



**ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΕΙΔΙΚΕΥΣΗ: «ΔΙΕΘΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ, ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ &
ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ»**

Διπλωματική Εργασία: Σύγκριση της εξέλιξης του ισολογισμού των κεντρικών τραπεζών πριν και μετά την πρόσφατη (2007-2009) διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση: Το παράδειγμα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και της Ομοσπονδιακής τράπεζας των ΗΠΑ



ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΓΚΟΡΤΣΟΣ Β.ΧΡΗΣΤΟΣ

ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ ΘΕΜΑΤΙΚΗΣ: ΓΕΩΡΓΙΑΔΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ

A.M: 1214M034

ΑΚΑΔΗΜΑΪΚΟ ΈΤΟΣ: 2014-2015

ΑΘΗΝΑ, ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2015

Πνευματικά δικαιώματα

Copyright © Γεωργιάδης Νικόλαος, 2015.

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Η έγκριση της πτυχιακής εργασίας από το Τμήμα Διεθνών, Ευρωπαϊκών και Περιφερειακών Σπουδών του Παντείου Πανεπιστημίου Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών, δεν υποδηλώνει απαραίτητως και αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα εκ μέρους του Τμήματος.

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά, πρωτίστως τον καθηγητή μου κ. Γκόρτσο Β.Χ. για την πολύτιμη βοήθεια και υποστήριξη του, κατά την συγγραφή της παρούσας διπλωματικής εργασίας, καθώς και τον κ. Βοβολίνη Δ. για την επίσης πολύτιμη καθοδήγηση του, όποτε χρειάστηκε.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Βασικός στόχος της παρούσας εργασίας είναι η συγκριτική ανάλυση της εξέλιξης των ισολογισμών της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ κατά την χρονική περίοδο 2005-2015. Ξεκινώντας από την μελέτη των μέτρων της νομισματικής πολιτικής κάθε τράπεζας, εξετάζουμε την επίδραση που αυτά είχαν στο συνολικό μέγεθος και την σύσταση του ισολογισμού της, καθώς και στα μακροοικονομικά μεγέθη όπως το ΑΕΠ, ο ρυθμός ανάπτυξης του πληθωρισμού και οι δείκτες ανεργίας ανά χρονική περίοδο. Στην συνέχεια αξιολογούμε συνολικά το αποτέλεσμα και για τις δύο τράπεζες. Βρίσκουμε πως κατά την διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης 2007-08 και οι δύο κεντρικές τράπεζες αναγκάστηκαν να υιοθετήσουν μια σειρά από μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής, θέτοντας ως βασικό εργαλείο μετάδοσής της, τον ισολογισμό τους, προκειμένου να διασώσουν την χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση και να ενισχύσουν την συνολικότερη οικονομική ανάπτυξη. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την ραγδαία μεταβολή της σύστασης και του μεγέθους των ισολογισμών από το 2008 και μετά, θέτοντας νέες προκλήσεις για κάθε μια από τις δύο τράπεζες, αλλά και για την ευρύτερη οικονομία.

Λέξεις κλειδιά: [Ισολογισμοί Κεντρικών Τραπεζών, Μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής, Επιτόκια στο χαμηλότερο μηδενικό όριο, χρηματοπιστωτική κρίση, χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση]

ABSTRACT

The main objective of this paper is to provide a comprehensive comparative analysis of the European Central Bank and the US Federal Reserve balance sheet's evolution, for the period from 2005 to 2015. Starting from the examination of monetary policy measures of each bank, and analyzing their effects on the overall size and composition of their balance sheets, as well as, in aggregates such as GDP, inflation rate and unemployment rates, we evaluate the overall result. We find that during the 2007-08 financial crisis, both central banks were forced to adopt some new unconventional monetary policy measures, transforming their balance sheet into the basic tool of their policy transmission, to rescue the financial intermediation and boost the overall economic growth. This resulted in a significant change for the composition and size of their balance sheets, setting new challenges for their function and economy from 2008 and onwards.

Keywords: [Central banks balance sheets, Unconventional monetary policy, Zero lower bound interest rates, financial crisis, Financial intermediation]

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ

ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ.....σελ.12-13

Κεφάλαιο 1: Η θεσμική λειτουργία των κεντρικών τραπεζών – Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α (FED) και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ).....σελ.13

1.1 Ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών στην οικονομική λειτουργία.....σελ.13-15
1.2 Οι βασικοί στόχοι και τα μέσα άσκησης της νομισματικής πολιτικής.....σελ.15-17
1.3 Ο ισολογισμός των κεντρικών τραπεζών και η σημασία τουσελ.17
1.1.3 Ανάλυση των βασικών στοιχείων του ισολογισμού.....σελ.17-20
1.2.3 Τύποι ισολογισμού.....σελ.20-21
1.3.3 Η Σημασία του ισολογισμού.....σελ.21-22
1.4 Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών (FED).....σελ.22
1.1.4 Ιστορική προέλευση – οργανωτική δομή.....σελ.22-24
1.2.4 Στόχοι, στρατηγική και μέσα νομισματικής πολιτικής.....σελ.24-25
1.3.4 Ανεξαρτησία.....σελ.25
1.4.4 Λογοδοσία, Διαφάνεια, Επικοινωνιακό πλαίσιο.....σελ.26
1.5 Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ).....σελ.26
1.1.5 Ιστορική προέλευση – οργανωτική δομή.....σελ.26-28
1.2.5 Στόχοι, στρατηγική και μέσα νομισματικής πολιτικής.....σελ.28-31
1.3.5 Ανεξαρτησία.....σελ.31
1.4.5 Λογοδοσία, Διαφάνεια, Επικοινωνιακό πλαίσιο.....σελ.32

Κεφάλαιο 2: Ανάλυση των στοιχείων και της εξέλιξης του ισολογισμού της FED και της ΕΚΤ την περίοδο 2005-07.....σελ.32

2.1 Ο ισολογισμός και η νομισματική πολιτική της FED.....σελ.32-34
2.2 Ο ισολογισμός και η νομισματική πολιτική της ΕΚΤσελ.34-35
2.3 Παρατηρήσεις για την περίοδο 2005-07 (Συγκριτική επισκόπηση και ανάλυση των επιπτώσεων σε μακροοικονομικό επίπεδο).....σελ.35

2.3.1 Σύγκριση των ισολογισμών των δύο κεντρικών τραπεζών.....σελ.35-36	
2.3.2 Επιρροή στον πληθωρισμό και την νομισματική ισοτιμία.....σελ.36-37	
2.3.3 Οικονομική μεγέθυνση (ΑΕΠ) και δείκτες Ανεργίας.....σελ.37	

Κεφάλαιο 3: Η εικόνα των ισολογισμών της ΕΚΤ και της FED κατά την διάρκεια της πρόσφατης (2007-2009) χρηματοπιστωτικής κρίσης και οι πολιτικές αντιμετώπισης των επιπτώσεων αυτήςσελ.38-39

3.1 Ο ισολογισμός της FED και τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής...σελ.39-45	
3.2 Ο ισολογισμός της ΕΚΤ και τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής...σελ.45-49	
3.3 Παρατηρήσεις για την περίοδο 2007-09 (Συγκριτική επισκόπηση και ανάλυση των επιπτώσεων σε μακροοικονομικό επίπεδο)σελ.49	
3.3.1 Σύγκριση των ισολογισμών των δύο κεντρικών τραπεζών.....σελ.49-55	
3.3.2 Επιρροή στον πληθωρισμό και την νομισματική ισοτιμία.....σελ.55-57	
3.3.3 Οικονομική μεγέθυνση (ΑΕΠ) και δείκτες Ανεργίας.....σελ.57-58	

Κεφάλαιο 4: Ανάλυση των στοιχείων και της εξέλιξης του ισολογισμού της FED και της ΕΚΤ από το τέλος της πρόσφατης (2007-2009) χρηματοπιστωτικής κρίσης έως σήμερα.....σελ.58

4.1 Ο ισολογισμός της FED και η νομισματική της πολιτική – στρατηγική εξόδου; σελ.58-61	
4.2 Ο ισολογισμός της ΕΚΤ και η νομισματική της πολιτική – ποσοτική χαλάρωση και νέα μέτρα μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής.....σελ.61-65	
4.3 Παρατηρήσεις για την περίοδο 2010-15 (Συγκριτική επισκόπηση και ανάλυση των επιπτώσεων σε μακροοικονομικό επίπεδο)σελ.66	
4.3.1 Σύγκριση των ισολογισμών των δύο κεντρικών τραπεζών.....σελ.66-67	
4.3.2 Επιρροή στον πληθωρισμό και την νομισματική ισοτιμία.....σελ.67-69	
4.3.3 Οικονομική μεγέθυνση (ΑΕΠ) και δείκτες Ανεργίαςσελ.69	

ΚΑΤΑΛΗΚΤΙΚΕΣ

ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ.....σελ.69-74

ΠΗΓΕΣ.....σελ.74-80

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ

ΔΙΕΥΘΥΝΣΕΙΣ.....σελ.80-81

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ		
ΑΡΙΘΜΟΣ	ΤΙΤΛΟΣ	ΣΕΛΙΔΑ
ΠΙΝΑΚΑΣ 1α	Οι λειτουργίες των κεντρικών τραπεζών ανά κράτος	14
ΠΙΝΑΚΑΣ 1β	Οι λειτουργίες των κεντρικών τραπεζών ανά κράτος	15
ΠΙΝΑΚΑΣ 2	Σχηματοποιημένος Ισολογισμός κεντρικής Τράπεζας	17
ΠΙΝΑΚΑΣ 3	Βασικά στοιχεία της σύστασης ισολογισμού κεντρικής Τράπεζας.	20
ΠΙΝΑΚΑΣ 4	Το ομοσπονδιακό Σύστημα κεντρικών Τραπεζών των ΗΠΑ	22
ΠΙΝΑΚΑΣ 5	Διαδικασία λήψεως αποφάσεων στην FED	23
ΠΙΝΑΚΑΣ 6	Χάρτης Κρατών Μελών του Ευρωσυστήματος (19 χώρες)	27
ΠΙΝΑΚΑΣ 7	Ενοποιημένος Ισολογισμός FED 5 Ιανουαρίου 2005	34
ΠΙΝΑΚΑΣ 8	Ενοποιημένος Ισολογισμός FED 31 Ιανουαρίου 2007	34
ΠΙΝΑΚΑΣ 9	Ενοποιημένος Ισολογισμός EKT 31/12/2005-06	35
ΠΙΝΑΚΑΣ 10	Μη συμβατικά μέτρα Νομισματικής πολιτικής FED 2007-09	42
ΠΙΝΑΚΑΣ 11	Ενοποιημένος Ισολογισμός FED 26/12/2007-30/11/2009	45
ΠΙΝΑΚΑΣ 12	Ενοποιημένος Ισολογισμός EKT 31/21/2007-09	49
ΠΙΝΑΚΑΣ 13	Μεταβολή των περιουσιακών τίτλων της FED ανά πρόγραμμα QE	60
ΠΙΝΑΚΑΣ 14	Εξέλιξη σύστασης Ισολογισμού EKT- FED 2007-2015	70
ΠΙΝΑΚΑΣ 15	Πρόβλεψη εξέλιξης σύστασης του ισολογισμού της EKT 2016	73

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ		
ΑΡΙΘΜΟΣ	ΤΙΤΛΟΣ	ΣΕΛΙΔΑ
Γράφημα 1	Εξέλιξη στοιχείων ισολογισμού σχετιζόμενων με τις πράξεις νομισματικής πολιτικής ΕΚΤ – FED 2007-09	52
Γράφημα 2	Η εξέλιξη των βασικών στοιχείων του Ισολογισμού της FED 2008-2015	61
Γράφημα 3	Εξέλιξη των στοιχείων του ενεργητικού της ΕΚΤ την περίοδο 2008-2015.	65
Γράφημα 4	Εξέλιξη των βασικών στοιχείων του παθητικού του ισολογισμού της ΕΚΤ(2010-15).	65
Διάγραμμα 1	Στρατηγική νομισματικής πολιτικής ΕΚΤ, δύο πυλώνων.	29
Διάγραμμα 3	Εξέλιξη Ισολογισμών Κεντρικών τραπεζών 2001-2007	36
Διάγραμμα 4	Εξέλιξη ρυθμού αύξησης πληθωρισμού ΗΠΑ- Ευρωζώνης 2005-07	37
Διάγραμμα 10	Εξέλιξη κύριων στοιχείων ισολογισμού FED 2007-09	45
Διάγραμμα 11	Εξέλιξη βασικών στοιχείων ισολογισμού ΕΚΤ 2007-09	49
Διάγραμμα 12	Εξέλιξη μεγέθους ισολογισμού ΕΚΤ- FED 2001-2009	51
Διάγραμμα 16	Εξέλιξη ρυθμού αύξησης πληθωρισμού ΗΠΑ-Ευρωζώνης 2007-09	55
Διάγραμμα 17	Νομισματικός Πολλαπλασιαστής 2007-09	56
Διάγραμμα 21	Εξέλιξη νομισματικής ισοτιμίας 2000-2015	74
Σχεδιάγραμμα 2	Είδη συναλλαγών ανά πράξη ανοικτής αγοράς της ΕΚΤ	30
Σχεδιάγραμμα 5	Τραπεζική διαμεσολάβηση πριν και μετά τα μη- συμβατικά μέτρα	38
Σχεδιάγραμμα 6	Τραπεζική διαμεσολάβηση πριν και μετά τα μη- συμβατικά μέτρα	38
Σχεδιάγραμμα 7	Ποιοτική Χαλάρωση	39
Σχεδιάγραμμα 8	Ποσοτική Χαλάρωση	39
Σχεδιάγραμμα 9	Μηχανισμός Μετάδοσης νομισματικής πολιτικής μέσω αγοράς περιουσιακών στοιχείων	42
Σχεδιάγραμμα 13	Αμυντική αναλογία 2007-09	54
Σχεδιάγραμμα 14	Αναλογία Ρευστότητας 2007-09	54
Σχεδιάγραμμα 15	Αναλογία καθαρής θέσης 2007-09	54
Σχεδιάγραμμα 18	Συγκριτική Εξέλιξη των ισολογισμών των δύο ΚΤ την περίοδο 2003-2015	66
Σχεδιάγραμμα 19	Εξέλιξη του ρυθμού αύξησης του πληθωρισμού των ΗΠΑ- Ευρωζώνης το 2010-2015	68
Σχεδιάγραμμα 20	Εξέλιξη Νομισματικής βάσης, πληθωρισμού, δανείων και προσφοράς χρήματος έως το 2015	71

Λίστα Συντομογραφιών

ABSPP	Asset backed Securities Purchase Programme
AMLF	Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility
APP	Asset Purchase Programme
BOE	Bank of England
BOJ	Bank of Japan
CBPP1	Covered Bond Purchase Programme 1
EONIA	Euro OverNight Index Average
FED	United States Federal Reserve
FOMC	Federal Open Market Committee
FRFA	Fixed Rate Full allotment
LSAP	Large-Scale Asset Purchase
LTRO	Long-Term Refinancing Operations
MMIFF	Money Market Investor Funding Facility
MRO	Main Refinancing Operation
NBS	National Bank of Switzerland
OMO	Open Market Operations
OMT	Outright Monetary Transactions
QE	Quantitative Easing
SMP	Securities Markets Program
SOMA	System Open Market Account
SPF	Treasury Supplementary Financing Program
SSM	Single Supervisory Mechanism
TAF	Term Auction Facility
TARP	Troubled Asset Relief Program
TSLF	Term Securities Lending Facility
ΑΕΠ	Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν
ΕΕ	Ευρωπαϊκή Ένωση
ΕΚΤ	Ευρωπαϊκή κεντρική Τράπεζα
ΕΣΚΤ	Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών
ΗΠΑ	Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής
ΟΝΕ	Οικονομική και Νομισματική Ένωση
ΣΔΕΕ	Συνθήκη Λισσαβόνας για την Ευρωπαϊκή Ένωση

ΑΠΟΔΟΣΗ ΟΡΩΝ

Spread	Εύρος μεταξύ επιτοκίων
Foreign Exchange Swaps	Πρόγραμμα ανταλλαγής συναλλάγματος
Peak	Ανώτατο όριο/Ύψιστη τιμή

ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Η πρόσφατη (2007-09) διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση, που εκδηλώθηκε στις ΗΠΑ τον Αύγουστο του 2007 έπειτα από την κατάρρευση της αγοράς των στεγαστικών δανείων και επιδεινώθηκε ουσιαστικά μετά την κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008, αποτελεί για πολλούς οικονομολόγους την μεγαλύτερη οικονομική κρίση μετά την Μεγάλη Ύφεση του 1929(με την οποία και αναπόφευκτα συγκρίνεται) μιας και τα αποτελέσματα της είναι ακόμη εμφανή σε πολλές οικονομίες του κόσμου¹. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν αυτές της Ευρωζώνης, σε ορισμένες από τις οποίες μετεξελίχθηκε με την πάροδο των χρόνων σε κρίση δημόσιου χρέους.

Βρισκόμενες τρόπον τινά στο επίκεντρο της κρίσης και όντας δύο από τις μεγαλύτερες, αν όχι οι μεγαλύτερες, κεντρικές τράπεζες του κόσμου, η ΕΚΤ και η FED, η οποία μάλιστα κατηγορήθηκε ως υπαίτια της κρίσης λόγω της πολιτικής χαμηλών επιτοκίων που ακολούθησε για σημαντικό χρονικό διάστημα πριν την εκδήλωση της², κλήθηκαν να την διαχειριστούν και να την αντιμετωπίσουν προσαρμοζόμενες στις ιδιαίτερες συνθήκες του χρηματοπιστωτικού τους συστήματος η κάθε μια.

Όταν τα συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής αποδείχθηκαν ελλιπή, μιας και τα επιτόκια που αποτελούν το βασικό εργαλείο νομισματικής πολιτικής είχαν φτάσει στο κατώτατο μηδενικό τους όριο, οι δύο κεντρικές τράπεζες αναγκάστηκαν να υιοθετήσουν μια σειρά από μη συμβατικά μέτρα, χρησιμοποιώντας τον ισολογισμό τους ως κεντρικό άξονα για την παρέμβαση τους στην χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση. Ενώ δηλαδή υπό φυσιολογικές συνθήκες ο ισολογισμός των κεντρικών τραπεζών χρησιμοποιείται για την αποτύπωση των βασικών τους συναλλαγών(υποχρεώσεων και απαιτήσεων), δίνοντας μας ελλιπή στοιχεία για το σύνολο της νομισματικής τους πολιτικής, κατά την διάρκεια της κρίσης χρησιμοποιήθηκε: α) ως μέσο για την διασφάλιση της χρηματοδότησης του διατραπεζικού συστήματος με βάση το θεσμοθετημένο ρόλο των κεντρικών τραπεζών ως ύστατων πάροχων ρευστότητας, β) ως μέσο βελτίωσης του μηχανισμού μετάδοσης της στάσης της νομισματικής πολιτικής των τραπεζών, λόγω των δυσλειτουργιών των αγορών στον τομέα αυτό, καθώς και γ) για την κάλυψη της ανάγκης παροχής πρόσθετων νομισματικών διευκολύνσεων³.

Όπως είναι αναμενόμενο η ευρεία αυτή χρήση του ισολογισμού ως εργαλείο για την εκπλήρωση των σκοπών της νομισματικής πολιτικής, μετέβαλλε ουσιαστικά τόσο την σύσταση όσο και το συνολικό του μέγεθος.

Στην παρούσα διπλωματική εργασία, έχοντας αναλύσει στο πρώτο της κεφάλαιο τα βασικά χαρακτηριστικά της δομής και της λειτουργίας των δύο κεντρικών τραπεζών αλλά και του ισολογισμού γενικότερα, φιλοδοξούμε με βάση την περιγραφή των μέτρων της νομισματικής τους πολιτικής, την μελέτη της εικόνας και της εξέλιξης των ισολογισμών τους καθώς και των μακροοικονομικών επιπτώσεων που πιθανότατα αυτή επιφέρει, να εξάγουμε στα επόμενα τρία κεφάλαια, χρήσιμα πορίσματα για το χρονικό διάστημα 2005-2015 που εξετάζουμε, καθώς και αν είναι δυνατόν για το άμεσο μέλλον. Πιο συγκεκριμένα αυτά τα πορίσματα στοχεύουν στο μέτρο του δυνατού, και μέσω της συγκριτικής ανάλυσης των ισολογισμών των δύο κεντρικών τραπεζών, στην αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας των μη συμβατικών μέτρων της νομισματικής τους πολιτικής, αλλά και στην εκτίμηση του

¹ Συνολικά βλέπε **Felton A. and Reinhart (2008): *The First Global Financial Crisis of the 21st Century***, CEPR 2008 και **Κότιος- Γ. Παυλίδης (2012)** κεφ.3

² **Boeri T. and Guiso L.(2008): *The subprime crisis: Greenspan's Legacy***, CEPR 2008 σελ. 37

³ **European Central Bank (2015): *The role of the central bank balance sheet in monetary policy*** (Issue 4), ECB Economic Bulletin

κινδύνου που ενέχει η εξέλιξη των ισολογισμών τους, για την εμφάνιση νέων πληθωριστικών πιέσεων, ζημιών που απειλούν την ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών, συναλλαγματικών ανισοτήτων, ακόμη και μιας νέας χρηματοπιστωτικής κρίσης ανάλογης της περιόδου 2007-09.

Κεφάλαιο 1: Η θεσμική λειτουργία των κεντρικών τραπεζών – Η FED και η ΕΚΤ

1.1 Ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών στην οικονομική λειτουργία

Από την ίδρυση τους⁴ στα τέλη του 19^{ου} – αρχές 20^{ου} αιώνα, έως και σήμερα, οι κεντρικές τράπεζες αποτελούν έναν από τους σημαντικότερους θεσμικούς παράγοντες για την οικονομική λειτουργία στο σύνολό της. Ο ρόλος τους φυσικά κατά την διάρκεια των ετών δεν ήταν, ούτε παραμένει ο ίδιος, αφού η νομική προσωπικότητα, οι λειτουργίες αλλά και οι στόχοι τους διέφεραν σημαντικά ανά περίοδο και γεωγραφική θέση. Το γεγονός αυτό καθιστά δύσκολο όχι μόνο να προσδιορίσουμε πότε ιδρύθηκε η πρώτη κεντρική τράπεζα αλλά και να δώσουμε έναν σαφή ορισμό για το τι αποτελεί πραγματικά μια κεντρική τράπεζα.⁵

Σε γενικές γραμμές οι πρώτες κεντρικές τράπεζες ξεκίνησαν ως νομικά πρόσωπα ιδιωτικού δικαίου που απολάμβαναν κάποια κρατικά προνόμια, και ως κύριο στόχο είχαν το ιδιωτικό κέρδος. Μεταξύ των βασικών τους λειτουργιών ήταν η έκδοση χρήματος και ο δανεισμός τους κράτους ή συγκεκριμένων παραγόντων τις αγορές, κυρίως επιλεγμένες βιομηχανίες ή άλλες τράπεζες, με την μορφή του τελικού αναχρηματοδοτικού δανειστή (lender of last resort)⁶.

Το καθεστώς των κεντρικών τραπεζών διαφοροποιήθηκε αισθητά την περίοδο των μεγάλων οικονομικών κρίσεων, δηλαδή από τον πρώτο παγκόσμιο πόλεμο και την οικονομική κρίση του 1929, έως την κατάρρευση του συστήματος του Bretton Woods το 1971, μιας και η νομισματική πολιτική πέρασε στον έλεγχο των κυβερνήσεων. Ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών ως οργάνων του δημοσίου περιορίστηκε στην πλειοψηφία των περιπτώσεων σε συμβουλευτικό ρόλο προς τους υπουργούς των οικονομικών, και σε διοικητικό ως προς τα συστήματα χρηματοπιστωτικής εποπτείας, ενώ ως ενιαίοι οργανισμοί, επιφορτίστηκαν με τον δανεισμό και την διαχείριση του δημοσίου χρέους, την διατήρηση της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας- αξίας του νομίσματος, την προώθηση της οικονομικής ανάπτυξης μέσω της κατανομής του δανεισμού στον ιδιωτικό τομέα, καθώς και την ευθύνη για την σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα μέσω της μικρο και μακρο προληπτικής εποπτείας και επίβλεψης του.

Από το σημείο αυτό και έπειτα, υπό την ραγδαία ανάπτυξη και το άνοιγμα των αγορών, καθώς και υπό τις ευρύτερες πιέσεις της παγκοσμιοποίησης⁸ αλλά και του υψηλού πληθωρισμού εξαιτίας μιας σειράς οικονομικών κρίσεων, το πλαίσιο λειτουργίας και το νομικό καθεστώς των κεντρικών τραπεζών μεταβλήθηκε εκ νέου. Σταδιακά ανεξαρτητοποιήθηκαν από τον στενό κρατικό έλεγχο και είτε επικεντρώθηκαν, είτε

⁴ Η πρώτη αποεδειγμένα μορφή κεντρικής τράπεζας υπήρξε μόλις το 1668 με την Σουηδική Riksbank.

⁵ Βλέπε **David Archer (2009): Issues in the Governance of Central Banks**, BIS paper.

⁶ Για θεωρία του τελευταίου αναχρηματοδοτικού δανειστή, βλέπε αναλυτικά **Oganesyan G.(2013)**.

⁷ Βλέπε **C A E Goodhart (2010): The changing role of central banks**, BIS Working Papers No 326

⁸ Βλέπε **Fabian Amtenbrink (2011) : Central Bank Challenges in the Global economy**.

στράφηκαν προς νέους στόχους, ακολουθώντας όπως σημειώνει ο G. Epstein (2006), ένα νέο-φιλελεύθερο μοντέλο κεντρικής τραπεζικής.⁹

Στις μέρες μας, με βάση την επικράτηση του μοντέλου¹⁰ αυτού, κατά κόρον, οι κεντρικές τράπεζες αποτελούν στην πλειοψηφία τους ημι-αυτόνομους θεσμούς από την κρατική εξουσία και καθορίζονται εν γένει από το αποκλειστικό τους προνόμιο στην έκδοση χρήματος με την μορφή M_0 καθώς και στην ευθύνη της υλοποίησης της νομισματικής πολιτικής. Από εκεί και πέρα, ανάλογα με τις πολιτικό-οικονομικές ιδιομορφίες κάθε κράτους ή περιοχής οι σύγχρονες κεντρικές επιφορτίζονται και με άλλες λειτουργίες ή στόχους (αρκετούς από τους οποίους επιτάσσει το σύγχρονο χρηματοπιστωτικό δίκαιο), όπως η διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού τομέα διαμέσου των καθηκόντων της μικροπροληπτικής εποπτείας, αλλά και της μακροπροληπτικής του επίβλεψης¹¹, η διασφάλιση της αποδοτικότητας και αποτελεσματικότητας των υποδομών του χρηματοπιστωτικού συστήματος, και συγκεκριμένα των συστημάτων πληρωμών και διακανονισμού, η εύρυθμη λειτουργία της διατραπεζικής αγοράς και η λειτουργία του τελευταίου αναχρηματοδοτικού δανειστή, η εξυγίανση, διευθέτηση και εκκαθάριση των εμπορικών τραπεζών που περιέρχονται σε αφερεγγυότητα, η διαχείριση και ο έλεγχος της ρευστότητας, του δημοσίου χρέους και άλλων περιουσιακών στοιχείων, η προώθηση γενικότερων αναπτυξιακών πολιτικών, η προστασία των καταναλωτών χρηματοπιστωτικών και τραπεζικών υπηρεσιών καθώς και η οικονομική και στατιστική έρευνα. Σε κάθε περίπτωση οι κεντρικές τράπεζες είναι υποχρεωμένες και βάσει του καταστατικού τους να δημοσιοποιούν τους στόχους της πολιτικής τους, ενώ παρατηρείται ότι όσο πιο ανεπτυγμένη είναι η οικονομία που εδρεύει μια κεντρική τράπεζα τόσο λιγότεροι είναι οι επίσημοι στόχοι και οι λειτουργίες που αυτή επιτελεί.

Παραθέτουμε αναλυτικά τους εξής πίνακες:

Πίνακας 1α: Οι λειτουργίες των κεντρικών τραπεζών ανά κράτος.

		Eurosystem																		
		AR	AU	BR	BG	CA	CL	HR	CZ	HK	ECB	BE	FI	FR	DE	IT	NL	PT	SK	ES
1. Monetary stability functions	Monetary policy																			
	Exchange rate policy																			
2. Financial stability & regulatory functions	Prudential policy development																			
	Supervision/oversight																			
3. Policy operation functions	FX intervention																			
	FX reserves																			
	Liquidity management																			
	Lender of last resort																			
4. Financial infrastructure provision functions	Currency provision																			
	Banking/account management services																			
	Payment system (inter-bank)																			
	Settlement system for central bank money																			
	Other settlement systems																			
5. Other public good functions	Registry provision																			
	Debt management																			
	Asset management																			
	Development functions																			
	Research (other than for functions above)																			
	Statistics																			
	Consumer services																			
6. Other functions																				
Key to colours		No or very minor involvementShared or partial responsibilityFull responsibility																		

⁹ Βλέπε **Gerald Epstein (2006): Central Banks as Agents of Economic Development, Research Paper No. 2006/54**

¹⁰ Βασικά του στοιχεία είναι: α) Η ανεξαρτησία της Κεντρικής τράπεζας β) η μάχη κατά του πληθωρισμού με επίσημη στοχοθέτηση του γ) οι έμμεσες μέθοδοι νομισματικής πολιτικής (**Bernanke et al. 1999**).

¹¹ Αναλυτικότερα βλέπε **X.B. Γκόρτσος (2011): Εισαγωγή στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο, Νομική Βιβλιοθήκη, κεφ. 1-2**

Πίνακας 1β: Οι λειτουργίες των κεντρικών τραπεζών ανά κράτος (συνέχεια).

		HU	IS	IN	IL	JP	MY	MX	NZ	NO	PL	RU	SG	ZA	SE	CH	TH	TR	UK	US
1. Monetary stability functions	Monetary policy																			
	Exchange rate policy																			
2. Financial stability & regulatory functions	Prudential policy development																			
	Supervision/oversight																			
3. Policy operation functions	FX intervention																			
	FX reserves																			
	Liquidity management																			
	Lender of last resort																			
4. Financial infrastructure provision functions	Currency provision																			
	Banking/account management services																			
	Payment system (inter-bank)																			
	Settlement system for central bank money																			
	Other settlement systems																			
	Registry provision																			
5. Other public good functions	Debt management																			
	Asset management																			
	Development functions																			
	Research (other than for functions above)																			
	Statistics																			
6. Other functions	Consumer services																			
Key to colours		No or very minor involvement Shared or partial responsibility Full responsibility																		

Πηγή:(Epstein 2006)

Ο βαθμός ανεξαρτησίας καθώς και η λογοδοσία της κεντρικής τράπεζας τόσο ως προς το εσωτερικό, όσο και προς ως το εξωτερικό της, αποτελούν σημαντικότερους παράγοντες επιρροής της αποτελεσματικότητας των πολιτικών της, λόγω των συγκρούσεων συμφερόντων που παρατηρούνται, και θα αναλύσουμε διεξοδικότερα σε επόμενη υποενότητα. Θεωρείται πάντως από έναν σημαντικό αριθμό οικονομολόγων ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο βαθμός ανεξαρτησίας, διαφάνειας και λογοδοσίας των κεντρικών τραπεζών, πλην κάποιων εξαιρέσεων¹², τόσο ευνοϊκότερα είναι τα αποτελέσματα της νομισματικής πολιτικής.¹³

1.2 Οι βασικοί στόχοι και τα μέσα άσκησης της νομισματικής πολιτικής

Όπως αναφέραμε στην προηγούμενη υποενότητα, η βασική αρμοδιότητα μιας σύγχρονης κεντρικής τράπεζας είναι η υλοποίηση της νομισματικής πολιτικής. Η νομισματική πολιτική αποτελεί τον ένα από τους δύο βασικούς κλάδους της οικονομικής πολιτικής, και συνίσταται στον έλεγχο της παροχής, της προσφοράς και της αξίας του χρήματος στην οικονομία, με απώτερο σκοπό την οικονομική σταθερότητα και ανάπτυξη.¹⁴ Με βάση αυτό, θα λέγαμε πως ουσιαστικά θεμελιώνεται στην σχέση ανάμεσα στο σημείο(τιμή) δανεισμού του χρήματος από την κεντρική τράπεζα, δηλαδή το επιτόκιο, και την συνολική προσφορά του (νομισματική βάση).

Τα τελευταία χρόνια, όπως έχει παρατηρηθεί, το μακροοικονομικό φαινόμενο με τις σημαντικότερες αρνητικές επιπτώσεις για την αξία του χρήματος αλλά και για την οικονομική σταθερότητα και ανάπτυξη γενικότερα, είναι ο πληθωρισμός¹⁵, δηλαδή η

¹² Βλέπε **Dermot Mc Aleese (2005) : Οικονομική για Επιχειρησιακές σπουδές – Ανταγωνισμός Μακροσταθερότητα Παγκοσμιοποίηση**, σελ 438-39

¹³ Για μια συνολικότερη εικόνα εξέλιξης της κεντρικής τραπεζικής Βλέπε **Pierre L. Siklos (2002): The Changing Face of Central Banking**

¹⁴ Βλέπε **Amttenbrink F. (2011)** σελ. 23-25

¹⁵ Για πληθωρισμό και σταθερότητα των τιμών βλέπε αναλυτικά **Mc Aleese D. (2005)** κεφ.12, **Ι. Σ. Βαβούρας (2005) : Οικονομική πολιτική**, κεφ.7,και **Α. Κότιος- Γ. Παυλίδης (2012): Διεθνείς οικονομικές κρίσεις- Κρίσεις του συστήματος η της πολιτικής**; , εκδόσεις Rosili, κεφ.2.2

«συνεχής αύξηση του γενικού επιπέδου των ονομαστικών τιμών»(McAleese, 2005). Οι αιτίες του πληθωρισμού είναι πάρα πολλές και ενίοτε σύνθετες, αλλά σε γενικές γραμμές ισχύει η παρατήρηση της σχολής των μονεταριστών πως ο πληθωρισμός είναι νομισματικό φαινόμενο, σχετίζεται δηλαδή με την σταθερή αύξηση της προσφοράς χρήματος (ρευστών διαθεσίμων) « σε σχέση με την πραγματική παραγωγική εκροή»(McAleese, 2005). Το γεγονός εξηγείται απλά, παρά τις όποιες παραλείψεις από την «ποσοτική θεωρία του χρήματος», όπου $MV=PT$, δηλαδή όσο μεγαλύτερη είναι η προσφορά χρήματος, τόσο μεγαλύτερος θα είναι και ο ρυθμός του πληθωρισμού. Τούτων λεχθέντων ολοένα και περισσότερες κεντρικές τράπεζες θέτουν ως κύριο στόχο της νομισματικής τους πολιτικής την διατήρηση της σταθερότητας του γενικού επιπέδου των τιμών, στα πλαίσια ενός ρυθμού αύξησης του πληθωρισμού λόγω των πάγιων οικονομικών στρεβλώσεων της τάξης του 0 έως 2 %.¹⁶

Προκειμένου τώρα να επιτύχουν τον στόχο της σταθερότητας των τιμών οι κεντρικές διαθέτουν μια σειρά από εναλλακτικά μέσα. Η πιο διαδεδομένη κατηγοριοποίηση σε αυτά τα μέσα είναι αυτή σε «άμεσους ελέγχους και σε ελέγχους που βασίζονται στην αγορά»(McAleese, 2005). Οι άμεσοι έλεγχοι αφορούν στην επιβολή «ανώτατων ορίων χορήγησης δανείων ανά τράπεζα, διοικητικούς ελέγχους για το επίπεδο των επιτοκίων και το περιθώριό τους μεταξύ λιανικής και χονδρικής τραπεζικής, καθώς και ποσοτώσεις στην αναπροεξόφληση του χαρτοφυλακίου των τραπεζών»(McAleese,2005). Από την άλλη μεριά οι έλεγχοι που βασίζονται στην αγορά αφορούν στην μεταβολή του λόγου των υποχρεωτικών διαθεσίμων των εμπορικών τραπεζών προς τις καταθέσεις, και άρα τα περιθώρια δανεισμού και δημιουργίας χρήματος, στην μεταβολή του προεξοφλητικού επιτοκίου βάση του οποίου οι εμπορικές τράπεζες δανείζονται από την κεντρική, καθώς και σε παρεμβάσεις τις κεντρικής τράπεζας στην ανοικτή αγορά¹⁷ μέσω τις αγορές κρατικών ομολόγων ή άλλων τίτλων, με συνηθέστερους αυτούς της μορφής repos ή αντίστροφον repos.

Σε κάθε περίπτωση επειδή οι στόχοι της νομισματικής πολιτικής λειτουργούν με κάποια χρονική υστέρηση, η επιβολή ενδιάμεσων στόχων από τις κεντρικές τράπεζες όπως αυτοί του πληθωρισμού, του συνολικού επιπέδου προσφοράς του χρήματος, της επιρροής των επιτοκίων με στόχο την μεταβολή της ζήτησης καθώς και των συναλλαγματικών ισοτιμιών μέσω υποτιμήσεων ή pegging είναι ιδιαίτερα συνήθης πρακτική.

Επιπλέον, σημαντικός παράγοντας για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής είναι η θέση της οικονομίας στον οικονομικό κύκλο. Η πολιτική με ισχυρό αντικυκλικό ρόλο και βραχυχρόνιους στόχους ονομάζεται ενεργή νομισματική πολιτική. Αυτό σημαίνει πως σε περιόδους ύφεσης η κεντρική τράπεζα αυξάνει την προσφορά χρήματος και μειώνει τα επιτόκια (επεκτατική νομισματική πολιτική) ώστε να προωθηθεί η οικονομική ανάπτυξη, ενώ σε περιόδους οικονομικής άνθησης ακολουθεί την ακριβώς αντίθετη πορεία (συσταλτική νομισματική πολιτική) περιορίζοντας τις πληθωριστικές πιέσεις. Από την άλλη μεριά η νομισματική πολιτική που αψηφά κατά κάποιο τρόπο τους οικονομικούς κύκλους θέτοντας μακροπρόθεσμους στόχους μέσω της υιοθέτησης σταθερών κανόνων, ονομάζεται παθητική νομισματική πολιτική.

Λόγω των εγγενών αντιθέσεων που παρουσιάζονται αφενός ανάμεσα στους επιμέρους στόχους της νομισματικής πολιτικής και αφετέρου στην στη συχνή σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των νομισματικών και των δημοσιονομικών αρχών (πχ στόχος σταθερότητας των τιμών και χαμηλή ανεργία) παρά την σχέση αλληλεξάρτησης των δύο πολιτικών¹⁸, μια

¹⁶ Παρόλα αυτά σύμφωνα με την αρχή της «ουδετερότητας του χρήματος» (money neutrality), νομισματικά μεγέθη (όπως είναι οι τιμές των προϊόντων, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες κτλ) μακροχρόνια δεν επηρεάζουν τις εξελίξεις στον πραγματικό τομέα της οικονομίας, όπως είναι η παραγωγή και η απασχόληση, παρά μόνο βραχυχρόνια.

¹⁷ Πουρναράκης Ε.– Χατζηκωσταντίνου Γ. (2004) κεφ.12

¹⁸ Για περισσότερα βλέπε **Christopher A. Sims (2008):** Government and Central Bank Balance Sheets, Inflation and Monetary Policy, Princeton University

αποτελεσματική νομισματική πολιτική προϋποθέτει σημαντικό βαθμό ανεξαρτησίας¹⁹ και αξιοπιστίας, που προκύπτει τόσο από την λογοδοσία των νομισματικών αρχών, όσο και από την ακρίβεια των δηλώσεων τους και την σαφήνεια των στόχων τους.

Στα πλαίσια της νομισματικής πολιτικής, σημαντικό είναι να αναφέρουμε τέλος, πως κατά την διάρκεια και μετά το πέρας της πρόσφατης (2007-09) χρηματοπιστωτικής κρίσης, αρκετές κεντρικές τράπεζες, όπως π.χ. η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α χρησιμοποίησαν για πρώτη φορά μέτρα μη-συμβατικής πολιτικής όπως η ποσοτική χαλάρωση, προκειμένου να αντιμετωπίσουν την συνεχιζόμενη ύφεση, και τα οποία θα αναλύσουμε διεξοδικά σε επόμενο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας.

1.3 Ο ισολογισμός των κεντρικών τραπεζών και η σημασία του.

1.1.3 Ανάλυση των βασικών στοιχείων του ισολογισμού.

Όπως συμβαίνει και με κάθε άλλη επιχείρηση ή εμπορική τράπεζα, έτσι καταρχήν και για μια κεντρική τράπεζα, ο ισολογισμός της, αποτελεί το σημείο όπου καταγράφονται ποσοτικά όλες οι ενέργειες που αυτή επιτελεί. Το γεγονός αυτό συνεπάγεται ότι λόγω των δυνητικά διαφορετικών λειτουργιών και ιστορικών πρακτικών, του διαφορετικού πλαισίου αλλά και των διαφορετικών στόχων που θέτει κάθε κεντρική τράπεζα ανά τον κόσμο, η μορφή του εκάστοτε ισολογισμού θα διαφέρει από αυτή των υπολοίπων. Παρόλα αυτά οι ισολογισμοί όλων σχεδόν των κεντρικών τραπεζών μπορούν να συνοψιστούν στην παρακάτω γενική μορφή:

Πίνακας 2: Σχηματοποιημένος Ισολογισμός κεντρικής Τράπεζας.

Liabilities	Assets
Banknotes	Foreign assets (net)
Commercial bank reserves	Government balances (net)
Capital and reserves	Central bank operations (net)
	Other items (net)

Πηγή :Rule G.(2015).

Στη πλευρά των υποχρεώσεων/ παθητικού βρίσκεται το σύνολο του χρήματος που εκδίδει η κεντρική τράπεζα, συμψηφισμένα τα αποθεματικά των εμπορικών τραπεζών καθώς και λοιπά αποθεματικά ή κεφαλαιακά στοιχεία. Από την άλλη μεριά, στην πλευρά του ενεργητικού/ περιουσιακών στοιχείων, βρίσκονται συμψηφισμένα συναλλαγματικά διαθέσιμα, υπόλοιπα του δημοσίου, στοιχεία που προκύπτουν από ενέργειες της κεντρικής τράπεζας στην ανοιχτή αγορά, καθώς και λοιπά στοιχεία.

Πιο αναλυτικά, το πεδίο των υποχρεώσεων που αφορά στο χρήμα, συγκεντρώνεται το σύνολο των τραπεζογραμματίων και των κερμάτων που τίθεται σε κυκλοφορία από την κεντρική τράπεζα, καθώς και το σύνολο των καταθέσεων των εμπορικών τραπεζών. Το γεγονός αυτό αποτελεί και την ουσιαστικότερη διαφορά μεταξύ του ισολογισμού των κεντρικών και των εμπορικών τραπεζών, αφού στην περίπτωση των εμπορικών τραπεζών το χρήμα με την μορφή M_0 βρίσκεται στο ενεργητικό του ισολογισμού τους ως κεφαλαιακά διαθέσιμα. Παρόλα αυτά κατά την διάρκεια των πραγματικών συναλλαγών, πέραν δηλαδή της παραπάνω σχηματοποίησης, ειδικότερα τα στοιχεία του ενεργητικού είναι δυνατόν να βρίσκονται και στις δύο πλευρές του ισολογισμού.

¹⁹ Αναλυτικά βλέπε **Eijffigera Sylvester C. W. and De Haan J. (1996): The political Economy of Central-Bank Independence, Special Paper In International Economics, No. 19, Princeton University.**

Τα αποθεματικά των εμπορικών τραπεζών διακρατούνται σε λογαριασμό της κεντρικής τράπεζας και αποτελούν ένα από τα βασικότερα μέσα συναλλαγών, κυρίως διευθέτησης πληρωμών, αφού όλες οι συναλλαγές των εμπορικών τραπεζών με τους πελάτες τους, αλλά και μεταξύ τους, ικανοποιούνται εμμέσως διαμέσου των συγκεκριμένων λογαριασμών στην κεντρική τράπεζα. Ανάλογα με το είδος τους τα αποθεματικά των εμπορικών τραπεζών χωρίζονται σε δύο επιμέρους βασικές κατηγορίες: Τα υποχρεωτικά και τα ελεύθερα αποθεματικά.

Ως υποχρεωτικά ορίζονται τα αποθεματικά που η κεντρική τράπεζα επιβάλλει στις εμπορικές να διακρατούν σε συγκεκριμένη ποσότητα, είτε για κάποιο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα είτε γενικότερα. Ανάλογα με τον σκοπό για τον οποίο χρησιμοποιούνται είναι δυνατόν να χωριστούν σε πέντε επιμέρους κατηγορίες, δηλαδή σε απαιτούμενα υποχρεωτικά αποθεματικά για στόχους νομισματικής πολιτικής, σε αποθεματικά διαχείρισης και ποσοτικού ελέγχου της ρευστότητας, σε αποθεματικά αποκόμισης εσόδων καθώς και σε εκείνα για την έμμεση προώθηση της ανάπτυξης συγκεκριμένων τομέων της οικονομίας.

Αντίθετα ως ελεύθερα αποθεματικά ορίζονται όλα τα αποθεματικά που οι εμπορικές τράπεζες διακρατούν πέραν του απαιτούμενου από την κεντρική τράπεζα ορίου. Τα ελεύθερα αποθεματικά χωρίζονται με την σειρά τους σε εθελοντικά, τα οποία οι εμπορικές τράπεζες διακρατούν με την θέλησή τους, προκειμένου να εκτελούν πληρωμές, να υπάρχει ρευστότητα στο σύστημα αλλά και για προληπτικούς λόγους, και σε υπερβάλλοντα αποθεματικά τα οποία ξεπερνούν την ζήτηση των εμπορικών τραπεζών και από τα οποία οι τελευταίες προσπαθούν να απαλλαγούν. Σε κάθε περίπτωση η ύπαρξη και το συνολικό πόσο των ελεύθερων αποθεματικών στο σύστημα εναπόκειται στις ενέργειες της κεντρικής τράπεζας.

