



ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΔΙΕΘΝΩΝ, ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
Π.Μ.Σ. ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ, ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ
ΔΙΚΑΙΟΥ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ:

*Ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών στην αντιμετώπιση
προβλημάτων από την πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση
(2007-2009): το παράδειγμα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας
(ΕΚΤ) και του Federal Reserve (FED)*

Επιβλέπων Καθηγητής: Χρήστος Βλ. Γκόρτσος

Μεταπτυχιακή Φοιτήτρια: Νικολέτα Χαραλαμποπούλου (ΑΜ: 1214Μ048)

ΑΘΗΝΑ 2015

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στο διδακτικό προσωπικό του Π.Μ.Σ του Διεθνούς Οικονομικού, Χρηματοοικονομικού και Τραπεζικού Δικαίου για τις γνώσεις που μου προσέφεραν κατά τη διάρκεια του προγράμματος. Ιδιαίτερες ευχαριστίες θα ήθελα να απευθύνω στον καθηγητή κ. Χρήστο Βλ. Γκόρτσο για την καθοδήγησή του κατά την εκπόνηση της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

Επίσης, θα ήθελα να απευθύνω θερμές ευχαριστίες τους προϊσταμένους και συνεργάτες μου στο Υπουργείο Εσωτερικών και Διοικητικής Ανασυγκρότησης για την αμέριστη συμπαράσταση και υποστήριξη σε όλη τη διάρκεια των μεταπτυχιακών σπουδών μου. Τέλος, εκφράζω τις ιδιαίτερες ευχαριστίες μου στην οικογένεια μου, στους φίλους μου και στο σύντροφό μου Μάνο για την υπομονή και τις συμβουλές τους.

Η εργασία αφιερώνεται στον αείμνηστο Δημήτρη Στεφάνου, με ένα μεγάλο ευχαριστώ για τις γνώσεις και τις ευκαιρίες που μου προσέφερε κατά τα δύο έτη της συνεργασίας μας.

Περίληψη

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η διερεύνηση του ρόλου των κεντρικών τραπεζών στην αντιμετώπιση προβλημάτων από την πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση (2007-2009). Ξεκινώντας το 2007 στο χρηματοπιστωτικό σύστημα των ΗΠΑ, στην αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης (subprime mortgages) η υπό εξέταση κρίση προσέλαβε έκτοτε σημαντικές διεθνείς διαστάσεις, προκαλώντας αλυσιδωτά προβλήματα μέσω μιας διαδικασίας διάχυσης τόσο σε άλλα χρηματοπιστωτικά συστήματα ανά την υφήλιο όσο και στον πραγματικό τομέα των οικονομιών πολλών κρατών. Η μελέτη της διαθέσιμης βιβλιογραφίας έδειξε ότι η εκδήλωση μίας εκ των σφοδρότερων κρίσεων των τελευταίων δεκαετιών ήταν αποτέλεσμα της δυναμικής αλληλεπίδρασης μίας σειράς παραγόντων, όπως οι αστοχίες της νομισματικής πολιτικής και η εμφάνιση λοιπόν μακροοικονομικών ασυμμετριών σε παγκόσμιο επίπεδο, οι αστοχίες στη λειτουργία των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και οι αστοχίες του ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου.

Μετά από μία επισκόπηση του ρόλου των κεντρικών τραπεζών ως προς της διασφάλιση της νομισματικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και των εργαλείων και πολιτικών για την αντιμετώπιση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, τόσο των παραδοσιακών προσεγγίσεων μέσω της πολιτικής των επιτοκίων όσο και μη συμβατικών μέτρων, μέσω της αξιοποίησης του ισολογισμού τους, αλλά και υπό το ρόλο τους ως τελικού αναχρηματοδοτικού δανειστή και ως επόπτη, αναλύονται σε βάθος δύο παραδείγματα αξιοποίησης των εν λόγω πολιτικών και εργαλείων: του Federal Reserve (FED), του ομοσπονδιακού συστήματος τραπεζών της χώρας όπου γεννήθηκαν οι αιτίες οι οποίες οδήγησαν στην εκδήλωση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), ως της κεντρικής τράπεζας η οποία είναι επιφορτισμένη με την άσκηση της νομισματικής πολιτικής για τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης τα οποία έχουν υιοθετήσει το κοινό νόμισμα, το ευρώ.

Η μελέτη των δύο περιπτώσεων και η συγκριτική αξιολόγησή τους έδειξε την ανάληψη εκτεταμένων ενεργειών, τόσο μέσω μίας επιθετικής νομισματικής πολιτικής και μείωσης των επιτοκίων όσο και μέσα από την προσφυγή σε ειδικά σχεδιασμένα προγράμματα μέσω της αξιοποίησης του ισολογισμού των δύο κεντρικών τραπεζών, με διαφοροποιήσεις στο χρόνο υιοθέτησης των ενεργειών και στα περαιτέρω χαρακτηριστικά τους σε ευθυγράμμιση με τα ειδικότερα χαρακτηριστικά του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε ΗΠΑ και ευρωζώνη. Και στις δύο περιπτώσεις αναδείχτηκε η αναγκαιότητα αναθεώρηση του εποπτικού πλαισίου, προς την κατεύθυνση της ενίσχυσης της μακρο-προληπτικής εποπτείας

Η εργασία επιχειρήσει να αναδείξει τον πολυδιάστατο και ευρύ ρόλο που κλήθηκαν να αναλάβουν οι δύο κεντρικές τράπεζες για την αντιμετώπιση των προβλημάτων που προέκυψαν στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης σε αυτό. Συμπερασματικά, οι κεντρικές τράπεζες, αποσαφηνίζοντας το ρόλο τους, καλούνται, σε συνεργασία με τις λοιπές αρμόδιες αρχές, να κατανοήσουν το συνεχώς μεταβαλλόμενο και αυξανόμενο αλληλένδετο χρηματοπιστωτικό σύστημα, υιοθετώντας στοχευμένες ρυθμιστικές παρεμβάσεις και αποτελεσματικά, συμπληρωματικά εργαλεία εποπτείας σε μικρο-προληπτικό και μακρο-προληπτικό επίπεδο, συνοδευόμενα από την υιοθέτηση μηχανισμών έγκαιρης προειδοποίησης αλλά και κατάλληλων εργαλείων διαχείρισης κρίσεων.

Περιεχόμενα

Εισαγωγικές παρατηρήσεις	7
1. Συνοπτική ιστορική εξέλιξη – περιγραφή των αιτιών εκδήλωσης της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης (2007-2009)	9
1.1. Τα αίτια της κρίσης	9
1.1.1. Μακροοικονομικοί παράγοντες.....	9
1.1.2. Αστοχίες των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών	10
1.1.3. Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας	11
1.1.4. Αναποτελεσματική αποτίμηση και διαχείριση κινδύνου	12
1.1.5. Αστοχίες ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου και πλαισίου διαχείρισης κρίσεων	12
1.2. Η εκδήλωση της κρίσης – χρονικά ορόσημα.....	14
2. Ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών στη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την αντιμετώπιση προβλημάτων από την πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση	17
2.1. Η διασφάλιση της νομισματικής σταθερότητας	17
2.2. Η διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.....	20
3. Το παράδειγμα της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Federal Reserve).....	27
3.1. Σύντομη ιστορική αναδρομή	27
3.2. Στόχοι και Αρμοδιότητες.....	27
3.3. Δομή.....	28
3.4. Εργαλεία άσκησης νομισματικής πολιτικής και διασφάλισης σταθερότητας χρηματοπιστωτικού συστήματος.....	30
3.5. Ρύθμιση και εποπτεία για τη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.....	32
3.5.1. Ρυθμιστική παρέμβαση	32
3.5.2. Εποπτεία.....	32
3.6. Ανταπόκριση του FED στη πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση.....	34
3.6.1. Εργαλεία νομισματικής πολιτικής για τη διασφάλιση της σταθερότητας	34
3.6.1.1. Η πολιτική της ποσοτικής χαλάρωσης	35
3.6.1.2. Μελλοντική κατεύθυνση πολιτικής (forward guidance)	36
3.6.2. Το FED ως τελικός αναχρηματοδοτικός δανειστής.....	37
3.6.2.1. Το πρόγραμμα TAF	37
3.6.2.2. Η πρόβλεψη του άρθρου 13 (3) και τα προγράμματα TSLF - PDCF και λοιπές διευκολύνσεις	37
3.6.2.3. Διεθνής Συνεργασία κεντρικών τραπεζών	39

3.6.3.	Εποπτεία.....	40
3.6.4.	Επιπλέον ενέργειες για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος: Το πρόγραμμα TARP	41
3.6.5.	Αποτελέσματα.....	41
4.	Το παράδειγμα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)	44
4.1.	Σύντομη ιστορική αναδρομή	44
4.2.	Στόχοι και Αρμοδιότητες.....	45
4.3.	Δομή.....	46
4.4.	Εργαλεία άσκησης νομισματικής πολιτικής και διασφάλισης σταθερότητας χρηματοπιστωτικού συστήματος.....	46
4.5.	Ρύθμιση και εποπτεία για τη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.....	51
4.5.1.	Ρυθμιστική παρέμβαση	51
4.5.2.	Εποπτεία.....	52
4.6.	Ανταπόκριση της ΕΚΤ στην πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση	54
4.6.1.	Εργαλεία νομισματικής πολιτικής.....	54
4.6.1.1.	Πολιτική επιτοκίων και προσφυγή στη πιστωτική πολιτική	54
4.6.1.2.	Μελλοντική κατεύθυνση πολιτικής.....	57
4.6.2.	Η ΕΚΤ ως τελικός αναχρηματοδοτικός δανειστής	57
4.6.3.	Εποπτεία.....	57
4.6.4.	Αποτελέσματα.....	59
5.	Σύγκριση ρόλου και τρόπου ανταπόκρισης του FED και της ΕΚΤ	61
6.	Συμπερασματικές σκέψεις	64
	Βιβλιογραφία	68

Διαγράμματα

Διάγραμμα 1:	Μηχανισμός μετάδοσης νομισματικής πολιτικής	18
Διάγραμμα 2:	Συγκριτική αποτύπωση της εξέλιξης των βασικών επιτοκίων του FED, της ΕΚΤ και των κεντρικών τραπεζών της Ιαπωνίας και Ηνωμένου Βασιλείου	20
Διάγραμμα 3:	Συγκριτική αποτύπωση της εξέλιξης των βασικών επιτοκίων κεντρικών τραπεζών λοιπών χωρών	20
Διάγραμμα 4:	Διαχρονική εξέλιξη του επιτοκίου διατραπεζικού δανεισμού - στόχου	34
Διάγραμμα 5:	Επέκταση του ισολογισμού του FED την περίοδο 2007-2009.....	39
Διάγραμμα 6:	Στρατηγική δύο πυλώνων της ΕΚΤ	47
Διάγραμμα 7:	Εξέλιξη του βασικού επιτοκίου της ΕΚΤ	55
Διάγραμμα 8:	Επέκταση του ισολογισμού της ΕΚΤ την περίοδο 2008-2010.....	56

Διάγραμμα 9: Τρόπος χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων	61
---	----

Πίνακες

Πίνακας 1: Χρονικά ορόσημα εκδήλωσης της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης (2007-2009).....	14
Πίνακας 2: Εξέλιξη ρυθμού ανάπτυξης την περίοδο 2006 - 2010.....	16
Πίνακας 3: Προγράμματα πάγιας πιστωτικής διευκόλυνσης από το FED.....	31
Πίνακας 4 : Εργαλεία νομισματικής πολιτικής του ΕΚΤ	50

Ανάλυση Συντομογραφιών

ABS: Ομόλογα εγγυημένα από δεξαμενή περιουσιακών στοιχείων (Asset-backed securities)

AMLF: Χορήγηση ρευστότητας έναντι τιτλοποιημένων εμπορικών ομολόγων που είχαν εκδοθεί από αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility)

CDOs: Χρεόγραφα εγγυημένων δανειακών υποχρεώσεων (Collateralised debt obligations)

CPFF: Διευκόλυνση για τη χρηματοδότηση των επενδυτών στην αγορά εμπορικών χρεογράφων (Commercial Paper Funding Facility)

EE: Ευρωπαϊκή Ένωση

EKT: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

ΕΠΥ: Επαυξημένη πιστωτική υποστήριξη (Enhanced Credit Facility)

ΕΣΚΤ: Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών

FED: Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Federal Reserve)

FOMC: Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (Federal Open Market Committee)

MMIFF: διευκόλυνση για τη χρηματοδότηση των επενδυτών στην αγορά χρήματος

PDCF: Πρόγραμμα χορήγησης πιστωτικής διευκόλυνσης σε κύριους διαπραγματευτές (Primary Dealer Credit Facility)

SCAP: Εποπτικό πρόγραμμα αξιολόγησης κεφαλαίων (Supervisory Capital Assessment Program)

SPVs: οχήματα ειδικού σκοπού εκτός ισολογισμού (Special Purpose Vehicles)

SIVs: Δομημένα επενδυτικά οχήματα (Structured Investment Vehicle).

TAF: Διευκόλυνση μέσω δημοπρασιών καθορισμένης διάρκειας (Term Auction Facility)

TALF: Διευκόλυνση παροχής ρευστότητας χρεογράφων από τιτλοποιήσεις καταναλωτικών δανείων και δανείων προς μικρές επιχειρήσεις (Term Asset-Backed Securities Loan Facility)

TARP: Πρόγραμμα ανάληψης των προβληματικών στοιχείων ενεργητικού των τραπεζών (Troubled Asset Relief Program)

TSLF: Πρόγραμμα δανεισμού τίτλων (Term Securities Lending Facilities)

Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Οι οικονομολόγοι αντιλαμβάνονται τη λειτουργία της οικονομίας ως το καταληκτικό αποτέλεσμα ενός «αόρατου χεριού», δηλαδή ως ένα κόσμο όπου οι αποφάσεις λαμβάνονται ορθολογικά υπό την απρόσκοπτη λειτουργία του μηχανισμού των τιμών με απώτερο στόχο την επίτευξη ισορροπίας στην οικονομία. Η εκδήλωση της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης κατά την περίοδο 2007-2009 γεννά καταρχήν το εύλογο ερώτημα του λόγου για τον οποίο το «αόρατο χέρι» στράφηκε εναντίον της παγκόσμιας οικονομίας και του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος¹.

Το ζήτημα της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης και των προβλημάτων που συνακόλουθα δημιουργήθηκαν από την εκδήλωσή της βρέθηκε στο επίκεντρο της πολιτικής, οικονομικής, ακαδημαϊκής και εν γένει δημόσιας συζήτησης. Η υπό εξέταση κρίση εκδηλώθηκε στο χρηματοπιστωτικό σύστημα των ΗΠΑ, στην αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης (subprime mortgages) το 2007 και προσέλαβε έκτοτε σημαντικές διεθνείς διαστάσεις, προκαλώντας αλυσιδωτά προβλήματα μέσω μιας διαδικασίας διάχυσης (spill over) τόσο σε άλλα χρηματοπιστωτικά συστήματα ανά την υφήλιο όσο και στον πραγματικό τομέα των οικονομιών πολλών κρατών.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να διερευνήσει το ρόλο που ανέλαβαν οι κεντρικές τράπεζες για την αντιμετώπιση των πρωτοφανούς έκτασης προβλημάτων τα οποία προκλήθηκαν στον χρηματοπιστωτικό τομέα, ως απόρροια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, εξετάζοντας ως μελέτες περιπτώσεων το Ομοσπονδιακό Σύστημα Τραπεζών των ΗΠΑ (Federal Reserve) και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (European Central Bank). Ως προς τη μεθοδολογία η οποία ακολουθήθηκε, η εκπόνηση της διπλωματικής εργασίας στηρίχθηκε στη συλλογή και ενδελεχή μελέτη ελληνικής και ξενόγλωσσης βιβλιογραφίας και αρθρογραφίας, σε σχετικές εκθέσεις και αναφορές διεθνών οργανισμών και fora, καθώς και σε κάθε άλλη διαθέσιμη σχετική πηγή. Μετά τη γενική επισκόπηση του θεωρητικού πλαισίου, αναλύονται σε βάθος συγκεκριμένα παραδείγματα.

Ειδικότερα, ως προς τη δομή της εργασίας στην πρώτη ενότητα, παρατίθενται συνοπτικά οι βασικές αιτίες και συνθήκες οι οποίες, μέσα από μία διαδικασία δυναμικής αλληλεπίδρασης οδήγησαν στην εκδήλωση της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, με σκοπό την αποτύπωση της μορφής που έλαβε και των βασικών χαρακτηριστικών και συνεπειών της, προκειμένου να γίνουν κατανοητές οι προκλήσεις που κλήθηκαν να αντιμετωπίσουν οι κεντρικές τράπεζες

Στη δεύτερη ενότητα, περιγράφεται το θεωρητικό πλαίσιο των βασικών λειτουργιών και των στόχων των κεντρικών τραπεζών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Στο πλαίσιο αυτό, θα εξεταστούν η αποστολή, οι αρμοδιότητες, τα καθήκοντα και τα εργαλεία των κεντρικών τραπεζών τα οποία συμβάλουν στην αντιμετώπιση των συνεπειών από τη διαταραχή της σταθερότητας χρηματοπιστωτικού συστήματος και τη διαχείριση προβλημάτων σε εκδήλωση χρηματοπιστωτικών κρίσεων.

Στη τρίτη και τη τέταρτη ενότητα η ανταπόκριση των κεντρικών τραπεζών εξετάζεται μέσα από τη μελέτη δύο παραδειγμάτων:

- της *Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Federal Reserve, FED)*: εστιάζοντας στην κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ, η οποία λειτουργεί στο πλαίσιο ενός ομοσπονδιακού συστήματος τραπεζών, εξετάζεται η ανταπόκριση της κεντρικής τράπεζας της χώρας με την ισχυρότερη οικονομία στον κόσμο, εκεί όπου σε μεγάλο βαθμό γεννήθηκαν

¹ Gorton (2009), σελ. 1.

οι αιτίες οι οποίες οδήγησαν στην εκδήλωση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης.

- της *Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)*: εστιάζοντας στη μελέτη της κεντρικής τράπεζας της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η οποία, λειτουργώντας στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών είναι επιφορτισμένη με την άσκηση της νομισματικής πολιτικής για τα κράτη μέλη τα οποία έχουν υιοθετήσει το κοινό νόμισμα, το ευρώ, εξετάζεται η ανταπόκρισή μιας κεντρικής τράπεζας με ιδιαίτερο ρόλο και αποστολή.

Και στις δύο περιπτώσεις, αναλύεται:

- αφενός, το θεσμικό πλαίσιο, οι στόχοι, ο ρόλος και τα διαθέσιμα εργαλεία των δύο κεντρικών τραπεζών,
- αφετέρου, η ανταπόκριση στην χρηματοπιστωτική κρίση, ιδίως ως προς τα εργαλεία τα οποία αξιοποιήθηκαν και το αναθεωρημένο θεσμικό πλαίσιο σχετικά με τη νομισματική πολιτική, την παροχή ρευστότητας σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, την προληπτική ρυθμιστική παρέμβαση και την εποπτεία.

Στη πέμπτη ενότητα, επιχειρείται μία σύγκριση του τρόπου και των εργαλείων αντιμετώπισης της χρηματοπιστωτικής κρίσης από τις δύο κεντρικές τράπεζες, λαμβάνοντας υπόψη τα ειδικότερα χαρακτηριστικά που έλαβε η εκδήλωση της κρίσης σε κάθε περίπτωση, με σκοπό να παρουσιαστούν οι ουσιώδεις ομοιότητες και διαφορές αφενός στις συνθήκες και τα προβλήματα που κλήθηκαν να αντιμετωπίσουν οι δύο κεντρικές τράπεζες την περίοδο 2007-2009 και αφετέρου στην προσέγγιση, τις πολιτικές και τα εργαλεία τα οποία αξιοποιήθηκαν.

Τέλος, στην έκτη ενότητα, σε συνέχεια της μελέτης της σχετικής βιβλιογραφίας και αρθρογραφίας, διατυπώνονται κάποιες συμπερασματικές σκέψεις από την αποτίμηση των προβλημάτων της συγκεκριμένης χρονικής περιόδου και της ανταπόκρισης των κεντρικών τραπεζών.

1. Συνοπτική ιστορική εξέλιξη – περιγραφή των αιτιών εκδήλωσης της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης (2007-2009)

1.1. Τα αίτια της κρίσης

Η ακαδημαϊκή βιβλιογραφία, η οποία αναζητεί τα αίτια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης αυξάνεται διαρκώς² ενώ παράλληλα οι λόγοι οι οποίοι οδήγησαν στην εκδήλωση της κρίσης εξετάζονται από ειδικές επιτροπές τόσο στις ΗΠΑ³ όσο και στην Ευρωπαϊκή Ένωση⁴ (εφεξής ΕΕ). Από την επισκόπηση της διαθέσιμης βιβλιογραφίας, οι αιτίες της κρίσης δύναται να ταξινομηθούν στις ακόλουθες κατηγορίες:

1.1.1. Μακροοικονομικοί παράγοντες

Στα τέλη του 2001, υπό την Προεδρία του Alan Greenspan, το FED, για την αντιμετώπιση μίας σειράς γεγονότων, με κύριο την αντιμετώπιση των συνεπειών της φούσκα⁵ των επιχειρήσεων υψηλής τεχνολογίας (γνωστή ως dot.com bubble) και υπό το φόβο του αποπληθωρισμού και ανάσχεσης του ρυθμού ανάπτυξης⁶ υιοθέτησε μια επιθετική επεκτατική νομισματική πολιτική, με βασικό χαρακτηριστικό το χαμηλό επιτόκιο διατραπεζικού δανεισμού (federal funds rate), το οποίο από 6.5 % στα τέλη του 2000 διαμορφώθηκε στο 1.75% το Δεκέμβριο του 2001, και στο ιστορικά χαμηλό 1% τον Ιούνιο του 2003 προκειμένου, αφού διατηρήθηκε και το 2004 σε αυτό το επίπεδο, να διαμορφωθεί σταδιακά στο 5,25% το 2006 και να σταθεροποιηθεί σε αυτό το επίπεδο⁷. Λαμβανομένου όμως υπόψη του επιπέδου του πληθωρισμού, για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα τα πραγματικά επιτόκια ήταν αρνητικά, δηλαδή στην ουσία η πολιτική του FED ενίσχυε την πιστωτική επέκταση, καθιστώντας την περισσότερο συμφέρουσα επιλογή⁸. Σημειώνεται ωστόσο ότι μια σειρά παραγόντων⁹ συνέβαλε στη συγκράτηση του πληθωρισμού και στον καθορισμό χαμηλών επιτοκίων (η περίοδος της «μεγάλης

² Σχετικά βλ. ενδεικτικά Borio (2008), σελ. 1-13, Calomiris (2008), Claessens and Kodres (2014), Eichengreen (2008), Gorton (2009), Goodhart (2009), Lastra and Wood (2010) σελ. 13-25, Norberg (2009), Ramskogler (2015), Taylor (2008), Tirole (2010), Turner (2009) και Γκόρτσος (2011), σελ. 137-140, όπως αναλύονται ειδικότερα και κατωτέρω.

³ The Financial Crisis Inquiry Commission (2011), επιτροπή η οποία συστάθηκε με σκοπό τη σύνταξη έκθεσης για τη διερεύνηση των αιτιών της χρηματοπιστωτικής κρίσης στις ΗΠΑ.

⁴ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, ειδική ομάδα εμπειρογνομόνων, υψηλού επιπέδου υπό την Προεδρία του Jacques de Larosière, η οποία συστάθηκε το 2009 από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή με σκοπό τη διερεύνηση των κατάλληλων μέσων για την ικανοποίηση του αιτήματος της αναπροσαρμογής των διατάξεων του ισχύοντος ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού δικαίου σχετικά με τους φορείς άσκησης εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα. Στο πρώτο κεφάλαιο αναλύονται οι αιτίες της κρίσης. Βλ. σχετικά και Γκόρτσος (2009), σελ.5-27.

⁵ «Φούσκα» στην αγορά ενός πραγματικού ή χρηματοοικονομικού κεφαλαιακού αγαθού είναι μια κατάσταση όπου η τιμή του αγαθού αυτού δεν εξηγείται από ορθολογικές οικονομικές δυνάμεις, Κολλιτζάς και Ψαλιδόπουλος (2009), σελ. 27.

⁶ Takatoshi (2014), σελ. 192.

⁷ Bernanke (2010b), σελ. 3, Dooley (2010), σελ. 31.

⁸ Norberg (2009), σελ. 4.

⁹ Κατά τον Taylor (2008), σελ. 5, ο καθορισμός των επιτοκίων της ΕΚΤ σε χαμηλά επίπεδα μπορεί να οφείλεται και στην επίδραση της ακολουθούμενης νομισματικής πολιτικής από το FED.

σταθερότητας») και από άλλες κεντρικές τράπεζες, όπως η ΕΚΤ στην περίπτωση της ευρωζώνης¹⁰.

Παράλληλα, η χρόνια σώρευση παγκόσμιων μακροοικονομικών ανισοροπιών, ως αποτέλεσμα της τεράστιας εισροής κεφαλαίων από αναπτυσσόμενες οικονομίες με πλεονάσματα στο εμπορικό ισοζύγιο, ιδίως της Κίνας συνετέλεσε στην εκδήλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης¹¹. Τα τεράστια αυτά πλεονάσματα δεν τροφοδότησαν την εγχώρια ζήτηση, αλλά τοποθετήθηκαν σε ομόλογα των ΗΠΑ και άλλα αξιόγραφα που κράτησαν το δολάριο σε σχετικά υψηλά επίπεδα και αντίθετα τα επιτόκια δανεισμού στις ΗΠΑ σε σχετικά χαμηλά επίπεδα. Η εξέλιξη αυτή οδήγησε σε ενίσχυση της ρευστότητας και του δανεισμού στις ΗΠΑ αλλά και στη συγκράτηση του πληθωρισμού¹².

Παρά την ύπαρξη αντίθετων απόψεων¹³, τόσο η νομισματική πολιτική του FED όσο και η εισροή ξένων κεφαλαίων αποτέλεσαν παράγοντες οι οποίοι θα μπορούσαν να οδηγήσουν στην αυξητική τάση των τιμών στην αγορά ακινήτων¹⁴. Ωστόσο, μια σειρά άλλων παραγόντων συνέβαλαν στην εκδήλωσή της κρίσης.

1.1.2. Αστοχίες των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών

Στο περιβάλλον άφθονης ρευστότητας και χαμηλών επιτοκίων, οι επενδυτές αναζήτησαν υψηλότερες αποδόσεις, με αποτέλεσμα οι χρηματοπιστωτικοί φορείς, μέσα σε συνθήκες έντονου ανταγωνισμού, να προβούν αφενός στη χαλάρωση των όρων δανεισμού και αφετέρου στην ανάπτυξη καινοτόμων αλλά σύνθετων εργαλείων σχεδιασμένων για υψηλότερη απόδοση. Κυβερνητικές πολιτικές ενθάρρυναν την ανάληψη επενδύσεων και υπέρμετρών κινδύνων στην αγορά ακινήτων μέσα από μια σειρά ενεργειών και μέτρων οι οποίες είχαν ως αποτέλεσμα την προώθηση της ανάληψης κινδύνου, ιδίως μέσω οργανισμών οι οποίοι λειτουργούσαν υπό κρατική αιγίδα (Fannie Mae and Freddie Mac)¹⁵. Τέτοιου είδους πολιτικές πιέσεις είχαν ως αποτέλεσμα τη χορήγηση ενυπόθηκων δανείων σε δανειολήπτες χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας, που σε διαφορετική περίπτωση δε θα είχαν πρόσβαση σε δανεισμό¹⁶.

Παράλληλα, τα τελευταία είκοσι χρόνια, οι τράπεζες απομακρύνθηκαν από τον παραδοσιακό ρόλο τους του μεσάζοντα μεταξύ καταθετών και δανειστών και υιοθέτησαν το τραπεζικό μοντέλο της «δημιουργίας και διανομής δανείων» (originate and distribute model). Το μοντέλο αυτό βασίστηκε αφενός στην αξιοποίηση της τεχνικής της τιτλοποίησης για την απομάκρυνση των πιστώσεων από το χαρτοφυλάκιο τους, αφετέρου στη διάχυση αυτών των τίτλων στις χρηματιστικές αγορές υπό τη μορφή έκδοσης ομολόγων ABS (Asset – backed securities - ομόλογα εγγυημένα από δεξαμενή περιουσιακών στοιχείων) τα οποία στη συνέχεια μετατρέπονταν σε χρεόγραφα εγγυημένων δανειακών υποχρεώσεων (Collateralised debt obligations - CDOs), από ειδικούς διαμεσολαβητικούς οργανισμούς, ήτοι οχήματα ειδικού σκοπού εκτός

¹⁰ Goodhart (2009), σελ. 10, Ramskogler (2015), σελ. 48.

¹¹ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU (2009), σελ. 7, Ramskogler (2015), σελ. 50, Lastra and Wood, σελ. 14.

¹² Κολλίντζας και Ψαλιδόπουλος (2009), σελ. 25.

¹³ Bernanke (2010b), σελ. 19.

¹⁴ The Financial Crisis Inquiry Commission (2011), σελ. 125.

¹⁵ Tirole (2010), σελ. 44.

¹⁶ Calomiris (2008), σελ. 11-12.

ισολογισμού (SPVs-Special Purpose Vehicles) και δομημένα επενδυτικά οχήματα (SIVs - Structured Investment Vehicle)¹⁷.

Παρότι η τιλοποίηση θεωρείται ένα επιθυμητό οικονομικό μοντέλο, στη συγκεκριμένη χρονική περίοδο αποτέλεσε τη νέα αιτία¹⁸, χαρακτηριζόμενη και ως «causa proxima»¹⁹ της κρίσης. Τα συγκεκριμένα προϊόντα χαρακτηρίζονταν από αδιαφάνεια, η οποία απέκρυπτε τη χαμηλή ποιότητα των υποκείμενων τίτλων, τροφοδοτώντας περαιτέρω πιστωτική επέκταση και τη ψευδή πεποίθηση της διάχυσης των κινδύνων. Με την τιλοποίηση των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων, οι τράπεζες δεν διακρατούσαν τις υποθήκες στο ενεργητικό τους, αλλά τις προωθούσαν σε εταιρείες-χρηματιστές, οι οποίοι τις μετέτρεπαν σε ομόλογα CDOs και τα διέθεταν σε επενδυτές. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την αυξανόμενη μόχλευση, την ανάπτυξη χρηματοπιστωτικών προϊόντων υψηλού κινδύνου και τη μετακύλιση του κινδύνου από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που τον γνώριζαν σε επενδυτές χωρίς την απαραίτητη εξειδίκευση για την αποτίμησή του. Για παράδειγμα, η έκδοση ABS τετραπλασιάστηκε ανάμεσα στο 2000 (\$ 337 δισ.) και το 2006 (\$ 1,250 δισ.)²⁰.

Οι αστοχίες αυτές επιδεινώθηκαν από το γεγονός ότι το σύστημα ελέγχων και ισορροπιών δε λειτούργησε, ως αποτέλεσμα της αποτυχίας εφαρμογής των αρχών και πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης στους χρηματοπιστωτικούς φορείς²¹. Πολλά διοικητικά συμβούλια και διευθυντικά στελέχη χρηματοπιστωτικών φορέων δεν κατανόησαν αφενός τα χαρακτηριστικά του νέων, εξαιρετικά πολύπλοκων χρηματοπιστωτικών προϊόντων και αφετέρου τη σωρευτική έκθεση των εταιρειών τους στον κίνδυνο και απέτυχαν να ασκήσουν αποτελεσματικό έλεγχο επί των ασκούμενων δραστηριοτήτων (όπως αντίστοιχα και οι μέτοχοι). Παράλληλα, τα συστήματα αμοιβών και κινήτρων στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ενθάρρυναν την υπέρμετρη ανάληψη κινδύνων, ανταμείβοντας τη βραχυπρόθεσμη αύξηση του όγκου των (υψηλού κινδύνου) συναλλαγών αντί της μακροπρόθεσμης απόδοσης των επενδύσεων²². Οι πιέσεις των μετόχων για υψηλότερη αξία των μετοχών και μερισμάτων αποτυπώθηκε στην προσπάθεια για υπέρβαση των αναμενόμενων τριμηνιαίων κερδών ως δείκτη για την απόδοση πολλών επιχειρήσεων²³.

1.1.3. Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας

Η αποστολή των οίκων αξιολόγησης έγκειται στην παροχή εξειδικευμένης πληροφόρησης (μέσω της δημοσίευσης αξιολογήσεων) προς τους επενδυτές προκειμένου να αποτιμήσουν τον κίνδυνο τίτλων και ομολογιών πριν προβούν στην ανάληψη επένδυσης²⁴. Την εξεταζόμενη περίοδο, αποδείχθηκε ότι απέτυχαν να ανταποκριθούν στο ρόλο τους, συνιστώντας «γρανάζια στο τροχό της χρηματοπιστωτικής καταστροφής²⁵».

¹⁷ Eichengreen (2008), σελ. 2-3.

¹⁸ Borio (2008), σελ. 10, Claessens and Kodres (2014), σελ. 7.

¹⁹ Lastra and Wood (2010), σελ. 16

²⁰ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU (2009), σελ. 7-8.

²¹ Για σχετική ανάλυση βλ. Τραυλός (2011).

²² Lastra and Wood (2010), σελ. 19.

²³ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU (2009), σελ. 10.

²⁴ Eichengreen (2008), σελ. 11.

²⁵ The Financial Crisis Inquiry Commission (2011), σελ. xxv

Οι οίκοι αξιολόγησης απομείωσαν τη σημασία του πιστωτικού κινδύνου, βαθμολογώντας με AAA επιμέρους τμήματα των δομημένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων όπως τα CDOs, βαθμολόγηση αντίστοιχη που έδιναν στα κρατικά και εταιρικά ομόλογα²⁶. Σε μεγάλο βαθμό, αυτό οφείλεται ιδίως:

1. στην έλλειψη ιστορικών δεδομένων σχετικά με την αγορά των ενυπόθηκων δανείων και τις αστοχίες των μοντέλων αποτίμησης κινδύνου²⁷,
2. στη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των οίκων αξιολόγησης. Από τη στιγμή που τα δομημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα έχουν σχεδιαστεί με τέτοιο τρόπο ώστε να εκμεταλλεύονται στο μέγιστο δυνατό βαθμό τα διαφορετικά επίπεδα κινδύνου που είναι διατεθειμένος να αναλάβει ένας επενδυτής, "δομούνται" έτσι ώστε κάθε τμήμα τους να μπορεί να λαμβάνει μια συγκεκριμένη αξιολόγηση κινδύνου. Η σύγκρουση συμφερόντων ήταν εμφανής όταν η αξιολόγηση ήταν αποτέλεσμα διαβουλεύσεων ανάμεσα σε οίκους και εκδότες, οι οποίοι αναζητούσαν μία AAA βαθμολόγηση για τα προϊόντα τους²⁸.
3. στη μη υπαγωγή σε οποιαδήποτε προηγούμενη αδειοδότηση ή εποπτεία των όρων λειτουργίας των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας²⁹.

1.1.4. Αναποτελεσματική αποτίμηση και διαχείριση κινδύνου

Σημαντικές αστοχίες διαπιστώθηκαν στην αποτίμηση του κινδύνου, τόσο από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όσο και από τους ρυθμιστικούς και εποπτικούς φορείς, ιδίως λόγω της αδυναμίας κατανόησης της αλληλεπίδρασης ανάμεσα στην πιστωτική επέκταση και τη ρευστότητα και της αδυναμίας πλήρους εξακρίβωσης του βαθμού μόχλευσης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Κατά συνέπεια, υπερτιμήθηκε η ικανότητα διαχείρισης κινδύνων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και αντίστοιχα υποεκτιμήθηκε το επίπεδο ιδίων κεφαλαίων που έπρεπε να διακρατούν.

Παράλληλα, η αυξανόμενη πολυπλοκότητα των δομημένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων (πολλαπλά επίπεδα των CDOs) κατέστησαν δυσχερή την ορθή αποτίμηση του κινδύνου, ενώ τα μοντέλα για την αποτίμηση του κινδύνου υποεκτίμησαν τη συνολική έκθεση στον κίνδυνο. Οι ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων συνθηκών (stress-tests) των τραπεζών βασίζονταν σε ήπιες ή ακόμα και λανθασμένες υποθέσεις³⁰. Η κατάσταση αυτή επιδεινώθηκε από την αδιαφάνεια η οποία επικρατούσε σε σημαντικά τμήματα της χρηματοπιστωτικής αγοράς και τη δημιουργία ενός σκιώδους τραπεζικού συστήματος³¹.

