε την ΕΚΤ σε μια σταδιακή απόσυρση της πολιτικής Επαυξημένης Πιστωτικής Υποστήριξης³¹. Επίσης, καθώς η ζήτηση για τη μακροπρόθεσμη λειτουργία αναχρηματοδότησης μειώθηκε, σταμάτησαν και οι εξαμηνιαίες και οι ετήσιες πράξεις αναχρηματοδότησης. Αποφασίστηκε επίσης η επιστροφή στις διαδικασίες υποβολής προσφορών κυμαινόμενου επιτοκίου στις τριμηνιαίες λειτουργίες αναχρηματοδότησης. Ωστόσο, για όλες τις πράξεις αναχρηματοδότησης

³¹ ECB, 2014, “Capturing the Financial Cycle in Euro Area Countries,” ECB Financial Stability Review, November.

διάρκειας μιας εβδομάδας και ενός μήνα, η ΕΚΤ συνέχισε να παρέχει απεριόριστη ρευστότητα με σταθερό επιτόκιο. Η απόσυρση αντανακλά την ανάγκη να αποφευχθεί ο κίνδυνος δυσμενών και παράπλευρων επιδράσεων και στρεβλώσεων από τα μη συμβατικά μέτρα, καθώς η παρατεταμένη εφαρμογή τους μπορεί να οδηγήσει σε υπερβολική εξάρτηση, σε μη κανονική ρευστότητα της κεντρικής τράπεζας αλλά και στην υπερβολική ανάληψη κινδύνου από τα πιστωτικά ιδρύματα³².

Ωστόσο, στα τέλη Απριλίου-αρχές Μαΐου του 2010 η διαδικασία απόσυρσης των μη συμβατικών μέτρων ανεστάλη, καθώς παρατηρήθηκαν εντάσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές, οι οποίες οφείλονταν και στις αυξανόμενες ανησυχίες σχετικά με τη βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους.

Τον Μάιο του 2010 λοιπόν, η ΕΚΤ αποφάσισε να θέσει σε εφαρμογή το Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων. Συγκεκριμένα, στις 10 Μαΐου το Δ.Σ της ΕΚΤ αποφάσισε:

α) Την αγορά κρατικών και ιδιωτικών χρεογράφων με σκοπό να διασφαλιστεί η απαραίτητη ρευστότητα στα τμήματα της αγορά που ήταν δυσλειτουργικά. Στο πλαίσιο του Προγράμματος αυτού, η ΕΚΤ και οι ΕθνΚΤ 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.

β) Την προσωρινή διακοπή της στρατηγικής εξόδου από τα μέτρα της Ενισχυμένης Πιστωτικής Υποστήριξης. Ειδικότερα, αποφασίστηκε να διεξαχθούν δύο τριμηνιαίες πράξεις αναχρηματοδότησης με κατανομή ολόκληρου ποσού με σταθερό επιτόκιο αλλά και μία πράξη εξαμηνιαίας διάρκειας για τη χορήγηση ρευστότητας χωρίς ποσοτικό περιορισμό.

γ) Την εκ νέου διεξαγωγή τακτικών Πράξεων Ανοικτής Αγοράς για τη χορήγηση χρηματοδότησης σε δολάρια ΗΠΑ από το Ευρωσύστημα προς τα πιστωτικά ιδρύματα της Ευρωζώνης.

Πρέπει να επισημανθεί, ότι, όσον αφορά την αγορά ιδιωτικών χρεογράφων, ο ρόλος της ΕΚΤ ως Δανειστής Ύστατης Προσφυγής (Lender of Last Report) στην Ευρωζώνη είχε ήδη ενισχυθεί τον Ιούνιο του 2009 μέσα από το «Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών» (Covered Bond Purchase Programme-CBPP) με σκοπό τη χρηματοδότηση τραπεζών (κυρίως) αλλά και επιχειρήσεων, τη μείωση των επιτοκίων

³² Αλεξιάκης, Π. (2011) "Οι καινοτομίες στη νομισματική πολιτική στην ευρωζώνη από το 2007 έως σήμερα", *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Συλλογικός Τόμος, σελ. 177-189, Αθήνα, Ελληνική Ένωση Τραπεζών

στις χρηματαγορές, τη διευκόλυνση της πιστωτικής επέκτασης και τη βελτίωση της ρευστότητας στη σχετική αγορά η οποία είχε πληγεί από τη κρίση. Το CBPP ανήκει στις Διαρθρωτικές Πράξεις, ένα από τα μέσα της νομισματικής πολιτικής, στις οποίες περιλαμβάνονται και οι οριστικές αγορές συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων που γίνονται αποδεκτά ως ασφάλεια. Στο πλαίσιο του προγράμματος αυτού, το οποίο διήρκεσε από την 1η Ιουλίου 2009 μέχρι την 30η Ιουνίου 2010, αγοράστηκαν ομολογίες ονομαστικής αξίας 60 δις. Ευρώ³³.

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 την Ευρωζώνη, η ΕΚΤ ανακοίνωσε τη δυνατότητα διενέργειας Οριστικών Νομισματικών Συναλλαγών (ΟΝΣ). Οι Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές, είναι συναλλαγές στις δευτερογενείς αγορές κρατικών ομολόγων, που σκοπό έχουν 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 Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές 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). Τέλος, η ΕΚΤ εφαρμόζει από τα τέλη του 2014 προγράμματα ενίσχυσης της ρευστότητας στην πραγματική οικονομία, τα οποία θα αναλυθούν εκτενέστερα στην επόμενη ενότητα.

³³ Cour-Thimann, P & Winkler, B 2012, "The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure", Oxford Review of Economic Policy, vol. 28, pp. 765-803

3.3 Η FED

3.3.1 Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΗΣ FED ΣΤΗΝ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Η ανεπαρκής διαχείριση κινδύνου, τα διαστρεβλωμένα κίνητρα και η χαλαρή εποπτεία ενθάρρυναν τον χρηματοπιστωτικό τομέα να αναλάβει τεράστιους κινδύνους με την εισαγωγή χρηματοοικονομικών καινοτομιών που χρηματοδοτούνταν από βραχυπρόθεσμα κεφάλαια, προκαλώντας σοβαρές διαρθρωτικές αδυναμίες στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Ωστόσο, όλα αυτά δεν θα είχαν προκληθεί σε τέτοια έκταση αν το μακροοικονομικό περιβάλλον δεν χαρακτηριζόταν από χαμηλά επιτόκια, αυξημένες τιμές σε περιουσιακά στοιχεία και μεγάλες ανισορροπίες στην αποταμίευση και επένδυση μεταξύ των Ηνωμένων Πολιτειών και των χωρών της Ασίας, τα οποία επέτρεψαν την δημιουργία ενός κλίματος μιας γενικότερης ευφορίας.

Έντονη κριτική έχει ασκηθεί στη νομισματική πολιτική που ακολούθησαν οι κεντρικές τράπεζες και κυρίως η Fed που θεωρείται από πολλούς ειδικούς υπαίτια για την ανάπτυξη της στεγαστικής φούσκας στις Ηνωμένες Πολιτείες. Μετά από τη φούσκα της υψηλής τεχνολογίας που έσκασε το 2000 (γνωστή ως φούσκα dot-com) και τις τρομοκρατικές επιθέσεις της 11ης Σεπτεμβρίου 2001, ο πρόεδρος της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ, Άλαν Γκρίνσπαν, που διετέλεσε πρόεδρος της από τον Αύγουστο του 1987 μέχρι τον Ιανουάριο του 2006, ακολούθησε επεκτατική πολιτική αυξάνοντας « επιθετικά » την προσφορά του M2, (το νομισματικό μέγεθος M2 περιλαμβάνει το M1, που είναι τα τραπεζογραμμάτια, τα κέρματα και οι καταθέσεις διάρκειας μιας ημέρας και επιπλέον τις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως και δύο ετών ή καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως και τριών μηνών), οδηγώντας το νομισματικό αυτό μέγεθος λίγο πάνω από το 10%³⁴.

Η επέκταση αυτή συνοδεύτηκε και από συνεχείς περικοπές του βασικού επιτοκίου.

³⁴ White L. H., (2009), “ Federal Reserve Policy and the Housing Bubble ”

Ενώ το συγκεκριμένο επιτόκιο ξεκίνησε το 2001 στο 6,25% στο τέλος του έτους είχε φτάσει στο 1,75%. Ο Γκρίνσπαν συνέχισε με περαιτέρω μειώσεις του επιτοκίου ωθώντας το στα μέσα του 2003 στο ποσοστό ρεκόρ του 1%, όπου παρέμεινε για ένα χρόνο. Το πραγματικό επιτόκιο ήταν πλέον αρνητικό, που σήμαινε ότι τα ονομαστικά επιτόκια ήταν χαμηλότερα από τον ρυθμό πληθωρισμού για δύομισι χρόνια. Ένας δανειολήπτης δηλαδή κατά τη διάρκεια εκείνης της περιόδου που αγόραζε ένα οικόπεδο, η τιμή του οποίου συμβάδιζε με τον πληθωρισμό, κέρδιζε σε σχέση με αυτό που είχε δανειστεί.

Η νομισματική πολιτική της Fed ήταν πολύ χαλαρή την περίοδο από το 2003 μέχρι το 2004. Το προεξοφλητικό επιτόκιο (discount rate) ήταν σημαντικά χαμηλότερο από το επίπεδο που πρότεινε ο κανόνας του Taylor και συγκεκριμένα το 2004, το περιθώριο μεταξύ του επιπέδου επιτοκίων που προέβλεπε ο κανόνας και εκείνου που καθόριζε η Fed έφτασε στη μέγιστη τιμή του, τις 300 μονάδες βάσης, προκαλώντας την υπέρμετρη κατανάλωση των νοικοκυριών και μειώνοντας δραστικά την αποταμίευση³⁵.

Χαρακτηριστικό επίσης της άγνοιας που επικρατούσε εκείνη την περίοδο είναι ότι ο Μπερνάνκι, ο εν ενεργεία πρόεδρος της Fed, το 2005 ενώπιον του Κογκρέσου υποστήριξε ότι η αύξηση στην αξία των αμερικάνικων κατοικιών κατά 124% αντανάκλυνε σε μεγάλο βαθμό ισχυρά θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη, όπως η μεγάλη αύξηση των εισοδημάτων, των θέσεων εργασίας και του αριθμού των νέων νοικοκυριών. Σύμφωνα με τον Stein, ήταν προφανής η αποτυχία τους στην πρόβλεψη της μη βιώσιμης φούσκας που θα έβλαπτε την παγκόσμια οικονομία³⁶.