Τελευταίο στοιχείο από πλευράς υποχρεώσεων αποτελούν τα κεφαλαιακά διαθέσιμα τα οποία διακρατούν οι κεντρικές τράπεζες και λειτουργούν κατά κανόνα ως «μαξιλάρι» απορρόφησης των ζημιών που υφίσταται η τράπεζα. Σε αντίθεση με τις εμπορικές τράπεζες, για τις κεντρικές τράπεζες δεν υπάρχει συγκεκριμένο όριο κεφαλαιακών διαθεσίμων. Ως εκ τούτου έχει αναπτυχθεί μια σημαντική έρευνα-ακαδημαϊκή συζήτηση γύρω από το βέλτιστο- δόκιμο όριο κεφαλαιακών διαθεσίμων που πρέπει να διακρατά μια τράπεζα αναλόγως των επιπτώσεων που αυτό ενέχει για την νομισματική της πολιτική. Με βάση αυτά και παρόλο που το ζήτημα παραμένει ανοικτό, θεωρείται, αν και δεν υπάρχει τόσο άμεση συσχέτιση του ποσοστού των κεφαλαιακών διαθεσίμων και της εκπλήρωσης των στόχων της νομισματικής πολιτικής, όσο του πλαισίου λειτουργίας της κεντρικής τράπεζας (μάλιστα πολλές κεντρικές τράπεζες λειτουργούν με ελάχιστα κεφαλαιακά διαθέσιμα χωρίς ιδιαίτερα προβλήματα, απολαμβάνοντας και οφέλη όπως πχ χαμηλή έκθεση στον ηθικό κίνδυνο²⁰), ότι χαμηλά ή αρνητικά κεφαλαιακά διαθέσιμα οδηγούν σε δυσκολίες άσκησης της νομισματικής πολιτικής, καθώς και αμφισβήτηση της ανεξαρτησίας και της αξιοπιστίας της κεντρικής τράπεζας δυσχεραίνοντας ακόμα περισσότερο το έργο της.²¹

Στο πεδίο του ενεργητικού τώρα, βασικό στοιχείο αποτελούν τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, το σύνολο των στοιχείων δηλαδή, που διακρατά η κεντρική τράπεζα σε ξένο συνάλλαγμα. Κατά κύριο λόγο χρησιμοποιούνται για την επίτευξη στόχων νομισματικής πολιτικής αφού με την παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας στις αγορές συναλλάγματος είναι δυνατή η αποτροπή ανεπιθύμητων υποτιμήσεων ή ανατιμήσεων του εγχώριου νομίσματος. Αυτός είναι και ο λόγος που γενικά οι κεντρικές τράπεζες οικονομιών υπό το καθεστώς ελεύθερα κυμαινόμενων ισοτιμιών τείνουν να διακρατούν χαμηλότερα συναλλαγματικά διαθέσιμα εν

²⁰ Βλέπε **John Hawkins (2003): Central bank balance sheets and fiscal operations**, BIS Paper No 20

²¹ Πιο αναλυτικά βλέπε **Ulrich Bindseil, Andres Manzanares and Benedict Weller (2004): The Role of the Central Bank Capital Revisited**, ECB Working Paper Series No 392, September

συγκρίσει με χώρες που βρίσκονται σε καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών (πχ pegging) ή αναδυόμενες οικονομίες ευαίσθητες σε συναλλαγματικές πιέσεις.²²

Τα υπόλοιπα του δημοσίου, αποτελούν στοιχεία που διακρατούνται σε λογαριασμό της κεντρικής τράπεζας και προκύπτουν είτε από τον άμεσο είτε από τον έμμεσο δανεισμό του κράτους προκειμένου να καλυφθεί το δημοσιονομικό κενό. Πιο συγκεκριμένα η κεντρική τράπεζα πιστώνει τους λογαριασμούς των αποθεματικών των εμπορικών τραπεζών με αποθεματικά αντί των κονδυλίων του δημοσίου. Το συμψηφισμένο περιουσιακό στοιχείο που προκύπτει από την παραπάνω διαδικασία αποτελεί καταχώρηση ως στοιχείο ενεργητικού στα υπόλοιπα του δημοσίου για την κεντρική τράπεζα.²³

Επιπλέον, προκειμένου να επιτύχουν τους στόχους της νομισματικής τους πολιτικής οι κεντρικές τράπεζες πρέπει να ανταποκρίνονται στις μεταλλαγές των συνθηκών της αγοράς ελέγχοντας την ποσότητα των διαθεσίμων στο τραπεζικό σύστημα, έτσι ώστε αυτή να βρίσκεται στα βέλτιστα επίπεδα. Για το λόγο αυτό προβαίνουν σε μια σειρά από ενέργειες παροχής (δανεισμός της αγοράς) ή απορρόφησης ρευστότητας, οι οποίες ανάλογα με την μορφή τους διακρίνονται σε ενεργητικές(open market operations) και παθητικές(standing facilities). Ως ενεργητικές κατά κανόνα ορίζονται οι ενέργειες που είναι ανοικτές σε ένα μεγάλο μέρος αντισυμβαλλομένων και πραγματοποιούνται έπειτα από ανοιχτή δημοπρασία, ενώ ως παθητικές οι ενέργειες που πραγματοποιούνται σε διμερές συνήθως επίπεδο και πάντοτε ύστερα από πρωτοβουλία- αίτημα του αντισυμβαλλομένου. Σε κάθε περίπτωση στοιχείο ενεργητικού στον ισολογισμό²⁴ της κεντρικής τράπεζας, θεωρούνται στοιχεία προερχόμενα από ενέργειες που αφορούν σε παροχή διαθεσίμων, δηλαδή κατά κανόνα ένας τίτλος με την μορφή εγγύησης, αντί του δανεισμού (collateral). Ως εκ τούτου διαχωρισμός υφίσταται και στο χρονικό περιθώριο των ενεργειών παροχής αυτών, αφού μπορεί να ποικίλουν από την αγορά στοιχείων μακροχρόνιας λήξης έως ληξιπρόθεσμων στοιχείων εντός λίγων ωρών (πχ overnight repos).

Εν κατακλείδι, παρότι συνήθως σχηματοποιούνται ως στοιχείο του ενεργητικού, τα λοιπά στοιχεία του ισολογισμού αφορούν σε στοιχεία εκτός των παραπάνω κατηγοριών του ενεργητικού και του παθητικού και αναλόγως την φύση τους μπορεί να κατανέμονται και στις δύο πλευρές του ισολογισμού. Συνήθως πρόκειται για χαρτοφυλάκια επενδύσεων, ακίνητη περιουσία κτλ όταν αφορούν το ενεργητικό, και για λογαριασμούς θεσμών εκτός των εμπορικών τραπεζών όπως πχ άλλες κεντρικές τράπεζες όταν πρόκειται για το παθητικό.²⁵ Με βάση όσα ειπώθηκαν παραπάνω παραθέτουμε ένα πιο αναλυτικό υπόδειγμα στοιχείων του ισολογισμού στον παρακάτω πίνακα:

²² Για αυτό το λόγο τα στοιχεία των συναλλαγματικών διαθεσίμων αφορούν σε ισχυρά νομίσματα ανεπτυγμένων χωρών(δολάριο, ευρώ) ή κρατικά ομόλογα.

²³ Λόγω των αρνητικών συνεπειών που έχει για τους στόχους της νομισματικής πολιτικής όπως έχει αποδειχθεί, σε πολλά κράτη του κόσμου, όπως πχ στην ευρωπαϊκή Ένωση με την συνθήκη του Maastricht, απαγορεύεται ο άμεσος δανεισμός του δημοσίου από την κεντρική τράπεζα.

²⁴ Σημειωτέον ότι υπάρχουν ενέργειες που αφορούν σε στοιχεία εκτός ισολογισμού των κεντρικών τραπεζών (off balance sheet items) , προερχόμενα δηλαδή από ενέργειες που δεν αποτυπώνονται κατ' ανάγκη στον ισολογισμό τους, αλλά επιφέρουν ανάλογα αποτελέσματα. Χαρακτηριστική περίπτωση αφορά η ανταλλαγή εγγυητικών τίτλων (collateral swaps).

Πίνακας 3: Βασικά στοιχεία της σύστασης ισολογισμού κεντρικής Τράπεζας.

Liabilities	Assets
Notes	FX
Required Reserves	Government
Free Reserves	OMOs
Capital	Other

Πηγή: Rule G.(2015)

Η διαφορά που προκύπτει αν αφαιρέσουμε το σύνολο της αξίας των στοιχείων του παθητικού από αυτή του ενεργητικού, αποτελεί το κέρδος- εισόδημα της κεντρικής τράπεζας. Το κέρδος αυτό προέρχεται κατά κύριο λόγο από την διαφορά της ονομαστικής αξίας των αποθεματικών/χρημάτων που εκδίδει και του κόστους παραγωγής τους, με βάση την δυνατότητα της να μην πληρώνει τόκο σε αυτές τις βασικές τις υποχρεώσεις²⁶. Βέβαια η κεντρική τράπεζα λόγω του μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα της σε σχέση τις εμπορικές τράπεζες σπάνια διακρατά μεγάλο μέρος των κερδών της, το οποίο διανέμει είτε στην κυβέρνηση για λόγους δημοσιονομικής πολιτικής, είτε στους μετόχους της (ένα μικρό μέρος χρησιμοποιείται από την ίδια για λειτουργικούς λόγους σε περίπτωση πλήρους ανεξαρτησίας της). Παρόλα αυτά ο τρόπος διαμοιρασμού των κερδών καθώς και η πιθανότητα λειτουργίας της κεντρικής τράπεζας με αρνητικό εισόδημα έχει άμεσο αντίκτυπο στον ισολογισμό της (κυρίως στα κεφαλαιακά διαθέσιμα που αναφέραμε παραπάνω) καθώς και στις επιδόσεις της με βάση τους στόχους που έχει θέσει.²⁷ Γι αυτό το λόγο πολλές κεντρικές τράπεζες θέτουν στο καταστατικό τους κάποιους κανόνες διαμοιρασμού των κερδών σε συνάρτηση με κάποιους δείκτες του ισολογισμού, όπως η αναλογία επάρκειας κεφαλαίων σε σχέση με άλλα στοιχεία του ενεργητικού.²⁸

1.2.3 Τύποι ισολογισμού.

Ανάλογα με την χρονική περίοδο, το μέγεθος αλλά και τους στόχους της νομισματικής πολιτικής μπορούμε να διακρίνουμε διαφορετικούς τύπους ισολογισμών. Η πρώτη αφορά την στόχευση της κεντρικής τράπεζας και διακρίνεται σε ισολογισμούς πληθωρισμού και δημιουργίας συναλλαγματικών διαθεσίμων. Ένας ισολογισμός με στόχευση το επίπεδο πληθωρισμού βασίζεται κατά κανόνα στον επηρεασμό των βραχυχρόνιων επιτοκίων παρουσιάζοντας αυξομειώσεις στις απαιτήσεις των αποθεματικών και των ενεργειών στην ανοικτή αγορά που πρέπει να κινούνται εν γένει σε χαμηλά επίπεδα, ιδίως αν πρόκειται για καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Αντίθετα ένας ισολογισμός με στόχευση την δημιουργία συναλλαγματικών διαθεσίμων προϋποθέτει σημαντική αύξηση του ενεργητικού με ξένο συνάλλαγμα και παράλληλη αύξηση των υποχρεώσεων σε εγχώριο νόμισμα. Σε περιπτώσεις οικονομικών κρίσεων επίσης εμφανίζονται διαφορετικοί τύποι ισολογισμών με την σύσταση τους να ποικίλει και να προσαρμόζεται στις συγκεκριμένες συνθήκες. Παραδείγματος χάρη την περίοδο των δύο παγκοσμίων πολέμων πολλές ευρωπαϊκές τράπεζες παρουσίασαν ιδιαίτερα εκτενής ισολογισμούς με πολύ χαμηλά

²⁶ John Hawkins (2003): *Central bank balance sheets and fiscal operations*, BIS Paper No 20

²⁷ Βλέπε Garreth Rule (2015): *Understanding the central bank balance sheet*, Bank of England Centre for Central Banking Studies, Handbook No 32 και από τον ίδιο (2012) *Introduction to the Central Bank's Balance Sheet*, Bank of England

²⁸ Βλέπε Ulrich Bindseil, Andres Manzanares and Benedict Weller (2004): *The Role of the Central Bank Capital Revisited*, ECB Working Paper Series No 392, September

συναλλαγματικά διαθέσιμα.²⁹ Με βάση τώρα την εξέλιξη τους μέσα στο χρόνο αλλά και το συνολικό τους μέγεθος μπορούμε να διακρίνουμε σε ισολογισμούς που καθοδηγούνται από το ενεργητικό ή το παθητικό τους. Ένας ισολογισμός με συνεχή αύξηση των υποχρεώσεων συνεπάγεται *ονομαστική αύξηση του ΑΕΠ καθώς τόσο ο όγκος και η αξία των συναλλαγών αυξάνεται μιας και οι εμπορικές τράπεζες αυξάνουν τον δανεισμό τους. Καθώς οι υποχρεώσεις αυξάνονται, η κεντρική τράπεζα, προκειμένου να διασφαλίσει την εκπλήρωση των πληρωμών αλλά και των στόχων της προβαίνει αναγκαστικά σε ενέργειες παροχής ρευστότητας που επηρεάζουν την αύξηση του ενεργητικού της. Στη περίπτωση αυτή μιλάμε για έλλειμμα ρευστότητας στην οικονομία* (Garreth Rule, 2015). Αντίθετα, ένας ισολογισμός που καθοδηγείται από το ενεργητικό του, συνεπάγεται πως η ζήτηση για κάθε στοιχείο του ενεργητικού του ξεπερνά την ζήτηση των υποχρεώσεων, οι οποίες χαρακτηρίζονται από την παρουσία υπερβάλλοντων ελεύθερων διαθεσίμων. Στην περίπτωση αυτή μιλάμε για πλεόνασμα ρευστότητας στην αγορά (Garreth Rule, 2015).

1.3.3 Η Σημασία του ισολογισμού

Παρόλο που όπως είδαμε τα τελευταία χρόνια η νομισματική πολιτική έχει επικεντρωθεί στην διατήρηση της σταθερότητας των τιμών χρησιμοποιώντας ως εργαλείο την αυξομείωση του βραχυπρόθεσμου επιτοκίου, γίνεται αντιληπτό τόσο από όσα έχουν αναφερθεί αλλά και από ιστορικά παραδείγματα, πως ο ισολογισμός των κεντρικών τραπεζών ήταν και παραμένει ένα στοιχείο εξαιρετικής σημασίας, καθώς όχι μόνο μας επιτρέπει να κατανοήσουμε με σαφήνεια τους στόχους και την πολιτική της εκάστοτε κεντρικής τράπεζας, αλλά όπως απέδειξε και η πρόσφατη (2007-09) χρηματοπιστωτική κρίση μπορεί να χρησιμοποιηθεί και ως εργαλείο αντιμετώπισης και πρόβλεψης των οικονομικών ασυμμετριών της αγοράς. Πιο συγκεκριμένα, παρατηρώντας τις αλλαγές στην σύσταση του ισολογισμού (του όποιου οι υποχρεώσεις αποτελούν το βασικό μέσο συναλλαγών σε μια οικονομία) μπορούμε να αποκτήσουμε μια σαφή εικόνα τόσο για τα θεσμικά χαρακτηριστικά κάθε κεντρικής τράπεζας σε ότι αφορά την διαχείριση της ρευστότητας και την πολιτική εγγυήσεων³⁰ όσο και για το αν αυτή στοχεύει στην αντιμετώπιση του πληθωρισμού, των συναλλαγματικών πιέσεων³¹ ή μιας ευρύτερης χρηματοπιστωτικής κρίσης.³² Παρατηρώντας επίσης την εξέλιξη και την επέκταση ή σμίκρυνση του συνολικού μεγέθους του ισολογισμού σε βάθος χρόνου μπορούμε να εξάγουμε χρήσιμα συμπεράσματα για το σύνολο της πολιτικής που ακολουθείτε, το πλαίσιο υλοποίησης της, τους ενδεχόμενους κινδύνους αλλά και την αποτελεσματικότητα της. Όπως αναφέραμε για παράδειγμα παραπάνω, μια κεντρική τράπεζα που λειτουργεί σε πλαίσιο αρνητικών κεφαλαιακών διαθεσίμων ενδέχεται να έχει μακροπρόθεσμα σημαντικές δυσκολίες στον έλεγχο της σταθερότητας των τιμών, κάτι που δύναται να υπονομεύσει την ανεξαρτησία της από το δημόσιο³³. Γενικότερα κάθε αλλαγή στην σύσταση και την αναλογία των στοιχείων είτε του ενεργητικού είτε του παθητικού επιφέρει μέσω μιας σειράς καναλιών μετάδοσης ευρύτερα αποτελέσματα σε κλάδους της οικονομίας. Έτσι, η χρήση του ισολογισμού από τις κεντρικές τράπεζες ως καθαρά εργαλείο νομισματικής πολιτικής τα τελευταία χρόνια, με την απόκτηση τίτλων του ιδιωτικού τομέα υψηλότερου ρίσκου, αύξησε το μέγεθος του, αλλά και την έκθεση του στις μεταβολές της αγοράς, ενισχύοντας τους κινδύνους για την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής αλλά και για την πορεία

²⁹ Βλέπε **Ferguson Niall, Schaab andreas και Schularick Moritz (2014):** Central bank balance sheets, expansion and reduction since 1900, ECB forum on central banking session 1

³⁰ **European Central Bank (2015):** The role of the central bank balance sheet in monetary policy (Issue4), ECB Economic Bulletin

³¹ Βλέπε για παράδειγμα την χρηματοπιστωτική κρίση των χωρών της Α. Ασίας το 1997/98, με την ανάγκη αύξησης των συναλλαγματικών διαθεσίμων στον ισολογισμό.

³² **Garreth Rule (2015):** Understanding the central bank balance sheet, Bank of England Centre for Central Banking Studies, Handbook No 32

³³ **Christopher A. Sims (2008):** Government and Central Bank Balance Sheets, Inflation and Monetary Policy, Princeton University

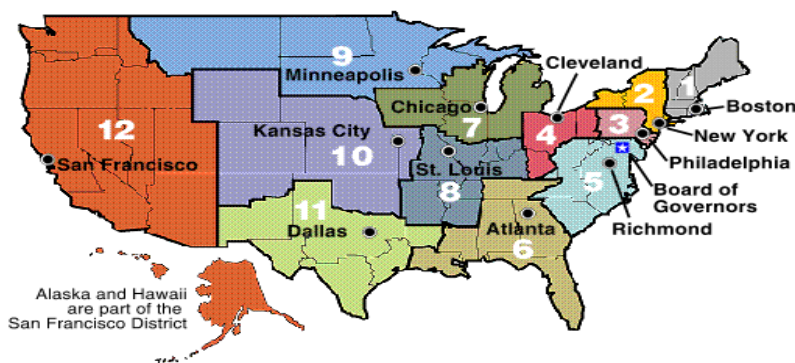
των οικονομιών γενικότερα. Οι κίνδυνοι αυτοί που σχετίζονται με νέες πληθωριστικές πιέσεις, διατάραξη της σταθερότητας των αγορών αλλά και διεθνή spillover των αρνητικών επιπτώσεων σε συνδυασμό με την υφιστάμενη κρίση δημόσιου χρέους, θέτουν σε αμφισβήτηση την αξιοπιστία και την αποτελεσματικότητα των κεντρικών τραπεζών³⁴, και φανερώνουν την ιδιαίτερη σημασία της παρακολούθησης και της μελέτης των ισολογισμών των κεντρικών τραπεζών για την διατήρηση της εύρυθμης οικονομικής λειτουργίας, κάτι που θα επιχειρήσουμε διεξοδικά στα επόμενα κεφάλαια της παρούσας εργασίας.

1.4 Η Ομοσπονδιακή τράπεζα των Η.Π.Α (Federal Reserve).

1.1.4 Ιστορική προέλευση – οργανωτική δομή.

Η ομοσπονδιακή τράπεζα των Η.Π.Α (σύστημα κεντρικών τραπεζών) ιδρύθηκε το 1913 με τον νόμο Federal Reserve Act του Κογκρέσου, έπειτα από την αποτυχία της λειτουργίας των προηγούμενων κεντρικών τραπεζών, ως απάντηση στην ανασφάλεια και τα προβλήματα που δημιούργησε η κρίση στην Wall Street το 1907 συνοδευόμενη από το κλείσιμο μιας σειράς εμπορικών τραπεζών. Το νέο σύστημα αποτελείτο από δώδεκα περιφερειακές τράπεζες, με προεξέχοντα ρόλο αυτής της Νέας Υόρκης που διέθετε και το μεγαλύτερο μέρος των αποθεματικών του συστήματος. Η δομή αυτή παραμένει αναλλοίωτη ως τις μέρες μας, με την κεντρική διοίκηση να βρίσκεται στην Ουάσινγκτον.³⁵

Πίνακας 4 : Το ομοσπονδιακό Σύστημα κεντρικών Τραπεζών των ΗΠΑ.



Πηγή: FED

Εκτός από τις δώδεκα κεντρικές τράπεζες, σε οργανωτικό επίπεδο το σύστημα στηρίζεται σε μια σειρά επιπλέον αρχών-οργάνων, όπου κάθε μια είναι επιφορτισμένη με διαφορετικά καθήκοντα.

Το συμβούλιο των Διοικητών (Board of Governors), αποτελείται από επτά μέλη τα οποία διορίζονται από τον πρόεδρο των Η.Π.Α. έπειτα από έγκριση της αμερικάνικης γερονσίας. Η ανώτατη διάρκεια της θητείας τους καθορίζεται στα δεκατέσσερα χρόνια χωρίς δυνατότητα επαναδιορισμού μετά την λήξη της, ενώ ο πρόεδρος και ο αντιπρόεδρος δύναται να ασκούν το αξίωμα τους μέχρι τέσσερα χρόνια. Βασική αρμοδιότητα του Διοικητικού Συμβουλίου είναι ο έλεγχος της νομισματικής πολιτικής έπειτα από συστηματική ανάλυση των συνθηκών της εγχώριας αλλά και της διεθνούς οικονομίας καθώς και η εποπτεία του τραπεζικού συστήματος των Η.Π.Α. Άλλωστε στο επίπεδο νομισματικής πολιτικής είναι αποκλειστικά υπεύθυνο για τον καθορισμό του ποσού των υποχρεωτικών διαθεσίμων στο τραπεζικό σύστημα καθώς και για τον καθορισμό του βασικού επιτοκίου-στόχου. Παράλληλα και σε συνεργασία με άλλους θεσμικούς και μη παράγοντες είναι υπεύθυνο για την ρυθμιστική παρέμβαση στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, την προστασία των καταναλωτών χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, την εκπροσώπηση του συστήματος σε διεθνείς οργανισμούς και fora αλλά και για την έκδοση οικονομικών μελετών.

³⁴ Βλέπε αναλυτικά, Jaime Caruana (2012), σελ. 5-7

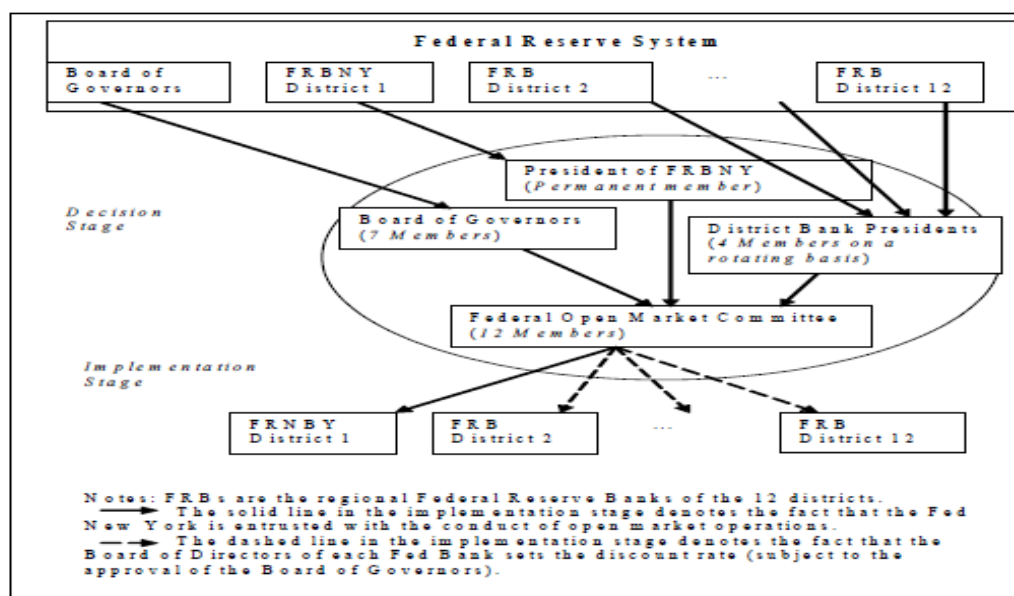
³⁵ Βλέπε The Founding of the Fed, www.newyorkfed.org/aboutthefed/history_article.html.

Η Ομοσπονδιακή επιτροπή ανοιχτής αγοράς (FOMC) είναι επίσης μια από τις βασικές αρχές του ομοσπονδιακού συστήματος κεντρικών τραπεζών. Συγκροτείται από τα επτά μέλη του Board of Governors συν πέντε μέλη από τα διοικητικά συμβούλια των περιφερειακών κεντρικών τραπεζών, εκ των οποίων ο διοικητής της τράπεζας της Νέας Υόρκης κατέχει θέση μόνιμου μέλους. Οι υπόλοιποι διατελούν εναλλάξ θητεία ενός έτους, ενώ στις συνεδριάσεις της επιτροπής παρευρίσκονται οι διοικητές και των δώδεκα κεντρικών τραπεζών του συστήματος. Βασική αρμοδιότητα της FOMC είναι η χάραξη και πραγμάτωση της νομισματικής πολιτικής μέσω των ενεργειών ανοιχτής αγοράς που αποτελούν ένα από τα βασικά εργαλεία της καθώς και της παρέμβασης στις αγορές συναλλάγματος.

Από εκεί και πέρα το σύστημα απαρτίζεται από μια σειρά συμβουλευτικών κυρίως οργάνων που συνεπικουρούν στην εκπλήρωση των καθηκόντων των βασικών αρχών, όπως το ομοσπονδιακό συμβουλευτικό συμβούλιο(Federal Advisory Council), το συμβουλευτικό συμβούλιο καταναλωτών(Consumer Advisory Council) και το συμβουλευτικό συμβούλιο αποταμιεύσεων (Thrift Institutions Advisory Council).³⁶

Σε ότι αφορά την διαδικασία λήψης αποφάσεων, εφόσον αποφασιστούν από το Συμβούλιο των Διοικητών τα εργαλεία νομισματικής πολιτικής πέραν των ενεργειών στην ανοιχτή αγορά και παρασχεθούν στην FOMC τα απαραίτητα στοιχεία-πληροφορίες, οι αποφάσεις λαμβάνονται ομόφωνα στις οκτώ προγραμματισμένες συναντήσεις(εκτός αν προκύψει κάποια έκτακτη), με την διαφορά ότι τα επτά μέλη του Board of Governors έχουν δικαίωμα μόνιμης ψήφου, όπως και ο διοικητής της τράπεζας της Νέας Υόρκης που εκτελεί χρέη αντιπροέδρου στην επιτροπή, ενώ οι υπόλοιποι διοικητές των ομοσπονδιακών τραπεζών μοιράζονται τους πέντε ψήφους μελών που απομένουν, με τους διοικητές της τράπεζας του Chicago και του Cleveland να εναλλάσσονται ανά χρονιά, στη μια από αυτές³⁷. Σχηματοποιημένα και αναλυτικά το σύνολο της διαδικασίας παρουσιάζεται στους δύο πίνακες που παραθέτουμε παρακάτω:

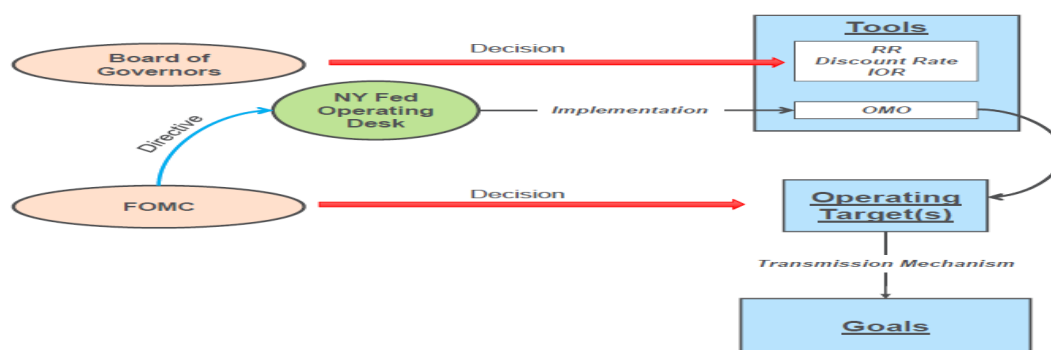
Πίνακας 5: Διαδικασία λήψεως αποφάσεων στην FED.



Source: Pollard (2003).

³⁶ Λεπτομερώς για την οργανωτική δομή του Συστήματος κεντρικών τραπεζών βλέπε **The Federal Reserve system(2005):** Purposes and Functions, Ninth Edition, June ,Library of Congress Control Number 39026719

³⁷ **Gerdesmeier D., Mongelli F. and Roffia B.(2007):**, The eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan: Similarities and Differences, Working Paper No 742, European Central Bank, March , σελ. 8-12



Πηγή: FED

1.2.4 Στόχοι, στρατηγική και μέσα νομισματικής πολιτικής.

Η ιδρυτική διακήρυξη της Ομοσπονδιακής τράπεζας των ΗΠΑ με την ονομασία Federal Reserve Act του 1913 που αναφέραμε παραπάνω, εκτός από την αποκλειστική παραχώρηση του δικαιώματος έκδοσης νομίσματος έθετε ως στόχο της τράπεζας την αντιμετώπιση πανικών στο τραπεζικό σύστημα και την προώθηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Από τότε η Federal Reserve Act αναθεωρήθηκε αρκετές φορές καθώς οι ανάγκες και οι συνθήκες της οικονομίας μεταβλήθηκαν έως το 1978 όπου με την νομική πράξη γνωστή και ως Humphrey – Hawkins³⁸ καθορίστηκε ο βασικός στόχος της νομισματικής πολιτικής FED που διέπει το καταστατικό της (κεφάλαιο 2Α.1) έως σήμερα, προβλέποντας την διατήρηση της μακροπρόθεσμης ανάπτυξης των νομισματικών και δανειακών μεγεθών σε αναλογία με την μακροχρόνια παραγωγική δυνατότητα της οικονομίας έτσι ώστε να προάγει αποτελεσματικά τους στόχους της μέγιστης απασχόλησης, των σταθερών τιμών και των χαμηλών μακροπρόθεσμων επιτοκίων (McAleese, 2005). Το γεγονός αυτό καθιστά την FED την μοναδική κεντρική τράπεζα στο κόσμο μαζί με αυτή του Καναδά που ακολουθούν διττό στόχο νομισματικής πολιτικής (Dual mandate) δηλαδή την παράλληλη διατήρηση σταθερότητας των τιμών και την προώθηση της μέγιστης οικονομικής ανάπτυξης. Πρακτικά όμως για μικρό χρονικό διάστημα ακολουθείτε κάποια ιεράρχηση στους στόχους της, με έμφαση στην διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, αφού μακροπρόθεσμα ούτως ή άλλως είναι αλληλένδετοι.³⁹

Η βραχυχρόνια αυτή ιεράρχηση οφείλεται στο γεγονός ότι οι δύο στόχοι εκ των πραγμάτων είναι κάποιες φορές αντικρουόμενοι. Η οικονομική ανάπτυξη συνοδεύεται δηλαδή από αύξηση του πληθωρισμού και το αντίστροφο⁴⁰, κάτι που έχει άμεσες συνέπειες στην στρατηγική της νομισματικής πολιτικής που ακολουθεί η FED. Για το λόγο αυτό, η FED μη θέλοντας να επικεντρωθεί σε κάποιον ενδιάμεσο στόχο νομισματικής πολιτικής (πχ έλεγχος του πληθωρισμού), υιοθέτησε μια προσέγγιση πολλών οικονομικών δεικτών (multi-indicators approach) δίνοντας έμφαση στην στήριξη της πολιτικής της σε ένα ευρύ φάσμα χρηματοοικονομικών δεικτών, αφηφώντας τα κλασσικά οικονομικά μεγέθη. Με την πάροδο των χρόνων όμως υιοθετήθηκε μια πιο ελαστική στρατηγική, διαχείρισης και επικέντρωσης στο εκάστοτε πρόβλημα (risk management approach) βασισμένη σε όρους στοχοθεσίας κόστους – οφέλους⁴¹. Παρόλα αυτά το πλαίσιο εντός πληθωρισμού 0-2% αποτελεί πάγια τακτική.

³⁸ Αλλιώς Full Employment and Balanced Growth Act 1978

³⁹ Gerdesmeier D., Mongelli F. and Roffia B. (2007) σελ 12-14.

⁴⁰ The Federal Reserve System (2005): Purposes and Functions, Ninth Edition, June , Library of Congress Control Number 39026719, section 2.

⁴¹ Gerdesmeier D., Mongelli F. and Roffia B (2009) σελ. 10-13, 20-27

Προκειμένου να εφαρμόσει την νομισματική της πολιτική διαθέτει μια σειρά από μέσα συμβατικά ή μη. Τα συμβατικά μέτρα στοχεύουν στον έλεγχο και τον επηρεασμό της ροής των πιστώσεων και περιλαμβάνουν την ρύθμιση του βασικού επιτοκίου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων(Federal Fund ή discount rate), τις ενέργειες ανοικτής αγοράς (OMO's) καθώς και τον καθορισμό των υποχρεωτικών διαθεσίμων για τις εμπορικές τράπεζες.

Πιο αναλυτικά οι ενέργειες ανοικτής αγοράς αφορούν κατά κανόνα δανεισμό διαθεσίμων με την μορφή repos που υλοποιούνται κεντρικοποιημένα διαμέσου της ομοσπονδιακής τράπεζας της Νέας Υόρκης. Οι ενέργειες λαμβάνουν χώρα μια φορά ημερησίως, συνήθως νωρίς το πρωί και το ποσό τους καθορίζεται από την ανάλυση των οργάνων της FED λαμβάνοντας υπόψη το καθορισμένο επιτόκιο. Σε περίπτωση που η ζήτηση αυξηθεί ραγδαία η FED προβαίνει σε αγορά ομολογίων του δημοσίου στην δευτερογενή αγορά ή πώληση αντίστροφων repos ως αντιστάθμισμα⁴².

Τα υποχρεωτικά διαθέσιμα που όπως είδαμε παραπάνω καθορίζονται από το Governor's Board χρησιμοποιούνται κυρίως για να περιορίσουν την ζήτηση για νέα διαθέσιμα και να διατηρηθεί το ομοσπονδιακό επιτόκιο σε συγκεκριμένα επίπεδα, ενώ το τελευταίο το οποίο επίσης καθορίζεται από το Governor's Board *καθορίζει την τιμή με βάση την οποία οι εμπορικές τράπεζες μπορούν να δανειστούν από την προεξοφλητική θυρίδα (discount window)* του ομοσπονδιακού συστήματος (Cecchetti S, O'Sullivan R, 2003). Με βάση την αυξομείωση του ελέγχεται η συνολική παροχή διαθεσίμων στο σύστημα.

Τέλος τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής από την FED χρησιμοποιήθηκαν κυρίως κατά την διάρκεια της πρόσφατης (2007-09) χρηματοπιστωτικής κρίσης και αφορούν επιβολή τόκων στα αποθεματικά διαθέσιμα των εμπορικών τραπεζών, νέες πιστωτικές και δανειακές διευκολύνσεις, αγορές περιουσιακών στοιχείων μακροπρόθεσμης λήξης καθώς και χρήση του ισολογισμού ως καθαρά εργαλείο νομισματικής πολιτικής. Τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής θα τα αναλύσουμε λεπτομερώς σε επόμενο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας.

1.3.4 Ανεξαρτησία.

Ο βαθμός ανεξαρτησίας των κεντρικών τραπεζών είναι ένα ιδιαίτερα σύνθετο και σε κάποιο βαθμό υποκειμενικό ζήτημα. Παρόλα αυτά υπάρχουν κάποιοι βασικοί άξονες που την προσδιορίζουν όπως η προσωπική, η οικονομική και η λειτουργική ανεξαρτησία. Η προσωπική ανεξαρτησία αναφέρεται επιρροή της κυβέρνησης στην κεντρική τράπεζα κυρίως σε επίπεδο διοικητικών αποφάσεων όπως διορισμοί διευθυντών κτλ. Αντίστοιχα η οικονομική ανεξαρτησία αναφέρεται στο διαχωρισμό των οικονομικών και στη χρήση ξεχωριστών προϋπολογισμών από την κεντρική τράπεζα και το δημόσιο, ενώ η λειτουργική ανεξαρτησία έχει να κάνει με την αυτονομία και την ανεμπόδιστη χάραξη και εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής αποκλειστικά από την κεντρική τράπεζα.

Με βάση τα παραπάνω, θα λέγαμε πως η FED απολαμβάνει σημαντικό βαθμό ανεξαρτησίας μιας και είναι αυτοχρηματοδοτούμενη ενώ τουλάχιστον υπό φυσιολογικές συνθήκες δεν υπάρχει η παραμικρή επιρροή από εξωτερικό δημόσιο ή ιδιωτικό φορέα στο έργο της χάραξης και της υλοποίησης της νομισματικής της πολιτικής. Παρόλα αυτά το γεγονός ότι τα μέλη του Συμβουλίου των διοικητών διορίζονται από τον πρόεδρο και την γερουσία(παρότι πρακτικά ξεπερνούν την προεδρική θητεία) καθώς και η δυνατότητα τροποποίησης των αρμοδιοτήτων και του κανονισμού της από το κογκρέσο⁴³, εγείρουν κάποιες αμφιβολίες για την πλήρη ανεξαρτησία της σε σχέση με άλλες κεντρικές τράπεζες του κόσμου⁴⁴.

⁴² Cecchetti S. and O'Sullivan R (2003): The European Central Bank and the Federal Reserve, Oxford Review of Economic Policy, Volume 19, Issue 1, σελ. 33-41

⁴³ D., Mongelli F. and Roffia B.(2007) σελ. 14-16

⁴⁴ Αναλυτικά Βλέπε Peter Conti-Brown(2014):The Institutions of Federal Reserve Independence, Yale Journal on Regulation, Forthcoming Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 139

1.4.4 Λογοδοσία, Διαφάνεια, Επικοινωνιακό πλαίσιο.

Προκειμένου μια κεντρική τράπεζα να διατηρήσει την αξιοπιστία και την ανεξαρτησία της ακέραιη σε βάθος χρόνου, στοιχείο ιδιαίτερα σημαντικό για την επίτευξη των στόχων της νομισματικής της πολιτικής όπως είδαμε, οφείλει να λειτουργεί με διαφάνεια λογοδοτώντας για τις ενέργειες της τόσο σε εσωτερικό όσο και σε εξωτερικό επίπεδο. Στα πλαίσια αυτά η FED λογοδοτεί για τις ενέργειες της πλήρως στο Κογκρέσο, το οποίο όπως είδαμε έχει δυνατότητα αναθεώρησης του καταστατικού της. Πιο αναλυτικά η FED υποχρεούται να υποβάλλει μία φορά ετησίως αναφορά ,σχετικά με τις δραστηριότητές της στον Πρόεδρο της Βουλής των Αντιπροσώπων, και δύο φορές το χρόνο τον σχεδιασμό της για την νομισματική της πολιτική στις επιτροπές τραπεζικών υποθέσεων του Κογκρέσου. Οι αξιωματούχοι της υποχρεούνται επίσης να τεθούν στην διάθεση του Κογκρέσου για την παροχή επεξηγήσεων της πολιτικής τους όποτε τους ζητηθεί.

Σε ότι αφορά την διαφάνεια⁴⁵ στο τρόπο λειτουργίας της και πιο συγκεκριμένα στο τρόπο λήψης αποφάσεων και σχεδιασμού των στόχων της νομισματικής πολιτικής καθώς και των εργαλείων ή των πληροφοριών στα οποία αυτοί στηρίζονται , η FED παρέχει πληροφορίες για τις αποφάσεις της και για τον τρόπο λήψης τους σε πραγματικό χρόνο. Αναλυτικότερα η FOMC έπειτα από κάθε συνεδρίαση δημοσιεύει μια ανακοίνωση σύμφωνα με την οποία επιβεβαιώνεται η απόφαση της να μειώσει ή να αυξήσει τα επιτόκια, ή, σε περίπτωση που η απόφαση είναι να αφήσει τα επιτόκια αμετάβλητα, απλώς σημειώνει ότι η συνεδρίαση έχει λήξει. Σε κάθε περίπτωση γίνεται αποτίμηση του οικονομικού αποτελέσματος, μέσω συνεντεύξεων τύπου. Τα πρακτικά κάθε συνεδρίασης δημοσιεύονται τρεις εβδομάδες μετά ενώ τα συνολικά πρακτικά του έτους έως και πέντε χρόνια μετά.⁴⁶

Παράλληλα Το Διοικητικό Συμβούλιο συντάσσει ετήσια έκθεση (Annual report) συνοψίζοντας τις δραστηριότητες του Διοικητικού Συμβουλίου και όλων των ομοσπονδιακών των τραπεζών την οποία και παραδίδει στο Κογκρέσο. Η οικονομική διαφάνεια εξασφαλίζεται από το γεγονός ότι οι οικονομικές καταστάσεις της FED και του Συμβουλίου των Διοικητών ελέγχονται ετησίως από ανεξάρτητο εξωτερικό ελεγκτή, ενώ μια σειρά από δραστηριότητες της FED περνούν από το κυβερνητικό γραφείο Λογοδοσίας και Διαφάνειας όπως και το γραφείο του γενικού Επιθεωρητή του Διοικητικού Συμβουλίου της FED που έχουν συσταθεί για αυτό το λόγο.

Επιπλέον το Συμβούλιο των Διοικητών δημοσιεύει τον ισολογισμό της FED σε εβδομαδιαία βάση ενώ κατά την διάρκεια της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης παρέχονταν αναλυτικές πληροφορίες σχετικά με τα προγράμματα δανεισμού του σε ειδική μηνιαία έκθεση προς το Κογκρέσο⁴⁷.

Πάντως σε επικοινωνιακό επίπεδο η FED παρουσιάζει κυρίως προσωποκεντρικό χαρακτήρα αφού οι δηλώσεις των στελεχών της γίνονται κατά κύριο λόγο μεμονωμένα, στηριζόμενες στο προσωπικό τους κύρος για την επιρροή των παραγόντων της αγοράς αλλά και του κοινού, διαμορφώνοντας έτσι μια κατά κύριο λόγο αρκετά προβλέψιμη πολιτική.

1.5 Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

1.1.5 Ιστορική προέλευση – οργανωτική δομή.

Η ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) ως επίκεντρο του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών τραπεζών (ΕΣΚΤ) επήλθε την 1^η Ιουνίου 1998, ως μέρος της υλοποίησης της δεύτερης φάσης της έκθεσης “Delors” στο δρόμο για την δημιουργία μιας ενιαίας οικονομικής και νομισματικής ένωσης (ΟΝΕ), στα πρότυπα της Bundesbank. Πιο συγκεκριμένα η ίδρυση της προβλεπόταν από την συνθήκη Συνθήκη του Μάαστριχτ ακριβώς μετά το τέλος του έργου του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ινστιτούτου (ΕΝΙ), το οποίο είχε

⁴⁵ Αναλυτικά για διαφάνεια των κεντρικών τραπεζών βλέπε **Eijffinger και Geraats (2002)**

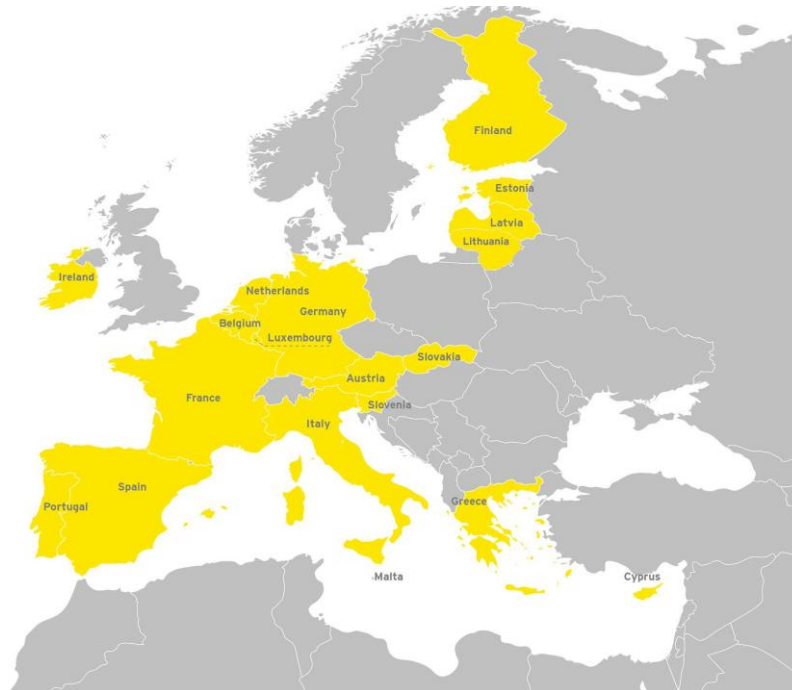
⁴⁶ **Gerdesmeier D., Mongelli F. and Roffia B(2009)** σελ. 15-20

⁴⁷ http://www.federalreserve.gov/faqs/about_12798.html

δημιουργηθεί αφενός για την επίβλεψη των πολιτικών των κεντρικών τραπεζών των κρατών μελών ως προς τον στόχο της ΟΝΕ, αφετέρου για να προετοιμάσει το έδαφος για την λειτουργία της ΕΚΤ. (Χατζηδημητρίου,2003).Βασικός της στόχος, ήταν η χάραξη και η υλοποίηση της νομισματικής πολιτικής για τις χώρες του ενιαίου νομίσματος (Ευρώ),του οποίου κατέχει το αποκλειστικό δικαίωμα έκδοσης, καθώς και η διασφάλιση της συναλλαγματικής του ισοτιμίας στις αγορές συναλλάγματος. Παρότι οι βασική αυτή αποστολή της ΕΚΤ παραμένει αναλλοίωτη έως και σήμερα με την πάροδο του χρόνου τα καθήκοντα της εμπλουτίστηκαν με μια σειρά από νομοθετικές πράξεις ή τροποποιήσεις των συνθηκών καθιστώντας την έτσι αρμόδια, όπως και κάθε σύγχρονη κεντρική τράπεζα, για τη κατοχή και τη διαχείριση των επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων των χωρών της ζώνης του ευρώ, την διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας των συστημάτων πληρωμών, την συνεργασία με διεθνείς οργανισμούς, την χρηματοπιστωτική σταθερότητα καθώς και την συλλογή ή διενέργεια οικονομικών μελετών απαραίτητων για την αποτελεσματικότητα της πολιτικής της⁴⁸. Επιπλέον με την εγκαθίδρυση του πρώτου πυλώνα της τραπεζικής ένωσης, από της 4 Νοεμβρίου του 2014 η ΕΚΤ βάσει άρθρου 127 παράγραφος 6 της ΣΛΕΕ και με τον κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1024/2013 του Συμβουλίου (κανονισμός για τον SSM), είναι αρμόδια για την μικρο και μακροπροληπτική εποπτεία των συστημικά σημαντικών εθνικών τραπεζών καθώς και για τις προϋποθέσεις αδειοδότησης, ανάκλησης άδειας και εξαγοράς των τραπεζών του Ευροσυστήματος⁴⁹.

