

**ΠΑΝΤΕΙΟΝ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ
ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ**

ΠΜΣ Διεθνών και Ευρωπαϊκών Σπουδών

ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ : Διεθνής Πολιτική Οικονομία

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΘΕΜΑ: ECB VS FED

ΤΗΣ

Σταυρούλας Σταμούλη

A.M.: 1210M095

Επιβλέπων Καθηγητής: κ. Χρήστος Παπάζογλου

Αθήνα, Σεπτέμβριος 2012

Abstract

This paper provides a systematic comparison of the institutional structure, policy framework and operational procedures of the Eurosystem and the US Federal Reserve. The institutional features of these monetary authorities reflect differences in their main goals and their monetary policy implementation and can provide a partial explanation for their divergent behavior during the recent financial crisis. However as the crisis intensifies, the ECB seems to increasingly adapt the Fed's practices (quantitative easing) in the interest of financial stability. Finally we examine the challenges of the ECB stemming from the imbalances within the Eurozone and its internal disputes, some of which are beyond the scope of its jurisdiction and require drastic changes in the architecture of the European Monetary Union.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στην παρούσα εργασία κάνουμε μια συγκριτική ανάλυση του ευρωσυστήματος και του Αμερικάνικου Συστήματος Ομοσπονδιακών Τραπεζών. Στο πρώτο κεφάλαιο αναφερόμαστε στα βασικά θεσμικά τους χαρακτηριστικά που αντικατοπτρίζουν το διαφορετικό ιστορικό πλαίσιο, το οποίο οδήγησε στη δημιουργία τους και καθορίζει την προσωπικότητα και το χαρακτήρα της κάθε μίας κεντρικής τράπεζας. Η συστηματική ανάλυση έδειξε ότι η ΕΚΤ ακολουθεί μια πιο μονεταριστική προσέγγιση όντας προσηλωμένη στη διασφάλιση της σταθερότητας τιμών που αποτελεί τον πρωταρχικό της στόχο. Αντιθέτως, η FED λειτουργεί σε ένα πιο σφαιρικό πλαίσιο όπου οι στόχοι της οικονομικής ανάπτυξης, της πλήρους απασχόλησης και του χαμηλού πληθωρισμού είναι εξίσου σημαντικοί στη διαμόρφωση της πολιτικής της. Επιπλέον η ΕΚΤ είναι περισσότερο αποκεντρωμένη όσο αφορά τη λήψη αποφάσεων και την άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Ένα τρίτο σημείο διαφοροποίησης είναι ο βαθμός ανεξαρτησίας που απολαμβάνει η ΕΚΤ, που είναι μεγαλύτερος από τη FED και ενισχύεται από την ανυπαρξία ισχυρών πολιτικών θεσμών ελέγου στην άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, ενώ ο κανονισμός της FED υπόκειται σε δυνατότητα αλλαγής του από το Κογκρέσο με απλή πλειοψηφία

Στη συνέχεια εξετάζουμε τις αντιδράσεις των δύο κεντρικών τραπεζών στη πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση που εντάθηκε μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers και κατά τη διάρκειά της το βάρος δόθηκε στη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και στην αποτελεσματική μετάδοση του μηχανισμού νομισματικής πολιτικής. Οι δύο τράπεζες προέβησαν σε μείωση των βασικών επιτοκίων (αν και η ΕΚΤ σε μεταγενέστερο στάδιο) και έλαβαν μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής. Ωστόσο ενώ η παρέμβαση της FED επικεντρώθηκε στην ποσοτική χαλάρωση με μαζικές αγορές κυβερνητικών ομολόγων, η ΕΚΤ ακολούθησε κυρίως (με εξαίρεση το μικρής έκτασης πρόγραμμα SMP) την πιστωτική χαλάρωση διευρύνοντας την παροχή ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα έναντι εγγυήσεων. Αν και η αντίδραση της FED ήταν πιο αποφασιστική, ιδιαίτερα στην αρχή της κρίσης, η ΕΚΤ το τελευταίο χρονικό διάστημα δείχνει να μεταστρέφει την πολιτική της με τη λήψης απόφασης για απεριόριστες παρεμβάσεις στη δευτερογενή αγορά ομολόγων (υπό όρους και προϋποθέσεις) μέσω του προγράμματος Outright Monetary

Transactions με στόχο την αντιμετώπιση των ακραίων στρεβλώσεων στις αγορές κυβερνητικών ομολόγων.

Στην τρίτη ενότητα αναφερόμαστε στις δημοσιονομικές, μακροοικονομικές και πολιτισμικές ανισορροπίες εντός της ευρωζώνης και εξηγούμε την αδυναμία της ΕΚΤ, σε αντίθεση με τη FED, να εφαρμόσει την κατάλληλη νομισματική πολιτική για όλα τα κράτη-μέλη. Ταυτόχρονα, η ύπαρξη αντικρουόμενων συμφερόντων στους κόλπους της ΕΚΤ δημιουργεί εσωτερικές προστριβές που εμποδίζουν την έγκαιρη λήψη αποφάσεων και την αποφασιστική δραστηριοποίησή της. Ωστόσο η επίλυση αυτών των θεμάτων που εμποδίζουν την εύρυθμη λειτουργία της ΕΚΤ δεν άπτεται της αρμοδιότητάς της, αλλά απαιτεί ριζικές αλλαγές στην αρχιτεκτονική της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	7
ΤΑ ΘΕΣΜΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΤΩΝ ΗΠΑ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ	8
1.1 ΠΡΟΕΛΕΥΣΗ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΤΩΝ ΗΠΑ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ	8
1.2 ΟΡΓΑΝΩΤΙΚΕΣ ΔΟΜΕΣ	10
1.3 ΣΤΟΧΟΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ	12
1.4 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ	13
1.5 ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ	17
1.6 ΒΑΘΜΟΣ ΑΝΕΞΑΡΤΗΣΙΑΣ ΤΩΝ ΔΥΟ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ	23
1.7 ΛΟΓΟΔΟΣΙΑ ΚΑΙ ΔΙΑΦΑΝΕΙΑ	26
1.8 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΙΚΑ ΣΧΟΛΙΑ	30
Η ΑΝΤΑΠΟΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ...	31
2.1 ΟΙ ΕΝΕΡΓΕΙΕΣ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ	31
2.2 ΟΜΟΙΟΤΗΤΕΣ ΚΑΙ ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΣΤΟ ΠΕΔΙΟ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ	35
2.2.1 ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΘΕΩΡΗΣΗ	35
2.2.2 ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΒΑΣΙΚΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ	40
2.3 ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΗ ΣΥΜΒΑΤΙΚΩΝ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΣΤΟΝ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟ ΤΗΣ FED ΚΑΙ ΤΗΣ ECB	42
2.4 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΜΗ ΣΥΜΒΑΤΙΚΩΝ ΜΕΤΡΩΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΠΟΥ ΕΦΑΡΜΟΣΑΝ Η ΕΚΤ ΚΑΙ Η FED	45
2.5 ΠΟΥ ΟΦΕΙΛΟΝΤΑΙ ΟΙ ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΤΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΜΕΤΑΞΥ ΤΩΝ ΔΥΟ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	47
2.6 ΠΟΣΟ ΕΠΙΤΥΧΗ ΉΤΑΝ ΤΑ ΜΕΤΡΑ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	49

2.7 ΤΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΚΤ ΣΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ.....	51
2.8 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΙΚΑ ΣΧΟΛΙΑ	55
ΟΙ ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟΥ, ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΟΥ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ - ΕΚΤ VS FED.....	56
3.1 Η ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΙΚΗ ΑΡΧΙΤΕΚΤΟΝΙΚΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ	56
3.2 ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΣΕ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΔΙΟ	57
3.3 ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΣΕ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΔΙΟ	63
3.4 ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΣΕ ΠΕΔΙΟ ΝΟΟΤΡΟΠΙΑΣ - ΚΟΥΛΤΟΥΡΑΣ	67
3.5 ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΣΕ ΠΟΛΙΤΙΚΟ ΠΕΔΙΟ - ΕΣΩΤΕΡΙΚΕΣ ΤΡΙΒΕΣ.....	71
3.6 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΙΚΑ ΣΧΟΛΙΑ	75
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	76
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	78
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	84

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στη σημερινή εποχή της οικονομικής κρίσης και των μεγάλων προκλήσεων ο θεσμός των κεντρικών τραπεζών θεωρείται ότι έχει κρίσιμο ρόλο στην αντιμετώπιση της οικονομικής αποτελμάτωσης και στην επίτευξη μακροοικονομικής σταθερότητας. Ιδιαίτερα οι δύο βασικές κεντρικές τράπεζες του Δυτικού κόσμου, η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ (FED) και η αντίστοιχη των χωρών της ευρωζώνης (ECB), αποτελούν τους σημαντικότερους μοχλούς κίνησης των διεθνών χρηματαγορών και κάθε ενέργειά τους επηρεάζει αυτόματα τους δείκτες των μετοχών, των εμπορευμάτων και των ομολόγων σε παγκόσμια κλίμακα.

Η κρίση στη μετά-Lehman Brothers εποχή απαιτούσε από τις κεντρικές τράπεζες την ενεργότερη συμμετοχή τους στο οικονομικό γίγνεσθαι. Οι ισολογισμοί τους διογκώθηκαν, η ποσοτική χαλάρωση (ή πιστωτική στην περίπτωση της EKT) χρησιμοποιήθηκε ευρέως ως όπλο απέναντι στην επερχόμενη οικονομική στασιμότητα. Κάθε δήλωση του διοικητή της FED ή της ECB αναλύεται διεξοδικά από τους οικονομολόγους για το ενδεχόμενο να αποκρύπτει κάποια μελλοντική κίνηση εκ μέρους της κεντρικής τράπεζας που θα μεταβάλλει τις ισορροπίες.

Στην παρούσα εργασία θα προσπαθήσουμε να αναλύσουμε το ρόλο, τον τρόπο λειτουργίας και τις πρακτικές της FED και της ECB αντιπαραβάλλοντας ταυτόχρονα τις διαφορετικές εκτιμήσεις και κινήσεις τους οι οποίες υπαγορεύονταν από τους αντίστοιχους στόχους και δυνατότητες τους, αλλά και υποκειμενικές δυσκολίες. Η σύντομη παράθεση του ιστορικού δημιουργίας τους, του καταστατικού τους και της οργανωτικής τους διάρθρωσης θα δημιουργήσει μια πληρέστερη εικόνα για τη δομή λειτουργίας τους, ενώ η ανάλυση της αντίδρασής τους στη τρέχουσα κρίση θα καταδείξει τη διαφορετικότητα στο τρόπο σκέψης και παρέμβασής τους, αλλά και ορισμένες ομοιότητες οι οποίες με την πάροδο του χρόνου πολλαπλασιάζονται, καθώς η ECB ομοιάζει ως να υιοθετεί σταδιακά τις πρακτικές της FED. Στη συνέχεια θα αναφερθούμε στις ιδιαίτερες συνθήκες της ευρωζώνης κάτω από τις οποίες διαμορφώνεται η πολιτική της EKT και οι οποίες αποτελούν σημαντικό στοιχείο διαφοροποίησης μεταξύ των δύο τραπεζών. Στο τέλος, θα παραθέσουμε τα συμπεράσματά μας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

ΤΑ ΘΕΣΜΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΤΩΝ ΗΠΑ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ

1.1 ΠΡΟΕΛΕΥΣΗ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΤΩΝ ΗΠΑ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ

Οι ιστορικές συνθήκες που δρομολόγησαν τη δημιουργία των κεντρικών τραπεζών της ευρωζώνης και των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής είναι πολύ διαφορετικές¹.

Η ιδρυτική πράξη της Federal Reserve (Federal Reserve Act) το 1913 δεν περιλάμβανε κάποιο μακροοικονομικό στόχο νομισματικής πολιτικής αλλά δημιουργήθηκε για να βοηθήσει την πρόληψη μελλοντικών αναταραχών του χρηματοπιστωτικού τομέα λειτουργώντας σαν «δανειστής έσχατης ανάγκης» (Lender of Last Resort). Η κινητήρια δύναμη πίσω από τη δημιουργία της Federal Reserve Bank ήταν η αποκατάσταση του χρηματοπιστωτικού συστήματος που είχε πληγεί ανεπανόρθωτα από φαινόμενα bank runs προηγούμενων δεκαετιών.

