

Οι καινοτομίες στη νομισματική πολιτική στην ευρωζώνη από το 2007 έως σήμερα

Παναγιώτης Αλεξάκης

ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΕΘΝΙΚΟ ΚΑΙ ΚΑΠΟΔΙΣΤΡΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Περίληψη

Το άρθρο αναφέρεται στη νομισματική πολιτική που ασκήθηκε στην ευρωζώνη από την έναρξη της τελευταίας κρίσης έως σήμερα. Στην αρχή παρουσιάζει τον μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στην οικονομική δραστηριότητα περιγράφοντας τα βασικά κανάλια μέσω των οποίων μεταδίδεται, όπως αυτά προσδιορίζονται στο υπόβαθρο τόσο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων όσο και της αγοράς κεφαλαίου. Με τις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές καινοτομίες, τη διογκούμενη αγορά κεφαλαίου, τα πιστωτικά πρότυπα και το κανονιστικό πλαίσιο, διαμορφώθηκε το τραπεζικό πλαίσιο ανάληψης κινδύνων και ακολούθησε η χρηματοπιστωτική κρίση. Αυτό με τη σειρά του επέδρασε στην αλυσίδα μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής η οποία κατακερματίστηκε. Κάτω από αυτές τις συνθήκες οι νομισματικές αρχές ανέλαβαν δράση με συμβατικά και μη συμβατικά μέτρα άσκησης νομισματικής πολιτικής για τη διασφάλιση του μηχανισμού μετάδοσης. Η ανάλυση δείχνει ότι τα συνολικά μέτρα ανέκοψαν τον δυσμενή αντίκτυπο της κρίσης. Έχουν, ωστόσο, περιορισμούς, αφού δεν προσφέρουν μάλλον λύση για τη μακροπρόθεσμη σταθερότητα και τα διαρθρωτικά θέματα του χρηματοπιστωτικού τομέα, καθώς μάλιστα ο αντίκτυπος της κρίσης επιμηκύνεται, ενώ η κατάσταση της νομισματικής πολιτικής παραμένει διευκολυντική. Η ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής συνεπάγεται την εξάλειψη των μη συμβατικών μέτρων, αλλά και διαρθρωτικές αλλαγές και μεταρρυθμίσεις.

Επιθυμώ να ευχαριστήσω θερμά τον Δρ Νικόλαο Μαγγίνα, Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, για τις δημιουργικές παρατηρήσεις του κατά τη συγγραφή αυτής της εργασίας. Ευχαριστώ επίσης τη Δρ Άννα Βασίλα, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, για τα χρήσιμα σχόλιά της.

1. Εισαγωγή

Η παγκόσμια οικονομία βρίσκεται αντιμέτωπη με σφοδρή ένταση στις χρηματοπιστωτικές αγορές για περισσότερο από τρία χρόνια. Απαντώντας σε αυτές τις εξελίξεις οι κυβερνήσεις και οι κεντρικές τράπεζες έχουν αναλάβει αποφασιστική δράση. Υπό το πλαίσιο αυτό, το άρθρο εξετάζει τον τρόπο με τον οποίο η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) έχει αξιολογήσει, σηματοδοτήσει και υλοποιήσει τη νομισματική πολιτική στην ευρωζώνη για τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών κατά την τελευταία χρηματοπιστωτική κρίση.

Η ένταση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, η διάχυσή της στην πραγματική οικονομία και η συνεπαγόμενη υψηλή αβεβαιότητα έχουν καταστήσει σύνθετη την αξιολόγηση των κανόνων σε ό,τι αφορά τη σταθερότητα των τιμών και τον τρόπο με τον οποίο η νομισματική πολιτική είναι ικανή να επιδράσει στην οικονομία της ευρωζώνης. Το τμήμα 2 αναφέρεται στον μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Το τμήμα 3 περιγράφει την αξιολόγηση της κατάστασης της νομισματικής πολιτικής σε κανονικές συνθήκες, αλλά και πώς η χρηματοπιστωτική κρίση έχει δυσκολέψει την αποτελεσματική άσκησή της. Το τμήμα 4 εστιάζεται σε βελτιώσεις του χρηματοπιστωτικού κανονιστικού πλαισίου ικανές να επιδράσουν στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής. Το τμήμα 5 περιλαμβάνει τα συμπεράσματα.

2. Η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής

Οι αποφάσεις πολιτικής των κεντρικών τραπεζών βασίζονται στην αξιολόγηση της κατάστασης της νομισματικής πολιτικής. Η νομισματική πολιτική επιδρά στη διαμόρφωση των επιτοκίων και των τιμών στην οικονομία, μέσα από διάφορα κανάλια, και έτσι επηρεάζει την οικονομική δραστηριότητα και τον πληθωρισμό (ECB, 2000, 2001, 2010a). *Λειτουργεί δηλαδή ένας μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής* στις αγορές χρήματος, στα επιτόκια καταθέσεων και δανεισμού. Οι μεταβολές στα επιτόκια επιδρούν στις αποφάσεις για κατανάλωση και επενδύσεις, οι οποίες στη συνέχεια προσδιορίζουν το επίπεδο των τιμών. Αυτό το κανάλι μετάδοσης είναι γνωστό ως *το κανάλι των επιτοκίων*. Επιπροσθέτως, οι μεταβολές των επιτοκίων επηρεάζουν έμμεσα την πραγματική οικονομία επιδρώντας στο κόστος εξωτερικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων όσο και στην ικανότητα των τραπεζών να δανείζουν. Η επίδραση των μεταβολών της νομισματικής πολιτικής στην προσφορά τραπεζικών δανείων είναι γνωστή ως *το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού*.

Στη βιβλιογραφία, το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού αποτελεί την *πρώτη διάσταση* αυτού που γενικά αποκαλείται ως *πιστωτικό κανάλι* και βασίζεται στη διπλή φύση των τραπεζών ως κατόχων καταθέσεων, υποστηριζόμενων από αποθεματικά, και ως δημιουργών δανείων. Υπονοεί, επιπροσθέτως, ότι οι επιχειρήσεις, μετά από μια περιοριστική μεταβολή στη νομισματική πολιτική και μείωση της προσφοράς πιστώσεων, δεν μπορούν, χωρίς κόστος, να αντικαταστήσουν την απώλεια των τραπεζικών πιστώσεων με άλλες μορφές χρηματοδότησης και μάλλον πρέπει να περιορίσουν τις επενδυτικές τους δαπάνες. Ωστόσο, *η δεύτερη διάσταση* υποστηρίζει την ισχύ *του ευρύτερου πιστωτικού καναλιού* για τη νομισματική πολιτική (Gertler and Gilchrist, 1993, Oliver and Rudebusch, 1996, Bernanke and Gertler, 1989, Stiglitz, 1992). Αυτό το κανάλι εστιάζει στην προσφορά κεφαλαίων τόσο από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όσο και από τις αγορές κεφαλαίου. Σημειώνει ότι όλα τα είδη της εξωτερικής χρηματοδότησης είναι ατελή υποκατάστατα των εσωτερικών κεφαλαίων μιας επιχείρησης. Επικρατεί ασύμμετρη πληροφόρηση που αυξάνει το κόστος, δημιουργώντας ένα ασφάλιστρο κόστους (cost premium) για τα εξωτερικά κεφάλαια ως αποζημίωση προς τους δανειστές για το αναμενόμενο κόστος διαχείρισης και αποτιμήσεων. Το μέγεθος αυτού του ασφάλιστρου εξαρτάται από την κατάσταση της νομισματικής πολιτικής. Ένας περιορισμός της μπορεί να αυξήσει το ασφάλιστρο για όλα τα είδη εξωτερικών κεφαλαίων, καθώς χειροτερεύουν οι ισολογισμοί των επιχειρήσεων, μειώνονται οι παρεχόμενες εγγυήσεις και καταλήγει στη μείωση της δαπάνης. Αντιθέτως, σε περιόδους νομισματικής χαλάρωσης δεν παρατηρείται σημαντική μεταβολή στη σχέση μεταξύ ρευστότητας και επενδύσεων από την επικρατούσα σε άλλες περιόδους. Διαμορφώνεται έτσι και μια ασυμμετρία αποτελεσμάτων μεταξύ των δύο θέσεων νομισματικής πολιτικής.