Σήμερα το ΕΣΚΤ(το οποίο δεν διαθέτει νομική προσωπικότητα) αποτελείται από από τις κεντρικές τράπεζες 28 κρατών μελών συν την ΕΚΤ, ενώ το Ευρωσύστημα στον πυρήνα του οποίου βρίσκεται η ΕΚΤ από 19 όπως φαίνεται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 6: Χάρτης Κρατών Μελών του Ευρωσυστήματος (19 χώρες.)



Πηγή: <http://www.ey.com>.

⁴⁸ Βλέπε αναλυτικά **Hanspetter K., Scheller (2006):***The European Central Bank History Role and Functions*, European Central bank και <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.el.html>

⁴⁹ Βλέπε αναλυτικά **Christos V. Gortsos (2015) :** *The Single Supervisory Mechanism (SSM) – Legal aspects of the first pillar of the European Banking Union*

Πιο αναλυτικά σε οργανωτικό επίπεδο σύμφωνα με το άρθρο ΣΛΕΕ το ΕΣΚΤ στερείται ιδίων οργάνων και διοικείται από τα όργανα λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ που είναι το Διοικητικό Συμβούλιο (Governing Council), η Εκτελεστική Επιτροπή (Executive Board), το Γενικό Συμβούλιο (General Council) καθώς και το Εποπτικό Συμβούλιο (Supervisory board). Τα τρία πρώτα εκ των οποίων έχουν διττή λειτουργία διοίκησης δηλαδή την ίδια την ΕΚΤ αλλά και το Ευρωσύστημα- ΕΣΚΤ.

Το Διοικητικό συμβούλιο συνεδριάζει συνήθως δύο φορές τον μήνα στην έδρα της ΕΚΤ στη Φρανκφούρτη και αποτελείται έξι μέλη της εκτελεστικής επιτροπής καθώς και από δεκαεννέα διοικητές τραπεζών του Ευρωσυστήματος. Ως βασικό όργανο λήψης αποφάσεων αρμοδιότητα του είναι η χάραξη της νομισματικής πολιτικής, ο καθορισμός των βασικών επιτοκίων, ο έλεγχος της προσφοράς διαθεσίμων στο Ευρωσύστημα, καθώς και τη θέσπιση κατευθυντήριων γραμμών για την εφαρμογή των εν λόγω αποφάσεων. Στη διαδικασία λήψης των αποφάσεων ισχύει πλην κάποιων εξαιρέσεων για ειδικά θέματα πολιτικής, το καθεστώς ένα μέλος- μια ψήφος για 15 μέλη (εκτός των έξι μονίμων ψήφων της Επιτροπής) τα οποία καθορίζονται έπειτα από τακτική εναλλαγή μεταξύ δύο ομάδων διοικητών ανάλογα με την κατάταξη της χώρας τους⁵⁰.

Η Εκτελεστική αποτελείται από έξι μέλη (Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου, αντιπρόεδρος και άλλα τέσσερα) που καθορίζονται από τα Ευρωπαϊκά Συμβούλιο και είναι άτομα με σημαντική θεωρητική και επαγγελματική εμπειρία. Συνεδριάζει συνήθως μία φορά την εβδομάδα και αποτελεί το όργανο λήψης αποφάσεων που αφορούν τις καθημερινές ενέργειες της ΕΚΤ. Πιο συγκεκριμένα είναι επιφορτισμένη με την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές και τις αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου παρέχοντας τις απαραίτητες οδηγίες προς τα κράτη μέλη, την κανονιστική παρέμβαση όπου της εκχωρείται καθώς και την προετοιμασία των συνεδριάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου. Ως προς την διαδικασία λήψης αποφάσεων ισχύει το ένα μέλος μια ψήφος, με απλή πλειοψηφία.

Το Γενικό Συμβούλιο αποτελείται από τον Πρόεδρο της ΕΚΤ, τον Αντιπρόεδρο της ΕΚΤ και τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών των 28 κρατών μελών της ΕΕ. Στις συνεδριάσεις του μπορούν να μετέχουν χωρίς δικαίωμα ψήφου και τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ, ο Πρόεδρος του Συμβουλίου της ΕΕ και ένα μέλος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Το έργο του είναι παρόμοιο με αυτό του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος αφού όπως προβλέπεται από την καταστατικό του ΕΣΚΤ θα διαλυθεί όταν όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ θα έχουν υιοθετήσει το ενιαίο νόμισμα. Επικεντρώνεται κυρίως σε συμβουλευτικές λειτουργίες προς την ΕΚΤ, στην προετοιμασία των ετήσιων εκθέσεων της, στη συλλογή στατιστικών πληροφοριών, στη θέσπιση των όρων απασχόλησης του προσωπικού της ΕΚΤ και στην διασφάλιση των συναλλαγματικών ισοτιμιών των νομισμάτων των κρατών μελών που παρεκκλίνουν έναντι του ευρώ. Σε κάθε περίπτωση ο πρόεδρος της ΕΚΤ είναι υποχρεωμένος να ενημερώνει το Γενικό συμβούλιο ώστε να γνωρίζουν και οι υπόλοιποι διοικητές των τραπεζών εκτός της ζώνης του ευρώ τις προθέσεις της ΕΚΤ.

Τέλος το Εποπτικό Συμβούλιο είναι αρμόδιο για αποφάσεις σε ζητήματα μικρό και μακροπροληπτικής εποπτείας των συστημικά σημαντικών τραπεζών εντός του Ευρωσυστήματος που εκφεύγουν του αντικειμένου της παρούσας εργασίας.

1.2.5 Στόχοι, στρατηγική και μέσα νομισματικής πολιτικής.

Με βάση όσα είδαμε στο προηγούμενο υποκεφάλαιο, η αποφάσεις για την χάραξη και την υλοποίηση της νομισματικής πολιτικής στο επίπεδο της ΕΕ παίρνονται κεντριοποιημένα και αποκλειστικά από την ΕΚΤ (το Διοικητικό της Συμβούλιο).

Πρωταρχικός στόχος της νομισματικής πολιτικής από την ΕΚΤ, σε αντίθεση με το διττό στόχο της FED, είναι όπως σημειώνεται στο άρθρο 127 (1) ΣΛΕΕ η διατήρηση της σταθερότητας των του γενικού επιπέδου των τιμών *ως μια ανά έτος αύξηση του*

⁵⁰ Βλέπε λεπτομερώς **Scheller (2006):** *The European Central Bank, History Role and Functions*, Κεφ.2

εναρμονισμένου δείκτη των τιμών καταναλωτή για την ζώνη του ευρώ που δεν ξεπερνά το 2%. Περαιτέρω προβλέπονται ευρύτεροι στόχοι σύμφωνα με τις οικονομικές επιδιώξεις της ΕΕ όπως η επίτευξη συνθηκών πλήρους απασχόλησης και η διασφάλιση μιας ισορροπημένης αναπτυξιακής πορείας.

Προκειμένου να επιτύχει αποτελεσματικά αυτόν τον στόχο της, η ΕΚΤ ακολουθεί μια συγκεκριμένη, προκαθορισμένων ενεργειών, νομισματική στρατηγική, η οποία αφενός βασίζεται στον ποσοτικό καθορισμό της σταθερότητας των τιμών που αναφέραμε, και αφετέρου σε εκτιμήσεις του κινδύνου απόκλισης από τον στόχο της, λόγω του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, στηριζόμενες σε αναλύσεις που χωρίζονται σε δύο πυλώνες, και οι οποίοι λειτουργούν συμπληρωματικά μεταξύ τους. Ο πρώτος πυλώνας ο οποίος ονομάζεται οικονομική ανάλυση και κατέχει πρωτεύοντα ρόλο στην χάραξη της νομισματικής πολιτικής, χρησιμοποιείται για την εκτίμηση των βραχυπρόθεσμων και μεσοπρόθεσμων παραγόντων εξέλιξης των τιμών, επικεντρώνοντας το ενδιαφέρον της ανάλυσης σε δεδομένα της πραγματικής οικονομίας όπως οι μεταβολές στην ζήτηση, την αγορά εργασίας και κεφαλαίων, το ισοζύγιο πληρωμών, την δημοσιονομική πολιτική, της χρηματοπιστωτικές αγορές καθώς και την φύση ενδεχόμενων οικονομικών σοκ στην ζώνη του ευρώ. Η οικονομική ανάλυση χρησιμοποιείται ακόμα για την εκτίμηση και την πρόβλεψη μακροχρόνιων μακροοικονομικών αλλαγών στο Ευρωσύστημα με ιδιαίτερη σημασία, όπως η μεταβολές του συνολικού ΑΕΠ.

Από την άλλη μεριά, ο δεύτερος πυλώνας αφορά στην νομισματική ανάλυση, όπως ονομάζεται, και στοχεύει κυρίως σε μακροχρόνιες εκτιμήσεις, σε ότι αφορά κατά βάση τις πληθωριστικές τάσεις και τις επιπτώσεις τους. Αποδεχόμενη δηλαδή η ΕΚΤ την διαπίστωση των μονεταριστών, πως μακροπρόθεσμα ο πληθωρισμός είναι καθαρά νομισματικό φαινόμενο, ερευνά την σχέση μεταξύ χρήματος και τιμών, στηριζόμενη κυρίως στην ανάλυση της μεταβολής ευρύτερων οικονομικών μεγεθών όπως ο ρυθμός αύξησης του M_3 ⁵¹, ο οποίος έχει οριστεί από την ίδια την ΕΚΤ το Δεκέμβριο του 1998 ως συμβατός με 4,5% αύξηση ανά έτος⁵². Σε αντίθεση δηλαδή με την FED η ΕΚΤ δίνει ιδιαίτερη βάση στην εξέταση της πορείας των νομισματικών μεγεθών για την υλοποίηση της νομισματικής της στρατηγικής.

Αναλυτικά η στρατηγική νομισματικής πολιτικής των δύο πυλώνων από την ΕΚΤ παρουσιάζεται στο παρακάτω διάγραμμα:

Διάγραμμα 1: Στρατηγική νομισματικής πολιτικής ΕΚΤ δύο πυλώνων.



Πηγή:ECB

Για την υλοποίηση της νομισματικής πολιτικής η ΕΚΤ διαθέτει μια σειρά από μέσα συμβατικής και μη συμβατικής πολιτικής. Τα βασικά μέσα συμβατικής πολιτικής είναι όπως

⁵¹ Το νομισματικό μέγεθος M_3 περιλαμβάνει το συνολικό νόμισμα σε κυκλοφορία, τις καταθέσεις μιας ημέρας, τις καταθέσεις προθεσμίας έως 2 ετών, καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών, *repós*, μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος καθώς και τίτλους αγοράς χρήματος και χρεογράφων διάρκειας έως 2 ετών.

⁵² Αναλυτικά βλέπε **I. Σ. Βαβούρας (2005), Scheller (2006)** καθώς και **ECB(2011)**, The Monetary Policy of the ECB.

περίπου και στην περίπτωση της FED, οι πράξεις ανοικτής αγοράς, οι πάγιες διευκολύνσεις και η επιβολή ελάχιστων υποχρεωτικών διαθεσίμων.

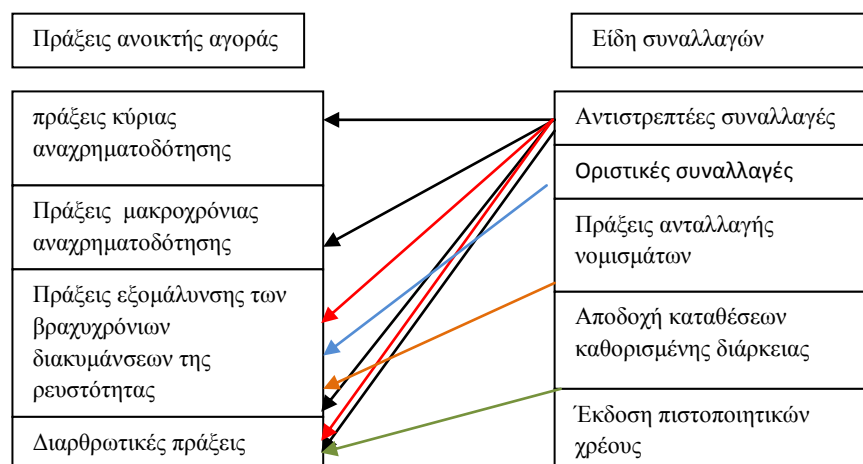
Οι πράξεις ανοικτής αγοράς στοχεύουν στον επηρεασμό των επιτοκίων και ως εκ τούτου των συνθηκών ρευστότητας καθώς και στην σηματοδότηση της πολιτικής της ΕΚΤ στις αγορές, ενώ χωρίζονται σε τέσσερις κατηγορίες ανάλογα με την χρονική διάρκεια και το σκοπό τους. Οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (MROs) αποτελούν το βασικό μέσο άσκησης της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ αφού διεξάγονται συνήθως ανά βδομάδα και διαρκούν επίσης μια εβδομάδα. Πρόκειται για αντιστρεπτέες πράξεις παροχής ρευστότητας που ικανοποιούνται μέσω δημόσιων, τακτικών και καθορισμένων (εντός 24 ωρών και με σταθερό επιτόκιο σε κάποιες περιπτώσεις) δημοπρασιών. Για την πραγματοποίησή τους απαιτείται παροχή εγγυήσεων. Αντίθετα οι Πράξεις μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (LTRO) στοχεύουν στην παροχή πρόσθετης ρευστότητας στον χρηματοπιστωτικό τομέα και γι' αυτό το λόγο διενεργούνται συνήθως με τη μορφή δημοπρασιών ανταγωνιστικού επιτοκίου (σε εξαιρετικές περιπτώσεις ορίζεται και σταθερό επιτόκιο). Διεξάγονται συνήθως μια φορά τον μήνα και έχουν διάρκεια τριών μηνών, ενώ σε ειδικές περιπτώσεις έχουν και διάρκεια έξι ή δώδεκα μηνών. Πρόκειται επίσης για αντιστρεπτέες πράξεις παροχής ρευστότητας και πραγματοποιούνται βάσει εγγυήσεων.

Περαιτέρω οι πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας (FTOs) στοχεύουν στην εξομάλυνση των επιδράσεων στα επιτόκια λόγω απρόβλεπτων διακυμάνσεων στην ρευστότητα της αγοράς. Πραγματοποιούνται συνήθως σε διμερές επίπεδο την τελευταία μέρα της προθεσμίας διατήρησης συγκεκριμένου ποσού υποχρεωτικών κεφαλαίων λόγω των ενδεχόμενων ανισορροπιών που μπορούν να υπάρξουν, αλλά και ad hoc γι' αυτό και προϋποθέτουν σημαντικό βαθμό ευελιξίας. Η παροχή εγγυήσεων είναι επίσης απαραίτητη καθώς πρόκειται για αντιστρεπτέες πράξεις.

Επιπλέον η τέταρτη κατηγορία πράξεων ανοικτής αγοράς, ονομάζεται Διαρθρωτικές πράξεις και πρόκειται για πράξεις παροχής ή απορρόφησης ρευστότητας με την μορφή αντιστρεπτέων κυρίως συναλλαγών που στοχεύουν στην προσαρμογή της διαρθρωτικής θέσης ρευστότητας του Ευρωσυστήματος απέναντι στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Οι εν λόγω πράξεις δεν έχουν συγκεκριμένη περιοδικότητα ή διάρκεια ενώ ως εγγυήσεις όποτε απαιτούνται παρέχονται μόνο εμπορεύσιμα περιουσιακά στοιχεία.

Στο μεταξύ ανάλογα με το είδος της πράξης ανοικτής αγοράς δύναται να χρησιμοποιηθούν διαφορετικά είδη συναλλαγών ως εργαλεία για την εκπλήρωσή τους τα οποία ανήκουν στις εξής πέντε κατηγορίες: α) Αντιστρεπτέες συναλλαγές β) οριστικές συναλλαγές γ) πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων δ) αποδοχή καταθέσεων ορισμένης διάρκειας και ε) έκδοση πιστοποιητικών χρέους⁵³ όπως φαίνεται στον παρακάτω σχεδιάγραμμα:

Σχεδιάγραμμα 2: Είδη συναλλαγών ανά πράξη ανοικτής αγοράς της ΕΚΤ



⁵³ Αναλυτικά για τα παραπάνω εργαλεία βλέπε **Ι. Σ. Βαβούρας (2005)** σελ 538-540.

Οι πάγιες διευκολύνσεις αποτελούν το δεύτερο μέσο νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ και χωρίζονται σε δύο κατηγορίες, τις διευκολύνσεις οριακής χρηματοδότησης και τις διευκολύνσεις αποδοχής καταθέσεων. Οι διευκολύνσεις οριακής χρηματοδότησης προσφέρουν δυνατότητα απόκτησης ρευστότητας διάρκειας μίας μέρας για τους αντισυμβαλλομένους της ΕΚΤ είτε με την μορφή ημερησίου *repo* είτε έναντι εγγυημένων περιουσιακών στοιχείων. Από την άλλη, οι διευκολύνσεις αποδοχής καταθέσεων προσφέρουν την δυνατότητα τοποθέτησης καταθέσεων διάρκειας μιας ημέρας για τους αντισυμβαλλομένους στην κεντρική τράπεζα με προκαθορισμένο επιτόκιο. Κατά αυτό τον τρόπο η ΕΚΤ δύναται να επηρεάσει τα ημερήσια επιτόκια του συστήματος.

Η επιβολή υποχρεωτικών ελάχιστων διαθεσίμων από την ΕΚΤ στοχεύει στο έλεγχο του βραχυπρόθεσμου επιτοκίου-στόχου και των συνθηκών ρευστότητας στην αγορά. Η επιβολή του αφορά όλες τις εμπορικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος και το μέγεθος του καθορίζεται ανάλογα με τις ανάγκες της νομισματικής πολιτικής αλλά και την σύσταση του ισολογισμού τους. Τα υποχρεωτικά διαθέσιμα τοκίζονται με το βασικό επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος, ενώ προβλέπονται εξαιρέσεις για συγκεκριμένες περιπτώσεις πιστωτικών ιδρυμάτων⁵⁴.

Τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής, τα οποία και θα αναλύσουμε λεπτομερώς σε επόμενο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας, αφορούν κυρίως αγορές τίτλων και πράξεις ανοικτής αγοράς μεγαλύτερης διάρκειας που χρησιμοποίησε η ΕΚΤ ως απάντηση στις αρνητικές συνθήκες που δημιούργησε η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση.

1.3.5 Ανεξαρτησία

Όπως και στην περίπτωση της FED η ανεξαρτησία της ΕΚΤ προϋποθέτει την θεσμική, την νομική, την οικονομική, την προσωπική καθώς και την λειτουργική και επιχειρησιακή διάσταση- θεμελίωση, προκειμένου αυτή να εκπληρώσει επιτυχώς και ανεμπόδιστα το έργο της διασφάλισης της σταθερότητας των τιμών.

Σύμφωνα με το άρθρο 130 ΣΛΕΕ κατοχυρώνεται η πλήρης λειτουργική ανεξαρτησίας της ΕΚΤ και των κεντρικών τραπεζών του Ευρωσυστήματος έτσι ώστε «*κανένα μέλος των οργάνων λήψης αποφάσεων των ιδρυμάτων αυτών δεν μπορεί να ζητεί ή να δέχεται υποδείξεις από όργανα ή οργανισμούς της ΕΕ, από οποιαδήποτε κυβέρνηση κράτους μέλους της ΕΕ ή από οποιονδήποτε άλλον οργανισμό, ενώ τα όργανα και οι οργανισμοί της ΕΕ, καθώς και οι κυβερνήσεις των κρατών μελών, πρέπει να τηρούν την αρχή αυτή και να μην επιδιώκουν να επηρεάζουν τα μέλη των οργάνων λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ*»⁵⁵. Περαιτέρω η νομική και η οικονομική ανεξαρτησία κατοχυρώνεται από το γεγονός πως η ΕΚΤ διαθέτει ξεχωριστή νομική προσωπικότητα και προϋπολογισμό καθώς τα κεφάλαια της προέρχονται ως μερίδιο από τις ανεξάρτητες κεντρικές των κρατών μελών του Ευρωσυστήματος, εφόσον εγγραφούν σε αυτόν. Τέλος προσωπική και πολιτική ανεξαρτησία των οργάνων λήψης αποφάσεων της διασφαλίζεται επίσης στην βάση της πολυετούς και μη επανεκλόγιμης θητείας των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και της Εκτελεστικής Επιτροπής αντίστοιχα. Ενισχύεται μάλιστα από την ρητή απαγόρευση στο Ευρωσύστημα να χορηγεί δάνεια σε οργανισμούς της ΕΕ ή εθνικούς δημόσιους φορείς⁵⁶. Στηριζόμενοι σε αυτά τα δεδομένα θα λέγαμε πως η ΕΚΤ απολαμβάνει μεγαλύτερη ανεξαρτησία και πολυπλευρότερη ανεξαρτησία από την FED.

⁵⁴ Βλέπε αναλυτικά **ECB(2011):** The Monetary policy of the ECB και **ECB(2008):** Η εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής στην ζώνη του Ευρώ.

⁵⁵ Συνθήκη για την λειτουργία της ΕΕ και **Scheller (2006)** καθώς και διαδικτυακά: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/independence/html/index.el.html>

⁵⁶ Για νομική θεμελίωση βλέπε αναλυτικά **Γ.Ε .Φ Καλαβρός- Θ.Γ . Γεωργόπουλος (2010): Το δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης**, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, σελ. 239-254

1.4.5 Λογοδοσία, Διαφάνεια, Επικοινωνιακό πλαίσιο.

Όπως είδαμε και σε προηγούμενο υποκεφάλαιο η εσωτερική και εξωτερική λογοδοσία καθώς και η διαφάνεια στο τρόπο λειτουργίας και λήψης αποφάσεων αποτελεί θεμελιώδη αρχή για μια σύγχρονη κεντρική τράπεζα, προκειμένου αυτή να επιτελεί ομαλά και με επιτυχία το έργο της. Στα πλαίσια αυτά και η ΕΚΤ πέραν της δημοκρατικής της νομιμοποίησης, οφείλει από την ΣΛΕΕ να λογοδοτεί σε συλλογικό επίπεδο τόσο την διαδικασία λήψης αποφάσεων της όσο και για το καθεστώς της νομισματικής πολιτικής στους πολίτες της ένωσης αλλά και στους εκλεγμένους αντιπροσώπους τους στο Ευρωπαϊκό κοινοβούλιο. Για το σκοπό αυτό η ΕΚΤ δημοσιεύει οικονομικό δελτίο κάθε έξι εβδομάδες, τριμηνιαίες εκθέσεις για τις δραστηριότητες του ΕΣΚΤ, καθώς και ενοποιημένη εβδομαδιαία λογιστική κατάσταση. Επιπλέον, καταρτίζει ετήσια έκθεση σχετικά με τις συνολικές δραστηριότητες του ΕΣΚΤ και του καθεστώτος νομισματικής πολιτικής του προηγούμενου και του τρέχοντος έτους, προς όλα τα όργανα της ΕΕ. Επιπλέον ειδικά ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου παρέχει τακτικά ενημέρωση μέσω ομιλιών του για την πολιτική της ΕΚΤ η οποία, είναι διαρκώς διαθέσιμη να απαντήσει σε ερωτήσεις ευρωβουλευτών σύμφωνα με την προβλεπόμενη διαδικασία.

Σε επίπεδο διαφάνειας η ΕΚΤ φροντίζει να παραχωρεί λεπτομερή συνέντευξη τύπου αμέσως μετά την συνεδρίαση του πρώτου Διοικητικού συμβουλίου κάθε μήνα για το σύνολο των θεμάτων που αφορούν την νομισματική της στρατηγική και τις οικονομικές της αναλύσεις. Δίνεται έτσι η δυνατότητα στις αγορές να κατανοήσουν και να προβλέψουν το πλαίσιο συστηματικής αντίδρασης της νομισματικής της πολιτικής στις οικονομικές εξελίξεις, επιταχύνοντας έτσι την αποτελεσματικότητα των στόχων της. Αυτό καθιστά την λειτουργία της ΕΚΤ όχι μόνο αποδοτικότερη αλλά και πιο αξιόπιστη, παρά το γεγονός ότι έχει επικριθεί για την μη δημοσιοποίηση των πρακτικών κάθε συνεδρίασης, όπως συμβαίνει με άλλες κεντρικές τράπεζες ανά τον κόσμο.⁵⁷

Με αφορμή το τελευταίο, και σε ότι αφορά το επικοινωνιακό πλαίσιο πράγματι η ΕΚΤ σε αντίθεση με την FED επιλέγει και λειτουργεί με συλλογικούς όρους τόσο στην παραχώρηση πληροφοριών προς τον τύπο και τις αγορές όσο και ως προς την διαδικασία λήψης και υποστήριξης των αποφάσεων της, κάτι που πιθανότατα δικαιολογεί την μη δημοσιοποίηση των πρακτικών των συνεδριάσεων της και την μικρότερη έκθεση των αξιωματούχων της στα ΜΜΕ, σε καμία περίπτωση όμως δεν επηρεάζει το επίπεδο αποτελεσματικότητας της.⁵⁸

Κεφάλαιο 2: Ανάλυση των στοιχείων και της εξέλιξης του ισολογισμού της FED και της ΕΚΤ την περίοδο 2005-07.

2.1 Ο ισολογισμός και η πολιτική της FED.

Λόγω της οικονομικής ύφεσης που προκλήθηκε έπειτα από μια σειρά γεγονότων όπως η κρίση του dot.com, το τρομοκρατικό χτύπημα της 9/11, αλλά και μια σειρά εταιρικών σκανδάλων στις ΗΠΑ, στις αρχές του 2000, η FED υιοθέτησε την περίοδο 2000-2004 μια χαλαρότερη νομισματική πολιτική, ως αντίδραση στις υφεσιακές πιέσεις και το χαμηλό πληθωρισμό, διατηρώντας τα βραχυπρόθεσμα και μακροχρόνια επιτόκια της, σε χαμηλά επίπεδα⁵⁹(1% το 2003)⁶⁰.

⁵⁷ Scheller(2006) και διαδικτυακά :

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/transparency/html/index.el.html>

⁵⁸ D., Mongelli F. and Roffia B.(2007) σελ. 16-21

⁵⁹ S. Bernanke (2010): *Monetary Policy and the Housing Bubble*, Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia

⁶⁰ Η FED κατηγορήθηκε από ένα μεγάλο μέρος οικονομολόγων, πολιτικών και ακαδημαϊκών πως η διατήρηση των χαμηλών επιτοκίων αποτέλεσε την βασική αιτία για την πρόκληση της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007. Παρόλα αυτά ο κ. Bernanke υποστήριξε πως τα χαμηλά επιτόκια

Η πρακτική αυτή μεταβλήθηκε από τα μέσα του 2004 και κυρίως το 2005 καθώς οι αξιωματούχοι της FED θέλησαν αφενός να αποφύγουν το ρίσκο άσκησης πολιτικής με μηδενικά επιτόκια, αφετέρου είχαν πλέον να αντιμετωπίσουν νέες πληθωριστικές πιέσεις, προερχόμενες κατά βάση από τον ενεργειακό τομέα. Χρησιμοποιώντας μέσα συμβατικής πολιτικής για να επηρεάσει το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο η FOMC προχώρησε σε καθημερινές δημοπρασίες αντίστροφων γερο αλλά και αγορές τίτλων του δημοσίου ώστε να περιορίσει την συνολική παροχή ρευστότητας. Αποτέλεσμα ήταν τον Ιανουάριο του 2005 το επιτόκιο να αυξηθεί κατά 25 μονάδες φτάνοντας στο 2,25%. Παρόλα αυτά η πολιτική της FED λόγω του χαμηλού του επιπέδου, εξακολούθησε να χαρακτηρίζεται διευκολυντική, έναντι της προϋπάρχουσας ύφεσης. Η συνέχιση όμως των πληθωριστικών πιέσεων στον στεγαστικό και τον ενεργειακό τομέα κατά την διάρκεια του έτους, που ενισχύθηκαν λόγω κάποιων φυσικών καταστροφών, οδήγησαν στην αύξηση του επιτοκίου κατά 25 μονάδες και στις επτά εναπομείναντες συνεδριάσεις της FOMC, φτάνοντας έτσι στα τέλη του έτους στο 4,25% , αποχαρκτηρίζοντας πλέον την νομισματική πολιτική. Η ίδια στρατηγική ακολουθήθηκε και το πρώτο μισό του 2006 διαμορφώνοντας το επιτόκιο στο 5,25% τον Ιούνιο του 2006. Η σχετική εξομάλυνση των περισσότερων δεικτών της οικονομίας , και η μικρή μείωση στην ζήτηση των στεγαστικών δανείων οδήγησε την FED στην διατήρηση του επιτοκίου στα ίδια επίπεδα μέχρι τον Ιανουάριο του 2007.⁶¹

Η αλλαγή αυτή της κατεύθυνσης στην νομισματική πολιτική, αποτυπώθηκε σε μεγάλο βαθμό και λαμβάνοντας υπόψη το παράγοντα της χρονικής υστέρησης, στον ισολογισμό της FED. Πιο συγκεκριμένα στα δείγματα⁶² που αναλύουμε από τον Ιανουάριο του 2005 έως τον ίδιο μήνα του 2007 παρατηρούμε μια σημαντική αύξηση των παραγόντων που συντείνουν στην απορρόφηση των διαθεσίμων από την αγορά και μια αντίστοιχη μείωση σε παράγοντες παροχής ρευστότητας. Παραδείγματός χάριν το Δεκέμβριο του 2005 η συνολική αξία των γεροs έφτανε τις 45.250 δις δολάρια ενώ τον Ιανουάριο του 2007 μόλις 32 δις δολάρια. Παράλληλα με την έναρξη της αύξησης του επιτοκίου το 2005 στοιχεία των υποχρεώσεων όπως οι καταθέσεις των εμπορικών τραπεζών, που τους δίνει δυνατότητα μεγαλύτερης μόχλευσης, βρίσκονταν στα 36,930 δις δολάρια, ενώ τον Ιανουάριο του 2007 μόλις στα 30.650 δις δολάρια, όπως και στοιχεία απορρόφησης ρευστότητας βρίσκονταν στα 7.689 και 4.211 δις δολάρια, σηματοδοτώντας αυτή την αλλαγή. Γενικά παρατηρώντας κάποιος και τους βοηθητικούς πίνακες παραγόντων που επηρεάζουν τον ισολογισμό, παρατηρεί μια απότομη αύξηση στα στοιχεία συσταλτικής πολιτικής το 2005, όπως πχ στο λογαριασμό ρευστών διαθεσίμων και επίσημων συναλλαγματικών (foreign official), και μια σταδιακή από εκεί και πέρα μεγέθυνση τους μέχρι την παγίωση τους στις αρχές του 2007. Ιδιαίτερα στον λογαριασμό foreign official παρατηρείται η αύξηση της ζήτησης σε δολάρια παγκοσμίως που συμφωνά με τον Bernanke, η αποταμίευση τους, κράτησε χαμηλά τα επιτόκια και ενίσχυσε την χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-09.

Σε κάθε περίπτωση παρατηρούμε πως από το 2005 έως το 2007 υπάρχει μια μικρή επέκταση του ισολογισμού της FED τόσο ενεργητικό, όσο και στο παθητικό που αποτυπώνει την προσπάθεια αφενός ικανοποίησης μιας πιο συσταλτικής νομισματικής πολιτικής λόγω των πληθωριστικών πιέσεων, όσο και παράλληλα της ικανοποίησης του διττού της στόχου, της οικονομικής ανάπτυξης και της πλήρους απασχόλησης. Βασικό στοιχείο του ενεργητικού αποτελούν με μεγάλη διαφορά οι τίτλοι του δημοσίου στο χαρτοφυλάκιο SOMA ενώ των υποχρεώσεων το νόμισμα σε κυκλοφορία⁶³. Όλα τα παραπάνω στοιχεία τα παραθέτουμε

οφείλονταν σε παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες, επί των οποίων η FED δεν μπορούσε να έχει τον έλεγχο.

⁶¹ **FED Annual Report (2005-07)** Κεφ. 1-2

⁶² FEDERAL RESERVE statistical release, Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions and Condition Statement of Federal Reserve Banks, January 2005, December 2005, December 2006 and January 2007 : <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/>

⁶³ **Peter Stella (2009):** The Federal Reserve System Balance Sheet: What happened and why it matters, IMF working paper 09/120 , σελ. 7-9

ενδεικτικά στους δύο πίνακες του συμψηφισμένου ισολογισμού της FED Ιανουαρίου 2005-07:

Πίνακας 7: Ενοποιημένος Ισολογισμός FED 5 Ιανουαρίου 2005

Millions of dollars				
Assets, liabilities, and capital	Eliminations from consolidation	Change since		
		Wednesday Jan 5, 2005	Wednesday Dec 29, 2004	Wednesday Jan 7, 2004
Assets				
Gold certificate account		11,041	0	2
Special drawing rights certificate account		2,200	0	0
Coin		719	2	6
Securities, repurchase agreements, and loans		752,365	1,495	61,634
Securities held outright		717,823	8	51,101
U.S. Treasury ¹		717,823	8	51,101
Bills ²		262,970	0	18,073
Notes and bonds, nominal ²		436,429	0	30,256
Notes and bonds, inflation-indexed ²		16,108	0	2,114
Inflation compensation ³		2,313	7	658
Federal agency ⁴		0	0	0
Repurchase agreements ⁴		34,500	1,500	10,500
Loans		44	13	33
Items in process of collection	(1,060)	9,541	3,437	1,700
Bank premises		1,774	13	1,150
Other assets ⁵		39,627	132	468
Total assets	(1,060)	817,267	4,789	60,549
Liabilities				
Federal Reserve notes, net of F.R. Bank holdings		718,481	4,423	35,090
Reverse repurchase agreements ⁶		28,647	1,291	9,060
Deposits	(1)	16,930	9,454	11,850
Depository institutions		16,930	10,385	11,962
U.S. Treasury, general account		4,791	943	124
Foreign official		93	6	9
Other	(1)	229	8	4
Deferred availability cash items	(1,060)	7,689	2,055	590
Other liabilities and accrued dividends ⁷		2,745	448	643
Total liabilities	(1,060)	794,493	5,348	56,055
Capital accounts				
Capital paid in		11,846	205	2,995
Surplus		10,820	1,973	1,973
Other capital accounts		109	2,736	474
Total capital		22,774	559	4,493

Note: Components may not sum to totals because of rounding.

Πίνακας 8: Ενοποιημένος Ισολογισμός FED 31 Ιανουαρίου 2007

Millions of dollars				
Assets, liabilities, and capital	Eliminations from consolidation	Change since		
		Wednesday Jan 31, 2007	Wednesday Jan 24, 2007	Wednesday Feb 1, 2006
Assets				
Gold certificate account		11,037	0	3
Special drawing rights certificate account		2,200	0	0
Coin		1,069	85	259
Securities, repurchase agreements, and loans		812,189	14,288	40,293
Securities held outright		778,863	12	30,023
U.S. Treasury ¹		778,863	12	30,023
Bills ²		277,019	0	4,165
Notes and bonds, nominal ²		486,675	1,129	16,095
Notes and bonds, inflation-indexed ²		31,776	1,189	9,580
Inflation compensation ³		3,393	13	183
Federal agency ⁴		0	0	0
Repurchase agreements ⁴		32,000	13,000	9,000
Loans		1,326	1,300	1,271
Items in process of collection	(823)	2,729	389	5,779
Bank premises		1,962	13	138
Other assets ⁵		38,373	23	13
Total assets	(823)	869,559	13,974	34,896
Liabilities				
Federal Reserve notes, net of F.R. Bank holdings		765,586	252	17,408
Reverse repurchase agreements ⁶		32,379	2,960	9,199
Deposits	(8)	30,687	11,644	5,752
Depository institutions		24,228	11,020	4,822
U.S. Treasury, general account		6,053	641	958
Foreign official		80	0	7
Other	(8)	265	18	36
Deferred availability cash items	(823)	4,211	0	3,242
Other liabilities and accrued dividends ⁷		5,568	17	1,466
Total liabilities	(823)	838,400	14,367	30,582
Capital accounts				
Capital paid in		15,358	26	1,800
Surplus		15,127	35	2,248
Other capital accounts		674	454	266
Total capital		31,159	393	4,314

Πηγή: FED

2.2 Ο ισολογισμός και η πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

Όπως και στην περίπτωση της FED λόγω της παγκόσμιας ύφεσης που ακολούθησε την χρηματοπιστωτική κρίση στις αρχές του 2000 η ΕΚΤ διατήρησε χαμηλά και στάσιμα επιτόκια της τάξης του 2% στις κύριες πράξεις αναχρηματοδότησης μέχρι το 2005. Έτσι στις αρχές του έτους λόγω της αυξημένης ζήτησης σε ρευστότητα(+21% σε σχέση με το 2004) που δημιουργήσαν οι ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης, το Διοικητικό συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε να αυξήσει από 25 σε 30 δις ευρώ το ποσό κατανομής για κάθε LTRO για όλη την διάρκεια του έτους ενισχύοντας τον διευκολυντικό χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής. Παράλληλα και με βάση τα στοιχεία που προέκυψαν από την νομισματική και οικονομική ανάλυση, παρά τις τάσεις αύξησης των τιμών στην ενέργεια και τον στεγαστικό τομέα, αποφασίστηκε η αμετάβλητη διατήρηση του επιτοκίου για τους επόμενους δέκα μήνες. Τον Δεκέμβριο του 2005 όμως, λόγω της παρατεταμένης πέραν του προσδοκώμενου αύξησης στις τιμές του πετρελαίου (βασικός παραγωγικός συντελεστής) αλλά και των προβλέψεων για μακροπρόθεσμες πληθωριστικές πιέσεις όπως προέκυψε από την διπλή ανάλυση της ΕΚΤ⁶⁴,

⁶⁴ Βλέπε B. Fischer, M. Lenza, H. Pill and L. Reichlin (2006): Money and monetary policy: The ECB experience 1999-2006, European Central Bank

ανάγκασαν το Διοικητικό Συμβούλιο να προχωρήσει σε αύξηση κατά 25 μονάδες βάσης του βασικού επιτοκίου διαμορφώνοντας την τιμή του σε 2,25%. Το ποσό κατανομής για κάθε LTRO αποφασίστηκε όμως να αυξηθεί σε 40δισ για το 2006, αλλά παράλληλα αυξήθηκε και ο όγκος των υποχρεωτικών διαθεσίμων σε 153 δις. Το 2006 παρότι τους πρώτους μήνες ο πληθωρισμός παρουσίασε μια μικρή μείωση και το επιτόκιο παρέμεινε σταθερό, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε την αύξηση του σε πέντε συνεδριάσεις και κατά 125 μονάδες βάσης συνολικά μέχρι το τέλος του έτους, λόγω του κινδύνου μετακύλησης πληθωριστικών πιέσεων από τα προηγούμενα έτη και τα μέτρα έμμεσης φορολογίας που υιοθετήθηκαν στο πεδίο της δημοσιονομικής πολιτικής. Διαμορφώθηκε έτσι σε 3,50% τον Δεκέμβριο του 2006 διατηρώντας όμως όπως υποστηρίχθηκε το διευκολυντικό του χαρακτήρα, μέχρι και τους πρώτους μήνες του 2007. Μάλιστα το ποσό κατανομής χρηματοδότησης για κάθε LTRO αυξήθηκε σε 50δισ, αλλά τα υποχρεωτικά αποθεματικά αυξήθηκαν σε 174,3 δις επίσης.

Σε ότι αφορά τον ισολογισμό της ΕΚΤ την συγκεκριμένη περίοδο, παρατηρούμε ότι υπάρχει μια σημαντική επέκταση τόσο του ενεργητικού από τον Ιανουάριο του 2005 που βρισκόταν συνολικά στα 894,792 δις Ευρώ σε 1.150 τρις τον Δεκέμβριο του 2006 αλλά και του παθητικού που έκλεισε σε 1.083 τρις τον ίδιο μήνα. Οι αυξήσεις αυτές δικαιολογούνται τόσο από την προσπάθεια ελέγχου των πληθωριστικών πιέσεων, όσο και από την διατήρηση του επιτοκίου σε γενικά χαμηλά επίπεδα. Πιο συγκεκριμένα παρατηρούμε ότι κυρίαρχο στοιχείο του παθητικού αποτελούν τα τραπεζογραμμάτια και τα κέρματα που βρίσκονται σε κυκλοφορία, η αξία των οποίων φτάνει 628,238 δις ευρώ, κάτι που δικαιολογείται από την κατά 12% αύξηση της ρευστότητας που πραγματοποιήθηκε κυρίως με τις νέες LTRO's, που το 2006 αποτελούσαν 27% των πράξεων αναχρηματοδότησης εν αντιθέσει με το 23% του 2005. Παράλληλα υπάρχει αύξηση της αξίας στοιχείων όπως η διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων και οι τρεχούμενοι λογαριασμοί που αποτυπώνουν τον συντηρητικό χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής στο τέλος του 2006⁶⁵. Από την άλλη πλευρά μεγάλο μέρος του ενεργητικού αποτελείται από απαιτήσεις σε χρυσό και συναλλαγματικά διαθέσιμα ενώ οι τίτλοι του δημοσίου αποτελούν πολύ μικρότερο κομμάτι σε σχέση με την FED, όπως φαίνεται και στους παρακάτω πίνακες:

Πίνακας 9 : Ενοποιημένος Ισολογισμός ΕΚΤ 31/12/2005-06

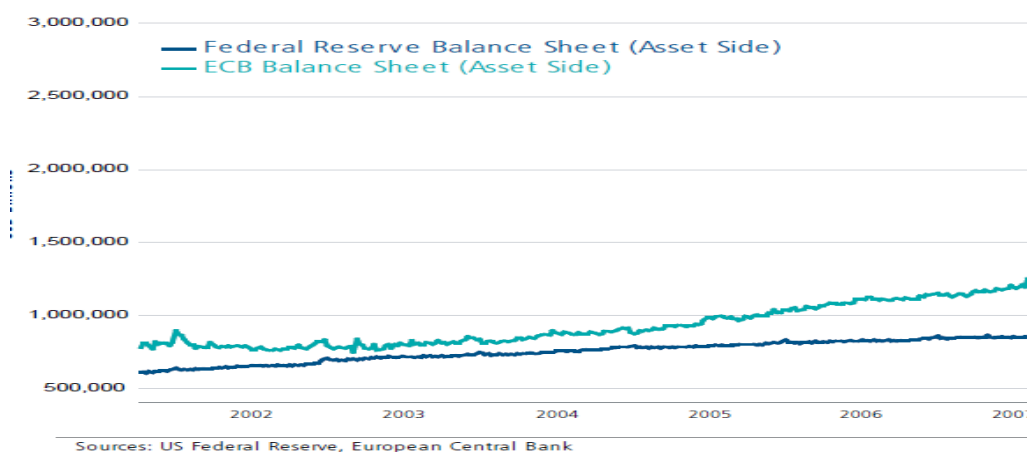
(ΕΚΑΤ. ΕΥΡΩ)	31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2006	31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005	ΠΑΘΗΤΙΚΟ	31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2006	31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2005
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
1 Χρυσός και απαιτήσεις σε χρυσό	176.768	163.881	1 Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία	628.238	565.216
2 Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα από μη κατοίκους ζώνης ευρώ	142.288	154.140	2 Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων της ζώνης ευρώ, σχετιζόμενες με πράξεις νομισματικής πολιτικής	174.051	155.535
2.1 Απαιτήσεις από το ΑΝΤ	10.658	16.391	2.1 Τρεχούμενοι λογαριασμοί (που καλύπτουν το σύστημα ελάχιστων αποθεματικών)	173.482	155.283
2.2 Καταθέσεις σε τράπεζες, τίτλοι, δάνεια και λοιπά στοιχεία ενεργητικού	131.630	137.749	2.2 Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	567	252
3 Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα από κατοίκους ζώνης ευρώ	23.404	23.693	2.3 Καταθέσεις προθεσμίας	0	0
4 Απαιτήσεις σε ευρώ από μη κατοίκους ζώνης ευρώ	12.292	9.185	2.4 Αντιστρεπτικές πράξεις εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας	0	0
4.1 Καταθέσεις σε τράπεζες, τίτλοι και δάνεια	12.292	9.185	2.5 Καταθέσεις για την κάλυψη περιθωρίων	2	0
4.2 Απαιτήσεις που απορρέουν από πιστωτικές διευκολύνσεις στο πλαίσιο του ΜΣΙ ΙΙ	0	0	3 Λοιπές υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων της ζώνης ευρώ	65	207
5 Δάνεια σε ευρώ προς πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης ευρώ, σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής	450.541	405.966	4 Εκδθέντα γραμμάτια	0	0
5.1 Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης	330.453	315.000	5 Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι λοιπών κατοίκων ζώνης ευρώ	53.374	41.762
5.2 Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης	120.000	90.017	5.1 Γενική κυβέρνηση	45.166	34.189
5.3 Αντιστρεπτικές πράξεις εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας	0	0	5.2 Λοιπές υποχρεώσεις	8.208	7.573
5.4 Διαρθρωτικές αντιστρεπτικές πράξεις	0	0	6 Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ	16.614	13.224
5.5 Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	88	949	7 Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ	89	366
5.6 Πιστώσεις για την κάλυψη περιθωρίων	0	0	8 Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ	12.621	8.405
6 Λοιπές απαιτήσεις σε ευρώ από πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης ευρώ	11.036	3.636	8.1 Καταθέσεις, υπόλοιπα και λοιπές υποχρεώσεις	12.621	8.405
7 Τίτλοι σε ευρώ κατοίκων ζώνης ευρώ	77.614	92.367	8.2 Υποχρεώσεις που απορρέουν από πιστωτικές διευκολύνσεις στο πλαίσιο του ΜΣΙ ΙΙ	0	0
8 Χρέος γενικής κυβέρνησης σε ευρώ	39.359	40.113	9 Λογαριασμός ειδικών τραπεζικών δικαιωμάτων του ΑΝΤ	5.582	5.920
9 Λοιπά στοιχεία ενεργητικού	216.728	145.635	10 Λοιπές υποχρεώσεις	71.352	67.325
Σύνολο ενεργητικού	1.150.030	1.038.616	11 Λογαριασμοί αναπροσαρμογής	121.887	119.094
			12 Κεφάλαιο και αποθεματικά	66.157	61.562
			Σύνολο παθητικού	1.150.030	1.038.616

⁶⁵ ECB Annual Report (2005-06)

2.3 Παρατηρήσεις για την περίοδο 2005-07(Συγκριτική επισκόπηση και ανάλυση των επιπτώσεων σε μακροοικονομικό επίπεδο).