Οι τεράστιες αρνητικές επιπτώσεις της Μεγάλης Ύφεσης (Great Depression) τη δεκαετία του '30 οδήγησαν στην αναγνώριση της ανάγκης της ομοσπονδιακής κυβέρνησης (συμπεριλαμβανομένης και της Fed) για την προώθηση της οικονομικής ανάπτυξης. Η μεγάλη αλλαγή στο καταστατικό-mandate της Fed ήρθε με την Πράξη για την Απασχόληση (Employment Act) το 1946 που έθετε ως στόχο την επίτευξη μέγιστης απασχόλησης και παραγωγής. Το 1977 έχουμε τροποποίηση της νομοθετικής εντολής της Fed όπου εξειδικεύονται οι μακροοικονομικοί στόχοι της νομισματικής πολιτικής: μέγιστη απασχόληση, σταθερότητα τιμών και συγκράτηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων. Οι επιδιώξεις για σταθερότητα τιμών και μετριασμού των μακροχρόνιων επιτοκίων συνδέονται μεταξύ τους καθώς τα ονομαστικά επιτόκια είναι το αλγεβρικό άθροισμα των πραγματικών επιτοκίων

¹ Βλ. Cecchetti S. and O'Sullivan R., "The European Central Bank and the Federal Reserve", Oxford Review of Economic Policy, Volume 19, Issue 1, 2003

προσαυξημένων με το ύψος του αναμενόμενου πληθωρισμού. Επομένως, ο χαμηλός πληθωρισμός παράγει χαμηλά μακροπρόθεσμα επιτόκια².

Παρατηρούμε, λοιπόν, ότι ενώ ξεκίνησε ως μια τράπεζα για τους τράπεζες με κύριο μέλημα τη σταθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, εξελίχθηκε σε έναν μοντέρνο Οργανισμό με σαφείς στόχους για συγκεκριμένα μακροοικονομικά μεγέθη της οικονομίας όπως ο χαμηλός πληθωρισμός και η οικονομική ανάπτυξη.

Αντιθέτως η ίδρυση της ΕΚΤ εξυπηρετούσε την ανάγκη για τη δημιουργία ενός πανευρωπαϊκού Οργανισμού χάραξης και άσκησης νομισματικής πολιτικής.

Η δημιουργία της πέρασε από πολλά στάδια και συμφωνίες. Το σημείο εκκίνησης ήταν η Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα που αρχικά ιδρύθηκε από 6 δυτικές ευρωπαϊκές χώρες το 1958 και το 1962 έγινε η πρώτη πρόταση για τη δημιουργία μιας οικονομικής και νομισματικής ένωσης. Σημαντικά βήματα στο δρόμο για την Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση και το κοινό νόμισμα έγιναν το 1989 με την συμφωνία του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου για τη δημιουργία της ΕΝΕ και με τη Συνθήκη της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Συνθήκη του Μάαστριχτ) το 1992, η οποία οδήγησε τελικά στην ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών³.

Με τις διαπραγματεύσεις του Μάαστριχτ να καταλήγουν στην υιοθέτηση του γερμανικού προτύπου της Bundesbank (πρωταρχικός στόχος της κεντρικής τράπεζας αποτελεί η διατήρηση της σταθερότητας τιμών), η ΕΚΤ ως πυρήνας του ΕΣΚΤ και του Ευρωσυστήματος, ανέλαβε την 1^η Ιανουαρίου του 1999 την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ.

Η νομική βάση της ΕΚΤ τη διαχωρίζει από τη Fed καθώς η Ευρωπαϊκή Ένωση δεν είναι έθνος-κράτος. Ταυτόχρονα η συμμετοχή ενός κράτους-μέλους στην ΕΕ δεν συνεπάγεται την αυτόματη είσοδο της χώρας στην ευρωζώνη. Ο βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης της ευρωζώνης βρίσκεται ακόμη σε εξέλιξη και εξαρτάται σε κάποιο βαθμό από τις πράξεις της ίδιας της ΕΚΤ.

² Judd J. and Rudebusch G., "The goals of U.S. monetary policy," FRBSF Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco, 1999

1.2 ΟΡΓΑΝΩΤΙΚΕΣ ΔΟΜΕΣ

Οι θεσμικές δομές θεωρούνται ότι αποτελούν έναν εξέχουσας σημασίας παράγοντα που επηρεάζει τα αποτελέσματα της πολιτικής των κεντρικών τραπεζών.

Η Συνθήκη του Μάαστριχτ περιελάμβανε όλες τις θεσμικές ρυθμίσεις για τη δημιουργία της οικονομικής και νομισματικής ένωσης στην Ευρώπη και παρείχε τη νομική βάση για τη δημιουργία του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών που αποτελείται από την ΕΚΤ και τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Τα διοικητικά όργανα της ΕΚΤ είναι το Διοικητικό Συμβούλιο (Governing Council) και η Εκτελεστική Επιτροπή (Executive Board)⁴. Η Εκτελεστική Επιτροπή αποτελείται από τον Πρόεδρο της ΕΚΤ, τον αντιπρόεδρο και άλλα τέσσερα μέλη. Η κυριότερη εργασία της είναι η εφαρμογή των αποφάσεων του ΔΣ, το οποίο αποτελείται από τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής και τους 17 διοικητές των ΕθνΚΤ της ευρωζώνης. Τα μέλη της Εκτελεστικής επιτροπής διορίζονται για οκτώ έτη χωρίς τη δυνατότητα ανανέωσης, η θητεία των διοικητών των ΕθνΚΤ κυμαίνεται από πέντε μέχρι οχτώ έτη.

Σε αντιδιαστολή, τα βασικά όργανα του Συστήματος της Federal Reserve είναι το Συμβούλιο των Διοικητών (Board of Directors), οι δώδεκα περιφερειακές Federal Reserve Banks και η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοιχτής Αγοράς (Federal Open Market Committee - FOMC).

Στην ευρωζώνη, το Διοικητικό Συμβούλιο είναι υπεύθυνο για τη χάραξη της νομισματικής πολιτικής, μία εργασία που εκτελείται από την Federal Open Market Committee στις ΗΠΑ. Τα μέλη του Συμβουλίου των Διοικητών της Fed διορίζονται για 14 χρόνια χωρίς δικαίωμα ανανέωσης της θητείας (σχεδόν διπλάσια από τα 8 έτη της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ) ενώ η θητεία του προέδρου και αντιπροέδρου είναι τετραετής.

Παρατηρούμε την ύπαρξη σημαντικών ομοιοτήτων στη δομή του Ευρωσυστήματος και του Συστήματος της Federal Reserve. Και οι δύο αποτελούν ομοσπονδιακά

⁴ <http://www.ecb.int>

συστήματα κεντρικών τραπεζών⁵. Παρόλα αυτά μια προσεκτικότερη ματιά αποκαλύπτει και σημαντικές διαφορές. **Πρώτον**, στην περίπτωση της FED το Συμβούλιο των Διοικητών εποπτεύει τις Περιφερειακές Ομοσπονδιακές Τράπεζες (Regional Federal Reserve Banks), εγκρίνοντας τους προϋπολογισμούς τους και τις γενικές αποφάσεις διαχείρισης, ενώ στο ΕΣΚΤ οι διοικητές των ΕθνΚΤ είναι αυτοί που ελέγχουν την ΕΚΤ⁶. **Μία ακόμη διαφορά** αφορά το δικαίωμα ψήφου. Όλοι οι διοικητές του ευρωσυστήματος έχουν ισότιμη ψήφο σε όλες τις αποφάσεις που λαμβάνονται από το ΔΣ της ΕΚΤ. Αντίθετα η ψηφοφορία στην Federal Open Market Committee για λήψη αποφάσεων είναι πιο περιορισμένη. Όλα τα μέλη του Συμβούλιο των Διοικητών έχουν δικαίωμα ψήφου όπως και ο διοικητής της New York Fed, αλλά οι υπόλοιποι διοικητές των ομοσπονδιακών τραπεζών μοιράζονται πέντε ψήφους⁷. **Τέλος**, μια σημαντική διαφορά στη δομή των δύο συστημάτων είναι η δυνατότητα της ΕΚΤ η οποία ως τράπεζα μπορεί και η ίδια να παρέμβει στην χρηματοπιστωτική αγορά. Ο κύριος όγκος των πράξεων διεξάγεται από τις ΕθνΚΤ αλλά πολλοί⁸ υποστηρίζουν ότι υπάρχει τάση κεντροποίησης του ΕΣΚΤ προκειμένου να επιταχυνθεί η ανάπτυξη ενός πανευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Ένα δυνητικό πρόβλημα που μπορεί να προκύψει από την άσκηση του δικαιώματος ψήφου όλων των χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ είναι ότι με την είσοδο νέων χωρών στην ευρωζώνη θα παρεμποδίζεται η δυνατότητα του ΔΣ της ΕΚΤ να λαμβάνει συναινετικές αποφάσεις. Αυτός είναι ο λόγος που το ΔΣ αναγνωρίζοντας το πρόβλημα περιόρισε τον αριθμό των διοικητών με δικαίωμα ψήφου στο ΔΣ σε δεκαπέντε⁹.

⁵ Goodfriend, Marvin (1999) "The Role of a Regional Bank in a System of Central Banks." *Carnegie, Rochester Conference Series on Public Policy*, 51, 51-71.

⁶ Cecchetti S. and O'Sullivan R., "The European Central Bank and the Federal Reserve", *Oxford Review of Economic Policy*, Volume 19, Issue 1, 2003

⁷ Gerdesmeier D., Mongelli F. and Roffia B., "The eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan: Similarities and Differences", Working Paper No 742, European Central Bank, March 2007

⁸ Βλ. Cecchetti S. and O'Sullivan R., "The European Central Bank and the Federal Reserve", *Oxford Review of Economic Policy*, Volume 19, Issue 1, 2003

⁹ <http://www.ecb.int/press/02/pr021220en.pdf>

1.3 ΣΤΟΧΟΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Η Συνθήκη του Μάαστριχτ αναφέρει ότι «ο πρωταρχικός στόχος του ΕΣΚΤ είναι η διατήρηση της σταθερότητας τιμών» και ότι «με την επιφύλαξη του στόχου της σταθερότητας τιμών, το ΕΣΚΤ στηρίζει τις γενικές οικονομικές πολιτικές στην Κοινότητα προκειμένου να συμβάλλει στην υλοποίηση των στόχων της Κοινότητας»¹⁰. Οι στόχοι της Κοινότητας μεταξύ άλλων είναι η διασφάλιση «υψηλού επιπέδου απασχόλησης, διατηρήσιμη και αντιπληθωριστική ανάπτυξη, υψηλός βαθμός ανταγωνιστικότητας και σύγκλιση των οικονομικών επιδόσεων». Παρατηρούμε λοιπόν ότι υπάχει μια σαφή ιεραρχία στόχων στις επιδιώξεις της ΕΚΤ με πρωταρχική σημασία στην σταθερότητα τιμών.

Το mandate του ΕΣΚΤ για επιδίωξη σταθερότητας τιμών έρχεται σε αντιδιαστολή με το mandate πολλαπλών στόχων της Fed. Το Full Employment and Balanced Growth Act του 1978 αναφέρει ότι το Συμβούλιο των Διοικητών και η Επιτροπή Ανοιχτής Αγοράς της Federal απαιτείται να «διατηρήσουν τη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη των νομισματικών και πιστωτικών μεγεθών ανάλογα με τις δυνατότητες της χώρας για αύξηση της παραγωγής, ώστε να προωθήσουν αποτελεσματικά τους στόχους της πλήρους απασχόλησης, της σταθερότητας τιμών και της συγκράτησης των μακροχρόνιων επιτοκίων».

¹⁰ Καταστατικό του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ

1.4 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

Η στρατηγική νομισματικής πολιτικής που έχει υιοθετήσει η ΕΚΤ συνίσταται σε μια συστηματική και συνεπής προσέγγιση για τη λήψη αποφάσεων νομισματικής πολιτικής για την εκπλήρωση του πρωταρχικού στόχου της σταθερότητας τιμών. Βασικό σημείο της στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής είναι ο ποσοτικός προσδιορισμός της παραπάνω επιδίωξης. Για την εκπλήρωση του στόχου της, η ΕΚΤ αποσκοπεί στη συγκράτηση του πληθωρισμού σε επίπεδα κοντά αλλά χαμηλότερα του 2% μεσοπρόθεσμα. Αυτή η διευκρίνιση μπορεί να ειπωθεί σαν μια προσπάθεια της ΕΚΤ να διαμορφώσει τις μακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό σε ένα στενό εύρος. Ωστόσο, τα αποτελέσματα των ενεργειών της ΕΚΤ εκδηλώνονται στην οικονομία με χρονική υστέρηση ενός έως τριών ετών πράγμα που αντανακλά την ανάγκη για μακροπρόθεμο προσανατολισμό της νομισματικής πολιτικής.