Συνδυάζοντας λοιπόν τα δύο κανάλια, υποστηρίζεται ότι η νομισματική πολιτική ασκεί άμεσες επιδράσεις στη συνολική δαπάνη οι οποίες δεν λειτουργούν μόνο μέσω παραδοσιακών διαύλων επιτοκίων. Ενώ οι χρηματοπιστωτικές αγορές διαδραματίζουν βασικό ρόλο στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής και στην ενίσχυση της αποτελεσματικότητάς της, η νομισματική πολιτική μεταβάλλει τις συνθήκες της αγοράς πιστώσεων και αυτές ενισχύουν και διασπείρουν τις επιδράσεις των αρχικών νομισματικών διαταραχών, λειτουργώντας τόσο μέσω ενός καναλιού τραπεζικού δανεισμού όσο και μέσω ενός ευρύτερου πιστωτικού καναλιού. Έτσι οι άμεσες επιδράσεις της νομισματικής πολιτικής στα επιτόκια ενισχύονται από τις ενδογενείς μεταβολές στο ασφάλιστρο της εξωτερικής χρηματοδότησης.

Τέσσερις σημαντικές εξελίξεις έχουν λάβει χώρα στην οικονομία της ευρωζώνης από τις αρχές του 2000, οι οποίες είναι πιθανό να επιδρούν στον μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής (ECB, 2009a): *Πρώτον*, η συνεχής διαδικασία *διαρθρωτικής μεταρρύθμισης*, ιδιαίτερα στις αγορές εργασίας και προϊόντων (McCallum and Smets, 2007). *Δεύτερον*, η είσοδος του *ευρώ*, η οποία έχει εξαλείψει κινδύνους συναλλαγματικών ισοτιμιών μεταξύ των μελών της ευρωζώνης (Smets and Peersman, 2001, Boivin et al., 2008). *Τρίτον*, ο ταχύς ρυθμός *χρηματοπιστωτικών και νέων χρηματοπιστωτικών εργαλείων* για τη διαχείριση κινδύνων, καθώς και οι σημαντικές μεταβολές στο *κανονιστικό πλαίσιο διακυβέρνησης των τραπεζών*. Τέλος, αναφέρεται η τελευταία *χρηματοπιστωτική κρίση* που δημιούργησε απειλή στην ορθή λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης.

Επιπροσθέτως, *η συγκεντροποίηση των αποφάσεων νομισματικής πολιτικής* στην ευρωζώνη επέφερε ένα νομισματικό καθεστώς υψηλού βαθμού αξιοπιστίας και καθαρής εστίασης στη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Μια άμεση επίδραση αυτού είναι οι καλύτερες και πιο στέρεα αγκυροβολημένες προσδοκίες για τον πληθωρισμό. Περαιτέρω, υπάρχει *μαρτυρία για μετατροπή της καμπύλης Phillips σε πιο επίπεδη*, δηλαδή, για την ύπαρξη μιας ασθενέστερης σχέσης μεταξύ «κενού προϊόντος» και πληθωρισμού (Calza, 2008). Μια πιθανή εξήγηση αυτού είναι ότι η νομισματική πολιτική έχει καταστεί περισσότερο αξιόπιστη από την εισαγωγή του ευρώ. Σαν αποτέλεσμα, μια άνοδος στην οικονομική δραστηριότητα είναι λιγότερο πιθανό να οδηγήσει σε αύξηση στον προσδοκώμενο πληθωρισμό.

Σχετικά με το κανάλι μετάδοσης του τραπεζικού δανεισμού, νέες διαστάσεις εμπλουτίζουν την αντίληψη για τον τρόπο επίδρασης της νομισματικής πολιτικής στη χορήγηση δανείων και στην ανάληψη κινδύνων από τις τράπεζες, όταν αναλυθούν οι συνέπειες και των *χρηματοπιστωτικών καινοτομιών*, της *χρηματοδότησης από την αγορά*, καθώς και η επίδραση των εποπτικών κανονισμών *σχετικά με την επάρκεια κεφαλαίων* των τραπεζών. Η ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών καινοτομιών ήταν ραγδαία και ευνοήθηκε από το ευρώ και τη χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση. Περιέλαβε τη δραματική επέκταση των δραστηριοτήτων τιτλοποίησης και την αυξημένη εξάρτηση των πηγών χρηματοδότησης από την αγορά, όπως είναι τα ομόλογα και οι καλυμμένες ομολογίες, σε αντίθεση με τις καταθετικές πηγές, σε συνδυασμό με τη θεαματική αύξηση σε μέγεθος των θεσμικών επενδυτών. Συμπληρώθηκε με τη δυνατότητα μετακύλισης του κινδύνου εκτός ισολογισμού μέσω παράγωγων προϊόντων, όπως είναι οι ανταλλαγές πιστωτικής αθέτησης (credit default swaps), γεγονός που διευκολύνει την περαιτέρω παροχή πιστώσεων βοηθώντας έτσι στην ανακούφιση κεφαλαιακών περιορισμών. *Σαν αποτέλεσμα, οι χρηματοπιστωτικές καινοτομίες τείνουν να καθιστούν το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού λιγότερο αποτελεσματικό* υπό κανονικές συνθήκες, κάτι που υποστηρίζει και η μαρτυρία για την ευρωζώνη πριν το 2007 (Altunbas et al., 2009, Loutskina and Strahan, 2006).

Ωστόσο, ενώ *η χαμηλότερη εξάρτηση από τις τραπεζικές καταθέσεις* μπορεί να προστατεύσει τις τράπεζες από τυχόν χρηματοδοτικούς περιορισμούς, *αυξάνει την επίδραση των συνθηκών των χρηματοπιστωτικών αγορών* πάνω στην *ικανότητα των τραπεζών να αποκτήσουν κεφάλαια*. Υπάρχει κίνδυνος να *αντιστραφεί ο ρόλος της τιτλοποίησης* ως απορροφούσας τις διαταραχές για τον τραπεζικό δανεισμό *όταν οι χρηματοπιστωτικές αγορές αντιμετωπίζουν δυσκολίες*. Μάλιστα, οι σχετικοί χρηματοδοτικοί περιορισμοί που προέκυψαν εντατικοποίησαν την ορμή της χρηματοπιστωτικής κρίσης (Hempell and Sorensen, 2009).

Το επίπεδο των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών έχει επίσης ταυτοποιηθεί ως *παράγοντας επίδρασης στην προσφορά τραπεζικών δανείων*. Αυτός ο μηχανισμός, ο οποίος ισχυροποιεί το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού, αναφέρεται ως *το κανάλι τραπεζικών κεφαλαίων* της νομισματικής πολιτικής. Είναι ιδιαίτερα σημαντικός

σε δύσκολες περιόδους όταν τα κεφάλαια σπανίζουν, οι τράπεζες δυσκολεύονται να αντλήσουν κεφάλαια και χορηγούν λιγότερα δάνεια (Altunbas et al., 2004).

Περαιτέρω, η νομισματική πολιτική επιδρά στο τραπεζικό κίνητρο ανάληψης κινδύνων κατά τη χορήγηση δανείων. Αυτός ο μηχανισμός που αναφέρεται ως *το κανάλι ανάληψης κινδύνων* της νομισματικής πολιτικής, συμπληρώνει την αντίληψη για το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού (Maddaloni and Peydro, 2010). Ενώ το τελευταίο εστιάζει στην ποσότητα δανείων που προσφέρεται, το πρώτο δίνει έμφαση στην επίδραση της νομισματικής πολιτικής στους κινδύνους που δέχονται να αναλάβουν οι τράπεζες. *Λειτουργεί μέσω δύο μηχανισμών: πρώτον*, τα χαμηλά επιτόκια οδηγούν σε άνοδο των αξιών των περιουσιακών στοιχείων και των ενεχύρων και ωθούν τους δανειζόμενους και τις τράπεζες να αναλάβουν υψηλότερους κινδύνους. *Δεύτερον*, τα χαμηλά επιτόκια καθιστούν ελκυστικότερα τα πιο επικίνδυνα περιουσιακά στοιχεία, καθώς οι φορείς διερευνούν για υψηλότερες αποδόσεις. Όλα αυτά *χαλαρώνουν τα πιστωτικά πρότυπα (moral hazard)* και οδηγούν σε προβλήματα στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής, η οποία πρέπει να εστιαστεί πρωταρχικά στη σταθερότητα των τιμών. Χαμηλά βραχυπρόθεσμα επιτόκια «ανοίγουν την όρεξη» των τραπεζών, σε όρους τόσο ποσότητας όσο και τιμών παρεχόμενων δανείων. Αυτή η επίδραση και η ανάληψη υψηλότερου κινδύνου είναι ισχυρότερη σε υψηλότερα επίπεδα δραστηριοτήτων τιλοποίησης μαζί με *τη δυνατότητα μετακύλισης του πιστωτικού κινδύνου και την ανεπαρκή παρακολούθηση*.