2.3.1 Σύγκριση των ισολογισμών των δύο κεντρικών τραπεζών.

Με βάση τα όσα αναφέραμε στην προηγούμενη ενότητα παρατηρούμε ότι για την συγκεκριμένη χρονική περίοδο και οι δύο κεντρικές τράπεζες γνώρισαν σταδιακή επέκταση του ενεργητικού του ισολογισμού τους. Πιο αναλυτικά η FED από 817,267 δις δολάρια στις αρχές του 2005 αύξησε το ενεργητικό της σε 869,553 δις στις αρχές του 2007, ενώ η ΕΚΤ από 894,782 δις ευρώ σε 1,148 τρις ευρώ στο ίδιο διάστημα⁶⁶. Η αύξηση για την FED ήταν δηλαδή της τάξης του 6,39% ενώ για την ΕΚΤ 28,2% κάτι που οφείλεται εν πολλοίς στα χαμηλότερα επιτόκια και την επεκτατικότερη νομισματική που ακολούθησαν το διάστημα αυτό. Η διαφορά του μεγέθους των δύο ισολογισμών αποτυπώνεται στο παρακάτω διάγραμμα:



Διάγραμμα 3: Εξέλιξη Ισολογισμών Κεντρικών τραπεζών 2001-2007

Παράλληλα και οι δύο κεντρικές τράπεζες γνώρισαν κέρδη(μεταβολή του συνολικού κεφαλαίου τους) της τάξης του 36,8% και 7,4%, φτάνοντας τα 31,159\$ δις για την FED και τα 66,157€ δις για την ΕΚΤ αντίστοιχα.

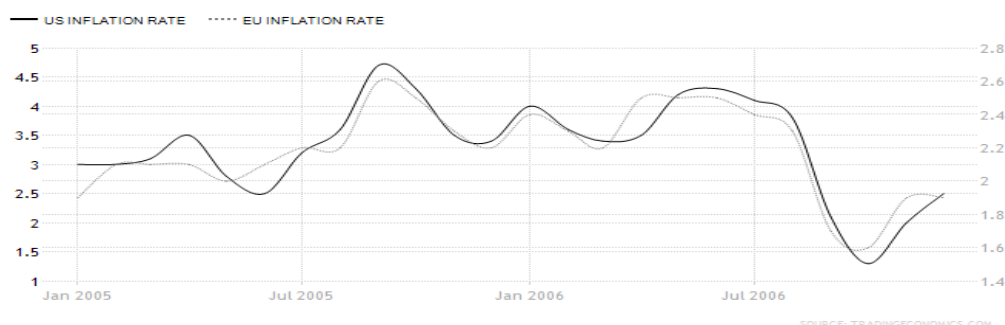
Σε ότι αφορά το παθητικό η μεταβολή ήταν 5,5 % για την FED και 10.9% για την ΕΚΤ κάτι που σημαίνει πως η εξέλιξη και των δύο ισολογισμών οδηγείται από το ενεργητικό λόγω του πλεονάσματος ρευστότητας που υπήρχε στην αγορά , ενώ η ΕΚΤ παρείχε μεγαλύτερη ποσότητα διαθεσίμων στην αγορά λόγω των χαμηλότερων επιτοκίων σε σχέση με την FED που ήδη αναφέραμε. Σε κάθε περίπτωση στην δομή του παθητικού και των δύο τραπεζών κυριαρχεί ως στοιχείο η συνολική ποσότητα χρήματος σε κυκλοφορία, σε αντίθεση με το ενεργητικό που εκτός από τα στοιχεία των πράξεων ανοικτής αγοράς στην μεν FED κυριαρχούν τίτλοι του δημοσίου, κάνοντας την πιο ευάλωτη στον δημόσιο έλεγχο, ενώ στην ΕΚΤ αποθεματικά χρυσού και συναλλαγματικά διαθέσιμα που αυξάνουν τον συναλλαγματικό κίνδυνο, κάτι που δικαιολογείται από την υποτίμηση του ευρώ και την ανατίμηση του δολαρίου την προκειμένη περίοδο.

2.3.2 Επιρροή στον πληθωρισμό και την νομισματική ισοτιμία.

Παρότι ο πληθωρισμός είναι ένα σύνθετο μακροοικονομικό φαινόμενο που επηρεάζεται από διάφορους οικονομικούς παράγοντες, μακροπρόθεσμα αποτελεί κατά βάση νομισματικό φαινόμενο. Με βάση αυτό, και στηριζόμενοι στην νομισματική επέκταση των δύο κεντρικών τραπεζών το εν λόγω διάστημα , όπως αποτυπώνεται στους ισολογισμούς τους, παρατηρούμε πως για την Αμερικανική οικονομία ο μέσος όρος πληθωρισμού για το 2005 ήταν 3.1% , ενώ στο τέλος του 2006 βρισκόταν στο 2,5%, λίγο πάνω δηλαδή από τα όρια του στόχου της FED. Αντίθετα στην Ευρωζώνη ο μέσος όρος ήταν 2,2% για το 2005-06 κλείνοντας στο 1,9%

⁶⁶ Για τις μετρήσεις χρησιμοποιήθηκε και το γράφημα της παρακάτω ιστοσελίδας:
<https://fredblog.stlouisfed.org/2014/05/the-ecbs-balance-sheet-continues-to-contract/>

το Δεκέμβριο του 2006, κάτω από το ανώτατο όριο που έχει θέσει ως στόχο. Συμπεραίνουμε έτσι πως οι ΗΠΑ, λόγω των φυσικών καταστροφών το 2005 δέχτηκαν ισχυρότερες πληθωριστικές πιέσεις από την Ευρωζώνη, παρόλα αυτά η απόκλιση στους στόχους του πληθωρισμού μεταξύ των δύο παραμένει μικρή, δικαιολογώντας πλήρως την πολιτική που ακολούθησαν και την αποτύπωση της στον ισολογισμό τους. Σε κάθε περίπτωση η ΕΚΤ την συγκεκριμένη περίοδο παραμένει σταθερότερη σε ότι αφορά τον στόχο διατήρησης της σταθερότητας των τιμών, κάτι που αποτελεί ούτως ή άλλως προτεραιότητα της.



Διάγραμμα 4: Εξέλιξη ρυθμού αύξησης του πληθωρισμού ΗΠΑ-Ευρωζώνης 2005-07

Η νομισματική ισοτιμία μεταξύ των δύο κυμάνθηκε από 1,35 μονάδες στις αρχές του 2005 σε 1,2 στις αρχές του 2006 υπέρ του ευρώ, φτάνοντας, έχοντας αποκτήσει εκ νέου ανοδική τάση, στις 1,31 μονάδες στο τέλος του έτους⁶⁷. Η διακύμανση αυτή μπορεί να αποδοθεί σε σημαντικό βαθμό και στην πολιτική αυξομείωσης των επιτοκίων που ακολούθησαν οι δύο κεντρικές τράπεζες.

2.3.3 Οικονομική μεγέθυνση (ΑΕΠ) και Ανεργία.

Σε επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης για την Αμερικανική οικονομία ο ρυθμός ανάπτυξης του πραγματικού ΑΕΠ ήταν 3% και 2-3,4% το 2005 και 2006 αντίστοιχα, φτάνοντας στα 14,223\$ τρις σε συνολικό ονομαστικό επίπεδο στις αρχές του 2007. Τα ποσοστά ανεργίας κυμάνθηκαν από 5,1% τον Ιανουάριο του 2005 μέχρι 4,6% τον Ιανουάριο του 2007, με το ποσοστό απασχόλησης να ανέρχεται στο 66% λόγω δημογραφικών παραγόντων. Το μέγεθος του ενεργητικού του ισολογισμού της FED προς το συνολικό ΑΕΠ ήταν της τάξης του 5,97% στο τέλος του 2006. Αντίθετα ο ρυθμός ανάπτυξης του πραγματικού ΑΕΠ για την Ευρωζώνη ήταν 1,4% και 2,8% το 2005 και 2006, φτάνοντας στα 8,903€ τρις σε συνολικό ονομαστικό επίπεδο τον Ιανουάριο του 2007. Το επίπεδο της ανεργίας κυμάνθηκε από 8,3% το 2005 στο ιστορικό χαμηλό του 7,5% στις αρχές του 2007, ενώ το ποσοστό απασχόλησης βρισκόταν στο 64%⁶⁸. Το μέγεθος του ενεργητικού της ΕΚΤ προς το συνολικό ΑΕΠ της Ευρωζώνης ήταν της τάξης του 12,9% στις αρχές του 2007.

Γίνεται αντιληπτό πως παρά την μικρότερη νομισματική επέκταση και τους υψηλότερους ρυθμούς πληθωρισμού η FED επιτυγχάνει τον διττό της στόχο διατηρώντας αρκετά χαμηλά ποσοστά ανεργίας, τα οποία η ΕΚΤ παρά το διευκολυντικό επιτόκιο κατάφερε να μειώσει σε ιστορικό χαμηλό, αλλά όχι στα επίπεδα της Αμερικανικής οικονομίας της οποίας οι ρυθμοί ανάπτυξης παρά τις κρίσεις ήταν ελαφρώς μεγαλύτεροι.

⁶⁷ http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=EXR.D.USD.EUR.SP00.A&start=01-01-2005&end=01-01-2007&submitOptions.x=0&submitOptions.y=0&trans=N

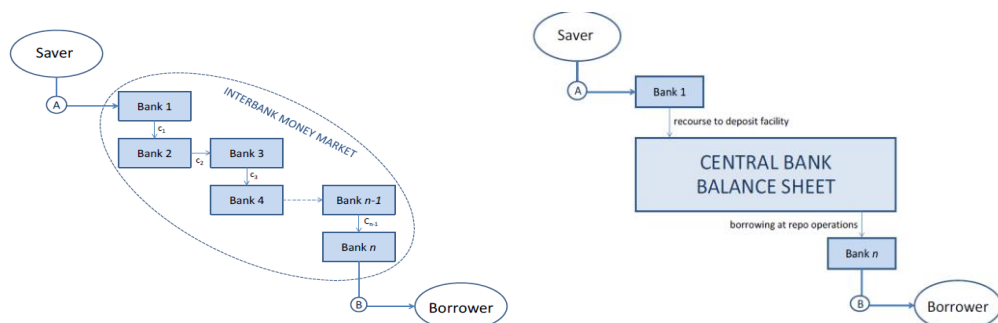
⁶⁸ **FED Annual Report (2005-07)** Κεφ. 1,2,5-6 και **ECB Annual Report (2005-06)** Κεφ. 1-2 καθώς και τα ηλεκτρονικά γραφήματα στις ιστοσελίδες: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/GDP>, <https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/inflation.en.html>, <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/UNRATE>, <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/EUNNGDP>

Κεφάλαιο 3: Η εικόνα των ισολογισμών της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ κατά την διάρκεια της πρόσφατης (2007-2009) χρηματοπιστωτικής κρίσης και οι πολιτικές αντιμετώπισης των επιπτώσεων αυτής.

Η περίοδος 2007-09 χαρακτηρίζεται από το ξέσπασμα της σημαντικής χρηματοπιστωτικής κρίσης, που μετεξελίχθηκε αργότερα σε παγκόσμια οικονομική κρίση (ύφεσης- δημόσιου χρέους) με επίκεντρο κυρίως τις ΗΠΑ και την Ευρώπη, ως επακόλουθο μιας σειράς αναταραχών στο αμερικάνικο χρηματοπιστωτικό σύστημα το 2007, προερχόμενες κυρίως από την «φούσκα» που δημιουργήθηκε στην αγορά των στεγαστικών δανείων. Οι συνθήκες επισφάλειας δανεισμού και ανατίμησης των περιουσιακών στοιχείων στις χρηματαγορές, τα προβλήματα φερεγγυότητας κάποιων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, καθώς και η απότομη αύξηση των spreads, αλλά και η έλλειψη ρευστότητας στην διατραπεζική αγορά ανάγκασε τις δύο κεντρικές τράπεζες που εξετάζουμε, να προχωρήσουν για πρώτη φορά στην υιοθέτηση μη-συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής προκειμένου να αντιμετωπίσουν το πρόβλημα.

Η ανάπτυξη και ο σύνθετος χαρακτήρας που απέκτησε η διατραπεζική διαμεσολάβηση πριν το ξέσπασμα της κρίσης, ανάγκασε τις κεντρικές τράπεζες να αναλάβουν το ρόλο του βασικού διαμεσολαβητή- τελευταίου αναχρηματοδοτικού δανειστή του συστήματος, όταν οι συνθήκες επιδεινώθηκαν σε επικίνδυνο βαθμό για την βιωσιμότητα του, τοποθετώντας έτσι, μέσω των μέτρων μη συμβατικής πολιτικής που υιοθέτησαν, στο κέντρο της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης τις λειτουργίες του ισολογισμού τους, όπως παρουσιάζεται στα παρακάτω σχεδιαγράμματα:

Σχεδιαγράμματα 5-6: Τραπεζική διαμεσολάβηση πριν και μετά τα μη- συμβατικά μέτρα.



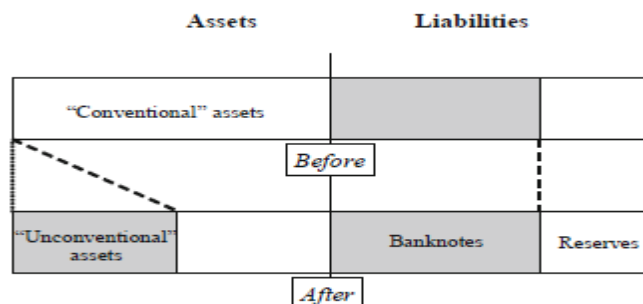
Πηγή: Durre, Pill(2011)

Στηριζόμενοι στον διαφορετικό χαρακτήρα των μέτρων αυτών, στα οποία όπως αναφέραμε προεξέχοντα ρόλο κατέχει ο ισολογισμός των κεντρικών τραπεζών, θα διακρίναμε την συγκεκριμένη χρονική περίοδο, σε δύο φάσεις. Η πρώτη αφορά στις αρχές του 2007 έως την κατάρρευση της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008 όπου χρησιμοποιήθηκαν κατά κανόνα μέτρα ποιοτικής - πιστωτικής χαλάρωσης(Qualitative- credit easing), ενώ η δεύτερη από το σημείο εκείνο και έπειτα, όπου χρησιμοποιήθηκε συνδυασμός μέτρων ποιοτικής αλλά και ποσοτικής χαλάρωσης (Quantitative easing).

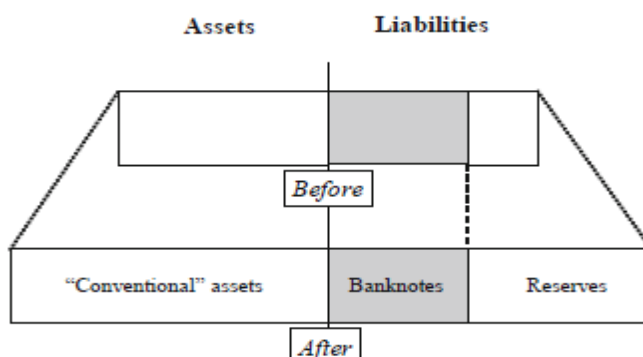
Τα μέτρα ποιοτικής- πιστωτικής χαλάρωσης στοχεύουν κυρίως στην μεταβολή της σύστασης του ισολογισμού ως προς το ενεργητικό του, με την απόκτηση λιγότερο ρευστοποιήσιμων τίτλων μεγαλύτερου ρίσκου, χωρίς όμως να μεταβάλλεται το μέγεθος της νομισματικής βάσης. Αντίθετα τα μέτρα ποσοτικής χαλάρωσης, στοχεύουν στην αύξηση της νομισματικής βάσης, και άρα στην αύξηση του παθητικού και του συνολικού μεγέθους του ισολογισμού,

χωρίς κατά ανάγκη να μεταβάλλεται η αναλογία ρευστότητας και ρίσκου του ενεργητικού⁶⁹, όπως φαίνεται και στα παρακάτω σχεδιαγράμματα:

Σχεδιάγραμμα 7: Ποιοτική χαλάρωση



Σχεδιάγραμμα 8: Ποσοτική Χαλάρωση.



Πηγή:Lezla, Pill, Reichlin(2010)

3.1 Ο ισολογισμός της FED και τα μέτρα μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής.

Πιο αναλυτικά σε ότι αφορά την FED παρά τις ανισορροπίες στις χρηματαγορές και την αύξηση των τιμών στον στεγαστικό τομέα επέλεξε να διατηρήσει το πρώτο εξάμηνο του έτους το βασικό επιτόκιο-στόχο σταθερό στο 5,25% προσβλέποντας στην αντιμετώπιση πιθανών αναδυόμενων πληθωριστικών πιέσεων και στην διατήρηση της οικονομικής σταθερότητας. Καθώς όμως μετά το πρώτο δεκαήμερο του Αυγούστου οι συνθήκες στις χρηματαγορές χειροτέρευσαν σημαντικά, και παρά του δείκτες οικονομικής μεγέθυνσης, η γενική κατανάλωση και η ρευστότητα σε συγκριμένους τομείς της αγοράς περιορίστηκε, η FOMC αναγκάστηκε να μειώσει το επιτόκιο κατά 75 μονάδες συνολικά στις συνεδριάσεις της, για τους μήνες Σεπτέμβριο και Οκτώβριο. Παράλληλα στην συνεδρίαση του Οκτωβρίου αναθεώρησε της επικοινωνιακές της πολιτικές, ενισχύοντας την περιοδικότητα της ενημέρωσης των δημοσίων φορέων εντός του έτους, ενώ επέκτεινε και το εύρος των οικονομικών της προβλέψεων σε βάθος τριών ετών από δύο που ήταν. Το Δεκέμβριο οι συνθήκες χειροτέρευσαν περαιτέρω καθώς η ρευστότητα και ο δανεισμός στις χρηματαγορές και κυρίως στο στεγαστικό τομέα μειώθηκε ενώ τα spread μεταξύ του διατραπεζικού και του προεξοφλητικού αυξήθηκαν σημαντικά. Προκειμένου να αντιμετωπίσει την κατάσταση η FOMC μείωσε κατά 25 μονάδες βάσης ακόμα το επιτόκιο-στόχο, διαμορφώνοντας το στο 4,25% ενώ εισήγαγε και μια σειρά από μέτρα διαχείρισης της ρευστότητας όπως η TAF(Term auction Facility),προχωρώντας παράλληλα στη μείωση της διαφοράς του προεξοφλητικού επιτοκίου από το βασικό επιτόκιο κατά 50 μονάδες βάσης για τις τοποθετήσεις μιας μέρας στην διατραπεζική αγορά, καθώς και σε προσωρινές πράξεις παροχής ρευστότητας σε

⁶⁹ Buiter W. (2009): Quantitative and qualitative easing: a terminological and taxonomic proposal, blogs.ft.com

δολάρια (foreign exchange swaps) στην Ευρωπαϊκή αγορά, έπειτα από συμφωνία με την ΕΚΤ και την Κεντρική Τράπεζα της Ελβετίας. Πιο συγκεκριμένα σε ότι αφορά την TAF επρόκειτο για μια νέα προσωρινή διευκόλυνση που επέτρεπε σε μια σειρά πρωταρχικών αντισυμβαλλομένων πέρα των ήδη υπάρχοντων δικαιούχων(ακόμα και μη τραπεζικά ιδρύματα) να αντλήσουν ρευστότητα από την προεξοφλητική θυρίδα(discount Window) μέσω δημοπρασιών με μεγαλύτερη διάρκεια και λιγότερες εγγυήσεις σε σχέση με τις ήδη υπάρχουσες πάγιες διευκολύνσεις και όρους των πράξεων ανοικτής αγοράς. Επιτράπηκε δηλαδή κατά κανόνα ο δανεισμός ρευστών τίτλων του δημοσίου που κατείχε στο ενεργητικό της η FED αντί μη τόσο ρευστοποιήσιμων εγγυήσεων (κυρίως “τοξικούς” τίτλους στεγαστικών δανείων)⁷⁰. Παράλληλα τα exchange swaps χρησιμοποιήθηκαν ως μέτρο αντιμετώπισης των δυσλειτουργιών των διεθνών αγορών που χρησιμοποιούν δολάρια παρέχοντας έτσι ρευστότητα κυρίως στην ευρωπαϊκή διατραπεζική αγορά που αντιμετώπιζε παρόμοια προβλήματα ρευστότητας λόγω της διεθνικότητας του δολαρίου. Έτσι μια εκ των δύο ευρωπαϊκών κεντρικών τραπεζών που λειτουργούσε πλέον ως διαμεσολαβητής αγόραζε δολάρια αντί συναλλάγματος από την FED και την πλήρωνε με βάση το επιτόκιο που κέρδιζε από τον δανεισμό τους⁷¹.

Το 2008 παρά τα μέτρα τα οποία υιοθετήθηκαν, οι συνθήκες χειροτέρευσαν περαιτέρω, καθώς οι συνέπειες από την «φούσκα» των στεγαστικών δανείων άρχισαν να γίνονται εμφανείς στην ευρύτερη οικονομία. Ο ρυθμός ανάπτυξης μειώθηκε, οι πληθωριστικές τάσεις αυξήθηκαν, ενώ στις αγορές παρατηρήθηκε μείωση της αξίας των μετοχών και περαιτέρω έλλειψη ρευστότητας. Με βάση αυτά, η FOMC αποφάσισε την μείωση του επιτοκίου – στόχου για τον Ιανουάριο κατά 125 μονάδες βάσης, διαμορφώνοντάς το στο 3%⁷². Το Μάρτιο του 2008 η επενδυτική τράπεζα Bear Sterns και η ασφαλιστική AIG παρουσίασαν σημαντικά οικονομικά προβλήματα και κίνδυνο χρεοκοπίας. Προκειμένου να την αποτρέψει, καθώς επρόκειτο για δύο συστημικά σημαντικές επιχειρήσεις, η FED προχώρησε με την βοήθεια του Αμερικανικού δημοσίου⁷³ στην δημιουργία οχημάτων ειδικού σκοπού (SPVs) για την επίλυση των προβλημάτων του ισολογισμού των δύο εταιριών. Τελικά η Bear Sterns εξαγοράστηκε από την πολυεθνική επενδυτική τράπεζα JP Morgan⁷⁴. Παράλληλα η FED δημιούργησε δύο νέες διευκολύνσεις, την TSLF (Term Securities lending Facility) και την PDCF (Primary Dealer Credit Facility). Η TSLF είχε ως στόχο την επέκταση των εγγυήσεων που γίνονταν αποδεκτές για τον δανεισμό τίτλων του Δημοσίου, μειώνοντας έτσι την αβεβαιότητα και την έλλειψη ρευστοποιήσιμων στοιχείων στις αγορές εγγυητικών τίτλων, ενώ η PDCF επέτρεπε και στην επενδυτικές τράπεζες να έχουν πρόσβαση στην προεξοφλητική θυρίδα ως πρωταρχικοί αντισυμβαλλόμενοι, με βάση την πρόβλεψη 13(3) του καταστατικού της FED⁷⁵. Σε κάθε περίπτωση μέχρι αυτό το σημείο όλα αυτά τα μη συμβατικά μέτρα στόχευαν στην διευκόλυνση παροχής ρευστότητας ως συμπληρωματικά των ήδη υπάρχοντων και όχι στην επέκταση του ισολογισμού της FED. Παρόλα αυτά

⁷⁰ **Michele Lenza, Huw Pill and Lucrezia Reichlin (2010):** *Monetary policy in exceptional times*, ECB Working Paper Series No 1253, October, σελ. 303-308

⁷¹ Αναλυτικότερα βλέπε: **Fleming J.M. and Klagge J.N (2010):** *The Federal Reserve's Foreign Exchange Swap Lines*, Current Issues in Economics and Finance vol.16, Federal Reserve of New York

⁷² **FED Annual Report (2007-08)** κεφ.1-2

⁷³ Υπό το πρόγραμμα χρηματοδότησης για την αποκατάσταση του ενεργητικού των χρηματοπιστωτικών οργανισμών TARP (Troubled Asset Relief program)

⁷⁴ Η FED ξόδεψε περίπου 30\$ δις προκειμένου να επιτευχθεί η εξαγορά. Η εταιρία που προέκυψε ονομάζεται Maiden lane. Για την AIG υπήρξε μετέπειτα και Maiden Lane II και III

⁷⁵ **Cordemans N., Ide S.(2012):** *Monetary Policy in the United States and in the Euro area During the crisis*, NBB economic review, σελ. 42-43 και **Ben S. Bernanke (2009):** *The Federal Reserve's Balance Sheet: An Update*, Federal Reserve Board Conference on Key Developments in Monetary Policy, Washington, D.C., October

προσέδωσαν σημαντικό ρίσκο στην σύσταση του ισολογισμού της λόγω του χαρακτήρα των εγγυήσεων.

Το Σεπτέμβριο του 2008 και παρά τα λιγοστά σημάδια βελτίωσης στον χρηματοπιστωτικό τομέα, η κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers επιδείνωσε τις οικονομικές συνθήκες ραγδαία. Το spread των επιτοκίων έφτασε στην μεγαλύτερη διαφορά του πάνω από 350 μονάδες βάσης, ενώ τάσεις πανικού εκδηλώθηκαν σε όλο το φάσμα του χρηματοπιστωτικού τομέα ακολουθώντας την ζημία των αντισυμβαλλομένων της Lehman brothers. Ιδιαίτερο ήταν το πρόβλημα στον μη επίσημο χρηματοπιστωτικό τομέα όπως οι φορείς του σκιώδους τραπεζικού συστήματος (shadow banking) και τα hedge funds, ο οποίος είχε αυξηθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια, και αντιμετώπισε σημαντικότερη υποτίμηση των αξιών των περιουσιακών του στοιχείων, αλλά και έλλειψη ρευστότητας, λόγω της μη ρευστοποιήσιμης φύσης τους. Υπό αυτές τις συνθήκες και για την αποτροπή της κατάρρευσης του συνόλου του χρηματοπιστωτικού τομέα (ούτως ή άλλως στην Αμερικανική οικονομία κατέχει κεντρικό ρόλο) η FED προχώρησε σε μια σειρά από νέα μέτρα σε συνδυασμό με την επέκταση των ήδη υπάρχοντων, ενώ μείωσε το επιτόκιο στόχο στο ιστορικό χαμηλό του 0-0.25% μέχρι το τέλος του έτους. Πιο αναλυτικά στις 19 Σεπτεμβρίου του 2008 έθεσε σε ισχύ την διευκόλυνση AMLF (commercial paper Money Market Fund liquidity facility) η οποία επέτρεπε τον δανεισμό στα πιστωτικά ιδρύματα με αντάλλαγμα υψηλής αξιολόγησης τιτλοποιημένα εμπορικά χρεόγραφα, διατηρώντας έτσι την αξία τους από τυχόν ξεπούλημα. Ακολούθησε τον Οκτώβριο η MMIFF (Money Market Investor Funding Facility) που στόχευε στην παροχή πρόσθετης ρευστότητας σε μεγάλες επιχειρήσεις⁷⁶ και η CPFF (Commercial paper Funding facility) με την οποία αυξήθηκε το περιθώριο δανεισμού προς κάποια αμοιβαία κεφάλαια που αδυνατούσαν να δανειστούν για χρονικό διάστημα πέραν ολίγων ημερών, λόγω του ρίσκου στο οποίο εκτείθεντο από την υποτίμηση των εμπορικών χρεογράφων. Επιπλέον τον Νοέμβριο υιοθετήθηκε η διευκόλυνση TALF (Term Asset Backed Securities) που στόχο είχε την διευκόλυνση του μακροχρόνιου δανεισμού μικρών επιχειρήσεων, περιλαμβανομένων και στεγαστικών ή μαθητικών δανείων, αντί νέο-εκδοθέντων τιτλοποιημένων περιουσιακών στοιχείων, κυρίως στεγαστικών δανείων από ένα σημείο και έπειτα. Όπως οι προηγούμενες διευκολύνσεις έτσι και τα μέτρα αυτά, αφορούσαν σε δάνεια με την μορφή μη αναστρέψιμων repos, και παρά το ρίσκο στο οποίο εξέθεσαν την FED, πέτυχαν σε μεγάλο βαθμό τον στόχο τους βελτιώνοντας τις ανισορροπίες ρευστότητας των χρηματαγορών.

Τον Νοέμβριο του 2008 όμως η FED ανακοίνωσε το πρώτο πρόγραμμα αγοράς τίτλων κυρίως δημόσιου χρέους (χρέος εταιριών επιδοτούμενων από το δημόσιο) και στεγαστικών δανείων προκειμένου να αντιμετωπίσει τις δυσκολίες δανεισμού των πρώτων, λόγω αυξημένου κόστους, και να σταθεροποιήσει περαιτέρω την αγορά στεγαστικών τίτλων. Το αρχικό πρόγραμμα προέβλεπε αγορά αξίας 100\$ δις τίτλων δημόσιου χρέους και 500\$ δις τίτλων στεγαστικών δανείων εγγυημένων με τίτλους δημόσιου χρέους. Στις αρχές του 2009 παρά την σχετική ομαλοποίηση των συνθηκών σε συγκεκριμένους τομείς του χρηματοπιστωτικού τομέα, η αγορά των στεγαστικών δανείων εμφάνισε νέες αναταράξεις ενώ οι γενικότεροι οικονομικοί δείκτες εμφάνιζαν πτωτικές τάσεις. Η FED αποφάσισε την διατήρηση του επιτοκίου στόχου στο μηδενικό κατώτατο όριο μέχρι το τέλος του έτους για να προσδώσει περισσότερα κίνητρα ανάπτυξης στην οικονομία, ενώ επέκτεινε το πρόγραμμα αγοράς μακροχρόνιων τίτλων δημόσιου χρέους και στεγαστικών δανείων (LSAP1) ανακοινώνοντας τον Μάρτιο του την πρώτη περίοδο ποσοτικής χαλάρωσης (QE1) μιας και η χρηματοδότηση νέων προγραμμάτων με πώληση τίτλων του δημοσίου δεν ήταν πλέον εφικτή.

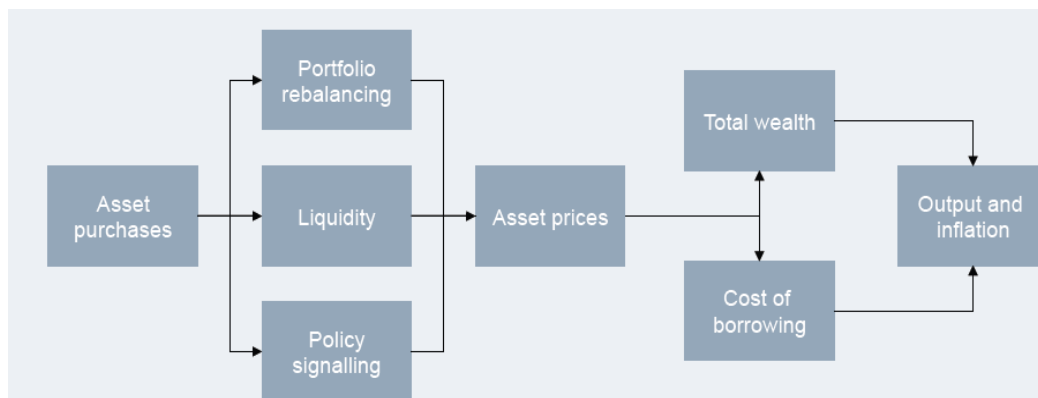
Μέσω της αγοράς μακροχρόνιων τίτλων η FED δεν στόχευε μόνο στην σταθεροποίηση της αγοράς τίτλων στεγαστικών δανείων ή άλλων μεμονωμένων τομέων⁷⁷, αλλά όπως και στην

⁷⁶ Κυρίως αυτοκινητοβιομηχανίες όπως η FORD, Chrysler, General Motors, BMW και Toyota.

⁷⁷ Σε αντίθεση με τα μέτρα προσωρινών διευκολύνσεων που είχαν κατά κανόνα τομεακό χαρακτήρα.

περίπτωση της ΕΚΤ που θα αναλύσουμε στην συνέχεια, στην ομαλοποίηση και την εύρυθμη λειτουργία όλου του χρηματοπιστωτικού τομέα και κατ' επέκταση όλης της οικονομίας , διαμέσου του παρακάτω μηχανισμού μετάδοσης, που παρουσιάζεται στο σχεδιάγραμμα⁷⁸:

Σχεδιάγραμμα 9 : Μηχανισμός Μετάδοσης νομισματικής πολιτικής μέσω αγοράς περιουσιακών στοιχείων



Πηγή:Peersman G.(2014)

Παράλληλα μέχρι το τέλος του έτους η FED απέσυρε αρκετές από τις προσωρινές της διευκολύνσεις ή άλλαξε τους όρους τους, επεκτείνοντας π.χ. στην TALF το φάσμα των εγγυήσεων που γίνονταν αποδεκτές καθώς και τον χρονικό της ορίζοντα⁷⁹. Σημαντικό είναι επίσης το γεγονός ότι για πρώτη φορά τον Οκτώβριο του 2008 θεσμοθετήθηκε και επιτράπηκε στην FED να καταβάλει τόκο στα διαθέσιμα των εμπορικών τραπεζών που διακρατά, (κάτι το οποίο συνέβαινε ήδη με την ΕΚΤ), προκειμένου να αντιμετωπίσει το πρόβλημα των υπερβαλλόντων διαθεσίμων που είχαν δημιουργηθεί στο σύστημα λόγω της ανασφάλειας στην αγορά σε συνδυασμό με τα προγράμματα παροχής ρευστότητας από την ίδια.

Αναλυτικά παραθέτουμε το σύνολο των μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής για την περίοδο 2007-09 στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 10: Μη συμβατικά μέτρα Νομισματικής πολιτικής FED 2007-09

Facility	Main aim	Amount (billion USD) ¹	Term ²
Central bank liquidity swap lines (CBLS)	Ease global dollar liquidity pressures	12,217	12/2007- 02/2003
Term auction facility (TAF)	Overcome discount window use stigma	3,818	12/2007- 05/2010
Primary dealer credit facility (PDCF)	Ease repo market liquidity strains	8,951	03/2008- 02/2010
Term securities lending facility (TSLF)	Facilitate access to liquidity in funding markets	2,006	
TSLF options program (TOP)			
Ad hoc credit	Prevent bear sterna default	42	14/03/2008 and 20/09/2008

⁷⁸ Ο μηχανισμός μετάδοσης μέσω της διόδου της αναπροσαρμογής του χαρτοφυλακίου στηρίζεται στην μη τέλεια λειτουργία των αγορών, αφού σε μια τέλεια χρηματοπιστωτική αγορά δεν θα υπήρχε καμία διαφορά στα περιουσιακά στοιχεία που ανταλλάσσονται, ως αποτέλεσμα.

⁷⁹ Cordemans N., Ide S. (2012), σελ. 45-47 Ben S. Bernanke (2009) καθώς και Hansjorg H.(2014): *The European Central Bank and US Federal Reserve as Lender of Last Resort*, Panoeconomics, Special Issues σελ.59-78

Asset-backed commercial paper money market mutual fund liquidity facility (AMLF)	- Foster liquidity in asset-backed commercial paper market and money markets - Liquidity backstop for money market mutual funds - Stop money market mutual funds from selling of assets to meet redemption demands and halt asset price deflation - Promote money market mutual funds investment in money market instruments	217	09/2008-02/2010
Commercial paper funding facility (CPFF)	- Initiated because money market mutual funds were reluctant to buy commercial paper - Restart flow of credit to real economy	737	10/2008-02/2010
Money market investor funding facility (MMIFF)	- Promote investment in money market instruments - Provide liquidity to money market mutual funds	No loans were made	10/2008-10/2009
Term asset-backed securities loan facility (TALF)	- Support asset-backed securities markets and prices - Facilitate issue of asset-backed securities collateralized by consumer & business loans	71	11/2008-03/2010
Ad-hoc credit	Finance nationalization of AIG	161	09/2008
Long-term securities purchase program (LSPP)	Main aim	Amount (billion USD) ¹	Term ²
Longer-term treasury securities	- Improve conditions in private credit markets and the financial system as a whole - Support bond prices - Lower longer-term interest rates - Ensure that inflation is at the level set by the mandate	1,645 (31/10/2012)	03/2009 on-going ³
Government sponsored enterprises(GSE) debt obligations (issued by Fannie Mae, Freddie Mac, etc.)	- Reduce cost and increase availability of credit for purchases of houses - Narrow spreads between rates on GSE direct obligations and US treasury debt	175	11/2008-11/2009
Mortgage-backed securities	- Encourage economic recovery - Lower long-term interest rates	852 (31/10/2012)	11/2008 on-going ³

Πηγή:Herr(2013)

Όντας στο επίκεντρο των νέων μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής ο ισολογισμός της FED παρουσίασε σημαντική εξέλιξη και διαφοροποιήσεις, την περίοδο 2007-09. Πιο συγκεκριμένα τον Φεβρουάριο του 200, πριν δηλαδή το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής αναταραχής, τον ενεργητικό του ενοποιημένου ισολογισμού της FED βρισκόταν στα 858,8 δις δολάρια, μεγαλύτερο μέρος του οποίου καταλάμβανε πρωτίστως το χαρτοφυλάκιο SOMA αποτελούμενο εξ' ολοκλήρου από τίτλους του δημοσίου (778\$ δις), και αναλυτικότερα στο ένα του τρίτο από έντοκα γραμμάτια και στα δύο του τρίτα από κουπόνια τίτλων⁸⁰. Ακολουθούσαν από τα ενεργά του στοιχεία, τα repos στα 19,7\$ δις , τα οποία παρουσίαζαν σημαντική μείωση σε σχέση με το 2006 λόγω της συσταλτικής πολιτικής που ακολουθούσε η FED μέχρι εκείνο το σημείο, κάτι που γίνεται αντιληπτό και από την μικρή αύξηση της ληκτότητας των έτσι και αλλιώς χαμηλών σε αξία δανείων προς τα πιστωτικά ιδρύματα. Σε ότι αφορά το μέρος των υποχρεώσεων κυρίαρχο ποσοστό κατείχε, ως συνήθως το σύνολο του χρήματος σε κυκλοφορία συμπεριλαμβανομένων εκτός των τραπεζογραμματίων, τις καταθέσεις των εμπορικών τραπεζών, φτάνοντας σε αξία 767,9\$ και 10,5\$ δις αντιστοίχως. Οι καταθέσεις των εμπορικών τραπεζών μάλιστα βρίσκονταν σε σημαντική μείωση ακόμα και μετά τον Ιανουάριο του 2007 (-13,7 δις) λόγω του χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής αλλά και της επιδείνωσης των οικονομικών συνθηκών που αναφέραμε προηγουμένως.

Στις 11 Σεπτεμβρίου του 2008, λίγο πριν την κατάρρευση της Lehman Brothers, ο ισολογισμός της FED άγγιζε στο ενεργητικό του τα 925 δις δολάρια. Αυξημένος δηλαδή μόλις κατά 7,8% σε σχέση με το 2007. Παρόλα αυτά το ενεργητικό του ήταν αρκετά διαφοροποιημένο καθώς είχαν ήδη προηγηθεί κάποια μέτρα ποιοτικής – πιστωτικής χαλάρωσης από την FED, τα οποία αναλύσαμε προηγουμένως. Έτσι στο χαρτοφυλάκιο SOMA παρατηρείται μια σημαντική μείωση των τίτλων του δημοσίου λόγω της αντικατάστασης τους από τους τίτλους – περιουσιακά στοιχεία με τα οποία ανταλλάχθηκαν. Πιο αναλυτικά η αξία των τίτλων του δημοσίου έφτανε τις 479\$ δις δολάρια, μείον 300\$ δις

⁸⁰ Carpeter S, Ihring J, Klee E, Quinn D και Boote A. (2015): *The Federal Reserve's Balance Sheet and Earnings : A Primer and Projections, International Journal for Central Banking*, vol. 11 No2 , σελ 240.

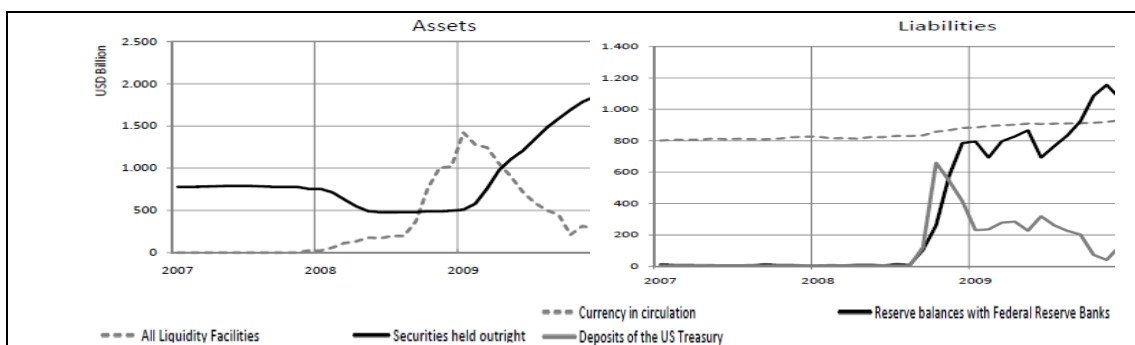
από τον ίδιο μήνα του 2007 , ενώ η συνολική αξία των τίτλων και των εγγυήσεων από τα μέτρα όπως η TAF και το χαρτοφυλάκιο της Maiden Lane που χρησιμοποιήθηκε για την διάσωση της Bear Sterns έφτανε τις 206,3\$ δις. Σημαντική αύξηση υπήρξε και στην καταγραφή «άλλα περιουσιακά στοιχεία(other assets)» που οφείλεται κυρίως στην υιοθέτηση των foreign exchange swaps με τις κεντρικές τράπεζες στον Ευρωπαϊκό χώρο, αλλά και στην αξία των repo (συν 81,7\$ δις από το 2007) μιας και οι ανάγκες ρευστότητας ήταν ιδιαίτερα αυξημένες. Στο επίπεδο των υποχρεώσεων βασικό στοιχείο παρέμενε το σύνολο του χρήματος σε κυκλοφορία (797\$ δις) ενώ υπήρξε μια σημαντική αύξηση στις καταθέσεις τόσο των εμπορικών τραπεζών όσο και του δημοσίου(+ 21\$ δις από την αρχή του μήνα, αλλά και στα αντίστροφα repos, ένδειξη προσπάθειας ανάκαμψης της οικονομίας και ελέγχου πιθανών πληθωριστικών πιέσεων.