Τον Οκτώβρη του 1998 η ΕΚΤ ανακοίνωσε την προσανατολισμένη στη σταθερότητα στρατηγική της νομισματικής πολιτικής του ΕΣΚΤ (stability-oriented monetary policy strategy for the ESCB)¹¹. Τα βασικά χαρακτηριστικά της είναι: ένας ποσοτικός προσδιορισμός της σταθερότητας της ΕΚΤ, ο πρωταγωνιστικός ρόλος της ποσότητας χρήματος κατά την αξιολόγηση των κινδύνων διατάραξης της σταθερότητας τιμών και μια αξιολόγηση, σε ευρεία βάση, των προοπτικών για την εξέλιξη των τιμών¹².

Μέσα σε αυτό το πλαίσιο το ΔΣ της ΕΚΤ ερμηνεύει τη σταθερότητα τιμών που αναφέρει η Συνθήκη ως :

«την ετήσια αύξηση του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) για τη ζώνη του ευρώ με ρυθμό χαμηλότερο του 2%. Η σταθερότητα των τιμών πρέπει να διατηρείται μεσοπρόθεσμα».

Επιπλέον το Μάιο του 2003, το ΔΣ κατέστησε σαφές ότι, αναφορικά με τον παραπάνω ορισμό, αποσκοπεί στη διατήρηση του ρυθμού πληθωρισμού σε επίπεδα κατώτερα αλλά «πλησίον του 2%». Με τη διευκρίνιση αυτή καθίσταται σαφής η

¹¹ Βλ. http://www.ecb.int/press/pr/date/1998/html/pr981013_1.en.html

¹² <http://www.ecb.int/>

δέσμευση της ΕΚΤ για παροχή ενός επαρκούς περιθωρίου ασφαλείας έναντι των κινδύνων του αποπληθωρισμού.

Ο συγκεκριμένος ορισμός διασαφηνίζει μερικά χαρακτηριστικά του στόχου της σταθερότητας τιμών :

- I. Το πρώτο από αυτά είναι ότι προσδιορίζεται ένας συγκεκριμένος δείκτης τιμών, ο Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή, για την αξιολόγηση της επίτευξης της σταθερότητας τιμών. Ο δείκτης αυτός κρίθηκε κατάλληλος λόγω του βαθμού εναρμόνισης μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης, με σκοπό τον υπολογισμό της εξέλιξης των τιμών σε συγκρίσιμη βάση.
- II. Το δεύτερο είναι ότι εστιάζεται στο σύνολο της ζώνης του ευρώ. Οπότε, όλες οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής αποσκοπούν στην επίτευξη της σταθερότητας τιμών στο σύνολο της ζώνης του ευρώ.
- III. Τέλος, βασική πτυχή είναι ο μεσοπρόθεσμος χαρακτήρας της νομισματικής στρατηγικής της ΕΚΤ που αντανακλά την ανάγκη για μακροπρόθεσμο προσανατολισμό των πολιτικών, αναγνωρίζοντας ότι υπάρχει βραχυπρόθεσμη μεταβλητότητα στις τιμές η οποία δεν μπορεί να ελεγχθεί απόλυτα από τις νομισματικές αρχές.

Η ΕΚΤ, προκειμένου να ασκήσει νομισματική πολιτική με τον καλύτερο δυνατό τρόπο, ακολουθεί μια συγκεκριμένη προσέγγιση για να καθορίσει τη φύση και το μέγεθος των κινδύνων για τη σταθερότητα τιμών. Οι προοπτικές εξέλιξης των τιμών αξιολογούνται μέσα από μια στρατηγική δύο πυλώνων (two-pillar strategy)¹³. Ο πρώτος πυλώνας αναφέρεται στην οικονομική ανάλυση, η οποία επικεντρώνεται στις άμεσες αιτίες του πληθωρισμού όπως είναι το κόστος και οι ανισοροπίες προσφοράς-ζήτησης και, συμβάλει στην εκτίμηση των βραχυπρόθεσμων και μεσομακροπρόθεσμων οικονομικών εξελίξεων που ενέχουν κινδύνους για τη σταθερότητα τιμών. Ο δεύτερος πυλώνας της νομισματικής ανάλυσης, που βασίζεται στη νομισματική θεωρία του χρήματος σύμφωνα με την οποία ο πληθωρισμός είναι καθαρά νομισματικό φαινόμενο, επικεντρώνεται στους νομισματικούς παράγοντες

¹³ Για περισσότερες πληροφορίες βλ. Μηνιαίο Δελτίο της ΕΚΤ, Ιανουάριος 1999

που σχετίζονται με τον πληθωρισμό και παρέχει πληροφόρηση για τις πληθωριστικές τάσεις μεσο-μακροχρόνια. Η προσέγγιση των δύο πυλώνων έχει σχεδιαστεί με τέτοιο τρόπο ώστε να δίνεται η αρμόζουσα προσοχή σε διαφορετικές οπτικές και στη διασταύρωση των στοιχείων ώστε να καταλήγουν σε μια συνολική θεώρηση των κινδύνων για τη σταθερότητα των τιμών.¹⁴

FEDERAL RESERVE SYSTEM

Οι στόχοι της νομισματικής πολιτικής της FED αναφέρονται στην Ιδρυτική Πράξη της Federal Reserve, η οποία ορίζει ότι το Συμβούλιο των Διοικητικών και η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοιχτής Αγοράς θα πρέπει να διατηρούν μακροπρόθεσμα την ανάπτυξη των νομισματικών και πιστωτικών μεγεθών, ανάλογα με τη δυνατότητα της οικονομίας για αύξηση της παραγωγής, έτσι ώστε να προωθούνται αποτελεσματικά οι στόχοι της πλήρους απασχόλησης, των σταθερών τιμών και της συγκράτησης των μακροπρόθεσμων επιτοκίων. Παρατηρούμε ότι η σταθερότητα των τιμών αποτελεί απλώς ένα στόχο μεταξύ άλλων όπως αυτός της πλήρους απασχόλησης και της ανάπτυξης οι οποίοι είναι εξίσου σημαντικοί.¹⁵

Ωστόσο πολλές φορές οι δύο κύριοι στόχοι της νομισματικής πολιτικής της FED, δηλαδή ο στόχος της μεγιστοποίησης του παραγόμενου προϊόντος και της πλήρους απασχόλησης καθώς και αυτός της σταθερότητας τιμών έρχονται σε σύγκρουση. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι αυτό του ξεσπάσματος μιας οικονομικής κρίσης, όπου η FED θα πρέπει να εξασφαλίσει χαμηλά ποσοστά ανεργίας και σταθερά χαμηλό πληθωρισμό. Σε αυτές τις περιπτώσεις οι πολιτικές προσανατολίζονται προς την μακροοικονομική σταθερότητα με γνώμονα είτε την μείωση του πληθωρισμού είτε τον έλεγχο της ανεργίας.

Η αρνητική συσχέτιση αυτών των στόχων είναι προφανής δεδομένου ότι μια επεκτατική νομισματική πολιτική μειώνει την ανεργία, αλλά δημιουργεί πληθωριστικές πιέσεις και μία συσταλτική νομισματική πολιτική μειώνει τον πληθωρισμό αλλά αυξάνει το ποσοστό της ανεργίας. Σε αυτές τις περιπτώσεις

¹⁴ Βλ. http://www.ecb.int/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.en.html

¹⁵ Βλ. Richter F. and Wahl P., “The role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone”, Report based on a WEED Expert Meeting, 2011

αντιμετωπίζεται το δίλημμα της αύξησης των πληθωριστικών πιέσεων ή της απώλειας της συνολικής παραγωγής¹⁶.

Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ ΤΙΜΩΝ

Η ΕΚΤ προκειμένου να εξηγήσει τη σημασία της σταθερότητας τιμών παραθέτει τα οφέλη που προκύπτουν από τη διατήρησή της¹⁷, τα οποία συνοψίζονται στον παρακάτω πίνακα:

1. Βελτιώνει τη διαφάνεια των σχετικών τιμών
2. Μειώνει το πριμ κινδύνου στα ονομαστικά επιτόκια το οποίο προέρχεται από τις διακυμάνσεις του πληθωρισμού
3. Καθιστά μη απαραίτητο το αντιστάθισμα κινδύνου (hedging)
4. Μειώνει τις διαστρεβλώσεις στο φορολογικό σύστημα και στο σύστημα κοινωνικής ασφάλειας
5. Αυξάνει τα οφέλη της κατοχής μετρητών
6. Αποτρέπει την αυθαίρετη αναδιανομή του πλούτου

Είναι προφανές ότι τα παραπάνω οφέλη οδηγούν σε πιο ορθολογικές επενδυτικές και καταναλωτικές αποφάσεις στην οικονομία, δίκαιη κατανομή του πλούτου, κοινωνική και πολιτική σταθερότητα και βελτιώνουν την αξιοπιστία της κεντρικής τράπεζας.

Επομένως ο προσανατολισμός της ΕΚΤ στη σταθερότητα τιμών μεσομακροπρόθεσμα υποστηρίζει ευρύτερους οικονομικούς στόχους, οι οποίοι είναι συγκρίσιμοι με τους ρητούς στόχους της Fed. Εάν η σταθερότητα των τιμών συνεισφέρει ουσιαστικά στην επίτευξη υψηλότερου βιοτικού επιπέδου, υψηλότερων επιπέδων παραγόμενου προϊόντος και καλύτερων προοπτικών απασχόλησης, όπως υποστηρίζει η ECB αποτελεί ένα αμφιλεγόμενο ζήτημα. Ο Issing (2003) αναφέρει χαρακτηριστικά ότι «η σταθερότητα τιμών δεν είναι επαρκής συνθήκη για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα».

¹⁶ Βλ. Ryan J., (2009), “The Greenspan Federal Reserve Role in the Financial Crisis”, Working Papers Department of Economics, No.04/WP/2009, 2009

¹⁷ Βλ. “The Monetary policy of the ECB 2004”

ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Οι στρατηγικές της νομισματικής πολιτικής που ακολουθούνται από τις δύο κεντρικές τράπεζες έχουν βρεθεί στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος πολλών αναλυτών. Αρχικά το σημείο που εστιάζουν οι συζητήσεις είναι τα διαφορετικά mandates της FED και της ΕΚΤ. Το dual mandate της FED περικλείει μια πιο ευρεία αντίληψη των μακροοικονομικών σε σχέση με το single mandate της ΕΚΤ, γεγονός που δίνει στην πρώτη ένα περιθώριο ευελιξίας στην ερμηνεία των εμπειρικών στοιχείων και στον σχεδιασμό και την άσκηση των πράξεων νομισματικής πολιτικής.

Αντίθετα η ΕΚΤ έχει πολλούς περιορισμούς που δεν προκύπτουν μόνο από τον αυστηρά προσδιορισμένο στόχο της. Προέρχονται κυρίως από το αποκεντρωμένο πλαίσιο στο οποίο λειτουργεί και λαμβάνει αποφάσεις νομισματικής πολιτικής. Η ισχυρή δύναμη των ΕθνΚΤ στη λήψη αποφάσεων ίσως εξηγεί την έλλειψη δυναμικών κινήσεων από την ΕΚΤ. Αναφορικά με τη διαδικασία ψηφοφορίας η εκτελεστική επιτοπή της ΕΚΤ βρίσκεται σε αδύναμη θέση.

1.5 ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

Το καταστατικό του ΕΣΚΤ (άρθρα 17 και 24) προσδιορίζει τις νομισματικές λειτουργίες και πράξεις του ευρωσυστήματος. Βάσει αυτών των διατάξεων, το ΔΣ της ΕΚΤ διαμόρφωσε το λειτουργικό πλαίσιο της ενιαίας νομισματικής πολιτικής της ευρωζώνης. Για να πετύχει λοιπόν τους στόχους του, το ΕΣΚΤ διαθέτει μια σειρά από μέσα νομισματικής πολιτικής· διενεργεί πράξεις ανοικτής αγοράς, παρέχει πάγιες διευκολύνσεις και απαιτεί από τα πιστωτικά ιδρύματα να τηρούν υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά σε λογαριασμούς στο Ευρωσύστημα¹⁸ (Βλ. Πίνακα 1).