Απόρροια αυτής της αποτυχίας ήταν να διαστρεβλωθούν τα επιτόκια, οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων και να διοχετευτούν δανειακά κεφάλαια σε λάθος επενδύσεις οδηγώντας τραπεζικούς κολοσσούς στην κατάρρευση. Αν και οι ειδικοί δεν έχουν καταλήξει ακόμη σε μια βέλτιστη νομισματική πολιτική, είναι πλέον γενικά αποδεκτό ότι η πολιτική των χαμηλών επιτοκίων δεν ενδείκνυται για μεγάλο χρονικό διάστημα. Η πολιτική της Fed που αγνόησε σκόπιμα τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων δεν αποδείχτηκε κατάλληλη στο να αποφευχθεί η διόγκωση της φούσκας ακινήτων.

Σύμφωνα με τον Μπερνάνκι όμως, η φούσκα προκλήθηκε από τη λήψη ανεπαρκών εξασφαλίσεων έναντι των στεγαστικών δανείων και την ελλιπή εποπτεία των

³⁵ Eichengreen B., (2010), “ Macroeconomic and Financial Policies Before and After the Crisis ”

³⁶ Stein J.L., (2011), “ The crisis, Fed, Quants and stochastic optimal control ”

τραπεζών. Όπως δήλωσε, η πολιτική χαμηλών επιτοκίων που εφάρμοσε η Fed τα πέντε πρώτα έτη της νέας χιλιετίας ήταν «κατάλληλη» για τη δεδομένη χρονική στιγμή και δεν μπορεί να θεωρηθεί υπεύθυνη για τη φούσκα που ακολούθησε στην αγορά κατοικίας στις ΗΠΑ.

Μολονότι η Fed υποστήριξε την αθωότητά της αφού κανένας σύμφωνα με αυτήν δεν κατάφερε να προβλέψει την καταστροφή, ο Ryan υποστήριξε ότι κάποιοι είχαν δει τη φούσκα ακινήτων αλλά αποτελούσαν μμειοψηφία. Ο ίδιος τόνισε ότι η Fed, ως κεντρική τράπεζα και ως κύρια ρυθμιστική αρχή, έφερε αποκλειστικά την ευθύνη της πρόβλεψης και πρόληψης των συστημικών κινδύνων και ότι αποτελεί δικαιολογία ο ισχυρισμός της ότι κανείς άλλος δεν κατάφερε να προβλέψει τη δημιουργία της κρίσης³⁷.

3.3.2 ΜΕΤΡΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΑΠΟ ΤΗΝ FED

Η ομοσπονδιακή τράπεζα των ΗΠΑ υιοθέτησε μια επιθετική στάση σε ότι αφορά τη νομισματικής της πολιτική για την αντιμετώπιση της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Εφάρμοσε μία πολιτική «ποσοτικής χαλάρωσης», με σκοπό τη διοχέτευση ρευστότητας στο σύστημα τόσο με τη χρήση παραδοσιακών μέσων νομισματικής πολιτικής όσο και με καινοτόμα εργαλεία.

Το καλοκαίρι του 2007 η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ ξεκίνησε να προσαρμόζει τη νομισματική της πολιτική προκειμένου να περιορίσει τις αρνητικές συνέπειες από μια επιδείνωση των συνθηκών στη διατραπεζική αγορά. Τον Αύγουστο του 2007, μείωσε το προεξοφλητικό επιτόκιο κατά 50 μονάδες βάσης, από 6,25% σε 5,75% και παράλληλα η διάρκεια των δανείων που χορηγούσε από την προεξοφλητική θυρίδα παρατάθηκε έως και 30 ημέρες.

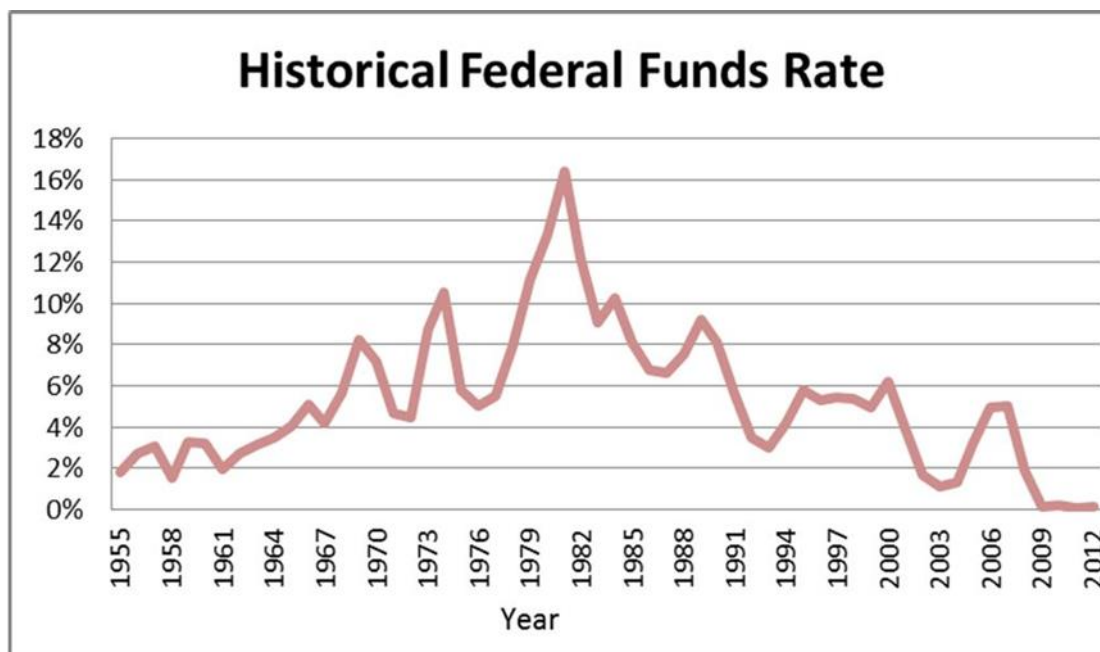
Η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου ομοσπονδιακών κεφαλαίων (Fed funds rate) και του προεξοφλητικού επιτοκίου μειώθηκε στις 50 μονάδες βάσης, σε σύγκριση με τις 100 μονάδες που ήταν υπό κανονικές συνθήκες. Αυτή η πρώτη παρέμβαση της FED είχε στόχο να καταστήσει την πρόσβαση στην «προεξοφλητική θυρίδα» λιγότερο δαπανηρή για τις τράπεζες. Καθώς η οικονομική κρίση εντεινόταν περισσότερο, η

³⁷ Ryan J., (2009), “ The Greenspan Federal Reserve Role in the Financial Crisis ”

διαφορά των δύο επιτοκίων μειώθηκε στις 25 μονάδες βάσης από τον Μάρτιο του 2008 μέχρι τον Ιανουάριο του 2010³⁸.

Τον Σεπτέμβριο του 2007, η FED προχώρησε σε μείωση και του επιτοκίου ομοσπονδιακών κεφαλαίων. Η πρώτη μείωση κατά 50 μονάδες βάσης από 5,25% σε 4,75%, ακολουθήθηκε από μία σειρά άλλων περικοπών τους επόμενους μήνες καθώς οι αναταραχές συνεχίζονταν στις χρηματαγορές³⁹. Η διαδικασία μείωσης των επιτοκίων σταμάτησε προσωρινά τον Απρίλιο του 2008 αλλά ξεκίνησε πάλι τον Σεπτέμβριο του ίδιου έτους, όταν η Lehman Brothers κήρυξε πτώχευση. Μέχρι το τέλος του 2008, η FED είχε θέσει ένα ιστορικά χαμηλό εύρος για το επιτόκιο αυτό που κυμαινόταν μεταξύ 0 και 0,25%, ενώ για πρώτη φορά τέθηκε σε λειτουργία μια πολιτική σχεδόν μηδενικών επιτοκίων στις ΗΠΑ (Πίνακας 3.2).

Πίνακας 3.2
Ιστορική εξέλιξη επιτοκίου FED



Source: Federal Reserve

³⁸ Bullard, J. (2010). "Three lessons for monetary policy from the panic of 2008." Federal Reserve Bank of St. Louis Review 92(3): 155-163.

³⁹ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100317a.htm>

Η ένταση όμως της οικονομικής κρίσης κατέστησε γρήγορα τα παραδοσιακά κανάλια μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής αναποτελεσματικά. Παρά την ιστορική μείωση στα επιτόκια από την FED, η αναταραχή στο χρηματοπιστωτικό σύστημα συνέχισε να είναι ισχυρή. Αυτή η δυσλειτουργία ανάγκασε την FED να εφαρμόσει πρόσθετα μέτρα στήριξης των αγορών ώστε να μην στερέψουν από ρευστότητα και να προωθηθούν οι μακροοικονομικοί στόχοι. Μερικά από αυτά ήταν η παροχή αυξημένης ρευστότητας, η άμεση παρέμβαση σε ορισμένες αγορές, η βοήθεια σε συγκεκριμένους οργανισμούς και η αγορά ομολόγων.

Μέχρι το τέλος του 2007, η FED είχε θεσπίσει μια σειρά από καινοτόμες διευκολύνσεις για την στήριξη συγκεκριμένων χρηματοπιστωτικών αγορών, χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και συγκεκριμένων φορέων. Οι κύριοι στόχοι που επιδίωκε μέσω των διευκολύνσεων ήταν οι εξής⁴⁰:

- I. **Χρηματοδότηση των αμερικάνικων τραπεζών:** Τον Δεκέμβριο του 2007, η FED εισήγαγε διευκολύνσεις μέσω δημοπρασιών καθορισμένης διάρκειας (Term Auction Facility-TAF) δίνοντας τη δυνατότητα στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να αποκτήσουν ρευστότητα σε μια εποχή που είχε παραλύσει η διατραπεζική αγορά. Με αυτή τη διαδικασία η FED συμπλήρωσε το παραδοσιακό εργαλείο που χρησιμοποιούσε στα πλαίσια του ρόλου της ως δανειστή έσχατης ανάγκης, δηλαδή την προεξοφλητική θυρίδα⁴¹.
- II. **Χρηματοδότηση των βασικών διαπραγματευτών της αγοράς:** Τον Μάρτιο του 2008, όταν η επενδυτική τράπεζα Bear Sterns δεν ήταν πλέον σε θέση να συνεχίσει τη δραστηριότητά της χωρίς στήριξη, η FED προσπαθούσε να βελτιώσει την χρηματοδότηση των βασικών διαπραγματευτών της αγοράς μέσω δύο διευκολύνσεων: α) το πρόγραμμα δανεισμού τίτλων (Term Securities Lending Facility-TSLF) σύμφωνα με το οποίο η FED δάνειζε τίτλους δεσμεύοντας άλλα λιγότερο ρευστοποιήσιμα χρεόγραφα και β) το πρόγραμμα δανεισμού των βασικών διαπραγματευτών (Primary Dealer Credit Facility-PDCF) γεγονός που επέτρεψε στη FED να δανείσει ρευστότητα διάρκειας μίας ημέρας.