Η κατάρρευση της Lehman brothers στις 18 Σεπτεμβρίου και οι αρνητικές συνθήκες που αυτή επέφερε στον χρηματοπιστωτικό τομέα μετέβαλλαν ουσιαστικά την σύσταση και το μέγεθος του ισολογισμού της FED μετατρέποντας την, όπως σημειώνει ο Stella(2009), από νομισματική αρχή με όχι και τόσο σημαντικό ρόλο στην χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση, σε μια υπερμεγέθους και δομικά σημαντική για τις χρηματοπιστωτικές αγορές ημι-επενδυτική τράπεζα, μέχρι το τέλος του έτους. Πιο αναλυτικά με την συνέχιση των ήδη υπαρχόντων μέτρων μη νομισματικής πολιτικής αλλά και την υιοθέτηση νέων διευκολύνσεων παράλληλα με την αγορά τίτλων, το ενεργητικό του ισολογισμού εκτοξεύτηκε στα 2,258 \$ τρις στο τέλος του έτους, αύξηση δηλαδή 144% κατά προσέγγιση από τις αρχές Σεπτεμβρίου , ενώ τα στοιχεία που χρησιμοποιούνται για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής αυξήθηκαν συνολικά περίπου κατά 4000% σε σχέση με το 2006,αποτελώντας με διαφορά το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού. Σημαντικό στοιχείο ήταν επίσης σε ότι αφορά το παθητικό η ραγδαία αύξηση των καταθέσεων τόσο του δημοσίου όσο και των εμπορικών τραπεζών φτάνοντας το 1,2\$ τρις, λόγω των προγραμμάτων SPF(Supplementary Financing Program) και TARP που επέτρεψαν την αύξηση των καταθέσεων του δημοσίου ως αντιστάθμισμα των πληθωριστικών πιέσεων στην οικονομία και την αύξηση των καταθέσεων των εμπορικών τραπεζών με την καταβολή τόκου για πρώτη φορά από την FED στα εμπορικά της διαθέσιμα, έναντι της ύπαρξης υπερβάλλοντων διαθέσιμων στο τραπεζικό σύστημα. Τονίζεται ότι τα υπερβάλλοντα διαθέσιμα των εμπορικών τραπεζών αυξήθηκαν λόγω των συνθηκών της οικονομίας αλλά και των μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής από 1,8\$ δις στο τέλος του 2007 σε 798,5\$ δις στο τέλος του 2008.⁸¹

Με την πραγμάτωση της πρώτης φάσης του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης από τον Μάρτιο του 2009 η σύσταση και το μέγεθος του ισολογισμού συνέχισαν να μεταβάλλονται, παρόλα αυτά στο τέλος του έτους η αξία του ενεργητικού έφτανε τα 2,237\$ τρις, μειωμένη δηλαδή κατά 3,6\$ από το 2008. Η μείωση αυτή οφείλεται κατά κύριο λόγο στον περιορισμό του δανεισμού και την σταδιακή παύση κάποιων μέτρων-διευκολύνσεων της FED,καθώς η οικονομία και για την ακρίβεια οι χρηματοπιστωτικές αγορές έδειχναν σημάδια βελτίωσης. Σε κάθε περίπτωση η σύσταση του διαφοροποιήθηκε εκ νέου, αφού το μεγαλύτερο κομμάτι πλέον στο χαρτοφυλάκιο SOMA αλλά και στο σύνολο αποτελούσαν οι μακροπρόθεσμοι τίτλοι στεγαστικών δανείων εγγυημένων από το δημόσιο(908,2\$ δις), καθώς και οι τίτλοι χρέους δημόσιων υπηρεσιών (160,5 \$ δις). Ιδιαίτερο ενδιαφέρον επίσης στο ενεργητικό παρουσιάζει η μείωση των foreign exchange swaps από 619\$ δις σε μόλις 10,2\$ λόγω της σημαντικής βελτίωσης των συνθηκών στις βραχυπρόθεσμου δανεισμού αγορές του εξωτερικού, όπως και ο μηδενισμός της αξίας των πράξεων ανοιχτής αγοράς με την μορφή repo λόγω της αλλαγής στάσης της νομισματικής πολιτικής τόσο ως προς τα μέσα της όσο και ως προς τους στόχους της. Από την άλλη μεριά, στις υποχρεώσεις κυρίαρχο στοιχείο παρέμεινε η πολύ υψηλή αξία των καταθέσεων τόσο των εμπορικών τραπεζών όσο και του δημοσίου λόγω αφενός της συνέχισης καταβολής τόκου στα διαθέσιμα της FED όσο και του αυξημένου δανεισμού από τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής που υιοθέτησε όλη αυτή την περίοδο.

⁸¹ Peter Stella(2009) σελ 10-11

Διάγραμμα 10: Εξέλιξη κύριων στοιχείων ισολογισμού FED 2007-09



Πηγή: Porta 2011

Πίνακας 11: Ενοποιημένος Ισολογισμός FED 26/12/2007-30/11/2009

Millions of dollars			
Assets, liabilities, and capital	Eliminations from consolidation	Wednesday Dec 30, 2009	Wednesday Dec 26, 2007
Assets			
Gold certificate account		11,037	
Special drawing rights certificate account		5,200	11,037
Coin		2,047	2,200
Securities, repurchase agreements, term auction credit, and other loans		2,010,339	1,173
Securities held outright ¹		1,844,722	
U.S. Treasury securities		776,587	
Bills ²		18,423	821,647
Notes and bonds, nominal ²		707,649	754,612
Notes and bonds, inflation-indexed ²		44,643	
Inflation compensation ³		5,873	754,612
Federal agency debt securities ²		159,879	241,856
Mortgage-backed securities ⁴		908,257	
Repurchase agreements ⁵		0	470,984
Term auction credit		75,918	36,911
Other loans		89,699	4,862
Net portfolio holdings of Commercial Paper Funding Facility LLC ⁶		14,072	0
Net portfolio holdings of Maiden Lane LLC ⁷		26,667	42,500
Net portfolio holdings of Maiden Lane II LLC ⁸		15,697	20,000
Net portfolio holdings of Maiden Lane III LLC ⁹		22,660	
Net portfolio holdings of TALF LLC ¹⁰		298	4,535
Preferred interests in AIA Aurora LLC and ALICO Holdings LLC ¹¹		25,000	1,881
Items in process of collection	(242)	277	2,128
Bank premises		2,249	53,752
Central bank liquidity swaps ¹²		10,272	
Other assets ¹³		91,443	893,818
Total assets	(242)	2,237,258	
Millions of dollars			
Assets, liabilities, and capital	Eliminations from consolidation	Wednesday Dec 30, 2009	Wednesday Dec 26, 2007
Liabilities			
Federal Reserve notes, net of F.R. Bank holdings		889,678	40,542
Reverse repurchase agreements ¹⁴		70,450	16,358
Deposits	(0)	1,209,135	11,439
Depository institutions		1,025,271	4,529
U.S. Treasury, general account		149,819	97
U.S. Treasury, supplementary financing account		5,001	293
Foreign official		2,269	2,216
Other	(0)	26,774	5,789
Deferred availability cash items	(242)	2,233	
Other liabilities and accrued dividends ¹⁵		13,642	856,706
Total liabilities	(242)	2,185,139	
Capital accounts			
Capital paid in		25,645	18,353
Surplus		21,482	15,462
Other capital accounts		4,993	3,297
Total capital		52,119	37,112

Πηγή: FED

3.2 . Ο ισολογισμός της Ευρωπαϊκής Κεντρικής τράπεζας και τα μέτρα μη – συμβατικής νομισματικής πολιτικής.

Στις αρχές του 2007 η Ευρωπαϊκή οικονομία σε αντίθεση με τα προβλήματα που εντοπίζονταν στις ΗΠΑ βρισκόταν σε οικονομική άνθηση. Ως εκ τούτου η νομισματική

πολιτική της ΕΚΤ ακολουθούσε την συμβατική της πορεία χωρίς κάποια ιδιαίτερη μεταβολή το πρώτο εξάμηνο του έτους. Εξαίρεση αποτελεί η απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου για αύξηση του βασικού επιτοκίου κατά 50 μονάδες βάσης στο 4% το Ιούνιο λόγω των πιθανών μεσοπρόθεσμων πληθωριστικών πιέσεων που προέκυπταν από την οικονομική και νομισματική ανάλυση. Τον Αύγουστο όμως η χρηματοπιστωτική αναταραχή που ξέσπασε στις ΗΠΑ οδήγησε σε μια γενικευμένη αβεβαιότητα και μείωση της διατραπεζικής δραστηριότητας. Τα spread μεταξύ των επιτοκίων αυξήθηκαν σημαντικά, όπως και στις ΗΠΑ (+50 μονάδες βάσης μεταξύ Euribor και προεξοφλητικού), δημιουργώντας ανησυχία στα στελέχη της ΕΚΤ για την αποτελεσματικότητα του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής μέσω του βασικού επιτοκίου, ενώ ο τραπεζικός όμιλος BNP Paribas αναγκάστηκε να σταματήσει την λειτουργία τριών Funds που ήταν εκτεθειμένα σε 'τοξικούς' τίτλους στεγαστικών δανείων (subprimes). Σε αντιστάθμισμα αυτών των εξελίξεων η ΕΚΤ προσπάθησε να διατηρήσει το διατραπεζικό επιτόκιο (Eonia) σε επίπεδα ανάλογα του βασικού επιτοκίου, ενώ προέβει και σε μια σειρά από μέτρα εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων ανισορροπιών της ρευστότητας και της αβεβαιότητας παρέχοντας ήδη από της 9 Αυγούστου ρευστότητα μιας μέρας ύψους 95€ δις (δημιουργώντας μαξιλάρι ασφαλείας για τις εμπορικές τράπεζες) χωρίς παρόλα αυτά να αλλάξει την στάση της νομισματικής πολιτικής (αρχή του διαχωρισμού μεταξύ στάσης και εφαρμογής). Από εκεί και έπειτα υιοθέτησε πράξεις πρόσθετης μακροχρόνιας αναχρηματοδότησης (στις ήδη υπάρχουσες εβδομαδιαίες MRO's) οι οποίες συνεχίστηκαν και αυξήθηκαν μέχρι το τέλος του έτους, με βάση της ανάγκες της τραπεζικής αγοράς, μεταβάλλοντας το περιθώριο δανεισμού τους, από τρεις σε έξι μήνες (SLTRO's). Παράλληλα προχώρησε σε εκπλήρωση όλων των προσφορών παροχής ρευστότητας της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης, με την τελευταία πράξη αναχρηματοδότησης του έτους, επιτρέποντας έτσι στις εμπορικές τράπεζες να επιτύχουν πρόωρα τα όρια των προβλεπόμενων υποχρεωτικών διαθεσίμων, ενώ υιοθέτησε σε συνεργασία με την FED τα exchange swap lines που αναλύσαμε παραπάνω, προκειμένου να καλύψει της ανάγκες ρευστότητας σε δολάρια της ευρωπαϊκής τραπεζικής αγοράς.

Σε αντίθεση με την FED το πρώτο εξάμηνο του 2008 η ΕΚΤ διατήρησε υπό την πρόβλεψη νέων πληθωριστικών πιέσεων λόγω αύξηση της ρευστότητας στην τραπεζική αγορά και την αύξηση των τιμών της ενέργειας – βασικών εμπορευμάτων το βασικό επιτόκιο σταθερό μέχρι τον Ιούλιο, όπου το αύξησε κατά ακόμα 25 μονάδες βάσης (4,25%). Ενώ οι πράξεις πρόσθετης αναχρηματοδότησης συνεχίζονταν από τον Μάρτιο, η κατάρρευση της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008 επιδείνωσε ραγδαία τις συνθήκες και στον ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό τομέα επιφέροντας σημαντικό έλλειμμα ρευστότητας (λόγω του ρίσκου δανεισμού), υποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων, και δυσλειτουργία μιας σειράς ευρωπαϊκών πιστωτικών ιδρυμάτων (λόγω της αδυναμίας τους στην απορρόφηση ζημιών από την έκθεση τους σε subprimes). Υπό αυτές τις συνθήκες η ΕΚΤ προχώρησε αρχικά σε μια συντονισμένη με την FED και την κεντρική τράπεζα της Αγγλίας μείωση του βασικού επιτοκίου κατά 50 μονάδες βάσης (3,75%) και στην υιοθέτηση μιας σειράς μη- συμβατικών μέτρων (non-standard⁸²) για την σταθεροποίηση του τραπεζικού τομέα, ξεκινώντας από την πραγμάτωση των MRO μέσω δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου, με κατανομή ολόκληρου του ποσού στο επιτόκιο των MRO (FRFA), επιτρέποντας έτσι την απεριόριστη και εθελούσια πρόσβαση των όλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε εγγυημένο δανεισμό. Επιπλέον τους επόμενους μήνες αύξησε το εύρος των αποδεκτών εγγυήσεων για την παροχή δανεισμού κατά τις πράξεις ανοικτής αγοράς, προχώρησε σε επέκταση των foreign exchange swaps σε συνεργασία με την FED, BOJ και NBS, μείωσε το εύρος των επιτοκίων μεταξύ των πάγιων διευκολύνσεων κατά 100 μονάδες (επανήλθε τον Δεκέμβριο), υιοθέτησε έξι νέες SLTRO's διάρκειας έξι μηνών και συνολικής αξίας 300€ δις με σταθερό επιτόκιο και κατανομή ολόκληρου του ποσού, ενώ μέχρι το τέλος του έτους μείωσε περαιτέρω το βασικό επιτόκιο κατά 75 μονάδες βάσης σε 2,5%.

⁸² Ο όρος αποδόθηκε από τον πρώην επικεφαλής της ΕΚΤ κ. Jean-Claude Trichet τον Φεβρουάριο του 2009 αντί του όρου unconventional measures μιας και επρόκειτο ουσιαστικά για αλλαγή της χρονικής διάστασης και των όρων των ήδη υπαρχόντων μέτρων.

Παρά την προσωρινή βελτίωση των συνθηκών της διατραπεζικής αγοράς, στις αρχές του 2009 η λειτουργικότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα παρέμεινε προβληματική ενώ οι υποτονικές ενδείξεις του πληθωρισμού ανάγκασαν την ΕΚΤ να προχωρήσει σε μείωση του βασικού επιτοκίου κατά 150 μονάδες βάσης μεταξύ Ιανουαρίου και Μαΐου, φτάνοντας στο ιστορικό χαμηλό του 1%, ενώ το επιτόκιο διευκόλυνσης καταθέσεων και το επιτόκιο διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης διαμορφώθηκαν στο 0,25% και 1,75% αντίστοιχα. Το Μάιο η ΕΚΤ ανακοίνωσε επίσης τρεις ειδικές LTRO's με διάρκεια ληκτότητας ενός χρόνου, με σταθερό επιτόκιο (βασικό επιτόκιο για την πρώτη) και καταβολή ολόκληρου του ποσού, τις οποίες υλοποίησε από τον Ιούνιο του 2009 έως το Δεκέμβριο του 2011, προκειμένου να ενισχύσει την πιστωτική ικανότητα του τραπεζικού τομέα, και οι οποίες ανήλθαν συνολικά σε 660€ δις μέχρι το τέλος του έτους. Αποτέλεσμα αυτών των πράξεων ήταν η περεταίρω καθίζηση του επιτοκίου EONIA σε σχέση με το βασικό επιτόκιο δηλαδή σε ένα spread 60-70 μονάδων βάσης αντί 3-10 σε φυσιολογικές συνθήκες, μετατρέποντας το βασικό επιτόκιο σε μη ασφαλές δείκτη της στάσης της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Επιπλέον για πρώτη φορά σε ότι αφορά την φύση των μη συμβατικών μέτρων, η ΕΚΤ υλοποίησε τον Ιούλιο του 2009 μέχρι τον Μάιο του 2010, το πρώτο πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών (CBPP1), στοχεύοντας στην τόνωση της αγοράς ιδιωτικού χρέους μειώνοντας τα spread των επιτοκίων της δευτερογενούς αγοράς και ενισχύοντας στην πραγματικότητα την ιδιωτική διαμεσολάβηση, παρά αντικαθιστώντας την, όπως συνέβη με τις χρηματαγορές. Η συνολική αξία του προγράμματος παρά τις αρχικές προσδοκίες δεν ξεπέρασε τις 60€ δις ευρώ, αλλά επέφερε θετικές επιπτώσεις στην πρωτογενή κυρίως διαμεσολάβηση. Τέλος, για πρώτη φορά επίσης, η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων καθορίστηκε ως επιτρεπτός αντισυμβαλλόμενος για τις πράξεις ανοικτής αγοράς της ΕΚΤ μέσω της Banque centrale du Luxembourg, σε μια προσπάθεια περεταίρω ανάπτυξης της οικονομίας της Ευρωζώνης⁸³.

Παρά την διαφορετική πολιτική που ακολούθησε σε σχέση με την FED λόγω των δομικών κυρίως διαφορών του χρηματοπιστωτικού τομέα των δύο οικονομιών, τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής που εφήρμοσε η ΕΚΤ επηρέασαν σημαντικά τον ισολογισμό της. Πιο αναλυτικά στις αρχές του 2007, πριν το ξέσπασμα δηλαδή της χρηματοπιστωτικής αναταραχής στις ΗΠΑ, το σύνολο του ενεργητικού έφτανε σε αξία τα 1,157€ τρις με το μεγαλύτερο μέρος του να αποτελείται από την αξία των MRO's (330,4€ δις) και των συναλλαγματικών διαθεσίμων (320€ δις). Στο παθητικό από την άλλη πλευρά κυριαρχούσε το σύνολο των τραπεζογραμμάτων σε κυκλοφορία (629,6€ δις) γνωρίζοντας μείωση κατά περίπου 10€ δις σε σχέση με το προηγούμενο έτος λόγω της μικρής αύξησης των επιτοκίων, καθώς και το στοιχείο των τρεχούμενων λογαριασμών αλλά και των προθεσμιακών καταθέσεων 175€ δις κατά προσέγγιση. Το Σεπτέμβριο του 2008⁸⁴ όμως, λίγο πριν την κατάρρευση της Lehman Brothers το σύνολο του ενεργητικού αυξήθηκε σε 1,457€ τρις λόγω της αύξησης της ρευστότητας μέσω LTRO's από την ΕΚΤ για την αντιμετώπιση των δυσλειτουργιών της διατραπεζικής αγοράς που ανέκυψαν κατά την περίοδο αυτή. Συγκεκριμένα το ύψος των LTRO's ανήλθε σε 300€ δις (150% από το 2007) ενώ οι MRO's μειώθηκαν κατά 87,1% σε 176,5\$ δις. Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα αν και συνέχισαν να αποτελούν το δεύτερο σημαντικότερο στοιχείο του ενεργητικού μειώθηκαν τους τελευταίους

⁸³ **Philippine Cour-Thimann and Bernhard Winkler (2013)** σελ 10-12, **European Central Bank (2015)** σελ 11, **Rodriguez C, Carrasco A.C (2014)** σελ 7-10, **Nagel J (2012)** σελ. 50, **EiJffinger S. (2012):** Crisis Response of Central banks- the Ecb policy in comparison to the policy of the FED and the bank of England, European parliament, **Fratzschler M., Lo Duca M, Straub R. (2014):** ECB Unconventional Monetary Policy Actions: Market Impact, international Spillovers and Transmission Channels, International Monetary Fund **Hansjorg H. (2014)** σελ 69-70, **Cordemans N., Ide S. (2012)** σελ. 43-48, **Michele Lenza, Huw Pill and Lucrezia Reichlin (2010)** σελ 314-317 καθώς και **ECB Annal Report (2007-09)**

⁸⁴ Σημαντική επιρροή στην εικόνα του ισολογισμού της ΕΚΤ για το 2007 και 2008 έχει και η συμπερίληψη των στοιχείων της κεντρικής τράπεζας της Σλοβενίας, της Κύπρου και της Μάλτας που έγιναν μέλη του Ευρωσυστήματος την περίοδο αυτή.

μήνες(σε επίπεδο καθαρής συναλλαγματικής θέσης) λόγω των foreign exchange swaps, παραμένοντας όμως σε υψηλότερα επίπεδα από το 2007 κατά 12,1% (+18,1€ δις). Η μικρή αυτή αύξηση ρευστότητας το πρώτο εξάμηνο του 2008 αποτυπώθηκε και στο παθητικό, όπου υπήρξε μικρή αύξηση(8,4%) του συνόλου τραπεζογραμματίων και κερμάτων σε κυκλοφορία, φτάνοντας 682,6€ δις και παραμένοντας το σημαντικότερο στοιχείο του παθητικού. Αύξηση υπήρξε επίσης σε σημαντικό βαθμό στο στοιχείο των τρεχούμενων λογαριασμών των πιστωτικών ιδρυμάτων (+ 32,1% από το 2007) ,φτάνοντας στα 229,7€ δις, λόγω της αύξησης του δανεισμού μέσω των LTRO's, αλλά και συνολικά στα υπόλοιπα στοιχεία των υποχρεώσεων κατά αναλογία.

Με την υιοθέτηση των μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής (FRFA , ειδικών μακροχρόνιων πράξεων αναχρηματοδότησης, και προσωρινών διευκολύνσεων), έπειτα από την κατάρρευση της Lehman Brothers, ο ισολογισμός της ΕΚΤ, αυξήθηκε με ραγδαίους ρυθμούς, φτάνοντας τις 2,075€ τρις στο τέλος του 2008. Αύξηση δηλαδή μεγαλύτερη του 79% σε μόλις τρεις μήνες. Στο παθητικό αντίστοιχα αξιοσημείωτη αύξηση υπήρξε στο στοιχείο των τρεχούμενων λογαριασμών πιστωτικών ιδρυμάτων, αλλά κυρίως στο στοιχείο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, που εκτοξεύθηκε από 55€ εκατομμύρια πριν την υιοθέτηση των μη συμβατικών μέτρων τον Σεπτέμβριο του 2008 σε 200,487€ δις στις 31 Δεκεμβρίου του ίδιου έτους. Αύξηση δηλαδή 364.421%. Από το σημείο αυτό και έπειτα, με την προσθήκη της υλοποίησης του προγράμματος αγοράς καλυμμένων ομολογιών (CBPP1) αλλά και την παύση κάποιων προγραμμάτων αναχρηματοδότησης, ο ισολογισμός της ΕΚΤ εμφάνισε κάποιες διαφοροποιήσεις στην σύσταση του ενεργητικού του, το οποίο όμως γνώρισε μικρή μείωση σε σχέση με το τέλος του 2008, όντας στα 1,903€ τρισεκατομμύρια στο τέλος του 2009.

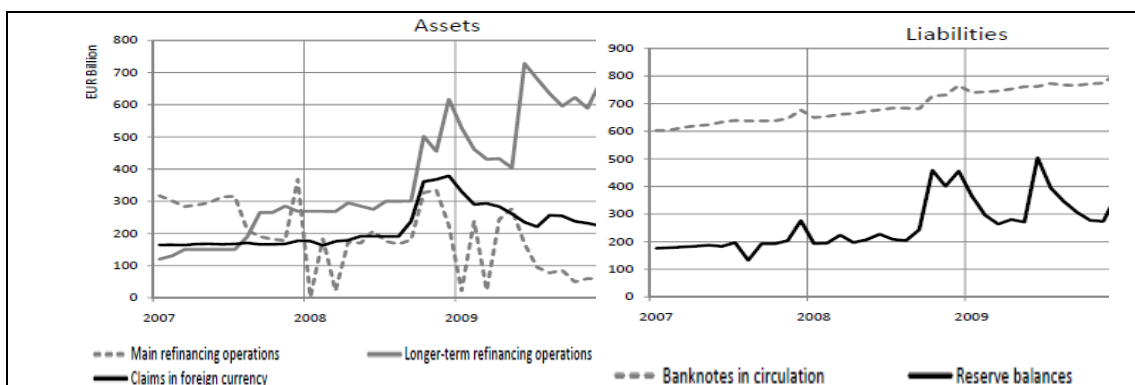
Πιο αναλυτικά στο επίπεδο του ενεργητικού παρατηρούμε ότι παρά την μικρή μείωση που υπήρξε σε σχέση με το 2008 στα δάνεια προς τα πιστωτικά ιδρύματα, οι πράξεις που σχετίζονται με τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής ξεπερνούν το 50%, κάτι που οφείλεται κυρίως στην αύξηση των πράξεων πιο μακροχρόνιας χρηματοδότησης που έφτασαν τα 669,2 € δις αλλά και στους τίτλους κατοίκων της ζώνης του Ευρώ που αυξήθηκαν συνολικά σε 328,6€ δις , σε σχέση με τα 271€ που αποτιμούνταν το 2008, λόγω του CBPP1. Σε κάθε περίπτωση όμως η συμβολή τους στην επέκταση του ισολογισμού ήταν αμελητέα σε σχέση με τις LTROs⁸⁵. Μείωση πάντως υπήρξε σε σημαντικό στο στοιχείο των απαιτήσεων σε συνάλλαγμα έναντι των κατοίκων τις ευρωζώνης λόγω της παύσης των foreign swaps τον Ιανουάριο του 2009 αλλά των MROs λόγω της αντικατάστασής τους από πιο μακροχρόνιες πράξεις.

Στο πεδίο του παθητικού υπήρξε ανάλογη επέκταση από τον Σεπτέμβριο του 2008 έως το τέλος του 2009 που οφείλεται κυρίως παρουσία πλεοναζόντων διαθεσίμων στο τραπεζικό σύστημα που αποτυπώθηκαν στον ισολογισμό ως στοιχείο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων λόγω της μείωσης του spread της συγκεκριμένης διευκόλυνσης σε σχέση με το βασικό επιτόκιο και το EONIA, αλλά και τις καταβολές ολόκληρου του ποσού σύμφωνα με το πρόγραμμα FRFA⁸⁶. Παρόλα αυτά το σύνολο των τραπεζογραμματίων και των κερμάτων σε κυκλοφορία παρέμεινε το κυρίαρχο στοιχείο του παθητικού μέχρι το Δεκέμβριο 2009, γνωρίζοντας αύξηση 5,7% και φτάνοντας στα 806,5€ δις, ενώ τα υπόλοιπα στοιχεία και κυρίως αυτά τρεχούμενων λογαριασμών και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων γνώρισαν μικρή μείωση προς το τέλος λόγω της εκ νέου αύξησης των spread σε σχέση με το βασικό επιτόκιο, αλλά και της διακράτησης διαθεσίμων από τα πιστωτικά ιδρύματα λόγω της πιστωτικής ανασφάλειας που διατηρήθηκε σε κάποιο βαθμό.

⁸⁵ **Lenza, Huw Pill and Lucrezia Reichlin (2010),** σελ 317.

⁸⁶ **Lenza, Huw Pill and Lucrezia Reichlin (2010),** σελ 315-16 , **Cordemans N., Ide S.(2012)** σελ.48 καθώς και **Porta A.(2011):** Unconventional monetary policies. Lessons from the evolution of balance sheets of four central banks (2007-2010), Paolo Baffi Centre Research Paper Series No.2011-87

Διάγραμμα 11: Εξέλιξη Βασικών στοιχείων ισολογισμού ΕΚΤ 2007-09



Πηγή: Porta A.(2011)

Πίνακας 12: Ενοποιημένος Ισολογισμός ΕΚΤ 31/21/2007-09

(Εκατ. ΕΥΡΩ)	31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2009 ¹	31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2007 ¹	ΠΑΘΗΤΙΚΟ	31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2009	31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2007
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
1 Χρηός και απαιτήσεις σε χρηό	266.919	201.546	1 Τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία	806.522	676.675
2 Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ	195.479	135.133	2 Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων της ζώνης ευρώ, συνδεδεμένες με πράξεις νομισματικής πολιτικής	395.614	379.181
2.1 Απαιτήσεις έναντι του ΔΝΤ	62.799	9.058	2.1 Τηχόμενοι λογαριασμοί (που καλύπτουν το σύστημα ελαχιστον αποθεματικών)	233.490	267.335
2.2 Καταθέσεις σε τράπεζες, τίτλοι, δάνεια και λοιπά στοιχεία ενεργητικού	132.680	126.075	2.2 Διακάλωση αποδόσης καταθέσεων	162.117	8.831
3 Απαιτήσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ	32.151	41.973	2.3 Καταθέσεις προθεσμίας	0	101.580
4 Απαιτήσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ	15.193	13.835	2.4 Αντιστρεπτικές πράξεις εξομάλυνσης των βραχυπρόθεσμων διακυμάνσεων της μενιστότητας	0	0
4.1 Καταθέσεις σε τράπεζες, τίτλοι και δάνεια	15.193	13.835	2.5 Καταθέσεις για την κάλυψη περιθωρίων	6	1.435
4.2 Απαιτήσεις που απορρέουν από την πιστωτική διακάλωση στο πλαίσιο του ΜΣ II	0	0			
5 Δάνεια σε ευρώ προς πιστωτικά ιδρύματα ζώνης ευρώ, συνδεδεμένα με πράξεις νομισματικής πολιτικής	749.890	637.175	3 Λοιπές υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων της ζώνης ευρώ	340	126
5.1 Πράξεις κόπας αναχρηματοδότησης	79.277	368.606	4 Εκδοθέντα γραμμάτια	0	46.183
5.2 Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης	669.297	268.476	5 Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι λοιπών κατοίκων ζώνης ευρώ	129.730	38.116
5.3 Αντιστρεπτικές πράξεις εξομάλυνσης των βραχυπρόθεσμων διακυμάνσεων της μενιστότητας	0	0	5.1 Γενική κυβέρνηση	120.495	8.067
5.4 Διαρθρωτικές αντιστρεπτικές πράξεις	0	0	5.2 Λοιπές υποχρεώσεις	9.235	45.095
5.5 Διακάλωση οριστικής χρηματοδότησης	1.289	0			
5.6 Πιστώσεις για την κάλυψη περιθωρίων	27	91	6 Υποχρεώσεις σε ευρώ έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ	46.769	
6 Λοιπές απαιτήσεις σε ευρώ έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων ζώνης ευρώ	26.282	2	7 Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι κατοίκων ζώνης ευρώ	4.032	2.490
7 Τίτλοι σε ευρώ κατοίκων ζώνης ευρώ	328.652	23.898	8 Υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα έναντι μη κατοίκων ζώνης ευρώ	9.616	15.552
7.1 Τίτλοι που διακρατούνται για τους σκοπούς της νομισματικής πολιτικής	28.782	96.044	8.1 Καταθέσεις, υπόλοιπα και λοιπές υποχρεώσεις	9.616	
7.2 Λοιποί τίτλοι	299.870	37.063	8.2 Υποχρεώσεις που απορρέουν από την πιστωτική διακάλωση στο πλαίσιο του ΜΣ II	0	0
8 Χρηός γενικής κυβέρνησης σε ευρώ	36.171	321.315	9 Λογαριασμοί ειδικών τραπεζικών δικαιωμάτων του ΔΝΤ	51.249	5.278
9 Λοιπά στοιχεία ενεργητικού	252.288		10 Λοιπές υποχρεώσεις	164.082	123.174
Σύνολο ενεργητικού	1.903.024	1.507.981	11 Λογαριασμοί αναπροσαρμογής	220.101	147.122
			12 Κεφάλαιο και αποθεματικά	74.969	67.102
			Σύνολο παθητικού	1.903.024	1.507.981

Πηγή:ECB

3.3 Παρατηρήσεις για την περίοδο 2007-09 (Συγκριτική επισκόπηση και ανάλυση των επιπτώσεων σε μακροοικονομικό επίπεδο).

3.3.1 Σύγκριση των ισολογισμών των δύο κεντρικών τραπεζών.

Με βάση τα όσα έχουμε αναλύσει μέχρι στιγμής, είδαμε πως και οι δύο κεντρικές την περίοδο 2007-2009 αναγκάστηκαν να αναλάβουν το ρόλο του «τελευταίου αναχρηματοδοτικού δανειστή» προκειμένου να αντιμετωπίσουν τις επιπτώσεις από την χρηματοπιστωτική κρίση που εκδηλώθηκε τον Αύγουστο του 2007 προβαίνοντας στην υιοθέτηση μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής ως συμπλήρωμα των ήδη υπαρχόντων. Τα μέτρα αυτά, τα οποία όπως είδαμε, εντάθηκαν μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers έθεσαν σε κεντρικό ρόλο της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης τον ισολογισμό των κεντρικών τραπεζών, του οποίου ανάλογα την περίπτωση, μετέβαλλαν σε μεγαλύτερο ή μικρότερο βαθμό, την σύσταση αλλά και το μέγεθος.

Αναλυτικότερα, από τις αρχές του 2007 μέχρι την κατάρρευση της Lehman Brothers οι ισολογισμοί και των δύο τραπεζών γνώρισαν μικρή επέκταση τόσο στο ενεργητικό όσο και στο παθητικό τους, καθώς τα μη συμβατικά μέτρα που υιοθέτησαν, ανάλογα με τις ιδιομορφίες του χρηματοπιστωτικού τους περιβάλλοντος η καθεμία, άναγονταν κυρίως στο πεδίο της ποιοτικής χαλάρωσης για την διαχείριση της ρευστότητας των αγορών μέσω αναδιάταξης του χαρτοφυλακίου του ενεργητικού τους. Έτσι η FED από τις αρχές του 2007 έως το Σεπτέμβριο του 2008 αύξησε το ενεργητικό της κατά 5,2% από 878,5\$ δις σε 924,2\$ δις ενώ η ΕΚΤ κατά 25,9 % από 1,157€ τρις σε 1,457€ τρις. Αντίστοιχα το παθητικό αυξήθηκε κατά 4,2 % από 847,9\$ δις σε 883,7\$ για την FED και κατά 27% από 1,091€ σε 1,386€ τρις για την ΕΚΤ. Η διαφορά αυτή ανάμεσα στις δύο τράπεζες, ιδίως στο παθητικό οφείλεται στο γεγονός ότι η ΕΚΤ προσπάθησε να αντιμετωπίσει τα προβλήματα που ανέκυψαν στο τραπεζοκεντρικό της σύστημα, με την παροχή πρόσθετης ρευστότητας, αυξάνοντας δηλαδή την συχνότητα και την ληκτότητα των πράξεων αναχρηματοδότησης, μιας και η ζήτηση, ιδιαίτερα σε τραπεζογραμμάτια ήταν αρκετά αυξημένη, ενώ η FED πέραν των όποιων διευκολύνσεων, επικεντρώθηκε στην αντικατάσταση των μη ρευστοποιήσιμων τίτλων που κατείχαν οι αντισυμβαλλόμενοι της κυρίως στις ρυθμιζόμενες και μη, χρηματοπιστωτικές αγορές, με ρευστοποιήσιμους τίτλους, αποφεύγοντας την παροχή πρόσθετης ρευστότητας και την επέκταση του ισολογισμού της⁸⁷. Έτσι άλλωστε δικαιολογείται και η σημαντική μείωση των τίτλων του δημοσίου στο χαρτοφυλάκιο SOMA, καθώς αποτελούν ιδιαίτερα ρευστοποιήσιμο στοιχείο. Η καθοδήγηση άλλωστε του ισολογισμού της ΕΚΤ το διάστημα αυτό από το παθητικό του υποδηλώνει την έλλειψη ρευστότητας στην διατραπεζική και όχι μόνο αγορά, ενώ η καθοδήγηση του ισολογισμού της FED από το ενεργητικό της (έστω μηδαμινή) την αδυναμία ρευστότητας στις αγορές. Θα λέγαμε συνεπώς πως το συγκεκριμένη χρονική περίοδο η αλλαγή της σύστασης του ενεργητικού και των δύο τραπεζών με στοιχεία πιο μακροπρόθεσμης ωρίμανσης είναι παρόμοια, αλλά όχι ίδια, καθώς για την μεν FED εδράζεται κυρίως στο πεδίο ποιοτικής χαλάρωσης(qualitative easing) λόγω των στοιχείων μεγαλύτερου ρίσκου που απέκτησε ως εγγυήσεις, ενώ της ΕΚΤ στο πεδίο της πιστωτικής χαλάρωσης(credit easing)⁸⁸, λόγω της μεγαλύτερης παροχής διαθεσίμων αλλά και κυρίως λόγω της χρονικής τους επέκτασης.

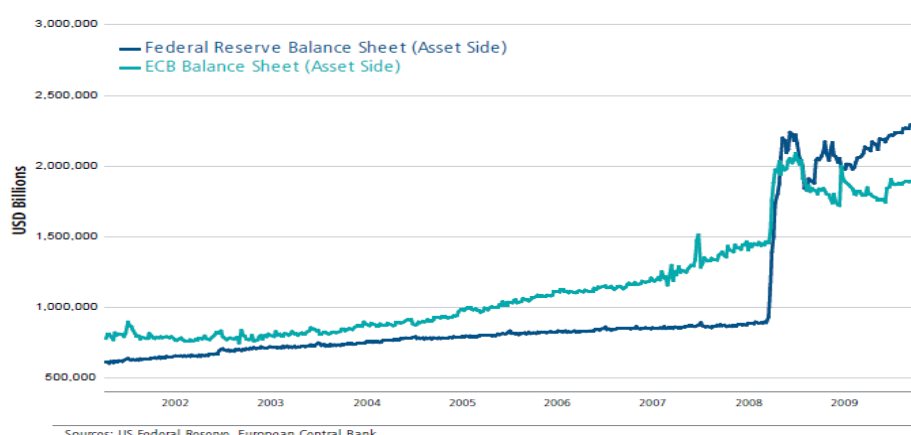
Από την κατάρρευση της Lehman Brothers και έπειτα οι ισολογισμοί των δύο κεντρικών τραπεζών επεκτάθηκαν ραγδαία φτάνοντας στο peak τους από το 2005 στο τέλος του 2008. Μάλιστα για πρώτη φορά η συνολική αξία του ενεργητικού της FED ξεπέρασε αυτή της ΕΚΤ. Για την ακρίβεια το ενεργητικό της FED ανήλθε στα 2,258 \$ τρις στο τέλος του 2008, πραγματοποιώντας αύξηση της 144% κατά προσέγγιση από το Σεπτέμβριο, ενώ της ΕΚΤ στα 2,075€ τρις αυξανόμενος κατά 79% περίπου. Το παθητικό αντίστοιχα για την FED αυξήθηκε κατά 150,7% από 883,7\$ δις σε 2,216 \$ τρις, ενώ για την ΕΚΤ κατά 44,51% από 1,386€ τρις σε 2,003€ τρις. Η αυξητική αυτή τάση συνεχίστηκε καθόλη την διάρκεια του 2009, εμφανίζοντας μια μικρή πτώση προς το τέλος του έτους διαμορφώνοντας το ενεργητικό των δύο τραπεζών στα 2,237\$ τρις και 1,903€ τρις αντίστοιχα.

Σχηματικά παραθέτουμε την εξέλιξη του ενεργητικού των δύο τραπεζών στο παρακάτω διάγραμμα:

⁸⁷ Bagus P. και Howden D.(2009) σελ 170

⁸⁸ Ο όρος προέκυψε το 2009 σε ομιλία του τότε επικεφαλής της ΕΚΤ κ. Jean-Claude Trichet στην οποία σημείωσε ότι η πιστωτική χαλάρωση συνιστά μια πολιτική στραμμένη κυρίως προς τα πιστωτικά ιδρύματα./βλέπε Jean Claude Trichet, Keynote address at the University of Munich, ‘‘ECB’s enhanced credit support’’, 13 July 2009 <http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090713.en.html>

Διάγραμμα 12: Εξέλιξη μεγέθους ισολογισμού ΕΚΤ- FED 2001-2009



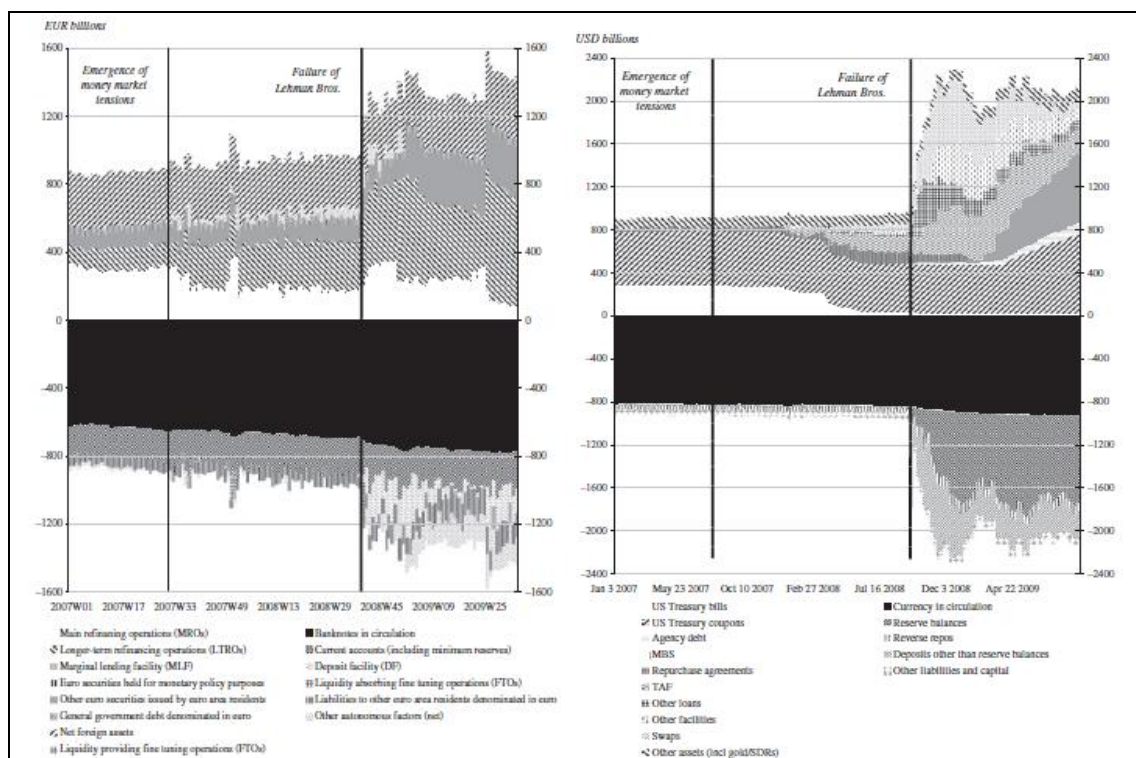
Πηγή:(FED,ECB)

Η επέκταση αυτή οφείλεται σχεδόν εξ' ολοκλήρου στα μη συμβατικά μέτρα που υιοθέτησαν οι δύο κεντρικές τράπεζες μετά τον Σεπτέμβριο του 2008. Όπως είδαμε η FED προχώρησε σε μια απότομη υιοθέτηση νέων διευκολύνσεων και μέτρων παροχής ρευστότητας καθώς και σε ευρεία αγορά ομολογίων του δημοσίου (κυρίως τίτλων εταιριών υπό την αιγίδα του δημοσίου όπως η Freddie mac και Fannie Mae) και τίτλων στεγαστικών δανείων(MBS securities) ανακοινώνοντας το πρώτο πρόγραμμα ποσοτικής της χαλάρωσης (QE1). Τα μέτρα αυτά αντικατέστησαν σε μεγάλο βαθμό τα συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής πχ. Repos, καθώς το επιτόκιο βρισκόταν σε μηδενικά επίπεδα, και διαμόρφωσαν το χαρτοφυλάκιο του ενεργητικού της κατά βάση ως εξής: α) σε βραχυπρόθεσμα προγράμματα χορήγησης δανείων που παρέχουν ρευστότητα σε πιστωτικά ιδρύματα, χρηματοπιστωτικούς δρώντες και αμοιβαία κεφάλαια(TAF,PDCF) β) σε στοχευμένα προγράμματα δανεισμού προς μη χρηματοοικονομικές δανειολήπτες και προορίζονται για την αντιμετώπιση των δυσλειτουργιών σε βασικές πιστωτικές αγορές (TALF,CPFF) γ) σε συμμετοχές εμπορεύσιμων χρεογράφων, περιλαμβανομένων των έντοκών γραμματίων και ομόλογων, των τιτλοποιημένων χρεών επιχειρήσεων χρηματοδοτούμενων από το δημόσιο, και εγγυημένων τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων (MBS)⁸⁹ καθώς και δ) σε δανεισμό έκτακτης ανάγκης που προοριζόταν για να αποτραπεί η άτακτη κατάρρευση συστημικά σημαντικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων(Maiden Lane LLC portfolio κτλ) . Αντίθετα η ΕΚΤ συνέχισε κατά κανόνα και αύξησε την πολιτική πιστωτικής χαλάρωσης (credit easing), προς την τραπεζική κυρίως αγορά, μεταβάλλοντας ουσιαστικά την ληκτότητα των ήδη υπαρχόντων μέτρων και τους όρους των πάγιων διευκολύνσεων, με εξαίρεση το πρόγραμμα απευθείας αγοράς καλυμμένων ομολογίων. Έτσι το χαρτοφυλάκιο της διαμορφώθηκε κυρίως από πληθώρα μακροχρόνιων εγγυητικών τίτλων ως αποτέλεσμα των παραπάνω πράξεων, και ένα μικρότερο μέρος ομολογιακών τίτλων.

Αναλυτικά παραθέτουμε την εξέλιξη των βασικών στοιχείων του ισολογισμού των δύο κεντρικών τραπεζών που σχετίζονται με τα τις πράξεις νομισματικής πολιτικής στα παρακάτω γραφήματα:

⁸⁹ Ben S. Bernanke (2009).

Γράφημα 1 : Εξέλιξη στοιχείων ισολογισμού σχετιζόμενων με τις πράξεις νομισματικής πολιτικής ΕΚΤ – FED 2007-09



Πηγή: (Lezla, Pill, Reichlin, 2010)

Παρατηρούμε ότι στο ενεργητικό της ΕΚΤ το 40% περίπου αποτελείται από εγγυημένα δάνεια και ένα μηδαμινό ποσοστό από τίτλους που διακρατούνται για σκοπούς της νομισματικής πολιτικής, την στιγμή που στην FED αγγίζουν το 50%. Συγκεκριμένα τον Δεκέμβριο του 2009 οι τίτλοι που διακρατούνται για πράξεις νομισματικής πολιτικής ήταν 1,5% του ενεργητικού της ΕΚΤ ενώ για την FED 46,6%. Στο παθητικό επίσης παρατηρούμε ότι σε αντίθεση με την ΕΚΤ, δεν υπήρξε ουσιαστική μεταβολή για το σύνολο των τραπεζογραμματίων σε κυκλοφορία για την FED. Για την ακρίβεια το στοιχείο αυτό στις αρχές του 2007 βρισκόταν για την FED 819,8\$ δις ενώ στο τέλος του 2009 στα 889,6\$ δις, μεταβολή δηλαδή της τάξης του 8,5% , ενώ για την ΕΚΤ βρισκόταν από 629,6 € δις το 2007 σε 806,5 € δις, μεταβολή κατά 28%. Παράλληλα και για τις δύο κεντρικές τράπεζες υπήρξε μια σημαντική αύξηση στα διαθέσιμα των εμπορικών τραπεζών αλλά και του δημοσίου. Έτσι για την FED που το 2007 η αξία τους έφτανε τα 26,2\$ δις (εκ των οποίων 6,25\$ δις του δημοσίου) στο τέλος του 2009 ανήλθε σε 1,174\$ τρις (εκ των οποίων 149,8\$ δις του δημοσίου), μεταβολή δηλαδή 4380,9% . Για τη ΕΚΤ τα αντίστοιχα στοιχεία ήταν 177,4€ δις το 2007 και 395,6€ δις το 2009, μεταβολή ίση με 122,9%. Η αύξηση αυτή και η δημιουργία excess reserves στο σύστημα και των δύο τραπεζών οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στο επεκτατικό χαρακτήρα των πολιτικών που ακολούθησαν άλλα και στην καταβολή τόκου στα διαθέσιμα. Ιδιαίτερα μάλιστα στην περίπτωση της FED της οποίας η εξέλιξη του στοιχείου είναι εντυπωσιακή, αξίζει να προσέξουμε ότι η αύξηση στον λογαριασμό του δημοσίου οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην δημοσιονομική παρέμβαση που έλαβε χώρα κατά την διάρκεια της κρίσης με το πρόγραμμα πρόσθετης παροχής ρευστότητας (SPF) με το οποίο το κράτος ενίσχυσε την οικονομική πολιτική της FED, προς την επιτυχή πραγμάτωση των στόχων της. Η αύξηση αυτού το στοιχείου στο παθητικό έχει ως άμεση συνέπεια την «αποστράγγιση» των καταθέσεων των εμπορικών τραπεζών στον ίδιο λογαριασμό κάτι που μπορεί να αποφανθεί ιδιαίτερα χρήσιμο σε περιόδου συσταλτικής νομισματικής πολιτικής⁹⁰.