Η εξάπλωση σύνθετων χρηματοπιστωτικών δομών, οι οποίες δεν υπόκεινται σε υγιή κανονιστική εποπτεία και έχουν ροπή σε υψηλά επίπεδα μόχλευσης, ήταν ένας από τους παράγοντες που αποτέλεσε το έναυσμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Γενικότερα, παρατηρήθηκαν η συχνά υπερβολική διάθεση ανάληψης κινδύνου από μέρους των τραπεζών με επενδύσεις εκ μέρους τους σε πιο επικίνδυνες περιοχές, καθώς και οι ακραίες χρηματοοικονομικές καινοτομίες στις διογκούμενες αγορές παροχής χρηματοδότησης (funding markets). Αυτές κατέστησαν τις *τράπεζες αυξητικά εξαρτώμενες από τις κεφαλαιαγορές* και τις εκεί επικρατούσες συνθήκες, επιδρώντας στη διαμεσολαβητική τους λειτουργία αλλά και επηρεάζοντας την ασκούμενη νομισματική πολιτική. Η αλλαγή των επιχειρηματικών μοντέλων που ακολούθησαν οι τράπεζες με έμφαση στην τιλοποίηση, η συσσώρευση ανισορροπιών και η χαλάρωση των πιστοδοτικών κανόνων αποτέλεσαν το υπόβαθρο για την κατανόηση της πρώτης φάσης της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης έως και ένα εξάμηνο μετά την κατάρρευση της τράπεζας Lehman Brothers. Με την έναρξη της κρίσης αυτό το επιχειρηματικό μοντέλο των τραπεζών διεκόπη, καθώς οι τράπεζες δεν δύναντο να αντλήσουν κεφάλαια. Η διατραπεζική αγορά πρακτικά σταμάτησε, όπως και το ευρύτερο πιστωτικό κανάλι της εξωτερικής χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις αλλά και για τις τράπεζες. Η διάλυση της αγοράς τιλοποίησης αποτέλεσε μια κύρια δύναμη περιορισμού των χρηματοπιστωτικών προϊόντων από την αρχή της χρηματοπιστωτικής αναστάτωσης (Maddaloni and Peydro, forthcoming).

Οι πιο πάνω εξελίξεις είναι πιθανό να έχουν η κάθε μία οδηγήσει σε μεταβολές στον μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Ωστόσο, η επίδραση των μεταβολών των επιτοκίων στο προϊόν και στις τιμές ασκείται κατά διαφορετικούς και συχνά αντιμαχόμενους τρόπους. Η εμπειρική ανάλυση εισηγείται ότι η μεταβολή στον συνολικό μηχανισμό μετάδοσης είναι αμφιλεγόμενη. Συγκρίνοντας τις επιδράσεις της νομισματικής πολιτικής στο πραγματικό ΑΕΠ και στον πληθωρισμό πριν και μετά το ευρώ, εξάγεται ότι οι διαφορές μεταξύ των δύο περιόδων δεν είναι στατιστικά σημαντικές (Gerke et al., 2009, Cecioni and Neri, 2010). Είναι ως εκ τούτου δύσκολο να συμπεράνει κανείς ότι η συνολική επίδραση της νομισματικής πολιτικής στο προϊόν και στον πληθωρισμό έχει μεταβληθεί κατά την περασμένη δεκαετία.

3. Αξιολόγηση της κατάστασης της νομισματικής πολιτικής και ενέργειες της κεντρικής τράπεζας

3.1 Αξιολόγηση σε κανονικές συνθήκες

Η κατάσταση (stance) της νομισματικής πολιτικής ορίζεται ως η συνεισφορά της νομισματικής πολιτικής στις οικονομικές, χρηματοπιστωτικές και νομισματικές εξελίξεις. Η αξιολόγησή της προσδιορίζει *κατά πόσο* αυτή η συνεισφορά είναι *σύμφωνη με τον πρωταρχικό στόχο της ΕΚΤ που είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών* (ECB, 2010a) και περιέχει δύο στοιχεία: i) τον σχηματισμό άποψης για την προοπτική του πληθωρισμού μεσοπρόθεσμα και για τους κινδύνους που συνδέονται με τη σταθερότητα των τιμών, και ii) τον προσδιορισμό της συνεισφοράς της νομισματικής πολιτικής στην οικονομία της ευρωζώνης και στη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών.

Αυτή η αξιολόγηση αποτελεί μια δύσκολη εργασία, με δεδομένη την αβεβαιότητα που περιβάλλει τις οικονομικές συνθήκες, τη λειτουργία της οικονομίας και τον ίδιο τον μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. *Έχει ως υποδομή δύο πυλώνες, την οικονομική ανάλυση και τη νομισματική ανάλυση*, που παρέχουν συμπληρωματικές εκτιμήσεις για τις προοπτικές στις εξελίξεις στις τιμές.

Επιτυχάνοντας την κατάλληλη μεσοπρόθεσμη στάση νομισματικής πολιτικής, *η Εκτελεστική Επιτροπή της ΕΚΤ πρωταρχικώς καθορίζει τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ*. Αυτά αποτελούν το *ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς (bid rate)* στις κύριες λειτουργίες αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια στις οριακές πιστωτικές διευκολύνσεις και στις καταθετικές διευκολύνσεις, τα οποία αποτελούν έναν «διάδρομο» γύρω από το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς (ECB, 2010a). Στη συνέχεια, το Ευρωσύστημα «αναδευεί» τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αγοράς εντός αυτού του διαδρόμου, πλησιέστερα προς το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς, μέσω λειτουργιών νομισματικής πολιτικής^{1, 2}. Οι μεταβολές σε αυτά τα επιτόκια μεταδίδονται στα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων, επηρεάζοντας μεταβλητές όπως το χρήμα, την ανάπτυξη της πίστης και τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Αυτά με τη σειρά τους, μαζί με εξωγενείς παράγοντες, οδηγούν σε μεταβολές στη μακροοικονομική ζήτηση και προσφορά, και τελικά στον πληθωρισμό.

3.2 Αξιολόγηση σε ανώμαλες περιόδους

3.2.1 Σύνοψη παρουσίαση της εκδήλωσης της κρίσης και της λογικής του πακέτου μέτρων

Η χρηματοπιστωτική αναστάτωση εκδηλώθηκε τον Αύγουστο του 2007, καθώς τα *ασφάλιστρα κινδύνου* στα διατραπεζικά δάνεια *εξακοντίστηκαν* και οι συναλλαγές μειώθηκαν ταχέως. Η *αβεβαιότητα* μεταξύ των τραπεζών *για την πιστοληπτική ικανότητα των αντισυμβαλλομένων* κατέστη ευρύτατη. Τον Σεπτέμβριο του 2008, όταν με την κατάρρευση της Lehman Brothers αναδύθηκε η δυνατότητα αποτυχίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, γενικά, *τα επιτοκιακά περιθώρια (spreads) έφθασαν σε ιστορικά υψηλά επίπεδα*. Η συνεχής χειροτέρευση των συνθηκών στην αγορά χρήματος *αύξησε τη μεταβλητότητα των επιτοκίων*. Κατέστη εμφανής η δυσλειτουργία του πρώτου σταδίου του μηχανισμού μετάδοσης από τα ελεγχόμενα από την κεντρική τράπεζα επιτόκια προς τα αγοραία επιτόκια. Η έντονη αποστροφή προς τον κίνδυνο και η αδυναμία αγοραίας

¹ Το Ευρωσύστημα αποτελείται από την ΕΚΤ και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει τα ευρώ. Διοικείται από το Διοικητικό Συμβούλιο και την Εκτελεστική Επιτροπή της ΕΚΤ.