⁴⁰ Belke A., Klose J., (2010), "(How) Do the ECB and the Fed React to Financial Market Uncertainty? The Taylor Rule in Times of Crisis ", Ruhr Economic Papers, Vol.166

⁴¹ Armantier, O., S. Krieger, et al. (2008). "The Federal Reserve's Term Auction Facility." Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance 14(5).

- III. **Στήριξη των κεφαλαίων της χρηματαγοράς:** Τον Σεπτέμβριο του 2008, η FED θεσμοθέτησε το πρόγραμμα Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF) προκειμένου να διασφαλιστεί ρευστότητα στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μέσω απόκτησης τιτλοποιημένων εμπορικών ομολόγων που είχαν εκδοθεί από αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς⁴². Τον επόμενο μήνα, η FED δημιούργησε τη διευκόλυνση Money Market Investor Funding Facility (MMIFF) που της επέτρεψε να διοχετεύσει ρευστότητα με την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων που εκδίδονταν από αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς.
- IV. **Χρηματοδότηση των επιχειρήσεων:** Τον Οκτώβριο του 2008, για να διευκολύνει την χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, η FED δημιούργησε το πρόγραμμα Commercial Paper Funding Facility (TALF) με σκοπό να ενθαρρύνει το θέμα των δομημένων προϊόντων που είχαν αντίκρισμα στοιχεία του ενεργητικού (asset-backed security-ABS) στηρίζοντας την πιστωτική αγορά. Η διευκόλυνση αυτή της επέτρεψε να δανείζει χρήματα στους καταναλωτές, στις μικρές επιχειρήσεις και γενικά στους κατόχους σύνθετων τίτλων που στηρίζονταν σε δάνεια επί πιστωτικών καρτών, αγοράς αυτοκινήτου, φοιτητικά δάνεια και έφεραν αξιολόγηση AAA.
- V. **Μακροοικονομική στήριξη μέσω πράξεων αγοράς:** Εκτός από την μείωση των επιτοκίων, το 2009 και το 2010 η ομοσπονδιακή τράπεζα προχώρησε σε αγορές τίτλων μεγάλης κλίμακας. Συγκεκριμένα, τον Μάρτιο του 2009, η FED επέκτεινε τις αγορές χρεογράφων και άρχισε να αγοράζει και μακροπρόθεσμους τίτλους αμερικάνικου δημοσίου. Συνολικά, μέχρι το τέλος του μήνα είχε αγοράσει κρατικά χρεόγραφα αξίας \$300 δις, ενυπόθηκους τίτλους (MBS) αξίας \$1,25 τρις και εμπορικά ομόλογα \$175 δις προκειμένου να στηρίξει την οικονομία και ειδικότερα την αγορά ακινήτων κρατώντας τα μακροπρόθεσμα επιτόκια σε χαμηλό επίπεδο.

Συμπερασματικά, στην πρώτη φάση της κρίσης τα προγράμματα που τέθηκαν σε εφαρμογή το Δεκέμβριο του 2007 έως και το Μάρτιο του 2008, στόχος τους ήταν να βελτιώσουν τη συνολική ρευστότητα και να την κατανεύμουν στα διάφορα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όπως στους βασικούς διαπραγματευτές και στα

⁴² Adrian, T., K. J. Kimbrough, et al. (2010). "The Federal Reserves Commercial Paper Funding Facility." , National Bureau of Economic Research.

ιδρύματα καταθέσεων. Η ρευστότητα ενισχύθηκε με τις μειώσεις του επιτοκίου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων κατά 325 μονάδες βάσης από τον Σεπτέμβριο του 2007 μέχρι τον Απρίλιο του 2008, ενώ το πρόγραμμα TAF, που χρησιμοποιούσε τον μηχανισμό των δημοπρασιών, διασφάλιζε την αποτελεσματική διοχέτευση ρευστότητας την περίοδο που η διατραπεζική αγορά είχε παγώσει. Ωστόσο, η FED στη δεύτερη φάση του προγράμματός της, αποφάσισε να χορηγήσει δάνεια απευθείας στους άμεσα επηρεαζόμενους δανειολήπτες και στις αγορές καθώς οι ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί είχαν αποδυναμωθεί και ορισμένες πιστωτικές αγορές, όπως αυτές των εμπορικών χρεογράφων, είχαν πληγεί σε σημαντικό βαθμό⁴³.

3.4 Η BoJ

3.4.1 Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΗΣ BOJ ΣΤΗΝ ΚΡΙΣΗ

Σε αντίθεση με τις τράπεζες στην Ευρώπη ή τις ΗΠΑ, οι ιαπωνικές τράπεζες επηρεάστηκαν μόνο οριακά από την οικονομική κρίση, δηλαδή, μέχρι την κατάρρευση της Lehman Brothers, επειδή ούτε είχαν επενδύσει άμεσα σε επενδυτικά προϊόντα υψηλού κινδύνου, ούτε διεξάγονταν επενδύσεις, με τη μέθοδο «originate-and-distribute' business με δομημένα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, όπως τα credit default swaps, σε μεγάλη κλίμακα⁴⁴.

Αυτή η χαμηλή συμμετοχή στις αγορές προϊόντων υψηλού κινδύνου που σχετίζονται και με τα δομημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα, είναι μια μέθοδος που ακολουθείται βάση των εμπειριών που αποκτήθηκαν κατά τη διάρκεια της πρώτης οικονομικής κρίσης το 1990, η οποία οδήγησε σε πιο συντηρητικές πολιτικές τις επιχειρήσεις και τις τράπεζες. Επιπλέον, οι τράπεζες της Ιαπωνίας έχουν επικεντρωθεί περισσότερο στις παραδοσιακές τραπεζικές υπηρεσίες και συμμετέχουν σε μικρότερο βαθμό στην παραγωγή και τη διανομή των τιτλοποιημένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων. Κατά συνέπεια, οι τράπεζες της Ιαπωνίας υπέστησαν μόνο μικρές

⁴³ Eric Engen, Thomas Laubach, and Dave Reifschneider. (2015), “*The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve’s Unconventional Monetary Policies*”, Federal Reserve Board

⁴⁴ Uwe Vollmer, Ralf Bebenroth (2010),. “*Policy Reactions to the Financial Crisis in Japan: Lessons from the 1990s*”

απώλειες από τα επενδυτικά προϊόντα υψηλού κινδύνου που σχετίζονται με απώλειες ύψους 1.040 δισεκατομμυρίων γιεν μέχρι τον Ιούνιο του 2009.

Λόγω αυτής της περιορισμένης συμμετοχής των ιαπωνικών τραπεζών στη «φούσκα» του χρηματοπιστωτικού συστήματος, η χρηματοδότηση του κόστους για επισφαλείς διατραπεζικές αγορές αυξήθηκε πολύ λιγότερο και ήταν σημαντικά λιγότερο ευμετάβλητη από στην Ευρώπη και τις ΗΠΑ. Παράλληλα, από τον Ιούνιο του 2007, το τριών μηνών LIBOR-OIS spread για το ιαπωνικό γεν αυξήθηκε περίπου 50 μονάδες βάσης, πολύ λιγότερο από ό, τι τα spreads για το ευρώ, για τη βρετανική λίρα και για το δολάριο, τα οποία αυξήθηκαν περίπου 200 μονάδες βάσης (Ευρώ), 300 μονάδες βάσης (GBP) και 350 μονάδες βάσης (USD)⁴⁵.

Επιπλέον, το επιτόκιο της διατραπεζικής αγοράς του Τόκιο (TIBOR), δηλαδή το διατραπεζικό προνομιακό επιτόκιο για τις ιαπωνική εγχώριες τράπεζες, παρέμεινε επίσης σταθερό. Εκτός από τη χαμηλή συμμετοχή σε επενδυτικά προϊόντα υψηλού κινδύνου, αυτό αποδόθηκε σε μια σταθερή καταθετική βάση των ιαπωνικών τραπεζών, οι οποίες χρηματοδοτούν μόνο το 10 τοις εκατό των υποχρεώσεων τους στη διατραπεζική αγορά.

Τέλος, τα εταιρικά ομόλογα καθώς και οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων , αυξήθηκαν στην Ιαπωνία πολύ λιγότερο από ό, τι στην Ευρώπη και στις ΗΠΑ. Ως εκ τούτου, υπάρχουν ελάχιστες ενδείξεις ότι η τρέχουσα οικονομική κρίση ξεκίνησε μέσα στην Ιαπωνία ή είναι αποτέλεσμα της υπερβολικά υψηλή διάθεση ανάληψης κινδύνου εκ μέρους των ιαπωνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.⁴⁶

3.4.2 ΤΑ ΜΕΤΡΑ ΠΟΥ ΕΛΑΒΕ Η ΒΟJ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Η Τράπεζα της Ιαπωνίας άρχισε να αντιδρά στις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές, μετά το Σεπτέμβριο του 2008, με την υλοποίηση δύο μειώσεων των επιτοκίων και αρκετών προσαρμογών στο πλαίσιο της νομισματικής πολιτικής της. Οι

⁴⁵ Bank of Japan (2009a): “Financial Market Report”, Tokyo, August.

⁴⁶ Shirakawa, M. (2008), “Recent Financial and Economic Developments and the conduct of Monetary Policy”, Bank of Japan, Tokyo, December 1, 2008, 9.