1.1.5. Αστοχίες ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου και πλαισίου διαχείρισης κρίσεων

Ίσως η πιο σημαντική αιτία για την εκδήλωση της κρίσης ήταν η ύπαρξη κενών στο ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο, καθώς διαπιστώθηκε ότι οι δυνατότητες αυτορρύθμισης του χρηματοπιστωτικού συστήματος, στις οποίες είχε βασιστεί μία

²⁶ Goodhart (2009), σελ. 17.

²⁷ Tirole (2010), σελ. 21.

²⁸ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, σελ. 9.

²⁹ Γκόρτσος (2012), σελ. 129.

³⁰ Eichengreen (2008), σελ. 9-10.

³¹ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU (2009), σελ. 7-8.

εκτεταμένη προσπάθεια απορρύθμισης τα τελευταία 30 έτη, αποδείχθηκαν τελικά περιορισμένες³². Μεταξύ άλλων σημαντικές αστοχίες³³ στο πεδίο αυτό ήταν:

1. *Η έλλειψη επαρκών κανόνων μακρο-προληπτικής φύσεως*, καθώς σε γενικές γραμμές η εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος εστίασε σε μεμονωμένα πιστωτικά ιδρύματα, ενώ δεν αποδόθηκε η δέουσα σημασία στη μακρο-προληπτική ρυθμιστική παρέμβαση και εποπτεία, ήτοι το σύνολο των πολιτικών που υιοθετούνται για τον περιορισμό της έκθεσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος στον «συστημικό κίνδυνο³⁴».
2. *Η ύπαρξη μη ρυθμιζόμενων τομέων χρηματοπιστωτικής δραστηριότητας, κυρίως στις ΗΠΑ (σκιώδης τραπεζικός τομέας - shadow banking) και οι αδιαφανείς όροι διαπραγμάτευσης ορισμένων κατηγοριών χρηματοπιστωτικών μέσων*: η ανάπτυξη του σκιώδους τραπεζικού τομέα, οριζόμενου ως ένα σύστημα πιστωτικής διαμεσολάβησης το οποίο περιλαμβάνει οντότητες και δραστηριότητες έξω από το παραδοσιακό τραπεζικό σύστημα ήταν ραγδαία. Η εξέλιξη των χρηματοπιστωτικών πρακτικών και η ανάπτυξη νέων αγορών (παράγωγα) ήταν ταχύτερη συγκριτικά με την ανταπόκριση του ρυθμιστικού πλαισίου³⁵. Οι τιτλοποιήσεις, τα ABS και οι χρηματοπιστωτικοί διαμεσολαβητές (broker – dealers) συχνά καταφεύγουν σε βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις από αγορές με σημαντική ρευστότητα, προκειμένου να αποκτήσουν μακροπρόθεσμους τίτλους που παρουσιάζουν χαμηλότερη ρευστοποιησιμότητα, οδηγώντας σε αύξηση του κινδύνου μέσω της αυξημένης μόχλευσης και της εκδήλωσης του κινδύνου από τη ληκτότητα των απαιτήσεων. Μέχρι και την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση είτε δεν υπήρχε καθόλου ρυθμιστική παρέμβαση είτε ήταν επουσιώδης ή χαλαρή.
3. *Τα ισχύοντα διεθνή λογιστικά πρότυπα*: Πολιτικές όπως η υποχρέωση ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων στα πιστωτικά ιδρύματα αποδείχθηκαν ανεπαρκή λόγω του προκυκλικού χαρακτήρα τους, συμβάλλοντας σε υπερβολική μόχλευση σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης και σε υπερβολικές απομειώσεις σε περιόδους οικονομικής ύφεσης³⁶.
4. *Η έλλειψη συνεργασίας εποπτικών αρχών σε διασυνοριακό επίπεδο*: οι επόπτες δεν είχαν στη διάθεση τους τουλάχιστον έγκαιρα τη σχετική πληροφόρηση ως προς τη υπερβολική μόχλευση, δεν κατανόησαν και δεν αξιολόγησαν επαρκώς τον κίνδυνο και δεν αντάλλαζαν πληροφόρηση με τους ομολόγους τους σε άλλα κράτη. Στην εικόνα αυτή προστίθεται η ποικιλομορφία των εποπτικών συστημάτων ανά τα κράτη. Ο έντονος ανταγωνισμός ανάμεσα σε διεθνή οικονομικά κέντρα συνετέλεσε στην απροθυμία των εθνικών εποπτικών αρχών για ανάληψη κοινής δράσης στο πεδίο αυτό³⁷.
5. *Διάκριση αρμοδιοτήτων κεντρικών τραπεζών*: ανά τον κόσμο, επικρατεί μία τάση διάκρισης των αρμοδιοτήτων της κεντρικής τράπεζας, η οποία συνήθως διατηρεί

³² The Financial Crisis Inquiry Commission (2011), σελ. xviii, Καραμούζης (2009), σελ. 39, Shiller (2011), σελ. 25-26.

³³ Γκόρτσος (2012), σελ. 139.

³⁴ Σχετικά με την μακρο-προληπτική εποπτεία, βλ. ενότητα 3.

³⁵ Liang (2014), σελ. 70.

³⁶ Lastra and Wood (2010), σελ. 15. Για περαιτέρω ανάλυση, βλ. Θωμόπουλος (2011), σελ. 101-121.

³⁷ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, σελ. 9.

το καθήκον της άσκησης νομισματικής πολιτικής, αλλά η εποπτεία ασκείται από άλλους φορείς. Το ερώτημα το οποίο ευλόγως τίθεται είναι ο προσδιορισμός του βαθμού στον οποίο εξασφαλίζεται η ανταλλαγή έγκαιρης και έγκυρης πληροφόρησης, για την αποτελεσματική άσκηση και άλλων αρμοδιοτήτων που ανατίθενται στην Κεντρική Τράπεζα, όπως αυτή του τελικού αναχρηματοδοτικού δανειστή³⁸.

1.2. Η εκδήλωση της κρίσης – χρονικά ορόσημα

Στις αρχές του 2007, εμφανίστηκαν τα πρώτα προβλήματα στην αγορά των στεγαστικών δανείων μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας. Η άνοδος των τιμών των κατοικιών σταμάτησε στα μέσα του 2006 και, έκτοτε, οι τιμές άρχισαν να πέφτουν και να σταθεροποιούνται περίπου τον Απρίλιο του 2009. Η πτώση αυτή, η οποία διήρκεσε για τρία περίπου χρόνια, απελευθέρωσε τις δυνάμεις της κρίσης³⁹. Οι καθυστερήσεις και οι αδυναμίες πληρωμής των δανείων αυξήθηκαν σε σύντομο χρονικό διάστημα. Ως αποτέλεσμα αυτών των εξελίξεων οι επενδυτές προσπάθησαν να μειώσουν την έκθεσή τους σε σύνθετα και τιτλοποιημένα προϊόντα με έκθεση σε στεγαστικά δάνεια, ενώ το αγοραστικό ενδιαφέρον εξανεμίστηκε με αποτέλεσμα να διενεργούνται ελάχιστες αγοραπωλησίες σε τιμές πολύ χαμηλότερες των τιμών πριν από το ξέσπασμα της κρίσης. Με αφετηρία τα ενυπόθηκα δάνεια υψηλής μόχλευσης και χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης, ακολούθησαν οι αγορές όπου αποτελούσαν αντικείμενο διαπραγμάτευσης προϊόντα τα οποία προέρχονταν από τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων και στη συνέχεια αγορές πιο σύνθετων προϊόντων, όπως τα CDOs και τα CDSs. Οι οίκοι αξιολόγησης υποβάθμισαν πολλά από αυτά τα προϊόντα, προβαίνοντας σε επανεξετάσεις των αρχικών τους αξιολογήσεων.

Οι τράπεζες οι οποίες είχαν επενδύσει σε αυτά τα προϊόντα κατέγραψαν σημαντικές ζημιές, άμεσα εμφανείς στους ισολογισμούς τους. Η πτώση των τιμών και οι υποβαθμίσεις των αξιολογήσεων οδήγησαν πολλές τράπεζες να προβούν σε πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων, έτσι ώστε να μειώσουν τον κίνδυνο στους ισολογισμούς τους πιέζοντας τις τιμές τους ακόμη χαμηλότερα. Το αποτέλεσμα ήταν η περαιτέρω μείωση της αποτίμησης του ενεργητικού και των ιδίων κεφαλαίων τους, αναγκάζοντας να αναζητήσουν νέα κεφάλαια από τις αγορές⁴⁰. Ο άνευ προηγουμένου κλονισμός του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος οδήγησε σε κρίση εμπιστοσύνης, κυρίως μεταξύ πιστωτικών οργανισμών που ως κύρια πηγή χρηματοδότησης, είχαν τον βραχυπρόθεσμο δανεισμό, η οποία στη συνέχεια εκδηλώθηκε ως κρίση ρευστότητας σε μία σειρά αγορών, μεταξύ των οποίων και τη διατραπεζική αγορά⁴¹.

Σε μια σύντομη ιστορική αναδρομή, τα σημαντικότερα ορόσημα στην εκδήλωση της κρίσης ήταν τα ακόλουθα:

Πίνακας 1: Χρονικά ορόσημα εκδήλωσης της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης (2007-2009):

Φεβρουάριος 2007	<i>Η βρετανική τράπεζα HSBC ανακοίνωσε μια απομείωση ύψους \$10,5 δις, κυρίως λόγω απωλειών της αμερικανικής θυγατρικής</i>
-------------------------	---

³⁸ Eichengreen (2008), σελ. 22.

³⁹ Κολλίντζας & Ψαλιδόπουλος (2010), σελ. 27.

⁴⁰ Θωμόπουλος (2011), σελ. 103.

⁴¹ Borio (2008), σελ. 9.

	της Household Finance Corporation.
Απρίλιος 2007	Η στεγαστική τράπεζα των ΗΠΑ New Century Financial κατέθεσε αίτηση πτώχευσης.
Μάιος 2007	Η UBS αναγκάζεται να κλείσει το Dillon Reed hedge fund έπειτα από ζημιές \$125 εκ.
Ιούνιος 2007	Η επενδυτική τράπεζα Bear Stearns αναγκάστηκε να προμοδοτήσει με \$3,2 δις δικό της hedge fund το οποίο είχε επενδύσει σε στεγαστικά δάνεια subprime και παρουσίασε μεγάλες απώλειες, ενώ τον Ιούλιο ανακοίνωσε ότι δύο δικά της hedge funds είχαν απολέσει το 90% της αξίας τους.
Ιούλιος 2007	Οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας Standard & Poor's και Moody's ανακοίνωσαν την πρόθεσή τους να εξετάσουν τη βαθμολόγηση ενός συνόλου δανείων subprime ύψους περίπου \$18 δις για πιθανή υποβάθμιση. Η Fitch ακολούθησε. Πολλά προϊόντα που βασίζονταν σε δάνεια subprime υποβαθμίστηκαν κατά 4 βαθμίδες, κάτι που μέχρι τότε ήταν εξαιρετικά ασυνήθιστο.
Αύγουστος 2007	<ul style="list-style-type: none"> • Η γαλλική τράπεζα BNP Paribas εκδίδει ανακοίνωση αναφορικά με την κατάρρευση τριών hedge funds της. • Η γερμανική τράπεζα IKB Deutsche Industriebank AG, η οποία για να αντιμετωπίσει τις απώλειες ενός αμοιβαίου κεφαλαίου της, αρχικά στράφηκε στην μητρική της για την εξασφάλιση χρηματοδότησης και τελικά διασώθηκε με την δημιουργία ενός νέου fund που οργάνωσε ο βασικός της μέτοχος KfW BnakenGruppe.
Σεπτέμβριος 2007	<ul style="list-style-type: none"> • Οι γερμανικές τράπεζες Sachsen Landesbank και IKB ανακοίνωσαν ότι υπέστησαν σημαντικές απώλειες. • Στη Μεγάλη Βρετανία, η Northern Rock αναζητά έκτακτη χρηματοδοτική διευκόλυνση από την κεντρική Τράπεζα της χώρας.
Ιανουάριος 2008	Η κρίση στην διατραπεζική αγορά και στην αγορά των ομολόγων μεταδόθηκε στα χρηματιστήρια, εκκινώντας μια καθοδική πορεία διάρκειας 15 μηνών.
Ιούλιος 2008	Παρά τα σημάδια βελτίωσης λόγω των παρεμβάσεων των κεντρικών τραπεζών, η κατάσταση επιδεινώνεται εκ νέου καθώς οι οργανισμοί Fannie Mae και Freddie Mac, αποδεικνύεται ότι δεν μπορούν να εξασφαλίσουν την απαραίτητη χρηματοδότηση από την αγορά. Τελικά τον Σεπτέμβριο του 2008 ανακοινώνεται η διάσωση των δύο τραπεζών.
Σεπτέμβριος 2008	<ul style="list-style-type: none"> • Εξαγορά Merrill Lynch από την Bank of America, • Εξαγορά της Bear Stearns από JP Morgan • Κατάρρευση Lehman Brothers • Διάσωση της AIG

Πηγή: Ίδια επεξεργασία σύμφωνα με Χαρδούβελης (2011), σελ. 46-49, Goodhart (2009), σελ. 23-25, Borio (2008), σελ. 26-28.

Η διάχυση της χρηματοπιστωτικής κρίσης ήταν αποτέλεσμα άμεσων καναλιών, λόγω της απευθείας έκθεσης σε τοξικά ομόλογα αμερικανικών επενδυτικών τραπεζών (direct

contagion) αλλά ιδίως της έμμεσης έκθεσης (indirect contagion) λόγω, μεταξύ άλλων παραγόντων, της αυξανόμενης αλληλεπίδρασης μεταξύ των χρηματοπιστωτικών φορέων και αγορών, των παρόμοιων επιχειρηματικών μοντέλων και της δυσπιστίας απέναντι στην αδιαφάνεια των ισολογισμών των φορέων⁴². Στο πλαίσιο αυτό, η κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers, αποτέλεσε καταλυτικό παράγοντα στη διάχυση της κρίσης, καθώς, υπονομεύοντας την πεποίθηση ότι κανένας σημαντικός χρηματοπιστωτικός φορέας δε θα επιτραπεί να καταρρεύσει, ακόμα και αν δεν πρόκειται αμιγώς για τράπεζα (too big to fail) συνέβαλε στην εκδήλωση πανικού, εγκαθιδρύοντας πλέον την αντίληψη ότι κανένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα δε μπορούσε να θεωρηθεί ασφαλές σε ΗΠΑ και Ευρώπη⁴³. Η κατάρρευση της τέταρτης επενδυτικής τράπεζας σε μέγεθος των ΗΠΑ με \$600 δισ. υποχρεώσεις στις κεφαλαιαγορές σε χιλιάδες επενδυτές σε όλο τον κόσμο, συμμετείχε ως μέλος σε 30 διεθνή συστήματα πληρωμών, διακανονισμού και φύλαξης τίτλων και είχε συνάψει 900.000 συμβάσεις παραγωγών με τρίτους, αξίας τρισεκατ. δολαρίων, κυρίως με διεθνείς τράπεζες και θεσμικούς επενδυτές, οδήγησε σε περαιτέρω κρίση εμπιστοσύνης μεταξύ των τραπεζών. Το παγκόσμιο τραπεζικό σύστημα διήλθε από μία τεράστια κρίση ρευστότητας, με φυγή καταθέσεων προς ασφαλέστερες εναλλακτικές επενδύσεις (όπως κυβερνητικά ομόλογα) και πάγωμα των διατραπεζικών αγορών και των αγορών χρήματος και κεφαλαίου.

Έκτοτε, η κρίση προσέλαβε σημαντικές διεθνείς διαστάσεις και προκάλεσε είτε κρίση σε άλλα χρηματοπιστωτικά συστήματα ανά την υφήλιο, είτε αναταραχή. Εν συνεχεία μεταπήδησε στην πραγματική οικονομία⁴⁴ με δύο τρόπους: μέσω της απροθυμίας των πιστωτικών ιδρυμάτων να χορηγήσουν δάνεια και δεύτερον, μέσω της καταστροφής του πλούτου νοικοκυριών και των επιχειρήσεων. Το εξωτερικό εμπόριο κατέρρευσε και, για πρώτη φορά στα τελευταία τριάντα χρόνια, μειώθηκε η κατανάλωση, σημειώθηκε εντυπωσιακή μείωση του ΑΕΠ, μείωση της απασχόλησης και αύξηση της ανεργίας⁴⁵.

Πίνακας 2: Εξέλιξη ρυθμού ανάπτυξης την περίοδο 2006 - 2010

	2006	2007	2008	2009	2010
Παγκόσμια Οικονομία	4.28%	3.93%	1.52%	-2.00%	4.12%
Αναπτυγμένες Οικονομίες	3.09%	2.76%	0.18%	-3.42%	3.07%
ΗΠΑ	2.70%	1.80%	-0.30%	-2.80%	2.53%
Ευρωζώνη	3.20%	3.03%	0.48%	-4.51%	2.03%
ΕΕ	3.67%	3.35%	0.71%	-4.32%	2.05%
Βραζιλία	4.00%	6.01%	5.02%	-0.24%	7.57%
Καναδάς	2.62%	2.01%	1.18%	-2.71%	3.37%
Κίνα	12.68%	14.20%	9.64%	9.21%	10.41%
Ιαπωνία	1.69%	2.19%	-1.04%	-5.53%	4.65%
Ρωσία	8.15%	8.54%	5.25%	-7.80%	4.50%
Ηνωμένο Βασίλειο	3.04%	2.56%	-0.32%	-4.31%	1.91%

Πηγή: World Economic Outlook database, IMF (Επικαιροποίηση Απριλίου 2015)

⁴² Για μια ανάλυση των μηχανισμών διάχυσης της χρηματοπιστωτικής κρίσης, βλ. Kamin and De Marco (2010).

⁴³ Allen and Moessner (2011), σελ. 28.

⁴⁴ Γκόρτσος (2011), σελ. 137

⁴⁵ Κολλίντζας & Ψαλιδόπουλος (2009), σελ. 28

2. Ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών στη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την αντιμετώπιση προβλημάτων από την πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση

Ανά τον κόσμο, οι κεντρικές τράπεζες, λόγω της διαφορετικής ιστορικής διαδρομής τους και συνθηκών τις οποίες κλήθηκαν να αντιμετωπίσουν παρουσιάζουν σημαντικές διαφοροποιήσεις ως προς τη δομή, τη λειτουργία, τις ασκούμενες αρμοδιότητες και τους επιδιωκόμενους σκοπούς. Ιδίως ως προς τους επιδιωκόμενους σκοπούς, παρατηρείται ότι, ενώ σε κάποιες περιπτώσεις είναι ρητά διατυπωμένοι, σε άλλες συνάγονται από τις αρμοδιότητες που έχει κληθεί να ασκήσει η εκάστοτε κεντρική τράπεζα. Κοινός τόπος ωστόσο είναι ότι όλες είναι επιφορτισμένες με αρμοδιότητες αναφορικά με τη νομισματική πολιτική, τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και ορισμένες άλλες σημαντικές αρμοδιότητες⁴⁶ που άπτονται της λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος⁴⁷. Υπό το πρίσμα της εξέτασης του τρόπου αντιμετώπισης της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, παρουσιάζει ενδιαφέρον η εξέταση των βασικών σκοπών των κεντρικών τραπεζών και των εργαλείων για την επίτευξή τους.

2.1. Η διασφάλιση της νομισματικής σταθερότητας

Η σταθερότητα των τιμών αποτελεί σήμερα τον κύριο στόχο των περισσότερων κεντρικών τραπεζών, είτε επειδή υφίσταται συγκεκριμένη νομοθετική πρόβλεψη είτε καθώς η πραγμάτωση γενικότερα διατυπωμένων στόχων προϋποθέτουν την επίτευξη και αυτού του στόχου. Η διασφάλιση της νομισματικής σταθερότητας μπορεί να επιτευχθεί με διάφορους τρόπους, με σημαντικότερο εξ αυτών τη νομισματική πολιτική.

Η επιδίωξη της νομισματικής σταθερότητας ισοδυναμεί με τη διασφάλιση της αξίας του εθνικού νομίσματος, στόχος ο οποίος μπορεί να γίνει αντιληπτός με διττό τρόπο:

A. Διατήρηση συναλλαγματικής ισοτιμίας:

Σκοπός είναι η διατήρηση της εξωτερικής αξίας του νομίσματος, δηλαδή η αξία του σε σχέση με τα νομίσματα ξένων χωρών. Σε μία οικονομία της αγοράς, η οποία χαρακτηρίζεται από μετατρεψιμότητα του νομίσματος και ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων, συνήθως η συναλλαγματική ισοτιμία δεν μπορεί να επηρεαστεί άμεσα χωρίς να προκληθούν συνέπειες ή να απαιτηθούν προσαρμογές σε άλλες διαστάσεις της νομισματικής πολιτικής. Σε περίπτωση που βρίσκονται σε ισχύ συναλλαγματικοί έλεγχοι (και οι οποίοι συνήθως διενεργούνται από την κεντρική τράπεζα), υφίσταται μεγαλύτερη δυνατότητα επηρεασμού. Σε γενικές γραμμές, οι κεντρικές τράπεζες καθίστανται υπεύθυνες για τη διενέργεια όλων των αναγκαίων συναλλαγών για τη διόρθωση της ισοτιμίας μέσω των διαθέσιμων συναλλαγματικών διαθεσίμων σε ξένο νόμισμα⁴⁸.

B. Διατήρηση σταθερότητας των τιμών:

Παραδοσιακά, η νομισματική σταθερότητα ταυτίζεται με τη διασφάλιση της σταθερότητας του γενικού επιπέδου εγχώριων τιμών. Ωστόσο, εφόσον ο συγκεκριμένος στόχος δεν εξειδικεύεται σε ειδικότερο νομοθετικό κείμενο, τα περιθώρια διακριτικής ευχέρειας στην ερμηνεία του είναι ευρύτατα και μπορεί να διαφοροποιούνται ανά

⁴⁶ Τέτοιου είδους αρμοδιότητα είναι η διαχείριση των συστημάτων πληρωμών και η διασφάλιση της σταθερότητάς τους.

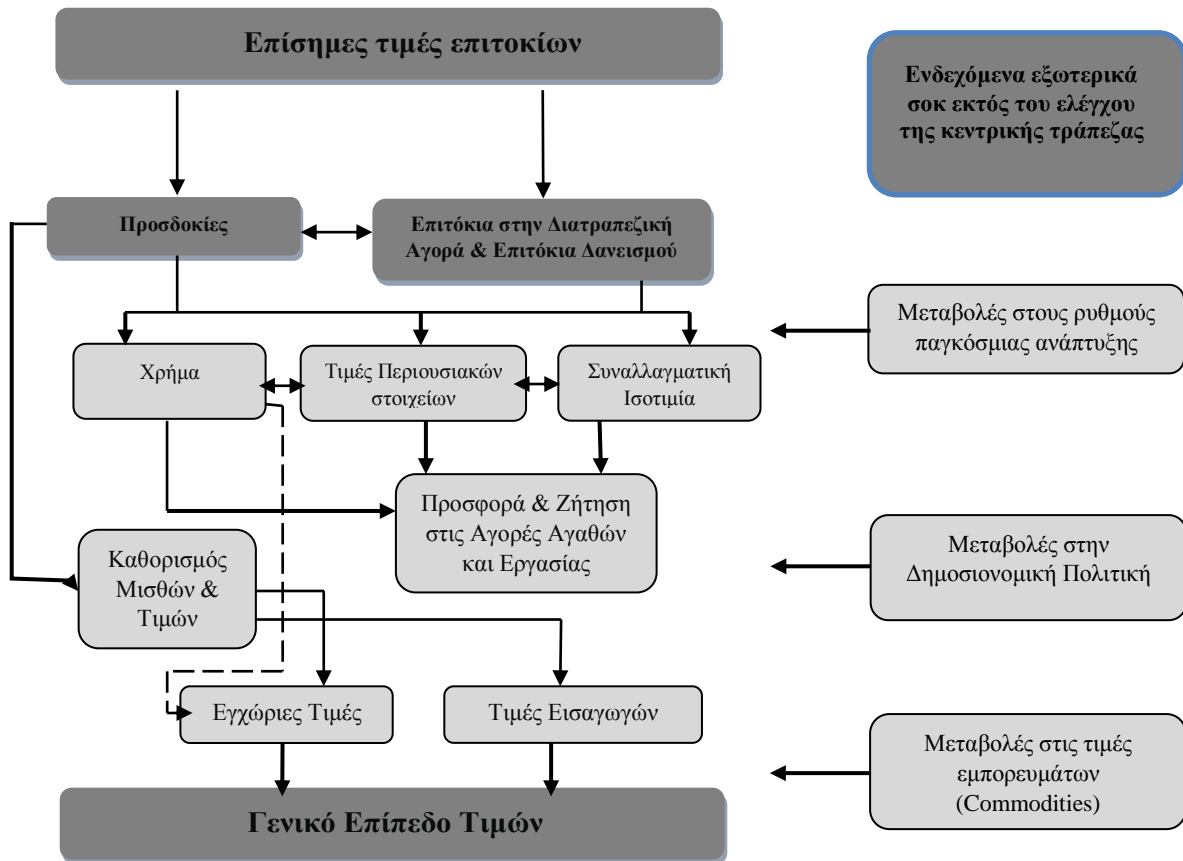
⁴⁷ Central Bank Governance Group (2009), σελ. 3-4, 18.

⁴⁸ Davies and Green (2010), σελ. 47.

χρονική περίοδο. Γενικά, η έννοια των «τιμών» επικεντρώνεται στα καταναλωτικά αγαθά. Η εξέλιξη του γενικού επιπέδου τιμών αποτυπώνεται στο «Δείκτη Τιμών Καταναλωτή», όπου συνήθως περιλαμβάνονται οι τιμές των καταναλωτικών αγαθών και υπηρεσιών. Τιμές λοιπών αγαθών, όπως οι τιμές των ακινήτων και ομολογιών δεν αποτυπώνονται στο συγκεκριμένο δείκτη. Συνεπώς, ενδεχόμενη υπερβολική άνοδος των τιμών στην αγορά ακινήτων δε θεωρείται ως άνοδος του γενικού επιπέδου τιμών από την κεντρική τράπεζα, η οποία θα μπορούσε να ισχυριστεί ότι η αντιμετώπιση των συνεπειών της δεν αποτελεί μέρος της αποστολής της⁴⁹.

Η νομισματική πολιτική επηρεάζει το επίπεδο των τιμών και τα βασικά μεγέθη της οικονομίας μέσω του καθορισμού των επιτοκίων. Η μετάδοση των επιτοκίων γίνεται μέσω εναλλακτικών καναλιών όπως αποτυπώνεται και στο ακόλουθο διάγραμμα:

Διάγραμμα 1: Μηχανισμός μετάδοσης νομισματικής πολιτικής



Πηγή: ECB (2011), σελ. 59

Σύμφωνα με το ανωτέρω διάγραμμα επομένως, τα κανάλια μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής είναι:

1. **Ο καθορισμός των επιτοκίων:** Αποτελώντας το σημαντικότερο κανάλι διάδοσης της ασκούμενης νομισματικής πολιτικής, ο καθορισμός του βασικού επιτοκίου επηρεάζει το επιτόκιο δανεισμού των πιστωτικών ιδρυμάτων, επηρεάζοντας στη συνέχεια το επιτόκιο δανεισμού επιχειρήσεων και νοικοκυριών, και συνακόλουθα την κατανάλωση, την επένδυση και τελικά τη συνολικό προϊόν και το επίπεδο του πληθωρισμού. Η κεντρική τράπεζα, καθορίζοντας το βασικό επιτόκιο σε συγκεκριμένο επίπεδο

⁴⁹ Gianviti (2010), σελ. 470.

σηματοδοτεί (signalling) τη στάση της (stance) ως προς την επιδίωξη των στόχων που έχει θέσει κατά την άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Εφόσον το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο (συνήθως το επιτόκιο διατραπεζικού δανεισμού μιας ημέρας – overnight, reference rate ή το επιτόκιο με το οποίο η κεντρική τράπεζα δεσμεύεται να διενεργεί πράξεις αγοράς) προσεγγίζει το επιτόκιο αναφοράς (policy rate), το γεγονός αυτό αποτελεί ένδειξη ότι η άσκηση της νομισματικής πολιτικής πραγματοποιείται σύμφωνα με τους στόχους που έχουν τεθεί. Ο επηρεασμός του ύψους του βραχυπρόθεσμου επιτοκίου γίνεται μέσω εργαλείων τα οποία αποσκοπούν στον επηρεασμό της συνολικής προσφοράς χρήματος και ρευστότητας (liquidity management operations)⁵⁰. Στην ουσία μέσω αυτών των εργαλείων επιδιώκεται η επίτευξη ισορροπίας στην προσφορά και τη ζήτηση στην αγορά τραπεζικών αποθεματικών (bank reserves), προκειμένου το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο να κυμαίνεται στα επίπεδα του επιτοκίου αναφοράς.

Η προσφορά και η ζήτηση στην αγορά τραπεζικών αποθεματικών συναρτάται άμεσα από:

- το **ποσοστό υποχρεωτικών διαθεσίμων** τα οποία καλούνται να διακρατούν οι τράπεζες. Οι αρχές μπορούν να μεταβάλλουν το ποσοστό των τραπεζικών καταθέσεων που πρέπει να διατηρείται με τη μορφή ρευστών στα ταμεία των τραπεζών ή σε λογαριασμούς καταθέσεων για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα (maintenance period) στην κεντρική τράπεζα, επηρεάζοντας τη δυνατότητα δανεισμού των τραπεζών. Ωστόσο, σημειώνεται ότι η μεταβολή του ποσοστού υποχρεωτικών διαθεσίμων τείνει να μην επιδρά στις μεταβολές της τιμής του βραχυπρόθεσμου επιτοκίου, αλλά φαίνεται ότι η ισχύει η αντίστροφη σχέση⁵¹.
- Επιπρόσθετα, η διενέργεια **πράξεων ανοικτής αγοράς** είναι η πολιτική η οποία συνίσταται στη μεταβολή των διαθέσιμων των εμπορικών τραπεζών μέσω της αγοροπωλησίας κρατικών ομολογιών και εντόκων γραμματίων. Με την πώληση κρατικών χρεογράφων, μειώνεται η προσφορά χρήματος και δημιουργείται τάση αύξησης των επιτοκίων.

2. **Ο τραπεζικός δανεισμός**⁵²: Βασίζεται στη διπλή φύση των τραπεζών ως αποδεκτών καταθέσεων και ως παρόχων δανείων. Σε περίπτωση εφαρμογής μίας συσταλτικής νομισματικής πολιτικής, οι τράπεζες τείνουν να μειώνουν την προσφορά δανειακών κεφαλαίων και αντίστροφα. Η σημασία αυτού του καναλιού αυξάνεται σε χρηματοπιστωτικά συστήματα, όπου οι επιχειρήσεις, ιδίως οι μικρότερου και μεσαίου μεγέθους, δε μπορούν, χωρίς κόστος, να αντισταθμίσουν την απώλεια των τραπεζικών πιστώσεων με εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης, και όπου σε περίπτωση αύξησης των βασικών επιτοκίων και περιορισμού δανειακών κεφαλαίων θα τείνουν να περιορίσουν τις επενδυτικές τους δαπάνες.

3. **Ο ρόλος των προσδοκιών και της συναλλαγματικής ισοτιμίας**: αναφέρεται στις προσδοκίες αναφορικά με την εξέλιξη του επιπέδου των επιτοκίων.

Κατά την έναρξη των έντονων πιέσεων τον Αύγουστο του 2007, η ανταπόκριση των κεντρικών τραπεζών εστίασε:

- στην προσαρμογή της στάσης των κεντρικών τραπεζών και της μείωσης του επιτοκίου στόχου (ιδίως του FED και στη συνέχεια, μετά από μία περίοδο αναμονής των

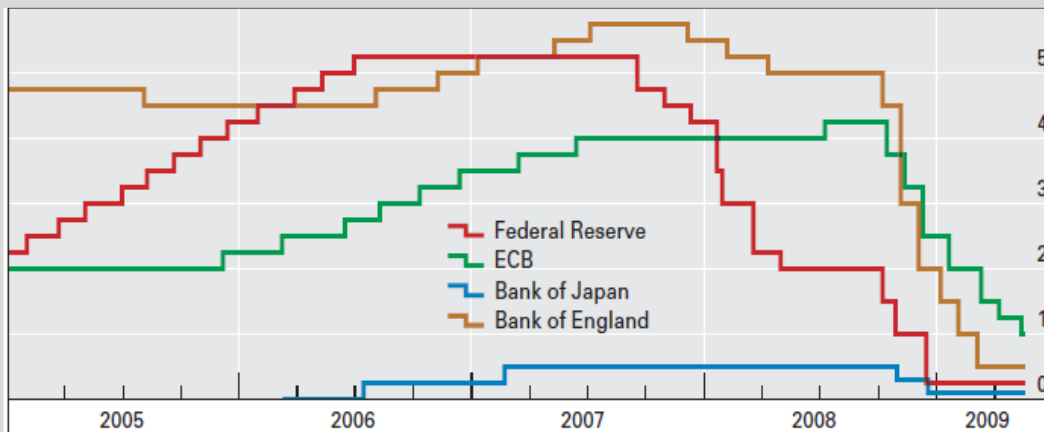
⁵⁰ Borio and Nelson (2008), σελ. 32, ECB (2010) σελ. 61.

⁵¹ Disyalat (2008), σελ. 4, Tucker (2004), σελ. 367.

⁵² ECB (2008b), σελ. 86-87.

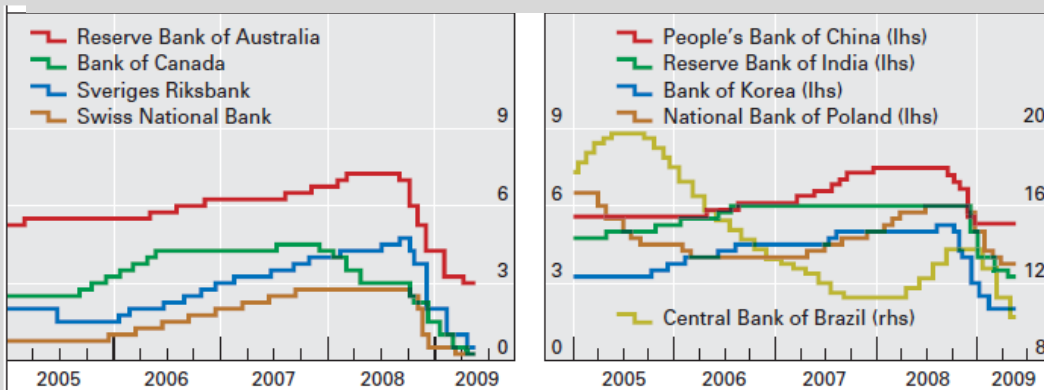
εξελίξεων της ΕΚΤ, της Αγγλίας, της Αυστραλίας, του Καναδά, της Ιαπωνίας, της Ελβετίας).

Διάγραμμα 2: Συγκριτική αποτύπωση της εξέλιξης των βασικών επιτοκίων του FED, της ΕΚΤ και των κεντρικών τραπεζών της Ιαπωνίας και Ηνωμένου Βασιλείου



Πηγή: BIS (2009), σελ. 91

Διάγραμμα 3: Συγκριτική αποτύπωση της εξέλιξης των βασικών επιτοκίων κεντρικών τραπεζών λοιπών χωρών



Πηγή: BIS (2009), σελ. 93

- στην προσπάθεια να εξισορροπηθεί η ασταθής διατραπεζική αγορά και να διατηρηθούν τα επιτόκια κοντά στο στόχο, οι Κεντρικές Τράπεζες της Αυστραλίας, του Καναδά, της Ιαπωνίας, της Ελβετίας, το FED και η ΕΚΤ, αλλά και η Τράπεζα της Αγγλίας στη συνέχεια, προέβησαν στη διενέργεια πράξεων αγοράς εκτός του συνήθους προγραμματισμού⁵³.

2.2. Η διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος

Η πρόσφατη διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση γέννησε σημαντικά ερωτήματα για το ρόλο των κεντρικών τραπεζών αναφορικά με την επίτευξη του κομβικού στόχου της διασφάλισης της «σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος», επαναφέροντας τη σημασία του στο προσκήνιο και οριοθετώντας εκ νέου τη σχέση με την τυφλή

⁵³ Committee on the Global Financial System (2008), σελ. 5-6, 9-10.

προσήλωση στην επιδίωξη του στόχου της νομισματικής σταθερότητας⁵⁴. Παρά την εκτενή χρήση του όρου, δεν υπάρχει ένας σαφής ορισμός της έννοιας ούτε συγκεκριμένος τρόπος ποσοτικοποίησης της. Για το λόγο αυτό, συνήθως η επιδίωξη του συγκεκριμένου σκοπού δεν αποτυπώνεται ρητά σε κανονιστική διάταξη⁵⁵.