² Οι λειτουργίες της νομισματικής πολιτικής σηματοδοτούν την έναρξη της μετάδοσης της κατάστασης της νομισματικής πολιτικής με τη μεταβολή του οριακού κόστους αναχρηματοδότησης των τραπεζών, μέσω της κατανομής ενός ποσού ρευστότητας που επιτρέπει στα πιστωτικά ιδρύματα της ευρωζώνης να εκπληρώσουν τις ανάγκες τους σε ρευστότητα, σε τιμή που βρίσκεται σε συμφωνία με τα βασικά επιτόκια τα οποία θέτουν οι νομισματικές αρχές. Πιο συγκεκριμένα, η ΕΚΤ συνήθως ασκεί τις κύριες λειτουργίες αναχρηματοδότησης με τη διαδικασία των προσφορών *με μεταβαλλόμενα επιτόκια* στα οποία ισχύει το ελάχιστο βασικό επιτόκιο.

αποτίμησης των σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων, όξυναν τον εκλαμβανόμενο κίνδυνο των αντισυμβαλλομένων, οδηγώντας σε δυσλειτουργία της διατραπεζικής αγοράς και συνεπώς σε αδυναμία ελέγχου των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων με τις συμβατικές μεθόδους από την κεντρική τράπεζα.

Έτσι, η πρώτη διασύνδεση στην αλυσίδα μετάδοσης, ανάμεσα στην κεντρική τράπεζα και στα πιστωτικά ιδρύματα, κινδύνευσε να ανακοπεί ή να αδυνατίσει σημαντικά (ECB, 2009β, 2009γ, Cassola et al., 2008, Holthausen and Pill, 2010). Η διεύρυνση των επιτοκιακών περιθωρίων είχε άμεση επίδραση στα επιτόκια δανεισμού και στο αυξημένο κόστος άντλησης χρηματοδότησης από την αγορά. Η πτώση της ικανότητας των τραπεζών να αντλήσουν κεφάλαια, αύξησε σημαντικά τα πιστωτικά πρότυπα που καθορίστηκαν για την έγκριση χορηγήσεων και πιστωτικών γραμμών σε επιχειρήσεις. Περαιτέρω, κατέστη δύσκολο να εκτιμηθεί η φύση και η έκταση των χρηματοπιστωτικών εξελίξεων και η διάχυσή τους στην πραγματική οικονομία.

Με την εξάλειψη της εμπιστοσύνης στη διατραπεζική αγορά και την περιέλευση σε μη λειτουργική της αγοράς χρήματος, ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής κατακερματίστηκε. Πράγματι, η πρώτη φάση της διαδικασίας μετάδοσης στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό στη διαμεσολάβηση εντός του τραπεζικού τομέα. Σαν αποτέλεσμα, κατέστη πιο δύσκολο να εκτιμηθούν δύο κεντρικά στοιχεία: i) η προοπτική της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα, που στη συγκεκριμένη περίοδο αφορούσε και θέματα αποπληθωρισμού, και ii) η συνεισφορά της νομισματικής πολιτικής σε αυτή την προοπτική. Μόνη η τυπική αντίδραση της νομισματικής πολιτικής, δηλαδή, να μειωθούν τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ, ίσως ήταν ανεπαρκής για τη διασφάλιση της διατήρησης της σταθερότητας των τιμών. Τρία κύρια ζητήματα έπρεπε να αντιμετωπισθούν άμεσα (ECB, 2010β). Πρώτον, να μειωθούν οι εντάσεις στην αγορά χρήματος (η πρώτη διασύνδεση στην αλυσίδα μετάδοσης). Δεύτερον, να προσαρμοσθούν γρήγορα τα επιτόκια πολιτικής σε χαμηλά επίπεδα. Τρίτον, η κατάσταση στο τραπεζικό σύστημα απαιτούσε, επιπρόσθετα, μη συμβατικά μέτρα, συμπεριλαμβανομένων και των περιορισμών στα πιστωτικά πρότυπα από τις τράπεζες, για να παραμείνουν πλήρως λειτουργικές οι περαιτέρω διασυνδέσεις στην αλυσίδα μετάδοσης, από τις τράπεζες προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις.

Η εικόνα των ασυνήθιστων περιστάσεων κατέστησε περισσότερο σύνθετη την αξιολόγηση της νομισματικής πολιτικής από την κεντρική τράπεζα, αλλά και την άσκησή της σε ένα περιβάλλον αυξημένης αβεβαιότητας. Η αντίληψη των στρεβλώσεων που επιδρούσαν στον μηχανισμό μετάδοσης και διάχυσης της χρηματοπιστωτικής αναστάτωσης στην πραγματική οικονομία οδήγησαν σε έναν σχεδιασμό ενεργειών νομισματικής πολιτικής, ώστε να σταματήσει αυτή η διάχυση και οι συνδεδεμένοι κίνδυνοι στη σταθερότητα των τιμών, μεσοπρόθεσμα.

Στην αρχή της χρηματοπιστωτικής αναστάτωσης, όταν εμποδίστηκε σφοδρά η πρόσβαση σε ρευστότητα στις αγορές χρήματος, το Ευρωσύστημα επεδίωξε να διασφαλίσει την αποφυγή μείζονος συστημικής χρηματοπιστωτικής κρίσης. Αντέδρασε με την προσαρμογή του χρόνου και της περιόδου λήξης των μηχανισμών της παροχής ρευστότητας, ώστε να ικανοποιήσει τις χρηματοδοτικές ανάγκες των τραπεζών. Βασίστηκε στο υπάρχον λειτουργικό πλαίσιο για την απορρόφηση των διαταραχών στην αγορά χρήματος – σε λειτουργίες αναχρηματοδότησης, συμμετοχή όλων των πιστωτικών ιδρυμάτων της ευρωζώνης, ευρεία αποδοχή περιουσιακών στοιχείων ως ενεχύρων. Τα μέτρα που ελήφθησαν κατά την πρώτη φάση δεν ήταν μάλλον πολύ σημαντικά. Ωστόσο, η ΕΚΤ υιοθέτησε και ένα μη συμβατικό μέτρο: τη λειτουργία παροχής ρευστότητας σε δολάρια ΗΠΑ από τις κεντρικές τράπεζες³.

Κατά τη δεύτερη φάση από το φθινόπωρο 2008, η αναστάτωση εξελίχθηκε σε παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και προξένησε σφοδρή πτώση στην οικονομία της ευρωζώνης. Δημιουργήθηκε η ανάγκη για σημαντικότερα μέτρα διασφάλισης του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, καθώς η στενή σχέση μεταξύ βασικών επιτοκίων και επιτοκίων αγοράς χρήματος είχε λάβει μια διαφορετική και πιο περίπλοκη μορφή (Stark, 2009, Trichet, 2009, Tumpel-Gugerell, 2010). Με δεδομένη τη μεταβολή στην αξιολόγηση των κινδύνων σε ό,τι αφορά τη σταθερότητα των τιμών, τα επιπρόσθετα μέτρα χρειαζόνταν ώστε να διαφυλάξουν περισσότερο ενάντια σε μια συστημική κρίση ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα της ευρωζώνης, να υποστηρίξουν τη μετάδοση των επιτοκιακών αποφάσεων της ΕΚΤ και να επαυξήσουν τη ροή πιστώσεων.

³ Η πιο ενδελεχής ανάλυση των μέτρων που αναφέρονται στη συνέχεια παρουσιάζεται στα μηνιαία δελτία της ΕΚΤ, Monthly Bulletin, January 2010, σελ. 67-71 και Monthly Bulletin, May 2010, σελ. 94-96.