στόχοι των μέτρων που ελήφθησαν, ήταν, πρώτον η διασφάλιση της σταθερότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές και, δεύτερον, η διευκόλυνση στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων.

Παράλληλα, προκειμένου να διασφαλιστεί η σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών, αμέσως μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, η Τράπεζα της Ιαπωνίας υπέγραψε διμερή συμφωνία- μαζί με άλλες 13 κεντρικές τράπεζες- για νομισματική ρευστότητα ή πίστωση μέσω swap με τη Fed, η οποία επέτρεπε στην BoJ να αποκτήσει δολάρια από την Federal Reserve και να τα δανείζει στα εγχώρια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα⁴⁷.

Αξίζει να σημειωθεί ότι, αυτή ήταν η πρώτη φορά που η BoJ χρησιμοποίησε εγχώρια περιουσιακά στοιχεία ως εγγύηση για τη προσφορά ρευστότητας σε δολάρια. Ο σκοπός των μέτρων αυτών, ήταν να ικανοποιηθεί η αυξημένη παγκόσμια ζήτηση ρευστότητας για δολάρια ΗΠΑ και να ανακουφίσει την πίεση από τις ΗΠΑ στις βραχυπρόθεσμες αγορές χρήματος.

Για να διευκολυνθεί η χρηματοδότηση, ιδίως για τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις και να αποτρέψει μια ανατίμηση του γιεν, η Τράπεζα της Ιαπωνίας αποφάσισε να μειώσει το επιτόκιο-στόχο, δύο φορές κατά 20 μονάδες βάσης. Το νέο επιτόκιο-στόχος, ήταν η μείωση από (περίπου) 0,5 τοις εκατό σε (περίπου) 0,3 τοις εκατό στις 31 Οκτωβρίου 2008 και σε (περίπου) 0,1 τοις εκατό στις 19 Δεκεμβρίου, 2008. Στις ίδιες ημερομηνίες, το βασικό επιτόκιο δανεισμού και το βασικό επιτόκιο έκπτωσης μειώθηκαν σε 0,3 τοις εκατό και 0.1 τοις εκατό, αντίστοιχα.

Επιπλέον, η BoJ εισήγαγε μια «συμπληρωματική διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων», η οποία επιτρέπει στις τράπεζες να λαμβάνουν πληρωμές τόκων για πλεονασματικά ισοζύγια με την κεντρική τράπεζα. Το επιτόκιο που καταβάλλεται από BoJ ορίστηκε σε 0,1 τοις εκατό. Η διευκόλυνση αυτή επιτρέπει στη BoJ να προσελκύει ρευστότητα και να εμποδίζει την πτώση της τιμής του επιτοκίου σε σημαντικά χαμηλότερες τιμές από το επιτόκιο-στόχο.

⁴⁷ Bernanke, B. S. (2009a), 'Federal Reserve Programs to Strengthen Credit Markets and the Economy', Testimony before the Committee on Financial Services, US House of Representatives, Washington, DC.

Τελικά, στις 17 Μαΐου του 2009, η BoJ ανακοίνωσε την πρόθεσή της να παράσχει δάνεια στα τραπεζικά ιδρύματα της τάξεως του ενός τρισεκατομμυρίου γεν. Ανώτατο όριο για κάθε τράπεζα ορίστηκε το ποσό των 350 δισεκατομμυρίων. Για την ένταξη στο συγκεκριμένο πρόγραμμα, ήταν κατάλληλες οι τράπεζες οι οποίες λειτουργούσαν βάση των διεθνών κανόνων κεφαλοποίησης και παράλληλαν είχαν κριθεί ως φερέγγυες. Το ύψος του κάθε δανείου και το κυμαινόμενο επιτόκιο για τα πρώτα πέντε χρόνια καθορίστηκαν βάση δημοπρασίας, ωστόσο η τιμή του επιτοκίου θα αυξηθεί πέντε χρόνια μετά την εκταμίευση του δανείου (πλέον 1,5 τοις εκατό).

Ένα επιπρόσθετο μέτρο που έλαβε η BoJ για την εξασφάλιση της σταθερότητας των αγορών, ήταν επέκταση των διευκολύνσεων για τη χρηματοδότηση της οικονομίας μέσω των οποίων επιτρέπει στην BoJ να πουλάει ομόλογα της Ιαπωνικής κυβέρνησης (JBSs) με συμβάσεις επαναγοράς. Το ελάχιστο επιτόκιο για αυτές τις πράξεις κυμαινόταν από 0,5% έως 1%.

Στη συνέχεια, για την αντιμετώπιση της ύφεσης που φαινόταν να πλήγει την ιαπωνική οικονομία, η BoJ τον Οκτώβριο του 2010 δύο χρόνια μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers θέσπισε ένα σύνολο πολιτικών οι οποίες ονομάστηκαν πολιτικές νομισματικής χαλάρωσης. Εκτός, από τον καθορισμό στόχου διατήρησης του βασικού επιτοκίου από 0%-0,1% οι πολιτικές αυτές περιελάμβαναν την αγορά εμπορικών χρεογράφων (Commercial Papers), asset-backed CP (ABCP), εταιρικών ομολόγων, αμοιβαίων κεφαλαίων (ETFs) και την επένδυση σε ιαπωνικές εταιρείες ακινήτων. Αυτές οι δράσεις, με την πρώτη ματιά, αποτελούσαν ένα τολμηρό βήμα ανάλογο με τις αγορές περιουσιακών στοιχείων που εφαρμόζεται από το 2009 η Fed. Ωστόσο, οι ποσότητες που χρησιμοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια εφαρμογής των πολιτικών νομισματικής χαλάρωσης, ήταν τελικά αμελητέες. Από τον Δεκέμβριο του 2012, η Τράπεζα της Ιαπωνίας είχε αγοράσει μόνο 2 τρις ¥ εμπορικών χρεογράφων, 1.5 τρις ¥ αμοιβαίων κεφαλαίων και 3 τρις ¥ εταιρικών ομολόγων. Κάθε μία από αυτό το είδος των αγορών δεν ξεπερνούσε το σύνολο του 2% του ενεργητικού της κεντρικής τράπεζας, το οποίο ανερχόταν εκείνη την περίοδο σε 158 τρις ¥. Με αποτέλεσμα να μην υπάρχει σημαντική αύξηση στις αγορές κρατικών ομολόγων και κατά συνέπεια αύξηση στους ρυθμούς ανάπτυξης των CABs⁴⁸.

⁴⁸ Ken Kuttner., (2014) “*Monetary Policy during Japan’s Great Recession: From Self-Induced Paralysis to Rooseveltian Resolve*”.

3.5 Ο ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΣ ΣΥΝΤΟΝΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΤΑ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΑ ΠΟΣΟΤΙΚΗΣ ΧΑΛΑΡΩΣΗΣ

Αξίζει να σημειωθεί ότι, ανταποκρινόμενες στην επείγουσα ανάγκη για διασφάλιση της ομαλότητας στη λειτουργία του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος μετά την εμφάνιση της κρίσης το 2008, οι κεντρικές τράπεζες των αναπτυγμένων κρατών ανακοίνωσαν αμέσως έκτακτα μέτρα διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής. Οι νομισματικές αρχές προχώρησαν τόσο στο μεταξύ τους συντονισμό όσο και στη λήψη έκτακτων μη συμβατικών μέτρων σε εθνικό επίπεδο, αναγνωρίζοντας την ανάγκη υπέρβασης των παραδοσιακών τρόπων άσκησης νομισματικής πολιτικής για να διατηρηθεί η παροχή ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και να αποτραπεί η κατάρρευση των συναλλαγών και ένα παγκόσμιο κραχ⁴⁹.

Εκτός όμως από τον παγκόσμιο συντονισμό, όπως αναφέρθηκε, για τη μείωση των βασικών επιτοκίων και τη χορήγηση πιστώσεων μεταξύ τους, οι μεγάλες κεντρικές τράπεζες έλαβαν έκτακτα, μη συμβατικά, μέτρα με προεξάρχουσα την πολιτική της ποσοτικής χαλάρωσης (quantitative easing, QE).

Είναι γεγονός πως οι κεντρικές τράπεζες στην Αμερική και στην Ιαπωνία αρχικά και αργότερα η ΕΚΤ αναγκάστηκαν να λάβουν έκτακτα μέτρα ευρείας ποσοτικής και πιστωτικής χαλάρωσης (credit easing) καθώς, δεδομένου ότι τα ονομαστικά επιτόκια των κεντρικών τραπεζών βρίσκονταν σε σχεδόν μηδενικά επίπεδα (zero lower bound), τα συμβατικά κανάλια μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής καθίστατο πλέον αναποτελεσματικά.

Με την πολιτική ποσοτικής χαλάρωσης η κεντρική τράπεζα προβαίνει στην αγορά στοιχείων ενεργητικού (assets), συμπεριλαμβανομένων και των κρατικών ομολόγων, σε μεγάλη κλίμακα για να τονώσει την προσφορά χρήματος, να διαμορφώσει προσδοκίες για χαμηλά μεσοπρόθεσμα επιτόκια και συνεπώς για να αναθερμάνει τη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη και τις πληθωριστικές προσδοκίες. Από την άλλη, με την πολιτική πιστωτικής χαλάρωσης μια κεντρική τράπεζα (π.χ. η ΕΚΤ) αυξάνει τη δυνατότητα πρόσβασης των εμπορικών τραπεζών στα κεφάλαιά της και αύξησης των πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα.

⁴⁹ Brunnermeier, M. K. (2009). "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008." *Journal of Economic Perspectives* 23(1): 77-100.

Τα προγράμματα QE αυτών των τριών μεγάλων κεντρικών τραπεζών αρχικά προσπάθησαν να μειώσουν τους κινδύνους στη χρηματοοικονομική αγορά, αλλά πλέον χρησιμοποιούνται για διάφορους σκοπούς, μεταξύ των οποίων την επίτευξη των στόχων για τον πληθωρισμό, την τόνωση της πραγματικής οικονομίας, καθώς και την ευρωπαϊκή κρίση χρέους. Οι κεντρικές τράπεζες στις οποίες η δομή της οικονομίας τους στηρίζεται περισσότερο στο τραπεζικό σύστημα -BOJ και EKT- ανταποκρίθηκαν με δάνεια στο τραπεζικό σύστημα, ενώ εκείνη όπου οι αγορές ομολόγων είναι σχετικά πιο κυρίαρχες, η Fed -απάντησε με μεγαλύτερες ποσότητες των αγορών ομολόγων⁵⁰.