Επικρατούν διαφορετικές απόψεις αναφορικά με το σχεδιασμό και τα βασικά συστατικά στοιχεία για την εγκαθίδρυση ενός συνεκτικού πλαισίου για την πραγμάτωση του στόχου αυτού⁵⁶ και συνακόλουθα την επιλογή του κατάλληλου μοντέλου διοίκησης των κεντρικών τραπεζών και της προσαρμογής της άσκησης των πολιτικών, και κυρίως της νομισματικής πολιτικής. Αυτό αφενός οφείλεται στην προαναφερόμενη ασάφεια της έννοιας και αφετέρου στο μεγάλο αριθμό δρώντων και εμπλεκόμενων φορέων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και την ποικιλομορφία των εργαλείων που απαιτούνται για την επίτευξη του κάθε στόχου⁵⁷. Σε κάθε περίπτωση, η κεντρική τράπεζα δεν είναι δυνατό να καθίσταται υπεύθυνη για τη διασφάλιση της σταθερότητας στο σύνολό του.

Το 2008, η ΕΚΤ όρισε την έννοια της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας ως «μία κατάσταση στην οποία το χρηματοπιστωτικό σύστημα, αποτελούμενο από διαμεσολαβούντες χρηματοπιστωτικούς φορείς, αγορές και υποδομές είναι ικανό να αντέξει κραδασμούς και την εκδήλωση ανισορροπιών, αμβλύνοντας την πιθανότητα εκδήλωσης διαταραχών στη χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση, τέτοιας σημασίας ώστε να προκαλέσουν σημαντικά εμπόδια στην κατανομή των αποταμιεύσεων σε επικερδείς επενδυτικές ευκαιρίες»⁵⁸. Καθώς οι διαμεσολαβούντες χρηματοπιστωτικοί φορείς συναλλάσσονται όχι μόνο μεταξύ τους αλλά και με φορείς της πραγματικής οικονομίας, οποιαδήποτε απειλή στο χρηματοπιστωτικό σύστημα δύναται να επέλθει από πηγή εντός ή εκτός αυτού. Ένα φαινομενικά υγιές χρηματοπιστωτικό σύστημα μπορεί να κλυδωνιστεί από την αποτυχία ορισμένων μεγάλων τραπεζών ή ασφαλιστικών οργανισμών ή εναλλακτικά από την εκδήλωση μια φούσκας ή μια σημαντική πτώση της οικονομικής δραστηριότητας.

Επομένως, σε έναν αναλυτικότερο ορισμό, η χρηματοπιστωτική σταθερότητα αποτελείται από τα εξής συστατικά στοιχεία:

1. Έγκαιρη διάγνωση των εσωτερικών αδυναμιών και των εξωγενών κινδύνων - Πρόληψη⁵⁹.
2. Υιοθέτηση διορθωτικών μέτρων για των περιορισμό των αδυναμιών και της δυνητικής επίδρασης των εξωγενών κινδύνων.
3. Υιοθέτηση επανορθωτικών μέτρων σε περίπτωση που τελικά οι κίνδυνοι επέλθουν⁶⁰.

Η έγκαιρη διάγνωση ενδεχόμενων κινδύνων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και η πρόληψη εκδήλωσης της κρίσης επιδιώκεται μέσω της **μακρο-προληπτικής εποπτείας**. Η έννοια της εποπτείας αναφέρεται στην παρακολούθηση από τις αρχές που είναι επιφορτισμένες για το σκοπό αυτό της συμμόρφωσης των φορέων παροχής

⁵⁴ Buiter (2010), σελ. 11-12.

⁵⁵ Για μια παράθεση εναλλακτικών ορισμών, βλ. Davies and Green (2010) σελ. 54-59.

⁵⁶ Ενδεικτικά, βλ. Eichengreen, B., et al. (2011).

⁵⁷ Praet (2014), σελ.4.

⁵⁸ ECB (2008), σελ. 9.

⁵⁹ Corbo (2010), σελ. 27.

⁶⁰ Gianviti (2010), σελ. 477.

χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και των αγορών προς τις διατάξεις του ρυθμιστικού πλαισίου. Η εποπτεία των εν λόγω φορέων ασκείται σε προληπτικό επίπεδο και καλείται μικρο-προληπτική. Επιπρόσθετα, η έννοια της ρυθμιστικής παρέμβασης αναφέρεται στην υιοθέτηση νομοθετικών, διοικητικών ή κανονιστικών διατάξεων μέσω των οποίων επιβάλλεται σε φορείς παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και αγορές συγκεκριμένη συμπεριφορά ή συγκεκριμένη απαγόρευση για την ικανοποίηση ενός συγκεκριμένου αιτήματος. Αποτέλεσμα της ρυθμιστικής παρέμβασης είναι οι κανόνες που συνθέτουν το ρυθμιστικό (ή κανονιστικό πλαίσιο).

Με τον όρο «μακρο-προληπτικές πολιτικές του χρηματοπιστωτικού συστήματος» (“financial macro-prudential policies”), υποσύνολο του οποίου αποτελεί η μακρο-προληπτική ρυθμιστική παρέμβαση, ορίζεται το σύνολο των πολιτικών που υιοθετούνται για τον περιορισμό της έκθεσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος στον «συστημικό κίνδυνο», ο οποίος απορρέει από παράγοντες που δεν αφορούν μεμονωμένους φορείς παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών ή μεμονωμένες αγορές και υποδομές του χρηματοπιστωτικού συστήματος, αλλά έχουν γενικότερο χαρακτήρα. Μέσω των μακρο-προληπτικών πολιτικών επιδιώκεται η αντιμετώπιση των δύο διαστάσεων με τις οποίες εκδηλώνεται ο συστημικός κίνδυνος⁶¹:

(α) Η πρώτη είναι η «χρονική διάσταση» (“time-dimension”), δηλαδή η εξέλιξη του συστημικού κινδύνου σε βάθος χρόνου. Στο πλαίσιο αυτό, με τις μακρο-προληπτικές πολιτικές επιδιώκεται η ενίσχυση της ανθεκτικότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε περιόδους οικονομικής ύφεσης με περιορισμό της «προκυκλικότητας» (“procyclicality”), η οποία μπορεί να οδηγήσει σε μεγέθυνση του συστημικού κινδύνου λόγω αλληλεπιδράσεων που αναπτύσσονται είτε εντός του χρηματοπιστωτικού συστήματος, είτε μεταξύ του χρηματοπιστωτικού συστήματος και του πραγματικού τομέα της οικονομίας.

(β) Η δεύτερη διάσταση είναι η «διατομεακή» (“cross-sectional dimension”), δηλαδή η κατανομή του κινδύνου στο χρηματοπιστωτικό σύστημα σε κάθε δεδομένο χρονικό σημείο. Στην περίπτωση αυτή, στόχος των μακρο-προληπτικών πολιτικών είναι ο περιορισμός της συγκέντρωσης του συστημικού κινδύνου, η οποία μπορεί να προκύψει: είτε λόγω της ταυτόχρονης έκθεσης περισσότερων φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών σε κινδύνους από ομοειδή ανοίγματα, είτε λόγω της διασυνδεσιμότητας (“interconnectedness”) αυτών των φορέων (και της μετάδοσης προβλημάτων μεταξύ τους), ιδίως αν αυτοί είναι «συστημικά σημαντικοί».

Η συμβολή της κεντρικής τράπεζας στον στόχο της έγκαιρης διάγνωσης των συστημικών κινδύνων προϋποθέτει τη δυνατότητα (ή ορθότερα εξουσία) συλλογής και επεξεργασίας πληροφοριών σχετικά με την ικανότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων και, πιθανώς, λοιπών χρηματοπιστωτικών φορέων να ανταποκριθούν σε εγχώριες ή διεθνείς κρίσεις. Βάσει διαφορετικών σεναρίων, μπορούν να σχεδιαστούν ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress tests) προκειμένου να αποτιμηθεί η ικανότητα μεμονωμένων φορέων να αντέξουν ακραίες καταστάσεις διαφορετικής φύσης και έντασης. Αυξανόμενος αριθμός κεντρικών τραπεζών δημοσιεύει εκθέσεις για την αξιολόγηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, χωρίς ωστόσο πάντα να περιλαμβάνουν τα αποτελέσματα των ασκήσεων προσομοίωσης οι οποίες διενεργήθηκαν σε μεμονωμένους φορείς. Σε κάποιες περιπτώσεις περιλαμβάνονται και προειδοποιήσεις για πρακτικές ή εξελίξεις που μπορεί να αποτελέσουν απειλή για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

⁶¹ Γκόρτσος (2011), σελ. 89 – 90.

Σε δεύτερο στάδιο, όταν η κεντρική τράπεζα εντοπίζει αδυναμίες που είναι απόρροια ακατάλληλων κανόνων, τότε μπορεί, εφόσον το κανονιστικό πλαίσιο παρέχει τέτοια εξουσιοδότηση, να τους τροποποιήσει ή εφόσον δεν παρέχεται τέτοια εξουσιοδότηση να προτείνει στις αρμόδιες αρχές την τροποποίησή τους. Ένα τυπικό παράδειγμα ρυθμιστικής παρέμβασης είναι ο καθορισμός των ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων και ιδίων κεφαλαίων προκειμένου οι τράπεζες να ανταποκρίνονται στις υποχρεώσεις τους. Η υποχρέωση αυτή, η οποία συνήθως εκφραζόταν ως δείκτης λαμβάνοντας υπόψη τις καταθέσεις της κάθε τράπεζας, αποτυπώνει πλέον το βαθμό κινδύνου, υπό την έννοια του βαθμού έκθεσης στον πιστωτικό κίνδυνο. Ο εν λόγω δείκτης μπορεί να είναι επαρκής υπό κανονικές συνθήκες, αλλά όχι σε βαθιές κρίσεις. Καθώς σε περίπτωση που εκδηλωθεί μία τέτοια κρίση είναι πολύ αργά να αυξηθεί ο συγκεκριμένος δείκτης, μπορεί να προκριθεί μια σταδιακή προσαρμογή του σε περιόδους άνηθσης⁶².

Οι αστοχίες στον τομέα της μακρο-προληπτικής ρυθμιστικής παρέμβασης και εποπτείας αποτέλεσαν μία από τις βασικότερες αιτίες εκδήλωσης της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης. Αρκετά κράτη ενίσχυσαν το πλαίσιο μακρο-προληπτικής εποπτείας που διέπει το χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Απόρροια της διαπίστωσης των αστοχιών και κενών στο τομέα αυτό ήταν ότι η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία, το έργο της οποίας επικεντρώνεται στην παραγωγή προτύπων στους τομείς της τραπεζικής μικρο-προληπτικής εποπτείας και ρυθμιστικής παρέμβασης, προχώρησε στην αναθεώρηση του υφιστάμενου πλαισίου, εισάγοντας της Βασιλεία III⁶³, για την ενδυνάμωση της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος μέσω

- της ενίσχυσης της μικρο-προληπτικής ρυθμιστικής παρέμβασης στη λειτουργία των τραπεζών με στόχο την ενίσχυση της ανθεκτικότητάς τους σε περιόδους έντασης,
- της αντιμετώπισης, μέσω μακρο-προληπτικής ρυθμιστικής παρέμβασης, ενδεχόμενου συστημικού κινδύνου και της προκυκλικής μεγέθυνσης του εν λόγω κινδύνου⁶⁴.

Σε τρίτο στάδιο, όταν εκδηλωθεί η κρίση, ο πρωταρχικός σκοπός των κεντρικών τραπεζών είναι η αποφυγή της κατάρρευσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος, μέσω του περιορισμού των ζημιών και των αρνητικών επιδράσεων στην πραγματική οικονομία. Η πρώτη επιτακτική ανάγκη είναι η διαφύλαξη της ηρεμίας στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η εκδήλωση πανικού οδηγεί σε αδυναμία άντλησης δανειακών κεφαλαίων από υγιείς φορείς. Αυτό οδηγεί σε πολλαπλασιαστικά δυσμενή αποτελέσματα και στη λειτουργία της πραγματικής οικονομίας. Οι κεντρικές τράπεζες διαδραματίζουν ουσιώδη ρόλο στη μείωση της αβεβαιότητας, εξασφαλίζουν την ομαλή λειτουργία των βραχυπρόθεσμων αγορών χρήματος και αποτρέπουν την κατάρρευση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων λόγω έλλειψης ρευστότητας. Σε αρκετές περιπτώσεις, οι κεντρικές τράπεζες μπορεί να χρειαστεί να χρησιμοποιήσουν το σύνολο των ρυθμιστικών και εποπτικών εξουσιών τις οποίες διαθέτουν. Σε κάθε περίπτωση, καλούνται να προσαρμόσουν την ασκούμενη νομισματική πολιτική τους (πολιτική επιτοκίων) καθώς και την πολιτική χορήγησης πιστωτικών διευκολύνσεων, ιδίως ως προς τη ρύθμιση της πιστωτικής επέκτασης και του κόστους δανεισμού⁶⁵.

⁶² Gianviti (2010), σελ. 478.

⁶³ Βλ. σχετικά <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>

⁶⁴ Γκόρτσος (2011), σελ. 293.

⁶⁵ Corbo (2010), σελ. 27-28.

Τα συμβατικά εργαλεία νομισματικής πολιτικής αρκετές φορές αποδεικνύονται πολύ γενικά για να εστιάσουν στην αντιμετώπιση ενός συγκεκριμένου προβλήματος, καθώς μία συστατική νομισματική πολιτική μπορεί να συνεπάγεται αρνητικές επιπτώσεις στην ανάπτυξη και την απασχόληση. Ωστόσο, ορισμένες κεντρικές τράπεζες προβλέπουν μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής. Τα μέτρα χαρακτηρίζονται ως «μη συμβατικά» (non-standard measures), διότι συνδέονται με σημαντικές τροποποιήσεις στο λειτουργικό πλαίσιο - δηλαδή τα μέσα και τις διαδικασίες— για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής. Με τα εν λόγω μέτρα επιτυγχάνεται βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης και ενίσχυση της ροής των χρηματοδοτικών πόρων από το χρηματοπιστωτικό σύστημα, κυρίως τις τράπεζες— προς την οικονομία, μεγαλύτερη από ό,τι είναι δυνατόν να επιτευχθεί αποκλειστικά και μόνο με μειώσεις των βασικών επιτοκίων⁶⁶.

Μέσω της υιοθέτησης τέτοιου είδους μέτρων, η κεντρική τράπεζα θέτει ως απώτερο σκοπό τον άμεσο επηρεασμό ευρύτερων χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω της αξιοποίησης των στοιχείων του ισολογισμού των κεντρικών τραπεζών (Πολιτική ισολογισμού – balance sheet policy⁶⁷). Τα εργαλεία της πολιτικής αυτής μπορούν να ταξινομηθούν σε τέσσερις κατηγορίες⁶⁸:

1. **Συναλλαγματική πολιτική** (*exchange rate policy*): στην περίπτωση αυτή, η κεντρική τράπεζα μεταβάλλει την έκθεση του ιδιωτικού τομέα σε ξένα νομίσματα, μέσω διενέργειας πράξεων σε ξένες αγορές, με στόχο τον επηρεασμό της συναλλαγματικής ισοτιμίας
2. **Πολιτική οιονεί διαχείρισης χρέους** (*quasi debt-management policy*): οι ενέργειες της κεντρικής τράπεζας αποσκοπούν στη μεταβολή της σύνθεσης των απαιτήσεων των ιδιωτών απέναντι στο δημόσιο.
3. **Πιστωτική πολιτική** (*credit policy*): οι ενέργειες της κεντρικής τράπεζας, στοχεύοντας σε συγκεκριμένα τμήματα του ιδιωτικού χρέους και της αγοράς χρεογράφων μεταβάλλουν τη σύνθεση του ισολογισμού των φορέων του ιδιωτικού τομέα. Η πολιτική αυτή ασκείται μέσω:
 - του επηρεασμού των συνθηκών στη διατραπεζική αγορά, μέσω εργαλείων όπως:
 - i. η επιμήκυνση του χρόνου πράξεων ανοικτής αγοράς,
 - ii. η διεύρυνση του φάσματος των αποδεκτών εξασφαλίσεων,
 - iii. η διεύρυνση του φάσματος των αποδεκτών αντισυμβαλλομένων,
 - iv. οι γραμμές συναλλαγματικών swaps μεταξύ κεντρικών τραπεζών,
 - v. η χαλάρωση συνθηκών για δανεισμό τίτλων.
 - του επηρεασμού των εξώ-τραπεζικών πιστωτικών αγορών, μέσω εργαλείων όπως:
 - i. Αγορά εμπορικών γραμματίων και συναφών τίτλων βραχυχρόνιας διάρκειας,
 - ii. Αγορά χρεωστικών τίτλων από τιτλοποιήσεις,

⁶⁶ ΤτΕ (2009), σελ. 71.

⁶⁷ Σχετικά βλ. και ECB (2015), σελ. 1-17.

⁶⁸ Borio and Disyatat (2009), σελ. 6-7.

iii. Αγορά χρεωστικών τίτλων έκδοσης επιχειρήσεων μακροχρόνιας διάρκειας⁶⁹

4. **Πολιτική τραπεζικών αποθεματικών** (bank reserves policy): η κεντρική τράπεζα θέτει ένα συγκεκριμένο στόχο για τα τραπεζικά αποθεματικά, χωρίς να προσδιορίζει πως αυτός θα καλυφθεί από την πλευρά των στοιχείων του ενεργητικού του ισολογισμού της. Ως αποτέλεσμα, η τελική επίδραση στον ισολογισμό της κεντρικής τράπεζας δεν μπορεί να προκαθοριστεί, αλλά εξαρτάται από το είδος των στοιχείων του ενεργητικού που θα αποκτήσει.

Σύμφωνα με την ανωτέρω κατηγοριοποίηση, τέτοιου είδους μέτρα αξιοποιήθηκαν σε μεγάλη έκταση για την αντιμετώπιση των συνεπειών της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης από τις κεντρικές τράπεζες. Ειδικότερα:

- η πιστωτική πολιτική χρησιμοποιήθηκε (σε μικρότερο ή μεγαλύτερο βαθμό) από το FED, την ΕΚΤ, τις Κεντρικές Τράπεζες της Αγγλίας, της Ιαπωνίας, της Κίνας, της Αυστραλίας και της Ελβετίας
- η πολιτική οιονεί διαχείρισης χρέους χρησιμοποιήθηκε ιδίως από το FED και την Κεντρική Τράπεζα της Αγγλίας
- η πολιτική τραπεζικών αποθεματικών από την Κεντρική Τράπεζα της Αγγλίας και
- η συναλλαγματική πολιτική από την Τράπεζα της Ελβετίας⁷⁰.

Ακόμα και αν δεν προβλέπεται ρητά, μία κεντρική τράπεζα μπορεί να δρα ως τελικός αναχρηματοδοτικός δανειστής. Ως τελικός αναχρηματοδοτικός δανεισμός (ή «δανεισμός έσχατης ανάγκης», «last resort lending») νοείται, σύμφωνα με την παραδοσιακή προσέγγιση, η χορήγηση ενίσχυσης σε ρευστότητα από τις νομισματικές αρχές, δηλαδή την κεντρική τράπεζα:

- σε μεμονωμένα φερέγγυα πιστωτικά ιδρύματα,
- σε έκτακτες περιστάσεις,
- σε προσωρινή βάση,
- παρέχοντας ρευστότητα σε τράπεζες που αντιμετωπίζουν προσωρινά προβλήματα ρευστότητας αλλά είναι φερέγγυα.

Σύμφωνα με τη θεωρία, η φερεγγυότητα ενός πιστωτικού ιδρύματος αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για τη δυνατότητα προσφυγής του στον τελικό αναχρηματοδοτικό δανειστή. Η σχετική πληροφόρηση πρέπει να δίδεται στην κεντρική τράπεζα από την αρμόδια εποπτική αρχή. Η χορήγηση τελικού αναχρηματοδοτικού δανεισμού πρέπει να γίνεται έναντι επαρκών εξασφαλίσεων (collateral) και με υψηλότερο επιτόκιο σε σχέση με το επιτόκιο των πράξεων νομισματικής πολιτικής (penalty interest rate).

Ιδίως σε περιόδους κρίσης ρευστότητας, καθίσταται κρίσιμη η παρέμβαση των κεντρικών τραπεζών με την ιδιότητα του τελικού αναχρηματοδοτικού δανειστή ('central bank money solution'). Στη βιβλιογραφία, στην έννοια του τελικού αναχρηματοδοτικού δανειστή εντάσσεται και η λήψη έκτακτων, μη συμβατικών νομισματικών μέτρων από την κεντρική τράπεζα (για το σύνολο, στην περίπτωση αυτή, του τραπεζικού συστήματος), όπου ο όρος «emergency liquidity assistance» ('ELA') χρησιμοποιείται ως

⁶⁹ Γκόρτσος (2015), σελ. 20-21.

⁷⁰ Borio and Disyatat (2009), σελ. 10

ισοδύναμος του όρου ‘last resort lending’ προκειμένου να συμπεριληφθούν σε αυτόν όλες οι μορφές παρέμβασης των κεντρικών τραπεζών σε περιόδους κρίσης ρευστότητας⁷¹.

Για την αντιμετώπιση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, σχεδιάστηκαν και υιοθετήθηκαν εξειδικευμένα προγράμματα επικουρικής πιστωτικής διευκόλυνσης (discount windows) με διαφορετικά επιτόκια ή όρια με σκοπό την αναχρηματοδότηση των δανείων σε συγκεκριμένους τομείς του χρηματοπιστωτικού συστήματος (ιδίως από το FED αλλά και από την Κεντρική Τράπεζα της Αγγλίας)⁷².

Τονίζεται ότι τυχόν προσαρμογές πρέπει να υλοποιηθούν σε συντονισμό και συνεργασία με τις κεντρικές τράπεζες άλλων κρατών. Παράλληλα, η αμοιβαία συνδρομή μεταξύ των κεντρικών τραπεζών μέσω συμφωνιών ανταλλαγής συναλλάγματος (currency swaps) δύναται να συνδράμουν στην αποτροπή υπερβολικών ή λανθασμένων κινήσεων στη συναλλαγματική ισοτιμία.

Στην εξεταζόμενη περίοδο, η αμοιβαία συνδρομή των κεντρικών τραπεζών έγινε πράξη μέσω της ανακοίνωσης το Δεκέμβριο του 2007 για την ανάληψη συντονισμένων μέτρων, ιδίως μέσω της υιοθέτησης συμφωνιών ανταλλαγής νομισμάτων (αρχικά μεταξύ FED, EKT, Ελβετίας Κίνας και Μεγάλης Βρετανίας). Οι συμφωνίες αυτές συνεχίστηκαν και διευρύνθηκαν⁷³.

Μετά τη συνοπτική παράθεση των εργαλείων για τη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας που είχαν στη διάθεσή τους οι κεντρικές τράπεζες και τον τρόπο αξιοποίησής τους για την αντιμετώπιση των προβλημάτων από τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση, εξετάζονται δύο παραδείγματα:

- της *Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Federal Reserve)*: εστιάζοντας στην Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ, η οποία λειτουργεί στο πλαίσιο ενός ομοσπονδιακού συστήματος τραπεζών, εξετάζεται η ανταπόκριση της κεντρικής τράπεζας της χώρας με την ισχυρότερη οικονομία στον κόσμο, εκεί όπου γεννήθηκαν οι αιτίες οι οποίες οδήγησαν στην εκδήλωση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης.
- της *Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)*: εστιάζοντας στη μελέτη της Κεντρικής Τράπεζας της ΕΕ, η οποία, λειτουργώντας στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών είναι επιφορτισμένη με την άσκηση της νομισματικής πολιτικής για τα κράτη μέλη τα οποία έχουν υιοθετήσει το κοινό νόμισμα, το ευρώ, εξετάζεται η ανταπόκρισή μιας Κεντρικής Τράπεζας με ιδιαίτερο ρόλο και αποστολή.

⁷¹ Για διαθέσιμη βιβλιογραφία ως προς τη θεματική του τελικού αναχρηματοδοτικού δανειστή βλ. Γκόρτσος (2014) και σχετικές βιβλιογραφικές αναφορές.

⁷² Committee on the Global Financial System (2008), σελ. 6 – 7.

⁷³ Ibid, σελ. 8.

3. Το παράδειγμα της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Federal Reserve)

3.1. Σύντομη ιστορική αναδρομή

Κατά τον 19^ο και στις αρχές του 20^{ου} αιώνα, οι ΗΠΑ βίωσαν την εμπειρία μίας σειράς φαινομένων τραπεζικού πανικού. Τα φαινόμενα αυτά εκδηλώθηκαν όταν αιφνιδίως οι αποταμιευτές επιχείρησαν να μετατρέψουν τις τραπεζικές τους καταθέσεις σε νόμισμα. Όταν όμως έφτασαν στις τράπεζες, ανακάλυψαν ότι αυτές είχαν ανεπαρκή ποσότητα χρήματος, επειδή η προσφορά του ήταν καθορισμένη και μικρότερη από τον όγκο των τραπεζικών καταθέσεων. Μετά τον εκτεταμένο πανικό του 1907, ο οποίος είχε ως αποτέλεσμα την κατάρρευση 243 τραπεζών δημιουργήθηκε από το Κογκρέσο μία Εθνική Νομισματική Επιτροπή, η οποία, αφού εξέτασε σε βάθος το νομισματικό και τραπεζικό σύστημα των ΗΠΑ, διαμόρφωσε προτάσεις σχετικά με τη δημιουργία ενός θεσμού που θα συνέβαλε στην αποτροπή εμφάνισης τέτοιων φαινομένων. Μετά από έντονες διεργασίες και διαβουλεύσεις, το Κογκρέσο το 1913, υπό την Προεδρία του W. Wilson υιοθέτησε το Νόμο περί Ομοσπονδιακών Αποθεμάτων (Federal Reserve Act), ο οποίος προέβλεπε την ίδρυση ενός ομοσπονδιακού συστήματος τραπεζών⁷⁴.

Το ομοσπονδιακό σύστημα τραπεζών ενσωμάτωσε δύο κλασικές παραδοσιακές αρχές των ΗΠΑ στο σχεδιασμό του: πρώτον, την έλλειψη εμπιστοσύνης απέναντι στη συγκέντρωση της εξουσίας σε κεντρικό επίπεδο και δεύτερον, τις αμφιλεγόμενες απόψεις και στάσεις απέναντι στην εγκαθίδρυση νέων κυβερνητικών θεσμών, με αποστολή την αντιμετώπιση αδυναμιών από τη λειτουργία της ιδιωτικής οικονομίας. Για αυτό το λόγο, δημιουργήθηκε ένα αποκεντρωμένο σύστημα δώδεκα περιφερειακών κεντρικών τραπεζών, το οποίο τελεί υπό τον έλεγχο ιδιωτών και ομοσπονδιακής κυβέρνησης. Σύμφωνα με την ιδρυτική πράξη, οι περιφερειακές κεντρικές τράπεζες τελούσαν υπό την ιδιοκτησία ιδιωτικών εμπορικών τραπεζών, οι οποίες σε συνεργασία με την Κυβέρνηση ασκούσαν από κοινού τη νομισματική πολιτική με πρωταρχικό στόχο την αποφυγή εκδήλωσης φαινομένων πανικού στο τραπεζικό σύστημα⁷⁵.

Το ομοσπονδιακό σύστημα τραπεζών θεωρείται ως μία ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα καθώς οι αποφάσεις της δε τελούν υπό την έγκριση του Προέδρου ή οποιουδήποτε άλλου οργάνου της εκτελεστικής λειτουργίας. Ωστόσο, υπόκειται στην επίβλεψη του Κογκρέσου και οφείλει να λειτουργεί εντός του ευρύτερου πλαισίου των στόχων της οικονομικής πολιτικής που θέτει η κυβέρνηση.

3.2. Στόχοι και Αρμοδιότητες

Σύμφωνα με την ενότητα 2Α της ιδρυτικής πράξης του FED⁷⁶, όπως έχει τροποποιηθεί και ισχύει σήμερα⁷⁷, ορίζονται τρεις στόχοι οι οποίοι διέπουν τη δράση του:

⁷⁴ Board of Governors of the Federal Reserve System (2005), σελ. 1-2, Bernanke (2013), σελ. 1-28.

⁷⁵ Apel (2003), σελ. 20.

⁷⁶ Federal Reserve Act, ενότητα (Section) 2Α.

⁷⁷ Το Κογκρέσο υιοθέτησε νομοθεσία για τον προσδιορισμό των πρωταρχικών στόχων της εθνικής οικονομικής πολιτικής, μεταξύ των οποίων ο Νόμος για την Απασχόληση (Employment Act – 1946), η τροποποίηση του ιδρυτικού νόμου (Federal Reserve Reform Act – 1977) και ο Νόμος της πλήρους απασχόλησης και ισορροπημένης ανάπτυξης (Full Employment and Balanced Growth Act – 1978).

1. **Υψηλό επίπεδο απασχόλησης (πλήρης απασχόληση)**
2. **Σταθερότητα τιμών**
3. **Μακροπρόθεσμα επιτόκια σε μέτρια επίπεδα**

Σε ευθυγράμμιση με τους στόχους της, οι αρμοδιότητες του FED συνοψίζονται σε τέσσερις γενικές κατηγορίες⁷⁸:

1. στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής της χώρας μέσω του επηρεασμού των νομισματικών και πιστωτικών συνθηκών στην οικονομία, προωθώντας την επιδίωξη των προαναφερόμενων στόχων.
2. στην εποπτεία και ρύθμιση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων προκειμένου να διασφαλιστεί η ασφάλεια και η ευρωστία του τραπεζικού και του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς και να προστατευτούν τα πιστωτικά δικαιώματα των καταναλωτών,
3. στη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, συγκρατώντας τους συστημικούς κινδύνους που μπορεί να προκύψουν στις αγορές,
4. στην παροχή συγκεκριμένων χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών προς τα πιστωτικά ιδρύματα, την κυβέρνηση των ΗΠΑ και τους ξένους φορείς, περιλαμβανομένου και του σημαντικού ρόλου που διαδραματίζει στη λειτουργία του συστήματος πληρωμών της χώρας⁷⁹.

3.3. Δομή

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ είναι ένα σύστημα το οποίο αποτελείται από τα εξής μέρη⁸⁰:

Το Διοικητικό Συμβούλιο (Board of Governors)⁸¹: Το Διοικητικό Συμβούλιο σχεδιάστηκε ως ομοσπονδιακός κυβερνητικός φορέας. Το Κογκρέσο μπορεί να ασκήσει σημαντική επιρροή, ιδίως μέσω της συμμετοχής του στον καθορισμό της σύνθεσής του. Αποτελείται από 7 μέλη που διορίζονται από τον Πρόεδρο των ΗΠΑ και επικυρώνονται από την Αμερικάνικη Γερουσία. Δύο από τα επτά μέλη του Συμβουλίου επιλέγονται από τον Πρόεδρο των ΗΠΑ για τη θέση του Προέδρου και του Αντιπροέδρου της Ομοσπονδιακής Τράπεζας. Το διοικητικό συμβούλιο έχει δύο κύρια καθήκοντα, τα οποία θα αναλυθούν στη συνέχεια της ενότητας:

- τον έλεγχο της νομισματικής πολιτικής, μέσω της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς και
- τη ρύθμιση και εποπτεία των εμπορικών τραπεζών.

Παράλληλα, μετέχει, μεταξύ άλλων:

- στην Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία,

⁷⁸ Board of Governors of the Federal Reserve System (2005), σ. 1.

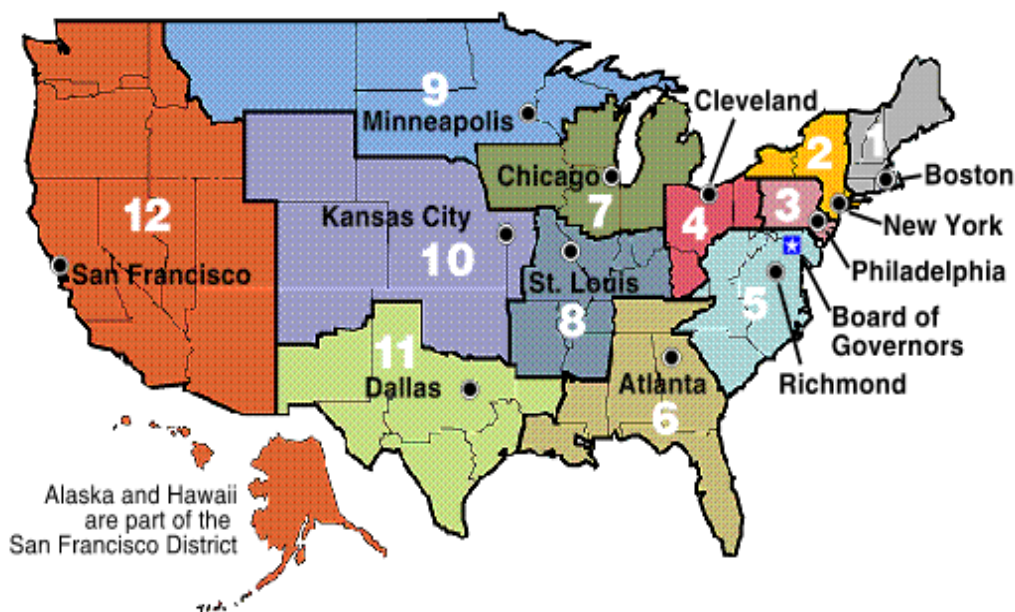
⁷⁹ Όπως παρατίθεται στη διεύθυνση <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/mission.htm>.

⁸⁰ Board of Governors of the Federal Reserve System (2005), σ. 4-13, Federal Reserve Bank of Atlanta (2001), σελ. 1-4.

⁸¹ Federal Reserve Act – ενότητα 10.

- στο Φόρουμ Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας⁸², το βασικό συντονιστικό forum των ενεργειών των μελών του για τη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος

Δώδεκα Περιφερειακές Ομοσπονδιακές Τράπεζες (Federal Reserve banks): Αποτελώντας τους εκτελεστικούς βραχίονες του συστήματος και με ευθύνη για συγκεκριμένη γεωγραφική περιοχή, οι 12 ομοσπονδιακές τράπεζες, η κάθε μια με δικό της διοικητικό συμβούλιο, συμβάλουν στη διεξαγωγή των καθημερινών λειτουργιών του ομοσπονδιακού συστήματος, με αρμοδιότητες που αφορούν στο σύστημα πληρωμών, στην κυκλοφορία του εθνικού νομίσματος και τη ρύθμιση και εποπτεία των τραπεζών μελών του συστήματος και λοιπών πιστωτικών ιδρυμάτων⁸³.



Πηγή: FED (<http://www.federalreserve.gov/otherfrb.htm>)

Τράπεζες μέλη του συστήματος⁸⁴: Ιδιωτικές τράπεζες που είναι μέλη του FED και υποχρεώνονται στη συμμετοχή τους στο ομοσπονδιακό σύστημα.

Την Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (Federal Open Market Committee-FOMC)⁸⁵: Αποτελείται από τα επτά μέλη του Συμβουλίου των Κυβερνητών, τον πρόεδρο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Υόρκης και τους προέδρους άλλων τεσσάρων περιφερειακών Ομοσπονδιακών Τραπεζών. Σημειώνεται ότι ο πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου είναι και ο πρόεδρος της FOMC. Η FOMC αποφασίζει και επιβλέπει την πολιτική πράξεων ανοικτής αγοράς, οι οποίες αποτελούν το βασικό εργαλείο που χρησιμοποιεί το FED για να επηρεάσει τις νομισματικές και πιστωτικές συνθήκες, καθώς και τις πράξεις στα αγορές συναλλάγματος.

⁸² Το 2009, μετεξελίχθηκε σε Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (Financial Stability Board – FSB).

⁸³ Ibid, ενότητα 13.

⁸⁴ Ibid, ενότητα 9.

⁸⁵ Ibid, ενότητα 12Α.

Διάφορα γνωμοδοτικά συμβούλια: Ομοσπονδιακό γνωμοδοτικό συμβούλιο (Federal Advisory Council), γνωμοδοτικό συμβούλιο επί θεμάτων καταναλωτών (Consumer Advisory Council), γνωμοδοτικό συμβούλιο επί θεμάτων πιστωτικών ιδρυμάτων (Thrift Institutions Advisory Council)

3.4. Εργαλεία άσκησης νομισματικής πολιτικής και διασφάλισης σταθερότητας χρηματοπιστωτικού συστήματος

Το FED εφαρμόζει τη νομισματική πολιτική, θέτοντας, μέσω της FOMC, ως στόχο το επιθυμητό επιτόκιο διατραπεζικού δανεισμού (federal funds rate), δηλαδή το επιτόκιο στο οποίο τα πιστωτικά ιδρύματα δανείζονται κεφάλαια στη διατραπεζική αγορά των ΗΠΑ για περίοδο μίας ημέρας (overnight). Μέσα από τη διενέργεια πράξεων ανοικτής αγοράς, την υποχρέωση τήρησης ελάχιστών αποθεματικών και τη χορήγηση πάγιας πιστωτικής διευκόλυνσης, επιδιώκει να ασκήσει έλεγχο στην προσφορά και τη ζήτηση κεφαλαίων στη διατραπεζική αγορά, προκειμένου το επιτόκιο να διαμορφώνεται από τις δυνάμεις της αγοράς στα προκαθορισμένα επίπεδα⁸⁶.