3.2.2 Τα μέτρα που υιοθετήθηκαν

3.2.2.1 Προσαρμογή επιτοκίων

Κατά τους τελευταίους μήνες του 2008 και τους πρώτους μήνες του 2009, η κρίση στην αγορά χρήματος επεκτάθηκε στην πραγματική οικονομία και σε άλλα τμήματα της χρηματοπιστωτικής αγοράς. Σαν αποτέλεσμα, η ΕΚΤ μείωσε σταδιακά το επιτόκιο πολιτικής από 4,25% τον Σεπτέμβριο του 2008, στο 1,00% τον Μάιο του 2009 (325 μονάδες βάσης), σε επίπεδα που δεν έχουν λάβει χώρα τουλάχιστον από τον Β΄ παγκόσμιο πόλεμο και μετά.

Τη μείωση των βασικών επιτοκίων ΕΚΤ ακολούθησε η μείωση των βασικών επιτοκίων αγοράς τα οποία επηρεάζονται και καθοδηγούνται από τη διαμόρφωση του ελάχιστου επιτοκίου προσφοράς της ΕΚΤ. Το EURIBOR τριών μηνών μειώθηκε κατά περίπου 436 μονάδες βάσης μεταξύ Σεπτεμβρίου 2008 και Φεβρουαρίου 2010^{4, 5}.

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

Πέρα από τα πιο πάνω, *η προσαρμογή των τραπεζικών επιτοκίων παρέμεινε αποτελεσματική κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής αναστάτωσης* και η φύση της μετάδοσης δεν διέφερε πολύ από την ισχύουσα κατά τη διάρκεια των περιόδων οικονομικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας (Sorensen and Werner, 2009).

3.2.2.2 Μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής

Καθώς οι εντάσεις στις αγορές χρήματος εμπόδισαν την ικανότητα των τραπεζών παροχής χρηματοδότησης στην οικονομία, *η μείωση των βασικών επιτοκίων* πολιτικής θα ήταν *λιγότερο αποτελεσματική στην απουσία επιπρόσθετων πολιτικών* χρηματοπιστωτικής υποστήριξης. Έτσι αποφασίστηκε και η *επαυξημένη πιστωτική υποστήριξη* (ΕΠΥ) που αποτελείται από *μη-συμβατικά μέτρα υποστήριξης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και της ροής πιστώσεων*. Αυτά τα μέτρα προωθήθηκαν από την ανάγκη να διασφαλιστεί η συνεχής αποτελεσματικότητα της μετάδοσης της συμβατικής νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία και τελικά στην εξέλιξη στις τιμές, σε ένα περιβάλλον όπου το χρηματοπιστωτικό σύστημα βρισκόταν κάτω από σημαντική πίεση. *Ήλθαν ως εκ τούτου να συμπληρώσουν τις συμβατικές αποφάσεις για τα επιτόκια*, παρά να τα υποκαταστήσουν. Το διοικητικό συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε για το επίπεδο των επιτοκίων που ήταν κατάλληλο για να εκπληρώσει την εντολή της σταθερότητας των τιμών και στη συνέχεια υλοποίησε μια σειρά μη συμβατικών μερών που επέβλεπαν στη διασφάλιση ότι αυτή η κατάσταση της νομισματικής πολιτικής μεταδίδεται με επιτυχία στην οικονομία ως σύνολο. Η ΕΠΥ είχε άμεση επίδραση στα επιτόκια και στην προσφορά πιστώσεων, επιδιώκοντας κυρίως να αντιμετωπίσει τους κινδύνους ρευστότητας των τραπεζών και πρόσβασής τους σε ξένο νόμισμα. Ειδικότερα, η ΕΠΥ αποτελείται από *σειρά πέντε μέτρων*:

⁴ EURIBOR, το επιτόκιο με το οποίο μια τράπεζα είναι διατεθειμένη να δανείσει κεφάλαια σε ευρώ σε άλλη τράπεζα. Υπολογίζεται καθημερινά για τις διατραπεζικές καταθέσεις, για διάφορες διάρκειες έως 12 μηνών.

⁵ Οι λειτουργίες της νομισματικής πολιτικής διατηρούν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς χρήματος κοντά στο επίπεδο που προσδιορίζεται από αυτές τις αποφάσεις. Σε κανονικές συνθήκες το EONIA (επιτόκιο τοποθετήσεων διάρκειας μιας ημέρας της διατραπεζικής αγοράς) βρίσκεται πολύ πλησίον του βασικού επιτοκίου πολιτικής. Σε ακραίες συνθήκες, όταν τα ανοίγματα στην αγορά χρήματος (δηλαδή μεταξύ του EURIBOR και του επιτοκίου στα OIS (Overnight Index Swaps) ήταν ασυνήθιστα υψηλά, η ΕΚΤ υιοθέτησε απεριόριστη χορήγηση ρευστότητας (full allotment) σε *σταθερά επιτόκια* στις λειτουργίες αναχρηματοδότησης, ώστε να αντισταθμιστούν οι ανωμαλίες στα ανοίγματα των επιτοκίων της αγοράς χρήματος και να φθάσει το EONIA να κυμαίνεται σε επίπεδο πλησιέστερα στο επιτόκιο καταθέσεων.

- i. Η ΕΚΤ υιοθέτησε τη διαδικασία προσφορών σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή –απεριόριστη χορήγηση ρευστότητας – στο επιτόκιο πολιτικής της, σε όλες τις λειτουργίες αναχρηματοδότησης. Οι τράπεζες δανείζονται όση ρευστότητα επιθυμούν από το Ευρωσύστημα, εφόσον μπορούν να την αντιστοιχίσουν με ενέχυρο. Επεδίωξε να ενισχύσει τη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση των τραπεζών μετριάζοντας τον δυνητικό αρνητικό αντίκτυπο στη διαθεσιμότητα πιστώσεων προς την οικονομία (Οκτώβριος 2008).
- ii. Η ΕΚΤ επεξέτεινε την ήδη ευρεία λίστα αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων ως ενεχύρων στις λειτουργίες αναχρηματοδότησης, επαυξάνοντας την πρόσβαση των τραπεζών σε ρευστότητα κατά τη διάρκεια της κρίσης (Οκτώβριος 2008).
- iii. Πέραν των εξαμηνιαίων μη κανονικών λειτουργιών που ίσχυαν ήδη, η ΕΚΤ αποφάσισε την ανάληψη τριών λειτουργιών αναχρηματοδότησης υπό σταθερό επιτόκιο με δωδεκάμηνη περίοδο λήξης. Η επιμήκυνση της μέγιστης περιόδου λήξης των λειτουργιών αναχρηματοδότησης από τρεις μήνες πριν την κρίση σε ένα έτος, οδήγησε σε μείωση των απαιτήσεων αναχρηματοδότησης των τραπεζών, βραχυπροθέσμως (δεύτερο ήμισυ 2009).
- iv. Η ΕΚΤ επαύξησε την παροχή αναχρηματοδότησης σε δολάρια ΗΠΑ, προσφέροντας απεριόριστη παροχή έναντι αποδεκτού ενέχυρου σε ευρώ. Επίσης, αύξησε τον ορίζοντα λήξης των λειτουργιών σε δολάρια που προσέφερε (μέχρι τρεις μήνες), ενώ εισήγαγε και λειτουργίες παροχής ρευστότητας σε ελβετικά φράγκα. Έτσι επιδιώχθηκε να αντιμετωπιστούν οι ανάγκες χρηματοδότησης περιουσιακών στοιχείων σε ξένο νόμισμα των τραπεζών της ευρωζώνης (πρώτο ήμισυ 2008).
- v. Η ΕΚΤ ενεργοποίησε την αγορά καλυμμένων ομολόγων που εκδίδονται στην ευρωζώνη (Ιούλιος του 2009). Η αγορά καλυμμένων ομολόγων αντιπροσωπεύει μια μείζονα πηγή χρηματοδότησης των τραπεζών. Αυτό το μέτρο προήγαγε τις πρωτογενείς εκδόσεις και μείωσε τα ιδιαίτερα αυξημένα ανοίγματα αυτής της αγοράς, βοηθώντας στην αναγέννηση της πληγείσας αγοράς.