Ο κύριος τρόπος με τον οποίο η ΕΚΤ παρέχει ρευστότητα στην αγορά είναι μέσω των **πράξεων ανοικτής αγοράς**, γνωστών ως «πράξεις αναχρηματοδότησης».

¹⁸ Βλ. http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/l_33120111214el00010095.pdf

Χρησιμοποιούνται για τον επηρεασμό των επιτοκίων, τη διαχείριση των συνθηκών ρευστότητας στην αγορά και τη σηματοδότηση της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής. Οι συναλλαγές αυτές συνήθως έχουν τη μορφή μιας αντιστρεπτέας συναλλαγής ή μιας συμφωνίας επαναγοράς. Το Ευρωσύστημα δύναται ακόμη να χρησιμοποιεί οριστικές συναλλαγές, την έκδοση πιστοποιητικών χρέους, πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων και την αποδοχή καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας. Οι πράξεις ανοικτής αγοράς διενεργούνται με πρωτοβουλία της ΕΚΤ, η οποία αποφασίζει επίσης με ποιο μέσο και υπό ποιους όρους και προϋποθέσεις θα εκτελεστούν. Η ΕΚΤ στις πράξεις αυτές κατανέμει ρευστότητα με τακτικές δημοπρασίες, με έκτακτες δημοπρασίες ή με διμερείς διαδικασίες.

Με βάση το σκοπό τους, το αν διενεργούνται σε τακτά χρονικά διαστήματα ή εκτάκτως και τις εφαρμοζόμενες διαδικασίες, οι πράξεις ανοικτής αγοράς του Ευρωσυστήματος διακρίνονται σε τέσσερις κατηγορίες: **τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (Main refinancing Operations - MROs), τις πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (Longer-Term Refinancing Operations (LTROs), τις πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας (Fine-tuning Reverse Operations) και τις διαρθρωτικές πράξεις (Structural Reverse Operations).** Όσον αφορά τα χρησιμοποιούμενα μέσα, οι αντιστρεπτέες¹⁹ συναλλαγές αποτελούν το βασικό μέσο ανοικτής αγοράς του Ευρωσυστήματος και μπορούν να χρησιμοποιηθούν και στις τέσσερις κατηγορίες πράξεων ανοικτής αγοράς, ενώ τα πιστοποιητικά χρέους μπορούν να χρησιμοποιηθούν για διαρθρωτικές πράξεις με σκοπό την απορρόφηση ρευστότητας. Οι διαρθρωτικές πράξεις μπορούν επίσης να έχουν τη μορφή οριστικών συναλλαγών, δηλ. οριστικής αγοράς και πώλησης τίτλων.

Ένα άλλο σημαντικό εργαλείο άσκησης νομισματικής πολιτικής είναι οι **πάγιες διευκολύνσεις**. Στόχος είναι η παροχή και απορρόφηση ρευστότητας με διάρκεια μιας ημέρας, η σηματοδότηση της γενικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής και ο επηρεασμός των επιτοκίων της αγοράς για τοποθετήσεις μιας ημέρας. Στους αποδεκτούς αντισυμβαλλόμενους παρέχονται δύο πάγιες διευκολύνσεις· η

¹⁹ Ως αντιστρεπτέες συναλλαγές νοούνται συναλλαγές μέσω των οποίων το Ευρωσύστημα αγοράζει ή πωλεί αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία με συμφωνία επαναγοράς ή χορηγεί δάνεια έναντι ενεχύρου επί αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων.

διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης για άντληση ρευστότητας μιας ημέρας εκ μέρους των Πιστωτικών Ιδρυμάτων και η διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων για καταθέσεις διάρκειας μιας ημέρας των αντισυμβαλλόμενων στις ΕθνΚΤ. Το επιτόκιο της πρώτης διευκόλυνσης συνήθως θέτει το ανώτατο όριο του επιτοκίου της αγοράς για τοποθετήσεις μιας ημέρας, ενώ το επιτόκιο της δεύτερης θέτει το κατώτατο όριο. Οι πάγιες διευκολύνσεις παρέχονται σε αποκεντρωμένη βάση από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες.

Τέλος τα Πιστωτικά Ιδρύματα πρέπει να ικανοποιούν το επίπεδο των **ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών**, δηλαδή να τηρούν ένα συγκεκριμένο ποσό που καθορίζεται με βάση κάποια στοιχεία του ισολογισμού τους στις ΕθνΚΤ. Σκοπός αυτού του εργαλείου είναι η σταθεροποίηση των επιτοκίων της αγοράς χρήματος και η δημιουργία ή διεύρυνση του διαρθρωτικού ελλείμματος ρευστότητας. Ο πρώτος στόχος επιτυγχάνεται με τη παροχή δυνατότητας στα Πιστωτικά Ιδρύματα να συμμορφώνονται στην υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών με βάση τα μέσα ημερήσια υπόλοιπα κατά τη διάρκεια της περιόδου τήρησης²⁰.

²⁰ “Η εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής στη ζώνη του ευρώ”, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2008

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 - Πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος

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

Πηγή: ECB

FEDERAL RESERVE SYSTEM

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ παραδοσιακά βασίζεται σε τρία εργαλεία για την άσκηση νομισματικής πολιτικής²¹. Κάθε ένα από αυτά χρησιμοποιείται για να μεταβάλλει τη διαθεσιμότητα του χρήματος και το κόστος της παρεχόμενης πίστωσης στην οικονομία.²²

Πράξεις Ανοιχτής Αγοράς

Το πρώτο εργαλείο της FED είναι οι **πράξεις ανοιχτής αγοράς**, μέσω των οποίων η Ομοσπονδιακή Ρεάπεζα των ΗΠΑ αγοράζει ή πουλάει χρεόγραφα του Αμερικάνικου Δημοσίου και με αυτό τον τρόπο επηρεάζει την προσφορά χρήματος και τα επιτόκια.

Όταν η FED προβαίνει σε αγορές τίτλων από την αγορά, η συγκεκριμένη κίνηση ισοδυναμεί με έκδοση νέου χρήματος. Αυτό συμβαίνει γιατί με την αγορά των χρεογράφων εκ μέρους της FED από χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς αυξάνεται την προσφορά χρήματος και δημιουργούνται πρόσθετα κεφάλαια εκτός του κύκλου των τραπεζικών καταθέσεων, δίνοντας στις τράπεζες τη δυνατότητα να καλύψουν τις δικές τους ανάγκες ρευστότητας, να χορηγήσουν δάνεια και να δημιουργήσουν νέες καταθέσεις. Ταυτόχρονα, είναι πολύ πιθανό να μειωθούν τα επιτόκια, να αυξηθεί η κατανάλωση και να τονωθεί η οικονομική δραστηριότητα. Εάν η συγκεκριμένη αγορά τίτλων πραγματοποιούνταν από ένα επενδυτή, το αποτέλεσμα θα ήταν η αλλαγή των υπολοίπων των λογαριασμών μεταξύ των εμπορικών τραπεζών και όχι η αύξηση των καταθέσεων τους όπως συμβαίνει στην περίπτωση της κεντρικής τράπεζας.

Καθορισμός επιτοκίου

Η ομοσπονδιακή τράπεζα των ΗΠΑ εφαρμόζει τη νομισματική πολιτική θέτοντας ως στόχο το επιτόκιο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων (federal fund rate), το οποίο είναι το επιτόκιο που πληρώνουν οι τράπεζες για άντληση κεφαλαίων από τη διατραπεζική αγορά. Η ρύθμιση αυτού του επιτοκίου επιτρέπει στη Fed να ελέγχει τη ροή χρήματος

²¹ Βλ. <http://www.frbsf.org/publications/federalreserve/fedinbrief/guides.html>

²² Labonte M., "Monetary Policy and Federal Reserve: Current Policy and Conditions", Congress Research Service, August 2012

σε ολόκληρη την οικονομία και να διατηρεί τη νομισματική σταθερότητα. Ωστόσο αυτό το επιτόκιο στην πραγματικότητα καθορίζεται από την αγορά και δεν βρίσκεται ρητά στην αρμοδιότητα της Fed. Η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ προσπαθεί να επιτύχει το επιθυμητό επιτόκιο ευθυγραμμίζοντας την προσφορά χρήματος και καθορίζοντας το προεξοφλητικό επιτόκιο, δηλαδή το επιτόκιο που χρεώνει όταν οι τράπεζες δανείζονται απευθείας από αυτή σε βραχυχρόνια βάση. Μέσω αυτού του επιτοκίου, το οποίο αλληλεπιδρά με τις δυνάμεις της αγοράς, η FED μπορεί να επηρεάσει τα επιτόκια της αγοράς (όχι μόνο το federal fund rate, αλλά και το prime rate που χρησιμοποιείται για τα περισσότερα καταναλωτικά δάνεια και δάνεια μικρών επιχειρήσεων).

Σε γενικές γραμμές, η πρακτική που ακολουθείται είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο να ορίζεται σε υψηλότερο επίπεδο από το federal fund rate προκειμένου να στραφούν οι τράπεζες σε εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης πριν καταλήξουν στο δανεισμό από την «προεξοφλητική θυρίδα» (discount window) του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού Συστήματος, αλλά μπορεί να αποτελέσει σημαντικό εργαλείο σε περιόδους χρηματοοικονομικών κρίσεων. Επιπρόσθετα, ακόμη και πιθανές αναμενόμενες μικρές μεταβολές του προεξοφλητικού επιτοκίου μπορούν να προκαλέσουν την αντίδραση των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Ένα χαμηλό επιτόκιο σηματοδοτεί μια επεκτατική οικονομική πολιτική (τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας) και ένα υψηλό επιτόκιο δείχνει μια περιοριστική οικονομική πολιτική (συνήθως επιλέγεται για αποκλιμάκωση του πληθωρισμού).

Υποχρεωτικά Ελάχιστα Αποθεματικά

Οι τράπεζες είναι υποχρεωμένες να τηρούν ένα μέρος των καταθέσεών τους σε λογαριασμούς της Federal Reserves. Είναι προφανές ότι με την προσαρμογή των υποχρεωτικών διαθεσίμων εκ μέρους της FED επηρεάζεται η διαθέσιμη ρευστότητα στην αγορά. Αν και η αλλαγή της πολιτικής των υποχρεωτικών διαθεσίμων των τραπεζών σπάνια χρησιμοποιείται από τη FED, είναι ένα εργαλείο που μπορεί να υποστηρίξει την ευρύτερα εφαρμοζόμενη νομισματική πολιτική.

ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Από μία γενική θεώρηση των εργαλείων άσκησης νομισματικής πολιτικής που χρησιμοποιούν οι δύο κεντρικές τράπεζες προκύπτει ότι αν και τα μέσα για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής είναι παρόμοια, υπάρχουν διαφορές στις μεθόδους που ακολουθούνται για τη διαχείριση της αγοράς χρήματος και τη ρύθμιση των βραχυχρόνιων επιτοκίων.

Η πιο σημαντική διαφορά είναι ότι οι πράξεις του ευρωσυστήματος διενεργούνται ταυτόχρονα από όλες τις ΕθνΚΤ γεγονός που κάνει τη διαδικασία περίπλοκη, καθώς απαιτείται ο συντονισμός μεταξύ των ΕθνΚΤ αλλά και με την ΕΚΤ, ενώ ταυτόχρονα εμπλέκεται και ένας μεγάλος αριθμός συναλλασσόμενων τραπεζών. Αντιθέτως όλες οι πράξεις της ομοσπονδιακής τράπεζας των ΗΠΑ γίνονται κεντρικά μεταξύ της Federal Reserve Bank of New York με περιορισμένο αριθμό αντισυμβαλλόμενων. Επίσης, εξαιτίας της ανομοιογένειας της δομής των χρηματοπιστωτικών συστημάτων των διαφορετικών χωρών που απαρτίζουν την ευρωζώνη, η ΕΚΤ υποστηρίζει ένα πολύ ευρύτερο φάσμα χρεογράφων που μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως εγγύηση για χορήγηση ρευστότητας, ενώ η Fed έχει να αντιμετωπίσει, υπό φυσιολογικές συνθήκες, μόνο ομόλογα αμερικάνικου δημοσίου.²³

1.6 ΒΑΘΜΟΣ ΑΝΕΞΑΡΤΗΣΙΑΣ ΤΩΝ ΔΥΟ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ

Η ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών αποτελεί πολύπλευρη έννοια που περιλαμβάνει τα ακόλουθα στοιχεία:

πολιτική ανεξαρτησία, που αναφέρεται στην επιρροή της κυβέρνησης στη διαδικασία διορισμού, απόλυσης και διάρκειας της θητείας των αξιωματούχων της ·

οικονομική ανεξαρτησία, που αφορά το διαχωρισμό των οικονομικών της κεντρικής τράπεζας (και του προϋπολογισμού της) με εκείνα της κυβέρνησης και

²³ Cecchetti S. and O'Sullivan R., "The European Central Bank and the Federal Reserve", Oxford Review of Economic Policy, Volume 19, Issue 1, 2003

λειτουργική ανεξαρτησία, που σχετίζεται με την ανεξαρτησία χάραξης και άσκησης νομισματικής πολιτικής. Αυτό μπορεί να ειπωθεί και ως ανεξαρτησία στόχων και εργαλείων.