Διενέργεια πράξεων ανοικτής αγοράς (open market operations)⁸⁷: Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Νέας Υόρκης, κατόπιν εξουσιοδότησης της FOMC προβαίνει σε αγοραπωλησίες κρατικών χρεογράφων στη δευτερογενή αγορά, επηρεάζοντας με αυτόν τον τρόπο την προσφορά χρήματος και τη ρευστότητα της αγοράς, στην προσπάθεια να διατηρήσει το επιτόκιο στα προκαθορισμένα επίπεδα. Πωλώντας ή αγοράζοντας κρατικά χρεόγραφα στην αγορά, το FED μπορεί να μειώσει ή να αυξήσει αντίστοιχα τα αποθεματικά των τραπεζών. Καθορίζοντας την πολιτική, η FOMC αποφασίζει τη διοχέτευση περισσότερων αποθεματικών στο τραπεζικό σύστημα μέσω της αγοράς βραχυχρόνιων κρατικών τίτλων και μακροχρόνιων κρατικών ομολόγων ή τη συστολή της νομισματικής πολιτικής, μέσω της πώλησης κρατικών χρεογράφων⁸⁸. Διακρίνονται σε δύο κατηγορίες:

- **Συμφωνίες επαναγοράς και αντίστροφες συμφωνίες επαναγοράς:** Αποτελούν συνήθως πράξεις ημερήσιας διάρκειας, κατά τις οποίες το FED αγοράζει (στη συμφωνία επαναγοράς) ή πουλά (στην αντίστροφη συμφωνία επαναγοράς) ένα κρατικό χρεόγραφο σε έναν διαπραγματευτή, με τη συμφωνία εκείνος να το επαναγοράσει ή επαναπωλήσει σε συγκεκριμένη ημερομηνία.
- **Απευθείας αγορές και πωλήσεις:** στην περίπτωση αυτή, η οποία αποτελεί το βασικό δίαυλο ενίσχυσης ρευστότητας στην αγορά, διενεργείται η απευθείας αγορά ή πώληση κρατικών χρεογράφων. Σε περιπτώσεις ανάγκης περιορισμού της ρευστότητας, το FED, αντί να προβεί σε πώληση χρεογράφων, διαδικασία ή οποία είναι εξαιρετικά σπάνια συνήθως επιλέγει να μην αντικαταστήσει χρεόγραφα τα οποία λήγουν⁸⁹.

Υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά (reserve requirements): Τα πιστωτικά ιδρύματα υποχρεούνται να τηρούν ένα μέρος των καταθέσεών τους στις περιφερειακές ομοσπονδιακές τράπεζες. Το FED μπορεί να μεταβάλλει την υποχρέωση αυτή, τροποποιώντας είτε τον εφαρμοζόμενο δείκτη είτε τη βάση υπολογισμού, είτε συνδυαστικά. Λόγω των σημαντικών επιπτώσεων που μπορεί να επιφέρει η τροποποίηση

⁸⁶ Σχετικά, βλ. Lloyd (2013), σελ. 143-147.

⁸⁷ Federal Reserve Act, Ενότητα 14.

⁸⁸ Samuelson and Nordhaus (2000), σελ. 273-277.

⁸⁹ Board of Governors of the Federal Reserve System (2005), σελ. 38-39.

των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών στο κόστος των τραπεζών, συνήθως αυτά ορίζονται σε σταθερά επίπεδα, συμβάλλοντας στην προβλεψιμότητα της ζήτησης για αποθεματικά και την βελτιστοποίηση της αποτελεσματικότητας των παρεμβάσεων για τον επηρεασμό του επιτοκίου διατραπεζικού δανεισμού⁹⁰.

Χορήγηση πάγιας πιστωτικής διευκόλυνσης (Discount window lending)⁹¹: Στη διάταξη αυτή, εδράζεται η αρμοδιότητα του FED να δρα ως τελικός αναχρηματοδοτικός δανειστής, μία αρμοδιότητα την οποία είχε επωμιστεί ήδη από τη σύστασή του⁹², προβλέποντας τη δυνατότητα δανεισμού των πιστωτικών ιδρυμάτων από το FED έναντι επαρκών εγγυήσεων, ως συμπληρωματική πηγή ρευστότητας και αποτρέποντας ασκούμενες ανοδικές πιέσεις στο επιτόκιο, ιδίως σε εποχές εκτάκτων γεγονότων. Κατόπιν αναθεώρησης του μηχανισμού το 2003, η πιστωτική διευκόλυνση χορηγείται μέσω τριών εναλλακτικών διαύλων, όπως αποτυπώνεται στον Πίνακα 1:

Πίνακας 3: Προγράμματα πάγιας πιστωτικής διευκόλυνσης από το FED

Είδος πιστωτικής διευκόλυνσης	Δικαιούχος	Περιγραφή	Προεξοφλητικό Επιτόκιο
Βασική Πιστωτική Διευκόλυνση (primary lending programs):	<i>Εύρωστα Πιστωτικά Ιδρύματα</i>	<i>Χορήγηση βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης (συνήθως μία ημέρα)</i>	<i>1% επιπλέον του οριζόμενου επιτοκίου διατραπεζικού δανεισμού</i>
Δευτερεύουσα Πιστωτική Διευκόλυνση (Secondary lending programs):	<i>Πιστωτικά ιδρύματα με προβλήματα (που δεν εμπίπτουν στην πρώτη κατηγορία)</i>	<i>Χορήγηση βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης (συνήθως μία ημέρα)</i>	<i>0,5% επιπλέον του επιτοκίου της βασικής πιστωτικής διευκόλυνσης</i>
Εποχική Πιστωτική Διευκόλυνση (Seasonal lending programs):	<i>Μικρού μεγέθους πιστωτικά ιδρύματα με εποχικότητα στις ανάγκες ρευστότητας</i>	<i>Έως 9 μήνες</i>	<i>Βάσει επιτοκίου αγοράς</i>

Πριν την εκδήλωση της κρίσης:

- η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής βασιζόταν κατά κύριο λόγο στην παροχή ρευστότητας μέσω διενέργειας πράξεων ημερήσιας διάρκειας, με ένα περιορισμένο αριθμό κύριων διαπραγματευτών έναντι συγκεκριμένου είδους εγγυήσεων (κρατικές ομολογίες). Αποτέλεσμα της διενέργειας αυτών των

⁹⁰ Επιπλέον της υποχρέωσης τήρησης ελάχιστων αποθεματικών, υφίσταται και η υποχρέωση τήρησης αποθεματικών με στόχο την εκκαθάριση απρόσμενων συναλλαγών (Contractual Clearing Balances), βλ. περισσότερα σε Board of Governors of the Federal Reserve System (2005), σ.43-44.

⁹¹ Federal Reserve Act, ενότητα 10B.

⁹² Carlson and Wheelock (2013), σελ. 1.

πράξεων είναι η μεταβολή της συνολικής ποσότητας των αποθεματικών που διακρατώνται στο τραπεζικό σύστημα των ΗΠΑ.

- Παράλληλα, το FED διέθετε το αναγκαίο κανονιστικό πλαίσιο προκειμένου να προβεί σε χορήγηση δανειακών κεφαλαίων σε εμπορικές τράπεζες και άλλα πιστωτικά ιδρύματα μέσω των χορηγούμενων πιστωτικών διευκολύνσεων, όπου στη διακριτική τους ευχέρεια, οι τράπεζες μπορούν να αντλήσουν δανειακά κεφάλαια βραχυπρόθεσμα έναντι ενός ευρύτερου αριθμού εγγυήσεων.
- Επιπρόσθετα, το άρθρο 13 (3) του ιδρυτικού νόμου του FED προβλέπει χορήγηση πιστωτικών διευκολύνσεων και σε λοιπούς φορείς, εκτός πιστωτικών ιδρυμάτων. Σύμφωνα με το άρθρο αυτό, σε ασυνήθιστες και επείγουσες καταστάσεις, το Διοικητικό Συμβούλιο, μέσω της θετικής ψήφου τουλάχιστον πέντε μελών του, μπορεί να εξουσιοδοτήσει κάθε περιφερειακή ομοσπονδιακή τράπεζα, κατά τη διάρκεια της χρονικής περιόδου την οποία θα προσδιορίσει το ως άνω Συμβούλιο, σε επιτόκια τα οποία καθορίζονται σύμφωνα με τις προβλέψεις της ιδρυτικής πράξης, να προεξοφλήσει για κάθε συμμετέχοντα που πληροί ευρεία κριτήρια επιλεξιμότητας τα χρέη του.

Ωστόσο, υπό κανονικές συνθήκες, τα πιστωτικά ιδρύματα και λοιποί φορείς σπάνια κατέφευγαν στην αξιοποίηση πιστωτικών διευκολύνσεων, καθώς είχαν τη δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων από την αγορά, και προσέφευγαν σε πιστωτική διευκόλυνση μόνο για την αντιμετώπιση έκτακτων προβλημάτων ρευστότητας⁹³.

3.5. Ρύθμιση και εποπτεία για τη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος

3.5.1. Ρυθμιστική παρέμβαση

Με στόχο τη διασφάλιση της ακεραιότητας και της ευρωστίας στη λειτουργία των πιστωτικών ιδρυμάτων, το FED υιοθετεί πρότυπα, υπό τη μορφή κανονισμών, κανόνων, κατευθυντήριων αρχών πολιτικής ή ερμηνευτικών οδηγιών. Τα πρότυπα καθορίζονται είτε υπό ειδική είτε υπό γενικότερη νομοθετική εξουσιοδότηση. Τα ρυθμιστικά πρότυπα μπορεί να είναι είτε περιοριστικά (περιορίζοντας το εύρος των ασκούμενων δραστηριοτήτων ενός πιστωτικού ιδρύματος) είτε επιτρεπτικά (επιτρέποντας την άσκηση συγκεκριμένων δραστηριοτήτων από πιστωτικά ιδρύματα)⁹⁴.

3.5.2. Εποπτεία

Τόσο η ρύθμιση όσο και η εποπτεία του τραπεζικού τομέα στις ΗΠΑ διαμοιράζεται σε ένα σημαντικό αριθμό φορέων, οι οποίοι είναι αρμόδιοι για την εποπτεία διαφορετικών φορέων και τμημάτων της τραπεζικής αγοράς. Κατά την άσκηση των εποπτικών του αρμοδιοτήτων, το FED συνεργάζεται από κοινού με:

- Το Γραφείο του Οικονομικού Ελέγχου του Νομίσματος (Office of the Comptroller of the Currency, OCC).

⁹³ Kohn (2010), σελ. 2.

⁹⁴ Τα πρότυπα υιοθετούνται σε μια σειρά τομέων, όπως ενδεικτικά τη χορήγηση πιστωτικής διευκόλυνσης, το ύψος των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών, τις ηλεκτρονικές συναλλαγές κ.α. Αναλυτικά, βλ. Board of Governors of the Federal Reserve System (2005), Παράρτημα I, σελ. 103-106.

- Το Γραφείο της Εποπτείας των Πιστωτικών Ιδρυμάτων (Office of Thrift Supervision, OTS).
- τον Ομοσπονδιακό Οργανισμό Ασφάλισης Καταθέσεων (Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)).
- Λοιπούς αρμόδιους φορείς ανά πολιτεία.

Το Διοικητικό Συμβούλιο του FED, μέσω κανονισμών συντονίζει τις ενέργειές του με εκείνες των λοιπών οργάνων που εμπλέκονται στην εποπτεία του τραπεζικού συστήματος. Μεταξύ των αρμοδιοτήτων του, το Συμβούλιο:

- έχει την πρωταρχική ευθύνη για τη ρύθμιση και εποπτεία των συμμετοχικών εταιρειών τραπεζών (bank holding companies⁹⁵) και πολιτειακών τραπεζών (state-chartered banks) που αποτελούν μέλη του ομοσπονδιακού συστήματος.
- εποπτεύει τις δώδεκα περιφερειακές ομοσπονδιακές τράπεζες, ιδίως μέσω επιρροής στη λειτουργία τους (ορισμός τριών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου τους, έγκριση σημαντικών δαπανών, διενέργεια ετήσιων οικονομικών επιθεωρήσεων κτλ). Παράλληλα όμως, εκχωρεί σε αυτές σημαντικά εποπτικά καθήκοντα, τα οποία πρέπει να ασκούνται στο πλαίσιο της πολιτικής της καθοδήγησης και της επίβλεψης του Συμβουλίου. Ένα παράδειγμα τέτοιου καθήκοντος είναι η διενέργεια επιτόπιων τραπεζικών ελέγχων.
- διαθέτει την εξουσία να εξετάζει το σύνολο των τραπεζών μελών του συστήματος και των θυγατρικών τους, μέσω υποβολής περιοδικών εκθέσεων.
- εποπτεύει συγκεκριμένες επιχειρήσεις (Edge and agreement corporations), μέσω των οποίων πιστωτικά ιδρύματα των ΗΠΑ διεξάγουν διεθνείς τραπεζικές δραστηριότητες⁹⁶.

Σε ομαλές συνθήκες, το FED διεξάγει ετήσια επιθεώρηση των μεγάλων τραπεζικών ομίλων (με στοιχεία ενεργητικού σε ενοποιημένη βάση \$1 δισ. και άνω) και μικρότερου μεγέθους τραπεζικών ομίλων ιδιαίτερης σημασίας. Λοιπές κατηγορίες υπόκεινται σε ειδικό, ευέλικτο εποπτικό πρόγραμμα, το οποίο βασίζεται σε εξ αποστάσεως παρακολούθηση και αξιολόγηση από το βασικό πιστωτικό ίδρυμα. Σε κάθε περίπτωση και σύμφωνα με την αρχή της αποκέντρωσης, κατά τη διενέργεια αξιολόγησης της χρηματοπιστωτικής κατάστασης ενός ομίλου, λαμβάνονται υπόψη οι αξιολογήσεις της περιφερειακής ομοσπονδιακής ή κρατικής τράπεζας. Κατά τη διεξαγωγή του εποπτικού του έργου, το FED ακολουθεί μία προσέγγιση προσανατολισμένη στον εντοπισμό κινδύνων (“Risk-Focused Supervision”), προσέγγιση η οποία είναι μία συνεχής διαδικασία συγκριτικά με τη διενέργεια αποσπασματικών ελέγχων. Ως στόχος τίθεται ο εντοπισμός των σημαντικότερων κινδύνων σε ένα πιστωτικό ίδρυμα και η αποτίμηση της ικανότητάς του να αξιολογήσει, μετρήσει, παρακολουθήσει και διαχειριστεί αποτελεσματικά τον κίνδυνο.⁹⁷

⁹⁵ Σύμφωνα με το σχετικό νομοθετικό πλαίσιο (Bank Holding Company Act – 1956), η έννοια αναφέρεται σε μία επιχείρηση η οποία ασκεί έλεγχο σε μία ή περισσότερες τράπεζες, ακόμα και αν αυτή δεν εμπλέκεται σε δραστηριότητες του τραπεζικού τομέα.

⁹⁶ Smale (2010), σελ. 3-4, βλέπε σχετικά και στη διεύθυνση <https://www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/structure-and-functions/banking-supervision>

⁹⁷ Board of Governors of the Federal Reserve System (2005), σελ. 59-74.

3.6. Ανταπόκριση του FED στη πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση

Με την εκδήλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, η αβεβαιότητα της αγοράς ως προς την κατάσταση των χρηματοπιστωτικών φορέων, τη μελλοντική αξία των στοιχείων ενεργητικού στου ισολογισμού τους και τις ανάγκες ρευστότητας κορυφώθηκε. Για την αντιμετώπιση αυτής της κατάστασης, το FED προέβη σε μία σειρά ενεργειών, όπως αναλύονται στη συνέχεια της παρούσας ενότητας.

3.6.1. Εργαλεία νομισματικής πολιτικής για τη διασφάλιση της σταθερότητας

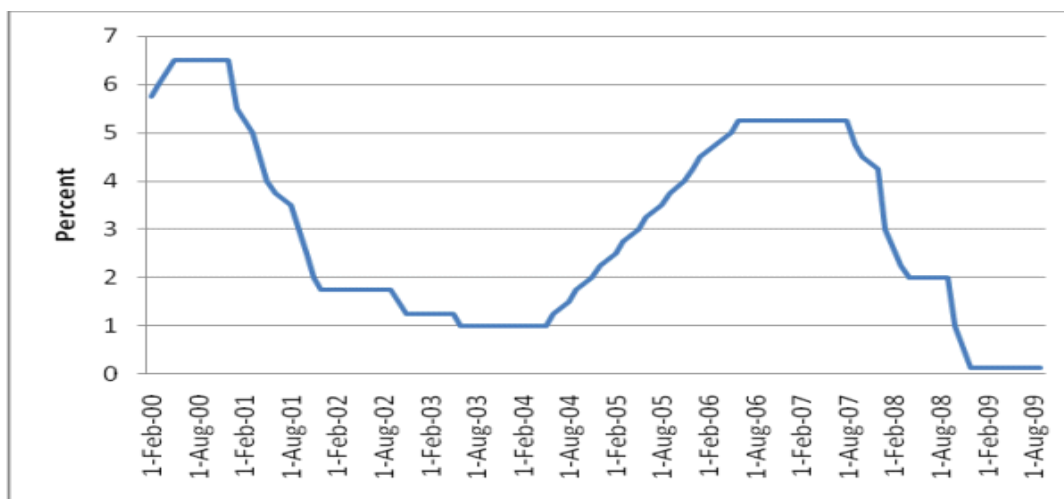
Η FOMC ανταποκρίθηκε άμεσα στην εκδήλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, αξιοποιώντας το βασικό εργαλείο νομισματικής πολιτικής και υιοθετώντας μία επιθετική πολιτική μείωσης του επιτοκίου – στόχου διατραπεζικού δανεισμού⁹⁸. Με αφετηρία τη 18^η Σεπτεμβρίου 2007, η FOMC μείωσε το επιτόκιο σταδιακά:

- αρχικά κατά 50 μονάδες βάσης,
- με την επιδείνωση των οικονομικών δεικτών, αθροιστικά κατά 325 μονάδες βάσης την άνοιξη του 2008.

Αν και η ανταπόκριση του FED χαρακτηρίστηκε ως ταχεία και προδραστική, με στόχο την άμβλυνση των αρνητικών συνεπειών της χρηματοπιστωτικής κρίσης, την αναστολή της αμοιβαίας ανατροφοδότησης των φαινομένων της χρηματοπιστωτικής αναταραχής και της αποδυνάμωσης της οικονομίας, και την ενίσχυση της απασχόλησης και των εισοδημάτων⁹⁹, η χειροτέρευση των οικονομικών συνθηκών οδήγησε σε ανάληψη περαιτέρω ενεργειών, καθώς η FOMC:

- προέβη σε περαιτέρω μείωση του επιτοκίου κατά 100 μονάδες βάσης τον Οκτώβρη του 2008,
- το Δεκέμβριο, μετά από επιπλέον μειώσεις, καθόρισε ως στόχο επιτόκιο της τάξης 0% με 0,25%.

Διάγραμμα 4: Διαχρονική εξέλιξη του επιτοκίου διατραπεζικού δανεισμού - στόχου



⁹⁸ Mishkin and White (2014), σελ. 7.

⁹⁹ Bernanke (2009), σελ. 1.

Πηγή: FED (επεξεργασία: Dokko J., Doyle B., Kiley T. M., Kim J., Sherlund S., Sim J. and Van den Heuvel S. – 2009, σελ. 5)

Σε συνέχεια της μείωσης των επιτοκίων κοντά σε μηδενικά επίπεδα το FED κατέφυγε σε μη συμβατικά μέσα, με σκοπό να κινητοποιήσει περαιτέρω την αγορά (zero bound problem). Απώτερος σκοπός είναι η μείωση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων¹⁰⁰, μέσω δύο κυρίως διαύλων:

A. της πολιτικής της ποσοτικής χαλάρωσης

B. της μελλοντικής κατεύθυνσης της πολιτικής (forward guidance)

3.6.1.1. Η πολιτική της ποσοτικής χαλάρωσης

Η πολιτική της ποσοτικής χαλάρωσης¹⁰¹ βασίζεται στη σημαντική αύξηση του αριθμού των χρηματοπιστωτικών τίτλων που κατέχει το FED στο ενεργητικό του ισολογισμού του, και τη συνακόλουθη αύξηση των απαιτήσεων στο παθητικό, υπό τη μορφή των τραπεζικών αποθεματικών. Η επέκταση των στοιχείων του ενεργητικού έχει ως αποτέλεσμα αντίστοιχη αύξηση των τραπεζικών αποθεματικών, καθώς το FED αποκτά τους τίτλους πιστώνοντας το λογαριασμό της τράπεζας – πωλητή. Επομένως, οι ενέργειες οι οποίες θα περιγραφούν οδήγησαν σε μία τεράστια αύξηση στα τραπεζικά αποθεματικά (excess reserves)¹⁰².

Αρχικά, το Μάρτιο του 2008, η FOMC ανακοίνωσε το πρώτο **πρόγραμμα επαναγοράς κρατικών ομολόγων (Single – Tranche Open Market Operation Program¹⁰³)** συνολικής αξίας \$100 δισ.: στη διαδικασία αυτή, η οποία διήρκησε έως το Δεκέμβριο του 2008, οι βασικοί διαπραγματευτές μπορούσαν να προσκομίσουν αποδεκτά κρατικά χρεόγραφα για επαναγορά από το FED (διάρκεια επαναγοράς: 28 ημέρες), με σκοπό την ενίσχυση ρευστότητας.

Στη συνέχεια, χρησιμοποιώντας ως εργαλείο τον ισολογισμό του FED, η FOMC, επέκτεινε τη διενέργεια πράξεων ανοικτής αγοράς με τους εξής τρόπους¹⁰⁴:

1. Το Νοέμβριο του 2008, η FOMC ανακοίνωσε πρόγραμμα αγοράς των άμεσων υποχρεώσεων των σχετιζόμενων με την αγορά ακινήτων οργανισμών οι οποίοι λειτουργούν υπό κρατική αιγίδα (GSEs --Fannie Mae, Freddie Mac και Federal Home Loan Banks) και των τιτλοποιημένων ενυπόθηκων δανείων (mortgage-backed securities - MBS) υποστηριζόμενων από τους ως άνω οργανισμούς (**GSE and Agency Securities and MBS Purchase Program¹⁰⁵**). Το πρόγραμμα

¹⁰⁰ Mishkin and White (2014), σελ. 9.

¹⁰¹ Κατά τον Bernanke (2009), ορθότερος όρος είναι η πιστωτική χαλάρωση, καθώς η έννοια τη ποσοτικής χαλάρωσης αναφέρεται στην ύπαρξη συγκεκριμένων στόχων τραπεζικών αποθεμάτων. Στην περίπτωση του FED, η ακολουθούμενη πολιτική θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως συνδυασμός πιστωτικής πολιτικής και πολιτικής οιονεί διαχείρισης χρέους. Η αύξηση των τραπεζικών αποθεματικών ήταν προϊόν και όχι στόχος της πολιτικής. Βλ. σχετικά Borio and Disyatat (2009), σελ. 9.

¹⁰² Lloyd (2013), σελ. 193.

¹⁰³ Βλ. σχετικά στοιχεία του προγράμματος στη διεύθυνση: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_tranche.htm

¹⁰⁴ Baxter and Gross (2010), σελ. 294-295, Lloyd (2013), σελ. 193-194.

¹⁰⁵ FED, Δελτίο Τύπου της 21^{ης} Νοεμβρίου 2008, διαθέσιμο στη διεύθυνση <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081125b.htm>

αρχικά οδήγησε σε παροχή ρευστότητας της τάξης των \$600 δις. (\$100 δις. από άμεσες υποχρεώσεις και \$500 δις. από επαναγορά MBS)

2. Το Μάρτιο 2009, η συνεχιζόμενη καθοδική πορεία της οικονομίας οδήγησε τη FOMC να επεκτείνει περαιτέρω το ενεργητικό του ισολογισμού της προέβλεψε την αγορά επιπρόσθετων άμεσων υποχρεώσεων (\$100 δις.) και MBS (\$750 δις.) καθώς και την επαναγορά κρατικών ομολογίων μεγαλύτερης διάρκειας αξίας \$300 δις¹⁰⁶. Εκτός από την παροχή ρευστότητας, σκοπός της συγκεκριμένης δέσμης ενεργειών συνολικής αθροιστικής αξίας \$1.750 δις. ήταν η μείωση του κόστους και η βελτίωση της δυνατότητας πρόσβασης σε δανεισμό.

3.6.1.2. Μελλοντική κατεύθυνση πολιτικής (forward guidance)

Επιπρόσθετα με την πολιτική απόκτησης σημαντικής αξίας τίτλων μακροπρόθεσμης διάρκειας, το FED έχει προβεί σε μία σειρά επικοινωνιακών πρωτοβουλιών (forward guidance), με στόχο τον επηρεασμό των προσδοκιών για τη μελλοντική εξέλιξη της πολιτικής του και συνακόλουθα της τιμής των μακροπρόθεσμων επιτοκίων. Οι εκτιμήσεις σχετικά με την εξέλιξη των επιτοκίων διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων¹⁰⁷.

Η επικοινωνία του FED με το κοινό συνήθως διενεργείται μέσω δηλώσεων που δημοσιεύονται στο τέλος των συνεδριάσεων της FOMC. Με αφετηρία τη συνεδρίαση του FOMC το Μάρτιο 2009 και για τις 19 συνεχόμενες συναντήσεις που έλαβαν χώρα σε διάστημα 2,5 ετών, το FED χρησιμοποιούσε για πρώτη φορά¹⁰⁸ την πρόταση ότι οι «οικονομικές συνθήκες, μεταξύ των οποίων τα χαμηλά επιτόκια, οι ασθενείς πληθωριστικές τάσεις και σταθερές πληθωριστικές προσδοκίες, είναι πιθανό να εγγυηθούν χαμηλά επίπεδα επιτοκίου διατραπεζικού δανεισμού για μία εκτεταμένη χρονική περίοδο¹⁰⁹». Σταδιακά, η διατύπωση αυτή άρχισε να συγκεκριμενοποιείται περισσότερο:

- Αύγουστος 2011: αναφέρεται η πιθανότητα διατήρησης των εξαιρετικά χαμηλών επιτοκίων «έως τουλάχιστον τα μέσα του 2013»¹¹⁰
- Ιανουάριος 2012: η εκτίμηση εκτείνεται «έως τουλάχιστον το 2014»¹¹¹
- Σεπτέμβριος 2012: «έως τουλάχιστον τα μέσα του 2015»¹¹²

Οι ανακοινώσεις αυτές συνιστούν την εκτίμηση του FED βάσει των τρεχουσών οικονομικών συνθηκών. Αν και δεν αποτελούν δέσμευση ή εγγύηση για την εξέλιξη των επιτοκίων, σε κάθε περίπτωση αποτελούν μία ισχυρή ένδειξη της ασκούμενης πολιτικής.

¹⁰⁶ FED, Δελτίο Τύπου της 18^{ης} Μαρτίου 2009, διαθέσιμο στη διεύθυνση <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090318a.htm>

¹⁰⁷ Lloyd (2013), σελ. 195 – 198, Bernanke (2009), σελ. 2

¹⁰⁸ Kohn (2010), σελ. 12

¹⁰⁹ «Economic conditions are likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate for an extended period»

¹¹⁰ FOMC, Δελτίο Τύπου της 9^{ης} Αυγούστου 2011, διαθέσιμο στη διεύθυνση <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110809a.htm>

¹¹¹ Ibid, Δελτίο Τύπου της 21^{ης} Ιανουαρίου 2012, διαθέσιμο στη διεύθυνση <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110809a.htm>

¹¹² Ibid, Δελτίο Τύπου της 13^{ης} Σεπτεμβρίου 2012, διαθέσιμο στη διεύθυνση <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120913a.htm>

3.6.2. Το FED ως τελικός αναχρηματοδοτικός δανειστής

3.6.2.1. Το πρόγραμμα TAF

Σε ανταπόκριση στην εκδήλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, το FED ενέκρινε μία σειρά πιστωτικών διευκολύνσεων για την αντιμετώπιση των πιέσεων ρευστότητας που αντιμετώπισαν τα πιστωτικά ιδρύματα. Η αρμοδιότητά του FED ως τελικού αναχρηματοδοτικού δανειστή εδράζεται στο άρθρο 10B του Ιδρυτικού Νόμου. Μέχρι την εκδήλωση της κρίσης, η δυνατότητα άντλησης πιστωτικών διευκολύνσεων περιοριζόταν μόνο σε πιστωτικά ιδρύματα, πρόβλεψη η οποία τροποποιήθηκε όπως θα φανεί και στη συνέχεια αυτής της υποενότητας.

Το Δεκέμβριο του 2007, το FED προσέθεσε ένα νέο χαρακτηριστικό στις πάγιες δυνατότητες άντλησης πιστωτικής διευκόλυνσης, εισάγοντας τη **διευκόλυνση μέσω δημοπρασιών καθορισμένης διάρκειας (Term Auction Facility - TAF)**¹¹³. Βασικό χαρακτηριστικό της ήταν η μεταβολή που επέφερε στον καθορισμό του προεξοφλητικού επιτοκίου.

Σύμφωνα με το άρθρο 10B, η πιστωτική διευκόλυνση σε τράπεζες χορηγείται με επιτόκιο το οποίο καθορίζεται, αξιολογείται και επικυρώνεται από το Διοικητικό Συμβούλιο, και συνήθως είναι αρκετά υψηλότερο από το επιτόκιο διατραπεζικού δανεισμού¹¹⁴. Παρά το γεγονός ότι το προεξοφλητικό επιτόκιο είχε μειωθεί σημαντικά, σε επίπεδο μόλις 25 μονάδων πάνω από το επιτόκιο διατραπεζικού δανεισμού το Μάρτιο του 2008, οι πάγιες διευκολύνσεις αποδείχτηκαν ανεπαρκείς για την παροχή επαρκούς ρευστότητας¹¹⁵. Διαχρονικά, η αγορά έτεινε να αποτιμά τη προσφυγή ενός πιστωτικού ιδρύματος στο δανεισμό αυτό ως κίνηση απελπισίας από την πλευρά του, «στιγματίζοντας» τη φήμη του και αποτρέποντας τελικά τη χρήση αυτής της πηγής δανειοδότησης.

Με τη νέα δυνατότητα, ακολουθήθηκε διαφορετική μεθοδολογία στον καθορισμό του προεξοφλητικού επιτοκίου. Ειδικότερα και στη χορήγηση της συγκεκριμένης πιστωτικής διευκόλυνσης, αντί το επιτόκιο να καθορίζεται σε επίπεδο υψηλότερο του επιτοκίου διατραπεζικού δανεισμού, πλέον προκύπτει μέσω δημοπρασίας. Με τον τρόπο αυτό, το FED έδωσε τη δυνατότητα ανώνυμης πρόσβασης ενός ευρύτερου αριθμού αντισυμβαλλόμενων σε δανεισμό κεφαλαίων για περιορισμένο χρονικό διάστημα (28-35 μέρες αρχικά), ενθαρρύνοντας τη συμμετοχή των πιστωτικών ιδρυμάτων συγκριτικά με τις εναλλακτικές πηγές δανεισμού και ενισχύοντας τη ρευστότητα της αγοράς. Στο πλαίσιο του συγκεκριμένου προγράμματος, οι δημοπρασίες ξεκίνησαν στα \$20 δις., και με την επιδείνωση των συνθηκών ξεπέρασαν τα \$400 δις.¹¹⁶

3.6.2.2. Η πρόβλεψη του άρθρου 13 (3) και τα προγράμματα TSLF - PDCF και λοιπές διευκολύνσεις

Το Μάρτιο του 2008, η κατάσταση των χρηματοπιστωτικών αγορών είχε επιδεινωθεί σημαντικά, καθιστώντας σαφή την ανάγκη ανάληψης περισσότερων ενεργειών από το FED. Η έλλειψη ρευστότητας ήταν εμφανής, μετά τη διάβρωση της αγοράς των τιτλοποιημένων ενυπόθηκων δανείων, με εστίαση στους φορείς χρηματοπιστωτικής

¹¹³ Σχετικά βλ. Wheelock (2008) και σχετικά στη διεύθυνση <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/taf.htm> και http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_taf.htm

¹¹⁴ Βλ. υποενότητα 4.4.

¹¹⁵ Mishkin and White (2014), σελ. 7

¹¹⁶ Lloyd (2013), σελ. 182, Mishkin and White (2014), σελ. 7, Liang (2014), σελ. 72, Kohn (2010), σελ. 4.

μεσιτείας. Ωστόσο, η παροχή πιστωτικής διευκόλυνσης στη κατηγορία αυτών των φορέων δεν προβλεπόταν στο πλαίσιο του άρθρου 10B. Επομένως, έπρεπε να αναζητηθεί μία διαφορετική νομική βάση.

Το άρθρο 13 (3) του ιδρυτικού νόμου του FED, όπως παρουσιάστηκε στην ενότητα 3.4 αποτέλεσε το νομοθετικό έρεισμα για τη χορήγηση πιστωτικών διευκολύνσεων και σε λοιπούς φορείς, εκτός πιστωτικών ιδρυμάτων. Η συγκεκριμένη πρόβλεψη, αν και αποτελούσε μέρος της ιδρυτικής πράξης ήδη από το 1932, με μικρές τροποποιήσεις και αποσαφηνίσεις στη συνέχεια, δεν είχε εφαρμοστεί σε μεγάλη έκταση κατά το παρελθόν, παρά μόνο σε συγκεκριμένες περιπτώσεις¹¹⁷. Η ενεργοποίηση της πρόβλεψης εξετάστηκε σε λεπτομέρεια, δεδομένου ότι συνεπάγεται την αναγνώριση της επικράτησης «ασυνήθιστων και επειγουσών συνθηκών» στην αγορά από το Διοικητικό Συμβούλιο, διαπίστωση η οποία θα επιδείνωνε περαιτέρω την ήδη τεταμένη κρίση εμπιστοσύνης η οποία είχε επικρατήσει το τελευταίο χρονικό διάστημα. Παρά το κίνδυνο της αρνητικής σηματοδότησης μιας τέτοιας διαπίστωσης, το FED κατέφυγε στην αξιοποίηση της συγκεκριμένης νομικής βάσης για τον σχεδιασμό εξειδικευμένων προγραμμάτων παροχής διευκόλυνσης προς τους κύριους διαπραγματευτές (primary dealers).

Επί της νομικής αυτής βάσης, το Μάρτιο του 2008, το FED ανακοίνωσε¹¹⁸:

- τη δημιουργία του **προγράμματος δανεισμού τίτλων (Term Securities Lending Facilities - TSLF)**, μέσω του οποίου προέβη σε δανεισμό κρατικών ομολογιών προς τους κύριους διαπραγματευτές έναντι λιγότερο ρευστοποιήσιμων τίτλων (ιδίως MBS)¹¹⁹,
- τη δημιουργία του **προγράμματος χορήγησης πιστωτικής διευκόλυνσης σε κύριους διαπραγματευτές (Primary Dealer Credit Facility – PDCF)**¹²⁰, μέσω του οποίου προβλέποταν η δυνατότητα χορήγησης βραχυπρόθεσμου δανεισμού έναντι επαρκών εγγυήσεων (κρατικών ομολογιών).
- Παράλληλα, στις 14 Μαρτίου το FED προχώρησε στη χορήγηση του πρώτου δανείου – γέφυρα προς τη Bear Stears, ύψους \$ 10 – 15 δισ., με σκοπό την αποτροπή της άμεσης πτώχευσης έως την εύρεση λύσης, μέσω χορήγησης του συγκεκριμένου ποσού στη JP Morgan Chase με σκοπό να διασφαλίσει την εμπλοκή της στη διάσωση της. Τελικά, στις 16 Μαρτίου η Bear Stears περιήλθε στη JP Morgan Chase, με τη μεσολάβηση του FED, το οποίο παρείχε δάνειο που τελικά ανήλθε σε 29 δισ. δολάρια, μέσω της θεσμοθέτησης ενός οχήματος ειδικού σκοπού (Maiden Lane, LLC)¹²¹. Το ίδιο εργαλείο, δηλαδή το όχημα ειδικού σκοπού αξιοποιήθηκε και στην περίπτωση της διάσωσης του ασφαλιστικού ομίλου AIG.
- Τον Οκτώβριο του 2008, το FED θεσμοθέτησε:

¹¹⁷ Κατά τους Baxter and Gross (2010), σελ. 298-299, το 10B ενεργοποιήθηκε το 1932 σε συνέχεια της ψήφισής της διάταξης, τη περίοδο της μεγάλης κρίσης. Ενεργοποιήθηκε εκ νέου τα έτη 1966 και 1969, για αντιμετώπιση πιέσεων ρευστότητας, αλλά κανένα ίδρυμα δεν αξιοποίησε τη συγκεκριμένη γραμμή πίστωσης.