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

Μάλιστα, η εμπειρική ανάλυση πάνω στην αποτίμηση της αποτελεσματικότητας των μη συμβατικών μέτρων της ΕΚΤ (Giannone et al., 2011) εστιάζεται στο κατά πόσο, στο πλαίσιο της χρηματοπιστωτικής κρίσης, έχει διατηρηθεί η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στην ευρωζώνη. Δηλαδή, κατά πόσο τα μη συμβατικά μέτρα έχουν αντισταθμίσει τον αντίκτυπο της χρηματοπιστωτικής κρίσης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, έτσι ώστε να διατηρηθεί το κανονικό πρότυπο της μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στο μακροοικονομικό επίπεδο. Η ανάλυση δείχνει ότι τόσο οι βραχυπρόθεσμες τραπεζικές πιστώσεις σε μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις όσο και η στενά οριζόμενη προσφορά χρήματος Μ1 συμπεριφέρθηκαν όπως την περίοδο προ της κρίσης. Έτσι αυτά τα μέτρα ήταν αποτελεσματικά στη συγκράτηση του άμεσου αντίκτυπου της χρηματοοικονομικής κρίσης, προστατεύοντας, τουλάχιστον μερικώς, τον μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής από την κρίση κατά την κρίσιμη περίοδο μετά τη στιγμή της πτώχευσης της Lehman. Με την έννοια αυτή υποστηρίχθηκαν η χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση, η πιστωτική επέκταση και η οικονομική δραστηριότητα στην ευρωζώνη. Υπήρξε επιτυχία με αυτή την έννοια.

Ωστόσο, η ανάλυση διακρίνει και τους περιορισμούς των μη συμβατικών μέτρων της ΕΚΤ, σημειώνοντας ότι δεν μπορούν να προσφέρουν μόνιμες λύσεις σε σημαντικά διαρθρωτικά θέματα του χρηματοπιστωτικού τομέα τα οποία πρέπει να αντιμετωπιστούν άμεσα. Συγκεκριμένα, τα μέτρα αυτά δεν φαίνεται να επέδρασαν, όχι αναλογικά αλλά καθόλου, στην ευρύτερη προσφορά χρήματος Μ3. Αυτό δείχνει την αδυναμία του υποδείγματος του πολλαπλασιαστή χρήματος και την ανάγκη περαιτέρω εργασίας ώστε να γίνει αντιληπτή η συμπεριφορά του τραπεζικού συστήματος και η διάδρασή του με την πραγματική οικονομία. Τα μέτρα δεν υποστηρίζουν μάλλον

τη δυναμική του οιονεί χρήματος το οποίο θεωρείται ότι έχει σχέση με τη μακροοικονομική σταθερότητα, σε μακρύτερο ορίζοντα. Στον βαθμό που ο αντίκτυπος της κρίσης επιμηκύνεται και ο ευρύς ορισμός του χρήματος παρουσιάζει μια διαρκή μη κανονική αδυναμία, *αυτό θα πρέπει μάλλον να αποτελέσει αιτία ανησυχιών*. Ωστόσο, η αδυναμία αυτή ίσως είναι σύμπτωμα των διαρθρωτικών αδυναμιών του χρηματοπιστωτικού τομέα, όπως είναι τα σημαντικά προβλήματα φερεγγυότητας και τα θέματα διακυβέρνησης και αναποτελεσματικότητας για τα οποία τα μη συμβατικά μέτρα είχαν περιορισμένο μάλλον σκοπό να τα διαχειριστούν. Μια *χρηματοπιστωτική μεταρρύθμιση* που θα περιλάμβανε τραπεζικές κεφαλαιοποιήσεις, αναδιρθρώσεις του τομέα και *βελτιωμένο κανονιστικό και ελεγκτικό πλαίσιο*, θα ήταν ο πιο σχετικός μηχανισμός για να αντιμετωπίσει αυτή την αδυναμία. Γενικά, λοιπόν, αναγνωρίζονται οι σταθεροποιητικές επιδράσεις των μη συμβατικών μέτρων της νομισματικής πολιτικής, ενώ ταυτόχρονα αναγνωρίζονται και γίνονται σεβαστοί οι περιορισμοί αυτών των μέτρων.

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

Η απόσυρση *αντανακλά την ανάγκη να αποφευχθεί ο κίνδυνος δυσμενών παράπλευρων επιδράσεων και στρεβλώσεων* από τα μη συμβατικά μέτρα. Αναφέρονται η υπερβολική εξάρτηση σε μη κανονική ρευστότητα κεντρικής τράπεζας, η υπερβολική ανάληψη κινδύνου, προβλήματα σχετικά με τη συμμόρφωση σε χρηστά χρηματοπιστωτικά πρότυπα αδύναμα χρηματοπιστωτικά κίνητρα αναδιάρθρωσης των ισολογισμών των τραπεζών και καθυστερήσεις στις αναγκαίες προσαρμογές που χρειάζονται για την οικονομική ανάπτυξη και τη σταθερή εξέλιξη των τιμών, μακροπρόθεσμα. Η βελτίωση των συνθηκών επιτρέπει *στις τράπεζες να αρχίσουν να επιτελούν τμήμα του κανονικού τους ρόλου* στην αγορά χρήματος, *μειώνοντας έτσι τον διαμεσολαβητικό ρόλο του Ευρωσυστήματος*. Επιτρέπει μια σταδιακή *επιστροφή στην κανονική εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής* και σε μια *καθαρή διάκριση ανάμεσα στις αποφάσεις νομισματικής πολιτικής και στην εφαρμογή τους*, αντιμετωπίζοντας επίσης αποτελεσματικά κάθε κίνδυνο σχετικό με τη σταθερότητα των τιμών. Ο συνεχιζόμενος *υψηλός βαθμός αβεβαιότητας*, ωστόσο, *συνηγορεί υπέρ της σταδιακής απόσυρσης των έκτακτων μέτρων ρευστότητας*, χωρίς να υπονοεί περιοριστική μεταβολή της νομισματικής πολιτικής, παρέχοντας ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα σε ευνοϊκούς όρους. Ταυτόχρονα, η οικονομία συνεχίζει να επωφελείται από τις περασμένες μειώσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ.

Ωστόσο, *τον Μάιο του 2010, η διαδικασία απόσυρσης ανεστάλη λόγω της επανάκαμψης σοβαρών εντάσεων στις αγορές χρήματος* που επιδρούσαν στα ανοίγματα αποδόσεων οργάνων χρέους μεταξύ των δημόσιων και ιδιωτικών ιδρυμάτων, που υποβάθμιζαν τις συνθήκες ομαλής μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Η μείωση στις τιμές ορισμένων περιουσιακών στοιχείων έθεσε σε κίνηση δυναμικές χρηματοπιστωτικής αγοράς όμοιες με εκείνες που παρατηρήθηκαν μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers: ένα φαύλο κύκλο «πωλήσεων-φωτιά» με στόχο να σταματήσουν οι απώλειες, πώση σε άλλα περιουσιακά στοιχεία, επίδραση στη ρευστότητα της αγοράς και αύξηση καταθέσεων περιθωρίου, μεταξύ άλλων. Έτσι, *η ΕΚΤ εισήγαγε, προσωρινά, το επονομαζόμενο Πρόγραμμα για τις Αγορές Ομολόγων (ΠΑΟ)* στις 10 Μαΐου, παρεμβαίνοντας στις αγορές δημόσιων και ιδιωτικών ομολόγων, ώστε να διασφαλίσει το βάθος και τη ρευστότητα της αγοράς και να επαναφέρει έναν κατάλληλο μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής⁶.

Ταυτόχρονα, επιδιώκοντας να εμποδίσει τυχόν πτωτική μετάδοση (contagion) στην αγορά χρήματος, η ΕΚΤ *επανεισήγαγε προσωρινά μερικές από τις μη συμβατικές λειτουργίες αναχρηματοδότησης* και, συγκεκριμένα, τη διαδικασία πλήρους κατανομής σε σταθερό επιτόκιο για τις λειτουργίες αναχρηματοδότησης τριμηνιαίας διάρκειας, μια επιπρόσθετη λειτουργία αναχρηματοδότησης εξαμηνιαίας διάρκειας, και τη λειτουργία παροχής ρευστότητας σε δολάρια ΗΠΑ.