Μια αξιοσημείωτη συνέπεια μεταξύ των επεκτατικών νομισματικών πολιτικών των τριών κεντρικών τραπεζών είναι ότι, ενώ όλα τα μέτρα οδήγησαν σε απότομη αύξηση της νομισματικής βάσης, κανένα δεν οδήγησε σε απότομες αυξήσεις στα ευρύτερα νομισματικά μεγέθη. Τα ευρύτερα μακροοικονομικά μεγέθη δεν αυξήθηκαν, διότι οι τράπεζες εθελοντικά διατήρησαν την αύξηση της νομισματικής βάσης ως αποθεματικά των τραπεζών, με τη στρατηγική της διακράτησης ασφαλών και ρευστών στοιχείων ενεργητικού υψηλής ζήτησης σε περιόδους οικονομικής αβεβαιότητας. Ωστόσο, καθώς οι συνέπειες της φούσκας της αγοράς κατοικίας και της οικονομικής κρίσης φθίνουν, τα επιτόκια θα αυξηθούν και η νομισματική πολιτική θα αναπροσαρμόσουμε τελικά σε κανονικές συνθήκες⁵¹.

3.6 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ

Στο παρόν κεφάλαιο αναλύθηκαν εκτενώς, ο ρόλος που έπαιξαν, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, η FED και η BoJ τόσο στη δημιουργία της κρίσης, όσο και στην προσπάθεια διάσωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ειδικότερα, έχοντας μια συνολική εικόνα, παρατηρούμε η EKT, αρχικά, άργησε να κατεβάσει τα επιτόκια κάτω από το 1% και δεν προχώρησε ταχύτερα σε εκ νέου μείωση τους στα επίπεδα της FED επειδή αυτό θα σήμαινε τέλος της νομισματικής παρέμβασης και αρχή της δημοσιονομικής. Από την άλλη, η αμερικανική FED επέλεξε να ακολουθήσει μια

⁵⁰ Brett W. Fawley and Christopher J. Neely (2013), 'Four Stories of Quantitative Easing', Federal Reserve Bank of St. Louis Review.

⁵¹ Vasco Cúrdia & Michael Woodford, 2010. "Conventional and unconventional monetary policy," Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, issue May, pages 229-264

άκρως επεκτατική νομισματική πολιτική, υιοθετώντας ανορθόδοξα μέτρα και πρακτικές νομισματικής χαλάρωσης, όπως η αγορά μακροπρόθεσμων ομολόγων του αμερικανικού Δημοσίου, η αγορά εταιρικών ομολόγων και οι αγορές τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων. Παράλληλη πορεία με τη στρατηγική της Fed ακολούθησε και η BoJ, η οποία έλαβε έκτακτα μέτρα παροχής ρευστότητας, με παρεμβάσεις τόσο στη χρηματοδότηση του τραπεζικού συστήματος όσο και στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων.

Όπως αναφέρθηκε, τα τελευταία χρόνια της κρίσης τα προγράμματα QE που εφάρμοσαν η FED και η BoJ αρχικά, και σε μεταγενέστερο χρόνο η EKT, σε πρώτη φάση προσπάθησαν να μειώσουν τους κινδύνους στη χρηματοοικονομική αγορά, αλλά πλέον χρησιμοποιούνται για διάφορους σκοπούς, μεταξύ των οποίων την επίτευξη των στόχων για τον πληθωρισμό, την τόνωση της πραγματικής οικονομίας, καθώς και την ευρωπαϊκή κρίση χρέους.

Συμπερασματικά, ανταποκρινόμενες στην επείγουσα ανάγκη για διασφάλιση της ομαλότητας στη λειτουργία του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος μετά την εμφάνιση της κρίσης το 2008, οι εξεταζόμενες κεντρικές τράπεζες ανακοίνωσαν αμέσως έκτακτα μέτρα διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής. Οι νομισματικές αρχές προχώρησαν τόσο στο μεταξύ τους συντονισμό όσο και στη λήψη έκτακτων μη συμβατικών μέτρων σε εθνικό επίπεδο, αναγνωρίζοντας την ανάγκη υπέρβασης των παραδοσιακών τρόπων άσκησης νομισματικής πολιτικής για να διατηρηθεί η παροχή ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και να αποτραπεί η κατάρρευση των συναλλαγών και ένα παγκόσμιο κραχ⁵².

⁵² Yellen, Janet L., 2014, “Monetary Policy and Financial Stability,” speech given at the 2014 Michel Camdessus Central Banking Lecture, International Monetary Fund, Washington, D.C., July 2, 2014.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΟΙ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΚΑΙ Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΣΗΜΕΡΑ

4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Είναι αλήθεια ότι σήμερα, επτά χρόνια μετά το ξέσπασμα της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, υπάρχουν ενθαρρυντικά στοιχεία για τη σταθεροποίηση της παγκόσμιας οικονομίας καθώς προβλέπεται ανάπτυξη στο 2,8% το 2015 και στο 3.3% το 2016 σε διεθνές επίπεδο (IMF, World Economic Outlook, June 2015)⁵³.

Αναμφίβολα, η άσκηση κατάλληλης νομισματικής πολιτικής αποτέλεσε παράγοντα καθοριστικής σημασίας για την έξοδο από την παγκόσμια κρίση. Με την εμφάνιση της κρίσης ο άμεσος συντονισμός μεταξύ των κεντρικών τραπεζών των αναπτυγμένων χωρών απορρόφησε σημαντικά τους κλυδωνισμούς που προκάλεσε η αποσταθεροποίηση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος συμβάλλοντας έτσι σημαντικά στην παγκόσμια ανάκαμψη⁵⁴. Ωστόσο, η ανάκαμψη αυτή παραμένει ακόμα εύθραυστη και ανισομερής, όπως αποδεικνύει η μεγάλη απόκλιση που καταγράφεται στους ρυθμούς ανάπτυξης τόσο μεταξύ των αναπτυγμένων και αναπτυσσόμενων χωρών, όσο και εντός του μπλοκ των αναπτυγμένων χωρών.

Συγκεκριμένα, ενώ για τις αναπτυσσόμενες χώρες προβλέπεται ανάπτυξη 4,4% για το 2015, στις αναπτυγμένες χώρες το ποσοστό αυτό ανέρχεται μόλις στο 2% (IMF, June 2015) και μάλιστα με σημαντικές αποκλίσεις (συγκεκριμένα οι ΗΠΑ και Μ. Βρετανία, οι δύο πρώτες χώρες που βγαίνουν από την κρίση, αναμένουν ανάπτυξη για το 2015 στο 2.7% και 2.6% αντιστοίχως, ενώ η ευρωζώνη και η Ιαπωνία ακολουθούν προσδοκώντας ανάπτυξη μόλις 1.5% και 1.1% αντιστοίχως). Ως

⁵³ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/update/02/>

⁵⁴ Louis-Philippe Rochon, 2012, „Monetary Policy and Central Banking New Directions in Post-Keynesian Theory”, Edwar Elgar Publishing Limited

αποτέλεσμα, με δεδομένο και τους διαφορικούς πληθωρισμούς στις πιο πάνω χώρες, η έξοδος από τη διευκολυντική νομισματική πολιτική δεν προβλέπεται να γίνει το ίδιο συγχρονισμένα όπως έγινε με την έναρξη της κρίσης.

Έτσι, σήμερα η ομοσπονδιακή τράπεζα των ΗΠΑ (Fed) προχωρεί σταδιακά στη σύσφιξη της νομισματικής της πολιτικής, ενώ στον αντίποδα η ιαπωνική κεντρική τράπεζα (BoJ) συνεχίζει σθεναρά τη νομισματική πολιτική ποσοτικής χαλάρωσης και η ΕΚΤ, πέραν της πιστωτικής διευκόλυνσης που ήδη παρέχει στις εμπορικές τράπεζες της ευρωζώνης, έλαβε ακόμη και μέτρα ποσοτικής νομισματικής χαλάρωσης για να εξαλείψει τον κίνδυνο μιας παρατεταμένης περιόδου χαμηλού πληθωρισμού.

Ως αποτέλεσμα, τον τελευταίο καιρό υπάρχει γενικότερος προβληματισμός γύρω από τις αποκλίνουσες νομισματικές στρατηγικές και τον αντίκτυπο που θα μπορούσαν αυτές να έχουν στην παγκόσμια οικονομία, καθώς και ανησυχία για την πιθανότητα εμφάνισης στο εγγύς μέλλον ανταγωνιστικών συναλλαγματικών πολιτικών μεταξύ των κρατών.

4.2 ΟΙ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΗΜΕΡΑ

Σε αντίθεση όμως με την έναρξη της κρίσης, όταν οι κεντρικές τράπεζες συντονίστηκαν στη χάραξη της νομισματικής πολιτικής -λαμβάνοντας μάλιστα και μια σειρά ανορθόδοξων μέτρων για έναν κοινό σκοπό, αυτόν της αποφυγής ενός παγκόσμιου κραχ αλλά και της εξυγίανσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος, οι ίδιες σήμερα φαίνεται να υιοθετούν διαφορετικές στρατηγικές στο τελευταίο στάδιο εξόδου από την κρίση. Έτσι, με την αποκλιμάκωση της ευρωπαϊκής κρίσης χρέους (βλ. σημαντική πτώση των αποδόσεων στα κρατικά ομόλογα της ευρωπεριφέρειας) και την παγκόσμια οικονομία να παρουσιάζει σημάδια ανάκαμψης, το μεγάλο ζητούμενο σήμερα είναι εάν και με ποιο τρόπο θα τερματιστούν τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής χαλάρωσης των τελευταίων ετών προκειμένου να ομαλοποιηθεί (normalization) η νομισματική πολιτική και τα επιτόκια να επανέλθουν σε θετικά επίπεδα, χωρίς όμως να τεθεί σε κίνδυνο η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας⁵⁵. Έτσι η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ ακολουθεί σήμερα μια παράλληλη πορεία

⁵⁵ Stein, Jeremy C., 2014, "Incorporating Financial Stability Considerations into a Monetary Policy Framework," speech given at the International Research Forum on Monetary Policy, Washington, D.C., March 21, 2014.