¹¹⁸ Johnson (2011), σελ. 286-289.

¹¹⁹ Βλ. σχετικά Fleming, Hrung and Keane (2009), σελ. 1-11

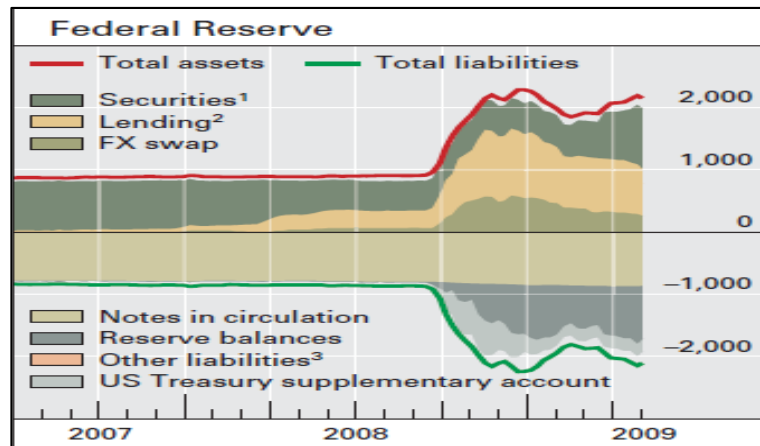
¹²⁰ Βλ. σχετικά στη διεύθυνση http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_pdcf.htm

¹²¹ Βλ. σχετικά Baxter and Gross (2010), σελ. 300-302 και στη διεύθυνση http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_bearstearns.htm

- τη διευκόλυνση για τη χορήγηση ρευστότητας έναντι τιτλοποιημένων εμπορικών ομολόγων που είχαν εκδοθεί από αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility - AMLF)¹²²
- τη διευκόλυνση για τη χρηματοδότηση των επενδυτών στην αγορά εμπορικών χρεογράφων (Commercial Paper Funding Facility – CPFF),¹²³
- τη διευκόλυνση για τη χρηματοδότηση των επενδυτών στην αγορά χρήματος (Money Market Investor Funding Facility – MMIFF), για την αντιμετώπιση των πιέσεων στην αγορά χρήματος λόγω της κατάρρευσης της Lehman Brothers¹²⁴,
- τη διευκόλυνση παροχής ρευστότητας χρεογράφων από τιτλοποιήσεις καταναλωτικών δανείων και δανείων προς μικρές επιχειρήσεις (Term Asset-Backed Securities Loan Facility—TALF), με σκοπό την αποτροπή της διακοπής χορήγησης δανείων προς καταναλωτές και επιχειρήσεις.¹²⁵

Η διεύρυνση των χορηγούμενων πιστωτικών διευκολύνσεων από το FED κατά την περίοδο 2007 – 2009 ήταν πρωτόγνωρη, αγγίζοντας στο τέλος του 2008 τα \$1,5 τρις.¹²⁶.

Διάγραμμα 5: *Επέκταση του ισολογισμού του FED την περίοδο 2007-2009*



Πηγή: BIS (2009), σελ. 98

3.6.2.3. Διεθνής Συνεργασία κεντρικών τραπεζών

Το FED λειτούργησε και ως ένας διεθνής τελικός αναχρηματοδοτικός δανειστής προς άλλες κεντρικές τράπεζες. Το Δεκέμβριο του 2007, υιοθέτησε συμφωνίες ανταλλαγής νομισμάτων για την ΕΚΤ και την Εθνική Τράπεζα της Ελβετίας με σκοπό να ενισχυθεί η προσφορά δολαρίων στις ξένες τράπεζες για την αντιμετώπιση των δυσλειτουργιών της διατραπεζικής αγοράς. Μετά και την κατάρρευση της Lehman Brothers, τέτοιου είδους

¹²² Βλ. σχετικά στη διεύθυνση http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_amlf.htm

¹²³ Βλ. σχετικά Adrian, Kimbrough, and Marchioni (2011), σελ. 25-39 και στη διεύθυνση <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/cpff.htm>

¹²⁴ Βλ. σχετικά στη διεύθυνση <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mmiff.htm>

¹²⁵ Ashcraft, Malz and Pozsar (2012), σελ. 29-66.

¹²⁶ Mishkin and White (2014), σελ. 8.

διακανονισμοί επεκτάθηκαν και σε άλλες κεντρικές τράπεζες (Ιαπωνία, Μεγάλη Βρετανία, Καναδά, Αυστραλία, Σουηδία, Νορβηγία, Δανία, Μεξικό κ.ά). Το Δεκέμβριο του 2008, αυτές οι συμφωνίες με ξένες κεντρικές Τράπεζες άγγιζαν τα \$600 δις¹²⁷.

3.6.3. Εποπτεία

Λόγω της αυξανόμενης ανησυχίας και αβεβαιότητας αναφορικά με τη κατάρρευση της εμπιστοσύνης ως προς τη φερεγγυότητα και τη βιωσιμότητα των κύριων πιστωτικών ιδρυμάτων, το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ ανακοίνωσε το Φεβρουάριο του 2009 ότι τα δέκα εννιά (19) μεγαλύτερα πιστωτικά ιδρύματα θα τεθούν στο «**Εποπτικό πρόγραμμα αξιολόγησης κεφαλαίων**» (**Supervisory Capital Assessment Program - SCAP**), υπό το οποίο προβλεπόταν η διενέργεια ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress tests) υπό το FED, σε συνεργασία με το Γραφείο του Οικονομικού Ελέγχου του Νομίματος (OCC) και τον Ομοσπονδιακό Οργανισμό Ασφάλισης Καταθέσεων (FDIC).

Αρχικά, το SCAP ανέλυσε ταυτόχρονα 19 συμμετοχικές εταιρείες τραπεζών, υιοθετώντας εκτιμήσεις αναφορικά με προβλέψεις απωλειών, πόρων και κεφαλαιακών αναγκών για την επόμενη διετία, αξιοποιώντας δύο διαφορετικά σενάρια: ένα σενάριο βάσης (σύμφωνο με τις αρνητικές προβλέψεις των οικονομολόγων για τις εξελίξεις) και ένα απαισιόδοξο σενάριο (υιοθετώντας εκτιμήσεις της επέλευσης μίας βαθύτερης ύφεσης). Αναλύοντας τόσο το επίπεδο όσο και τη σύνθεση του κεφαλαίου, εξετάστηκε αν κάθε τράπεζα διέθετε ένα επαρκές κεφαλαιακό απόθεμα ασφαλείας, προκειμένου να αντιμετωπίσει τις δυσμενείς συνέπειες του απαισιόδοξου σεναρίου και παράλληλα να εξακολουθήσει να πληροί τις κεφαλαιακές της υποχρεώσεις. Για δέκα συμμετοχικές εταιρείες τραπεζών εκ των 19, το SCAP έδειξε ότι απαιτείται ενίσχυση του κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας, της τάξης των \$ 74,6 δις, όριο το οποίο τέθηκε ανά τράπεζα από το FED, στο πλαίσιο του εποπτικού του ρόλου¹²⁸.

Στη συνέχεια, και στην προσπάθεια για ενίσχυση του εποπτικού ρόλου του FED, θεσπίστηκε μια υψηλού επιπέδου διεπιστημονική επιτροπή με ευρύτατη σύνθεση και συμμετοχή εμπειρογνομώνων (Large Institution Supervision Coordinating Committee - LISCC)¹²⁹ με στόχο την παρακολούθηση εξελίξεων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και τον εντοπισμό εξελίξεων με πιθανές επιπτώσεις στην εκδήλωση του συστημικού κινδύνου. Στο πλαίσιο λειτουργίας αυτής της επιτροπής, υιοθετήθηκαν εργαλεία όπως οριζόντιες ή διακλαδικές αξιολογήσεις, αξιολόγηση πιστωτικών και επενδυτικών πολιτικών, η εξέταση του βαθμού αλληλεξάρτησης μεταξύ των φορέων του χρηματοπιστωτικού συστήματος καθώς και η εκτενής αξιοποίηση ποσοτικών μεθόδων για την αξιολόγηση της ευρωστίας των εποπτευόμενων φορέων¹³⁰.

Τον Ιούνιο του 2009, προτάθηκε ένα συνολικότερο πλαίσιο για τη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, το οποίο τελικά υιοθετήθηκε τον Ιούλιο του 2010, με τη θέσπιση της πράξης Dodd Frank για τη μεταρρύθμιση της Wall Street και της πράξης για την προστασία των καταναλωτών¹³¹. Βασικά στοιχεία της συγκεκριμένης πράξης είναι:

¹²⁷ Ibid, σελ. 8.

¹²⁸ Baxter and Gross (2010), σελ. 296.

¹²⁹ Βλ. σχετικά στη διεύθυνση <http://www.federalreserve.gov/bankinforeg/large-institution-supervision.htm>

¹³⁰ Bernanke (2011), σελ. 10.

¹³¹ Krozner and Shiller (2011), σελ. xiii – xv.

- Υιοθέτηση μακρο-προληπτικής προσέγγισης στην εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων, τόσο από το FED όσο και από τους άλλους φορείς που εμπλέκονται στην εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων.
- Σύσταση **Συμβουλίου Επίβλεψης της Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας** (Financial Stability Oversight Council - FSOC), με σκοπό τον συντονισμό των δράσεων για τον εντοπισμό και διαχείριση των συστημικών κινδύνων στο σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Μέρος του συγκεκριμένου Συμβουλίου αποτελεί και το FED, με δικαίωμα ψήφου.
- Ενίσχυση εποπτικών αρμοδιοτήτων του FED (thrift holding companies, μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και άλλες οντότητες που χαρακτηρίζονται ως συστημικά σημαντικές από το Συμβούλιο).
- Σε συνεργασία με άλλες αρμόδιες αρχές, ανάπτυξη αυστηρότερων προτύπων για πιστωτικά ιδρύματα και λοιπούς μη τραπεζικούς φορείς που χαρακτηρίζονται ως συστημικά σημαντικοί, όπως κεφαλαιακές απαιτήσεις και απαιτήσεις ρευστότητας, ανάπτυξη σχεδίων εξυγίανσης, υποχρεωτική διενέργεια ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων τόσο από το FED όσο και από τα ίδια τα ιδρύματα και πιο αυστηρές απαιτήσεις για τη διαχείριση του κινδύνου.

Παράλληλα, συστάθηκε στο FED το «Γραφείο για την Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα» (Office of Financial Stability Policy and Research) για τη μελέτη και ανάλυση των κινδύνων σε παγκόσμιο επίπεδο, την ανάπτυξη σεναρίων για την αξιοποίησή τους στις ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων και τη συνεργασία του με το Συμβούλιο Επίβλεψης της Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας.

3.6.4. Επιπλέον ενέργειες για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος: Το πρόγραμμα TARP

Το Σεπτέμβριο του 2008, σε μια προσπάθεια για τη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, προτάθηκε σχέδιο για υιοθέτηση προγράμματος ανάληψης των προβληματικών στοιχείων ενεργητικού των τραπεζών (Troubled Asset Relief Program - TARP). Το πρόγραμμα αρχικά αποσκοπούσε στην αγορά των δανείων χαμηλής εξασφάλισης για την αποσυμπίεση των ισολογισμών των πιστωτικών ιδρυμάτων. Ωστόσο, η αποτίμηση των συγκεκριμένων τίτλων κατέστη αδύνατη. Στη συνέχεια το Υπουργείο Οικονομικών χρησιμοποίησε τους πόρους που είχαν δεσμευτεί για το συγκεκριμένο πρόγραμμα για την απευθείας κεφαλαιακή ενίσχυση των πιστωτικών ιδρυμάτων (Capital Purchase Program – CPP). Αν και το FED δεν ενεπλάκη στη διαχείριση των συγκεκριμένων προγραμμάτων, καθώς αποτελούσαν μέρος πακέτων ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών, το FED επηρέασε στην εφαρμογή τους¹³².

3.6.5. Αποτελέσματα

Το Ιούνιο του 2009, σηματοδοτήθηκε επισήμως το τέλος της ύφεσης¹³³. Ωστόσο, η ανάκαμψη της αμερικανικής οικονομίας ήταν και εξακολουθεί να είναι αναιμική, με ένα ετήσιο μέσο ρυθμό της τάξης του 2,5 % και διατηρώντας ένα σημαντικό ποσοστό ανεργίας.

¹³² Mishkin and White (2014), σελ. 10.

¹³³ Business Cycle Dating Committee (2009), διαθέσιμο στη διεύθυνση <http://www.nber.org/cycles/sept2010.pdf>

Σταδιακά, ήδη από το Σεπτέμβριο του 2009, το FED περιόρισε την έκταση της χορήγησης έκτακτης ρευστότητας, μέσω του προγράμματος TAF, ενώ η άρση του συνόλου των εκτάκτων πιστωτικών διευκολύνσεων (PDCF, TSLF, CPFF, AMLF, MMIFF) είχε ολοκληρωθεί στις αρχές του 2010. Ωστόσο, η FOMC:

- υιοθέτησε συμπληρωματικό πρόγραμμα επαναγοράς κρατικών ομολόγων (Single – Tranche Open Market Operation Program). Αντίστοιχο πρόγραμμα αξίας \$400 δισ. υλοποιήθηκε την περίοδο Σεπτεμβρίου 2011 – Δεκεμβρίου 2012,
- στις 12 Δεκεμβρίου 2012, ανακοίνωσε τη συνέχιση των προγραμμάτων επαναγοράς τιτλοποιημένων ενυπόθηκων δανείων και μακροπρόθεσμων κρατικών ομολογιών αξίας \$40 δισ. και 45 δισ. αντίστοιχα σε μηνιαία βάση,

Παράλληλα, παρά την αναγνώριση της βελτίωσης των μακροοικονομικών συνθηκών, το FED εξακολουθεί και διατηρεί τη διευκολυντική (accommodative) πολιτική χαμηλών επιτοκίων (της τάξης του 0 – 0,25%), κρίνοντας ότι μέσω αυτής της πολιτικής εξυπηρετείται ο τριπλός στόχος που επιδιώκει. Μέσω των χαμηλών επιτοκίων, η Επιτροπή εκτιμά ότι θα συνεχιστεί η επέκταση της οικονομικής ανάπτυξης και οι δείκτες της απασχόλησης θα φτάσουν στα επιθυμητά επίπεδα¹³⁴.

Στην περίπτωση των ΗΠΑ, η εμπειρική μελέτη τείνει να παρέχει ενδείξεις προς επίρρωση της αποτελεσματικότητας των ενεργειών του FED, ιδίως ως προς την αξιοποίηση των μη συμβατικών εργαλείων νομισματικής πολιτικής. Σχετικές μελέτες διερεύνησαν την επίπτωση των πράξεων απόκτησης κρατικών ομολογιών της περιόδου 2008 – 2009, αποδεικνύοντας ότι επηρέασαν θετικά τις προσδοκίες της αγοράς για περαιτέρω ανάληψη αντίστοιχων ενεργειών, μειώνοντας τα μακροπρόθεσμα επιτόκια, ενισχύοντας τη ρευστότητα και απομακρύνοντας ομόλογα υψηλού κινδύνου από τους ισολογισμούς φορέων¹³⁵.

Την περίοδο, 2007-2013, το FED μέσω της άνευ προηγούμενου επέκτασης των στοιχείων του ισολογισμού του, τριπλασίασε τη νομισματική βάση, γεγονός το οποίο πυροδότησε έντονη κριτική για την ενδεχόμενη εμφάνιση πληθωριστικών πιέσεων¹³⁶. Έντονη κριτική ασκήθηκε και για το σύνολο της ασκούμενης πολιτικής του FED, για τη διαχείριση της κρίσης από την αρχή της εκδήλωσης της. Εντοπίζοντας το πρόβλημα στην εσφαλμένη διάγνωση της κατάστασης (ως κρίση ρευστότητας, παραγνωρίζοντας τις πτυχές του κινδύνου), η κριτική εστιάζει στην εφαρμογή της πολιτικής των επιτοκίων (απότομη μείωση έως τον Απρίλιο του 2008), την αμφίβολη αποτελεσματικότητα των εκτεταμένων πιστωτικών διευκολύνσεων και την αποσπασματικότητα των ενεργειών. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι ότι καθώς αρχικά το FED παρενέβη στη διάσωση της Bear Stearns, δεν παρενέβη για τη διάσωση της Lehman Brothers, ενώ στη συνέχεια διέσωσε την AIG¹³⁷. Κατά την άποψη αυτή, οι αιτίες αυτές οδήγησαν στην εμβάθυνση της κρίσης και συνακόλουθα στην αδυναμία πλήρους ανάκαμψης.

Τέλος, ως προς το ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο, σημειώνεται ότι οι εποπτικές αρχές του χρηματοπιστωτικού συστήματος των ΗΠΑ υιοθέτησαν αναθεωρημένο ρυθμιστικό

¹³⁴ FOMC, Δελτίο Τύπου της 18^{ης} Μαρτίου 2015, διαθέσιμο στη διεύθυνση <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20150318a.htm>. Σημειώνεται ότι το Δεκέμβριο του 2015, το FED αύξησε για πρώτη φορά μετά από επτά έτη το επιτόκιο διατραπεζικού δανεισμού σε 0,25% - 0,50%, βλ. σχετικά και <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/fomcpresconf20151216.pdf>

¹³⁵ Gagnon et al. (2011), βλ. σχετικά και Neely (2011) και Hamilton and Wu (2011).

¹³⁶ Lloyd (2014), σελ. 207.

¹³⁷ Taylor (2008, 2010).

πλαίσιο σύμφωνα με τα πρότυπα της Βασιλείας III (risk-based capital regulatory reforms), το οποίο τέθηκε σε ισχύ την 1^η Ιανουαρίου 2014. Στο πλαίσιο της αναθεώρησης του κανονιστικού πλαισίου, επελέγη η εφαρμογή του να αφορά δεκαπέντε (15) συγκεκριμένες τράπεζες (core banks), οι οποίες αντιστοιχούν στο 75% του συνόλου της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού του τραπεζικού τομέα. Σε σχετική αξιολόγηση από την Επιτροπή της Βασιλείας, διαπιστώθηκε σε σημαντικό βαθμό συμμόρφωση με τα προκαθορισμένα πρότυπα¹³⁸.

¹³⁸ BIS (2014), σελ. 5.

4. Το παράδειγμα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)

4.1. Σύντομη ιστορική αναδρομή

Η πορεία της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης, με αφετηρία την 9^η Μαΐου 1950 και τη Διακήρυξη Σουμάν, η οποία πρότεινε την ίδρυση μιας Ευρωπαϊκής Κοινότητας Άνθρακα και Χάλυβα, είναι μακρόχρονη και χαρακτηρίζεται από μία σειρά σημαντικών γεγονότων και οροσήμων, τα οποία συνέβαλαν στην περαιτέρω εμβάθυνσή της. Εξ αυτών, η νομισματική ένωση αποτελεί το πεδίο εκείνο οποία χαρακτηρίζεται από τον υψηλότερο βαθμό ολοκλήρωσης της συνεργασίας μεταξύ κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αν και διαφοροποιημένης καθώς δεν αφορά το σύνολο των κρατών μελών.

Αν και αρχικά η ιδέα της νομισματικής ένωσης δεν αποτελούσε μέρος των βασικών ιδρυτικών αρχών της Ευρωπαϊκής και Οικονομικής Κοινότητας, η οποία είχε ως απώτερο στόχο την ανάπτυξη μίας κοινής αγοράς για το εμπόριο, ήδη το 1962, τέθηκε για πρώτη φορά η ιδέα ενός κοινού νομίσματος¹³⁹. Αρκετά χρόνια αργότερα και ύστερα από αρκετές αποτυχίες, στη σύνοδο του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου της Μαδρίτης τον Ιούνιο του 1989, οι ηγέτες της ΕΕ υιοθέτησαν ένα σχέδιο για την εγκαθίδρυση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (Economic and Monetary Union-EMU). Το σχέδιο αυτό αποτέλεσε μέρος της συνθήκης του Μάαστριχτ για την Ευρωπαϊκή Ένωση (1991), η οποία προέβλεπε τη σταδιακή εγκαθίδρυση μιας ενιαίας νομισματικής πολιτικής βασιζόμενης σε ένα ενιαίο νόμισμα το οποίο θα διαχειρίζεται μια ενιαία και ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα.

Την 1^η Ιανουαρίου 1999, η Νομισματική Ένωση έγινε πραγματικότητα με την υιοθέτηση του ευρώ ως κοινού νομίσματος από 11 κράτη μέλη τα οποία πληρούσαν συγκεκριμένα κριτήρια οικονομικής και νομικής σύγκλισης που είχαν τεθεί για τη συμμετοχή τους¹⁴⁰. Τα συμμετέχοντα κράτη, με την υιοθέτηση του κοινού νομίσματος εκχώρησαν την ευθύνη για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες στη νεοσύστατη Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (European Central Bank – ECB/ ΕΚΤ). Η ΕΚΤ, λειτουργώντας στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) αποτελεί τον ανεξάρτητο φορέα ο οποίος είναι υπεύθυνος για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ – τη μεγαλύτερη οικονομία στον κόσμο μετά τις Ηνωμένες Πολιτείες.

Η Συνθήκη για τη λειτουργία της ΕΕ και το Καταστατικό του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ αποτελούν τη νομική βάση για την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Με το Καταστατικό ιδρύθηκαν η ΕΚΤ και το ΕΣΚΤ την 1η Ιουνίου 1998. Στη συνθήκη, οι βασικές αρμοδιότητες νομισματικής πολιτικής που παραδοσιακά ασκούνται από την κεντρική τράπεζα έχουν ανατεθεί στο ΕΣΚΤ, το οποίο αποτελείται από την ΕΚΤ και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες¹⁴¹ όλων των κρατών μελών¹⁴² της ΕΕ είτε αυτά έχουν υιοθετήσει το ευρώ είτε όχι. Καθώς όμως το ΕΣΚΤ, ως νομικό μόρφωμα του ευρωπαϊκού δικαίου δε διαθέτει νομική προσωπικότητα λόγω των διαφοροποιημένων επιπέδων

¹³⁹ Σε έγγραφο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής γνωστό ως Marjolin Memorandum.

¹⁴⁰ Η Ελλάδα έγινε μέλος το 2001, η Σλοβενία το 2007, η Κύπρος και η Μάλτα το 2008, η Σλοβακία το 2009, η Εσθονία το 2011, η Λεττονία το 2014 και η Λιθουανία το 2015.

¹⁴¹ Στην συνέχεια της παρούσας ενότητας, ως «εθνικές κεντρικές τράπεζες» νοούνται οι εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών-μελών τα οποία έχουν υιοθετήσει το ενιαίο νόμισμα σύμφωνα με τη Συνθήκη.

¹⁴² Στη συνέχεια της παρούσας ενότητας, ως «κράτος μέλος» νοείται το κράτος μέλος της ΕΕ που έχει υιοθετήσει το ενιαίο νόμισμα σύμφωνα με τη Συνθήκη.

ολοκλήρωσης της ONE, οι βασικοί δρώντες είναι η ΕΚΤ και οι εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ, το «Ευρωσύστημα».

4.2. Στόχοι και Αρμοδιότητες

Σύμφωνα με τη Συνθήκη¹⁴³, πρωταρχικός στόχος της ΕΚΤ, ασκούμενος μέσω του ΕΣΚΤ είναι η **διατήρηση της σταθερότητας των τιμών**¹⁴⁴. Η Συνθήκη δεν προσδιορίζει την έννοια της σταθερότητας των τιμών, με αποτέλεσμα τον Οκτώβριο του 1998, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ να προβεί στην ποσοτικοποίηση του στόχου αυτού, ορίζοντας ότι «ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή στην ευρωζώνη να είναι μικρότερος του 2%», προσθέτοντας ότι ο στόχος της σταθερότητας των τιμών πρέπει να επιδιώκεται «μεσοπρόθεσμα»¹⁴⁵. Ο ορισμός αυτός επιβεβαιώθηκε το Μάιο του 2003, από το Διοικητικό Συμβούλιο, διευκρινίζοντας ότι ο ρυθμός ανόδου του γενικού επιπέδου τιμών πρέπει να είναι μικρότερος αλλά πλησίον στο 2% μεσοπρόθεσμα¹⁴⁶.

Με την επιφύλαξη του στόχου αυτού, το ΕΣΚΤ στηρίζει τις γενικές οικονομικές πολιτικές στην Κοινότητα¹⁴⁷. Παράλληλα, η Συνθήκη κατοχυρώνει μια σειρά βασικών και λοιπών καθηκόντων που ασκεί η ΕΚΤ στο πλαίσιο της ευρωζώνης¹⁴⁸. Ως προς τα βασικά καθήκοντα της ΕΚΤ¹⁴⁹, αυτά είναι τα εξής:

- η χάραξη και εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής των μελών της ευρωζώνης,
- η διενέργεια πράξεων συναλλάγματος σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 109 ΣΕΚ,
- η κατοχή και διαχείριση των επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων των κρατών μελών,
- η προώθηση της ομαλής λειτουργίας των συστημάτων πληρωμών.

Ως προς τα λοιπά καθήκοντα της ΕΚΤ, αυτά είναι τα εξής:

- αποκλειστικό δικαίωμα έγκρισης έκδοσης τραπεζογραμματίων¹⁵⁰ και έγκριση ποσότητας κερμάτων, τα οποία εκδίδονται από τα κράτη μέλη¹⁵¹,

¹⁴³ Προκειμένου να εξεταστεί η ανταπόκριση της ΕΚΤ στην πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση, εξετάζεται το θεσμικό πλαίσιο το οποίο ήταν σε ισχύ εκείνη τη χρονική περίοδο, ήτοι η Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Κοινότητα. Ωστόσο, η Συνθήκη της Λισσαβόνας η οποία υπογράφηκε στις 13 Δεκεμβρίου 2007 άρχισε να ισχύει την 1η Δεκεμβρίου 2009 διατηρεί αυτούσιες τις αναφερόμενες στη συγκεκριμένη υποενότητα διατάξεις.

¹⁴⁴ Άρθρο 105 παρ. 1 ΣΕΚ (Άρθρο 127 παρ.1 ΣΛΕΕ).

¹⁴⁵ ΕΚΤ, Δελτίο τύπου της 13^{ης} Οκτωβρίου 1998, διαθέσιμο στη διεύθυνση https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1998/html/pr981013_1.en.html

¹⁴⁶ ΕΚΤ, Δελτίο τύπου της 8^{ης} Μαΐου 2003, διαθέσιμο στη διεύθυνση https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.el.html

¹⁴⁷ ΣΕΚ, Άρθρο 105 παρ. 1 (Άρθρο 127 παρ.1 ΣΛΕΕ)

¹⁴⁸ Αν και η ΕΚΤ ασκεί τα καθήκοντα στο πλαίσιο του ΕΣΚΤ, αναφέρεται στη συνέχεια μόνο η ΕΚΤ προς διευκόλυνση.

¹⁴⁹ ΣΕΚ, Άρθρο 105 παρ. 2 (Άρθρο 127 παρ.2 ΣΛΕΕ)

¹⁵⁰ Ibid, Άρθρο 106 παρ. 1 (Άρθρο 128 παρ.1 ΣΛΕΕ)

¹⁵¹ Ibid, Άρθρο 106 παρ. 2 (Άρθρο 128 παρ.2 ΣΛΕΕ)

- συμβολή στην εκ μέρους των αρμόδιων αρχών ομαλή άσκηση πολιτικών που αφορούν την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος¹⁵² και
- συλλογή στατιστικών πληροφοριών¹⁵³.

4.3. Δομή

Το ΕΣΚΤ διοικείται από τα όργανα λήψεως αποφάσεων της ΕΚΤ¹⁵⁴, το Διοικητικό Συμβούλιο και την Εκτελεστική Επιτροπή¹⁵⁵:

Διοικητικό Συμβούλιο: Αποτελεί το κύριο όργανο λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ. Απαρτίζεται από τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής και τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών με νόμισμα το ευρώ. Καθορίζει τις κατευθυντήριες γραμμές και λαμβάνει τις αναγκαίες αποφάσεις για την εκπλήρωση των καθηκόντων που έχουν ανατεθεί στο ΕΣΚΤ σύμφωνα με τις Συνθήκες και το καταστατικό. Το Διοικητικό Συμβούλιο διαμορφώνει τη νομισματική πολιτική της Ένωσης, συμπεριλαμβανομένων, όπου χρειάζεται, αποφάσεων σχετικών με ενδιάμεσους νομισματικούς στόχους, βασικά επιτόκια και προσφορά διαθεσίμων στο ΕΣΚΤ, και χαράζει τις απαραίτητες κατευθυντήριες γραμμές για την εκτέλεσή τους¹⁵⁶.

Εκτελεστική Επιτροπή: Η Εκτελεστική Επιτροπή αποτελείται από τον πρόεδρο, τον αντιπρόεδρο και τέσσερα άλλα μέλη, τα οποία διορίζονται από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο το οποίο αποφασίζει με ειδική πλειοψηφία, κατά σύσταση του Συμβουλίου το οποίο προηγουμένως διαβουλεύεται με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Διοικητικό Συμβούλιο, μεταξύ προσώπων αναγνωρισμένου κύρους και επαγγελματικής εμπειρίας σε νομισματικά ή τραπεζικά θέματα. Η θητεία τους είναι οκταετής και μη ανανεώσιμη. Υπεύθυνη για τα τρέχοντα θέματα της ΕΚΤ, η εκτελεστική επιτροπή θέτει σε εφαρμογή τη νομισματική πολιτική σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές και τις αποφάσεις που θεσπίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο. Ενεργώντας έτσι, η Εκτελεστική Επιτροπή δίνει τις απαραίτητες οδηγίες στις εθνικές κεντρικές τράπεζες. Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο μπορεί, με απόφασή του, να μεταβιβάζει ορισμένες εξουσίες στην Εκτελεστική Επιτροπή. Τέλος, η Εκτελεστική Επιτροπή έχει την ευθύνη για την προετοιμασία των συνεδριάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου¹⁵⁷.

4.4. Εργαλεία άσκησης νομισματικής πολιτικής και διασφάλισης σταθερότητας χρηματοπιστωτικού συστήματος

Η κατάσταση (stance) της νομισματικής πολιτικής δύναται να οριστεί ως η συνεισφορά της νομισματικής πολιτικής στις οικονομικές, χρηματοπιστωτικές και νομισματικές εξελίξεις. Η αξιολόγησή της προσδιορίζει κατά πόσο αυτή η συνεισφορά είναι σύμφωνη

¹⁵² Ibid, Άρθρο 105 παρ. 5 (Άρθρο 127 παρ.5 ΣΛΕΕ).

¹⁵³ Πρωτόκολλο (αριθ. 4) για το καταστατικό του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ, άρθρο 5.

¹⁵⁴ ΣΕΚ, Άρθρο 107 παρ. 3 (Άρθρο 129 παρ.1 ΣΛΕΕ).

¹⁵⁵ Ibid, άρθρα 112 και 113 (Άρθρο 283 και 284 ΣΛΕΕ).

¹⁵⁶ Ibid, άρθρο 112 παρ. 1 (Άρθρο 283 παρ.1 ΣΛΕΕ) και άρθρα 10 και 12 του καταστατικού του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ.

¹⁵⁷ Ibid, άρθρο 112 παρ. 2 (Άρθρο 283 παρ.2 ΣΛΕΕ) και άρθρα 10 και 11 του καταστατικού του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ.

με τον πρωταρχικό στόχο της ΕΚΤ που είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών και συνιστά μια απαιτητική εργασία, με δεδομένη την αβεβαιότητα που περιβάλλει τις οικονομικές συνθήκες, τη λειτουργία της οικονομίας και τον ίδιο τον μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής¹⁵⁸. Έχει ως υποδομή δύο πυλώνες, την οικονομική ανάλυση και τη νομισματική ανάλυση:

- **την οικονομική ανάλυση:** επικεντρώνεται κυρίως στην αξιολόγηση των τρεχουσών οικονομικών και χρηματοοικονομικών εξελίξεων, καθώς και των κινδύνων που συνεπάγονται για τη σταθερότητα των τιμών σε βραχυπρόθεσμο και μεσοπρόθεσμο επίπεδο. Οι μεταβλητές οι οποίες αποτελούν αντικείμενο αυτής της ανάλυσης περιλαμβάνουν, ενδεικτικά, την εξέλιξη της συνολικής παραγωγής, τη συνολική ζήτηση και τις συνιστώσες της, τη δημοσιονομική πολιτική, τις συνθήκες στις αγορές κεφαλαίων και εργασίας, μια ευρεία κλίμακα δεικτών τιμών και κόστους, την εξέλιξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας, την παγκόσμια οικονομία και το ισοζύγιο πληρωμών, τις χρηματοπιστωτικές αγορές κ.ά. Στόχος είναι η αξιολόγηση της δυναμικής η οποία αναπτύσσεται μεταξύ πραγματικής δραστηριότητας και πιθανής εξέλιξης των τιμών από τη σκοπιά της αλληλεπίδρασης μεταξύ προσφοράς και ζήτησης στις αγορές αγαθών, υπηρεσιών και συντελεστών παραγωγής σε πιο βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.
- **τη νομισματική ανάλυση:** επικεντρώνεται σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, αξιολογώντας τις γενικότερες συνθήκες ρευστότητας βάσει πληροφοριών για τους παράγοντες μεταβολής της ποσότητας χρήματος, με στόχο τη διασταύρωση και επαλήθευση των ενδείξεων για την εξέλιξη του πληθωρισμού που προέρχονται από την οικονομική ανάλυση σε πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα¹⁵⁹.

Διάγραμμα 6: Στρατηγική δύο πυλώνων της ΕΚΤ



Πηγή: ECB (2004), σελ. 66 (μτφ)

Επιτυγχάνοντας την κατάλληλη μεσοπρόθεσμη στάση νομισματικής πολιτικής, η Εκτελεστική Επιτροπή της ΕΚΤ καθορίζει τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ. Αυτά αποτελούν το «ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς» (bid rate) στις κύριες λειτουργίες

¹⁵⁸ Αλεξιάκης (2011), σελ. 181.

¹⁵⁹ ΕΚ (2015), σελ. 3, βλ. σχετικά ECB (2000), σελ. 37-48 και Papademos and Stark (2010) για τη νομισματική ανάλυση.

αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια στις οριακές πιστωτικές διευκολύνσεις και στις καταθετικές διευκολύνσεις, τα οποία αποτελούν έναν «διάδρομο» γύρω από το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς. Στη συνέχεια, το Ευρωσύστημα «αναδεύει» τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αγοράς εντός αυτού του διαδρόμου, πλησιέστερα προς το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς, μέσω λειτουργιών νομισματικής πολιτικής. Οι μεταβολές σε αυτά τα επιτόκια μεταδίδονται μέσω των αντίστοιχων διαύλων, στα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων, επηρεάζοντας μεταβλητές όπως το χρήμα, την ανάπτυξη της πίστης και τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Αυτά με τη σειρά τους, μαζί με εξωγενείς παράγοντες, οδηγούν σε μεταβολές στη μακροοικονομική ζήτηση και προσφορά, και τελικά στον πληθωρισμό¹⁶⁰.