⁶ Αυτή η απόφαση έλαβε υπόψη της τις δεσμεύσεις που αναλήφθηκαν από ορισμένες κυβερνήσεις της ευρωζώνης δημοσιονομικής εξυγίανσης (Papademos, 2010). Δεν επιδρά στην κατάσταση της νομισματικής πολιτικής, καθώς η ΕΚΤ απορροφά την παροχή ρευστότητας (sterilization) αποφεύγοντας οποιαδήποτε επίδραση στις συνθήκες ρευστότητας και στο επίπεδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων.

Ακόμη και σήμερα, η κατάσταση της νομισματικής πολιτικής είναι διευκολυντική (accomodative) και παρέμενε ως τέτοια κατά την επανεξέτασή της στις αρχές του 2011. Έως και τις αρχές του νέου έτους συνεχίζονταν η ένταση στις αγορές κρατικού χρέους της ευρωζώνης, καθώς τα δημοσιονομικά προβλήματα διαχύθηκαν σε αρκετά κράτη-μέλη, κατά τη διάρκεια του 2010. Ακολούθησαν χρηματοπιστωτικές διευκολύνσεις⁷ (facilities) και πακέτα βοήθειας σε χώρες, ενώ ανακοινώθηκε και η ίδρυση ενός μόνιμου Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας, τον Νοέμβριο 2010. Η ΕΚΤ επισημαίνει στα δελτία τύπου ότι προσαρμόζει καταλλήλως τη νομισματική πολιτική, τη συνολική παροχή ρευστότητας και τους τρόπους κατανομής, λαμβάνοντας υπόψη ότι όλα τα μη συμβατικά μέτρα που ελήφθησαν κατά τις περιόδους έντονων χρηματοπιστωτικών πιέσεων είναι εκ της κατασκευής τους προσωρινής φύσεως. Θα επιτελέσει οτιδήποτε χρειάζεται προς αυτές τις κατευθύνσεις, ώστε να διατηρηθεί η σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα, γεγονός απαραίτητο για την οικονομική ανάπτυξη, τη δημιουργία θέσεων εργασίας και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Το διοικητικό συμβούλιο της ΕΚΤ θα συνεχίσει να παρακολουθεί πολύ στενά τις εξελίξεις κατά την προσεχή περίοδο⁸.

4. Ο μηχανισμός μετάδοσης και το κανονιστικό πλαίσιο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων

Σύμφωνα με την ΕΚΤ, ίσως είναι ακόμα νωρίς να αξιολογηθεί σε ποιον βαθμό ο μηχανισμός μετάδοσης έχει επηρεαστεί πιο μόνιμα από τις συνέπειες της κρίσης (ECB, 2010β). Στο πλαίσιο αυτό, *οι τρέχουσες προσπάθειες να διαμορφωθεί ένα περισσότερο περιεκτικό, αυστηρότερο κανονιστικό πλαίσιο*, που θα ενδυναμώσει την αντοχή του τραπεζικού τομέα, *ίσως συνεισφέρει στο να διαδραματίσουν οι τράπεζες έναν πιο σταθερό ρόλο στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής*. Μια σειρά λόγων συνηγορεί προς αυτή την κατεύθυνση.

Πρώτον, πιο αυστηρές κεφαλαιουχικές απαιτήσεις ενδυναμώνουν το τραπεζικό κανάλι μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, καθώς τράπεζες με λιγότερο καλή κεφαλαιακή διάρθρωση αντιδρούν ισχυρότερα στις αλλαγές των επιτοκίων πολιτικής, προσαρμόζοντας την προσφορά δανείων (Altunbas et al., 2004). Ωστόσο, οι τράπεζες θα μπορούσαν να αντιδράσουν αυξάνοντας τα κεφάλαιά τους, μειώνοντας την προσαρμογή της προσφοράς δανείων σε απάντηση των αλλαγών της νομισματικής πολιτικής.

Δεύτερον, η *εισαγωγή υψηλότερων απαιτήσεων σε σχέση με την τιτλοποίηση* θα περιορίζει τη δυνατότητα άντλησης χρηματοδότησης, ως εκ τούτου ενισχύοντας την ισχύ του παραδοσιακού καναλιού των τραπεζικών πιστώσεων (Estrella, 2002). Το κανάλι των επιτοκίων θα μπορούσε επίσης να επηρεαστεί, καθώς η τιτλοποίηση επιταχύνει το πέρασμα των βασικών επιτοκίων πολιτικής στα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων. Μία βελτίωση της ποιότητας της τιτλοποίησης των τραπεζών, θα μπορούσε να ενισχύσει την καθαρή επίδραση της νομισματικής πολιτικής στις τραπεζικές χορηγήσεις.

Τρίτον, η *πιο σωστή τραπεζική διαχείριση στα κεφάλαια και στη ρευστότητα* θα μείωνε την τάση ανάληψης κινδύνου κατά τη διάρκεια του κύκλου και, επομένως, η συμβολή του καναλιού ανάληψης κινδύνου των τραπεζών ίσως μειωθεί ως ένα βαθμό.

⁷ Αναφέρονται οι δύο διευκολύνσεις που αυξάνουν τα ποσά του δανεισμού και επεκτείνουν την κάλυψη στις χώρες της ευρωζώνης: ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSM) και η Ευρωπαϊκή Διευκόλυνση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF). Και οι δύο προβλέπουν τη συμμετοχή του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου σε κάθε πρόγραμμα. Ας σημειωθεί ότι πριν την κρίση, για τα κράτη-μέλη που είχαν προβλήματα εξωτερικού ισοζυγίου, προβλεπόταν στήριξη μέσω της διευκόλυνσης της μεσοπρόθεσμης χρηματοδοτικής βοήθειας.

⁸ Σχετικά, οι αρχές της ΕΚΤ τονίζουν την ανάγκη των ελλειμματικών κρατών μελών να προβούν σε ό,τι είναι αναγκαίο, ώστε να επιτύχουν τους στόχους τους σε ό,τι αφορά το δημοσιονομικό έλλειμμα και να θέσουν σε σταθερή πτωτική τροχιά τους λόγους χρέους προς ΑΕΠ. Ακόμα, υπογραμμίζουν τη συμπλήρωση των δημοσιονομικών μέτρων με την προώθηση ουσιαστικών διαρθρωτικών μεταβολών. Τέλος, για το σύνολο της ευρωζώνης αναφέρουν ότι τα κράτη-μέλη θα πρέπει να αναλάβουν φιλόδοξες και αξιόπιστες στρατηγικές ενοποίησης και συνένωσης που θα ενισχύσουν την εμπιστοσύνη στη διατήρηση των δημοσιονομικών, θα μειώσουν τα ασφάλιστα κινδύνου στα επιτόκια και θα βελτιώσουν τις συνθήκες για καλή και αειφόρο ανάπτυξη.

Τέταρτον, η εισαγωγή πιο αυστηρών απαιτήσεων στη διαχείριση της τραπεζικής ρευστότητας υπονοεί ότι οι τράπεζες λειτουργούν με υψηλότερα επίπεδα ρευστότητας και καθίστανται ικανότερες να αντιμετωπίσουν τους δανειολήπτες τους από τυχόν αλλαγές νομισματικής πολιτικής (Kashyap and Stein, 2000). Ωστόσο, οι πιο αυστηρές απαιτήσεις ίσως καταστήσουν τη ρευστότητα πιο σπάνια, επιδρώντας, όπως στην περίπτωση μιας αύξησης των επιτοκίων, με περιοριστικές συνέπειες στην οικονομία.

Πέμπτον, η προσαρμογή των εσωτερικών υποδειγμάτων πιστωτικού κινδύνου των τραπεζών στις κανονιστικές απαιτήσεις θα καθιστούσε την τιμολόγηση των τραπεζικών πιστώσεων να αντανakλά καλύτερα τους πραγματικούς υποκείμενους κινδύνους που επικρατούν για τον κάθε ιδιώτη.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι οι αρχές, επιδιώκοντας τη βελτίωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καλούνται να συνδυάσουν την αντοχή και τη σταθερότητά του με την αποτελεσματική του λειτουργία για την οικονομία.