Σημαντικό ρόλο στην εύρυθμη λειτουργία της ΕΚΤ έχει η ανεξαρτησία της, δηλαδή η δυνατότητα να χαράζει και να σκεί την πολιτική της μόνη της χωρίς να παρεμβαίνει κανένας στο έργο της. Η εν λόγω ανεξαρτησία θεμελιώνεται και κατοχυρώνεται με τη Συνθήκη ΕΚ και το Καταστατικό της ΕΚΤ. Χαρακτηριστικά αναφέρεται :

«..κατά την άσκηση των εξουσιών και την εκτέλεση των καθηκόντων και υποχρεώσεων που τους ανατίθεται από την παρούσα συνθήκη και το καταστατικό του ΕΣΚΤ, ούτε η ΕΚΤ, ούτε οι εθνικές κεντρικές τράπεζες (ΕθνΚΤ), ούτε κανένα μέλος των οργάνων λήψης αποφάσεων των συγκεκριμένων ιδρυμάτων δεν μπορεί να ζητεί ή να δέχεται υποδείξεις από κοινοτικά όργανα ή οργανισμούς, από οποιαδήποτε κυβέρνηση κράτους μέλους της ΕΕ ή από οποιονδήποτε άλλο οργανισμό».

Στη διαφύλαξη της θεσμικής ανεξαρτησίας των κεντρικών τραπεζών συμβάλλουν και οι διατάξεις του καταστατικού του ΕΣΚΤ τουλάχιστον σε τέσσερις περιπτώσεις:

1. Ο διαχωρισμός της οικονομικής διαχείρισης της ΕΚΤ από εκείνη της Ευρωπαϊκής Ένωσης συμβάλει στην ανεξαρτησία της. Η ΕΚΤ έχει δικό της προϋπολογισμό, ο οποίος είναι ανεξάρτητος από τον προϋπολογισμό των άλλων ευρωπαϊκών κοινοτικών οργάνων και κεφάλαιο το οποίο έχει καταβληθεί από τις ΕθνΚΤ των χωρών-μελών της ευρωζώνης ανάλογα με την κλείδα συμμετοχής τους.
2. Η προσωπική ανεξαρτησία των μελών των οργάνων λήψης αποφάσεων διασφαλίζεται από τις διατάξεις του Καταστατικού του ευρωσυστήματος με τους ακόλουθους τρόπους· η θητεία των διοικητών των ΕθνΚΤ και μελών του ΔΣ της ΕΚΤ διαρκεί σχετικά μακρά περίοδο (τουλάχιστον πενταετής με δυνατότητα ανανέωσης), ενώ η θητεία των μελών της Εκτελεστικής Επιτροπής είναι οκταετής αλλά μη ανανεώσιμη. Επιπλέον τα μέλη των οργάνων λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ μπορούν να απαλλαγθούν από τα καθήκοντά τους μόνο για συγκεκριμένους λόγους που αναφέρονται στο Καταστατικό του ΕΣΚΤ.

3. Η ανεξαρτησία ενισχύεται από την απαγόρευση στο ευρωσύστημα να χρηματοδοτεί ή να χορηγεί πίστωση σε κοινοτικούς οργανισμούς ή εθνικούς δημόσιους φορείς, γεγονός που λειτουργεί αποτρεπτικά στην άσκηση οποιασδήποτε επιρροής του δημόσιου τομέα.
4. Τέλος, το ευρωσύστημα είναι λειτουργικά ανεξάρτητο. Η ΕΚΤ έχει στη διάθεσή της όλα τα μέσα και τις απαραίτητες δεξιότητες για την άσκηση νομισματικής πολιτικής και αποφασίζει αυτόνομα πότε και με ποιο τρόπο θα τα χρησιμοποιήσει. Για παράδειγμα το ευρωσύστημα έχει την αποκλειστική αρμοδιότητα άσκησης νομισματικής πολιτικής και το προνόμιο έκδοσης τραπεζογραμμμάτων.

Βέβαια απαραίτητη προϋπόθεση για την ανεξαρτησία του ΕΣΚΤ είναι η νομική του ανεξαρτησία που του δίνει το δικαίωμα προσφυγής έναντι του Ευρωπαϊκού Δικαστηρίου για την προστασία των προνομίων του όταν θεωρήσει ότι βρίσκονται σε κίνδυνο από τα κοινοτικά όργανα ή κάποιο εθνικό κράτος-μέλος.

Παρά το γεγονός ότι η FED απολαμβάνει σημαντική ανεξαρτησία, πολλοί υποστηρίζουν ότι είναι κατώτερη από εκείνη του ευρωσυστήματος²⁴. Αποτελεί ένα ανεξάρτητο θεσμικό όργανο που όμως επηρεάζεται ως ένα βαθμό από την κυβέρνηση. Όλες οι αρμοδιότητες της Federal Reserve έχουν εκχωρηθεί σε αυτήν από το Κογκρέσο, οι οποίες μπορούν να ανακληθούν. Παρόλα αυτά η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ ως ανεξάρτητο όργανο έχει την εξουσία να ενεργεί ελεύθερα χωρίς οι αποφάσεις της να πρέπει να επικυρώνονται από τον Πρόεδρο των ΗΠΑ ή το Κογκρέσο. Για παράδειγμα, η FED λαμβάνει αποφάσεις χωρίς να επηρεάζεται από κάποιο φορέα του συστήματος και διαθέτει οικονομική αυτονομία καλύπτοντας τις δαπάνες της από τα κέρδη που προέρχονται από την άσκηση νομισματικής πολιτικής.

Ως προς το βαθμό ανεξαρτησίας των δύο κεντρικών τραπεζών, η ΕΚΤ, σε σύγκριση με την ομοσπονδιακή τράπεζα των ΗΠΑ, παρουσιάζει μεγαλύτερο βαθμό ανεξαρτησίας και μικρότερο βαθμό ελέγχου από τα αρμόδια όργανα.

Ενδεικτικό της διαπίστωσης αυτής είναι ότι εξαιτίας των περιορισμένων ευθυνών της, η ΕΚΤ δεν έχει να λογοδοτήσει παρά μόνο για την αντιπληθωριστική της πολιτική. Η

²⁴ Gerdesmeier D., Mongelli F. and Roffia B., "The eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan: Similarities and Differences", Working Paper No 742, European Central Bank, March 2007

Συνθήκη δεν διευκρινίζει άλλους στόχους για την ΕΚΤ, ενώ παράλληλα δεν αποσαφηνίζει το περιεχόμενο της έννοιας της σταθερότητας τιμών. Η ΕΚΤ από μόνη της προσδιόρισε ποσοτικά τη σταθερότητα τιμών περιορίζοντας το πεδίο των ευθυνών και αρμοδιοτήτων για τις οποίες θα μπορούσε να ελεγχθεί. Αντίθετα με ότι συμβαίνει στην ΕΚΤ, το εύρος των αρμοδιοτήτων της FED είναι, όπως έχει προαναφερθεί, μεγαλύτερο.

Επιπλέον, η έλλειψη ευρωπαϊκών ισχυρών πολιτικών θεσμών άσκησης ελέγχου επί των πράξεων και των αποδόσεων της ΕΚΤ ενισχύει την ανεξαρτησία της και μειώνει το βαθμό ελέγχου της σε σχέση με άλλες κεντρικές τράπεζες. Για παράδειγμα, ο κανονισμός της FED μπορεί να αλλάξει από το Κογκρέσο σύμφωνα με την αρχή της πλειοψηφίας, κάτι που πρέπει να λαμβάνει υπόψη ο διοικητής της FED όταν εμφανίζεται ενώπιον του, ενώ ο κανονισμός της ΕΚΤ δεν μπορεί να τροποποιηθεί από το ευρωπαϊκό κοινοβούλιο παρά μόνο με αλλαγή της Συνθήκης, γεγονός που απαιτεί τη συναίνεση όλων των χωρών-μελών της ΕΕ.

1.7 ΛΟΓΟΔΟΣΙΑ ΚΑΙ ΔΙΑΦΑΝΕΙΑ

Η πολυδιάστατη ανεξαρτησία που έχουν παραχωρήσει στην ΕΚΤ η Συνθήκη και το Καταστατικό πρέπει να νομιμοποιείται επαρκώς προκειμένου να συνάδει με τα δημοκρατικά θεμέλια της ευρωπαϊκής κοινωνίας. Προϋποθέτει λογοδοσία προς το ευρύ κοινό και τα δημοκρατικά εκλεγμένα όργανα. Οι θεσμικές υποχρεώσεις της ΕΚΤ φαίνονται από ένα αριθμό εκθέσεων που οφείλει να δημοσιεύει. Ειδικότερα, οφείλει να δημοσιεύει τριμηνιαίες εκθέσεις για τις δραστηριότητες του ΕΣΚΤ, καθώς και την ενοποιημένη εβδομαδιαία λογιστική κατάσταση. Επιπλέον, υποβάλλει ετήσια έκθεση σχετικά με τη νομισματική πολιτική που ασκεί και τις λοιπές δραστηριότητές της στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Συμβούλιο της ΕΕ, την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο. Ταυτόχρονα, μέσα στο πλαίσιο των υποχρεώσεων

τους, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ και τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής πραγματοποιούν τακτικές παρουσιάσεις ενώπιον του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου²⁵.

Παρόμοιες εκθέσεις προβλέπονται και για την Fed, η οποία είναι υπόλογη στο Κογκρέσο όπου παραδίδει μια ετήσια έκθεση. Για να διασφαλιστεί η οικονομική λογοδοσία, οι οικονομικές καταστάσεις των Ομοσπονδιακών Τραπεζών και το Συμβούλιο των Διοικητών ελέγχονται ετησίως από ανεξάρτητο εξωτερικό ελεγκτή. Επίσης, οφείλει να παρουσιάζει δυο φορές το χρόνο τα σχέδια της για την νομισματική πολιτική σε τραπεζικές επιτροπές του Κογκρέσο.²⁶

Για την περαιτέρω ενίσχυση της διαφάνειας και της λογοδοσίας στη νομισματική πολιτική, η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς δημοσιεύει μια κατάσταση αμέσως μετά από κάθε συνεδρίαση της η οποία περιγράφει τις απόψεις της Επιτροπής σχετικά με τις οικονομικές προοπτικές, και παρέχει μια λογική εξήγηση της επιλεγόμενης πολιτικής. Τα πλήρη πρακτικά για κάθε συνεδρίαση δημοσιεύονται τρεις εβδομάδες μετά από κάθε συνεδρίαση της FOMC.²⁷

Η **διαφάνεια** αναφέρεται στο βαθμό στον οποίο οι κεντρικές τράπεζες δημοσιεύουν στοιχεία σχετικά με την επιλεγόμενη στρατηγική και τη διαδικασία λήψης αποφάσεων.

Όσο αφορά το ευρωσύστημα ο Winkler (2002) παρατηρεί ότι η ΕΚΤ έχει επικεντρωθεί στις ακόλουθες πτυχές διαφάνειας: σαφήνεια, εξωστρέφεια και επαρκής πληροφόρηση. Σχετικά με την πρώτη πτυχή, η δημοσίευση του ποσοτικού προσδιορισμού της σταθερότητας τιμών μπορεί να θεωρηθεί στοιχείο διαφάνειας και λογοδοσίας καθώς δίνει στον κόσμο ένα μέτρο σύγκρισης για τις επιδόσεις της ΕΚΤ²⁸.