Για να επιτύχει τον πρωταρχικό του στόχο της διατήρησης της σταθερότητας των τιμών, η ΕΚΤ έχει στη διάθεσή της μια σειρά από εργαλεία νομισματικής πολιτικής¹⁶¹:

Πράξεις ανοικτής αγοράς: Αποτελούν τα πλέον σημαντικά μέσα νομισματικής πολιτικής, αποβλέποντας στον επηρεασμό των επιτοκίων, στη διαχείριση της ρευστότητας στην αγορά χρήματος, και στη σηματοδότηση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής. Εκτελούνται υπό ομοιόμορφους όρους σε όλα τα κράτη-μέλη και μπορούν να ταξινομηθούν στις ακόλουθες τέσσερις κατηγορίες:

1. **Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (*main refinancing operations*):** Αποτελούν τις σημαντικότερες πράξεις ανοικτής αγοράς. Συνιστούν τακτικές αντιστρεπτές¹⁶² πράξεις παροχής ρευστότητας, συνήθως έχουν διάρκεια μίας εβδομάδας, διενεργούνται τακτικά κάθε εβδομάδα σε αποκεντρωμένη βάση από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες μέσω τακτικών δημοπρασιών, όπου όλοι οι αντισυμβαλλόμενοι που πληρούν τα οριζόμενα γενικά κριτήρια καταλληλότητας μπορούν να υποβάλλουν προσφορές. Τόσο τα εμπορεύσιμα όσο και τα μη εμπορεύσιμα περιουσιακά στοιχεία είναι αποδεκτά ως ασφάλεια. Οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης αποτελούν βασικό άξονα για την επιδίωξη των σκοπών των πράξεων ανοικτής αγοράς του Ευρωσυστήματος.
2. **Πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (*longer-term refinancing operations*):** Αποσκοπώντας στην πρόσθετη, πιο μακροπρόθεσμη, αναχρηματοδότηση του χρηματοπιστωτικού τομέα, οι συγκεκριμένες πράξεις αποτελούν αντιστρεπτές συναλλαγές παροχής ρευστότητας με συχνότητα μία φορά τον μήνα και διάρκεια, συνήθως, τριών μηνών. Διενεργούνται με τη μορφή δημοπρασιών ανταγωνιστικού επιτοκίου. Με τις πράξεις αυτές το Ευρωσύστημα δεν αποσκοπεί, κατά κανόνα, να αποστείλει μηνύματα στην αγορά και ως εκ τούτου συνήθως δέχεται προσφορές τιμών ή επιτοκίων.
3. **Πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας (*fine tuning operations*):** Διενεργούνται εκτάκτως, τόσο σε αποκεντρωμένη βάση όσο και από την ΕΚΤ, με σκοπό τη διαχείριση των συνθηκών ρευστότητας στην αγορά χρήματος (παροχή ή απορρόφηση ρευστότητας) και τον επηρεασμό των επιτοκίων, ιδίως για να εξομαλυνθούν οι επιδράσεις που ασκούν στα επιτόκια οι αιφνίδιες διακυμάνσεις της ρευστότητας στην αγορά.

¹⁶⁰ Αλεξιάκης (2011), σελ. 181

¹⁶¹ ΕΚΤ (2008), σελ. 10-11, 16-24, 67-73 και αναλυτικά βλ. σχετικές κατευθυντήριες γραμμές της ΕΚΤ (2011), σελ. 1 έως 95).

¹⁶² Ως αντιστρεπτές συναλλαγές νοούνται συναλλαγές μέσω των οποίων το Ευρωσύστημα αγοράζει ή πωλεί αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία με συμφωνία επαναγοράς ή χορηγεί πιστώσεις έναντι ενεχύρου (κατευθυντήριες γραμμές ΕΚΤ (2011), σελ. 69).

4. **Διαρθρωτικές πράξεις (structural operations):** Διενεργούνται σπάνια, σε περιπτώσεις στις οποίες η ΕΚΤ επιθυμεί να προσαρμόσει τη διαρθρωτική θέση ρευστότητας του Ευρωσυστήματος έναντι του χρηματοπιστωτικού τομέα, για παράδειγμα την ποσότητα ρευστότητας στην αγορά σε πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Οι πράξεις αυτές μπορούν να διενεργηθούν με τη μορφή αντιστρεπτών συναλλαγών, οριστικών συναλλαγών¹⁶³ ή έκδοσης πιστοποιητικών χρέους της ΕΚΤ.

Σημειώνεται ότι:

- Το πλαίσιο άσκησης της νομισματικής πολιτικής διαμορφώνεται κατά τρόπο ώστε να μπορεί να συμμετέχει ευρύ φάσμα αντισυμβαλλομένων. Τα πιστωτικά ιδρύματα που υπόκεινται στην υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών σύμφωνα με το Άρθρο 19.1 του Καταστατικού μπορούν να προσφεύγουν στις πάγιες διευκολύνσεις και να συμμετέχουν στις πράξεις ανοικτής αγοράς που εκτελούνται μέσω τακτικών δημοπρασιών καθώς και οριστικών συναλλαγών. Η ΕΚΤ δύναται να επιλέξει έναν περιορισμένο αριθμό αντισυμβαλλομένων που θα συμμετέχει στις πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας.
- Σύμφωνα με το Άρθρο 18.1 του Καταστατικού, όλες οι πιστοδοτικές πράξεις (δηλ. οι πράξεις νομισματικής πολιτικής που αποβλέπουν στην παροχή ρευστότητας και η χορήγηση ενδοημερήσιας πίστωσης) πρέπει να βασίζονται σε επαρκή ασφάλεια. Η ΕΚΤ δέχεται ευρύ φάσμα υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων ως ασφάλεια στις πράξεις που διενεργεί και έχει αναπτύξει ένα ενιαίο πλαίσιο για τα αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία, το οποίο εφαρμόζεται σε όλες τις πιστοδοτικές πράξεις (γνωστό και ως «ενιαίος κατάλογος»).

Πάγιες διευκολύνσεις: Μέσω των διευκολύνσεων αυτών, παρέχεται και απορροφάται ρευστότητα μίας ημέρας. Τα επιτόκια αυτών των διευκολύνσεων κανονικά οριοθετούν προς τα άνω και προς τα κάτω το επιτόκιο για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας στην αγορά χρήματος. Παρέχονται δύο πάγιες διευκολύνσεις (από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες):

1. **Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης:** Δίνει τη δυνατότητα στους αντισυμβαλλομένους (δηλ. σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, όπως οι τράπεζες) να αποκτούν ρευστότητα διάρκειας μίας ημέρας από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες έναντι ασφάλειας με τη μορφή αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων,
2. **Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων:** Δίνει τη δυνατότητα στους αντισυμβαλλομένους να πραγματοποιούν καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας στις εθνικές κεντρικές τράπεζες.

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

¹⁶³ Οριστική συναλλαγή (outright transaction): συναλλαγή μέσω της οποίας η κεντρική τράπεζα αγοράζει ή πωλεί στην αγορά περιουσιακά στοιχεία χωρίς αναστροφή της αγοραπωλησίας - με άμεση ή προθεσμιακή παράδοση - κατευθυντήριες γραμμές ΕΚΤ (2011), σελ. 73.

Πίνακας 4 : Εργαλεία νομισματικής πολιτικής του ΕΚΤ

Πράξεις νομισματικής πολιτικής	Είδη συναλλαγών		Διάρκεια	Συχνότητα	Διαδικασία
	Παροχή ρευστότητας	Απορρόφηση ρευστότητας			
Πράξεις ανοικτής αγοράς					
Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης	Αντιστρεπτές συναλλαγές	-	Μία εβδομάδα	Κάθε εβδομάδα	Τακτικές δημοπρασίες
Πράξεις πιο μακροχρόνιας αναχρηματοδότησης	Αντιστρεπτές συναλλαγές	-	Τρεις μήνες	Κάθε μήνα	Τακτικές δημοπρασίες
Πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας	Αντιστρεπτές συναλλαγές Πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων	Αντιστρεπτές συναλλαγές Αποδοχή καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας Πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων	Κατά περίπτωση	Χωρίς περιοδικότητα	Έκτακτες δημοπρασίες Διμερείς διαδικασίες
Διαρθρωτικές πράξεις	Αντιστρεπτές συναλλαγές	Έκδοση πιστοποιητικών χρέους	Προκαθορισμένη ή κατά περίπτωση	Με ή χωρίς περιοδικότητα	Τακτικές δημοπρασίες
	Οριστικές αγορές	Οριστικές πωλήσεις	-	Χωρίς περιοδικότητα	Διμερείς διαδικασίες
Πάγγιες διευκολύνσεις					
Διευκόλυνση οριστικής χρηματοδότησης	Αντιστρεπτές συναλλαγές	-	Μία ημέρα	Πρόσβαση κατά τη διακριτική ευχέρεια των αντισυμβαλλομένων	
Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	-	Καταθέσεις	Μία ημέρα	Πρόσβαση κατά τη διακριτική ευχέρεια των αντισυμβαλλομένων	

Πηγή: ΕΚΤ (2008), σελ. 10

Ως προς το ρόλο της ΕΚΤ ως τελικού αναχρηματοδοτικού δανειστή, σημειώνεται ότι με την έναρξη, την 1η Ιανουαρίου 1999, της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης και δεδομένου ότι ούτε η Συνθήκη ούτε το Καταστατικό του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ περιείχαν ρητές διατάξεις για τον τελικό αναχρηματοδοτικό δανεισμό, εύλογα τέθηκε το ερώτημα ποιος είναι ο τελικός αναχρηματοδοτικός δανειστής των πιστωτικών ιδρυμάτων που ασκούν δραστηριότητα στην ΕΕ και ενδέχεται να αντιμετωπίσουν έκτακτα προβλήματα ρευστότητας¹⁶⁴.

Ειδικότερα, λαμβανομένου υπόψη του γεγονότος ότι στην ΕΕ στο πλαίσιο λειτουργίας του ΕΣΚΤ συνυπάρχουν η ΕΚΤ με τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών μελών, δημιουργήθηκε αμφισβήτηση αναφορικά με την κεντρική τράπεζα η οποία δικαιούται να προστρέξει ως τελικός αναχρηματοδοτικός δανειστής σε περίπτωση που ένα φερέγγυο πιστωτικό ίδρυμα, το οποίο λειτουργεί στην ενιαία αγορά, αντιμετωπίσει προβλήματα ρευστότητας. Πέραν του γεγονότος ότι κατ' αρχήν τελικός αναχρηματοδοτικός δανεισμός πρέπει να παρέχεται μόνον σε φερέγγυα πιστωτικά ιδρύματα, η χορήγηση δανεισμού σε αφερέγγυα πιστωτικά ιδρύματα προσκρούει, σύμφωνα με το ενωσιακό δίκαιο, και στις διατάξεις για την (κατ' αρχήν) απαγόρευση χορήγησης κρατικών

¹⁶⁴ Σχετικές διατάξεις δεν συναντώνται ούτε στη Συνθήκη για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (η «ΣΛΕΕ») σε ισχύ από το 2009.

ενισχύσεων. Επιπλέον, η χορήγηση δανεισμού σε πιστωτικά ιδρύματα δεν επιτρέπεται να προσκρούει στις διατάξεις της Συνθήκης¹⁶⁵ που απαγορεύει τη νομισματική χρηματοδότηση του Δημοσίου.

Αναφορικά με το ερώτημα ποιος είναι ο τελικός αναχρηματοδοτικός δανειστής στην ευρωζώνη για τη χορήγηση ρευστότητας σε μεμονωμένα πιστωτικά ιδρύματα που αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας υποστηρίχθηκαν δύο εναλλακτικές και εκ διαμέτρου αντίθετες προσεγγίσεις:

- σύμφωνα με την πρώτη προσέγγιση, η εξουσία αυτή πρέπει να ανήκει στις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών μελών της ευρωζώνης, ενώ
- σύμφωνα με τη δεύτερη προσέγγιση, αρμόδια πρέπει να είναι η ΕΚΤ με τη συνδρομή των εθνικών κεντρικών τραπεζών.

Ωστόσο, η θεωρία ομόφωνα υποστηρίζει ότι σε περίπτωση μιας γενικευμένης κρίσης στην ευρωζώνη, η οποία θα επηρέαζε τη θέση ρευστότητας του συνόλου των πιστωτικών ιδρυμάτων που λειτουργούν στην ευρωζώνη, η παρέμβαση της ΕΚΤ θα γίνει μέσω πράξεων νομισματικής πολιτικής, *in extremis* και μη συμβατικών, όπως θα φανεί και στην επόμενη υποενότητα¹⁶⁶.

4.5. Ρύθμιση και εποπτεία για τη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος

4.5.1. Ρυθμιστική παρέμβαση

Δυνάμει της Συνθήκης¹⁶⁷ και του καταστατικού¹⁶⁸, η ΕΚΤ:

- εκδίδει κανονισμούς αναγκαίους προς εκτέλεση των καθηκόντων σχετικά με:
 - την άσκηση νομισματικής πολιτικής
 - καθορισμό υποχρεωτικών ελάχιστων διαθεσίμων
 - συστήματα συμψηφισμού και πληρωμών
 - την προληπτική εποπτεία
- λαμβάνει αποφάσεις αναγκαίες για την εκτέλεση των καθηκόντων που ανατίθενται στο ΕΣΚΤ από τις Συνθήκες και το καταστατικό,
- διατυπώνει συστάσεις και γνώμες.

Εντός των ορίων και με τις προϋποθέσεις που καθορίζονται από το Συμβούλιο σύμφωνα με τη συγκεκριμένη διαδικασία, η ΕΚΤ δικαιούται να επιβάλλει πρόστιμα και περιοδικές χρηματικές ποινές στις επιχειρήσεις λόγω μη συμμόρφωσης με υποχρεώσεις που απορρέουν από τους κανονισμούς ή τις αποφάσεις της.

¹⁶⁵ ΣΕΚ, Άρθρο 101 (Άρθρο 123 ΣΛΕΕ).

¹⁶⁶ Για διαθέσιμη βιβλιογραφία ως προς την επισκόπηση των δύο αυτών εναλλακτικών προσεγγίσεων, βλ. Γκόρτσος (2015).

¹⁶⁷ ΣΕΚ, Άρθρο 110 (Άρθρο 132 ΣΛΕΕ).

¹⁶⁸ Άρθρο 34 του καταστατικού του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ.

4.5.2. Εποπτεία

Την περίοδο πριν την εκδήλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, σύμφωνα με το καθήκον το οποίο προβλέπεται στη Συνθήκη αναφορικά με συμβολή στην εκ μέρους των αρμόδιων αρχών στην ομαλή άσκηση πολιτικών που αφορούν την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος¹⁶⁹, το θεσμικό πλαίσιο για την εποπτεία των τραπεζικών ιδρυμάτων την κοινότητα βασίζεται σε δύο θεμελιώδεις αρχές (building blocks)¹⁷⁰:

A. Άσκηση αρμοδιότητας σε εθνικό επίπεδο βάσει των αρχών της χώρας προέλευσης, της ελάχιστης εναρμόνισης και της αμοιβαίας αναγνώρισης:

- Βάσει της αρχής της χώρας προέλευσης, η εποπτεία ενός πιστωτικού ιδρύματος εμπίπτει στην αρμοδιότητα της εθνικής αρμόδιας αρχής της επικράτειας όπου έχει αδειοδοτηθεί.
- Βάσει της αρχής της αμοιβαίας αναγνώρισης, κάθε πιστωτικό ίδρυμα το οποίο έχει αδειοδοτηθεί στην επικράτεια κράτους μέλους της ΕΕ δύναται να προβεί σε ίδρυση υποκαταστημάτων ή παροχή διασυνοριακών υπηρεσιών σε επικράτεια άλλου κράτους μέλους επί τη βάση της αμοιβαίας αναγνώρισης της πληρότητας και επάρκειας της διαδικασίας αδειοδότησης και του εποπτικού πλαισίου. Για το λόγο αυτό, το κανονιστικό πλαίσιο σε επίπεδο Ένωσης αποσκοπεί στην ελάχιστη εναρμόνιση των βασικών εννοιών, όπως το πιστωτικό ίδρυμα, κριτήρια αδειοδότησης τραπεζών, πρότυπα για την άσκηση προληπτικής εποπτείας και λογιστικά πρότυπα.

Κατά συνέπεια, τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο η εποπτεία ασκείται από την εθνική αρμόδια αρχή (κεντρική τράπεζα ή άλλο φορέα).

B. Συνεργασία των εθνικών αρμοδίων αρχών:

Η ανάγκη εμβάθυνσης της συνεργασίας μεταξύ των εθνικών εποπτικών αναγκών κατέστη απαραίτητη ήδη από τη δεκαετία του '70, κατά την οποία δημιουργήθηκαν δύο fora πολυμερούς συνεργασίας στο τομέα της τραπεζικής εποπτείας: Η Ομάδα Επαφών (Groupe de Contact) και η Επιτροπή Τραπεζικής Εποπτείας (Banking Supervision Committee).

Αν και είχε καταστεί σαφές κατά τη σύνταξη της Συνθήκης του Μάαστριχτ ότι η εμβάθυνση της ΟΝΕ απαιτεί ενισχυμένη συνεργασία και στο τομέα της εποπτείας των πιστωτικών ιδρυμάτων, λόγω έλλειψης κοινού προσανατολισμού μεταξύ των κρατών μελών, παρέμειναν ανοικτές όλες πιθανές εναλλακτικές, μέσω ενός γενικότερα διατυπωμένου εδαφίου της συνθήκης (γνωστό ως sleeping beauty clause¹⁷¹), όπου προβλέπεται ότι «το Συμβούλιο, αποφασίζοντας ομοφώνως, μέσω κανονισμών σύμφωνα με ειδική νομοθετική διαδικασία και μετά από διαβούλευση με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, μπορεί να αναθέσει στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ειδικά καθήκοντα σχετικά με τις πολιτικές που αφορούν την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, εξαιρέσει των ασφαλιστικών επιχειρήσεων»¹⁷².

¹⁶⁹ Ibid, Άρθρο 105 παρ. 5 ΣΕΚ (Άρθρο 127 παρ.5 ΣΛΕΕ).

¹⁷⁰ Scheller (2006), σελ. 111-114, ECB (2002), σελ. 55-64, ECB (2000b), σελ. 57-64.

¹⁷¹ Gortsos (2015), σελ. 86.

¹⁷² Άρθρο 105 παρ. 6 ΣΕΚ (Άρθρο 127 παρ. 6 ΣΛΕΕ).

Το 2004, η διαδικασία Lamfalussy, η οποία αρχικά είχε αξιοποιηθεί στη ρύθμιση και εποπτεία των κεφαλαιαγορών επεκτάθηκε και στους υπόλοιπους χρηματοπιστωτικούς τομείς. Η προσέγγιση αυτή προβλέπει μεταξύ άλλων τα ακόλουθα στάδια:

Νομοθεσία επιπέδου 1: Υιοθέτηση κανονιστικού πλαισίου από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο με τη διαδικασία της συναπόφασης.

Νομοθεσία επιπέδου 2: Λήψη εφαρμοστικών μέτρων τα οποία μπορούν να υιοθετούνται με ταχύτερη διαδικασία από τις επιτροπές ρυθμιστικού χαρακτήρα (επιτροπές επιπέδου 2). Στο επίπεδο αυτό, συστήθηκε η European Banking Committee η οποία αντικατέστησε την Banking Advisory Committee.

Επιτροπές Επιπέδου 3: οι επιτροπές εποπτικού χαρακτήρα αποσκοπούν στη διασφάλιση της συνεπούς εφαρμογής των κοινοτικών οδηγιών και της σταδιακής σύγκλισης των εποπτικών πρακτικών. Για το λόγο αυτό, συστάθηκε η Επιτροπή Ευρωπαϊκών Αρχών Τραπεζικής Εποπτείας (Committee of European Banking Supervisors, “CEBS”) για τον τραπεζικό τομέα, η οποία αντικατέστησε το Groupe de Contact.

Σε συνέχεια των ανωτέρω, συνεπάγεται ότι τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο, ο ρόλος της ΕΚΤ στη μικρο-προληπτική και μακρο-προληπτική εποπτεία έγκειται:

- στην προώθηση της συνεργασίας μεταξύ κεντρικών τραπεζών και εθνικών αρμοδίων αρχών,
- την παροχή συμβουλών και διατύπωση γνώμης την οποία της ζητούν το Συμβούλιο, η Επιτροπή και οι αρμόδιες αρχές των κρατών μελών σχετικά με την εμβέλεια και εφαρμογή της νομοθεσίας της Ένωσης που αφορά την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος¹⁷³ και
- τη συνεργασία με διεθνή fora¹⁷⁴ στις θεματικές της εποπτείας και της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, μεταξύ των οποίων συμμετέχει¹⁷⁵:
 - στις συνεδριάσεις της Ομάδας των 7 (G-7), 10 (G-10) και 20 (G-20), του διακυβερνητικού forum με σκοπό την υιοθέτηση κοινών θέσεων με σκοπό, μεταξύ άλλων, τη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε διεθνές επίπεδο προς όφελος της διεθνούς οικονομικής ανάπτυξης. Η ΕΚΤ εκπροσωπείται μέσω του Προέδρου της.
 - της Επιτροπής της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία, με καθεστώς παρατηρητή και συμμετέχοντας σε ορισμένες από τις ομάδες εργασίας της.
 - στο Φόρουμ Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας.

¹⁷³ Άρθρο 4 και 25 παρ. 1 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ.

¹⁷⁴ Άρθρο 6 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ.

¹⁷⁵ Γκόρτσος (2012), σελ. 147, 159, 195.

4.6. Ανταπόκριση της ΕΚΤ στην πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση

4.6.1. Εργαλεία νομισματικής πολιτικής

4.6.1.1. Πολιτική επιτοκίων και προσφυγή στη πιστωτική πολιτική

Στις 9 Αυγούστου 2007, η ΕΚΤ αντέδρασε άμεσα στη κρίση που προέκυψε στη διατραπεζική αγορά μέσω της διενέργειας πράξεων ανοικτής αγοράς σε μια προσπάθεια διατήρησης επιτοκίων μίας ημέρας σε σταθερά επίπεδα. Ειδικότερα παρείχε την ίδια μέρα € 95 δισ. μέσω της πρώτης εκ των τεσσάρων εκτάκτων πράξεων εξομάλυνσης (συνολικά 200 δισ. ευρώ έως τη 14^η Αυγούστου) με σταθερό επιτόκιο. Η χρήση του συγκεκριμένου εργαλείου συνεχίστηκε και τους επόμενους μήνες. Παράλληλα, η ΕΚΤ

- μετέβαλε τον τρόπο χορήγησης ρευστότητας, την οποία παρείχε μέσω των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης, με μεγαλύτερα ποσά να παρέχονται στην αρχή της κάθε περιόδου και μικρότερα προς το τέλος της περιόδου.
- επέκτεινε τη χρονική διάρκεια των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης από μία (1) σε δύο (2) εβδομάδες,
- προέβη σε παροχή ρευστότητας μέσω διενέργειας επιπρόσθετων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης, μεταβάλλοντας τη διάρκεια τους από τρεις (3) σε έξι (6) μήνες
- σε συνέχεια συμφωνίας ανταλλαγής νομισμάτων με το FED, παρείχε ρευστότητα σε δολάρια έναντι εξασφαλίσεων σε ευρώ.

Υπό το φως της επιδίωξης του στόχου της σταθερότητας των τιμών, η ΕΚΤ δεν προέβη αρχικά σε μείωση του επιτοκίου της λόγω του φόβου εκδήλωσης πληθωριστικών πιέσεων δεδομένων των υψηλών επιπέδων πληθωρισμού κατά το α' εξάμηνο του 2008. Στις αρχές Ιουλίου του 2008 μάλιστα, αύξησε το επιτόκιο από κατά 25 μονάδες βάσης, σε 4,25%¹⁷⁶.

Τη συγκεκριμένη περίοδο δύο βασικά χαρακτηριστικά σηματοδοτούν την ανταπόκριση της ΕΚΤ:

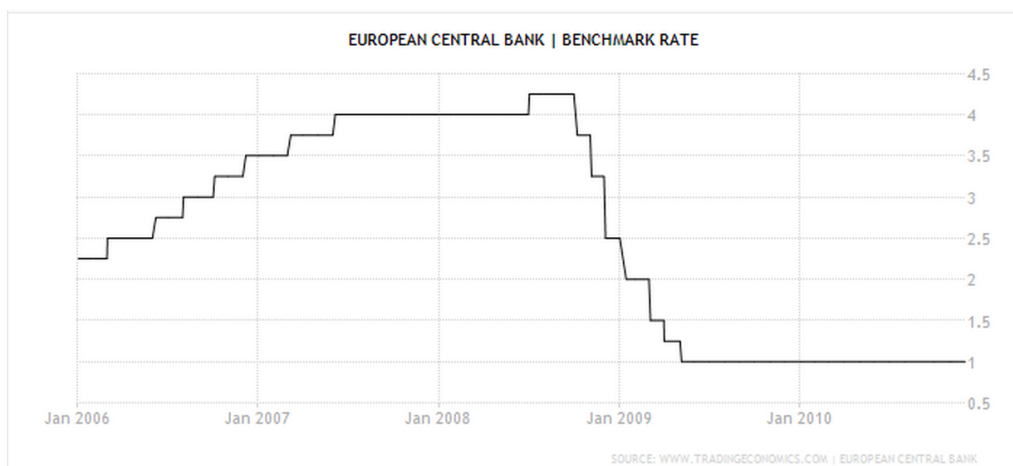
1. Όλα τα μέτρα για την ενίσχυση της ρευστότητας ελήφθησαν εντός του υφιστάμενου θεσμικού πλαισίου, το οποίο ανταποκρίθηκε στην ανάγκη ευθυγράμμισης του βασικού προεξοφλητικού επιτοκίου και των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Στο σκοπό αυτό συνέβαλε η σχετικά ευρεία λίστα δυνητικών αντισυμβαλλόμενων και αποδεκτών εγγυήσεων, τα οποία αντικατόπτριζαν την ποικιλομορφία του κανονιστικού πλαισίου στα κράτη μέλη
2. Τα εργαλεία νομισματικής πολιτικής πέτυχαν να διατηρήσουν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια στο ίδιο επίπεδο με τα προκαθορισμένα επίπεδα¹⁷⁷.

Μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, δημιουργήθηκε μια ευρεία κρίση εμπιστοσύνης στις χρηματοπιστωτικές αγορές, παγώνοντας ουσιαστικά τη λειτουργία της διατραπεζικής αγοράς και δυσχεραίνοντας τη δυνατότητα αναχρηματοδότησης των τραπεζών. Για την αντιμετώπιση αυτής της κατάστασης, η ΕΚΤ παρενέβη υιοθετώντας μη συμβατικά μέτρα. Ειδικότερα, η ΕΚΤ σε διάστημα επτά μηνών (Οκτώβριο 2008 έως Μάιο 2009) προχώρησε σε μείωση του βασικού της επιτοκίου κατά 325 μονάδες στο ιστορικά χαμηλό 1%.

¹⁷⁶ ECB (2010), σελ. 64-65.

¹⁷⁷ Trichet (2010), σελ. 10.

Διάγραμμα 7: Εξέλιξη του βασικού επιτοκίου της ΕΚΤ



Καθώς οι εντάσεις στις αγορές χρήματος εμπόδισαν την ικανότητα των τραπεζών ως προς την παροχή χρηματοδότησης στην οικονομία, η μείωση των βασικών επιτοκίων πολιτικής θα ήταν λιγότερο αποτελεσματική χωρίς την υιοθέτηση επιπρόσθετων πολιτικών χρηματοπιστωτικής στήριξης. Έτσι αποφασίστηκε η υιοθέτηση της **επαυξημένης πιστωτικής υποστήριξης (Enhanced Credit Facility - ΕΠΥ)**, η οποία αποτελείται από μη-συμβατικά μέτρα υποστήριξης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και της ροής πιστώσεων. Αυτά τα μέτρα προωθήθηκαν από την ανάγκη να διασφαλιστεί η αποτελεσματικότητα της μετάδοσης (transmission) της συμβατικής νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία και τελικά στην εξέλιξη στις τιμές, σε ένα περιβάλλον όπου το χρηματοπιστωτικό σύστημα βρισκόταν κάτω από σημαντική πίεση, συμπληρώνοντας τις συμβατικές αποφάσεις για τα επιτόκια. Το διοικητικό συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε για το επίπεδο των επιτοκίων που ήταν κατάλληλο για να εκπληρώσει την εντολή της σταθερότητας των τιμών και στη συνέχεια υλοποίησε μια σειρά μη συμβατικών μερών που επέβλεπαν στη διασφάλιση ότι αυτή η κατάσταση της νομισματικής πολιτικής μεταδίδεται με επιτυχία στην οικονομία ως σύνολο. Η ΕΠΥ είχε άμεση επίδραση στα επιτόκια και στην προσφορά πιστώσεων, επιδιώκοντας κυρίως να αντιμετωπίσει τους κινδύνους ρευστότητας των τραπεζών και πρόσβασής τους σε ξένο νόμισμα¹⁷⁸. Ειδικότερα, η ΕΠΥ αποτελείται από σειρά πέντε μέτρων¹⁷⁹:

- Από τον Οκτώβριο του 2008, η ΕΚΤ υιοθέτησε τη διαδικασία προσφορών σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή -απεριόριστη χορήγηση ρευστότητας- στο επιτόκιο πολιτικής της, σε όλες τις λειτουργίες αναχρηματοδότησης. Οι τράπεζες δανείζονται όση ρευστότητα επιθυμούν από το Ευρωσύστημα, εφόσον μπορούν να την αντιστοιχίσουν με ενέχυρο. Ο βασικός στόχος ήταν η υποστήριξη της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης των τραπεζών, περιορίζοντας τον δυνητικό αρνητικό αντίκτυπο του κινδύνου ρευστότητας στη διαθεσιμότητα χορήγησης πίστωσης σε νοικοκυριά και επιχειρήσεις
- Έως το τέλος του 2010, τα στοιχεία του ενεργητικού τα οποία μπορούσαν να είναι αποδεκτά ως ενέχυρα στις λειτουργίες αναχρηματοδότησης διευρύνθηκαν,

¹⁷⁸ Αλεξιάκης (2011), σελ. 183-185.

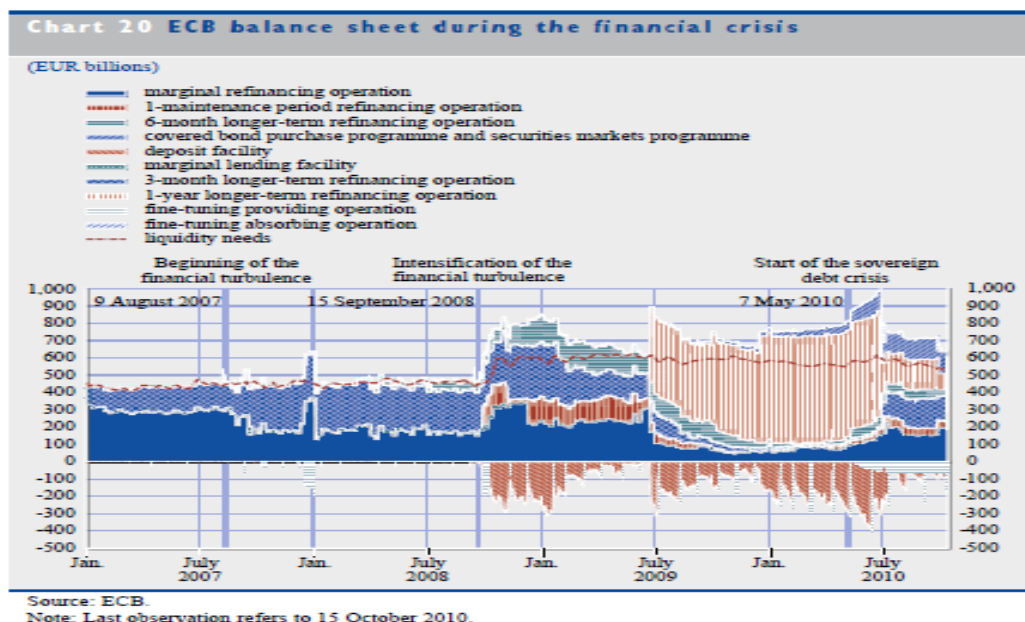
¹⁷⁹ Trichet (2009), Αλεξιάκης (2011), σελ. 184, ECB (2010b), σελ. 68.

γεγονός το οποίο επέτρεψε την πρόσβαση των πιστωτικών ιδρυμάτων και τη δυνατότητα αναχρηματοδότησης μεγαλύτερου μέρους του ενεργητικού τους.

- Πέραν των εξαμηνιαίων μη κανονικών λειτουργιών που ίσχυαν ήδη, η ΕΚΤ αποφάσισε την παροχή ρευστότητας για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, μέσω της ανάληψης τριών λειτουργιών αναχρηματοδότησης υπό σταθερό επιτόκιο με δωδεκάμηνη περίοδο λήξης. Η επιμήκυνση της μέγιστης περιόδου λήξης των λειτουργιών αναχρηματοδότησης από τρεις μήνες πριν την κρίση σε ένα έτος, οδήγησε σε μείωση των απαιτήσεων αναχρηματοδότησης των τραπεζών, βραχυπροθέσμως (δεύτερο ήμισυ 2009).
- Η ΕΚΤ επαύξησε την παροχή αναχρηματοδότησης σε δολάρια ΗΠΑ, προσφέροντας απεριόριστη παροχή έναντι αποδεκτού ενέχυρου σε ευρώ. Επίσης, αύξησε τον ορίζοντα λήξης των λειτουργιών σε δολάρια που προσέφερε (μέχρι τρεις μήνες), ενώ εισήγαγε και λειτουργίες παροχής ρευστότητας σε ελβετικά φράγκα. Έτσι επιδιώχθηκε να αντιμετωπιστούν οι ανάγκες χρηματοδότησης περιουσιακών στοιχείων σε ξένο νόμισμα των τραπεζών της ευρωζώνης (πρώτο ήμισυ 2008). Παράλληλα, η ΕΚΤ προέβη σε συμφωνία με κεντρικές τράπεζες εκτός της ζώνης του Ευρώ για ενίσχυση της ρευστότητας στο εκάστοτε τραπεζικό σύστημα.
- Το Μάιο του 2009, η ΕΚΤ εκκίνησε ένα περιορισμένο πρόγραμμα για την αγορά καλυμμένων ομολογιών σε ευρώ τα οποία έχουν εκδοθεί στη ζώνη του ευρώ (περίπου € 60 δισ.)¹⁸⁰.

Στο ακόλουθο διάγραμμα αποτυπώνεται η επέκταση του ισολογισμού της ΕΚΤ ως αποτέλεσμα της ακολουθούμενης πολιτικής πιστωτικής υποστήριξης.

Διάγραμμα 8: Επέκταση του ισολογισμού της ΕΚΤ την περίοδο 2008-2010



Πηγή: Όπως παρατίθεται σε Fahr, Motto, Rostagno, Smets, Tristani (2010), σελ. 54

¹⁸⁰ European Parliament (2014), σελ. 9.

4.6.1.2. Μελλοντική κατεύθυνση πολιτικής

Η επικοινωνιακή πολιτική της ΕΚΤ αποτελεί ένα σημαντικό εργαλείο στη διάχυση της νομισματικής της πολιτικής, το οποίο όμως δεν εστιάζει στον προσδιορισμό ποσοτικών εκτιμήσεων αλλά στην παροχή επεξηγήσεων ως προς τον στόχο που έχει διαχρονικά θέσει η ΕΚΤ για τη διασφάλιση της νομισματικής σταθερότητας, την ακολουθούμενη στάση πολιτικής και των σχετικών αποφάσεων που ελήφθησαν προς τον σκοπό αυτό. Σε αυτό συμβάλει και η αναλυτική παρουσίαση της στρατηγικής για την επίτευξη των στόχων, μέσω των δύο πυλώνων, η οποία συμβάλει στην προώθηση της αξιοπιστίας, της συνεκτικότητας και της αποτελεσματικότητας της ασκούμενης νομισματικής πολιτικής¹⁸¹.

4.6.2. Η ΕΚΤ ως τελικός αναχρηματοδοτικός δανειστής

Όπως αναφέρθηκε και στην ενότητα 4.4, για την αντιμετώπιση των συνεπειών της περιόδου 2007 – 2009 η παρέμβαση της ΕΚΤ υλοποιήθηκε μέσω τροποποίησης των συμβατικών πράξεων νομισματικής πολιτικής, οι οποίες αναλύθηκαν στην προηγούμενη ενότητα. Συνεπώς, η ΕΚΤ τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο λειτούργησε ως τελικός αναχρηματοδοτικός δανειστής υπό την έννοια¹⁸²:

- της λήψης έκτακτων, μη συμβατικών νομισματικών μέτρων από την ΕΚΤ,
- για την ενίσχυση της ρευστότητας στη διατραπεζική αγορά,
- για το σύνολο του τραπεζικού συστήματος.

Επομένως, η ΕΚΤ δεν τροποποίησε ειδικότερα το θεσμικό της πλαίσιο ούτε υιοθέτησε μέτρα για την ενίσχυση ρευστότητας συγκεκριμένων μεμονωμένων πιστωτικών ιδρυμάτων ή λοιπών φορέων του χρηματοπιστωτικού τομέα.

4.6.3. Εποπτεία

Στην έκθεση de Larosière αναγνωρίστηκαν οι αποτυχίες του ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου στην ΕΕ στην αντιμετώπιση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, μεταξύ των οποίων εντάσσονται η έλλειψη επαρκούς μακρο-προληπτικής εποπτείας, οι αναποτελεσματικοί μηχανισμοί έγκαιρης προειδοποίησης, η έλλειψη ειλικρίνειας και συνεργασίας μεταξύ εθνικών εποπτικών αρχών, η διαφοροποίηση των αρμοδιοτήτων που ανατίθενται στις εθνικές εποπτικές αρχές και η αδυναμία για λήψη κοινών αποφάσεων¹⁸³. Για το λόγο αυτό, η έκθεση στο τρίτο κεφάλαιο προτείνει την αναθεώρηση του υφιστάμενου εποπτικού πλαισίου, με κεντρική ιδέα την ενίσχυση της ποιότητας της εποπτείας σε εθνικό και ευρωπαϊκό επίπεδο¹⁸⁴. Στον πυρήνα της πρότασης εδράζονται τρεις βασικές εκτιμήσεις¹⁸⁵:

¹⁸¹ Trichet (2008).