5. Συμπεράσματα

Ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στην ευρωζώνη έχει επηρεαστεί από μια σειρά εξελίξεων, από την εισαγωγή του ευρώ. Αυτές έχουν επεκτείνει τον ορίζοντα των δυνατοτήτων χρηματοδότησης των τραπεζών και έχουν αυξήσει τις επιλογές τους για την ανάληψη κινδύνων, ενισχύοντας τον δυνητικό επεκτατικό ρόλο του καναλιού ανάληψης κινδύνων της νομισματικής πολιτικής. Ωστόσο, η χρηματοπιστωτική αναστάτωση κατέδειξε ότι η κατάσταση μπορεί να αντιστραφεί σε περιόδους χρηματοπιστωτικής καχεξίας, όταν οι επιλογές άντλησης χρηματοδότησης που βασίζονται στην αγορά συμπιέζονται με την έλευση των υπερβολικών κινδύνων.

Η ΕΚΤ αξιολογεί την κατάσταση της νομισματικής πολιτικής, αλλά και τις υποκείμενες εξελίξεις και τους συνδεόμενους κινδύνους στη σταθερότητα των τιμών, σε ένα περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από υψηλό βαθμό αβεβαιότητας. Η προοπτική για τη σταθερότητα των τιμών μεταβλήθηκε θεμελιωδώς κατά τη διάρκεια της κρίσης. Η ΕΚΤ αντέδρασε μέσω της δραστηρικής μείωσης των βασικών επιτοκίων. Οι ανεπαρκώς λειτουργούσες αγορές χρήματος αποδυνάμωσαν την ικανότητα της νομισματικής πολιτικής να επιδράσει σε αυτή την προοπτική με μόνο μέσο τις αποφάσεις για τα επιτόκια. Η διασύνδεση ανάμεσα στα επιτόκια πολιτικής της ΕΚΤ και στα διατραπεζικά επιτόκια, αδυνάτισε σημαντικά. Με στόχο την υποστήριξη της αποτελεσματικής μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, την πρόσβαση του τραπεζικού τομέα στη ρευστότητα και αμβλύνοντας τον αντίκτυπο στην πραγματική οικονομία και στη μεσοπρόθεσμη προοπτική για τον πληθωρισμό, η ΕΚΤ υιοθέτησε έναν αριθμό μη συμβατικών μέτρων, τα οποία συμπληρώνουν τα κανονικά, τα οποία βασίζονται στις αποφάσεις της ΕΚΤ για τα επιτόκια.

Τα μέτρα που υιοθετήθηκαν έχουν συνεισφέρει στην ομαλοποίηση των οικονομικών και χρηματοοικονομικών συνθηκών και στη ροή πιστώσεων στην οικονομία μέσω, τόσο παραγόντων προσφοράς, ιδιαίτερα μειώνοντας τις πιέσεις άντλησης χρηματοδότησης στον τραπεζικό τομέα, όσο και παραγόντων ζήτησης λόγω του πολύ χαμηλού επιπέδου των επιτοκίων. Έχουν, ωστόσο, περιορισμούς σε ό,τι αφορά τις επιζητούμενες μεταρρυθμίσεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και τη μακροπρόθεσμη σταθερότητα.

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

Βιβλιογραφία

- Altunbas Y., de Bondt, G. and Marquez-Ibanez, D. (2004): "Bank Capital, bank lending and monetary policy in the euro area", *Kredit und Kapital*.
- Altunbas Y., Gambacorta, L. and Marquez-Ibanez, D. (2009): "Securitization and the bank lending channel", *European Economic Review*, 53(8) November, pp. 996-1009.
- Bernanke B. S. and Gertler, M. (1989): "Agency Cost, New Worth and Business Fluctuations", *American Economic Review* 79, pp. 14-131.
- Boivin J., M. P. Giannoni and Mojon, B. (2008): "How has the euro changed the monetary transmission?", NBER Working Paper series, No. 14190.
- Calza A. (2008): "Globalization, domestic inflation and global out in gaps", Working Paper Series No. 899, ECB.
- Cassola, N., Drehmann, M., Hartmann, P., Lo Duca, M. and Scheicher, M. (2008): "A research perspective on the preparation of the credit market turmoil", *ECB Research Bulletin*, No. 7, June.
- Cecioni M. and Neri S. (2010): "The monetary transmission mechanism in the euro area: has it changed and why?", ECB Seminar, March 31.
- ECB (2000): "Monetary policy transmission in the euro area", *Monthly Bulletin*, July, pp. 43.
- ECB (2001): "Monetary policy-making under uncertainty", *Monthly Bulletin*, January, pp. 43-55.
- ECB (2009α): "The implementation of monetary policy since August 2007", *Monthly Bulletin*, July, pp. 75-89.
- ECB (2009β): "Recent developments in the balance sheets of the Eurosystem, the Federal Reserve system and the Bank of Japan", *Monthly Bulletin*, October, pp. 81-94.
- ECB (2009γ): "Monetary analysis in an environment of financial turmoil", *Monthly Bulletin*, November, pp. 81-96.
- ECB (2010α): "Monetary policy transmission in the euro Area, a decade after the introduction of the euro", *Monthly Bulletin*, May, pp. 85-97.
- ECB (2010β): "The ECB's monetary policy during the financial crisis", *Monthly Bulletin*, January, pp. 63-71.
- Estrella A. (2002): "Securitization and the efficiency of monetary policy", *Economic Policy Review*, 8(1), FRBNY, May, pp. 243-255.
- Gerke R., Weber A. and Worms A. (2009): "Has the monetary transmission process in the euro area changed? Evidence based on VAR estimates", BIS Working Papers, No. 276, BIS.
- Gertler M. and Gilchrist S. (1993): "The Role of Credit Market Imperfection in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence", *Scandinavian Journal of Economics*, 95, pp. 43-64.
- Giannone D., Lenza, M., Pill, H. and L. Reichlin (2011): "Non Standard Monetary Policy Measures and Monetary Developments", ECB, Working Paper Series No. 1290, January.
- Hempell H. S. and Sorensen Kok C. (2009): "The impact of constraints on bank lending in the euro area crisis – induced crunching" Παρουσίαση στο συνέδριο, «Challenges to monetary policy implementation beyond the financial market turbulences», Frankfurt am Main, November 30.
- Holthausen C. and Pill H. (2010): "The forgotten markets: how understanding money markets helped us to understand the financial crisis", *ECB Research Bulletin* No. 9, March.
- Kashyap A. K. and Stein, J. C. (2000): "What do a million observations say about the transmission of monetary policy?", *The American Economic Review*, No. 90 (3).
- Loutskina E. and Strahan P. E. (2006): "Securitization and the declining impact of bank finance on loan supply: evidence from a mortgage acceptance rates", NBER Working Papers series, No. 11983.
- Maddaloni A. and Peydro J. L. (2010): "Bank lending standards and the origin and implications of the current banking crisis", *ECB Research Bulletin*, No. 9, March.
- Maddaloni A. and Peydro J. L. (forthcoming): "Bank risk-taking securitization, supervision and low interest rates: evidence from lending standards", Working Paper series, ECB.

- McCallum A. and Smets F. (2007): "Real wages and monetary policy transmission in the euro area", Kiel Working Papers, No. 1360.
- Oliver S. D. and Rudebusch G. D. (1996): "Is there a Broad Credit Channel for Monetary Policy?" *Economic Review, FRB of San Francisco*, pp. 3-13.
- Papademos L. (2010): "Opening remarks at the press briefing on the occasion of the publication of the June 2010 ECB Financial Stability Review", *ECB*, Frankfurt, May 31.
- Smets F. and Peersman G. (2001): "The monetary transmission mechanism in the euro area: more evidence from VAR analysis", Working Paper series, No. 091, ECB.
- Sorensen Kok C. and Werner T. (2009): "Bank interest rate pass-through in the euro area: a cross country comparison", στο ECB Workshop, "The monetary policy transmission in the euro area in the first ten years", Frankfurt am Main, September 28.
- Stark J. (2009): "Conventional and unconventional monetary policy", International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, April 28.
- Stiglitz J. (1992): "Capital Markets and Economic Fluctuations in Capitalist Economies", *European Economic Review* 36, pp. 269-306.
- Trichet J. C. (2009): "The ECB's enhanced credit support", University of Munich, Munich, July 13.
- Tumpel-Gugerell G. (2010): "Policy challenges facing the euro-area", European Economic and Financial Centre, London, July 23.