επιστροφής στην ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής, ενώ στον αντίποδα βρίσκονται αυτές της Ιαπωνίας και η ΕΚΤ.

4.2.1 Η ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΤΗΣ ΕΚΤ

Λόγω των παρατεινόμενων αδυναμιών και στασιμότητας των ευρωπαϊκών οικονομιών, η ΕΚΤ εφαρμόζει από τα τέλη του 2014 προγράμματα ενίσχυσης της ρευστότητας στην πραγματική οικονομία, ύψους €400 δις με τρία σκέλη:

- α) μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση (TLTROs-Targeted Long-Term Refinancing Operations) προς τις τράπεζες προκειμένου αυτές, με τη σειρά τους, να παράσχουν ρευστότητα προς τις επιχειρήσεις,
- β) αγορές τιτλοποιημένων δανείων (Asset Backed Securities)
- γ) αγορές καλυμμένων ομολόγων.

Η ΕΚΤ προχώρησε, εξάλλου, τον Ιανουάριο 2015 στην ανακοίνωση μέτρων ευρείας ποσοτικής χαλάρωσης (Quantitative Easing-QE) με την εξαγγελία αγοράς κρατικών ομολόγων των κρατών-μελών της Ευρωζώνης (στη δευτερογενή αγορά), η οποία ξεκίνησε το Μάρτιο 2015⁵⁶. Τούτο έχει οδηγήσει στη μείωση του κόστους δανεισμού των κρατών-μελών της Ευρωζώνης, κάτι που εκτιμάται ότι θα συμβάλει ακολούθως στην τόνωση της ανάπτυξης και την αντιμετώπιση του αποπληθωρισμού. Το πρόγραμμα θα έχει διάρκεια, τουλάχιστον σύμφωνα με τα νέα δεδομένα, μέχρι το Μάρτιο του 2017 και θα αφορά αγορές €60 δις το μήνα (συνολικό ύψος €1080 δις) και περιλαμβάνει τα εξής:

- 1) μηνιαίο όριο στην αγορά ομολόγων, έως 33% της συνολικής ονομαστικής αξίας των τίτλων κάθε κράτους-μέλους που είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης στη δευτερογενή αγορά,

⁵⁶ Henning, C.R. (2015), “The ECB as a Strategic Actor: Central Banking in a Politically Fragmented Monetary Union”, School of International Service Research Paper No. 2015-1, Washington, D.C

2) περιορισμός κινδύνου ζημιών ΕΚΤ στο 20% (το υπόλοιπο 80% θα βαρύνει την κεντρική τράπεζα του κάθε κράτους-μέλους

3) προς στιγμινή εξαίρεση Ελλάδας, Κύπρου «μέχρι την επιτυχή ολοκλήρωση της αξιολόγησης».

4.2.2 Η ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΤΗΣ FED

Συγκεκριμένα, η Fed προχωρεί αργά αλλά σταθερά στην αναδίπλωση της νομισματικής χαλάρωσης και συγκεκριμένα: α) στη σταδιακή απόσυρση του προγράμματος αγοράς ομολόγων έχοντας μειώσει μέχρι σήμερα την παρεχόμενη ρευστότητα κατά 40 δισ., στα 45 δισ. δολάρια μηνιαίως και β) στη διεύρυνση του περιεχομένου της πολιτικής εμπροσθοβαρούς καθοδήγησης (forward guidance) αφαιρώντας την αναφορά στο δείκτη της ανεργίας 6.5% καθώς «η οικονομία είναι τόσο περίπλοκη ώστε η νομισματική πολιτική δεν μπορεί προσδιορίζεται στη βάση ενός μακροοικονομικού δείκτη» (Yellen).

Με άλλα λόγια η ομοσπονδιακή τράπεζα των ΗΠΑ θα συνεκτιμά περισσότερους παράγοντες πέρα από την ανεργία και τον πληθωρισμό για να καθορίσει τη νομισματική της πολιτική, όπως εκτίμηση περισσότερων δεικτών για την κατάσταση της αγοράς εργασίας (βλ. ώρες εργασίας, μακροπρόθεσμη ανεργία κλπ.) και κυρίως την αύξηση των μισθών καθώς οι μεταβολές στην αγορά εργασίας αντικατοπτρίζονται στους μισθούς. Όμως, ακόμη και αν η ανεργία υποχωρήσει σε επιθυμητό επίπεδο, οι μισθοί αυξηθούν και ο πληθωρισμός πλησιάσει προς το μακροπρόθεσμο στόχο του 2%, οι γενικότερες οικονομικές συνθήκες θα μπορούσαν, για ορισμένο χρονικό διάστημα, να καταστήσουν αναγκαία τη διατήρηση του βασικού επιτοκίου σε χαμηλά επίπεδα.

Σήμερα, ακόμα και αν οι αναθεωρήσεις των ποσοστών ανεργίας προς τα κάτω, δηλαδή για το 2015 από 5.75% στο 5,1 δημιουργεί κάποια συγκρατημένη αισιοδοξία για την αναθέρμανση της αμερικανικής οικονομίας, ο χαμηλός πληθωρισμός στο 1.8%, δηλαδή κάτω από τον στόχο του 2% μαζί με τις νέες προβλέψεις για χαμηλότερη ανάπτυξη της αμερικανικής οικονομίας -όχι περισσότερο από 3% το

2015 και 2016- συνιστά σοβαρό λόγο για τη διατήρηση των επιτοκίων στο σημερινό επίπεδο για μακρότερο χρονικό διάστημα⁵⁷.

Μέχρι σήμερα η πολιτική σύσφιγξης της ποσοτικής χαλάρωσης έχει οδηγήσει στην άνοδο των αποδόσεων στα 10-ετή κρατικά ομόλογα (σήμερα κοντά στο 2.79%), στην πτώση του χρηματιστηρίου και στην ανατίμηση του αμερικανικού νομίσματος έναντι του ευρώ και του γεν.

4.2.3 Η ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΤΗΣ BoJ

Ωστόσο, στον αντίποδα της τρέχουσας πολιτικής της Fed, κινείται τα τελευταία περίπου 15 χρόνια η κεντρική τράπεζα της Ιαπωνίας. Συγκεκριμένα, η BoJ εξακολουθεί και σήμερα να εφαρμόζει επίμονα επεκτατική ποσοτική (αλλά και πιστωτική) χαλάρωση, καθώς υπάρχουν ενδείξεις πως οι προσπάθειες νομισματικής τόνωσης της οικονομίας και τα μέτρα δημοσιονομικής επέκτασης δεν έχουν καταφέρει ακόμη να αποφέρουν τα προσδοκώμενα αποτελέσματα για την ολική αναθέρμανση της ιαπωνικής οικονομίας⁵⁸.

Οι εξαγωγές της τρίτης μεγαλύτερης οικονομίας του κόσμου - τα προϊόντα της οποίας ανταγωνίζονται αυτά των ΗΠΑ και της Ευρώπης - παραμένουν σε χαμηλότερα του αναμενόμενου επίπεδα. Η αύξηση του φόρου κατανάλωσης από το 5% στο 8% την 1η Απριλίου 2014 και στο 10% τον Οκτώβριο του 2015 προκαλεί επιπλέον ανησυχία για μείωση των καταναλωτικών δαπανών και για περαιτέρω επιβράδυνση της ανάπτυξης που προβλέπεται να ανέλθει στο 1.1% το 2015⁵⁹.

4.3 Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΚΑΙ ΤΟ ΑΜΕΣΟ ΜΕΛΛΟΝ ΤΗΣ

Με την εμφάνιση της παγκόσμια κρίσης το 2008, ο άμεσος συντονισμός μεταξύ των κεντρικών τραπεζών των αναπτυσσόμενων χωρών απορρόφησε σημαντικά τους

⁵⁷ Taylor, Alan M., 2015, "Credit, Financial Stability, and the Macroeconomy," NBER Working Papers 21039, National Bureau of Economic Research, Inc.

⁵⁸ <http://www.economist.com/freeexchange/2015/10/monetary-policy-japan>

⁵⁹ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/update/02/>

κλυδωνισμούς που προκάλεσε η αποσταθεροποίηση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος συμβάλλοντας έτσι σημαντικά στην παγκόσμια ανάκαμψη⁶⁰. Ωστόσο, η ανάκαμψη αυτή παραμένει ακόμα εύθραυστη και ανισομερής, όπως αποδεικνύει η μεγάλη απόκλιση που καταγράφεται στους ρυθμούς ανάπτυξης τόσο μεταξύ των αναπτυγμένων και αναπτυσσόμενων χωρών, όσο και εντός του μπλοκ των αναπτυγμένων χωρών.

Ως αποτέλεσμα, με δεδομένο και τους διαφορικούς πληθωρισμούς στις πιο πάνω χώρες, η έξοδος από τη διευκολυντική νομισματική πολιτική δεν προβλέπεται να γίνει το ίδιο συγχρονισμένα όπως έγινε με την έναρξη της κρίσης. Οι αγορές φαίνεται να προεξοφλούν: α) τη σύσφιξη της νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ και Αγγλία με αποτέλεσμα τα νομίσματά τους να δέχονται ανατιμητικές πιέσεις, β) τη συνέχιση μιας διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής από την ΕΚΤ με αποτέλεσμα να αυξάνονται οι υποτιμητικές και πληθωριστικές προσδοκίες στην ευρωζώνη⁶¹, γ) τη συνέχιση της νομισματικής επέκτασης από την ιαπωνική κεντρική τράπεζα με αποτέλεσμα το γιεν να δέχεται ισχυρές υποτιμητικές πιέσεις. Από την άλλη μεριά, η ροή κεφαλαίων από τις αναπτυσσόμενες αγορές προς τις αναπτυγμένες οικονομίες εξαιτίας του tapering προκαλεί ανατιμητικές πιέσεις τόσο στο δολάριο όσο και στο ευρώ καθιστώντας αβέβαιη οποιαδήποτε πρόβλεψη για την τελική συναλλαγματική ισοτιμία αυτών μεσοπρόθεσμα. Εν κατακλείδι, υπάρχει σήμερα ένας γενικότερος προβληματισμός γύρω από τις αποκλίνουσες νομισματικές στρατηγικές και τον αντίκτυπο που θα μπορούσαν να έχουν στην παγκόσμια οικονομία, καθώς και ανησυχία για την πιθανότητα εμφάνισης στο εγγύς μέλλον ανταγωνιστικών συναλλαγματικών πολιτικών μεταξύ των κρατών.