Επίσης, η συνέντευξη τύπου που ακολουθεί μετά από κάθε συνεδρίαση του ΔΣ της ΕΚΤ αντιπροσωπεύει σχεδόν την άμεση ανακοίνωση των αποφάσεων νομισματικής πολιτικής. Παρομοίως η FOMC ανακοινώνει τις αλλαγές στη νομισματική πολιτική

²⁵ Βλ. <http://www.ecb.int/ecb/orga/accountability/html/index.en.html>

²⁶ Gerdesmeier D., Mongelli F. and Roffia B., "The eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan: Similarities and Differences", Working Paper No 742, European Central Bank, March 2007

²⁷ Βλ. http://www.federalreserve.gov/faqs/about_12798.htm

²⁸ Gerdesmeier D., Mongelli F. and Roffia B., "The eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan: Similarities and Differences", Working Paper No 742, European Central Bank, March 2007

μόλις εκείνες αποφασιστούν. Η FOMC επίσης δημοσιεύει τα πρακτικά κάθε συνάντησης μετά από τρεις εβδομάδες. Μάλιστα το γεγονός ότι η ΕΚΤ δεν δημοσιεύει τα πρακτικά των συναντήσεων του ΔΣ έχει γίνει αντικείμενο κριτικής και πολλοί υποστηρίζουν ότι είναι λιγότερο διαφανής από τη Fed. Οι λόγοι που η ΕΚΤ δεν προβαίνει σε αυτή τη δημοσίευση είναι ότι θέλει να δώσει την αίσθηση ότι αποτελεί ένα ενιαίο σώμα και ότι δεν αποτελεί χώρο συμβιβασμού διάφορων εθνικών συμφερόντων. Εξάλλου, η Συνθήκη απαιτεί οι αποφάσεις να λαμβάνονται προς όφελος της ευρωζώνης σαν σύνολο και όχι υπό εθνικό πρίσμα.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται συνοπτικά τα βασικά θεσμικά στοιχεία των κεντρικών τραπεζών της ευρωζώνης και των ΗΠΑ που καθορίζουν το πλαίσιο μέσα στο οποίο λειτουργούν και συνθέτουν την προσωπικότητα κάθε μίας.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2 - ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ
ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΤΟΥ FEDERAL RESERVE SYSTEM**

	ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ	Federal Reserve System
Σώμα λήψης αποφάσεων νομισματικής πολιτικής	Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ που αποτελείται από 23 μέλη: την Εκτελεστική Επιτροπή της ΕΚΤ (6 Μέλη) και τους Διοικητές των 17 ΕθνΚΤ του Ευρωσυστήματος	Η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοιχτής Αγοράς που αποτελείται από 12 μέλη: το Συμβούλιο των Διοικητών (7 μέλη), τον Διοικητή της ομοσπονδιακής τράπεζας της Νέας Υόρκης και 4 διοικητές άλλων ομοσπονδιακών τραπεζών (εκ περιτροπής)
Στόχοι νομισματικής πολιτικής	Η σταθερότητα τιμών είναι ο πρωταρχικός στόχος. Αυτή προσδιορίζεται και με ποσοτικούς όρους	Πολλαπλοί στόχοι: η προώθηση πλήρους απασχόλησης, σταθερότητα τιμών και συγκράτηση μακροχρόνιων επιτοκίων
Ανεξαρτησία από πολιτικές επιρροές	ΝΑΙ	ΝΑΙ
Λογοδοσία και Διαφάνεια	- Άμεση συνέντευξη τύπου μετά από τις συνεδριάσεις του ΔΣ - Ετήσια Έκθεση στα όργανα της ΕΕ και παρουσιάσεις στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο - Δημοσίευση Μηνιαίου Δελτίου	- Άμεση ανακοίνωση και δημοσίευση πρακτικών μετά από τη σύσκεψη της FOMC - Ακροάσεις ενώπιον του Κογκρέσου - Μηνιαίο Δελτίο από τις περιφερειακές ομοσπονδιακές τράπεζες
Στρατηγική Νομισματικής Πολιτικής	Η στρατηγική προαναγγέλεται	Προσέγγιση διαχείρισης κινδύνων
Άσκηση Νομισματικής Πολιτικής	Αποκεντρωμένη (οι πράξεις διεξάγονται από το ευρωσύστημα)	Κεντροποιημένη (οι πράξεις διεξάγονται από την New York Federal Reserve Bank)

Πηγή: Gerdesmeier D., Mongelli F. and Roffia B., “The eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan: Similarities and Differences”, Working Paper No 742, European Central Bank, March 2007

1.8 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΙΚΑ ΣΧΟΛΙΑ

Από την παραπάνω ανάλυση είναι σαφές ότι αν και οι δύο κεντρικές τράπεζες έχουν παρόμοιους στόχους και περίπου ίδια εργαλεία για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής, μπορούν να εντοπιστούν σημαντικές διαφορές μεταξύ τους. Εύκολα διαπιστώνεται η διαφορά αντιλήψεων που υπάρχει μεταξύ της ευρωπαϊκής και της αμερικανικής κεντρικής τράπεζας (ΕΚΤ και FED). Η ΕΚΤ έχει χαρακτηριστεί ως μια συντηρητική τράπεζα που ενδιαφέρεται περισσότερο για τη σταθερότητα τιμών εν αντιθέσει με την FED που θεωρείται επεκτατική και τολμηρή. Η FED έχοντας τη δυνατότητα να επικεντρωθεί στη διατήρηση της οικονομικής ανάπτυξης και να δώσει λιγότερη έμφαση στα επίπεδα του πληθωρισμού, έχει μεγαλύτερη ευελιξία στην νομισματική πολιτική που ακολουθεί, ειδικά σε καταστάσεις όπου απαιτούνται πιο δυναμικές πολιτικές.

Σε γενικές γραμμές η ΕΚΤ αποβλέπει σε ένα πιο σταθερό οικονομικό και νομισματικό περιβάλλον που θεωρείται ως προαπαιτούμενο της οικονομικής ανάπτυξης. Ωστόσο σε περιπτώσεις βαθιάς υφέσης ή χρηματοοικονομικής κρίσης το υπάρχον πλαίσιο δεν μπορεί να υποστηρίξει ικανοποιητικά (ή τουλάχιστον εξίσου ικανοποιητικά με εκείνο της FED) πολιτικές για τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας και μείωση των ανεπιθύμητων επιπτώσεων της αρνητικής ανάπτυξης.

Επιπλέον, πολλοί υποστηρίζουν ότι η ΕΚΤ αποτελεί μία από τις πιο ανεξάρτητες τράπεζες στον πλανήτη γεγονός που επιτρέπει στην ίδια να πράττει χωρίς ουσιαστικά να λογοδοτεί και να ελέγχεται από πουθενά. Η ανεξαρτησία σε συνδυασμό με την αμφισβήτηση κατά καιρούς της συντηρητικής αντιπληθωριστικής πολιτικής της έχει εγείρει αντιδράσεις από ορισμένες ευρωπαϊκές κυβερνήσεις, οι οποίες επιθυμούν ενεργότερο ρόλο της πολιτικής εξουσίας της ΕΕ στον καθορισμό της νομισματικής πολιτικής της ΕΕ. Επίσης εντείνει την προβληματική περί έλλειψης δημοκρατικού ελέγχου της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ.²⁹

²⁹ Γώγος Κ., “Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών ως φορέας «παράπλευρης» πολιτικής εξουσίας. Ζητήματα δημοκρατικής νομιμοποίησης υπό την οπτική γωνία του ελληνικού Συντάγματος”, Το Σύνταγμα, Διμηνιαία Επιθεώρηση Συνταγματικής Θεωρίας και Πράξης, 2003

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

Η ΑΝΤΑΠΟΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

2.1 ΟΙ ΕΝΕΡΓΕΙΕΣ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Σε αυτή την ενότητα θα προβούμε σε μια συγκριτική ανάλυση των πολιτικών που ακολουθήθηκαν από την US Federal Reserve και την European Central Bank κατά τη διάρκεια της πρόσφατης οικονομικής κρίσης. Απέναντι στη νέα οικονομική πραγματικότητα που διαμορφώθηκε στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα υπήρξαν διαφορετικές προσεγγίσεις, όσον αφορά τον τρόπο διαχείρισης της κρίσης και την αντιμετώπιση των επιπτώσεών της από τις δύο πιο σημαντικές τράπεζες του πλανήτη, τη FED και την ΕΚΤ.

Θα διαχωρίσουμε τη χρονική περίοδο μεταξύ 2007-2012 σε δύο φάσεις³⁰ (α) το πρώτο στάδιο αφορά το ξέσπασμα της χρηματοοικονομικής κρίσης του 2007 η οποία μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers πήρε παγκόσμιες διαστάσεις (2007-2009) και επηρέασε εξίσου τόσο την Αμερική όσο και την Ευρώπη και (β) το δεύτερο στάδιο της κρίσης που ξεκίνησε από την Ελλάδα και εκδηλώθηκε κυρίως στην ευρωζώνη (2010-2012), αλλά λόγω έλλειψης μιας κεντρικής διαχείρισης έκτακτων καταστάσεων, ελλοχεύει ο κίνδυνος εξάπλωσής της στην παγκόσμια οικονομία.

Στην ανάλυσή μας θα εστιάσουμε κυρίως στη λογική που υπάρχει πίσω από κάθε μέτρο που λαμβάνουν οι Κεντρικές Τράπεζες και τον αναμενόμενο τρόπο αποκατάστασης της εύρυθμης λειτουργίας των αγορών και τόνωσης της οικονομίας.

³⁰ Για πιο λεπτομερή ανάλυση βλ. Gros D., Alcidi C. and Giovanni A., “Central Banks in Times of Crisis: The FED versus the ECB”, European Parliament, June 2012

Α΄ Φάση 2007-2009

Η πρώτη φάση της κρίσης χαρακτηρίζεται από υψηλή μεταβλητότητα της ζήτησης ρευστότητας από τις τράπεζες, μία προτίμηση στη μακροχρόνια ρευστότητα και σοβαρές εντάσεις στην διατραπεζική αγορά που αποτελούσαν σημαντική απειλή για το σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Με την έναρξη της κρίσης στις αρχές του Αυγούστου 2007, οι Κεντρικές Τράπεζες και στις δύο πλευρές του Ατλαντικού έσπευσαν να προβούν σε μείωση των βασικών επιτοκίων (η ΕΚΤ ίσως με κάποια καθυστέρηση) και σε υιοθέτηση μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής σε μεγάλη κλίμακα.

Η **FED** για να αποκαταστήσει τις αναταραχές στην αγορά χρήματος διέυρυνε την ομάδα των αντισυμβαλλόμενων στις πράξεις για χορήγηση ρευστότητας και με τη χρήση μιας σειράς μέτρων (Term Auction Facility και Term Discount Window Programme), αύξησε τη χρηματοδότηση έκτακτης ανάγκης και τη παροχή μακροπρόθεσμων κεφαλαίων. Επιπλέον, προκειμένου να ικανοποιήσει τις ανάγκες των ξένων τραπεζών σε δολάρια (τα οποία χρησιμοποιούνται ευρέως στις διατραπεζικές συναλλαγές εκτός ΗΠΑ), η FED διεξήγαγε μια σειρά από πράξεις swap με άλλες κεντρικές τράπεζες οι οποίες θα διοχέτευαν δολάρια στο τραπεζικό τους σύστημα.³¹

Η ανταπόκριση της **ECB**³² περιλάμβανε αρχικά ενέσεις βραχυχρόνιας ρευστότητας στην ευρωζώνη για την μείωση των πιέσεων στην αγορά χρήματος. Για την ικανοποίηση της ανάγκης του τραπεζικού συστήματος για μακροπρόθεσμα κεφάλαια αύξησε τη συχνότητα και το ποσό που κατανέμεται στις πράξεις μακροχρόνιας αναχρηματοδότησης (LTRO-Longer Term Refinancing Operations). Στη συνέχεια αύξησε τη διάρκεια της παρεχόμενης ρευστότητας μέσω συμπληρωματικών πράξεων αναχρηματοδότησης διάρκειας τριών και έξι μηνών. Τέλος, η ΕΚΤ προέβη σε δανεισμό δολαρίων από την FED τα οποία μεταβίβασε στον τραπεζικό τομέα για την προώθηση της ομαλότερης λειτουργία της υπερατλαντικής διατραπεζικής αγοράς.