¹⁸² Domanski, Moessner and Nelson (2014), όπου χρησιμοποιείται ο όρος ‘emergency liquidity assistance’ (‘ELA’) ως ισοδύναμο του όρου ‘last resort lending’ για την περιγραφή όλων των μορφών παρέμβασης των κεντρικών τραπεζών σε περιόδους κρίσης, σύμφωνα με Gortsos (2015), σελ.5.

¹⁸³ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière. Report, Brussels, 25 February 2009, Κεφάλαιο 2, σελ. 39-41.

¹⁸⁴ Ibid: Κεφάλαιο 3, σελ. 38-58.

¹⁸⁵ Γκόρτσος (2009), σελ. 23.

- Ούτε η ΕΚΤ ούτε κάποιος άλλος φορέας πρέπει να αναχθεί σε υπερεθνική εποπτική αρχή του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε μικρο-προληπτικό επίπεδο στην Κοινότητα,
- αντίθετα, είναι αναγκαία η ενίσχυση της μικρο-προληπτικής εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην Κοινότητα, και αυτή πρέπει να γίνει στη βάση των τριών (3) Επιτροπών του επιπέδου 3 που συστάθηκαν σύμφωνα με τη διαδικασία Lamfalussy, με μετεξέλιξή τους στις τρεις τομεακές Ευρωπαϊκές Αρχές, και
- η μακρο-προληπτική εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος πρέπει να αποτελεί εν γένει αρμοδιότητα των κεντρικών τραπεζών, και, επομένως, σε ευρωπαϊκό επίπεδο η ΕΚΤ είναι εκείνη που πρέπει να καταστεί αρμόδια σχετικά.

Ως απόρροια των ανωτέρω διαπιστώσεων, η σημαντικότερη, αναμφισβήτητη, πρόταση της Έκθεσης είναι η ανάγκη θεσμοθέτησης δύο (2) νέων φορέων σε ευρωπαϊκό επίπεδο στο πλαίσιο της διαμόρφωσης του «ευρωπαϊκού συστήματος εποπτείας»:

1. ο πρώτος φορέας, το **Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου** (European Systemic Risk Council), κατέστη αρμόδιος για τη μακρο-προληπτική εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος, και θα λειτουργήσει στο πλαίσιο του ΕΣΚΤ, υπό την προεδρία του Προέδρου της ΕΚΤ, ενώ
2. ο δεύτερος φορέας, το **Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας** (European System of Financial Supervision), θα είναι αρμόδιος για τη μικρο-προληπτική εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος, με τη θεσμοθέτηση των τριών τομεακών Ευρωπαϊκών Αρχών.

Το 2010, οι προτάσεις της επιτροπής de Larosière μετουσιώθηκαν σε κανόνες και ειδικότερα:

- Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο υιοθέτησαν τρεις (3) κανονισμούς με τους οποίους θεσμοθετήθηκαν αντίστοιχα οι τρεις καλούμενες «Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές» (European Supervisory Authorities) για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας της μικρο-προληπτικής εποπτείας των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών στην ΕΕ:
 - η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (European Banking Authority)¹⁸⁶,
 - η Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (European Insurance and Occupational Pensions)¹⁸⁷ και
 - η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (European Securities and Markets Authority)¹⁸⁸

Με στόχο την καθιέρωση, για πρώτη φορά σε ευρωπαϊκό επίπεδο, συγκεκριμένου ρυθμιστικού πλαισίου για τη μακρο-προληπτική επίβλεψη του χρηματοπιστωτικού συστήματος υιοθετήθηκαν κανονισμοί για τη θεσμοθέτηση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου

¹⁸⁶ Κανονισμός (ΕΚ) 1093/2010.

¹⁸⁷ Κανονισμός (ΕΚ) 1094/2010.

¹⁸⁸ Κανονισμός (ΕΚ) 1095/2010.

Συστημικού Κινδύνου (European Systemic Risk Board)¹⁸⁹ και για την ανάθεση ειδικών καθηκόντων στην ΕΚΤ σε ότι αφορά στη λειτουργία του¹⁹⁰.

Σε συνέχεια της αναπροσαρμογής του θεσμικού πλαισίου της ΕΕ, ως προς το ρόλο της ΕΚΤ προκύπτουν τα εξής συμπεράσματα¹⁹¹:

- στο πεδίο της μικρο-προληπτικής εποπτείας, η ΕΚΤ συνέχιζε να έχει τα περιορισμένα καθήκοντα τα οποία της ανατίθενται από τη Συνθήκη,
- στο πεδίο της μακρο-προληπτικής εποπτείας, ανατέθηκαν στην ΕΚΤ ειδικά καθήκοντα με την αιτιολογία ότι μπορεί να συνεισφέρει αποτελεσματικά στην μακρο-προληπτική επίβλεψη του ενωσιακού οικοδομήματος.

Τέλος, ως ρυθμιστική ανταπόκριση στη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση υιοθετήθηκαν δύο Οδηγίες για την τροποποίηση άρθρων των Οδηγιών 2006/48/ΕΚ και 2006/49/ΕΚ, του βασικού ρυθμιστικού πλαισίου για τον ορισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων:

- Οδηγία 2009/111/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16^{ης} Σεπτεμβρίου 2009 αναφορικά με τράπεζες συνδεδεμένες με κεντρικούς οργανισμούς, ορισμένα στοιχεία των ιδίων κεφαλαίων, τα μεγάλα χρηματοδοτικά ανοίγματα, τις εποπτικές ρυθμίσεις και τη διαχείριση κρίσεων.
- Οδηγία 2010/76/ΕΕ της 24ης Νοεμβρίου 2010, αναφορικά με τις κεφαλαιακές απαιτήσεις για το χαρτοφυλάκιο συναλλαγών και για τις πράξεις επανατιτλοποίησης, καθώς και τον εποπτικό έλεγχο των πολιτικών αποδοχών.

4.6.4. Αποτελέσματα

Τα μέτρα τα οποία υιοθετήθηκαν αποδείχθηκαν καθοριστικά για την υποστήριξη του τραπεζικού συστήματος και έμμεσα των χρηματοπιστωτικών αγορών, βελτιώνοντας σημαντικά τη ρευστότητα της αγοράς και μειώνοντας τους κινδύνους χρηματοδότησης των τραπεζών. Αν και δεν εμπόδισαν μια σημαντική πτώση στις δανειοδοτήσεις του ιδιωτικού τομέα, χωρίς αυτά η μείωση θα ήταν πολύ ισχυρότερη, καθώς σχεδιάστηκαν ώστε να διατηρούν τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες και τις πιστωτικές ροές σε επίπεδα υψηλότερα από εκείνα που θα επιτυγχανόνταν μόνον μέσω μείωσης των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ.

Προς το τέλος του 2009, η βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών στην ευρωζώνη οδήγησε σε μια σταδιακή απόσυρση της πολιτικής πιστωτικής στήριξης. Οι λειτουργίες ανοιχτής αγοράς σε ελβετικά φράγκα και σε δολάρια ΗΠΑ τερματίστηκαν στο τέλος του Ιανουαρίου 2010. Καθώς η ζήτηση για τη μακροπρόθεσμη λειτουργία αναχρηματοδότησης περιορίστηκε, τερματίστηκαν και οι εξαμηνιαίες και ετήσιες λειτουργίες σε ευρώ, ενώ εφαρμόστηκαν οι προσφορές κυμαινόμενου επιτοκίου στις τριμηνιαίες λειτουργίες αναχρηματοδότησης σε ευρώ, τον Απρίλιο. Όλες οι υπόλοιπες λειτουργίες αναχρηματοδότησης συνεχίστηκαν ακολουθώντας διαδικασίες προσφορών σταθερού επιτοκίου¹⁹².

Η απόσυρση αντανάκλα την ανάγκη να αποφευχθεί ο κίνδυνος δυσμενών παράπλευρων επιδράσεων και στρεβλώσεων από τα μη συμβατικά μέτρα, όπως ενδεικτικά η

¹⁸⁹ Κανονισμός (ΕΚ) 1092/2010.

¹⁹⁰ Κανονισμός (ΕΚ) 1096/2010.

¹⁹¹ Γκόρτσος (2011), σελ. 8.

¹⁹² Αλεξιάκης (2011), σελ. 185.

υπερβολική εξάρτηση σε μη κανονική ρευστότητα κεντρικής τράπεζας, η υπερβολική ανάληψη κινδύνου, αδύναμα χρηματοπιστωτικά κίνητρα αναδιάρθρωσης των ισολογισμών των τραπεζών και καθυστερήσεις στις αναγκαίες προσαρμογές που χρειάζονται για την οικονομική ανάπτυξη και τη σταθερή εξέλιξη των τιμών, μακροπρόθεσμα. Η βελτίωση των συνθηκών επιτρέπει στις τράπεζες να αρχίσουν να επιτελούν τμήμα του κανονικού τους ρόλου στην αγορά χρήματος, μειώνοντας έτσι τον διαμεσολαβητικό ρόλο του Ευρωσυστήματος. Ο συνεχιζόμενος υψηλός βαθμός αβεβαιότητας, ωστόσο, συνηγόρησε υπέρ της σταδιακής απόσυρσης των έκτακτων μέτρων ρευστότητας¹⁹³, παρέχοντας ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα σε ευνοϊκούς όρους. Ταυτόχρονα, η οικονομία συνεχίζει να επωφελείται από τις περασμένες μειώσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ¹⁹⁴.

Ωστόσο, τον Μάιο του 2010, η διαδικασία απόσυρσης ανεστάλη λόγω της επανάκαμψης σοβαρών εντάσεων στις αγορές χρήματος. Ο λόγος ήταν η εκδήλωση της τρέχουσας δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη, η οποία, ως προϊόν των σωρευμένων επί δεκαετίες δημοσιονομικών ανισορροπιών αποτέλεσε το νέο παράγοντα αποσταθεροποίησης του ευρωπαϊκού συστήματος¹⁹⁵, με αποτέλεσμα η ΕΚΤ να υιοθετήσει έναν νέο κύκλο παρεμβάσεων¹⁹⁶ συνεχίζοντας τη διευκολυντική πολιτική ορίζοντας το βασικό επιτόκιο στο ιστορικά χαμηλό 0,05%¹⁹⁷.

Το 2013, μέσω της υιοθέτησης του Κανονισμού 575/2013 σχετικά με «τις απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας για πιστωτικά ιδρύματα και επιχειρήσεις» (γνωστή και ως CRR) και της Οδηγίας 2013/36/ΕΕ «σχετικά με την πρόσβαση στη δραστηριότητα πιστωτικών ιδρυμάτων και την προληπτική εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων» (γνωστή και ως CRD IV) υιοθετήθηκε ένα σύνολο κανόνων ουσιαστικού δικαίου (single rulebook) για την προσαρμογή του θεσμικού πλαισίου στα πρότυπα της Βασιλείας III, αντικαθιστώντας τις Οδηγίες 2006/48/ΕΚ και 2006/49/ΕΚ. Λαμβάνοντας υπόψη και τον αναθεωρημένο ρόλο της ΕΚΤ σε ανταπόκριση της τρέχουσας δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη, όσο αφορά στην ανάθεση άσκησης ενός εύρους εποπτικών αρμοδιοτήτων υπό τον κανονισμό 1024/2013 για την εγκαθίδρυση του ενιαίου εποπτικού μηχανισμού (SSM Regulation) καθώς και άλλων σχετικών εξελίξεων¹⁹⁸, υπογραμμίζεται η υιοθέτηση ενός ευρύτερου εποπτικού ρόλου από την ΕΚΤ, και σε επίπεδο μικρο-προληπτικής εποπτείας.

¹⁹³ Trichet (2009a).

¹⁹⁴ Αλεξιάκης (2011), σελ. 184 – 185.

¹⁹⁵ Γκόρτσος (2011), σελ. 140 – 141.

¹⁹⁶ Gortsos (2012), σελ. 48 – 49, βλ. σχετικά και Hieronymi and Stephanou (2013), ECB (2010), σελ. 72-73.

¹⁹⁷ ΕΚΤ, Δελτίο τύπου της 22^{ης} Οκτωβρίου 2015 σχετικά με το καθορισμό επιτοκίων, διαθέσιμο στη διεύθυνση <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr151022.el.html>

¹⁹⁸ Για μία αναλυτική παρουσίαση, βλ. Gortsos (2015).

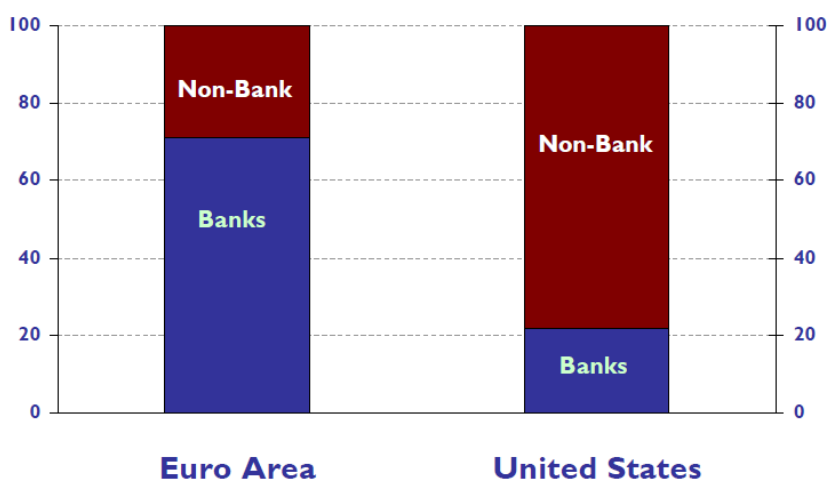
5. Σύγκριση ρόλου και τρόπου ανταπόκρισης του FED και της ΕΚΤ

Προκειμένου να εντοπιστούν ομοιότητες και διαφορές στην προσέγγιση, τις πολιτικές και τα εργαλεία τα οποία αξιοποιήθηκαν στις δύο περιπτώσεις, είναι χρήσιμο να εξεταστούν οι συνθήκες και τα προβλήματα που κλήθηκαν να αντιμετωπίσουν οι δύο κεντρικές τράπεζες την περίοδο 2007-2009.

Πρώτον, εντοπίζονται ουσιώδεις διαφορές στη δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος στις ΗΠΑ και στη ευρωζώνη, με εστίαση στον τρόπο άντλησης κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις εκτός του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Εξετάζοντας το μέσο όρο των τελευταίων ετών, όπως αποτυπώνεται και στο διάγραμμα, διαπιστώνεται ότι:

- Στην ευρωζώνη, η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων είναι έμμεση, καθώς στηρίζεται σχεδόν κατά 70% στον τραπεζικό τομέα (Bank – based system).
- Στις ΗΠΑ, η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων στηρίζεται σχεδόν κατά 80% στην άντληση κεφαλαίων από τις χρηματοπιστωτικές αγορές (Market-based system)¹⁹⁹. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον, οι τεχνικές της τιτλοποίησης είναι περισσότερο δημοφιλείς, μέσω της αύξησης της διαθεσιμότητας και της μείωσης του κόστους άντλησης κεφαλαίων. Ιδίως στις ΗΠΑ, οι δύο οργανισμοί Fannie Mae και Freddie Mac, με αποστολή την ενίσχυση της ιδιοκτησίας, υπό κρατική αιγίδα, ενεπλάκησαν σε μία σειρά αγορών, εγγύησης και σύνθετης τιτλοποίησης υποθηκών.

Διάγραμμα 9: Τρόπος χρηματοδότησης των μη χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων



Πηγή: Trichet (2009) βάσει στοιχείων ECB (2009)

Δεύτερον, σημαντικές διαφορές υπάρχουν στα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά της οικονομίας μεταξύ ΗΠΑ και ευρωζώνης. Οι σημαντικότερες εξ αυτών είναι:

- Σε αντίθεση με τις ΗΠΑ, η επιχειρηματική δραστηριότητα της ευρωζώνης χαρακτηρίζεται από τη δραστηριοποίηση μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων, οι οποίες διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη και τη δημιουργία θέσεων εργασίας. Τέτοιου είδους επιχειρήσεις δεν έχουν συνήθως απευθείας πρόσβαση στην αγορά για άντληση κεφαλαίων. Για το λόγο αυτό, η διασφάλιση

¹⁹⁹ ECB (2009), σελ. 70-71.

της χρηματοδότησης αυτών των επιχειρήσεων μέσω του τραπεζικού συστήματος ήταν προτεραιότητα.

- Στις ΗΠΑ, η αγορά ακινήτων βρέθηκε στο επίκεντρο της κρίσης, καθώς η αφετηρία για την εκδήλωσή της αποτέλεσε η κατάρρευση στην αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων. Την ίδια περίοδο, η ευρωζώνη επηρεάζεται έμμεσα και στο βαθμό στον οποίο τα πιστωτικά ιδρύματα κατέχουν «τοξικά» ομόλογα.
- Στην ευρωζώνη, οι μισθοί και οι τιμές των προϊόντων και υπηρεσιών προσαρμόζονται στις συνθήκες με πιο αργό ρυθμό συγκριτικά με τις ΗΠΑ. Αν και υπό φυσιολογικές συνθήκες, το χαρακτηριστικό αυτό συμβάλει στην ακαμψία της οικονομίας, υπό τις συνθήκες εκδήλωσης της χρηματοπιστωτικής κρίσης, προσέφερε ένα βαθμό προφύλαξης έναντι της άμεσης επέλευσης αρνητικών συνεπειών, εφόσον βέβαια εφαρμόζεται με αντίστοιχη πολιτική που επηρεάζει θετικά τις προσδοκίες ως προς τις μακροοικονομικές εξελίξεις²⁰⁰.

Τρίτον, οι διαφορές στους επιδιωκόμενους στόχους και στο ευρύτερο πλαίσιο λειτουργίας των κεντρικών τραπεζών:

- Ενώ η ΕΚΤ επιδιώκει την επίτευξη του πρωταρχικού στόχου της σταθερότητας των τιμών, το FED επιδιώκει παράλληλα άλλους δύο στόχους, της πλήρους απασχόλησης και της διασφάλισης των μακροπρόθεσμων επιτοκίων σε μέτρια επίπεδα.
- Η ΕΚΤ λειτουργεί αποκλειστικά στο πλαίσιο του ΕΣΚΤ, το οποίο αποτελείται από ένα σύνολο ανεξάρτητων κυριαρχικά κρατών, ενώ το FED λειτουργεί στο πλαίσιο του ομοσπονδιακού συστήματος των ΗΠΑ. Ακόμα και αν η νομισματική πολιτική έχει ανατεθεί από τα κράτη μέλη στην ΕΚΤ, η ασυμμετρία από την αδυναμία εγκαθίδρυσης μίας οικονομικής ένωσης συνεπάγεται σημαντικούς περιορισμούς στην προσπάθεια για διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στο σύνολο της ευρωζώνης, γεγονός το οποίο αποδεικνύεται και από τα διαφοροποιημένα, ελάχιστα εναρμονισμένα, εποπτικά πλαίσια σε κάθε κράτος μέλος τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

Οι ως άνω διαφοροποιήσεις στη δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος επηρέασαν το σχεδιασμό των μέτρων για την αντιμετώπισή της:

Στην νομισματική πολιτική:

- Με στόχο την ενίσχυση της ρευστότητας και οι δύο κεντρικές τράπεζες προχώρησαν στη **μείωση των βασικών επιτοκίων**, το FED ξεκινώντας επιθετικά ήδη από τον Σεπτέμβριο 2007 ενώ η ΕΚΤ ένα χρόνο αργότερα, τον Οκτώβριο του 2008. Η χρονική αυτή υστέρηση φαίνεται να οφείλεται αφενός στη μεγαλύτερη και αμεσότερη έκθεση του χρηματοπιστωτικού συστήματος των ΗΠΑ στα αίτια και τις συνέπειες της κρίσης, και στην επιδίωξη από το FED του τριπλού στόχου, σε αντίθεση με την προσήλωση της ΕΚΤ στη νομισματική σταθερότητα. Παράλληλα, οι δυσμενείς στη διατραπεζική αγορά στην ευρωζώνη εντάθηκαν μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers.
- Και στις δύο περιπτώσεις, υιοθετήθηκαν **μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής**, που είχαν ως συνέπεια την επέκταση των στοιχείων του ισολογισμού των δύο κεντρικών τραπεζών.

²⁰⁰ Trichet (2009).

- Στην περίπτωση του FED ακολουθήθηκε η πολιτική της ποσοτικής χαλάρωσης, μέσα από μία πρωτοφανή σε όγκο αγορά τίτλοποιημένων ενυπόθηκων δανείων (υπό κρατική εγγύηση των Fannie May και Freddie Mac) και κρατικών ομολογιών. Η σύνθεση των στοιχείων του ενεργητικού κυριαρχείται από τα κρατικά και λοιπά ομόλογα, που αποκτήθηκαν ως αποτέλεσμα της υιοθέτησης των μη συμβατικών μέτρων.
- Στην περίπτωση της ΕΚΤ, ακολουθήθηκε η πολιτική της πιστωτικής επέκτασης, μέσα ιδίως από τη διευκόλυνση της χορήγησης ρευστότητας, με διαδικασία σταθερού επιτοκίου, πλήρους κατανομής και μέσω της διεύρυνσης του φάσματος αποδεκτών εξασφαλίσεων. Σε μικρότερο βαθμό, ακολούθησε την πολιτική ποσοτικής χαλάρωσης μέσω του προγράμματος καλυμμένων ομολογιών. Η σύνθεση των στοιχείων του ενεργητικού κυριαρχείται από συμφωνίες επαναγοράς, λόγω της ακολουθούμενης πολιτικής. Δηλαδή, σε αντίθεση με το FED το οποίο προέβη σε απευθείας απόκτηση κρατικών και λοιπών ομολογιών, η ΕΚΤ διενήργησε πράξεις επαναγοράς, χρησιμοποιώντας ως εξασφάλιση κρατικά ομόλογα²⁰¹.
- Και στις δύο περιπτώσεις, σημειώνεται αύξηση των στοιχείων του παθητικού, λόγω των δυσλειτουργιών της διατραπεζικής αγοράς²⁰²

Ως προς τις περαιτέρω ενέργειες για τη **διασφάλιση της σταθερότητας**:

- Η ΕΚΤ υιοθέτησε μέτρα για την ενίσχυση της ρευστότητας στον τραπεζικό τομέα, με βασικούς αντισυμβαλλόμενους τα πιστωτικά ιδρύματα, ενέργεια η οποία οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στη δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος (bank based).
- Αντιθέτως, το FED, με προτεραιότητα τη διασφάλιση της σταθερότητας της λειτουργίας της χρηματοπιστωτικής αγοράς, επί της σαφούς νομικής βάσης του 13 (3) του Ιδρυτικού Νόμου του, στο πλαίσιο του ρόλου του ως τελικού αναχρηματοδοτικού δανειστή, υιοθέτησε μέτρα για την ενίσχυση της ρευστότητας και τη διασφάλιση της σταθερότητας στο σύνολο του χρηματοπιστωτικού τομέα υιοθετώντας στοχευμένες ενέργειες μέσω της διαμεσολάβησης για τη διάσωση συγκεκριμένων επενδυτικών εταιρειών, όπως η Bear Stearns καθώς και την ανάληψη μίας σειράς ενεργειών προς συγκεκριμένους φορείς της αγοράς, διενεργώντας πράξεις με έναν ευρύ κατάλογο αντισυμβαλλόμενων (κύριοι διαπραγματευτές).

Ως προς την εποπτεία: Και στις δύο περιπτώσεις, αναδείχθηκε η σημασία της μακρο-προληπτικής εποπτείας για τον έγκαιρο εντοπισμό και αντιμετώπιση των συστημικών κινδύνων, μέσω σύστασης δομών επιφορτισμένων με την αποστολή της ενίσχυσης της συνεργασίας σε αυτό το τομέα. Ωστόσο, σε επίπεδο μικρο – προληπτικής εποπτείας, η ΕΚΤ εξακολουθούσε να διαθέτει περιορισμένα καθήκοντα, καθώς η αρμοδιότητα αυτή ανήκει στις εθνικές αρμόδιες αρχές, σε αντίθεση με το FED, όπου το εύρος των εποπτικών της αρμοδιοτήτων ενισχύθηκε²⁰³.

²⁰¹ Fahr, Motto, Rostagno, Smets, Tristani (2010), σελ. 57

²⁰² Eijffinger (2012), σελ. 8 και σχετικά βλ. Pisani-Ferry and Wolff (2012).

²⁰³ Central Bank Governance Group (2011), σελ. 13.

6. Συμπερασματικές σκέψεις

Οκτώ χρόνια μετά την εκδήλωση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, γεννάται εύλογα το ερώτημα του ρόλου και των αρμοδιοτήτων των κεντρικών τραπεζών στην αντιμετώπιση διεθνών κρίσεων αναφορικά με το στόχο της διασφάλισης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

Το 2007, το σύνθετο οικοδόμημα του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος υπέστη ριζικές ζημιές και οδηγήθηκε στα πρόθυρα της κατάρρευσης, πλήττοντας την εμπιστοσύνη στην απρόσκοπτη λειτουργία του. Η εκδήλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης ήταν αποτέλεσμα της δυναμικής αλληλεπίδρασης μίας σειράς παραγόντων σε μακροοικονομικό και μικροοικονομικό επίπεδο. Οι αστοχίες της νομισματικής πολιτικής και η εμφάνιση λοιπών μακροοικονομικών ασυμμετριών σε παγκόσμιο επίπεδο, οι αστοχίες στη λειτουργία των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών ιδίως ως προς την χρήση σύνθετων τεχνικών τιλοποίησης και την εσφαλμένη αποτίμηση του κινδύνου, ο ρόλος και οι ενέργειες των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είναι κάποιοι από τους παράγοντες οι οποίοι έδρασαν καταλυτικά στην εμφάνιση μίας εκ των σφοδρότερων κρίσεων των τελευταίων δεκαετιών. Η εμφάνιση ορισμένων από αυτούς ήταν απόρροια της ανθρώπινης φύσης και της απληστίας για τη μεγιστοποίηση των κερδών. Ωστόσο, συνολικά, ακόμα και η μη ορθή εκτίμηση της ανθρώπινης συμπεριφοράς υπό τέτοιου είδους συνθήκες είναι αποτέλεσμα των αστοχιών και αποτυχιών στην ασκούμενη πολιτική²⁰⁴.

Σε χρηματοπιστωτικά συστήματα όπου η κρίση είχε τις μεγαλύτερες αρνητικές συνέπειες, οι κεντρικές τράπεζες διαμόρφωσαν τη στάση τους και αξιοποίησαν κάθε δυνατό μέτρο για την ενίσχυση της ρευστότητας και την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης, υιοθετώντας τόσο συμβατικά όσο και μη συμβατικά μέτρα και αξιοποιώντας τον ισολογισμό τους ως εργαλείο για τη μείωση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων. Παράλληλα, ενεργοποιήθηκε σε αρκετές περιπτώσεις ο ρόλος τους ως τελικού αναχρηματοδοτικού δανειστή, προσλαμβάνοντας διαφορετική μορφή κατά περίπτωση και σκοπό. Τα παραδείγματα του FED, της κεντρικής τράπεζας της χώρας όπου ξεκίνησε η χρηματοπιστωτική κρίση και της ΕΚΤ, της κεντρικής τράπεζας με την ευθύνη της άσκησης της νομισματικής πολιτικής για ένα σύνολο ανεξάρτητων κρατών - μελών μίας κοινής νομισματικής ένωσης, κατέδειξαν την υιοθέτηση έκτακτων και χωρίς προηγούμενο μέτρων προσαρμοσμένων στις ιδιαιτερότητες και το θεσμικό πλαίσιο του κάθε χρηματοπιστωτικού και εν γένει ευρύτερου οικονομικού συστήματος.

Το FED κλήθηκε να αντιμετωπίσει άμεσα τις συνέπειες της έκθεσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος και συνακόλουθα τις δυσμενείς επιπτώσεις στη δυνατότητα των επιχειρήσεων για άντληση κεφαλαίων από την αγορά, το βασικό δίαυλο χρηματοδότησης τους. Αν και αρχικά προέβη στην επιθετική μείωση του βασικού επιτοκίου διατραπεζικού δανεισμού, αγγίζοντας πλέον μηδενικά επιτόκια, επιδίωξε την επίτευξη του τριπλού στόχου (την πλήρη απασχόληση, την σταθερότητα τιμών και τη διατήρηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων σε μέτρια επίπεδα) μέσω της υιοθέτησης της πολιτικής της ποσοτικής (ή πιστωτικής) χαλάρωσης, προβαίνοντας σε μία πρωτοφανή σε όγκο αγορά τιλοποιημένων ενυπόθηκων δανείων (υπό κρατική εγγύηση) και κρατικών ομολογιών. Παράλληλα, στο πλαίσιο του νομοθετικά κατοχυρωμένου ρόλου του ως τελικού αναχρηματοδοτικού δανειστή, υιοθέτησε μέτρα (αν και σε κάποιες περιπτώσεις με αποσπασματικό τρόπο όπως έδειξε η απόφαση των αρχών για τη μη διάσωση της Lehman Brothers) για την ενίσχυση της ρευστότητας και τη διασφάλιση της σταθερότητας στο σύνολο του χρηματοπιστωτικού τομέα, μέσω γενικότερων αλλά και

²⁰⁴ The Financial Crisis Inquiry Commission (2011), σελ. xxiii.

στοχευμένων ενεργειών για τη διάσωση συγκεκριμένων επενδυτικών και λοιπών εταιρειών.

Από την άλλη πλευρά, στην αρχή της κρίσης, η ΕΚΤ προέβη σε περιορισμένης έκτασης ενέργειες, συγκριτικά με το FED, εντός του υφιστάμενου θεσμικού πλαισίου, διατηρώντας σταθερό το επιτόκιο αναφοράς στην προσπάθεια για διασφάλιση του στόχου της διατήρησης της σταθερότητας των τιμών. Μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, η ευρεία κρίση εμπιστοσύνης η οποία προκλήθηκε στις χρηματοπιστωτικές αγορές, πάγωσε τη λειτουργία της διατραπεζικής αγοράς, του βασικού τρόπου άντλησης κεφαλαίων των επιχειρήσεων (κυρίως μικρού και μεσαίου μεγέθους) στην ευρωζώνη. Για την αντιμετώπιση των δυσλειτουργιών αυτών, η ΕΚΤ υιοθέτησε επιθετική νομισματική πολιτική και παράλληλα την πολιτική επαυξημένης πιστωτικής υποστήριξης, παρέχοντας απεριόριστη ρευστότητα σε πιστωτικά ιδρύματα μέσω πράξεων επαναγοράς, με εξασφάλιση κρατικά ομόλογα, χωρίς ωστόσο να προβεί σε ειδικότερες στοχευμένες σε συγκεκριμένα ιδρύματα ενέργειες.

Σταδιακά, η οικονομία άρχισε να σταθεροποιείται και να δείχνει σημάδια ασθενούς ανάκαμψης, από το β' εξάμηνο του 2009. Ωστόσο, η προσέγγιση που υιοθετήθηκε την περίοδο 2007 – 2009 για την πρόληψη της κατάρρευσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος («whatever it takes» approach), μετεξελίχθηκε σε έναν αγώνα συντήρησης αυτών των έκτακτων πολιτικών για την αντιμετώπιση των προβλημάτων που ανακύπτουν στη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος²⁰⁵. Έχοντας ξεπεράσει, όμως, την εκδήλωση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, η συνέχιση της διευκολυντικής (accommodative) πολιτικής, δηλαδή της πολιτικής χαμηλών επιτοκίων και της προσφυγής στη χρήση μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής αποτελεί την απόδειξη της συνεχιζόμενης επίπονης προσπάθειας της παγκόσμιας οικονομίας να αποδεσμευτεί πλήρως από τις επιπτώσεις της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης. Τα επιτόκια έχουν παραμείνει εξαιρετικά χαμηλά για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα, αντανακλώντας σε μεγάλο βαθμό την ανταπόκριση των κεντρικών τραπεζών στον ασυνήθιστα ασθενή ρυθμό ανάκαμψης της οικονομίας. Ωστόσο, η υπέρμετρη προσφυγή στη νομισματική πολιτική ελλοχεύει κινδύνους: δυσχεραίνει τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων και ενθαρρύνει την εκτενή χρηματοδότηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων από τις κυβερνήσεις²⁰⁶. Εν τέλει όμως συνεπάγεται την καθυστέρηση της προώθησης των διαρθρωτικών ρυθμιστικών παρεμβάσεων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα για τη διασφάλιση ισχυρής και βιώσιμης ανάπτυξης.

Ενώπιον του στόχου για τη τόνωση της ανάπτυξης και περιορισμό των αρνητικών επιπτώσεων τόσο στο χρηματοπιστωτικό σύστημα όσο και στην πραγματική οικονομία, η μελέτη του ρόλου των κεντρικών τραπεζών στην αντιμετώπιση προβλημάτων από την πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση οδήγησε σε ορισμένα συμπεράσματα σχετικά την αναθεώρηση του ρόλου²⁰⁷ τους ως προς την αντιμετώπιση μελλοντικών κρίσεων, παρά τα ειδικότερα χαρακτηριστικά τα οποία μπορεί να διέπουν μία ενδεχόμενη μελλοντική κρίση.

Ειδικότερα, η τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση κατέδειξε ότι η προσήλωση της κεντρικής τράπεζας μόνο στο σαφώς διατυπωμένο (σε αρκετές περιπτώσεις) στόχο της διαφύλαξης της νομισματικής σταθερότητας δεν αποτρέπει πάντα την εκδήλωση μίας κρίσης. Γενικά, η νομισματική και χρηματοπιστωτική σταθερότητα αποτελούν δύο αλληλοσυμπληρούμενους στόχους. Η αποτελεσματική άσκηση της νομισματικής πολιτικής

²⁰⁵ BIS (2013), σελ. 5, BIS (2014), σελ. 7 - 8

²⁰⁶ Borio (2015), On-the-record remarks on BIS Annual Report 2015, βλ. Σχετικά και BIS (2015).

²⁰⁷ Βλ. σχετικά και Central Bank Governance Group (2011).

προϋποθέτει σταθερές συνθήκες στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και αντίστροφα, η σταθερότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα υποστηρίζεται από τη συνεπή άσκηση νομισματικής πολιτικής. Παρά τη σύγκλιση των δύο στόχων μακροπρόθεσμα, σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα μπορεί να εμφανίζονται συγκρούσεις. Η σαφής δέσμευση για προώθηση της επίτευξης και των δύο στόχων συμβάλει στην οριοθέτηση προτεραιοτήτων των αναλαμβανόμενων ενεργειών.

Στο επίκεντρο του στόχου για διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας εδράζεται η αναγκαιότητα για την υιοθέτηση και αποτελεσματική εφαρμογή της *μακρο-προληπτικής ρυθμιστικής παρέμβασης και εποπτείας*²⁰⁸. Η εστίαση της προσοχής στην εποπτεία μεμονωμένων χρηματοπιστωτικών φορέων και η συνακόλουθη αδυναμία ανίχνευσης των συστημικών κινδύνων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτέλεσε ίσως τη βασικότερη αιτία εκδήλωσης της κρίσης, καθώς οδήγησε στην αποτυχία μία ευρύτερης θεώρησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Υπάρχουν πολλές διαστάσεις στην υιοθέτηση μίας μακρο-προληπτικής προσέγγισης, με αφετηρία την καλύτερη κατανόηση και ανίχνευση συστημικών κινδύνων και των διαστάσεων τους, τη βελτίωση του υφιστάμενου θεσμικού πλαισίου και την υιοθέτηση πολιτικών και εργαλείων προσανατολισμένων στην αντιμετώπισή τους.