⁶⁰ McCulloch, N., Schmidt, A. and Summer, A. (2009) 'The Global Financial Crisis, Developing Countries and Policy Responses', IDS In Focus Policy Briefing 7.1

⁶¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp091109.en.html>

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η χρηματοπιστωτική κρίση που ξέσπασε το 2008, όπως άλλωστε συμβαίνει με όλες τις κρίσεις, είχε πολλαπλές αιτίες. Στο επίκεντρό της εντοπίστηκαν προβλήματα που είχαν δημιουργηθεί από την χαλαρή εποπτεία και την ελλιπή ρύθμιση του χρηματοοικονομικού συστήματος των ανεπτυγμένων χωρών. Οι υπερβολές στις χρηματοοικονομικές αγορές προκλήθηκαν, σε μεγάλο βαθμό, και από την αποτυχία των κεντρικών τραπεζών να ασκήσουν ορθά τα καθήκοντά τους. Παράλληλα, με τα βασικά επιτόκια να διολισθαίνουν συνεχώς οι κεντρικές τράπεζες αναγκάστηκαν να εφαρμόσουν καινοτόμα και μη συμβατικά μέτρα. Βασικός σκοπός της εργασίας, ήταν η συγκριτική ανάλυση της νομισματικής πολιτικής που ακολούθησε η ΕΚΤ (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα), η FED (Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ) και η BoJ (Ιαπωνική Κεντρική Τράπεζα) για την αντιμετώπιση της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 καθώς και η καταγραφή των πολιτικών που ακολουθούν σήμερα στο τελευταίο στάδιο πριν την έξοδο από την κρίση.

Αρχικά, καθε μία εκ των τριών κεντρικών τραπεζών, ΕΚΤ, FED και BoJ, έχει τη δική της ταυτότητα, την δική της ιστορία, με διαφορετικά οικονομικά αποτελέσματα, ακολουθώντας αυτόνομη οικονομική πολιτική και ασκώντας έτσι ξεχωριστή επιρροή στο εκάστοτε οικονομικό γίγνεσθαι. Φυσικά δεν μπορούμε να κρίνουμε ποια θεωρείται καλύτερη ή χειρότερη γιατί ανήκουν και δρουν σε διαφορετικές οικονομίες, βάζοντας έτσι τον θεμέλιο λίθο όπου θα βασιστούν αυτές οι μεγάλες οικονομίες και θα καθορίσουν τη μελλοντική τους εξέλιξη.

Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση έπληξε το σύνολο, σχεδόν, της παγκόσμιας οικονομίας με τις επιπτώσεις της να τραντάζουν τα θεμέλια ισχυρότατων οικονομιών όπως της Αμερικής, της Ιαπωνίας και της Ευρώπης. Απέναντι στην νέα αυτή οικονομική πραγματικότητα που διαμορφώθηκε στο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα υπήρξαν διαφορετικές προσεγγίσεις όσον αφορά τον τρόπο διαχείρισης της κρίσης και της αντιμετώπισης των επιπτώσεων της από τις ΗΠΑ, την Ευρωπαϊκή Ένωση και την Ιαπωνία και ακολούθως από τις τρεις πιο σημαντικές κεντρικές τράπεζες στον πλανήτη, τη FED, την ΕΚΤ και BoJ. Οι χώρες αυτές καθώς και η Ευρωπαϊκή Ένωση αναγκάστηκαν να αναθεωρήσουν πολλές από τις πολιτικές που ακολουθούσαν όλα αυτά τα χρόνια τόσο σε επίπεδο νομισματικής όσο και σε επίπεδο δημοσιονομικής πολιτικής και να προσαρμοστούν στα νέα δεδομένα.

Κατά την γνώμη μου, η αντίδραση των κεντρικών τραπεζών στην κρίση, εφαρμόζοντας νομισματική και δημοσιονομική χαλάρωση, ήταν άμεση και ισχυρή. Παρενέβησαν, αποφασιστικά στις χρηματοπιστωτικές αγορές σε μια πρωτοφανή κλίμακα και με διαδοχικές κινήσεις που συνεχίζονται μέχρι σήμερα, προκειμένου να αποτραπεί η κατάρρευση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Για να αναχαιτιστεί η οξεία φάση της κρίσης, εκτός από τη δραματική μείωση των επιτοκίων για τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, οι κεντρικές τράπεζες προχώρησαν στην υιοθέτηση μη συμβατικών μέτρων. Αυτά περιλάμβαναν, μεταξύ άλλων, παροχή άφθονης ρευστότητας προς τις τράπεζες έναντι ευρύτερου φάσματος εγγυήσεων για την άμβλυνση των πιέσεων στη διατραπεζική αγορά, παρέμβαση σε συγκεκριμένες πιστωτικές αγορές για την ενίσχυση της ρευστότητάς τους καθώς και άμεσες αγορές ομολόγων για τη διευκόλυνση των συνθηκών χρηματοδότησης.

Ωστόσο, μια από τις σημαντικές παρακαταθήκες της κρίσης είναι ότι «ταρακούνησε» τις κεντρικές τράπεζες για τους κινδύνους που είναι εγγενείς στη σύγχρονη χρηματοοικονομική και στο σύστημα των αγορών γενικότερα. Οι κεντρικές τράπεζες υπό το φόβο ακόμα πιο δυσμενών εξελίξεων στην παγκόσμια οικονομία, αναγκάστηκαν να αποκλίνουν από τον νομισματικό τους συντηρητισμό, προκειμένου να σώσουν το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Αποδείχθηκε ότι η νομισματική σταθερότητα δεν εγγυάται και την χρηματοοικονομική σταθερότητα, ενώ αναδείχτηκαν οι ανεπάρκειες και οι αδυναμίες στην αρχιτεκτονική και στην εφαρμογή της ρύθμισης και εποπτείας του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Είναι σκόπιμο λοιπόν, οι προσπάθειες διάσωσης της παγκόσμιας οικονομίας να επικεντρωθούν σε μεταρρυθμίσεις που αφορούν την μικροπροληπτική και μακροπροληπτική εποπτεία καθώς και σε ζητήματα ρύθμισης των αγορών, των hedge funds, των οίκων αξιολόγησης και των κεφαλαιακών απαιτήσεων των τραπεζών.

Οι κεντρικές τράπεζες καθίστανται υπεύθυνες για τον έλεγχο του συστημικού κινδύνου. Αυτό γιατί ως δανειστές έσχατης ανάγκης είναι σε θέση να επικεντρώνονται στους ευρύτερους συστημικούς κινδύνους και να έχουν μια ολοκληρωμένη άποψη τόσο για τα επιμέρους χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όσο και για το χρηματοπιστωτικό σύστημα ως σύνολο. Ακόμα και όταν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μεμονωμένα είναι ισχυρά, ο συστημικός κίνδυνος μπορεί να προκύψει ως αποτέλεσμα των διασυνδέσεων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, των αγορών και των υποδομών. Η μακροληπτική προσέγγιση στην εποπτεία πρέπει να λαμβάνει υπόψη αυτές τις εξωτερικότητες. Επομένως, είναι απαραίτητο το παγκόσμιο

χρηματοπιστωτικό σύστημα να αναπροσαρμοστεί κατόπιν της παγκόσμιας κρίσης, καθώς ενώ η χρηματοπιστωτική κρίση είχε ως αφετηρία την οικονομία των ΗΠΑ, η παγκοσμιοποίηση την μετέφερε ραγδαία σε όλη την υφήλιο.

Βέβαια, οι αποκλίνουσες νομισματικές στρατηγικές σήμερα, στο τελευταίο στάδιο εξόδου από τη διεθνή κρίση, και με αφορμή τη σταδιακή απόσυρση του προγράμματος αγοράς ομολόγων της Fed που δυνητικά έχει όλα τα χαρακτηριστικά ενός παγκόσμιου σοκ, μπορούν να προκαλέσουν απρόβλεπτες αναταράξεις στην παγκόσμια οικονομία, π.χ. μέσω πιθανόν ανταγωνιστικών υποτιμήσεων.

Είναι αλήθεια ότι σε ένα διεθνές μακροοικονομικό περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από μεγάλη συναλλαγματική αβεβαιότητα και χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης υπάρχει το ενδεχόμενο κάποια κράτη να εμπλακούν σε «νομισματικό ανταγωνισμό» για να τονώσουν την οικονομία τους και αυξήσουν την απασχόληση, με δεδομένο ότι τα επιτόκια είναι μηδενικά και τα περιθώρια της δημοσιονομικής πολιτικής ασφυκτικά, γεγονός που εγείρει το ζήτημα μιας συντονισμένης πορείας των νομισματικών αρχών στο τελικό αυτό στάδιο εξόδου από την παγκόσμια κρίση και σε μια εποχή που οι συναλλαγματικές ισοτιμίες δεν αποτελούν επίσημο στόχο (target) της νομισματικής πολιτικής στις αναπτυγμένες χώρες.

Συμπερασματικά, θεωρώ ότι η νομισματική πολιτική πρέπει να ενεργεί προληπτικά, κατά τρόπο προσανατολισμένο στο μέλλον, αφού οι σημερινές μεταβολές που επιλέγουν οι κεντρικές τράπεζες δε θα επηρεάσουν το επίπεδο των τιμών παρά μόνο έπειτα από κάποια τρίμηνα ή κάποια έτη. Για τον λόγο αυτό, επίκεντρο των σημερινών αποφάσεων και ενεργειών τους πρέπει να είναι η επίδραση που θα ασκήσουν στη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών μελλοντικά. Επίσης, 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 του πληθωρισμού, η οποία οφείλεται, για παράδειγμα, στις μεταβολές των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων και θα πρέπει να επιδιώκει τη σταθεροποίηση των προσδοκιών για τον πληθωρισμό. Για τον σκοπό αυτό, οι κεντρικές τράπεζες οφείλουν να καθορίζουν τον πρωταρχικό τους στόχο, να αναπτύξουν και να ακολουθεί μια συνεπή και συστηματική μέθοδο άσκησης της νομισματικής πολιτικής και να επικοινωνούν με το κοινό με σαφήνεια και ειλικρίνεια. Κατ' αυτόν τον τρόπο εδραιώνουν την αξιοπιστία τους, η οποία τους είναι απαραίτητη για να μπορούν να

επηρεάζουν τις προσδοκίες των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών⁶². Παράλληλα, 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.