⁹⁰ Porta A. (2011), σελ. 9-12

Γενικότερα η συνολική επέκταση του ισολογισμού σε ενεργητικό και παθητικό την περίοδο από το 2007 έως το τέλος του 2009 ανήλθε για την FED σε 154,6% και 157,6%, ενώ για την ΕΚΤ σε 64,4% και 67,7% , οδηγούμενη και στις δύο περιπτώσεις εν τέλει από το παθητικό λόγω των συνθηκών έλλειψης ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Το συνολικό κεφάλαιο για τις δύο τράπεζες, ανήλθε σε 52,1\$ δις για την FED και 74,9€ δις για την ΕΚΤ που παρά την μείωση του ισολογισμού της σε σχέση με την FED, βρισκόταν ήδη σε υψηλότερη θέση πριν την κρίση. Η μεταβολή από το 2007 ήταν 70.2% για την FED (από 30,6 δις) και 12,9 % για την ΕΚΤ (από 66,3€ δις).

Επίσης το στοιχείο του χρυσού και των απαιτήσεων σε χρυσό καθώς και τα συναλλαγματικά διαθέσιμα παρουσιάζουν σημαντικό ενδιαφέρον. Από τις αρχές του 2007 τα αποθέματα σε χρυσό παρέμειναν αμετάβλητα για την FED σε 11,03\$ δις, ενώ τα συναλλαγματικά διαθέσιμα αυξήθηκαν από 2,297\$ δις σε 7,247\$ δις (227%) στο τέλος του 2009. Αντίστοιχα για την ΕΚΤ τα αποθέματα χρυσού μεταβλήθηκαν από 176,8€ δις σε 266,9€ δις (50,7%) και τα συναλλαγματικά διαθέσιμα από 167,1€ δις σε 227,5€ δις (36%)⁹¹.

Συνολικά παρατηρούμε ότι τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής κατά την διάρκεια της κρίσης, είτε αυτά ανάγονταν στο πεδίο της ποσοτικής ή πιστωτικής χαλάρωσης, προσέθεσαν σημαντικό ρίσκο στους ισολογισμούς και των δύο κεντρικών τραπεζών τόσο σε επίπεδο ρευστότητας και ποιότητας/αξίας των περιουσιακών στοιχείων τους, όσο και έκθεσης στους κινδύνους των αγορών λόγω του μακροχρόνιου προσανατολισμού ωρίμανσης των δανείων- στοιχείων τους.

Πιο λεπτομερώς, σε ότι αφορά τον ισολογισμό της FED πέραν των απαιτήσεων από τα αποθέματα του χρυσού, τις απαιτήσεις προς την κυβέρνηση, τους τίτλους MBS, τα repos καθώς και τα στοιχεία που αφορούν τα exchange swaps όλα τα υπόλοιπα στοιχεία από τα μη συμβατικά μέτρα ενέχουν ένα υψηλό ποσοστό ρίσκου, και ιδιαίτερα αυτά που αφορούν στην TALF και στα οχήματα ειδικού σκοπού για την διάσωση συστημικά σημαντικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών⁹², μιας και οι εγγυήσεις τους δεν είχαν ουσιαστική μεταπωλητική αξία. Αντίθετα στην ΕΚΤ το ρίσκο από την αγορά ομολογιών είναι πολύ μικρό μιας και η συνολική τους αξία ήταν μικρή (38,7€ δις), παρόλα αυτά συνολικά παραμένει ιδιαίτερα υψηλό αναλόγως του μεγέθους του ισολογισμού της, μιας και τόσο η περίοδος ωρίμανσης των δανείων της είναι μεγαλύτερη από την FED, εκθέτοντας την σε πιθανές ζημιές από κινδύνους της αγοράς, όσο και οι εγγυητικοί τίτλοι που κατέχει από αυτές τις πράξεις ως περιουσιακά στοιχεία, είναι χαμηλότερης ποιότητας από αυτούς της FED, μιας και η ΕΚΤ στα πλαίσια επέκτασης των αποδεκτών εγγυήσεων και από τις δύο κεντρικές τράπεζες, έκανε δεκτές και εγγυήσεις αξιολόγησης μέχρι BBB, ενώ η FED μέχρι A.

Σημαντικό στοιχείο που προκύπτει επίσης από τους ισολογισμούς των δύο τραπεζών είναι η έλλειψη διαφάνειας σε ότι αφορά την πολιτική τους, αλλά και την ποιότητα των στοιχείων τους. Στην περίπτωση της FED για παράδειγμα πολλές πράξεις δανεισμού συνοδεύονται από εγγυητικούς τίτλους των οποίων η ποιότητα δεν έχει γίνει γνωστή, όπως και η ακριβής ταυτότητα-ποιότητα των αντισυμβαλλομένων. Το ίδιο ισχύει και για την ΕΚΤ με την διαφορά ότι η αξία των μη διαφανών στοιχείων είναι πολύ μεγαλύτερη και σε αξία και σε διαφοροποιήσεις όπως αποτυπώνεται στον ισολογισμό με το στοιχείο «λοιπά περιουσιακά στοιχεία» (other assets)⁹³.

Για την περαιτέρω εκτίμηση και σύγκριση αυτού του ρίσκου στους ισολογισμούς των δύο κεντρικών τραπεζών οι Bagus P. και Howden D.(2009) ανέπτυξαν τρεις νέες συγκριτικές αναλογίες μεταξύ των δύο τραπεζών.

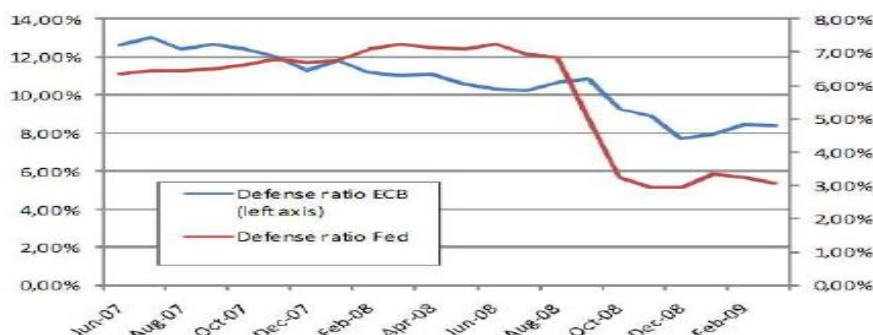
⁹¹ Σημειωτέον ότι την διαχείριση των συναλλαγματικών διαθεσίμων για την FED έχει αποκλειστικά το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ.

⁹² Stella P.(2009), σελ 28-32

⁹³ Bagus P. και Howden D. (2009) σελ. 174-178.

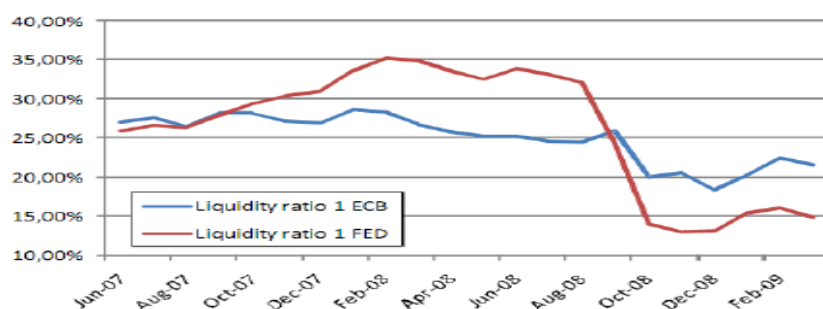
Η πρώτη ονομάζεται αμυντική αναλογία (defense ratio) και έχει να κάνει με την ικανότητα των κεντρικών τραπεζών να διαφυλάσσουν την αξία των νομισμάτων τους στις διεθνείς αγορές, με βάση τα συνολικά συναλλαγματικά τους διαθέσιμα και την ποιότητά τους. Όπως γίνεται αντιληπτό και από τα στοιχεία που παραθέσαμε παραπάνω η ΕΚΤ βρίσκεται σε καλύτερη θέση από την FED μετά το πέρας της περιόδου 2007-09:

Σχεδιάγραμμα 13: Αμυντική αναλογία 2007-09



Η δεύτερη ονομάζεται αναλογία ρευστότητας (liquidity ratio) και έχει να κάνει με το ποσοστό των ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων προς το συνολικό μέγεθος του ισολογισμού:

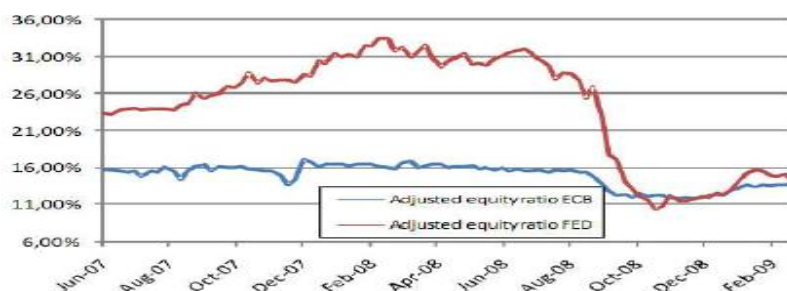
Σχεδιάγραμμα 14: Αναλογία Ρευστότητας 2007-09



Παρατηρούμε πως και σε αυτή την περίπτωση η ΕΚΤ βρίσκεται όπως είναι αναμενόμενο σε καλύτερη θέση, μιας και η πολιτική της FED από την κατάρρευση της Lehman Brothers και έπειτα στηρίχθηκε σχεδόν εξ' ολοκλήρου στην αντικατάσταση μη ρευστοποιήσιμων στοιχείων της αγοράς με ιδιαίτερα ρευστοποιήσιμα στοιχεία, όπως οι τίτλοι του δημοσίου(UST).

Η τελευταία ονομάζεται αναλογία καθαρής θέσης (equity ratio) και έχει να κάνει με την δυνατότητα των δύο κεντρικών τραπεζών να απορροφούν ζημιές. Παρότι σύμφωνα με τους Bagus και Howden(2009), η δυνατότητα αυτή των δύο τραπεζών μοιάζει πολύ χαμηλή περίπου 4% στο τέλος του 2009, εντούτοις οι δύο τράπεζες διαθέτουν στοιχεία με δυνατότητα επαναξιολόγησης και δημιουργίας νέων διαθεσίμων και κερδών, διαμορφώνοντας την πραγματική εικόνα της αναλογίας σε⁹⁴:

Σχεδιάγραμμα 15: Αναλογία καθαρής θέσης 2007-09



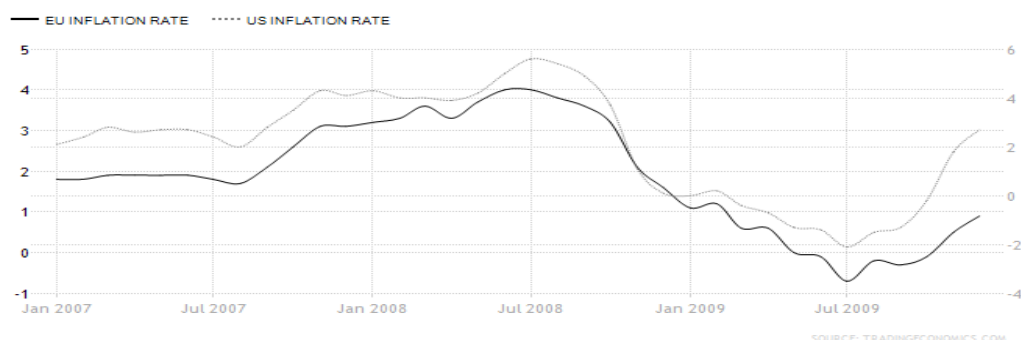
⁹⁴ Πιο αναλυτικά βλέπε **Bagus P. και Howden D. (2009)**, σελ178-182

Καταλήγουμε λοιπόν στο συμπέρασμα πως ενώ φαινομενικά ο ισολογισμός της ΕΚΤ και με βάση το μικρότερο μέγεθος του, φαίνεται να είναι λιγότερο εκτεθειμένος στους κινδύνους που αναλύσαμε παραπάνω, στην πραγματικότητα αυτό ίσχυε σε σύγκριση με την FED, μέχρι την κατάρρευση της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008, αφού παρά την ραγδαία επέκταση του, ο ισολογισμός της FED εκτέθηκε συνολικά σε μικρότερο βαθμό σε πιθανούς κινδύνους αγοράς, έχοντας την οικονομική υποστήριξη του δημοσίου όποτε χρειάστηκε, κάτι που θέτει βεβαίως άλλα προβλήματα στην FED όπως αυτά της ανεξαρτησίας και αξιοπιστίας της πολιτικής της. Επιπλέον η επέκταση του ισολογισμού της ΕΚΤ λόγω του τραπεζοκεντρικού της συστήματος καθορίζεται ενδογενώς από τα δάνεια προς τον τραπεζικό τομέα αναλόγως της ζήτησης, ενώ της FED εξωγενώς από την αγορά τίτλων της αγοράς και του δημοσίου.⁹⁵

3.3.2 Επιρροή στον πληθωρισμό και την νομισματική ισοτιμία.

Με βάση τα στοιχεία που αναλύσαμε μέχρι στιγμής, είδαμε πως η επέκταση των ισολογισμών και των δύο κεντρικών τραπεζών, ιδίως μετά τον Σεπτέμβριο του 2008 συνοδεύτηκε από μια εξίσου σημαντική αύξηση της νομισματικής βάσης, ξεκινώντας από περίπου 800€ δις το 2007 για την ΕΚΤ και φτάνοντας στα 1,1€ τρις το 2009, ενώ για την FED από περίπου 820\$ δις σε 2\$ τρις, αντίστοιχα. Η αύξηση αυτή θα μπορούσε να ενέχει πληθωριστικές πιέσεις αλλά όπως είναι γνωστό ακόμα και στην ποσοτική θεωρία του χρήματος, η συσχέτιση του πληθωρισμού δεν γίνεται με τη νομισματική βάση αλλά με την προσφορά χρήματος. Συνεπώς αυτή η αύξηση της νομισματικής βάσης δεν σηματοδοτεί αυτομάτως μια αύξηση της προσφοράς χρήματος μιας και μεσολαβεί ο πιστωτικός πολλαπλασιαστής ο οποίος σε κάποιο βαθμό επηρεάζεται από τις ίδιες τις κεντρικές τράπεζες⁹⁶. Παρόλα αυτά η νομισματική προσφορά σημείωσε την περίοδο 2007-09 μικρή άνοδο και για τις δύο κεντρικές, φτάνοντας από τα 7,6€ τρις τα 9,5€ τρις (ως M_3 για την ΕΚΤ) και από 7,1\$ τρις σε 8,5\$ τρις (ως M_2 για την FED)⁹⁷. Έτσι ο πληθωρισμός διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο 2,3% για τις ΗΠΑ το 2007(0,2 χαμηλότερα από το 2006), 3,8% το 2008 με peak το 5,6% τον Ιούλιο και σε -0,4% το 2009 εμφανίζοντας ραγδαία κάθοδο, και κλείνοντας στο 2,3% στο τέλος του έτους. Ανάλογες διακυμάνσεις παρουσίασε και ο πληθωρισμός για την Ευρωζώνη, όπου το 2007 ήταν κατά μέσο όρο 2,1% (0,1 χαμηλότερος από το 2006), το 2008 3,3% φτάνοντας επίσης στο peak του 4% τον Ιούλιο και παρουσιάζοντας επίσης απότομη κάθοδο στο 0,3% κατά μέσο όρο φτάνοντας ακόμα και το -0,7% τον Ιούνιο. Στο τέλος του έτους πάντως έφτασε στο 0,9%⁹⁸.

Διάγραμμα 16: Η εξέλιξη του ρυθμού αύξησης πληθωρισμού των ΗΠΑ-Ευρωζώνης την περίοδο 2007-09



Πηγή: Trading Economics

⁹⁵ Rodriguez C. και Carrasco C.(2014) σελ. 25

⁹⁶ Melas K.(2012): τι είναι και πως εφαρμόστηκε η ποσοτική χαλάρωση, διαθέσιμο στο : http://www.kostasmelas.gr/2012/09/blog-post_10.html

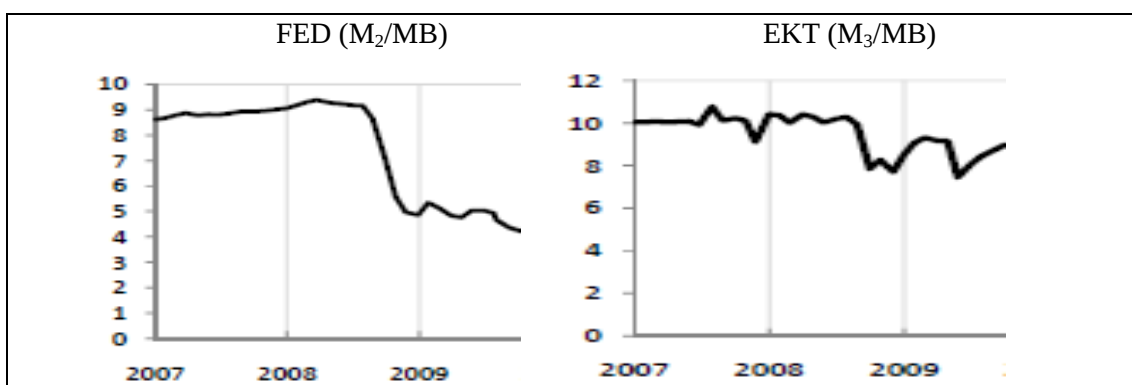
⁹⁷ <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/money-supply-m3>

⁹⁸ ECB annual report(2007-09) Κεφ.2 και Vítor Constâncio(2014)

Παρατηρούμε λοιπόν, και λαμβάνοντας υπόψη την χρονική υστέρηση με την οποία μεταδίδονται τα αποτελέσματα της νομισματικής πολιτικής, ότι η αύξηση της νομισματικής βάσης, μικρή συσχέτιση είχε με τις διακυμάνσεις του πληθωρισμού, που οφείλονται κυρίως στην ανατίμηση και απότομη υποτίμηση εν συνεχεία των τιμών των τροφίμων και της ενέργειας, και κυρίως του πετρελαίου από το τέλος του 2008. Αυτό που πέτυχαν επιτυχώς οι δύο κεντρικές τράπεζες με την νομισματική επέκταση από την αύξηση των ισολογισμών τους, και κυρίως η ΕΚΤ, δεν είναι η δυνατότητα της περαιτέρω αύξησης της μόχλευσης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, αλλά η κάλυψη της ζήτησης αναλόγως των κενών ρευστότητας που προέκυψαν στην χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση, απειλώντας την με πλήρη κατάρρευση⁹⁹.

Το γεγονός αυτό, της μη ανάλογης ποσοστιαίας αύξησης της νομισματικής βάσης με την παροχή ρευστότητας στην ευρύτερη οικονομία και τους χαμηλούς δείκτες πληθωρισμού, εξηγεί η εικόνα των νομισματικών πολλαπλασιαστών των δύο κεντρικών τραπεζών που αναφέραμε παραπάνω, και που από το 2008 γνωρίζουν καθοδικές τάσεις, διατηρώντας τα μεγέθη της συνολικής νομισματικής παροχής σε γενικές γραμμές σταθερά, περιορίζοντας έτσι τις πληθωριστικές πιέσεις.¹⁰⁰

Διάγραμμα 17: Νομισματικός Πολλαπλασιαστής 2007-09



Πηγή: (Porta A.(2011))

Παρά την συνολική νομισματική επέκταση που ήταν μεγαλύτερη για την ΕΚΤ την περίοδο μέχρι την κατάρρευση της Lehman Brothers, το Ευρώ ανατιμήθηκε έναντι του δολαρίου από 1,33 σε 1,59 μονάδες τον Αύγουστο του 2008. Η ανατίμηση αυτή οφείλεται εν πολλοίς στις αρνητικές προσδοκίες που δημιουργήθηκαν στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος για την πορεία της Αμερικανικής οικονομίας λόγω της χρηματοπιστωτικής αναταραχής που εκδηλώθηκε τον Αύγουστο του 2007, αλλά και στην άνοδο των επιτοκίων της ΕΚΤ σε σχέση με την FED, παράλληλα με την ισχυρότερη συναλλαγματική της θέση όπως υποδηλώνεται από το μέγεθος των αποθεμάτων σε συνάλλαγμα και χρυσό που αναλύσαμε παραπάνω. Άλλωστε τα μη συμβατικά μέτρα ποιοτικής χαλάρωσης που υιοθέτησε ήδη από το 2008, αλλοίωσαν σημαντικά την ποιότητα του χαρτοφυλακίου των περιουσιακών στοιχείων του ισολογισμού της, επιδεινώνοντας έτσι την υποστήριξη προς το νόμισμα της.¹⁰¹ Από το σημείο εκείνο και έπειτα υπήρξε μια σημαντική υποτίμηση για το Ευρώ λόγω της μείωσης των επιτοκίων της ΕΚΤ αλλά και των μη συμβατικών μέτρων που υιοθέτησε επεκτείνοντας τον ισολογισμό της με την αποδοχή εγγυητικών τίτλων χαμηλής αξιολόγησης όπως BBB ή εκφρασμένων σε υποτιμημένα νομίσματα, φτάνοντας έτσι στο άνευ προηγουμένου χαμηλό των 1,24 μονάδων τον Οκτώβριο του 2008. Παρά την ανοδική πορεία που διατήρησε μέχρι

⁹⁹ Giannone D, Lezla M., Huw P. και Reiclin L. (2011) σελ. 16-29 και Vítor Constâncio (2014): Recent challenges to monetary policy in the euro area, speech at the Athens Symposium on Banking Union, Monetary Policy and Economic Growth, Athens, 19 June.

¹⁰⁰ Giannone D, Lezla M., Huw P. και Reiclin L. (2011) σελ. 10-11 και Porta A.(2011), σελ.19-20.

¹⁰¹ Bagus P. και Howden D.(2009), σελ 170-171.

το τέλος του 2008 το Ευρώ υποτιμήθηκε εκ νέου έναντι του δολαρίου στις αρχές του 2009, φτάνοντας τον Μάρτιο στις 1,25 μονάδες. Η νέα αυτή υποτίμηση οφείλεται σε νέα επενδυτικά κεφάλαια που εισήλθαν στις ΗΠΑ το 2009 δημιουργώντας προσδοκίες οικονομικής ανάπτυξης, συμβάλλοντας έτσι στην ανατίμηση του δολαρίου, αλλά και πιθανότατα στην περαιτέρω μείωση των επιτοκίων από πλευράς ΕΚΤ. Ακολούθησε ανοδική πορεία της αξίας του Ευρώ μέχρι το τέλος του 2009, κλείνοντας στις 1,44 μονάδες, 3,5% δηλαδή υψηλότερα από την αρχή του έτους και 2% χαμηλότερα από τον μέσο όρο του 2008.

Σε γενικές γραμμές πάντως το συγκεκριμένο διάστημα το Ευρώ ανατιμήθηκε έναντι του δολαρίου κατά 8,2% κάτι που ενδεχομένως οφείλεται στη μικρότερη νομισματική επέκταση της ΕΚΤ συνολικά όπως προκύπτει από το μέγεθος του ισολογισμού των δύο τραπεζών, αλλά και στην ισχυρότερη συναλλαγματική της θέση όπως προκύπτει και από την «αμυντική αναλογία» που παρουσιάσαμε στο προηγούμενο υποκεφάλαιο.

3.3.3 Οικονομική μεγέθυνση (ΑΕΠ) και δείκτες Ανεργίας.

Το 2007 ο ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης των πραγματικού ΑΕΠ των δύο οικονομιών διαμορφώθηκε σε 2,2 % για την Αμερικανική οικονομία και 2,6% για την Ευρωζώνη γνωρίζοντας μείωση 0,7% και 2,9% αντίστοιχα λόγω της χρηματοπιστωτικής αναταραχής και της μείωσης της κατανάλωσης. Η επιβράδυνση αυτή συνεχίστηκε σε μεγαλύτερο βαθμό το 2008 διαμορφώνοντας τους ετήσιους ρυθμούς μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ σε 1,1% και 0,8%. Το 2009 μάλιστα οι δείκτες αυτοί εμφάνισαν για πρώτη φορά αρνητική τιμή όντας κατά μέσο όρο στο -2,4% για τις ΗΠΑ και -4% για την Ευρωζώνη¹⁰². Όπως σημειώνει ο Ravn M.(2010) ειδικά για τις ΗΠΑ οι δείκτες αυτοί είναι οι χαμηλότεροι από το 1960¹⁰³. Έτσι το ονομαστικό ΑΕΠ άγγιξε από τις 14,233\$ τρις στις αρχές του 2007, τις 14,549\$ τρις στο τέλος του 2008 και 14,566\$ τρις στο τέλος του 2009. Αντίστοιχα για την Ευρωζώνη το ονομαστικό ΑΕΠ ήταν 9,401€ τρις στις αρχές του 2007, 9,634€ τρις το 2008 και μόλις 9,288€ τρις το 2009¹⁰⁴. Η συνολική μεταβολή της συγκεκριμένης περιόδου ήταν συν 2,3% για την Αμερικανική οικονομία, και μείον 1,2% για την Ευρωζώνη.

Το συνολικό μέγεθος του ενεργητικού της FED προς το ονομαστικό ΑΕΠ ήταν 6,1% στις αρχές του 2007, 15,5% το 2008 και 15,3% το 2009, ενώ η νομισματική βάση βρισκόταν στο 13,7 %. Ομοίως, το συνολικό μέγεθος του ενεργητικού της ΕΚΤ ήταν 12,3% στις αρχές του 2007, 21,5% το 2008 και 20,4% το 2009 με την νομισματική βάση στο 11,8 %.

Σε ότι αφορά την αγορά εργασίας τώρα, το ποσοστό της ανεργίας ήταν κατά μέσο όρο 4,7% το 2007, 6,1% το 2008 και 8,8% το 2009 για την Αμερικανική οικονομία, φτάνοντας ακόμα και το 9,9% το Δεκέμβριο του 2009¹⁰⁵, ενώ για την Ευρωζώνη 7,4% το 2007, 7,6% το 2008 και 9,4% το 2009¹⁰⁶.

Με βάση τα παραπάνω παρατηρούμε πως τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής και η αύξηση του ισολογισμού της FED της επέφεραν τηρουμένων των αναλογιών και εξαιρουμένων των υπόλοιπων οικονομικών παραγόντων ευνοϊκότερα οικονομικά αποτελέσματα από τη ΕΚΤ την περίοδο 2007-09. Συνεπώς η αντίδραση της στην χρηματοπιστωτική κρίση κρίνεται αποτελεσματικότερη, ενώ όπως παρατηρεί ο Peersman G.

¹⁰² ECB annual report 2007,2008, 2009 και <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/gdp-growth-annual>

¹⁰³ Lenza, Huw Pill and Lucrezia Reichlin (2010) σελ.332, Ravn M, Discussion.

¹⁰⁴ <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00001> και <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/GDP>

¹⁰⁵ <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/UNRATE>

¹⁰⁶ ECB annual report (2007-09) κεφ.2 και http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=132.STS.M.I8.S.UNEH.RTT000.4.000

(2014) η πολιτική χαμηλών επιτοκίων έχει μάλλον μεγαλύτερη επίδραση στην γενικότερη οικονομική ανάπτυξη από ότι στην ανάπτυξη του πληθωρισμού σε περιόδους ύφεσης¹⁰⁷.

Κεφάλαιο 4: Ανάλυση των στοιχείων και της εξέλιξης του ισολογισμού της FED και της ΕΚΤ από το τέλος της πρόσφατης (2007-2009) χρηματοπιστωτικής κρίσης έως σήμερα.

4.1 Ο ισολογισμός της FED και η νομισματική της πολιτική – στρατηγική εξόδου;

Το 2010 η FED συνέχισε την πολιτική χαμηλών επιτοκίων, μιας και η οικονομία παρουσίαζε ακόμα αρκετές διακυμάνσεις, ολοκληρώνοντας το μεγαλύτερο μέρος των διευκολύνσεων και των προγραμμάτων που είχε υιοθετήσει το προηγούμενο διάστημα. Πιο συγκεκριμένα καθ' όλη την διάρκεια του έτους διατήρησε το επιτόκιο στόχο στο 0-0.25%, ενώ τον Μάιο, συμφώνησε στην επανέναρξη των προγραμμάτων foreign exchange swaps μέχρι τον Ιανουάριο του 2011 με την ΕΚΤ, την BOE, και μια σειρά άλλες κεντρικές τράπεζες ανά τον κόσμο¹⁰⁸. Τον Αύγουστο αποφασίστηκε μια επέκταση στην αγορά περιουσιακών στοιχείων μέσω πράξεων ανοικτής αγοράς, με την αγορά 30\$ δις βραχυπρόθεσμων γραμματίων του δημοσίου μεταξύ Αυγούστου και Σεπτεμβρίου¹⁰⁹, ενώ τον Νοέμβριο ανακοινώθηκε η έναρξη ενός νέου πρόγραμματος ποσοτικής χαλάρωσης (QE2 ή LSAP), με στόχο την παροχή πρόσθετων κινήτρων οικονομικής ανάπτυξης διαμέσου της επιρροής των μακροπρόθεσμων επιτοκίων. Άλλωστε το στοιχείο της αύξησης των υπερβαλλόντων διαθεσίμων στο σύστημα ήδη από 2008 ήταν ένα σημάδι της οικονομικής δυσλειτουργίας. Το πρόγραμμα περιελάμβανε συγκεκριμένα την αγορά μακροχρόνιων χρεογράφων του δημοσίου ύψους 600\$ δις σε διάστημα οκτώ μηνών μέχρι τον Ιούνιο του 2011.¹¹⁰ Στόχος λοιπόν ήταν στην ουσία η παροχή ρευστότητας στην πραγματική οικονομία και όχι η χρηματοδότηση της διατραπεζικής αγοράς, πόσο μάλλον του δημόσιου χρέους¹¹¹. Παράλληλα στα πλαίσια των ενεργειών απορρόφησης βραχυπρόθεσμης ρευστότητας όποτε χρειάστηκε, εκτός από τον τόκο στα διαθέσιμα των εμπορικών τραπεζών, η FED κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2010 πραγματοποίησε μιας μικρής κλίμακας, σειρά συναλλαγών, τριμερών αντιστροφών repos με πρωταρχικούς αντισυμβαλλομένους ακόμα και αμοιβαίων κεφαλαίων, σε όλους τους τύπους αποδεκτών εγγυήσεων, συμπεριλαμβανομένων, για πρώτη φορά, εγγυήσεων MBS, κρατικών χρεογράφων και τίτλων εταιριών υπό την αιγίδα του κράτους, από το χαρτοφυλάκιο SOMA. Στις 8 Σεπτεμβρίου, επίσης πραγματοποίησε προσφορές 5\$ δις για αποδοχή καταθέσεων 28 ημερών στο πλαίσιο της TDF¹¹².

Το 2011 η FED διατήρησε το επιτόκιο στόχο της στο 0-0.25%, ενώ χρησιμοποιώντας τον επικοινωνιακό μηχανισμό μετάδοσης της πολιτικής της, που ονομάζεται πρόωρη καθοδήγηση, διαβεβαίωσε τον Αύγουστο, την παραμονή του επιτοκίου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα, τουλάχιστον μέχρι τα μέσα του 2013, ενισχύοντας έτσι τα κίνητρα για οικονομική μεγέθυνση¹¹³. Το Σεπτέμβριο όμως λόγω της ανάγκης για μια πιο διευκολυντική πολιτική μιας και η οικονομία εμφάνιζε ισχυρή ανάπτυξη ενώ παράλληλα οι ενδείξεις για μακροχρόνιες πληθωριστικές πιέσεις ενισχύονταν λόγω του ότι ένα μεγάλο μέρος της αγοράς διακρατούσε μακροχρόνια χρεόγραφα του δημοσίου αυξάνοντας πάνω από

¹⁰⁷ Peersman G. (2014), σελ 70.

¹⁰⁸ FED Annual report 2010, **Monetary Policy Report of July 2010**, κεφ. 3.

¹⁰⁹ Gros D. , Aldici C. , Giovanni A. (2012): Central banks in time of crisis: The FED and ECB , CEPS policy brief, No. 276, 11 July. Σελ. 4

¹¹⁰ Peersman G. (2014), σελ. 65-66 και Cecioni M , Ferrero G. and Secchi A.(2011): Unconventional monetary policy in theory and in practice, Questioni di economia e Finanza, Banca di Italia, No.102

¹¹¹ Herr(2014), σελ 66-68

¹¹² FED Annual report 2010, **Monetary Policy Report of March 2011**, κεφ.3

¹¹³ Peersman G. (2014), σελ 63 , Cordemans N., Ide S.(2012) σελ. 48 και FED Annual Report Monetary Policy Report of July 2012, κεφ.3

το προσδοκώμενο τα μακροχρόνια επιτόκια, η FED ξεκίνησε το πρόγραμμα MEP (maturity extension program), σύμφωνα με το οποίο θα πωλούσε βραχυπρόθεσμους (3 μήνες- 3 χρόνια) τίτλους ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων και χρεόγραφα εταιριών υπό την αιγίδα του δημοσίου αξίας 667\$ δις, αντί της αγοράς μακροπρόθεσμων (6-30 χρόνια) χρεογράφων του δημοσίου αξίας 400\$ δις, μέχρι το Ιούνιο του 2012, στοχεύοντας στην μείωση των επιτοκίων αυτών. Στην πραγματικότητα επρόκειτο για μια επανεπένδυση των τίτλων που διακατείχε κατά την διάρκεια της κρίσης, με κύρια επίδραση την αύξηση των περιθωρίων ωρίμανσης του χαρτοφυλακίου SOMA¹¹⁴.

Τον Ιανουάριο του 2012 η FOMC για πρώτη φορά αποφάσισε να ορίσει έναν ποσοτικό στόχο για τον πληθωρισμό στο 2%, ενώ ανακοίνωσε την πρόβλεψή της για διατήρηση του επιτοκίου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα, αρχικά μέχρι τα μέσα του 2015 και έπειτα μέχρι ο δείκτης ανεργίας να βρεθεί κάτω από το 6,5% για ένα σημαντικό διάστημα. Επιπλέον το Σεπτέμβριο ανακοίνωσε, λόγω της οικονομικής στασιμότητας, το τρίτο επ' αόριστον πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης (QE3 ή LSAP3) με την αγορά τίτλων ενυπόθηκων δανείων σε συχνότητα ύψους \$40 δις τον μήνα. Με την ολοκλήρωση του προγράμματος MEP τον Δεκέμβριο, προκειμένου να επιτευχθούν οι στόχοι του Dual mandate της, η FED ανακοινώθηκε την επέκταση του προγράμματος της τρίτης ποσοτικής χαλάρωσης με την αγορά \$45 δις μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων ανά μήνα¹¹⁵, μέρος του οποίου θα επανεπενδυόταν μέσω δημοπρασιών, σύμφωνα με τα πρότυπα του 2011 από τον Ιανουάριο του 2013. Βέβαια στην συνέχεια η FOMC επισήμανε ότι η μηνιαία συχνότητα των αγορών εξαρτάται των μακροοικονομικών δεδομένων, επιτρέποντας την ανοδική ή καθοδική αναθεώρηση της, με βάση την αξιολόγηση της προόδου των μακροχρόνιων στόχων της¹¹⁶.

Η διευκολυντική πολιτική μέσω του επικοινωνιακού μηχανισμού μετάδοσης της πρόωρης καθοδήγησης, συνεχίστηκε από την FED το 2013, με την FOMC να υποστηρίζει πως το επιτόκιο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων θα παραμείνει στα ίδια επίπεδα εωσότου το πρόγραμμα της ποσοτικής χαλάρωσης να ολοκληρωθεί και μια σειρά από οικονομικούς δείκτες καθιστούν σε ευνοϊκά επίπεδα. Σε ότι αφορά το πρόγραμμα της ποσοτικής χαλάρωσης πάντως, στην τελευταία της συνεδρίαση για το 2013 η FOMC αποφάσισε την μείωση της συχνότητας των αγορών MBS, εταιριών υπό την αιγίδα του δημοσίου, από \$40 δις σε \$30 δις ανά μήνα καθώς και των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων από \$45 δις σε \$35 δις ανά μήνα, λόγω της βελτίωσης των οικονομικών συνθηκών.

Το πρόγραμμα της μαζικής αγοράς περιουσιακών στοιχείων (QE3) ολοκληρώθηκε τον Οκτώβριο του 2014 με την FOMC να βρίσκει το συνολικό οικονομικό αποτέλεσμα ικανοποιητικό. Έτσι η διατήρηση του διευκολυντικού χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής για το σύνολο του 2014, έστρεψε το κέντρο του ενδιαφέροντος στην χάραξη μιας πολιτικής εξόδου από το καθεστώς των μη συμβατικών μέτρων. Η επιστροφή στην ομαλή λειτουργία απαιτούσε την σταδιακή αύξηση του επιτοκίου από το μηδενικό όριο. Η ύπαρξη όμως \$1 τρις υπερβαλλόντων διαθεσίμων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, ως αποτέλεσμα της QE, καθιστούσε κάτι τέτοιο αδύνατο, επιβάλλοντας ως μοναδική εναλλακτική λύση την μείωση του ισολογισμού, διαμέσου της πώλησης περιουσιακών στοιχείων. Αντί αυτού και διαβεβαιώνοντας πως κατέχει όλα τα απαραίτητα εναλλακτικά μέσα για την αύξηση του επιτοκίου όποτε κριθεί αναγκαίο, η FED αποφάσισε από τον Σεπτέμβριο¹¹⁷, την διατήρηση, μέσω του μηχανισμού πρόωρης καθοδήγησης, του διευκολυντικού χαρακτήρα της

¹¹⁴ **FED Annual report 2011**, Monetary Policy Report of February 2012, κεφ. 3

¹¹⁵ **Hofman B. and Zhu F. (2013)**: Central bank asset purchases and expectations, BIS, Quarterly Review, March, σελ 24-25, **FED Annual Report**, Monetary Policy Report of February 2013, κεφ. 2

¹¹⁶ **Stanley Fischer (2015)**: *Conducting Monetary Policy with a Large Balance Sheet*, FED Monetary Policy Forum, New York, February

¹¹⁷ Αναλυτικά βλέπε στην ιστοσελίδα :

http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mptr_20150224_part2.htm#xsubsection-1537-2a8251f6

νομισματικής πολιτικής και των επιτοκίων στο 0-0,25% για το 2015. Ευελπιστώντας έτσι, κατά αυτό τον τρόπο σε μια σταδιακή τους αύξηση ως αποτέλεσμα της προοδευτικής παύσης επανεπένδυσης των τίτλων που λήγουν¹¹⁸.

Τα προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης οδήγησαν σε μια άνευ προηγουμένου επέκταση του ισολογισμού της FED την περίοδο 2010-2015. Πιο αναλυτικά το ενεργητικό της στις αρχές του 2010 αποτιμάτο σε \$2,238 τρις, την στιγμή που τον Οκτώβριο του 2015 έφτανε τα \$4,504 τρις, αύξηση δηλαδή 101,2% σε πέντε χρόνια. Παράλληλα με την συνολική επέκταση του ενεργητικού, τα προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης οδήγησαν σε μια σημαντική αύξηση του χαρτοφυλακίου SOMA, το οποίο αποτέλεσε και το μεγαλύτερο στοιχείο του ενεργητικού. Ενώ μάλιστα τα προηγούμενα χρόνια ο ρυθμός αύξησης του δεν ξεπερνούσε των ρυθμό αύξησης των τραπεζογραμματίων και του συνολικού κεφαλαίου στο παθητικό, αυτό συνέβη κατά συντριπτικό βαθμό την εν λόγω περίοδο. Το 2010 το SOMA αποτελούσε το 82,4% του ενεργητικού, ενώ το 2015 το 94,4% φτάνοντας σε αξία τα \$1,8 τρις και \$4,2 τρις αντίστοιχα. Μεγαλύτερο του στοιχείο το 2010 ήταν τα MBS με αξία \$908 δις, ενώ το 2015 τα χρεόγραφα/ομόλογα του δημοσίου με αξία \$2,4 τρις. Λεπτομερώς παραθέτουμε την μεταβολή των περιουσιακών στοιχείων σύμφωνα με τα προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 13: Μεταβολή των περιουσιακών τίτλων της FED ανά πρόγραμμα QE.

	(billions of dollars)			
	Treasury Security Holdings	Agency MBS Holdings	Agency Debt Holdings	Total Assets
QE1 (Mar. 2009-May 2010)	+\$302	+\$1,129	+\$168	+\$451
QE2 (Nov. 2010-July 2011)	+\$788	-\$142	-\$35	+\$578
QE3 (Oct. 2012-Oct. 2014)	+\$810	+874	-\$48	+\$1,663
Total (Mar. 2009-Oct. 2014)	+\$1,987	+\$1,718	+\$40	+\$2,587

Πηγή: CRS/Labonte (2015).

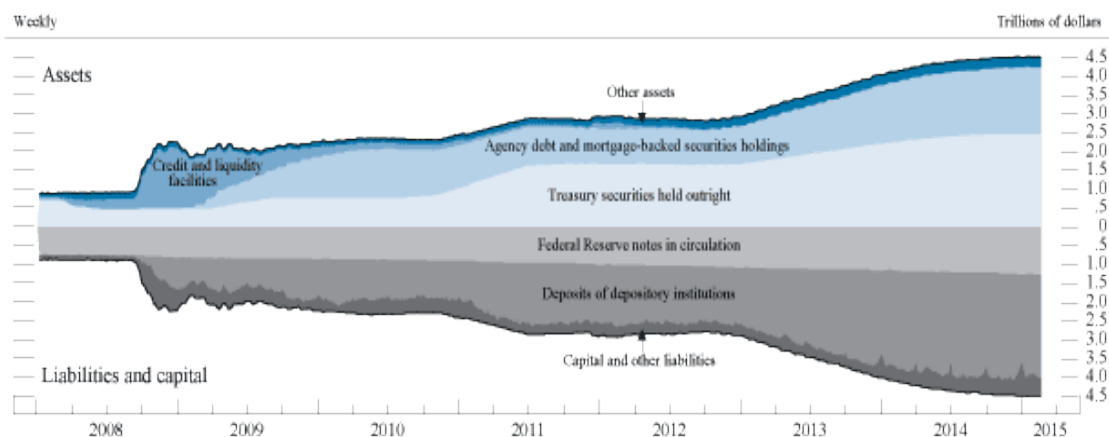
Σημαντικό στοιχείο ακόμη σε ότι αφορά το ενεργητικό είναι η μείωση των δανείων, όπου από \$89 δις το 2010 έφτασαν μόλις στα \$220 εκατομμύρια το 2015, ενώ οι πράξεις δανεισμού με την μορφή repos βρίσκονταν και στις δύο περιπτώσεις σε μηδενικά επίπεδα, αντανακλώντας την διαφορά της νομισματικής πολιτικής, αλλά και της σύστασης του ενεργητικού της FED από το 2007. Επιπλέον, σε ποιοτικό επίπεδο η σύσταση του ενεργητικού μεταβλήθηκε σημαντικά από το 2010 με το πρόγραμμα MEP ή γνωστό και ως 'Operation Twist' που μετέβαλλε σημαντικά την περίοδο ωρίμανσης σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα ενός μεγάλου αριθμού τίτλων, αξίας περίπου \$667 δις.

Σε ότι αφορά το παθητικό, παρατηρούμε ότι ως συνέχεια από την περίοδο 2007-09, υπήρξε μια ραγδαία αύξηση του στοιχείων των καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων, λόγω της δημιουργίας υπερβαλλόντων διαθεσίμων στο σύστημα ως αποτέλεσμα της QE, αλλά και της καταβολής τόκου από την FED. Έτσι το 2010 οι υποχρεώσεις με την μορφή καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων έφτανε σε αξία \$1,024 τρις, ενώ το 2015 τα \$2,719 τρις (165,5%). Μείωση όμως παρατηρείται στο στοιχείο του λογαριασμού καταθέσεων του δημοσίου, της τάξης του 66,4% λόγω της παύσης των προγραμμάτων όπως το SPF για την διάσωση συστημικά σημαντικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αλλά και λόγω του στόχου παροχής επιπλέον ρευστότητας στην οικονομία με την QE, μιας και η αύξηση του συγκεκριμένου

¹¹⁸ Labonte M. (2015) σελ 15-18 και Stanley Fischer (2015).

λογαριασμού λειτουργεί ως αντίβαρο¹¹⁹. Η αύξηση των τραπεζογραμματίων ήταν επίσης σημαντική από \$884 δις σε \$1,3 τρις το 2015. Παρέμειναν όμως το δεύτερο σημαντικότερο στοιχείο του παθητικού, καθώς το μέγεθος των καταθέσεων τα ξεπέρασε κατά πολύ.