Η μελέτη των παραδειγμάτων κατέδειξε τον κατακερματισμό της άσκησης της εποπτείας, αφενός στις ΗΠΑ μεταξύ διαφορετικών φορέων, και αφετέρου στην ευρωζώνη, μεταξύ των εθνικών αρμόδιων αρχών. Η αναθεώρηση του σχετικού κανονιστικού και θεσμικού πλαισίου στις δύο πλευρές του ατλαντικού κινήθηκε προς την κατανόηση της αναγκαιότητας της εφαρμογής μίας ευρύτερης προσέγγισης. Η αποτελεσματική εφαρμογή της μακρο-προληπτικής εποπτείας δε συνεπάγεται υποκατάσταση της ασκούμενης μικρο-προληπτικής ρυθμιστικής παρέμβασης και εποπτείας, αλλά αντιθέτως συμπλήρωση για τη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, δεδομένης της συνεχώς αυξανόμενης αλληλεπίδρασης μεταξύ χρηματοπιστωτικών συστημάτων και οικονομιών. Η αποτελεσματικότητα της κεντρικής τράπεζας στην ανταπόκριση της διττής αποστολής της εξαρτάται από δύο σημαντικές προϋποθέσεις:

πρώτον, τη διαθεσιμότητα δεδομένων και πληροφοριών και την αναλυτική ικανότητα επεξεργασίας τους από τα στελέχη των κεντρικών τραπεζών. Η συλλογή των πληροφοριών και δεδομένων, απαραίτητη προϋπόθεση για την άσκηση της εποπτείας σε μεμονωμένα ιδρύματα και στο σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος επιτυγχάνεται, είτε στο πλαίσιο του ρόλου που της ανατίθεται ως επόπτη (συνήθως) πιστωτικών ιδρυμάτων ή/και μέσω της συνεργασίας με άλλες εποπτικές αρχές για τους υπόλοιπους τομείς του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Παράλληλα, οι ρυθμιστικές και εποπτικές αρχές πρέπει να έχουν τα κατάλληλα κίνητρα και επαρκείς πόρους, που θα επιτρέπουν την εις βάθος διάγνωση της κατάστασης και τον εντοπισμό πιθανών αστοχιών και περιοχών διακινδύνευσης, όπως είναι η αποτίμηση του κινδύνου.

δεύτερον, το σχεδιασμό των κατάλληλων εργαλείων:

- αφενός για την *πρόληψη* εκδήλωσης χρηματοπιστωτικών κρίσεων. Πέρα από την αξιοποίηση της νομισματικής πολιτικής, μέσω ιδίως του μηχανισμού των επιτοκίων, είναι αναγκαίο να εξεταστεί η υιοθέτηση ρυθμιστικών παρεμβάσεων για την αντιμετώπιση των διαστάσεων του συστημικού κινδύνου.

- αφετέρου για την αποτελεσματική *διαχείριση* των κρίσεων. Το παράδειγμα του FED, τόσο στην ανάγκη προσφυγής σε μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής όσο και στο ρόλο του ως τελικού αναχρηματοδοτικού δανειστή, κατέδειξε την άμεση ανάγκη

²⁰⁸ Ενδεικτικά: Bernanke (2011), Trichet (2009), Central Bank Governance Group (2011), IMF (2013), Claessens and Kodres (2014).

σχεδιασμού και υιοθέτησης νέων προγραμμάτων και εργαλείων πιστωτικής διευκόλυνσης, καθώς τα υφιστάμενα προγράμματα είχαν συνδεθεί με το «στίγμα» της αγοράς, εκλαμβάνοντας τη προσφυγή σε αυτά ως προειδοποίηση μίας ενδεχόμενης αποτυχίας. Ωστόσο, και η συνεχής διατήρηση της δυνατότητας προσφυγής σε έκτακτους τρόπους άντλησης ρευστότητας συνεπάγεται κόστος, καθώς λειτουργεί ως αντικίνητρο στη συμπεριφορά των χρηματοπιστωτικών φορέων για συνετή διαχείριση και προετοιμασία για την αντιμετώπιση έκτακτων περιστατικών. Επομένως, η κεντρική τράπεζα καλείται να αναζητήσει τη βέλτιστη ισορροπία κατά τον σχεδιασμό τέτοιων μέτρων²⁰⁹.

- Παράλληλα, ιδίως ως προς την αντιμετώπιση των κρίσεων, η αναθεώρηση της αξιοποίησης των παραδοσιακών εργαλείων της νομισματικής πολιτικής και η εκτενής αξιοποίηση των *πολιτικών ισολογισμών* της κεντρικής τράπεζας ως ενός ευέλικτου εργαλείου για τον επηρεασμό των χρηματοπιστωτικών συνθηκών, με σκοπό να διασφαλιστεί η αποτελεσματικότητα της μετάδοσης της συμβατικής νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία και τελικά στην εξέλιξη στις τιμές, δημιουργεί προκλήσεις ως προς τη διαχείρισή του εργαλείου, ιδίως ως προς την ποσοτικοποίηση των μελλοντικών επιπτώσεων από τη χρήση του, τον τρόπο μετάδοσης της πολιτικής αυτής, του βαθμού επηρεασμού των προσδοκιών και του βαθμού της έκθεσης της κεντρικής τράπεζας σε νέους χρηματοπιστωτικούς κινδύνους²¹⁰.

Ολοκληρώνοντας, οι αποφάσεις που σχετίζονται με τη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας τείνουν να έχουν ανάλογο, αν όχι μεγαλύτερο βαθμό ευαισθησίας σε επιδράσεις πολιτικών και λοιπών συμφερόντων, καθώς ο χρηματοπιστωτικός τομέας συνήθως παραμένει ουδέτερος σε μία οριζόντια μεταβολή των επιτοκίων, συγκριτικά με μία αυστηροποίηση του πλαισίου ρυθμιστικών απαιτήσεων²¹¹. Επομένως, η ισορροπία αφενός της ανεξαρτησίας της κεντρικής τράπεζας και αφετέρου της αποδοτικής και αποτελεσματικής συνεργασίας με λοιπούς κυβερνητικούς ή ανεξάρτητους φορείς αποτελεί άλλη μια πρόκληση.

Μετά την εκδήλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι κεντρικές τράπεζες κλήθηκαν να αναλάβουν ένα πολυδιάστατο και ευρύτατο ρόλο για την αντιμετώπιση των προβλημάτων που προέκυψαν στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης σε αυτό και της αξιοπιστίας του. Το γεγονός ότι η εκδήλωση κάθε κρίσης τείνει να έχει ορισμένα μοναδικά χαρακτηριστικά τα οποία τη διαφοροποιούν από τις προηγούμενες, καθιστά δυσχερή την πρόβλεψη της ακριβούς φύσης, των χαρακτηριστικών και της έκτασης μιας νέας ενδεχομένης κρίσης και κατά συνέπεια την αντίστοιχη θωράκιση και εξαντλητική ρύθμιση κάθε πτυχής του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι κεντρικές τράπεζες, αποσαφηνίζοντας το ρόλο τους, καλούνται, σε συνεργασία με τις λοιπές αρμόδιες αρχές, να κατανοήσουν το συνεχώς μεταβαλλόμενο και αυξανόμενο αλληλένδετο χρηματοπιστωτικό σύστημα, υιοθετώντας στοχευμένες ρυθμιστικές παρεμβάσεις και αποτελεσματικά, συμπληρωματικά εργαλεία εποπτείας σε μικρο-προληπτικό και μακρο-προληπτικό επίπεδο, συνοδευόμενα από μηχανισμούς επιβολής κυρώσεων, την υιοθέτηση μηχανισμών έγκαιρης προειδοποίησης αλλά και των κατάλληλων εργαλείων διαχείρισης κρίσεων.

²⁰⁹ Kohn (2010), σελ. 8-9.

²¹⁰ Βλ. σχετικά Borio (2009), σελ. 22-24, Durré and Pill (2013), σελ. 207, και σχετικά ECB (2015)

²¹¹ BIS (2011), σελ. 49

Βιβλιογραφία

Πρωτογενείς πηγές

Α. ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΔΙΚΑΙΟ

1. Συνθήκες - Πρωτόκολλα

Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση (Ενοποιημένη απόδοση, C 326, 26.10.2012, σελ. 13-45)

Συνθήκη για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Ενοποιημένη απόδοση, OJ C 326, 26.10.2012, σελ. 47-200)

Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας (Ενοποιημένη απόδοση, OJ C 321, 29.12.2006, σελ. 37-186)

Πρωτόκολλο (αριθ. 4) προσαρτημένο στις Συνθήκες της ΕΕ για το Καταστατικό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (OJ C 326, 26.10.2012, σελ. 230-250)

2. Κανονισμοί

Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 1024/2013 του Συμβουλίου, της 15^{ης} Οκτωβρίου 2013, για την ανάθεση ειδικών καθηκόντων στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα σχετικά με τις πολιτικές που αφορούν την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων EE L 287 της 29.10.2013, σελ. 63 έως 89

Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 575/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 26ης Ιουνίου 2013, σχετικά με τις απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας για πιστωτικά ιδρύματα και επιχειρήσεις επενδύσεων και την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 648/2012 EE L 176 της 27.6.2013, σελ. 1 έως 337

Κανονισμός (ΕΕ) 1092/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 24ης Νοεμβρίου 2010, σχετικά με τη μακροπροληπτική επίβλεψη του χρηματοοικονομικού συστήματος της Ευρωπαϊκής Ένωσης και τη σύσταση Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου, EE L 331 της 15.12.2010, σελ. 1 - 11

Κανονισμός (ΕΕ) 1093/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 24ης Νοεμβρίου 2010, σχετικά με τη σύσταση Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών), την τροποποίηση της απόφασης αριθ. 716/2009/EK και την κατάργηση της απόφασης 2009/78/EK της Επιτροπής, EE L 331, 15.12.2010, σελ. 12-47

Κανονισμός (ΕΕ) 1094/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 24ης Νοεμβρίου 2010 για τη σύσταση Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων), την τροποποίηση της απόφασης αριθ. 716/2009/EK και την κατάργηση της απόφασης 2009/79/EK της Επιτροπής EE L 331, 15.12.2010, σελ. 48-83

Κανονισμός (ΕΕ) 1095/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 24ης Νοεμβρίου 2010, σχετικά με τη σύσταση Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών), την τροποποίηση της απόφασης αριθ. 716/2009/EK και την κατάργηση της απόφασης 2009/77/EK, EE L 331 της 15.12.2010, σελ. 84 - 119

Κανονισμός (ΕΕ) 1096/2010 του Συμβουλίου, της 17ης Νοεμβρίου 2010 , για την ανάθεση ειδικών καθηκόντων στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα όσον αφορά τη λειτουργία του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου ΕΕ L 331 της 15.12.2010, σελ. 162 – 164

3. Οδηγίες

Οδηγία 2013/36/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 26ης Ιουνίου 2013 σχετικά με την πρόσβαση στη δραστηριότητα πιστωτικών ιδρυμάτων και την προληπτική εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων, για την τροποποίηση της οδηγίας 2002/87/ΕΚ και για την κατάργηση των οδηγιών 2006/48/ΕΚ και 2006/49/ΕΚ ΕΕ L 176 της 27.6.2013, σελ. 338 έως 436

Οδηγία 2010/76/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 24^{ης} Νοεμβρίου 2010, για τροποποίηση των οδηγιών 2006/48/ΕΚ και 2006/49/ΕΚ όσον αφορά τις κεφαλαιακές απαιτήσεις για το χαρτοφυλάκιο συναλλαγών και για τις πράξεις επανατιτλοποίησης, καθώς και τον εποπτικό έλεγχο των πολιτικών αποδοχών ΕΕ L 329 της 14.12.2010, σελ. 3 έως 35

Οδηγία 2009/111/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16^{ης} Σεπτεμβρίου 2009, για την τροποποίηση των οδηγιών 2006/48/ΕΚ, 2006/49/ΕΚ και 2007/64/ΕΚ όσον αφορά τράπεζες συνδεδεμένες με κεντρικούς οργανισμούς, ορισμένα στοιχεία των ιδίων κεφαλαίων, τα μεγάλα χρηματοδοτικά ανοίγματα, τις εποπτικές ρυθμίσεις και τη διαχείριση κρίσεων ΕΕ L 302 της 17.11.2009, σελ. 97 έως 119

Οδηγία 2006/48/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου Και του Συμβουλίου, της 14^{ης} Ιουνίου 2006 , σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας πιστωτικών ιδρυμάτων ΕΕ L 177 της 30.6.2006, σελ. 1 έως 200

Οδηγία 2006/49/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 14^{ης} Ιουνίου 2006, για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων ΕΕ L 177 της 30.6.2006, σελ. 201 έως 255

B. ΛΟΙΠΕΣ ΝΟΜΙΚΕΣ ΠΡΑΞΕΙΣ

Federal Reserve Act, Last update: August 16, 2013, διαθέσιμο στη διεύθυνση <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/officialtitle.htm>

The Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act - Pub.L. 111–203, H.R. 4173

Δευτερογενείς πηγές

1. Ελληνόγλωσση

Αλεξιάκης, Π. (2011): *Οι καινοτομίες στη νομισματική πολιτική στην ευρωζώνη από το 2007 έως σήμερα* σε Χαρδούβελης Α.Γ. και Γκόρτσος Βλ. Χρ – επιμ. (2011), *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα – Συλλογικός Τόμος*, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, σελ. 177-189

Γκόρτσος, Βλ. Χ. (2015): *Τρέχοντα θέματα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας*, Παρουσίαση, Απρίλιος

Γκόρτσος, Βλ. Χ. (2014): *Η χορήγηση τελικού αναχρηματοδοτικού δανεισμού σε φερέγγυα πιστωτικά ιδρύματα στην ευρωζώνη: μια αναλυτική παρουσίαση του μηχανισμού χορήγησης έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα ('ELA')*, Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο, Τεύχος 3/2014

Γκόρτσος, Βλ. Χ. (2012): *Οι επιπτώσεις της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης και της τρέχουσας δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη στο δίκαιο της ΟΝΕ*, Παρουσίαση, Φεβρουάριος, διαθέσιμη στη διεύθυνση http://www.ecefil.eu/UplFiles/forthevents/%CE%A0%CE%B1%CF%81%CE%BF%CF%85%CF%83%CE%AF%CE%B1%CF%83%CE%B7_23_2_12.pdf

Γκόρτσος, Βλ. Χ. (2011): *Εισαγωγή στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο*, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα

Γκόρτσος, Βλ. Χ. (2009): *Η αναπροσαρμογή του πλαισίου άσκησης εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα σύμφωνα με την «έκθεση de Larosiere»*, Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο 1/2009, Ιανουάριος – Απρίλιος, σελ. 5–27

Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (2011): *Η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του Ευρώ- Κατευθυντήριες γραμμές*, ΕΕ L 331/1 της 20.9.2011, σελ. 1 έως 95

Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (2008): *Η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του Ευρώ*, Φρανκφούρτη, Νοέμβριος

Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο (2015): *Ευρωπαϊκή νομισματική πολιτική, Θεματολογικά δελτία για την Ευρωπαϊκή Ένωση*, Αύγουστος, σελ. 1-5

Θωμόπουλος, Α. (2011): *Διεθνής κρίση και λογιστικά πρότυπα. Επέτειναν τα λογιστικά πρότυπα το μέγεθος της κρίσης; Πόσο η κρίση επηρεάζει τα μελλοντικά πρότυπα;* σε Χαρδούβελης Α. Γ. και Γκόρτσος Βλ. Χρ (επιμ), *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα – Συλλογικός Τόμος*, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, σελ. 101-121

Καραμούζης, Ν. (2009): *Τα αίτια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης και ο ρόλος του ελληνικού τραπεζικού συστήματος*, Εισηγήσεις της Ημερίδας «Από το κρίση του 1929 στην κρίση του 2009», Ίδρυμα της Βουλής των Ελλήνων για τον Κοινοβουλευτισμό και τη Δημοκρατία, Αθήνα, Νοέμβριος, σελ. 36-48, διαθέσιμο στη διεύθυνση [http://foundation.parliament.gr/VoulhFoundation/VoulhFoundationPortal/images/site_content/voulhFoundation/file/Imerides/Imerida%20\(%20Krax1929%20\).pdf](http://foundation.parliament.gr/VoulhFoundation/VoulhFoundationPortal/images/site_content/voulhFoundation/file/Imerides/Imerida%20(%20Krax1929%20).pdf)

Κολλιτζάς, Τ. και Ψαλιδόπουλος, Μ. (2009): *Οι Κρίσεις του 1929 και του 2008 και οι πολιτικές αντιμετώπισής τους*, Εισηγήσεις της Ημερίδας «Από το κρίση του 1929 στην κρίση του 2009», Ίδρυμα της Βουλής των Ελλήνων για τον Κοινοβουλευτισμό και τη Δημοκρατία, Αθήνα, Νοέμβριος, σελ. 25-35, διαθέσιμο στη διεύθυνση [http://foundation.parliament.gr/VoulhFoundation/VoulhFoundationPortal/images/site_content/voulhFoundation/file/Imerides/Imerida%20\(%20Krax1929%20\).pdf](http://foundation.parliament.gr/VoulhFoundation/VoulhFoundationPortal/images/site_content/voulhFoundation/file/Imerides/Imerida%20(%20Krax1929%20).pdf)

Samuelson, P. και Nordhaus, W (2000): *Οικονομική, Τόμος Β'*, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα

Τράπεζα της Ελλάδος (2009): *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση*, Οκτώβριος, διαθέσιμη στη διεύθυνση <http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/NomPoli2009.pdf>

Τραυλός, Ν. (2011): *Εταιρική διακυβέρνηση πριν και μετά την κρίση σε Χαρδούβελης Γ & Γκόρτσος Βλ. Χρ – επιμ.. (2011), Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα – Συλλογικός Τόμος*, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, σελ. 85-100

Χαρδούβελης, Α. Γ. (2011): *Το χρονικό της διεθνούς και της συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης: Αίτια, αντιδράσεις, επιπτώσεις, προοπτική* στο Καραμούζης Ν. & Χαρδούβελης, Α.Γ.-επιμ. (2011): *Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της ευρωζώνης και της Ελλάδας: τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;*, Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, Αθήνα, σελ. 31-128

2. Ξενόγλωσση

Adrian, T., Kimbrough, T., Marchioni, D. (2011): *The Federal Reserve's Commercial Paper Funding Facility*, Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, May, pp. 25-39

Allen, A. W. & Moessner, R. (2011): *The international propagation of the financial crisis of 2008 and a comparison with 1931*, BIS Working Papers, No 348, Bank for International Settlements, July, pp. 1-31

Apel, E. (2003): *Central Banking Systems Compared - The ECB, the pre-euro Bundesbank and the Federal Reserve System*, Routledge, London

Ashcraft, A., Malz A., and Pozsar, Z. (2012): *The Federal Reserve's Term Asset-Backed Securities Loan Facility*, Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, November, pp. 29-66

Baxter, T.C. Jr. and Gross, D. (2010): *The Federal Reserve's Response to the Crisis: Doing Whatever it Takes Within its Legal Authority*, in Giovanoli M. and D. Devos (2010, editors): *International Monetary and Financial Law: The Global Crisis*, Oxford University Press, Oxford-New York, Chapter 14, pp. 293-304

Bernanke, S.B., (2013): *The Federal Reserve and the Financial Crisis - Lectures*, Princeton University Press, New Jersey

Bernanke, S.B. (2011): *Implementing a Macroprudential Approach to Supervision and Regulation*, Remarks at the Federal Reserve Bank of Chicago 47th Annual Conference on Bank Structure and Competition Chicago, Illinois, 5 May

Bernanke, S.B. (2010): *The Federal Reserve's Role in Bank Supervision*, before the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives, 17 March

Bernanke, S.B. (2010b): *Monetary Policy and the Housing Bubble*, Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, 3 January

Bernanke, S.B. (2009): *The Crisis and the Policy Response*, Speech at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, England, 13 January

Bank for International Settlements (2015): *85th Annual Report/ 1 April 2014–31 March 2015*, Basel, June

Bank for International Settlements (2014): *Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) - Assessment of Basel III regulations – United States of America*, Basel, December

Bank for International Settlements (2014): *84th Annual Report/ 1 April 2013–31 March 2014*, Basel, June

Bank for International Settlements (2013): *83rd Annual Report/ 1 April 2012–31 March 2013*, Basel, June

Bank for International Settlements (2009): *79th Annual Report/ 1 April 2008–31 March 2009*, Basel, June

Board of Governors of the Federal Reserve System (2005): *The Federal Reserve System: Purposes and Functions – Ninth Edition*, Washington D.C.

Borio, C. and Disyatat, P. (2009): *Unconventional monetary policies: an appraisal*, BIS Working Papers No. 292, Bank for International Settlements, November

Borio, C. (2008): *The Financial Turmoil of 2007-?: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations*, BIS working Papers, No 251, Bank for International Settlements, March, pp. 1-28

Borio, C. and Nelson W. (2008): *Monetary operations and the financial turmoil*, BIS Quarterly Review, Bank for International Settlements, March, pp. 31-46

Buiter, H. W., (2014): *The Role of Central Banks in Financial Stability: How Has It Changed?* in Evanoff D., Holthausen C., Kaufman G., Kremer M. (2014, editors): *The role of central banks in financial stability - How Has It Changed?*, World Scientific Studies in International Economics — Vol. 30, World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd, pp.11-56

Carlson, A. M. and Wheelock, C.D. (2013): *The Lender of Last Resort: Lessons from the Fed's First 100 Years*, Working Paper 2012-056B, Federal Reserve Bank of St. Louis, February

Calomiris, Ch. W. (2008): *The subprime turmoil: What's old, what's new, and what's next*, Jackson Hole Symposium: Maintaining Stability in a Changing Financial System, Federal Reserve Bank of Kansas City, August

Central Bank Governance Group (2011): *Central Bank Governance and Financial Stability*, Report, Bank for International Settlements, May

Central Bank Governance Group (2009): *Issues in the Governance of Central Banks*, Report, Bank for International Settlements, May

Claessens, S. and Kodres, S., (2014): *The Regulatory Responses to the Global Financial Crisis: Some Uncomfortable Questions*, IMF Working Papers, WP/14/46, International Monetary Fund, March

Committee on the Global Financial System (2008): *Central bank operations in response to the financial turmoil*, CGFS Papers No 31, July

Corbo, V., (2010): *Financial stability in a crisis: What is the role of the central bank?*, BIS Papers No 51, Bank for International Settlements, March, pp. 27-30

Davies, H. and Green D. (2010): *Banking on the Future, The fall and rise of central banking*, Princeton University Press, New Jersey

Disyatat, P. (2008): *Monetary policy implementation: Misconceptions and their consequences*, BIS Working Paper No. 269, Bank for International Settlements, December, pp.1 -28

Dokko, J., Doyle B., Kiley T. M., Kim J., Sherlund S., Sim J. and Van den Heuvel S.(2009): *Monetary Policy and the Housing Bubble*, Finance and Economics Discussion Series/49, December, Federal Reserve Board, Washington, D.C.

Domanski, D., Moessner, R. and W. Nelson (2014): *Central banks as lenders of last resort: experiences during the 2007-2010 crisis and lessons for the future*, in Bank for International Settlements (2014): *Re-thinking the lender of last resort*, BIS Papers No 79, Bank for International Settlements, September, pp. 43-75

- Dooley, M. (2010):** *Central bank responses to financial crises, Perspectives on inflation targeting, financial stability and the global crisis*, BIS Papers No 51, Bank for International Settlements, March, pp. 31-34
- Durré A. and Pill H. (2013):** *Central Bank balance sheets as policy tools*, BIS Papers No 66, Bank for International Settlements, October, pp. 193-223
- Eichengreen, B. et al. (2011):** *Rethinking central banking*, Committee on International Economic Policy and Reform, September
- Eichengreen, B. (2008):** *Thirteen Questions about the Subprime Crisis*, Conference of the Tobin Project: Toward a new Theory of Financial Regulation, White Oak Conference and Residency Center, February
- Eijffinger, C.W.S., (2012):** *Non-Standard Policy Measures – A First Assessment*, Directorate General for Internal Policies Policy Department A: economic and scientific policies, European Parliament, April
- European Central Bank (2015):** *The role of the central bank balance sheet in monetary policy*, Monthly Bulletin, Issue 4, pp.1 -17
- European Central Bank (2011):** *The Monetary Policy of the ECB*, European Central Bank, third edition, May, Frankfurt am Main
- European Central Bank (2010):** *The ECB's response to the financial crisis*, Monthly Bulletin, October, pp. 59 - 74
- European Central Bank (2010b):** *The ECB's monetary policy stance during the financial crisis*, Monthly Bulletin, January, pp. 63-71
- European Central Bank (2009):** *The external financing of households and non-financial corporations: a comparison of the euro area and the United States*, Monthly Bulletin, April, pp. 69-84
- European Central Bank (2008):** *Financial Stability Review*, June
- European Central Bank (2008b):** *The role of banks in the monetary policy transmission mechanism*, Monthly Bulletin August, pp. 85-98
- European Central Bank (2004):** *The Monetary Policy of the ECB*, European Central Bank, Frankfurt am Main
- European Central Bank (2002):** *International supervisory co-operation*, Monthly Bulletin, May, pp. 55-64
- European Central Bank (2000):** *The two pillars of the ECB's monetary policy strategy*, Monthly Bulletin, November, pp. 37-48
- European Central Bank (2000b):** *EMU and banking supervision*, Monthly Bulletin, April, pp. 49-64
- European Parliament (2014):** *The (not so) Unconventional Monetary Policy of the European Central Bank since 2008- In-depth Analysis*, Directorate General for Internal Policies, IP/A/ECON/2014-02
- Fahr, S., Motto, R., Rostagno, M., Smets, F., Tristani, O., (2010):** *Lessons for monetary policy strategies from the recent past*, in Jarociński M., Smets F., Thimann C. (2010, editors), *Approaches to monetary policy revisited – lessons from the crisis*, Sixth ECB Central Banking Conference, 18-19 November, pp. 26-63

- Federal Reserve Bank of Atlanta (2001):** *Federal Reserve System - structure and functions*, Public Affairs Department, Atlanta, Georgia
- Fleming, J. M., Hrung B. W. and Keane M. F. (2009):** *The Term Securities Lending Facility: Origin, Design, and Effects*, Federal Reserve Bank of New York, Current Issues in Economics and Finance, Volume 15, Number 2, February, pp. 1-11
- Gagnon, J., M. Raskin, J. Remache and B. Sack (2011):** *Large-Scale Asset Purchase by the Federal Reserve: Did They Work?*, FRBNY Economic Policy Review, May
- Gianviti, F. (2010):** *The Objectives of Central Banks*, in Giovanoli, M. and D. Devos (2010, editors): *International Monetary and Financial Law: The Global Crisis*, Oxford University Press, Oxford - New York, Chapter 22, pp. 449-483
- Gorton, G. (2009):** *Slapped in the face by the Invisible Hand: Bank and Panic of 2007*, Prepared for the Federal Reserve Bank of Atlanta's 2009 Financial Markets Conference: Financial Innovation and Crisis, May 11-13
- Gortsos, Ch. V. (2015):** *The Single Supervisory Mechanism (SSM) - Legal aspects of the first pillar of the European Banking Union*, Nomiki Bibliothiki SA, Athens
- Gortsos, Ch. V. (2012):** *Greek Responses to sovereign debt crisis*, ECEFIL Working Papers, 2012 No. 4, C.A. in: Stephanou C.A. and Gortsos Ch. V. (2011), *Containing the Sovereign Crisis: European and Greek Responses*, ECEFIL Working Papers, No. 4, pp. 47-78
- Goodhart, C.A.E. (2009):** *The Regulatory Response to the Financial Crisis*, Edward Elgar, Cheltenham, UK – Northampton, MA, USA
- Hamilton, J.D. and Wu, J. C. (2011):** *The Effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment*, presented at the Federal Reserve Bank of St. Louis, June 30
- International Monetary Fund (2013):** *Key Aspects of Macroprudential Policy*, Report, Washington D.C., June
- Johnson, A.C (2011):** *Exigent and unusual circumstances: The Federal Reserve and the US financial crisis*, in Alexander K. and Moloney M.(2011): *Law reform and financial markets*, Edward Elgard Publishing Limited, Cheltenham
- Kamin, B. S. and DeMarco, P.L. (2010):** *How Did a Domestic Housing Slump Turn into a Global Financial Crisis?*, Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, Number 994, January
- Kiff, J. and Mills, P. (2007):** *Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets*, IMF Working Paper, WP/07/188, International Monetary Fund
- Kohn L. D. (2010):** *The Federal Reserve's Policy Actions during the Financial Crisis and Lessons for the Future*, Remarks at Carleton University, Ottawa
- Kroznor, S. R. and Shiller, J. R. (2011):** *Reforming US Financial Markets, Reflections Before and Beyond Dodd-Frank*, Massachusetts Institute of Technology, Massachusetts
- Lastra, R.M. and G. Wood (2010):** *The Recent Financial Crisis: Why did it Happen and What Lessons Can it Teach?*, forthcoming in the *Journal of International Economic Law*, vol. 13, Issue 3, September, Oxford University Press, pp. 1 - 33
- Liang, L. (2011):** *Financial Stability: Lessons Learned from the Recent Crisis and Implications for the Federal Reserve* in Evanoff D., Holthausen C., Kaufman G., Kremer

M. (2014, editors): *The role of central banks in financial stability - How Has It Changed?*, World Scientific Studies in International Economics — Vol. 30, World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd, pp. 69-82

Lloyd, B. T. (2013): *The Financial Crisis and Federal Reserve Policy - Second Edition*, Palgrave, Macmillan, New York

Mishkin, S. F., White, N. U (2014): *Unprecedented Actions: The Federal Reserve's Response to the Global Financial Crisis in Historical Perspective*, Federal Reserve Bank of Dallas - Globalization and Monetary Policy Institute, Working Paper No. 209, October

Neely, C. J. (2011), *The Large-Scale Asset Purchases Had Large International Effects*, Research Division Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper Series n 2010-018C

Norberg, J. (2009): *Financial Fiasko: How America's infatuation with homeownership and easy money created the economic crisis*, Cato Institute, Washington, D.C.

Papademos L. Stark J. (2010): *Enhancing monetary analysis*, European Central Bank Frankfurt am Main

Pisani-Ferry, J, Wolff, B. G. (2012): *Non-Standard Policy Measures - A First Assessment*, Non-Standard Policy Measures - A First Assessment

Praet P. (2014): *The (Changing) Role of Central Banks in Financial Stability Policies* in Evanoff D., Holthausen C., Kaufman G., Kremer M. (2014, editors): *The role of central banks in financial stability - How Has It Changed?*, World Scientific Studies in International Economics — Vol. 30, World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd, pp.3-9

Ramskogler P. (2015): *Tracing the origins of the financial crisis*, OECD Journal: Financial Market Trends, Volume 2014/2, published online first (<http://dx.doi.org/10.1787/fmt-2014-5js3dqmsl4br>)

Scheller, K. H., (2006): *The European Central Bank - History, Role and Functions* (2nd edition), European Central Bank, Frankfurt am Main

Smale, P. (2010): *Structure and Functions of the Federal Reserve System*, CRS Report for Congress, Congressional Research Service, November

Stephanou, C.A. (2013), *Building Firewalls, European Responses to the Sovereign Debt Crisis*, in: Hieronymi Ot. and C.A. Stephanou C.A. (2013,editors), Palgrave Macmillan, New York, pp. 127 – 128

Takatoshi, I. (2014), *Classic FIT and Lean FIT: Is Inflation-Targeting Guilty of Causing the Financial Instability of 2007–2009?*, in: in Evanoff D., Holthausen C., Kaufman G., Kremer M. (2014, editors): *The role of central banks in financial stability - How Has It Changed?*, World Scientific Studies in International Economics — Vol. 30, World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd, pp.187-206

Taylor, B.J. (2010): *Assessing the Federal Policy Response to the Economic Crisis - Testimony before the Committee on the Budget United States Senate*, September (διαθέσιμη στη διεύθυνση http://www.hoover.org/sites/default/files/assessing-the-federal-policy-response-to-the-financial-crisis_0.pdf)

Taylor B.J. (2008): *The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong*, NBER Working Paper No. 14631

The High-Level Group on Financial Supervision in the EU (2009), *Chaired by Jacques de Larosière, Report*, Brussels, 25 February (διαθέσιμη στη διεύθυνση http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf)

The Financial Crisis Inquiry Commission (2011): *Final Report of the national commission on the causes of the financial and economic crisis in the United States*, Official Government Edition, U.S. Government Printing Office, Washington DC, January

Tirole, J. (2010): Lessons from the Crisis, in: Dewatripont, M., Rochet, J-Ch. and J. Tirole (2012): *Balancing the Banks: Global Lessons from the Financial Crisis*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, chapter 2, pp. 10-77

Trichet, J-C (2010): *State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response between 2007 and 2009*, Journal of Common Market Studies, Annual Review, Volume 48 pp. 7-19

Trichet, J-C (2009): *The ECB's enhanced credit support*, Keynote address at the University of Munich, 13 July

Trichet, J-C (2009a): *The ECB's exit strategy*, Speech at the ECB Watchers Conference Frankfurt, 4 September

Trichet, J-C (2009b): *Macro-prudential supervision in Europe - Text of The Economist's 2nd City Lecture*, London, 11 December

Trichet, J-C (2008): *Central banks and the public: the importance of communication*, Speech at the Lord Roll Memorial Lecture, organised by the Daiwa Anglo-Japanese Foundation London, 12 November

Tucker, P. (2014): *The lender of last resort and modern central banking: principles and reconstruction*, in Bank for International Settlements (2014): *Re-thinking the lender of last resort*, BIS Papers No 79, September, pp. 10-42

Tucker, P. (2004): *Managing the central bank's balance sheet: Where monetary policy meets financial stability*, Lecture delivered to mark the Fifteenth Anniversary of Lombard Street Research

Turner, P. (2009): *Central banks and the financial crisis*, BIS Papers No 51, Bank for International Settlements, March, pp. 21 - 25

Wheelock, C. D. (2008): *Another Window: The Term Auction Facility*, Monetary Trends, Federal Reserve Bank of St Louis, March, διαθέσιμο σε: <https://research.stlouisfed.org/publications/mt/20080301/cover.pdf>

3. *Δελτία Τύπου:*

Borio C. (2015): *BIS Annual Report 2015 - On-the-record remarks by Mr Claudio Borio, Head of the Monetary and Economic Department*, 24 June, διαθέσιμο σε http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2015e_tcintro.htm

Business Cycle Dating Committee (2009): *Report*, National Bureau of Economic Research, September, accessible at <http://www.nber.org/cycles/sept2010.pdf>

EKT, Δελτίο τύπου της 22^{ης} Οκτωβρίου 2015 σχετικά με το καθορισμό επιτοκίων, διαθέσιμο στη διεύθυνση https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr151022_el.html

EKT, Δελτίο τύπου της 8^{ης} Μαΐου 2003, διαθέσιμο στη διεύθυνση https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.el.html

EKT, Δελτίο τύπου της 13^{ης} Οκτωβρίου 1998, διαθέσιμο στη διεύθυνση https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1998/html/pr981013_1.en.html

Federal Open Market Committee, Δελτίο Τύπου της 18^{ης} Μαρτίου 2015, διαθέσιμο στη διεύθυνση <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20150318a.htm>

Federal Open Market Committee, Δελτίο Τύπου της 12^{ης} Δεκεμβρίου 2012, διαθέσιμο στη διεύθυνση <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20121212a.htm>

Federal Open Market Committee, Δελτίο Τύπου της 13^{ης} Σεπτεμβρίου 2012, διαθέσιμο στη διεύθυνση <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120913a.htm>

Federal Open Market Committee, Δελτίο Τύπου της 21^{ης} Ιανουαρίου 2012, διαθέσιμο στη διεύθυνση <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110809a.htm>

Federal Open Market Committee, Δελτίο Τύπου της 9^{ης} Αυγούστου 2011, διαθέσιμο στη διεύθυνση <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110809a.htm>

Federal Reserve, Δελτίο Τύπου της 18ης Μαρτίου 2009, διαθέσιμο στη διεύθυνση <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090318a.htm>

Federal Reserve, Δελτίο Τύπου της 21ης Νοεμβρίου 2008, διαθέσιμο στη διεύθυνση <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081125b.htm>

4. Λοιπές ιστοσελίδες:

Bank for International Settlements, <http://www.bis.org/index.htm>

European Central Bank, <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

Federal Reserve, www.federalreserve.org και ειδικότερα:

Αποστολή του FED στη διεύθυνση: <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/mission.htm>

Εποπτικό έργο του FED στη διεύθυνση: <https://www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/structure-and-functions/banking-supervision>

Στοιχεία για το πρόγραμμα επαναγοράς κρατικών ομολόγων του FED στη διεύθυνση http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_tranche.htm

Στοιχεία για το πρόγραμμα AMLF στη διεύθυνση http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_amlf.htm

Στοιχεία για το πρόγραμμα CPFF στη διεύθυνση <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/cpff.htm>

Στοιχεία για το πρόγραμμα PDCF στη διεύθυνση http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_pdcf.htm

Στοιχεία για το πρόγραμμα MMIFF στη διεύθυνση <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mmiff.htm>

Στοιχεία για το πρόγραμμα TAF στις διευθύνσεις <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/taf.htm> και http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_taf.htm

International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, Last Update: April 2015 στη διεύθυνση <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/weodata/index.aspx>

International regulatory framework for banks (Basel III) στη διεύθυνση <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>