Τέλος, το σίγουρο είναι ότι παρά τις συνεχείς προσπάθειες των κεντρικών τραπεζών, θα χρειαστεί ακόμα αρκετός χρόνος για να επέλθει η ανάπτυξη. Η χρηματοπιστωτική κρίση, αν και με μειωμένη ένταση, αποτελεί ακόμα μια πραγματικότητα και πλέον είναι επιτακτική η ανάγκη εύρεσης εκείνων των μέτρων που θα περιορίσουν ακόμα περισσότερο την ύφεση και θα επαναφέρουν το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα και την παγκόσμια οικονομία σε πιο στέρεες και υγιείς βάσεις.

⁶² Crotty James (2009) *“Structural Causes of the global Financial Crisis”*, Working Papers Nr. 2008-14, University of Massachusetts Amherst, Department of Economics

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

Eurobank EFG Economic Research, (2009), *“Η κρίση του 2007-2009: τα αίτια, η αντιμετώπιση και οι προοπτικές”*

E.K.T. (2008), *“ Η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ “*, Νοέμβριος 2008”, σελ. 8-9

Τράπεζα της Ελλάδος – Ευρωσύστημα (2013) *Νομισματική Πολιτική 2012 – 2013*, Αθήνα, Τράπεζα της Ελλάδος.

Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (2011) *“Η Εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής στη Ζώνη του Ευρώ”*, *Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης*, Φρανκφούρτη, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

Τράπεζα της Ελλάδος - Ευρωσύστημα (2010) *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2009*, Αθήνα, Τράπεζα της Ελλάδος.

Τράπεζα της Ελλάδος - Ευρωσύστημα (2014d) *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2013*, Αθήνα, Τράπεζα της Ελλάδος.

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

Ξενόγλωσση

ECB, Monthly Bulletin, July 2011, ‘ *The ECB’s non- standard measures- Impact and Phasing-out*’, p. 65 & ECB, Annual Report 2009, p. 17-18

ECB. (2004, February). “The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area: General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures”

Scheller, H.K. (2006) *Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα – Ιστορία, Καθήκοντα και Λειτουργίες*, 2η έκδοση, Φρανκφούρτη, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

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

Charles P. Kindleberger, ‘ *Manias, Panics, and Crashes: A History of financial Crises*’ (New York: Basic Books, 1979)

- Krugman P., «Return of Depression Economics and the Crisis of 2008», Εκδόσεις Norton W, 2008.
- Ken Kuttner., (2014) “*Monetary Policy during Japan’s Great Recession: From Self-Induced Paralysis to Rooseveltian Resolve*”.
- Robert Gilpin., (2009), “*Global Political Economy: Understanding the International Economic Order*”
- McCallum A. & Smets F. (2007): “*Real wages and monetary policy transmission in the euro area*”, Kiel Working Paper, No. 1360.
- Aiginger K., (2009), “*The Current Economic Crisis: Causes, Cures and Consequences*”
- Reavis C., (2009), “*The Global Financial Crisis of 2008 – 2009: The Role of Greed, Fear and Oligarchs*”
- P.Askenazy και D. Cohen, (2010), “*Οικονομική κρίση: αίτια και προοπτικές*”
- Seneviratne D., (2009), “*Global Financial Crisis – Lessons For the Future*”
- Duca J. V., Muellbauer J., Murphy A., (2010), “*Housing markets and the financial crisis of 2007–2009: Lessons for the future*”
- Seneviratne D., (2009), “*Global Financial Crisis – Lessons For The Future*”
- Richter F., Wahl P.,(2011), “*The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone*”
- Goodhart C.A.E., (2010), “*The Changing Role of Central Banks*”
- Ryan J., (2009), “*The Greenspan Federal Reserve Role in the Financial Crisis*”
- Uwe Vollmer, Ralf Bebenroth (2010),. “*Policy Reactions to the Financial Crisis in Japan: Lessons from the 1990s*”
- Dieter Gerdesmeier, Francesco Paolo Mongelli and Barbara Roffia (2007) “*The Eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan Similarities AND Differences*”
- Belke A., Klose J., (2010), “*(How) Do the ECB and the Fed React to Financial Market Uncertainty? The Taylor Rule in Times of Crisis*”
- Cecioni M., Ferrero G. and Secchi A., “*Unconventional monetary policy in theory and practice*”, BANCA D’ ITALIA, September 2011
- White L. H., (2009), “*Federal Reserve Policy and the Housing Bubble*”
- Eichengreen B., (2010), “*Macroeconomic and Financial Policies Before and After the Crisis*”
- Stein J.L., (2011), “*The crisis, Fed, Quants and stochastic optimal control*”
- Bank of Japan (2009a): “*Financial Market Report*”, Tokyo, August.

- Shirakawa, M. (2008), “*Recent Financial and Economic Developments and the conduct of Monetary Policy*”, Bank of Japan, Tokyo, December 1, 2008, 9.
- Bernanke, B. S. (2009a), ‘*Federal Reserve Programs to Strengthen Credit Markets and the Economy*’, Testimony before the Committee on Financial Services, US House of Representatives, Washington, DC.
- Brett W. Fawley and Christopher J. Neely (2013), ‘*Four Stories of Quantitative Easing*’, Federal Reserve Bank of St. Louis Review.
- Dominguez K. M. E., (2006), “ *The European Central Bank, the Euro, and Global Financial Markets* ”, Journal of Economic Perspectives, Vol.20, No. 4, 67–88.
- Duca J. V., Muellbauer J., Murphy A., (2010), “ *Housing markets and the financial crisis of 2007–2009: Lessons for the future* ”, Journal of Financial Stability, 6 , 203–217.
- Henning, C.R. (2015), “*The ECB as a Strategic Actor: Central Banking in a Politically Fragmented Monetary Union*”, School of International Service Research Paper No. 2015-1, Washington, D.C
- Eric Engen, Thomas Laubach, and Dave Reifschneider. (2015), “*The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve’s Unconventional Monetary Policies*”, Federal Reserve Board
- Yellen, Janet L., 2014, “*Monetary Policy and Financial Stability*,” speech given at the 2014 Michel Camdessus Central Banking Lecture, International Monetary Fund, Washington, D.C., July 2, 2014.
- Taylor, Alan M., 2015, “*Credit, Financial Stability, and the Macroeconomy*,” NBER Working Papers 21039, National Bureau of Economic Research, Inc.
- ECB, 2014, “*Capturing the Financial Cycle in Euro Area Countries*,” ECB Financial Stability Review, November.
- McCulloch, N., Schmidt, A. and Summer, A. (2009) ' *The Global Financial Crisis, Developing Countries and Policy Responses*', IDS In Focus Policy Briefing 7.1
- Crotty James (2009) “ *Structural Causes of the global Financial Crisis*”, Working Papers Nr. 2008-14, University of Massachusetts Amherst, Department of Economics
- Louis-Philippe Rochon, 2012,. “*Monetary Policy and Central Banking New Directions in Post-Keynesian Theory*”, Edwar Elgar Publishing Limited
- Vasco Cúrdia & Michael Woodford, 2010. “*Conventional and unconventional monetary policy*,” Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, issue May, pages 229-264
- Brunnermeier, M. K. (2009). “*Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008*.” Journal of Economic Perspectives 23(1): 77-100.

Armantier, O., S. Krieger, et al. (2008). *"The Federal Reserve's Term Auction Facility."* Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance 14(5).

Adrian, T., K. J. Kimbrough, et al. (2010). *"The Federal Reserves Commercial Paper Funding Facility."* , National Bureau of Economic Research.

Cour-Thimann, P & Winkler, B 2012, *"The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure"*, Oxford Review of Economic Policy, vol. 28, pp. 765-803

Scheller, HK 2006, *"The European Central Bank: history, role and functions"*, 2nd rev. ed., European Central Bank, Frankfurt am Main, pp. 51-91

The Federal Reserve System 2013, *"The Federal Reserve System: Its Purposes and Functions"*, Fed, Washington, D.C., pp. 1-50

Kuttner, K. N., and Mosser, P. C. (2002). *"The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions"*. Economic Policy Review. May, Federal Reserve Bank of New York

Διαδικτυακοί Τόποι / Ιστοσελίδες

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.en.html> [Πρόσβαση στις 28 Ιουλίου 2015]

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.en.html> [Πρόσβαση στις 29 Ιουλίου 2015]

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/objective/html/index.en.html>

http://www.economicsonline.co.uk/Global_economics/EU_monetary_policy.html [Πρόσβαση στις 3 Αυγούστου 2015]

<https://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/index.html/> [Πρόσβαση στις 10 Αυγούστου 2015]

<https://www.boj.or.jp/en/about/outline/index.html/> [Πρόσβαση στις 11 Αυγούστου 2015]

<https://www.boj.or.jp/en/about/activities/principle.htm/> [Πρόσβαση στις 25 Αυγούστου 2015]

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100317a.htm>

[Πρόσβαση στις 15 Σεπτεμβρίου 2015]

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20110505a.htm>

[Πρόσβαση στις 15 Σεπτεμβρίου 2015]

<https://www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/structure-and-functions/monetary-policy> [Πρόσβαση στις 20 Οκτωβρίου 2015]

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150417.en.html> [Πρόσβαση στις 20 Σεπτεμβρίου 2015]

<http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2015/10/monetary-policy-japan>

[Πρόσβαση στις 30 Οκτωβρίου 2015]

<http://www.wsj.com/articles/bank-of-japan-keeps-monetary-policy-unchanged-1446176117> [Πρόσβαση στις 30 Οκτωβρίου 2015]

<http://www.investopedia.com/university/thefed/fed3.asp> [Πρόσβαση στις 05 Νοεμβρίου 2015]

<http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/NomPol20142015.pdf> [Πρόσβαση στις 15 Νοεμβρίου 2015]

<http://www.bloombergview.com/quicktake/europes-qe-quandary> [Πρόσβαση στις 09 Δεκεμβρίου 2015]

<https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html> [Πρόσβαση στις 09 Δεκεμβρίου 2015]

http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_001.el.html [Πρόσβαση 08 Ιανουαρίου 2016].

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp091109.en.html> [Πρόσβαση 08 Ιανουαρίου 2016].

<http://www.economist.com/freeexchange/2015/10/monetary-policy-japan> [Πρόσβαση 09 Ιανουαρίου 2016].