³¹ Cecioni M., Ferrero G. and Secchi A., "Unconventional monetary policy in theory and practice", BANCA D' ITALIA, September 2011

³² Trichet J., "State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's respond between 2007 and 2009", Journal of Common Market Studies, V. 48, Annual Review pp. 7-19, 2010

Παρά τις παραπάνω προσπάθειες η οικονομική κρίση εντατικοποιήθηκε το Σεπτέμβριο του 2008· η κατάρρευση ενός μεγάλου χρηματοπιστωτικού ιδρύματος (Lehman Brothers) στις ΗΠΑ κλόνισε την εμπιστοσύνη στις χρηματοπιστωτικές αγορές και κατέστησε τις τράπεζες διστακτικές στο μεταξύ τους δανεισμό, δίνοντας παγκόσμιες διαστάσεις στην οικονομική κρίση. Οι νομισματικές αρχές επικεντρώθηκαν σε αυτή τη φάση στη διευκόλυνση της πρόσβασης του χρηματοπιστωτικού συστήματος στη ρευστότητα και στην εξομάλυνση των πιστωτικών συνθηκών στη διατραπεζική αγορά. Τα μέτρα που ελήφθησαν περιλάμβαναν την επέκταση του δανεισμού των πιστωτικών ιδρυμάτων, την περαιτέρω μείωση των βασικών επιτοκίων και την αγορά τίτλων εκ μέρους των κεντρικών τραπεζών (το λεγόμενο Quantitative Easing).

Πιο συγκεκριμένα τα μη συμβατικά μέτρα που ελήφθησαν από τη **FED** στις αρχές Σεπτεμβρίου 2008 μεγέθυναν σημαντικά τη χορηγούμενη ρευστότητα στο «σκιάδεις» τραπεζικό σύστημα (shadow banking system) των ΗΠΑ, μέσω τριών προγραμμάτων: ABCP Money Market Fund Liquidity Facility (AMLF), Commercial Paper Funding Facility (CPFF) και Term Asset-Backed Securities Loan Facility.

Από τη πλευρά της η **EKT**, μέσα από μια σειρά μη συμβατικών μέτρων, επικεντρώθηκε στην πιστωτική επέκταση και την καλύτερη λειτουργία του πιστωτικού μηχανισμού στην ευρωζώνη (enhanced credit support programme). Αυτά τα μέτρα περιλάμβαναν την μετατροπή του επιτοκίου των πράξεων αναχρηματοδότησης από κυμαινόμενο σε σταθερό, την διεξαγωγή επιπρόσθετων μακροπρόθεσμων πράξεων αναχρηματοδότησης, την επέκταση των περιουσιακών στοιχείων που ήταν αποδεκτά ως εγγύηση από το ευρωσύστημα για τη διευκόλυνση της πρόσβασης στις πράξεις αναχρηματοδότησης του ευρωσυστήματος και τη χορήγηση ρευστότητας σε ξένο νόμισμα με συμφωνίες swap που συνήπτε με τη FED. Τέλος, η EKT ξεκίνησε ένα **Πρόγραμμα Αγοράς «Καλυμμένων» Ομολογιών (Covered Bond Purchase Programme)** στην ευρωζώνη ύψους 60 δισεκατομμυρίων ευρώ, στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά, δηλαδή ομολόγων μακροπρόθεσμου χαρακτήρα που εκδίδονται από τράπεζες για αναχρηματοδότηση δανείων του ιδιωτικού και δημόσιου τομέα. Σκοπός αυτού του Προγράμματος ήταν να βελτιωθεί ένα τμήμα της αγοράς που είχε πληγωθεί από τη χρηματοοικονομική αναταραχή και αποτελούσε μία σημαντική πηγή άντλησης κεφαλαίων για τις τράπεζες πριν την κρίση.

B΄ Φάση 2010-2012

Η δεύτερη φάση της κρίσης (2010-2012) ήταν πολύ έντονη στην ευρωζώνη καθώς ο βαθμός της πίεσης που ασκήθηκε στις χρηματοπιστωτικές αγορές δεν είχε προηγούμενο.

Η κύρια ανησυχία των ΗΠΑ ήταν η κυκλική ύφεση και η αναστροφή της επιβράδυνσης του οικονομικού κύκλου (η οικονομία δεν αναπτυσσόταν δυναμικά και η αγορά εργασίας δεν επανέκαμπε). Η FED για να τονώσει την οικονομία μείωσε τα επιτόκια και διενήργησε μαζικές αγορές κρατικών ομολόγων (Quantitative Easing) που αντιπροσωπεύουν ποσό 1,6 τρισεκατομμύρια δολάρια στον ισολογισμό της³³. Για να βελτιώσει τις συνθήκες στις χρηματοπιστωτικές αγορές η FED ανακοίνωσε την πρόθεση αγοράς μακροχρόνιων ομολόγων Αμερικάνικου Δημοσίου ύψους 300 δις δολάρια (το ονομαζόμενο QE1), η οποία ακολουθήθηκε από μια απόφαση περαιτέρω επέκτασης του Ισολογισμού της με αγορά 600 δισεκ. δολαρίων μακροχρόνιων ομολόγων Αμερικάνικου Δημοσίου (το ονομαζόμενο QE2). Επίσης η FED ανακοίνωσε το Σεπτέμβριο του 2011 ότι θα αντικαταστούσε βραχυπρόθεσμα ομόλογα Αμερικάνικου Δημοσίου ύψους 400 δις δολαρίων με τα αντίστοιχα μακροπρόθεσμα (Operation TWIST).

Αυτά τα μεγάλα σε μέγεθος προγράμματα αγοράς ομολόγων εφαρμόστηκαν αφού η FED είχε μειώσει τα επιτόκια στο επίπεδο 0 - 0,25% το Δεκέμβριο του 2008.

Στην Ευρώπη η κατάσταση που επικρατούσε στην οικονομία ήταν διαφορετική. Καθώς οι αγορές ήταν κυριευμένες από πανικό για μια πιθανή ελληνική χρεοκοπία, η ΕΚΤ αποφάσισε το Μάιο του 2010 να παρέμβει στη δευτερογενή αγορά κρατικών ομολόγων για να μειώσει τις πιέσεις στην αγορά (εμποδίζοντας και την εξάπλωση σε άλλους εκδότες ομολόγων) και να δώσει χρόνο στις κυβερνήσεις των πληγέντων κρατών να οριστικοποιήσουν την ευρωπαϊκή βοήθεια, ενώ ταυτόχρονα συγκροτούνταν ο EFSF (European Financial Stability Fund). Εδώ αξίζει να σημειωθεί ότι πριν το ξέσπασμα της κρίσης και καθόλη την πενταετία 2002-2007, το spread των ομολόγων ήταν σχεδόν μηδενικό ανάμεσα στις χώρες της ευρωζώνης καθώς η αγορά

³³Gros D., Alcidi C. and Giovanni A., "Central Banks in Times of Crisis: The FED versus the ECB", European Parliament, Brussels, June 2012

υποεκτιμούσε τις εσωτερικές ανισορροπίες. Η επίσημη αιτιολογία του Securities Markets Programme που ξεκίνησε η ΕΚΤ ήταν η αποκατάσταση της ομαλής λειτουργίας των μηχανισμών μετάδοσης Νομισματικής Πολιτικής για «τη διατήρηση της σταθερότητας τιμών μεσοπρόθεσμα»³⁴. Η πιο ενεργή συμμετοχή της ΕΚΤ στην αγορά ξεκίνησε τον Αύγουστο του 2011, χωρίς ωστόσο να επηρεάσουν την νομισματική στάση της ΕΚΤ αφού απορροφούσε τη ρευστότητα που διοχετευόταν στην αγορά μέσω των εβδομαδιαίων προθεσμιακών καταθέσεων. Επίσης, το Δεκέμβριο του 2011 η ΕΚΤ αποφάσισε μια νέα σειρά LTROs διάρκειας 3 ετών με δυνατότητα πρόωρης εξόφλησης μετά από ένα έτος³⁵. Τέλος, το Σεπτέμβριο του 2012 η ΕΚΤ αποφάσισε να πάρει πιο δραστικά μέτρα με ένα νέο πρόγραμμα αγοράς κυβερνητικών ομολόγων διάρκειας ενός έως τριών ετών (Outright Monetary Transactions) χωρίς ποσοτικό περιορισμό ώστε να "διασφαλιστεί η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής σε όλες τις χώρες της Ευρωζώνης".

2.2 ΟΜΟΙΟΤΗΤΕΣ ΚΑΙ ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΣΤΟ ΠΕΔΙΟ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

2.2.1 ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΘΕΩΡΗΣΗ

Αρχικά πρέπει να αποσαφηνιστεί το γεγονός ότι τόσο η ΕΚΤ όσο και η FED κλήθηκαν να βρουν λύσεις απέναντι σε μια κατάσταση που δεν είχαν αντιμετωπίσει άλλη φορά. Έτσι τα μέτρα που έλαβαν για να αποτρέψουν μια πιθανή οικονομική καταστροφή, από την ημέρα που ξέσπασε η χρηματοπιστωτική κρίση, δεν είχαν δοκιμαστεί πρακτικά και ο αντίκτυπός τους ήταν αβέβαιος.

³⁴Πιο συγκεκριμένα το PRESS RELEASE της ΕΚΤ που δημοσιεύτηκε στις 10 Μαΐου 2010 αναφέρει: "The Governing Council of the European Central Bank (ECB) decided on several measures to address the severe tensions in certain market segments which are hampering the monetary policy transmission mechanism and thereby the effective conduct of monetary policy oriented towards price stability in the medium term." Βλ. <http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>

³⁵Βλ. http://www.ecb.int/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html

Στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζουμε συνοπτικά τα μη συμβατικά μέτρα που ελήφθησαν από τις δύο κεντρικές τράπεζες.

European Central Bank		
ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΕΝΕΡΓΕΙΑ	Αποτέλεσμα/ποσό
Σεπτέμβριος 2008	Έναρξη των πράξεων αναχρηματοδότησης με ειδικούς όρους	Συνεχιζόμενες
Οκτώβριος 2008	Μετάβαση στην αναχρηματοδότηση σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή (full allotment)	Συνεχιζόμενες
Ιούνιος 2009	Long Term Refinancing Operation διάρκειας 1 έτους	€ 442 δισεκ.
Ιούλιος 2009 – Ιούνιος 2010	Covered Bond Purchase Programme 1	€ 60 δισεκ.
Οκτώβριος 2009	Long Term Refinancing Operation διάρκειας 1 έτους	€ 75 δισεκ.
Δεκέμβριος 2009	Long Term Refinancing Operation διάρκειας 1 έτους	€ 97 δισεκ.
Μάιος 2010	Securities Markets Programme	Απόφαση του Governing Council
Οκτώβριος 2011	Long Term Refinancing Operation διάρκειας 1 έτους	€ 57 δισεκ.
Νοέμβριος 2011	Covered Bond Purchase Programme 2	€ 40 δισεκ.
Δεκέμβριος 2011	• Long Term Refinancing Operation διάρκειας 3 ετών • Χαλάρωση των απαιτήσεων για παροχή εγγυήσεων • Μείωση των ελάχιστων απαιτούμενων αποθεματικών από 2% σε 1%	€ 489 δισεκ.
Φεβρουάριος 2012	Long Term Refinancing Operation διάρκειας 3 ετών	€ 530 δισεκ.
Σεπτέμβριος 2012	Outright Monetary Transactions	Απεριόριστη

ΠΗΓΗ: <http://www.ecb.int/ecb/html/crisis.en.html>

Federal Reserve System		
ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΕΝΕΡΓΕΙΑ	Αποτέλεσμα/ποσό
Δεκέμβριος 2007 – Μάρτιος 2010	Term Auction Facility (TAF): δημοπρασία για παροχή ρευστότητας με χαλάρωση των απαιτήσεων για παροχή εγγυήσεων (collateral)	Δάνεια διαφόρων μεγεθών διάρκειας 1 μήνα
Νοέμβριος 2008	Αγορά \$ 100 δισεκ. Government Sponsored Enterprises' debt, και \$ 500 δισεκ. Mortgage Backed Securities (MBS)	\$ 600 δισεκ.
Μάρτιος 2009 – Ιούνιος 2010	Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF): παρόμοια με τα TAF, αλλά ως εγγύηση έχουν τα ABS	Μακροχρόνια δάνεια διαφόρων μεγεθών
Ιανουάριος 2009 – Μάρτιος 2010	- Επέκταση του Προγράμματος αγοράς GSE debt - Επέκταση του Προγράμματος αγοράς MBS - Αγορά μακροχρόνιων κυβερνητικών χρεογράφων ύψους \$ 300 δισεκ.	\$ 200 δισεκ. \$ 1,250 δισεκ \$ 300 δισεκ
Νοέμβριος 2010	Επιπρόσθετη αγορά κυβερνητικών χρεογράφων	\$ 600 δισεκ.
Σεπτέμβριος 2011	Επέκταση της μέσης διάρκειας της συνολικής θέσης σε χρεόγραφα αμερικάνικου δημοσίου πουλώντας βραχυπρόθεσμα κυβερνητικά ομόλογα (μικρότερα του 1 έτους) και αγοράζοντας μακροπρόθεσμα (6-30έτη). Αυτή η πρακτική ονομάστηκε "Operation Twist".	\$ 400 δισεκ. μικτά \$0 καθαρά

ΠΗΓΗ: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm

Ενώ λοιπόν στην αρχή είχαμε παρόμοιες αντιδράσεις ως προς το στόχο και σε κάποιο βαθμό στα εργαλεία πολιτικής, στη συνέχεια προέκυψαν σημαντικές διαφοροποιήσεις. Η ύφεση που ακολούθησε μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers και η εντεινόμενη κρίση χρέους στην ζώνη του ευρώ, άλλαξε την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής και το βάρος δόθηκε στην διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και στη εύρυθμη λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.