Η εξέλιξη των βασικών στοιχείων του ισολογισμού της FED από το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης μέχρι σήμερα, παρουσιάζεται στο παρακάτω γράφημα:



Γράφημα 2 : Η εξέλιξη των βασικών στοιχείων του Ισολογισμού της FED 2008-2015 Πηγή: FED

4.2 Ο ισολογισμός της ΕΚΤ και η νομισματική της πολιτική – ποσοτική χαλάρωση και νέα μέτρα μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής

Οι συνθήκες που κλήθηκε να αντιμετωπίσει η ΕΚΤ κατά την δεύτερη φάση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, εφαρμόζοντας την νομισματική της πολιτική μετά το τέλος του 2009, διέφεραν σημαντικά από εκείνες, στο πλαίσιο των οποίων ανταποκρίθηκε η FED. Πιο συγκεκριμένα, το 2010 η χρηματοπιστωτική κρίση στην Ευρωζώνη άρχισε να μετεξελίσσεται σε κρίση δημόσιου χρέους για κάποιες χώρες, με τις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων να παρουσιάζουν σημαντικές αποκλίσεις μεταξύ των κρατών μελών. Τον Μάιο του ίδιου έτους όμως, αρκετές αγορές κρατικών ομολόγων αντιμετώπισαν ολοκληρωτικό πρόβλημα λειτουργίας, καθώς οι εκτιμήσεις για χρεοκοπία της Ελλάδας και για ανάλογο κίνδυνο σε Ιρλανδία, Πορτογαλία, Ισπανία και Ιταλία, πλήθαιναν. Λόγω του σημαντικού ρόλου των κρατικών ομολόγων για τον καθορισμό των επιτοκίων δανεισμού του ιδιωτικού τομέα και την σύσταση των ισολογισμών των εμπορικών τραπεζών, καθώς αποτελούν διαδεδομένο εγγυητικό μέσο, η ΕΚΤ αναγκάστηκε να προχωρήσει στην υιοθέτηση του προγράμματος για τις αγορές τίτλων SMP για να βελτιώσει την λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής και να διασφαλίσει την ομαλή παροχή ρευστότητας και την ευρωστία των τμημάτων της αγοράς που παρουσίασαν δυσλειτουργία. Το SMP προέβλεπε την αγορά κρατικών ομολόγων χωρών με κρίση δημόσιου χρέους, στην δευτερογενή αγορά, για σύντομο χρονικό διάστημα, τα οποία θα διακρατούνταν μέχρι την ωρίμανσή τους ενώ ως αντίβαρο για να μην διαταραχθεί η γενικότερη πολιτική ρευστότητας της ΕΚΤ θα διενεργούνταν μια σειρά από μέτρα απορρόφησης της ανεπιθύμητης ρευστότητας. Το ύψος του προγράμματος ανήλθε μόλις στα €80 δις εκείνη την περίοδο, γι αυτό και δεν θα μπορούσαμε να το εντάξουμε στο επίπεδο της ποσοτικής χαλάρωσης, ανάλογης της FED. Παράλληλα με το SMP διενεργήθηκαν κανονικά οι τριμηνιαίες LTROs υπό το καθεστώς FRFA(σταθερό επιτόκιο πλήρη κατανομή).

Στις αρχές του 2011 οι συνθήκες έμοιαζαν να σταθεροποιούνται σχετικά και έτσι τον Απρίλιο η ΕΚΤ αποφάσισε την αύξηση του επιτοκίου των κύριων πράξεων αναχρηματοδότησης κατά 0.25 μονάδες, σε 1.25% λόγω ενδεχόμενων κινδύνων για την σταθερότητα των τιμών. Η διαδικασία ακολουθήθηκε και τον Ιούλιο, με αύξηση του επιτοκίου πράξεων κύριας

¹¹⁹ Labonte M.(2015) σελ. 13-15, Carpeter S, Ihring J, Klee E, Quinn D και Boote A. (2015) σελ 240-244 και <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/Current/>
<http://www.federalreserve.gov/releases/h41/20101230/>

αναχρηματοδότησης κατά επιπλέον 0.25 μονάδες, σε 1,5% καθώς και των επιτοκίων της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων κατά 0.25 μονάδες, σε 2,25% και 0,75% αντίστοιχα. Τον Αύγουστο όμως η χρηματοπιστωτική κρίση και η κρίση δημόσιου χρέους επιδεινώθηκαν ραγδαία. Πιο συγκεκριμένα καθώς τα προγράμματα λιτότητας δεν είχαν μεγάλη επιτυχία, οι ανησυχίες για την ικανότητα της Ελλάδας να αποπληρώσει το χρέος της εντάθηκαν. Τα spread έναντι των Γερμανικών ομολόγων αυξήθηκαν, κάτι που επηρέασε την λειτουργία των αγορών ομολόγων της Ισπανίας και της Ιταλίας, στις οποίες επίσης η κρίση χρέους σταδιακά επιδεινώθηκε. Τα spread στην χρηματαγορά αυξήθηκαν επίσης σημαντικά, ενώ και η διατραπεζική αγορά λόγω της αύξησης των επισφαλειών παρουσίασε σοβαρές δυσλειτουργίες, με αποτέλεσμα οι πιστώσεις να μειωθούν δραματικά. Παράλληλα η αύξηση των υπολοίπων στο σύστημα διατραπεζικών πληρωμών της Ευρωζώνης TARGET2 αυξήθηκε ραγδαία. Στα πλαίσια αυτά η ΕΚΤ αναγκάστηκε για πρώτη φορά να υιοθετήσει καθαρά το ρόλο του “lender of last resort” αποτρέποντας την κατάρρευση του συνόλου του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Προχώρησε λοιπόν, αρχικά στην αύξηση της αναλογίας των κεφαλαιακών διαθεσίμων (Core Tier 1) για λόγους σταθερότητας και ασφάλειας στο τραπεζικό σύστημα, κάτι που όμως απαιτούσε την δημιουργία υποχρεωτικών κεφαλαίων ύψους € 100 δις σε λιγότερο από ένα χρόνο, με αποτέλεσμα να μειώσει την αναλογία των υποχρεωτικών διαθεσίμων των τραπεζών από 2% σε 1% στο τέλος του έτους. Ακολούθησε τον ίδιο μήνα η ανακοίνωση μιας LTRO διάρκειας 6 μηνών και η επανενεργοποίηση του SMP. Το Σεπτέμβριο συμφωνήθηκε η διεξαγωγή τριών πράξεων πρόσθετης ρευστότητας σε δολάρια ΗΠΑ, ενώ τον επόμενο μήνα διενεργήθηκαν δύο νέες LTRO’s διάρκειας 1 χρόνου και 13 μηνών αντίστοιχα, υπό το καθεστώς FRFA. Επιπλέον ανακοινώθηκε η έναρξη ενός δεύτερου προγράμματος αγοράς καλυμμένων ομολογιών αξίας €40 δις από το Νοέμβριο, με διάρκεια ενός χρόνου. Τους επόμενους δύο μήνες η ΕΚΤ προχώρησε περαιτέρω στην μείωση του βασικών επιτοκίων κατά 0.50 συνολικά μονάδες βάσης, διαμορφώνοντας τα στο 1% , 1.75% και 0.25%, στην αύξηση του εύρους των αποδεκτών εγγυήσεων για τις πράξεις αναχρηματοδότησης, ενώ ανακοινώθηκε και οι διενέργεια δύο πολύ μακροχρόνιων πράξεων αναχρηματοδότησης (VLTRO’s), διάρκειας τριών ετών και αξίας €489.2 δις στις 20/12/11(με συμμετοχή 500 εμπορικών τραπεζών) και € 529,5 δις στις 01/03/12(με συμμετοχή 800 εμπορικών τραπεζών), στα πλαίσια της ενισχυμένης πιστωτικής χαλάρωσης για το τραπεζικό σύστημα(γνωστό και ως Big Bertha program)¹²⁰.

Παρά τα ευνοϊκά αποτελέσματα που είχαν ιδίως οι δύο VLTRO’s για το τραπεζικό σύστημα, ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ συνέχιζε να παρουσιάζει προβλήματα, κυρίως σε ότι αφορά την παροχή ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό τομέα, αλλά και στην χρηματοδότηση των νοικοκυριών και των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Γι’ αυτό το λόγο το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μείωσε τον Ιούλιο το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης κατά 25 μονάδες βάσης σε 0,75%, καθώς και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων κατά 25 μονάδες βάσης, σε 1,50% και 0,00% αντίστοιχα. Το Σεπτέμβριο μάλιστα αποφασίστηκε η διενέργεια ενός νέου προγράμματος αγοράς ομολόγων που ονομαζόταν πρόγραμμα Οριστικών Νομισματικών Συναλλαγών (Outright Monetary Transactions – OMT) και αφορούσε την παρέμβαση της ΕΚΤ στην δευτερογενή αγορά, για την απόκτηση κρατικών ομολόγων κρατών της Ευρωζώνης με την προϋπόθεση ότι ακολουθούσαν στενούς και αυστηρούς κανόνες αιρεσιμότητας με βάση το πρόγραμμα ενός εκ των μηχανισμών σταθερότητας EFSF/ESM. Βασικός στόχος του προγράμματος ήταν η διαφύλαξη της στάσης της νομισματικής πολιτικής και η ομαλή μετάδοση της, διαμέσου του μηχανισμού μετάδοσης στην πραγματική οικονομία. Η ανακοίνωση του OMT συνεπαγόταν την άμεση λήξη του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων (SMP) με το οποίο εμφάνιζε κάποιες σημαντικές διαφορές¹²¹. Σε κάθε περίπτωση παρόλο που όπως και για το SMP η ΕΚΤ δήλωσε πως η

¹²⁰ Στόχος ήταν η συνολική συμψηφισμένη παροχή ρευστότητας να ανέλθει στα €520 δις.

¹²¹ Το OMT επικεντρωνόταν σε βραχυπρόθεσμους ομολογιακούς τίτλους, προέβλεπε σαφή αποδοχή του status pari passu, και ενίσχυε την διαφάνεια.

ρευστότητα που θα παρείχε θα απορροφόταν πλήρως από αντίστροφες πράξεις, δεν προβλεπόταν εξ αρχής ποσοτικό όριο για τις αγορές με βάση το OMT.

Η σχετική βελτίωση που υπήρξε στον χρηματοπιστωτικό τομέα το 2013 έγινε αισθητή από την ικανότητα των τραπεζών να αποπληρώσουν μια σειρά από δάνεια, όντας πλέον μη εξαρτώμενες άμεσα από την ρευστότητα της ΕΚΤ, εκμεταλλευόμενες την παρουσία υπερβάλλοντων διαθεσίμων στο σύστημα. Φυσικά η μη χρησιμοποίηση αυτών των διαθεσίμων για την δημιουργία νέων πιστώσεων δεν αποτέλεσε θετικό στοιχείο, μιας και οδήγησε σε σημαντικές διακυμάνσεις τα επιτόκια της διατραπεζικής αγοράς. Προκειμένου να αντιμετωπίσει αυτό το πρόβλημα η ΕΚΤ, μείωσε το Μάιο το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης κατά 25 μονάδες βάσης σε 0,50%, όπως και το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης κατά 50 μονάδες βάσης σε 1,00%, ενώ διατήρησε αμετάβλητο το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων στο 0,00%. Επιπλέον στο μέσον του έτους, και σε αναλογία με τα πρότυπα της FED, η ΕΚΤ εισήγαγε για πρώτη φορά το μηχανισμό της πρόωρης καθοδήγησης στις επικοινωνιακές της πολιτικές με βάση τα αποτελέσματα των δύο πυλώνων της ανάλυσης της, αλλά χωρίς να καθορίσει ένα σαφές πλαίσιο για αυτή, με στόχο την μείωση της αβεβαιότητας για το μέλλον του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της απότομης διακύμανσης των επιτοκίων. Εν συνεχεία στο τέλος του έτους, μείωσε περαιτέρω τα βασικά της επιτόκια σε 0.25%, 0.75% και 0.0%, λειτουργώντας και τεχνικά στο χαμηλότερο μηδενικό όριο¹²².

Το 2014 καθώς η οικονομία εμφάνιζε τάσεις αποπληθωρισμού και ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής συνέχιζε να παρουσιάζει δυσλειτουργίες, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε την πρόθεση του να αυξήσει σημαντικά τον ισολογισμό του Ευρωσυστήματος, ώστε να δώσει επαρκή νομισματική ώθηση για να αυξηθούν οι ετήσιοι ρυθμοί πληθωρισμού σε επίπεδα κάτω αλλά πλησίον του 2%. Ταυτόχρονα προχώρησε στην υιοθέτηση νέων μη συμβατικών μέτρων, που αφορούσαν στην εισαγωγή μιας σειράς στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης TLTRO's και στην έναρξη δύο προγραμμάτων αγοράς επιλεγμένων περιουσιακών στοιχείων του ιδιωτικού τομέα ABSPP – CBPP3, με στόχο την αποκατάσταση της ομαλής λειτουργίας του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής και την ανάπτυξη της πραγματικής οικονομίας. Πιο συγκεκριμένα το ABSPP αφορούσε την αγορά (€1,7 δις) μη σύνθετων και διαφανών προϊόντων τιτλοποίησης απαιτήσεων έναντι του μη χρηματοπιστωτικού ιδιωτικού τομέα, ενώ το CBPP3, την αγορά καλυμμένων ομολογιών (€29,6 δις) νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων της Ευρωζώνης. Η διάρκεια και των δύο προγραμμάτων προβλεπόταν τουλάχιστον για δύο έτη. Αντιστοίχως, οι TLTRO's αφορούσαν σε στοχευμένες πράξεις αναχρηματοδότησης με διάρκεια τεσσάρων ετών, spread 10 μονάδων βάσης από τις MRO και συνολική αξία περίπου €400 δις ευρώ, με στόχο την αναχρηματοδότηση όλων των τύπων δανεισμού για μη χρηματοπιστωτικούς θεσμούς εκτός από στεγαστικά και αγορά κρατικών ομολόγων. Επιπλέον εντός του 2014 στα πλαίσια και της αποτελεσματικότερης πρόωρης καθοδήγησης για την καταπολέμηση του αποπληθωρισμού, το Διοικητικό Συμβούλιο μείωσε τα βασικά του επιτόκια σε 0.15% και 0.40%, ενώ η διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων βρέθηκε για πρώτη φορά με αρνητικό επιτόκιο -0.10%. Το Σεπτέμβριο μάλιστα η μείωση έλαβε μεγαλύτερες διαστάσεις, διαμορφώνοντας τα βασικά επιτόκια στο 0,05%, 0,30% και -0,20%. Τέλος, σε συνδυασμό με τα παραπάνω προγράμματα η ΕΚΤ αποφάσισε και την προσωρινή παύση των πράξεων εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της

¹²² **Peersman G. (2014)**, σελ. 66-68, **Nagel G.(2012)**, σελ. 50, **Gros D. , Aldici C. ,Giovanni A. (2012)**, σελ. 4-5, **Herr(2014)**, σελ. 69- 75, **Cordemans N., Ide S.(2012)** σελ. 51-54, **Cecioni M , Ferrero G. and Secchi A.(2011)** σελ. 15 -16, **Cour-Thimann P. and Winkler B. (2013)** σελ. 15-18, **Pattipellohy C., Willem van den End J. , Tabbae M., Frost J. and De Haan J, (2013)** σελ. 16-18, **Clays G.(2014)** σελ. 6-10, , **Rodriguez C, Carrasco A.C(2014)**, σελ. 10-13, **Oganesyan G.(2013)** σελ. 21-25, **Boeckx J, Dossche M. and Peersman G.(2014):** σελ 4-6, **Eijffinger S. , Hoogduin L.(2012) : The ECB in (the) crisis**, DSF Policy Paper, No. 22/ June, **Μαμούρας Γ.(2014), Η Νομισματική Στρατηγική της ΕΚΤ**, capital.gr

ρευστότητας με τις οποίες γινόταν απορρόφηση της ρευστότητας που είχε χορηγηθεί μέσω του SMP, κάτι που αύξησε εκ νέου τα επίπεδα των υπερβαλλόντων διαθεσίμων στο σύστημα σε σημαντικό βαθμό¹²³.

Με αφορμή τις ιστορικές συνθήκες χαμηλού πληθωρισμού, αλλά και η υποτονική ανάπτυξη των πιστώσεων στον χρηματοπιστωτικό τομέα, η ΕΚΤ ανακοίνωσε παρά τις όποιες ενστάσεις¹²⁴ στις 22 Ιανουαρίου του 2015 το πρώτο της, ουσιαστικά, πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης (Expanded Asset Purchase Programme –APP), το οποίο αφορούσε ως επί το πλείστον στην ευρεία αγορά κρατικών ομολόγων, αλλά και χρεογράφων ιδιωτικών φορέων της οικονομίας και άλλων ευρωπαϊκών οργανισμών, ύψους €60 δις ανά μήνα, τουλάχιστον μέχρι τον Σεπτέμβριο του 2016. Πιο λεπτομερώς, το πρόγραμμα, αποτελούσε επέκταση των ήδη υπαρχόντων ABSPP και CBPP3, και στόχευε στην εξασφάλιση της διατήρησης της σταθερότητας των τιμών κοντά στο 2%, αλλά και στη βελτίωση της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, ενισχύοντας τον μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής σε συνδυασμό με την πρόωγη καθοδήγηση. Στα πλαίσια αντιμετώπισης του από πληθωρισμού το Διοικητικό συμβούλιο διατήρησε επίσης τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ για το 2015 στο 0,05%, 0.30% και -0.20%¹²⁵

Σε ότι αφορά τον ισολογισμό της ΕΚΤ, η ευρεία χρήση του ως μέσο νομισματικής πολιτικής την περίοδο 2005-2015, μετέβαλλε σημαντικά το μέγεθος και την σύσταση του. Πιο συγκεκριμένα στο πεδίο του ενεργητικού από τα €1,904 τρις αξία που βρισκόταν στις αρχές του 2010, έφτασε τα €2,632 τον Οκτώβριο του 2015, αύξηση δηλαδή 38,2%. Παρόλα αυτά το peak του άγγιξε τα €3,1 τρις τον Ιούνιο του 2012, αύξηση δηλαδή 62,9% από το 2010. Από εκείνο το σημείο και μέχρι την εφαρμογή των προγραμμάτων ABSPP και CBPP3 παρουσίασε μια σταδιακή μείωση, καθώς το χρηματοπιστωτικό σύστημα σταθεροποιήθηκε προσωρινά, και οι εμπορικές τράπεζες άρχισαν να αποπληρώνουν τα δάνεια που τους είχαν παραχωρηθεί¹²⁶.

Η στρατηγική ευρείας πιστωτικής χαλάρωσης που ακολούθηθηκε λόγω του τραπεζοκεντρικού της συστήματος, με την δανειοδότηση της διατραπεζικής αγοράς κυρίως μέσω των LTRO's διάφορων ληκτοτήτων, είχε ως αποτέλεσμα μέχρι τα μέσα του 2012 η αξία δανείων στο ενεργητικό να αυξηθεί από €749 δις το 2010 σε €1,126 τρις. Αντίθετα μετά την έναρξη των προγραμμάτων αγοράς χρεογράφων το 2014 αλλά και της ποσοτικής χαλάρωσης το 2015, η αξία τους μειώθηκε σταδιακά σε €536 δις τον Οκτώβριο του 2015. Σε κάθε περίπτωση καθ' όλη την διάρκεια της περιόδου το σύνολο των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης, υπερέβαινε σημαντικά το αντίστοιχο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης. Επιπλέον το σύνολο το δανείων αποτελούσε σταθερά το μεγαλύτερο στοιχείο του ενεργητικού, όντας 39,3% το 2010 (Ιανουάριος) και 20,3% το 2015(Οκτώβριος).

Αντιστροφή πορεία είχε το στοιχείο του συνόλου των τίτλων του ενεργητικού καθώς η αξία τους το 2010 έφτανε τις € 328,2 δις ενώ το 2015 και όντας το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης σε εξέλιξη στα € 1,015 τρις(208,8%, αύξηση). Ιδιαίτερα μάλιστα το στοιχείο που αφορά στους τίτλους που διακρατούνται για σκοπούς νομισματικής πολιτικής αυξήθηκε

¹²³ ECB Annual Report 2014 σελ 47- 60 και Rodriguez C, Carrasco A.C (2014), σελ.12.

¹²⁴ Βλέπε αναλυτικά Paul De Grauwe, Yuemei Ji (2015): Quantitative easing in the Eurozone: It's possible without fiscal transfers προσβασιμο από: <http://www.voxeu.org/article/quantitative-easing-eurozone-its-possible-without-fiscal-transfers>

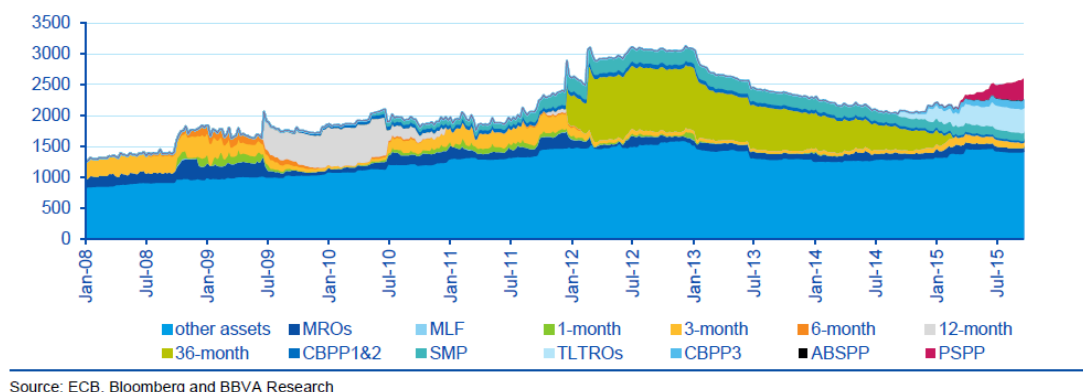
¹²⁵ ΕΚΤ(2015): Δελτίο τύπου 22/01/2015, Η ΕΚΤ ανακοινώνει διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς περιουσιακών στοιχείων, διαθέσιμο ηλεκτρονικά στο : https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.el.html και Dunne P., Everett M. and Stuart R. (2015): The Expanded Asset Purchase Programme – What, Why and How of Euro Area QE, Quartely Bulletin 03., Νίκας Σ., Παλαιολόγος Γ και Καραγιάννης Κ.(2015): Τα δύο συν ένα κριτήρια της ΕΚΤ για τα ομόλογα, 24 Ιανουαρίου, www.kathimerini.gr

¹²⁶ European Central Bank (2013): Monthly Bulletin, September σελ 42-43.

κατά 2188%, από €28.7 δις σε €656.7 δις , αποτελώντας έτσι το 1,5% του ενεργητικού του ισολογισμού το 2010 και το 24,9% το 2015.

Λεπτομερέστερα παραθέτουμε την εξέλιξη των στοιχείων του ενεργητικού της ΕΚΤ στο παρακάτω γράφημα:

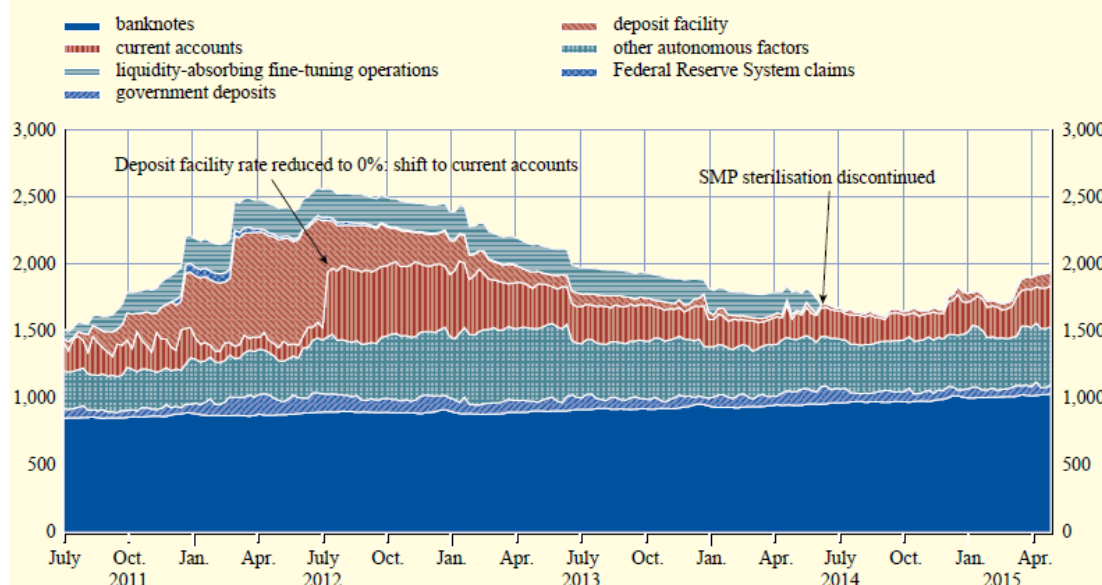
ECB balance sheet (EUR bn)



Γράφημα 3: Εξέλιξη των στοιχείων του ενεργητικού της ΕΚΤ την περίοδο 2008-2015.

Ανάλογη επέκταση υπήρξε και στο παθητικό, κυρίως στο στοιχείο των τραπεζογραμματίων σε κυκλοφορία αποτυπώνοντας την πρόθεση της ΕΚΤ να παρέχει σημαντικά ποσά ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Έτσι η αξία του συνόλου των τραπεζογραμματίων στις αρχές του 2010 αποτιμάτο σε €806,5 δις ενώ το 2015 σε €1,054 τρις, αύξηση δηλαδή της τάξης 30,7%. Το στοιχείο των καταθέσεων αυξήθηκε επίσης σε σημαντικό βαθμό ιδίως μέχρι το μέσο του 2012 φτάνοντας ακόμα και €1,105 τρις , όμως από εκεί και έπειτα γνώρισε κάποια μείωση τόσο λόγω της μείωσης του επιτοκίου διευκόλυνσης καταθέσεων σε αρνητικά επίπεδα με την παράλληλη αύξηση του ορίου των υποχρεωτικών αποθεματικών, όσο και της διακράτησης σημαντικού μέρους των διαθεσίμων από το ίδιο το τραπεζικό σύστημα για λόγους ασφαλείας και μόχλευσης. Κατά αυτό τον τρόπο η αύξηση του εν λόγω στοιχείου δεν μπορεί σε καμία περίπτωση να συγκριθεί με την περίπτωση της FED, παρόλα αυτά η συνολική αύξηση υπολογίζεται σε 62,8% από €395,6 δις το 2010 σε €644,2 δις το 2015.

(EUR billions)



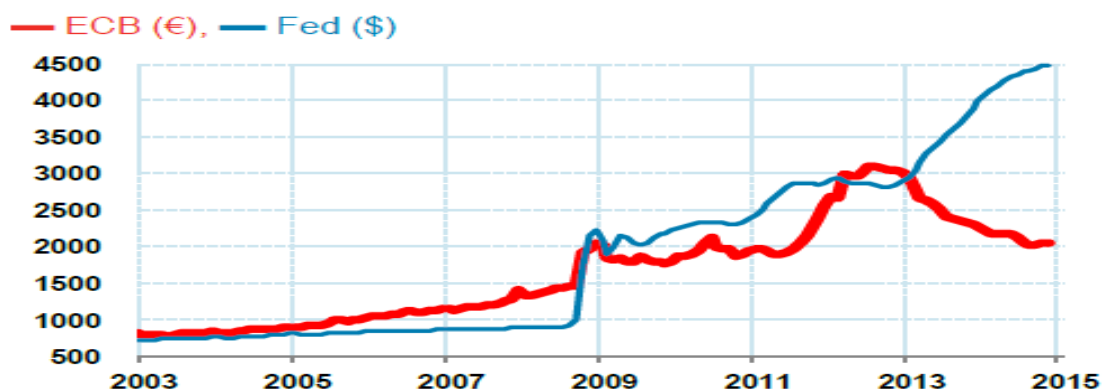
Γράφημα 4: Εξέλιξη των βασικών στοιχείων του παθητικού του ισολογισμού της ΕΚΤ(2010-15).

4.3 Παρατηρήσεις για την περίοδο 2010-15 (Συγκριτική επισκόπηση και ανάλυση των επιπτώσεων σε μακροοικονομικό επίπεδο)

4.3.1 Σύγκριση των ισολογισμών των δύο κεντρικών τραπεζών.

Σε συνέχεια του ρόλου τους από την κρίση της περιόδου 2007-09, οι κεντρικές τράπεζες κλήθηκαν να αντιμετωπίσουν τις νέες προκλήσεις που ανέκυψαν στο χρηματοπιστωτικό τομέα, και ενισχύθηκαν από την κρίση χρέους που ξέσπασε στην Ευρωζώνη το 2010, με την απειλή χρεοκοπίας της Ελλάδας. Έτσι εκτός από την μείωση των επιτοκίων στο χαμηλότερο δυνατό όριο που υιοθέτησαν σταδιακά και οι δύο κεντρικές τράπεζες, η FED καθ' όλη την διάρκεια της περιόδου 2010 – 2015 επιχείρησε κυρίως μέσω προγραμμάτων ποσοτικής χαλάρωσης, και επικεντρωμένη στην δομή του χρηματοπιστωτικού της συστήματος, να επηρεάσει τους μακροχρόνιους δείκτες επιτοκίων, ώστε να ενισχύσει την χρηματοπιστωτική και οικονομική ανάκαμψη. Αντιθέτως η ΕΚΤ με το ενδιαφέρον της κυρίως στραμμένο στον διατραπεζικό τομέα που αποτελεί το μεγαλύτερο κομμάτι του χρηματοπιστωτικού της τομέα, επιχείρησε μέχρι το 2014, με προγράμματα πιστωτικής χαλάρωσης να εξαλείψει τις δυσλειτουργίες της διατραπεζικής αγοράς και να αναζωογονήσει την γενικότερη οικονομική ανάπτυξη στην Ευρωζώνη, διαφυλάσσοντας την σταθερότητα των τιμών. Από το 2014 και έπειτα λόγω της συνεχιζόμενης ύφεσης από την αποτυχία των προγραμμάτων λιτότητας στις χώρες με προβλήματα δημόσιου χρέους, επιχείρησε εκ νέου όπως είδαμε με προγράμματα μαζικής αγοράς χρεογράφων και ομολογιών να ενισχύσει το σύνολο της οικονομίας.

Η εφαρμογή αυτών των μέτρων οδήγησε σε μια εκ νέου ευρεία επέκταση του ισολογισμού των δύο κεντρικών τραπεζών, με τον ισολογισμό της FED να υπερέχει λόγω της φύσης των μέτρων που υιοθετήθηκαν, κατά πολύ από αυτόν της ΕΚΤ. Για την ακρίβεια, με βάση τα στοιχεία που αναλύσαμε στην προηγούμενη υποενότητα η αύξηση αυτή ανήρχετο σε 101,2% για την FED και σε 38,2% για την ΕΚΤ από το 2010. Μάλιστα ενώ για την FED αυτή η αύξηση υπήρξε συνεχής από το 2008 κατά κύριο λόγο, φτάνοντας στο peak των \$ 4,5 τρις το 2015, για την ΕΚΤ υπήρξε όπως είδαμε μια σημαντική κάμψη-μείωση από το μέσον του 2012, όπως φαίνεται συνολικά και στο παρακάτω σχεδιάγραμμα:



Σχεδιάγραμμα 18: Συγκριτική Εξέλιξη των ισολογισμών των δύο ΚΤ την περίοδο 2003-2015. Πηγή: BNP Paribas.

Επιπλέον η εφαρμογή των μη συμβατικών μέτρων, οδήγησε σε μια σημαντική αύξηση στο στοιχείο των τίτλων που διακρατούν οι κεντρικές τράπεζες στο ενεργητικό τους, και κυρίως στην αξία των τίτλων που διακρατούνται για λόγους νομισματικής πολιτικής. Ομοίως, και στην περίπτωση αυτή, η διαφορά μεταξύ των δύο τραπεζών είναι μεγάλη, καθώς για την FED αποτελούσε κατά μέσο όρο περίπου το 90% του συνολικού της ενεργητικού, ενώ για την ΕΚΤ διακυμάνθηκε από το 1,5-11% στις αρχές του 2014, στο 25% το 2015. Φυσικά αναμένεται ακόμη μεγαλύτερη αύξηση του στοιχείου από πλευράς ΕΚΤ με την ολοκλήρωση του προγράμματος της QE το Σεπτέμβριο του 2016, που υπολογίζεται σε συνολική απόκτηση τίτλων ύψους €1 τρις, αγγίζοντας έτσι την αναλογία της FED. Σε ότι αφορά όμως το ύψος των εγγυημένων δανείων, η εικόνα είναι διαφορετική καθώς παρά την σταδιακή μείωση που γνώρισαν και για τις δύο τράπεζες μέχρι το 2015, λόγω της αντικατάστασης τους από τα

προγράμματα αγοράς τίτλων, για την FED διαμορφώθηκαν στα \$220 εκατομμύρια, μόλις το 4,8% του ενεργητικού, ενώ για την EKT στα €536,9 δις δηλαδή το 20,3% του συνόλου. Το 2013 μάλιστα, το ποσοστό τους έφτανε έως και το 90% για την EKT, λόγω της αύξησης των πράξεων πιο μακροχρόνιας αναχρηματοδότησης.

Η αξία των αποθεμάτων χρυσού έμεινε αμετάβλητη στα \$11,037 δις για την FED καθ' όλη την διάρκεια της περιόδου 2010-2015, ενώ το σύνολο των συναλλαγματικών αποθεματικών μειώθηκε ελάχιστα από \$7,26 δις σε \$7,09. Από την άλλη μεριά, οι απαιτήσεις σε χρυσό αυξήθηκαν σημαντικά για την EKT από € 266,9 δις σε €348,8 δις, όπως και τα συναλλαγματικά διαθέσιμα από €227,5 δις σε €327,7 δις.

Στο πεδίο του παθητικού σημαντική αύξηση υπήρξε και για τις δύο κεντρικές τράπεζες στο σύνολο των τραπεζογραμματίων σε κυκλοφορία, αλλά και στην αξία των καταθέσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων και του δημοσίου που διακρατούνται στους λογαριασμούς τους. Πιο αναλυτικά για την FED η αύξηση στην κυκλοφορία των τραπεζογραμματίων ήταν της τάξης του 68% , ενώ για την EKT 30,7%. Συντριπτική όπως είδαμε ήταν η διαφορά της αύξησης του στοιχείου των καταθέσεων για την FED που έφτασε το 165,5% ενώ για την EKT μόλις 62,8%. Παρόλα αυτά μετρώντας την αύξηση ως το μέσο του 2012, έφτανε ως και 35%.

Το συνολικό κεφάλαιο των δύο τραπεζών παρουσίασε επίσης αύξηση, της τάξης του 10.9 % για την FED (από \$52,1 δις σε \$58,1% δις) και 33,1% για την EKT (από €73 δις σε €97,2 δις).

Τέλος, η συνολική μεταβολή του παθητικού για την FED ήταν της τάξης του 103,3% ενώ για την EKT του 38,4%.

Παρατηρούμε ότι παρότι, και ιδίως στην περίπτωση της FED, η επέκταση των ισολογισμών οφείλεται στην απόκτηση περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού, εντούτοις και για τις δύο κεντρικές τράπεζες η μεταβολή του παθητικού τους είναι ελαφρώς μεγαλύτερη, με αποτέλεσμα να γίνεται εμφανής η ανάγκη της οικονομίας για περαιτέρω ρευστότητα, σε συνθήκες χαμηλού πληθωρισμού και ανάπτυξης.

Το σημαντικότερο στοιχείο όμως που αφορά την σύγκριση των δύο τραπεζών, έχει να κάνει με το ρίσκο που έχουν συσσωρεύσει στον ισολογισμό τους, με βάση τις πολιτικές που εφήρμοσαν.

Πιο αναλυτικά τα προγράμματα αγοράς τίτλων, αύξησαν σημαντικά την χρονική διάσταση ωρίμανσης των περιουσιακών στοιχείων των ισολογισμών των δύο τραπεζών σε σχέση με τα στοιχεία, του παθητικού τους, με αποτέλεσμα να τίθεται σημαντικός κίνδυνος ωρίμανσης (maturity risk), απειλώντας τις δύο τράπεζες με ζημίες, σε περίπτωση που τα επιτόκια αυξηθούν ή οι κεντρικές τράπεζες αποφασίσουν, να επανέλθουν σε φυσιολογικές συνθήκες λειτουργίας, μειώνοντας τους ισολογισμούς τους μέσω της πώλησης περιουσιακών στοιχείων. Επίσης η διεύρυνση του εύρους αποδεκτών εγγυήσεων τόσο της μορφής τους αλλά και κυρίως της ποιότητας τους, συνέβαλλε στην αύξηση του ρίσκου αντισυμβαλλομένων και ρευστότητας (counterparty and liquidity risk) των δύο τραπεζών, σε περίπτωση χρεοκοπίας. Παράλληλα η απόκτηση μεγάλης ποσότητας τίτλων και ομολογιών του δημοσίου, αυξάνει το ρίσκο ελέγχου της λειτουργίας των κεντρικών τραπεζών από την κυβέρνηση (Independence risk). Σε κάθε περίπτωση ο κίνδυνος από το παραπάνω είναι μεγαλύτερος για την FED σε σχέση με την EKT καθώς τα περιουσιακά της στοιχεία είναι μεγαλύτερα σε ποσότητα και παρουσιάζουν αυξημένη συνθετότητα.

Παρόλα αυτά η EKT, ενώ λόγω της μεγαλύτερης ποσότητας συναλλαγματικών διαθεσίμων που διαθέτει, βρίσκεται σε ισχυρότερη θέση υποστήριξης του νομίσματός της στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος σε σχέση με την FED, αντιμετωπίζει σημαντικότερο ζήτημα αποδοχής ζημιών, λόγω συναλλαγματικού κινδύνου (Foreign exchange risk) στον οποίο, εκ των πραγμάτων εκτείνεται.

4.3.2 Επιρροή στον πληθωρισμό και την νομισματική ισοτιμία.

Η νομισματική επέκταση την περίοδο 2010-2015 γνώρισε αύξηση όπως φαίνεται από την μεταβολή της νομισματικής βάσης των δύο κεντρικών τραπεζών. Πιο συγκεκριμένα το 2010

η νομισματική βάση για την Ευρωζώνη ανερχόταν σε €1,150 τρις και έφτασε το 2015 σε €1,3 τρις (18,1%), με peak στο μέσο του 2012 όπου ανερχόταν σε €1,7 τρις. Αντιστοίχως για την Αμερική η νομισματική βάση υπήρξε \$1,9 τρις το 2010 και έφτασε τα \$4,1 τρις το 2015(115,9%), φανερώνοντας έτσι την συντριπτικά μεγαλύτερη νομισματική επέκταση της FED.

Η νομισματική προσφορά M_3 για την Ευρωζώνη και M_2 ¹²⁷ για την αμερικανική οικονομία ανήλθε από €9,3 τρις σε €10,6 τρις το 2015 και από \$8,4τρις σε \$12,1 τρις αντίστοιχα. Η μεταβολή ήταν δηλαδή 13,9% και 44%.

Οι δείκτες του ρυθμού αύξησης του πληθωρισμού διαμορφώθηκαν για την Ευρωζώνη κατά μέσο όρο, σε 1,6% το 2010, 2,7% το 2011, 2,5% το 2012, 1,4% το 2013 , 0,4% το 2014 και αρνητικός -0,6% για το πρώτο μισό του 2015. Αντίστοιχα για την αμερικανική οικονομία σε 1,6% το 2010, 3,1% για το 2011, 2,1% για το 2012, 1,5% για το 2013, 1,6% για το 2014 και 0,0% για το πρώτο μισό του 2015.



Διάγραμμα 19: Η εξέλιξη του ρυθμού αύξησης του πληθωρισμού των ΗΠΑ-Ευρωζώνης το 2010-2015

Στο επίπεδο της ισοτιμίας των δύο νομισμάτων, αυτή κινήθηκε από 1,34 υπέρ του Ευρώ στις αρχές του 2010, στο 1,39 το 2011, στο 1,29 το 2012, στο 1,33 το 2013 και 2014, φτάνοντας στο χαμηλό του 1,05 τον Μάρτιο του 2015 και ανακάμπτοντας στο 1,12 το Οκτώβριο.

Όπως γίνεται αντιληπτό, ο πληθωρισμός την περίοδο 2010-2015 εμφανίζει παρά τις όποιες διακυμάνσεις καθοδική τάση, καθώς η νομισματική επέκταση από τα μη συμβατικά μέτρα των δύο κεντρικών τραπεζών δεν επηρέασε αποφασιστικά την ευρύτερη νομισματική προσφορά λόγω των δυσλειτουργιών του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Βέβαια όπως σημειώνουν οι Jan Willem van den End και Christiaan Pattipeilohy (2015), ειδικά στις ΗΠΑ αυτή η καθοδική τάση δικαιολογείται από το γεγονός ότι τα προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης δημιούργησαν τις ανάλογες βραχυπρόθεσμες προσδοκίες στην αγορά, μιας και η κεντρική τράπεζα λειτουργεί επιδιορθωτικά για την ήδη προβληματική οικονομία¹²⁸. Παρόλα αυτά παράγοντες όπως η χαμηλή ζήτηση στο ενεργειακό τομέα και στα είδη τροφίμων, ενισχυμένες από την κρίση χρέους στην Ευρωζώνη, φαίνεται πως καθόρισαν τον πληθωρισμό σε αυτά τα επίπεδα, σε μεγαλύτερο βαθμό από τις πράξεις της νομισματικής πολιτικής και στις δύο πλευρές του Ατλαντικού. Σε κάθε περίπτωση η αμερικανική οικονομία φαίνεται να παρουσιάζει μικρότερες διακυμάνσεις διατηρώντας το πληθωρισμό κοντά στο στόχο της FED για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, ούτως ώστε η τελευταία να κρίνεται πιο αποτελεσματική.

Σε ότι αφορά τις νομισματικές ισοτιμίες, φαίνεται πως σε γενικές γραμμές τα προγράμματα ποσοτικής και πιστωτικής χαλάρωσης ευνοούν την υποτίμηση του νομίσματος που αφορούν, παραταύτα, παρατηρούμε μια σταδιακή υποτίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου σε

¹²⁷ Για στοιχεία M_2 : <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/M2>

¹²⁸ Jan Willem van den End και Christiaan Pattipeilohy(2015): Central bank balance sheet policies and inflation expectations, DNB working paper No. 473

γενικότερο επίπεδο από το 2008, που οφείλεται εν πολλοίς στην δυσμενέστερη οικονομική κατάσταση της Ευρωζώνης λόγω της κρίσης δημόσιου χρέους.

4.3.3 Οικονομική μεγέθυνση (ΑΕΠ) και δείκτες Ανεργίας.

Το 2010 οι δύο οικονομίες άρχισαν σταδιακά να ανακάμπτουν με το ρυθμό ανάπτυξης του πραγματικού ΑΕΠ να ανέρχεται για την αμερικανική οικονομία σε 2,8% κατά μέσο όρο, ενώ για την Ευρωζώνη σε 1,9%. Η κρίση δημόσιου χρέους όμως, που ξέσπασε στην Ευρωζώνη τον Μαίο του 2010, με τις νέες αναταράξεις που επέφερε στον χρηματοπιστωτικό τομέα, σε συνδυασμό με άλλου οικονομικούς παράγοντες, αποτέλεσαν τροχοπέδη για την οικονομική ανάπτυξη και στις δύο μεριές του ατλαντικού, τα επόμενα χρόνια. Έτσι οι ρυθμοί ανάπτυξης του πραγματικού ΑΕΠ για την αμερικανική οικονομία διαμορφώθηκαν σε 1,7% για το 2011, 2,2% για το 2012, 1,9% για το 2013 και 2,4% για το 2014. Αντίστοιχα για την Ευρωζώνη οι δείκτες ήταν 1,5% για το 2011, αρνητικός -0,5% για το 2012, επίσης αρνητικός -0,4% για το 2013 και 0,9% για το 2014 καθώς οι συνθήκες βελτιώθηκαν σε κάποιο βαθμό με την συμβολή των μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής από την ΕΚΤ.

Το μέγεθος του ονομαστικού ΑΕΠ για την Ευρωζώνη ανέρχονταν σε €9,54 τρις το 2010 και έφτασε €10,1τρις στο τέλος του 2014, μεταβαλλόμενο δηλαδή κατά 5,8%. Το ονομαστικό ΑΕΠ της αμερικανικής οικονομίας βρισκόταν σε ύψος \$14,6 τρις το 2010 και διαμορφώθηκε σε \$17,6 τρις στο τέλος του 2014, μεταβαλλόμενο δηλαδή κατά 17%. Το συνολικό μέγεθος του ισολογισμού της ΕΚΤ στο τέλος του 2014 ήταν 21,7% του ΑΕΠ, ενώ της FED 25,5%¹²⁹.

Επιπλέον σε ότι αφορά την εργασιακή απασχόληση, οι δείκτες ανεργίας παρουσίασαν κάποιες διακυμάνσεις, με την περίπτωση της Αμερικής να γνωρίζει σταθερή πτώση. Για την ακρίβεια το ποσοστό ανεργίας ήταν κατά μέσο όρο ετησίως στο 9,6% το 2010, 8,9% το 2011, 8,1% το 2012, 7,4% το 2013 και 6,2% το 2014. Από την άλλη πλευρά για την Ευρωζώνη¹³⁰ ανέρχονταν σε 10% για το 2010, 10,2% για το 2011, 11,4% για το 2012, 12,1% για το 2013 και 11,6% για το 2014¹³¹.

Παρατηρούμε συνεπώς πως η αμερικανική οικονομία αναπτύχθηκε σε γενικές γραμμές με σταθερό και υψηλότερο ρυθμό, από την Ευρωζώνη, ενώ οι δείκτες ανεργίας σημείωσαν σημαντική κάθοδο από το 2010. Σε αυτό το γεγονός, πιθανότατα επέδρασε η υψηλότερη προσφορά χρήματος στην πραγματική οικονομία σε σχέση με την Ευρωζώνη όπως αναλύσαμε στην παραπάνω υποενότητα.

ΚΑΤΑΛΗΚΤΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Ανακεφαλαιώνοντας, με βάση όσα στοιχεία αναλύσαμε έως εδώ, παρατηρούμε αρχικά, πως πριν την κατάρρευση της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008 το μέγεθος του ισολογισμού της ΕΚΤ βρισκόταν σε υψηλότερο επίπεδο συγκριτικά με αυτόν της FED, ενώ εκτός από τους δείκτες πληθωρισμού που ταυτίζονταν απολύτως με τον ποσοτικό στόχο της ΕΚΤ, η Αμερικανική οικονομία βρισκόταν σε υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης και απασχόλησης, ικανοποιώντας το Dual mandate της FED. Από το μέσο του 2008 όμως και έπειτα οι ισολογισμοί των δύο κεντρικών τραπεζών εξελίχθηκαν σημαντικά σε μέγεθος και σύσταση, λόγω των μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής που αναγκάστηκαν εν μέσω μηδενικών επιτοκίων να ακολουθήσουν οι δύο τράπεζες ως απάντηση στην χρηματοπιστωτική κρίση, έχοντας ως αποτέλεσμα την χρησιμοποίηση του ισολογισμού τους ως βασικό εργαλείο μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

¹²⁹ Για τις μετρήσεις του ΑΕΠ χρησιμοποιήθηκε η σελίδα

<https://research.stlouisfed.org/fred2/series/GDP>, καθώς και

<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00001>

¹³⁰ Αναλυτικά για την ανεργία στην Ευρωζώνη βλέπε: **Draghi M. (2014): Unemployment in the Euro Area**, Annual central bank symposium in Jackson Hole, 22 August

¹³¹ **ECB Annual Report (2010-14)** κεφ.2

Κατά αυτό τον τρόπο το μέγεθος του ισολογισμού της FED αυξήθηκε κατά 406,2% από το 2007 έως τον Οκτώβριο του 2015, ξεπερνώντας κατά πολύ την επέκταση του ισολογισμού της ΕΚΤ που ανήλθε σε 128,1 % το αντίστοιχο διάστημα. Πιο λεπτομερώς, και με βάση τα στοιχεία που μπορούμε να συλλέξουμε, η εξέλιξη των βασικών στοιχείων του ισολογισμού των δύο τραπεζών παρουσίαζε ποσοτικά την εξής εικόνα τον Ιούνιο του 2015:

Πίνακας 14: Εξέλιξη σύστασης Ισολογισμού ΕΚΤ- FED 2007-2015

	Dates	Total Assets (% GDP)	Monetary Base (% GDP)	Outright Purchases (% GDP)	Outright Purchases (% total assets)
ECB (Eurosystem)	Latest	20.7	15.2	5.2	25.4
	Peak (June 2012)	26.2	18.0		
	2007	9.9	8.8		
FED	Latest	24.5	22.7	24.3	99.1
	2007	5.8	5.7		

Πηγή: ECB

Η εικόνα αυτή οφείλεται εν πολλοίς στο διαφορετικό χαρακτήρα των μη συμβατικών μέτρων που ακολούθησαν οι δύο τράπεζες, παρά τον σε γενικές γραμμές κοινό τους σκοπό, που με την σειρά του δικαιολογείται από τις δομικές διαφορές του χρηματοπιστωτικού συστήματος της κάθε οικονομίας. Πιο συγκεκριμένα ο χρηματοπιστωτικός τομέας στις ΗΠΑ κυριαρχείται από την κεφαλαιαγορά και το σκιώδες τραπεζικό σύστημα και λιγότερο από τον επίσημο διατραπεζικό τομέα, με αποτέλεσμα η FED να κληθεί να διασώσει την λειτουργία του κυρίως μέσω της υιοθέτησης νέων διευκολύνσεων και προγραμμάτων ποσοτικής χαλάρωσης, επεκτείνοντας παράλληλα το εύρος των συμβατικών της χρηματοπιστωτικών αντισυμβαλλομένων. Αντίθετα η ΕΚΤ λειτουργώντας σε ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα που στηρίζεται κατά κύριο λόγο, στην διατραπεζική αγορά, έχοντας πάνω από 1000 συμβατικούς αντισυμβαλλομένους, ακολούθησε σε πρώτη φάση κυρίως μέτρα ενισχυμένης πιστωτικής χαλάρωσης, μεταβάλλοντας την ληκτότητα των ήδη υφιστάμενων μέτρων κύριας και μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, για την παροχή της αναγκαίας ρευστότητας στη διατραπεζική αγορά που αντιμετώπιζε ανάλογο πρόβλημα¹³². Μετά το ξέσπασμα της κρίσης δημόσιου χρέους όμως σε αρκετές περιοχές της Ευρωζώνης, προχώρησε σταδιακά στην αγορά τίτλων περιουσιακών στοιχείων και στις αρχές του 2015 σε πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης για την βελτίωση του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής και για την δημιουργία συνθηκών οικονομικής ανάπτυξης στην μαστιζόμενη από την ύφεση Ευρωπαϊκή οικονομία.

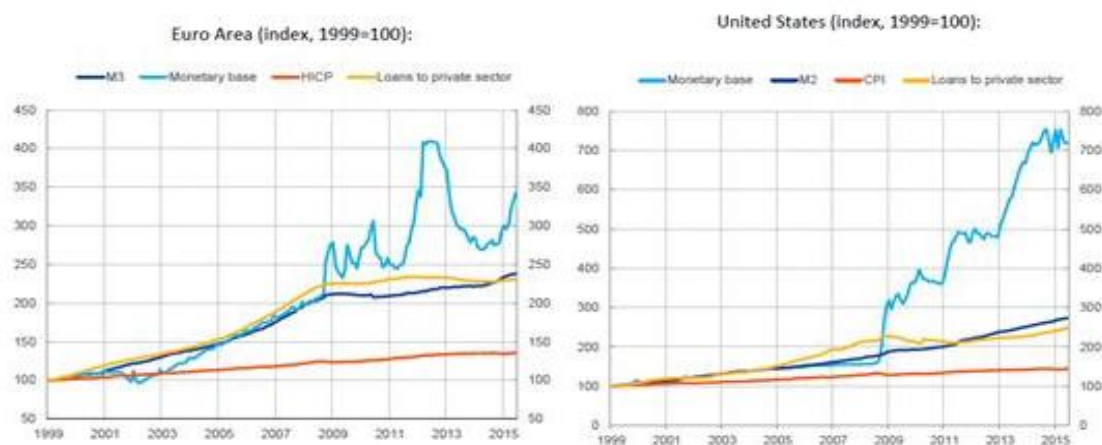
Οι πολιτικές αυτές είχαν σε γενικές γραμμές ως συνέπεια και για τις δύο τράπεζες την αύξηση των στοιχείων των τίτλων που διακρατούνται για λόγους νομισματικής πολιτικής καθώς και των ενυπόθηκων δανείων στο ενεργητικό, καθώς και των υποχρεώσεων προς τα πιστωτικά ιδρύματα με την μορφή καταθέσεων (κυρίως σε ότι αφορά τον στοιχείο διευκόλυνσης καταθέσεων, μιας και οι δύο τράπεζες κατέβαλλαν τόκο) αλλά και των τραπεζογραμματίων σε κυκλοφορία λόγω της σημαντικής νομισματικής επέκτασης, στο παθητικό, στις αναλογίες που αναλύσαμε στα επιμέρους κεφάλαια της παρούσας εργασίας, αλλά και όπως υποδεικνύονται εν μέρει στα γραφήματα 2 και 3 και 4. Σε κάθε περίπτωση το 2015 η ΕΚΤ υπερισχύει έναντι της FED στην μεταβολή των τίτλων που διακρατούνται για λόγους νομισματικής πολιτικής και στα δάνεια από το 2007, με 735% έναντι 469,4% και 1,8% έναντι -83%, ενώ η FED στην μεταβολή των καταθέσεων και του της συνολικής παροχής χρήματος, δηλαδή 9135% έναντι 429% και 75,9% έναντι 67%. Πρέπει να σημειώσουμε βέβαια ότι η ποσότητα των χρεογράφων του δημοσίου ήταν έτσι και αλλιώς

¹³² Lenza, Huw Pill and Lucrezia Reichlin (2010), σελ.312-113, Herr (2014): σελ 68-70,

αυξημένη στο ενεργητικό της FED¹³³ ήδη από το 2005 καθώς αποτελούν βασικό εργαλείο της νομισματικής της πολιτικής¹³⁴.

Με βάση την νομισματική επέκταση από τα μέτρα νομισματικής πολιτικής καθώς και τα μακροοικονομικά στοιχεία του ρυθμού αύξησης του πληθωρισμού, της μεταβολής του ΑΕΠ καθώς και του δείκτη ανεργίας που αναλύσαμε για την περίοδο 2007-2015, παρατηρούμε ότι παρά τις έντονες διακυμάνσεις του πληθωρισμού και στις δύο οικονομίες, η FED ανταποκρίθηκε συνολικά πιο αποτελεσματικά από την ΕΚΤ, η οποία μάλλον φαίνεται πως καθυστέρησε να λάβει τα κατάλληλα μέτρα, όπως σημειώνει ο Orphanides(2014) λόγω πολιτικών κυρίως εμποδίων¹³⁵, όπως η αντίδραση εκ της Γερμανίας στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης.

Το γεγονός αυτό επιβεβαιώνεται από την συνολικά από την σχεδόν διπλάσια αύξηση του ΑΕΠ κατά 23,9% από το 2007 για την Αμερικάνικη οικονομία σε αντίθεση με την κατά 13,4% αύξηση για την Ευρωζώνη, καθώς και από το γεγονός ότι γενικά η FED διατήρησε τους δείκτες ανεργίας και πληθωρισμού πιο κοντά στους στόχους της από ότι η ΕΚΤ. Παρόλα αυτά και παρότι όπως φαίνεται από το παρακάτω σχεδιάγραμμα η νομισματική επέκταση ήταν σημαντική και για τις δύο τράπεζες, δεν αύξησε την συνολική παροχή στην πραγματική οικονομία σε σημαντικό βαθμό, (δείγμα η στατική τάση του M_3 και M_2) με αποτέλεσμα η προβληματική λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής να παραμένει έως και σήμερα.



Sources: ECB and Federal Reserve of St. Louis

Σχεδιάγραμμα 20: Εξέλιξη Νομισματικής βάσης, πληθωρισμού, δανείων και προσφοράς χρήματος έως το 2015.

Υπό αυτές τις συνθήκες, και παρότι η ποσοτική χαλάρωση είχε θετικά αποτελέσματα όπως φαίνεται από την μείωση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων των κρατικών ομολόγων¹³⁶ και για τις δύο τράπεζες, δεν μπορεί σε καμία περίπτωση να κριθεί ούτε για την FED επιτυχημένη, αναλόγως της έκτασης των μέτρων που έλαβε¹³⁷. Το γεγονός αυτό εξηγεί σε ένα βαθμό την

¹³³ Κατά παράδοση, η Fed χρησιμοποιεί την προσέγγιση παραγωγής χρήματος (PMP). Κανονικά, η Fed παράγει χρήματα στους υπολογιστές της και τα χρησιμοποιεί για να αγοράσει αμερικανικά κρατικά ομόλογα από το τραπεζικό σύστημα. Σε αντάλλαγμα για τα αμερικανικά κρατικά ομόλογα, η Fed δημιουργεί χρήματα στο λογαριασμό που η πωλήτρια εμπορική τράπεζα κατέχει στη Fed.

¹³⁴ Codemans N., Ide S. (2012): σελ 55.

¹³⁵ Orphanides A. (2014) σελ. 6

¹³⁶ Turner P.(2014) σελ 10 και Spence P.(2015): *BIS Warning: Central Bank Financial Repression Has Left Global Economy Defenseless In Next Crisis*, The Telegraph, June

¹³⁷ Claeyes G.(2014), σελ. 12

ύπαρξη πολύ χαμηλού πληθωρισμού και στις δύο πλευρές του Ατλαντικού, ενώ έχει πυροδοτήσει μια συζήτηση σχετικά με το κατά πόσο, ιδιαίτερα στην Ευρωζώνη τα μέτρα νομισματικής πολιτικής χρειάζονται ενδεχομένως ανάλογη δημοσιονομική υποστήριξη, για να επανέλθει η οικονομική ανάπτυξη. Αυτό που ενδεχομένως εμείς μπορούμε να προβλέψουμε είναι ότι η επέκταση των ισολογισμών και των δύο κεντρικών τραπεζών θα συνεχιστεί για το αμέσως προσεχές διάστημα.

Επιπλέον, ένα άλλο σημαντικό ζήτημα που παρατηρούμε είναι πως η αλλαγή στην σύσταση των ισολογισμών και των δύο τραπεζών με την απόκτηση ομολογιών και χρεογράφων του δημοσίου, τιτλοποιημένων στοιχείων ενεργητικού (ABS securities), τίτλων ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων και άλλων εγγυητικών τίτλων ενυπόθηκων δανείων, διαφόρων ληκτοτήτων και ποιότητας, έχει συσσωρεύσει αρκετό ρίσκο, με πιθανές αρνητικές συνέπειες. Πιο αναλυτικά η απόκτηση των παραπάνω τίτλων μετέβαλλε ουσιαστικά την χρονική διάσταση σε ότι αφορά την σύσταση του ισολογισμού, αυξάνοντας το spread ληκτότητας μεταξύ των στοιχείων του ενεργητικού (μακροχρόνιοι τίτλοι) και του παθητικού (κυρίως βραχυπρόθεσμες καταθέσεις). Και ενώ μπορεί στο πλαίσιο των χαμηλών επιτοκίων να επιφέρει κέρδη για τις κεντρικές τράπεζες, στην πραγματικότητα τις εκθέτει σε κίνδυνο χρονικής ωρίμανσης (maturity risk) και κίνδυνο επιτοκίου (interest rate risk), καθώς σε περίπτωση πώλησης τους σε συνδυασμό με αύξηση των επιτοκίων, δύναται να επιφέρει σημαντικές ζημιές στον ισολογισμό τους¹³⁸. Ένας άλλος πιθανός κίνδυνος για τις κεντρικές τράπεζες αφορά στο κίνδυνο αντισυμβαλλομένων-πιστωτικό(counterparty-credit risk) που βασίζεται στο γεγονός ότι οι κεντρικές τράπεζες επέκτειναν σημαντικά το εύρος των αντισυμβαλλομένων τους, αλλά και την φύση και την ποιότητα των εγγυήσεων τις οποίες έκαναν αποδεκτές για τον δανεισμό των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Αυτός είναι συναφής με τον κίνδυνο ρευστότητας (liquidity risk) που απορρέει από το γεγονός ότι κατά την διάρκεια των προγραμμάτων αγοράς κυρίως MBS, οι κεντρικές τράπεζες αντάλλαξαν ιδιαίτερα ρευστοποιήσιμα στοιχεία με ιδιαίτερα μη ρευστοποιήσιμα στοιχεία.

Παρότι η ΕΚΤ κατά την διάρκεια της περιόδου 2008-2015 διεύρυνε σημαντικά το εύρος των αντισυμβαλλομένων της, και έκανε αποδεκτές εγγυήσεις αξιολόγησης έως και BBB, παρατηρούμε πως ο κίνδυνος χρονικής ωρίμανσης, ο κίνδυνος επιτοκίου, ο κίνδυνος ρευστότητας και ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου - πιστωτικός κίνδυνος είναι σημαντικά μεγαλύτερος για την FED παρόλο που για παράδειγμα τα ομόλογα του αμερικανικού δημοσίου θεωρούνται risk-free, καθώς η μέση χρονική ωρίμανση των περιουσιακών της στοιχείων είναι από 5 έως 30 χρόνια κάτι που αυξήθηκε ιδιαίτερα με το πρόγραμμα ΜΕΡ, σε αντίθεση με την ΕΚΤ που είναι οκτώ, ενώ η ποσότητα και η συνθετότητα των στοιχείων της είναι πολύ μεγαλύτερη από αυτή της ΕΚΤ. Για την ακρίβεια, όπως είδαμε το συνολικό ποσοστό των τίτλων στον ισολογισμό της FED φτάνει το 99,1%, εκ των οποίων ένα πολύ μεγάλο μέρος είναι MBS-ABS, ενώ αντίθετα στην ΕΚΤ το 25,4% εκ των οποίων η πλειοψηφία είναι κρατικά ομόλογα, αφού λόγω δομικού χαρακτήρα του χρηματοπιστωτικού συστήματος της Ευρωζώνης MBS-ABS υπάρχουν μόνο σε μικρές ποσότητες¹³⁹. Καθ' όλη την διάρκεια της περιόδου αυτής μάλιστα ο δείκτης πιθανότητας χρεοκοπίας των ABS ήταν περίπου 18% για την FED και μόλις 1,5% για την ΕΚΤ¹⁴⁰. Βεβαίως για να υπάρξουν σημαντικές ζημιές για τις κεντρικές τράπεζες όπως σημειώνει ο Nagel (2012) απαιτείται διπλή χρεοκοπία, δηλαδή τόσο του εγγυητικού τίτλου, όσο και του αντισυμβαλλομένου.

¹³⁸ **Turner P.(2014)** σελ 4-16, **Cour Thimann P., Winkler B.(2013)** σελ 25, **Pikkarainen P.(2010)**: Central bank operations during the financial market and economic crisis: observations, thoughts and questions, Bank of Finland discussion papers 20. , **Gros D. , Aldici C. ,Giovanni A. (2012)**: σελ. 6-8, και **Christian Noyer(2015)**: The size of Central Bank balance sheet - how relevant (important) is it?, BIS

¹³⁹ **Dunne P. , Everett M. Stuart R. (2015)** σελ.63-64 και **Holthausen C. (2015)**: σελ 35.

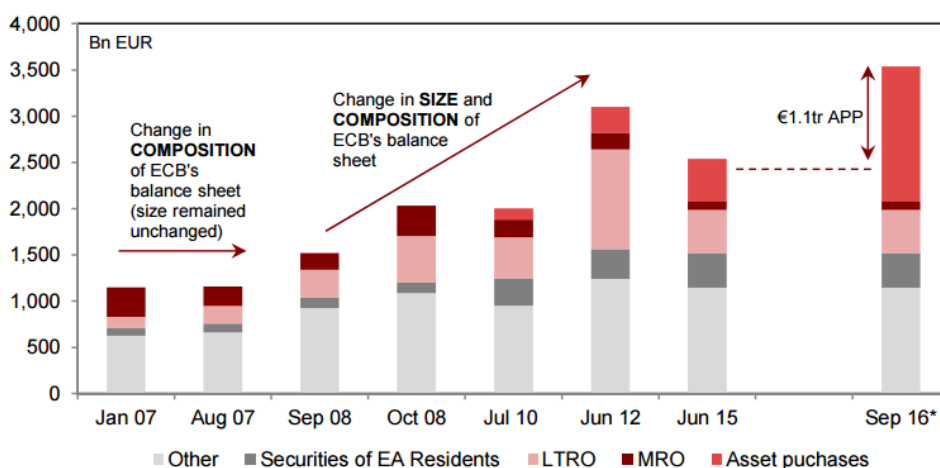
¹⁴⁰ **Holthausen C. (2015)** σελ. 37, και **Cohan D. W.(2015)**: Fed's Balance Sheet Punctuated by a Big Question Mark, nytimes.com, June

Οι κίνδυνοι μάλιστα αυξάνονται σε περίπτωση που επίκειται, μια έξοδος από τις πολιτικές ισολογισμού, κάτι που βαρύνει την FED περισσότερο στην προκειμένη συγκυρία, καθώς η αποδοχή σημαντικών ζημιών σε συνδυασμό με την παρουσία μεγάλου ποσοστού κρατικών ομολόγων στον ισολογισμό, μπορεί να οδηγήσει, αν και τεχνικά οι κεντρικές τράπεζες δεν χρεοκοπούν, σε ανάγκη ανακεφαλαιοποίησης από το κράτος και συνεπώς σε κίνδυνο περιορισμού της ανεξαρτησίας τους. Παρόλα αυτά όπως είδαμε το κεφάλαιο και των δύο τραπεζών αναπτύχθηκε σταθερά καθ'όλη την διάρκεια της περιόδου 2007-2015, αποτελώντας ένα 1,2% του συνολικού ισολογισμού για την FED και 3,6% για την ΕΚΤ.

Περαιτέρω και ειδικά στην περίπτωση στρατηγικής εξόδου για την FED, ο χρονικός κίνδυνος ωρίμανσης, μπορεί να εξελιχθεί σε κίνδυνο δημοσιονομικής κυριαρχίας (Fiscal dominance) μιας και ενδεχομένως παρελθοντικές πράξεις της FED θα καθορίζουν την μελλοντική της πολιτική.

Γενικά πάντως δεν πρέπει να ξεχνάμε πως το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ βρίσκεται εν εξελίξει, συνεπώς η διαμόρφωση της σύστασης του ισολογισμού της στο τέλος του προγράμματος όπως προβλέπεται, και γίνεται φανερή στο παρακάτω πίνακα, ενδεχομένως αυξήσει το ρίσκο αναλογικά και για την ΕΚΤ.

Πίνακας 15: Πρόβλεψη εξέλιξης σύστασης του ισολογισμού της ΕΚΤ 2016



Πηγή: ECB

Ο κίνδυνος που μοιάζει να είναι περισσότερο εκτεθειμένη αυτή την περίοδο η ΕΚΤ σε σχέση με την FED με βάση όσα αναλύσαμε κατά την διάρκεια της παρούσας εργασίας, έχει να κάνει με τα αυξημένα συναλλαγματικά αποθέματα που διαθέτει, και που αν και θεωρητικά, ισχυροποιούν και διασφαλίζουν την θέση του ευρώ στις συναλλαγματικές αγορές, εκθέτουν την ίδια την τράπεζα σε συναλλαγματικό κίνδυνο. Επίσης η ΕΚΤ λόγω του αυξημένου δανεισμού της μέσω διάφορων μακροχρόνιων πράξεων αναχρηματοδότησης, ενδεχομένως δημιουργεί αυξημένες συνθήκες ημι-δημοσιονομικού και ηθικού κινδύνου, δίνοντας κίνητρο συνεχιζόμενης αύξησης της μόχλευσης των τραπεζών, την οποία χρηματοδοτεί από το κεφάλαιο της, αναλαμβάνοντας στην πράξη αυτή όλο το ρίσκο, και υποκαθιστώντας την διατραπεζική αγορά¹⁴¹. Πάντως η αγορά τίτλων μάλλον έχει βοηθήσει στην απομόχλευση των τραπεζών σε σχέση με τον ενυπόθηκο δανεισμό μέσω LTRO's.

Ακόμα ο κίνδυνος απότομης αύξησης του πληθωρισμού, σε συνθήκες πολύ χαμηλών δεικτών, παρά την διευκολυντική πολιτική των δύο τραπεζών, αν κοιτάξει κανείς τις μεσοπρόθεσμες προβλέψεις δεν μοιάζει πιθανό ενδεχόμενο¹⁴².

¹⁴¹ Durre A and Pill H.(2011) σελ 206-206

¹⁴² Vítor Constâncio(2015): Panel discussion on Central Banking with Large Balance Sheets, US monetary Policy Forum και Castillo S. , García A., Jiménez M. , Martínez M. and Varela C. (2015): σελ. 12-13

Εν κατακλείδι, σε ότι αφορά την νομισματική ισοτιμία παρατηρούμε πως για την περίοδο 2005-2015 υπάρχουν σημαντικές διακυμάνσεις μεταξύ των δύο νομισμάτων, παρόλα αυτά διαφαίνεται μια σταθερή καθοδική πορεία του Ευρώ έναντι του Δολαρίου φτάνοντας στο χαμηλό δωδεκαετίας του 1.05 τον Απρίλιο του 2015¹⁴³. Με βάση την ανάλυση μας είδαμε πως η απόκτηση περιουσιακών στοιχείων με σημαντικό ρίσκο μακροπρόθεσμα επηρεάζει την νομισματική ισοτιμία¹⁴⁴ προωθώντας τάσεις υποτίμησης, και πως τα προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης παρουσιάζουν επίσης παρόμοιες τάσεις με την προσδοκία πληθωριστικών πιέσεων και την μείωση της απόδοσης των κρατικών ομολόγων και αμοιβαίων κεφαλαίων¹⁴⁵. Κατά αυτό τον τρόπο το Ευρώ ανατιμήθηκε έναντι του δολαρίου κατά το πρώτο και δεύτερο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της FED φτάνοντας στο 1.46 το 2011, ενώ υποτιμήθηκε κατά το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ φτάνοντας στο χαμηλό του 2015. Η καθοδική του τάση οφείλεται βεβαίως και στην επιδείνωση της οικονομίας της Ευρωζώνης από την κρίση δημόσιου χρέους, αλλά και σε ενέργειες της νομισματικής πολιτικής της FED, όπως η επιβολή αρνητικού επιτοκίου την διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, που αύξησε την ρευστότητα στην οικονομία. Οι πολιτικές αυτές που υιοθετήθηκαν από τις δύο κεντρικές τράπεζες, σε συνδυασμό με την μη αύξηση των επιτοκίων της FED μέσα στο 2015 όπως αναμενόταν, αλλά και του ρυθμού των διακυμάνσεων των ισοτιμιών, υποδηλώνουν ενδεχομένως την πιθανή ισχύ ενός «νομισματικού πολέμου» στον αγώνα ανάκαμψης των δύο οικονομιών από τις συνέπειες της κρίσης, χωρίς φυσικά κάτι τέτοιο να μπορεί να αποδειχθεί.



Διάγραμμα 21: Εξέλιξη νομισματικής ισοτιμίας 2000-2015 Πηγή: ECB

Το βέβαιο είναι πάντως πως όσο οι πολιτικές ισολογισμού δεν αποδίδουν τα αναμενόμενα αποτελέσματα στην οικονομική ανάπτυξη, τα ιδιαίτερα χαμηλά επιτόκια για μεγάλο χρονικό διάστημα επιτείνουν το ρίσκο στις χρηματοπιστωτικές αγορές και την αύξηση του παγκόσμιου δημόσιου χρέους, μεταφέροντας το κόστος από τους χρηματοπιστωτικούς θεσμούς στους φορολογούμενους, κάτι που μπορεί να συνεπάγεται την επιδείνωση την ήδη υφιστάμενης κρίσης ή την ύπαρξη μιας νέας¹⁴⁶ σημαντικότερης¹⁴⁷. Άλλωστε παρά τις εξηγήσεις του Bernake η πρόκληση της κρίσης 2007-08 λόγω των χαμηλών επιτοκίων παραμένει ένα σοβαρό ενδεχόμενο, που δεν απέχει πολύ ούτε χρονικά ούτε ποιοτικά από τις σημερινές συνθήκες, οι οποίες μάλιστα παρουσιάζονται δυσμενέστερες.

¹⁴³ <http://www.kathimerini.gr/807142/article/oikonomia/die8nhs-oikonomia/proeidopoihsh-gia-nomismatiko-tyfwna>, Γκόφρεϊ Σ.(2015): *Η ΕΚΤ και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ στο τιμόνι μιας μαζικής συναλλαγματικής μετατόπισης*, Fortune Greece.com και Garnham P. (2013): *Shrinking ECB balance sheet no shield against Euro weakness*, May.

¹⁴⁴ Βλέπε Bagus P. και Howden D.(2009)

¹⁴⁵ Gabella S. (2014)σελ 38

¹⁴⁶ <http://www.topontiki.gr/article/148150/saxo-bank-i-krisi-den-teleiose-pote-vriskomaste-sto-heilos-mias-neas#.Vjil6WhG734.facebook>

¹⁴⁷ Nagel(2012): σελ 52-54 και Spence P.(2015): *BIS Warning: Central Bank Financial Repression Has Left Global Economy Defenseless In Next Crisis*, The Telegraph, June

ΠΗΓΕΣ

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ-ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνόγλωσση

- ECB (2008):** *Η εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής στην ζώνη του Ευρώ.*
- Mc Aleese D. (2005):** *Οικονομική για Επιχειρησιακές σπουδές – Ανταγωνισμός Μακροσταθερότητα Παγκοσμιοποίηση*, Τυπωθήτω, Αθήνα
- Melas K.(2012):** *Τι είναι και πως εφαρμόστηκε η ποσοτική χαλάρωση*, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο : http://www.kostasmelas.gr/2012/09/blog-post_10.html
- Βαβούρας Ι. Σ. (2005) :** *Οικονομική πολιτική* , εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα
- Γκόρτσος Χ.Β. (2011):** *Εισαγωγή στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο*, Νομική Βιβλιοθήκη
- Εφημερίδα “Η Καθημερινή” (2015):**, *Προειδοποίηση για νομισματικό τυφώνα*, 13 Μαρτίου, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://www.kathimerini.gr/807142/article/oikonomia/die8nhs-oikonomia/proeidopoihsh-gia-nomismatiko-tyfwna>
- Εφημερίδα “Το Ποντίκι”(2015):**, *Saxo Bank: Η κρίση δεν τελείωσε ποτέ - Βρισκόμαστε στο χείλος μιας νέας χρηματοοικονομικής καταστροφής*, 3 Νοεμβρίου, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://www.topontiki.gr/article/148150/saxo-bank-i-krisi-den-teleiose-pote-vriskomaste-sto-heilos-mias-neas#Vjil6WhG734.facebook>
- Καλαβρός Γ.Ε .Φ - Γεωργόπουλος Θ.Γ.(2010):** *Το δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης*, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα
- Κότιος Α. -Παυλίδης Γ. (2012):** *Διεθνείς οικονομικές κρίσεις- Κρίσεις του συστήματος η της πολιτικής;* , εκδόσεις Rosili
- Μαμούρας Γ.(2014):**, *Η Νομισματική Στρατηγική της ΕΚΤ*, capital.gr, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://www.capital.gr/story/2101702>
- Νίκας Σ., Παλαιολόγος Γ και Καραγιάννης Κ.(2015):** *Τα δύο συν ένα κριτήρια της ΕΚΤ για τα ομόλογα*, 24 Ιανουαρίου, www.kathimerini.gr, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://www.kathimerini.gr/800716/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/ta-dyo-syn-ena-krithria-ths-ekt-gia-ta-omologa>
- Πουρναράκης Ε. –Χατζηκωσταντίνου Γ. (2004):** *Αρχές Οικονομικής*, Αθήνα
- Χατζηδημητρίου Ι. Αθ. (2003):** *Διεθνείς επιχειρηματικές δραστηριότητες*, εκδόσεις Ανικούλα, Θεσσαλονίκη

Ξενόγλωσση

- Amttenbrink F. (2011):** *Central Bank Challenges in the Global economy.*
- Archer D. (2009):** *Issues in the Governance of Central Banks*, BIS paper, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://www.bis.org/publ/othp04.pdf>
- Bagus P. και Howden D. (2009):** *The Federal Reserve and the Eurosystem's balance sheet policies during the financial crisis: a comparative analysis*, Romanian Economic and Business Review – vol. 4, No.3, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <ftp://ftp.repec.org/opt/ReDIF/RePEc/rau/journal/FA09/REBE-FA09-A15.pdf>
- Bernanke B. S. (2009):** *The Federal Reserve's Balance Sheet: An Update*, Federal Reserve Board Conference on Key Developments in Monetary Policy, Washington, D.C., October,

ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο:

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20091008a.htm>

Bernanke S.B. (2010): *Monetary Policy and the Housing Bubble*, Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100103a.htm>

Bindseil U., Manzanares A. and Weller B. (2004): *The Role of the Central Bank Capital Revisited*, ECB Working Paper Series No 392, September, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp392.pdf?9abbd81d86f5d03fd399e27fa56f655d>

Boeckx J, Dossche M. and Peersman G.(2014): *Effectiveness and Transmission of the ECB's Balance Sheet Policies*, ECB, July, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: https://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/141006/s2_Peersman.pdf?41f8994e636aaf4a97f2547e5f9a1ea8

Buiter W. (2009): *Quantitative and qualitative easing: a terminological and taxonomic proposal*, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://blogs.ft.com/maverecon/2008/12/quantitative-easing-and-qualitative-easing-a-terminological-and-taxonomic-proposal/#axzz3qSGh48wm>

Carpenter S, Ihring J, Klee E, Quinn D και Boote A. (2015): *The Federal Reserve's Balance Sheet and Earnings : A Primer and Projections*, International Journal for Central Banking, vol. 11 No2 ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2013/201301/revision/201301pap.pdf>

Caruana J. (2012): *Why central bank balance sheets matter*, BIS Paper No 66, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap66.pdf>

Castillo S. , García A., Jiménez M. , Martínez M. and Varela C. (2015): *Monitoring ECB balance sheet expansion*, BBVA σελ. 12-13, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2015/10/Medidas_BCE_1015_ENG.pdf

Cecchetti S. and O'Sullivan R (2003): *The European Central Bank and the Federal Reserve*, Oxford Review of Economic Policy, Volume 19, Issue 1, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://people.brandeis.edu/~cecchett/Jpdf/J32.pdf>

Cecioni M , Ferrero G. and Secchi A.(2011): *Unconventional monetary policy in theory and in practice*, Questioni di economia e Finanza, Banca di Italia, No.102, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2011-0102/QEF_102.pdf

Clays G.(2014): *The (not so) Unconventional Monetary Policy of the European Central Bank since 2008*, Bruegel external publication, IP/A/ECON/2014-02, PE518.781/ June, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://bruegel.org/2014/07/the-not-so-unconventional-monetary-policy-of-the-european-central-bank-since-2008/>

Cohan D. W.(2015): *Fed's Balance Sheet Punctuated by a Big Question Mark*, nytimes.com, June, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: http://dealbook.nytimes.com/2014/06/27/feds-balance-sheet-punctuated-by-a-big-question-mark/?_r=0

Constâncio V.(2014): *Recent challenges to monetary policy in the euro area*, speech at the Athens Symposium on Banking Union, Monetary Policy and Economic Growth, Athens, 19 June, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140619.en.html>

Constâncio V.(2015): *Panel discussion on Central Banking with Large Balance Sheets*, US monetary Policy Forum, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150227.en.pdf?67d22bd0967ef0cfc97778b23fd2635e>

Conti-Brown P.(2014): *The Institutions of Federal Reserve Independence*, Yale Journal on Regulation, Forthcoming Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 139

Cordemans N., Ide S.(2012): *Monetary Policy in the United States and in the Euro area During the crisis*, NBB economic review, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: https://www.nbb.be/doc/ts/publications/economicreview/2012/ecorevi2012_h3.pdf

Cour-Thimann P. and Winkler B. (2013): *The ECB's non-standard monetary policy measures- the role of institutional factors and financial structure*, ECB working paper No. 1528/ April, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://www.suomenpankki.fi/pdf/171862.pdf>

Draghi M. (2014): *Unemployment in the Euro Area*, Annual central bank symposium in Jackson Hole, 22 August 2014 ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140822.en.html>

Dunne P. , Everett M. and Stuart R. (2015): *The Expanded Asset Purchase Programme – What, Why and How of Euro Area QE*, Quarterly Bulletin 03, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <https://www.centralbank.ie/publications/Documents/The%20Expanded%20Asset%20Purchase%20Programme%20What%20Why%20and%20How%20of%20Euro%20Area%20QE.pdf>

ECB (2005-15): *Annual Report*, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/index.en.html>

ECB (2011), *The Monetary Policy of the ECB*, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf>

Eijffigera Sylvester C. W. and De Haan J.(1996): *The political Economy of Central-Bank Independence*, Special Paper In International Economics, No. 19, Princeton University, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: https://www.princeton.edu/~ies/IES_Special_Papers/SP19.pdf

Eijffinger S. (2012): *Crisis Response of Central banks- the ECB policy in comparison to the policy of the FED and the bank of England*, European parliament,

Eijffinger S. , Hoogduin L.(2012) : *The ECB in (the) crisis*, DSF Policy Paper, No. 22/ June,

Epstein G. (2006): *Central Banks as Agents of Economic Development*, Research Paper No. 2006/54, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://www.econstor.eu/handle/10419/63574>

European Central Bank (2015): *The role of the central bank balance sheet in monetary policy (Issue 4)*, ECB Economic Bulletin, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art01_eb201504.en.pdf

FED (2005-15): *Annual Report*, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://www.federalreserve.gov/publications/annual-report/>

FED Annual report (2010): *Monetary Policy Report of July 2010* ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://www.federalreserve.gov/publications/annual-report/2010-contents.htm>

FED Annual report (2010): *Monetary Policy Report of March 2011* ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://www.federalreserve.gov/publications/annual-report/2010-mpr-201103.htm>

FED Annual report (2011): *Monetary Policy Report of February 2012* ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://www.federalreserve.gov/publications/annual-report/2011-monetary-policy-report-of-february-2012.htm>

FED Annual Report(2012): *Monetary Policy Report of February 2013* ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://www.federalreserve.gov/publications/annual-report/2012-monetary-policy-report-of-february-2013.htm>

Felton A. and Reinhart(2008): *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*, CEPR 2008 ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: http://www.voxeu.org/sites/default/files/First_global_crisis.pdf#page=124

Ferguson N., Schaab A. and Schularick M (2014): *Central bank balance sheets, expansion and reduction since 1900*, ECB forum on central banking session 1, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: https://2014.ecbforum.eu/up/artigos-bin_paper_pdf_0551614001400679837-360.pdf

Fischer B., Lenza M., Pill H and Reichlin L. (2006): *Money and monetary policy: The ECB experience 1999-2006*, European Central Bank, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/roleofmoneyen2008en.pdf?646922df8deac54767d75918036d8dfd>

Fischer S. (2015): *Conducting Monetary Policy with a Large Balance Sheet*, FED Monetary Policy Forum, New York, February, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/fischer20150227a.htm>

Fleming J.M. and Klagge J.N (2010): *The Federal Reserve's Foreign Exchange Swap Lines*, Current Issues in Economics and Finance vol.16, Federal Reserve of New York, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: http://www.newyorkfed.org/research/current_issues/ci16-4.pdf

Fratzcher M., Lo Duca M, Straub R.(2014): *ECB Unconventional Monetary Policy Actions: Market Impact, international Spillovers and Transmission Channels*, International Monetary Fund, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2014/arc/pdf/fratzscher_loluca_straub.pdf

Gabella S. (2014):*The money multiplier in Eurozone: an analysis of fluctuations and their consequences on ECB's monetary policy*, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: http://www.economicsocietybocconi.com/uploads/4/2/2/8/42287297/the_money_multiplier_in_eurozone_s.gabella.pdf

Gerdesmeier D. , Mongelli F. and Roffia B. (2007):, *The eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan: Similarities and Differences*, Working Paper No 742, European Central Bank, March, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://www.suomenpankki.fi/pdf/136791.pdf>

Gerdesmeier D., Mongelli F. and Roffia B. (2009): *The US Fed, the Eurosystem, the Bank of Japan, and the Bank of England: more similarities or differences, and do they matter?*, AEA Meeting in San Francisco

Goodhart C. A. E. (2010): *The changing role of central banks*, BIS Working Papers No 326, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://www.bis.org/publ/work326.pdf>

Gortsos Ch. V. (2015) : *The Single Supervisory Mechanism (SSM) – Legal aspects of the first pillar of the European Banking Union*

Gros D. , Aldici C. ,Giovanni A. (2012): *Central banks in time of crisis: The FED and ECB*, CEPS policy brief, No. 276, 11 July, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: http://aei.pitt.edu/35860/1/PB276_DG_CA_&_AG_Central_Banks.pdf

Hansjorg H.(2014): *The European Central Bank and US Federal Reserve as Lender of Last Resort*, Paneconomics, Special, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://www.doiserbia.nb.rs/img/doi/1452-595X/2014/1452-595X1401059H.pdf>

Hanspetter K., Scheller (2006):*The European Central Bank History Role and Functions*, European Central bank, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006en.pdf>

Hawkins J. (2003): *Central bank balance sheets and fiscal operations*, BIS Paper No 20, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap20d.pdf>

Hofman B. and Zhu F. (2013): *Central bank asset purchases and expectations*, BIS, Quarterly Review, March, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1303e.pdf

Holthausen C. (2015): *Implementation of unconventional monetary policy measures*, *Implementation of unconventional monetary policy measures 29th ESCB/SSM Social*

Dialogue, meeting Frankfurt am Main 25 - 26 March, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://bo.scecbu.org/fileuploads/Item%207.%20Implementation%20of%20unconventional%20monetary%20policy%20measures%20%28Ms%20Cornelia%20Holthausen%29.pdf>

Labonte M. (2015): *Monetary policy and the Federal reserve: Current policy and issues for Congress*, Congressional Research Service, June 18, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <https://www.fas.org/sgp/crs/misc/RL30354.pdf>

Lenza M., Pill H. and Reichlin L. (2010): *Monetary policy in exceptional times*, ECB Working Paper Series No 1253, October, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1253.pdf>

Nagel J. (2012): *Understanding Central Bank balance sheets*, International Economy magazine, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Standardartikel/Press/Contributions/2012_08_31_nagel_ie.html

Noyer C.(2015): *The size of Central Bank balance sheet - how relevant (important) is it?*, BIS, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://www.bis.org/review/r150409b.htm>

Oganesyan G.(2013): *The Changed Role of the Lender of Last Resort: Crisis Responses of the Federal Reserve, European Central Bank and Bank of England*, Institute for International Political Economy Berlin, Working Paper, No. 19, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: http://www.ipe-berlin.org/fileadmin/downloads/working_paper/ipe_working_paper_19.pdf

Orphanides A. (2014): *European Headwind: ECB Policy and Fed Normalization*, SOMC, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://www.economics21.org/files/pdf/aov4.pdf>

Pattipeilohy C., Willem van den End J., Tabbae M., Frost J. and De Haan J, (2013): *Unconventional Monetary policy of the ECB during the financial crisis: An assessment and new evidence*, DNB working paper No.381/ May, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: http://www.dnb.nl/binaries/Working%20Paper%20381_tcm46-291731.pdf

Pikkarainen P.(2010): *Central bank operations during the financial market and economic crisis: observations, thoughts and questions*, Bank of Finland discussion papers 20, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://www.suomenpankki.fi/fi/julkaisut/tutkimukset/keskustelualoitteet/documents/1020netti.pdf>

Porta A.(2011): *Unconventional monetary policies. Lessons from the evolution of balance sheets of four central banks (2007-2010)*, Paolo Baffi Centre Research Paper Series No.2011-87, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1798444

Rodriguez C, Carrasco A.C. (2014): *ECB Policy Responses between 2007-2014: a chronological analysis and a money quantity assessment of their effects*, FESSUD Working Paper Series No 65

Rule G. (2012) *Introduction to the Central Bank's Balance Sheet*, Bank of England ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://www.pftac.org/filemanager/files/Macro2/workshop/6.pdf>

Rule G. (2015): *Understanding the central bank balance sheet*, Bank of England Centre for Central Banking Studies, Handbook No 32, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb32.pdf>

Scheller (2006): *The European Central Bank, History Role and Functions*, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006en.pdf>

Siklos P. L. (2002): *The Changing Face of Central Banking*, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://catdir.loc.gov/catdir/samples/cam033/2002073771.pdf>

Sims C. A. (2008): *Government and Central Bank Balance Sheets, Inflation and Monetary Policy*, Princeton University

Spence P.(2015): *BIS Warning: Central Bank Financial Repression Has Left Global Economy Defenseless In Next Crisis*, The Telegraph, June, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://davidstockmanscontracorner.com/bis-warning-central-bank-financial-repression-has-left-global-economy-defenseless-in-next-crisis/>

Stella P. (2009): *The Federal Reserve System Balance Sheet: What happened and why it matters*, IMF working paper 09/120, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://core.ac.uk/download/pdf/6605006.pdf>

The Federal Reserve System (2005): *Purposes and Functions, Ninth Edition*, June ,Library of Congress Control Number 39026719, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: http://www.federalreserve.gov/pf/pdf/pf_1.pdf

Turner P.(2014) : *The exit from non conventional monetary policy what challenges?*, BIS Working papers No. 448, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: <http://www.bis.org/publ/work448.pdf>

Willem van den End J. and Pattipeilohy C. (2015): *Central bank balance sheet policies and inflation expectations*, DNB working paper No. 473, ηλεκτρονικά διαθέσιμο στο: http://www.dnb.nl/en/binaries/Working%20paper%20473_tcm47-322340.pdf

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΔΙΕΥΘΥΝΣΕΙΣ

ECB, Inflation and the euro(<https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/inflation.en.html>)

European Central Bank - Statistical Data Warehouse
(http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=EXR.D.USD.EUR.SP00.A&start=01-01-2005&end=01-01-2007&submitOptions.x=0&submitOptions.y=0&trans=N)

Eurostat GDP table at market prices
(<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00001>)

FED of St.Louis Civilian Unemployment Rate
(<https://research.stlouisfed.org/fred2/series/UNRATE>)

FED of St.Louis, Civilian Unemployment Rate(<https://research.stlouisfed.org/fred2/series/UNRATE>)

FED of St.Louis, GDP (<https://research.stlouisfed.org/fred2/series/GDP>)

FED of St.Louis, the ECB's balance sheet (<https://fredblog.stlouisfed.org/2014/05/the-ecbs-balance-sheet-continues-to-contract/>)

FED of St.Louis,Gross Domestic Product for Euro Area (19 Countries)
(<https://research.stlouisfed.org/fred2/series/EUNNGDP>)

FED of St.Louis, M2 Money Stock (<https://research.stlouisfed.org/fred2/series/M2>)

FED Statistical Release (<http://www.federalreserve.gov/releases/h41/Current/>)

The Founding of the Fed (www.newyorkfed.org/aboutthefed/history_article.html)

Trading Economics, Euro area money supply (<http://www.tradingeconomics.com/euro-area/money-supply-m3>)

Trading Economics, Euro area, annual GDP growth
(<http://www.tradingeconomics.com/euro-area/gdp-growth-annual>)

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Καθήκοντα:
(<https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.el.html>)

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Οργάνωση, Ανεξαρτησία :
(<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/independence/html/index.el.html>)

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Οργάνωση, Διαφάνεια:
(<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/transparency/html/index.el.html>)