Όσον αφορά την αποφασιστικότητα των αντίστοιχων κεντρικών τραπεζών παρατηρούμε ότι η FED έχει ενεργήσει πιο τολμηρά, με τη μαζική αγορά ενυπόθηκων τίτλων (MBS), κυβερνητικών ομολόγων και ομολόγων των Government-sponsored Enterprises (GSEs). Η EKT έχει διευρύνει κατά κύριο λόγο την πρόσβαση σε ρευστότητα (full allotment) με την αποδοχή πρόσθετων τίτλων ως εγγύηση και από τη μετάβαση σε σταθερό επιτόκιο. Αυτό σημαίνει ότι η απόκτηση ρευστότητας από την EKT γίνεται με σταθερό επιτόκιο και ότι οι τράπεζες μπορούν να αντλήσουν τα κεφάλαια που επιθυμούν υπό την προϋπόθεση να έχουν επαρκές ενέχυρο (collateral)³⁶. Ωστόσο το Σεπτέμβριο του 2012 η EKT δείχνει να μεταστρέφει την πολιτική της αποφασίζοντας απεριόριστες παρεμβάσεις στη δευτερογενή αγορά ομολόγων (υπό όρους και προϋποθέσεις) μέσω του προγράμματος Outright Monetary Transactions που αποσκοπεί στην «αντιμετώπιση ακραίων στρεβλώσεων στις αγορές κυβερνητικών ομολόγων οι οποίες προέρχονται κυρίως από τις αβάσιμες ανησυχίες από την πλευρά των επενδυτών για τη βιωσιμότητα του ευρώ» όπως χαρακτηριστικά δήλωσε ο Διοικητής της EKT Mario Draghi³⁷.

Επιπρόσθετα, κατά τη διάρκεια της πρώτης φάσης της οικονομικής κρίσης, η FED ανέλαβε σημαντικό ρίσκο χορηγώντας δάνεια έναντι εγγύησης κάποιων χρεογράφων, τα οποία εκείνη τα περίοδο θεωρούνταν «τοξικά». Ο λόγος ήταν ότι η αγορά βρισκόταν σε πανικό. Αυτή η πρακτική αποδείχτηκε εκ των υστέρων σωστή και δικαίωσε τη FED, καθώς με τον πανικό σε ύφεση, η ίδια κατόρθωσε τελικά να μην καταγράψει ζημίες. Καθώς η αγορά σταθεροποιήθηκε η FED για να αυξήσει την

³⁶ Βλ. Eujffinger S., "Crisis response of Central Banks – the ECB policy in comparison to the policy of the FED and the Bank of England", European Parliament, July 2012

³⁷ "Draghi: Παρεμβάσεις της EKT στη δευτερογενή αγορά υπό προϋποθέσεις", capital, Σεπτέμβριος 2012

Διαθέσιμο <http://www.capital.gr/News.asp?id=1606999>, 6/9/2012

απασχόληση μείωσε τα επιτόκια, αρχικά τα βραχυχρόνια που ελέγχει άμεσα και στη συνέχεια τα μακροχρόνια μέσω του Quantitative Easing.

Παρά την ιστορική μείωση των επιτοκίων από τη FED³⁸, η αναταραχή στο χρηματοπιστωτικό σύστημα συνέχισε να είναι ισχυρή. Αυτή η δυσλειτουργία ανάγκασε τη FED να εφαρμόσει πρόσθετα μέτρα στήριξης των αγορών για εξασφάλιση της αναγκαίας ρευστότητας και ταυτόχρονη προώθηση των μακροοικονομικών της στόχων. Μερικά από τα μέτρα αυτά ήταν η παροχή αυξημένης ρευστότητας, η άμεση παρέμβαση σε ορισμένες αγορές (ιδίως των κρατικών ομολόγων) και η παροχή βοήθειας σε ορισμένους τραπεζικούς οργανισμούς.

Η αντίδραση της ΕΚΤ ήταν παρόμοια την αρχική περίοδο της κρίσης. Επέκτεινε τη χορήγηση ρευστότητας προς τις τράπεζες και προέβη σε αγορά χρεογράφων (CBPP), τα οποία αντιμετώπιζαν δυσκολίες στην αγορά αναφορικά με την ομαλή αποτίμηση και διαπραγμάτευσή τους. Ωστόσο η κρίση εξελίχθηκε στη συνέχεια σε «κρίση της ευρωζώνης». Βέβαια, από τη μία πλευρά η ΕΚΤ ανταποκρίνεται στην κρίση μέσω Credit Easing αλλά από την άλλη προσπαθεί να ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο που η ίδια αναλαμβάνει. Αυτή όμως η πρακτική ίσως κάνει αναποτελεσματική τη πολιτική που εφαρμόζει καθώς δεν στέλνει σαφές μήνυμα στην αγορά όπως η FED.³⁹ Κάθε περαιτέρω αγορά χρεογράφου μέσα στα πλαίσια του SMP από την ΕΚΤ ίσως είναι αντιπαραγωγική, καθώς η αγορά αντιλαμβάνεται την πρακτική που εφαρμόζει η ΕΚΤ για κάλυψη κινδύνου. Το ίδιο συμβαίνει και με τις πράξεις LTRO όπου τα χρεόγραφα που απαιτούνται ως εγγύηση για συμμετοχή σε αυτές είναι πολλές φορές υποτιμημένα (σε μερικές περιπτώσεις 50-70% δεδομένου και της κατάστασης των χρηματοπιστωτικών αγορών στην Ευρώπη), πράγμα που κάνει τους επενδυτές διστακτικούς να επενδύσουν στον τραπεζικό κλάδο καθώς αντιλαμβάνονται ότι σε περίπτωση χρεοκοπίας δεν θα είναι το ίδιο καλυμμένοι όπως η ΕΚΤ. Αξίζει, ωστόσο να σημειωθεί ότι το Σεπτέμβριο του 2012 η ΕΚΤ αναστρέφει αυτή την πρακτική

³⁸ στις 16 Δεκεμβρίου του 2008 ανήλθαν σε 0-0,25%

³⁹ Gros D., Alcidi C. and Giovanni A., "Central Banks in Times of Crisis: The FED versus the ECB", European Parliament, June 2012

καθώς δεν θα έχει εξοφλητική προτεραιότητα (seniority) στα ομόλογα που θα αγοράζει υπό το πρόγραμμα Outright Monetary Transactions⁴⁰.

2.2.2 ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΒΑΣΙΚΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ

Ένας από τους κύριους τρόπους αντίδρασης των κεντρικών τραπεζών, σε επίπεδο νομισματικής πολιτικής, απέναντι στη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση ήταν η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής μέσω της μείωσης των επιτοκίων.

Η ΕΚΤ προχώρησε σταδιακά σε πρωτοφανή, για τα δεδομένα της ιστορίας της, μείωση των βασικών επιτοκίων της. Από το 2007 (Σεπτέμβρης) όπου το βασικό της επιτόκιο ήταν 4,25% έως σήμερα έχει μειωθεί σημαντικά κατά 3,5% για να καταλήξει σήμερα στο ιστορικό χαμηλό 0,75%⁴¹. Σε ακόμη μεγαλύτερη μείωση έχει προβεί η FED, η οποία μείωσε τα επιτόκια από το 4,75% το Σεπτέμβριο του 2007 σε 0-0,25% το Δεκέμβριο του 2008 και μέχρι σήμερα το διατηρεί στα ίδια μηδενικά επίπεδα⁴².

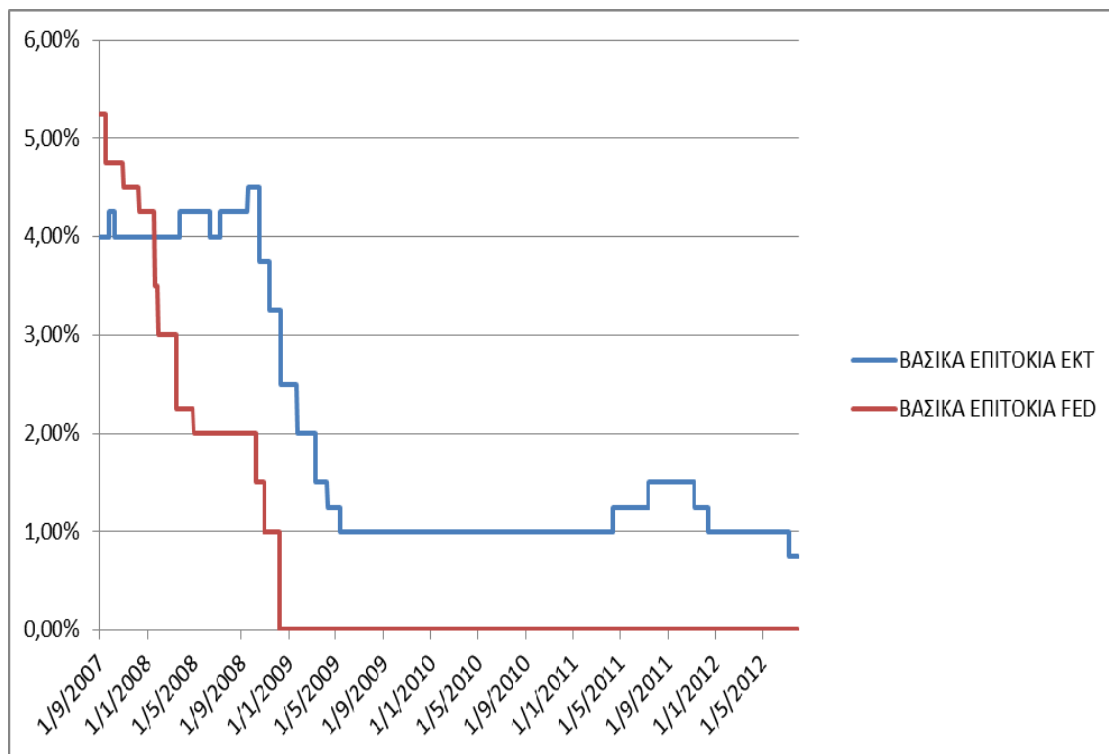
Στο παρακάτω διάγραμμα παρατηρούμε την ιστορική εξέλιξη των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ και της FED.

⁴⁰ “Bloomberg: Απεριόριστες αγορές ομολόγων προβλέπει το σχέδιο Draghi”, capital, Σεπτέμβριος 2012

Διαθέσιμο <http://www.capital.gr/News.asp?id=1605699>, 6/9/2012

⁴¹ Τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ είναι διαθέσιμα στην παρακάτω διεύθυνση <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>

⁴² Διαθέσιμα στο <http://www.newyorkfed.org/markets/statistics/dlyrates/fedrate.html>



ΠΗΓΗ: ECB & FED

Παρατηρώντας το παραπάνω διάγραμμα μπορούμε να διαπιστώσουμε ότι από την εξέλιξη των επιτοκίων των δύο κεντρικών τραπεζών το διάστημα 2007-2012 που υφίσταται η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση ότι η ΕΚΤ προχώρησε σε μείωση των επιτοκίων με αξιοσημείωτη καθυστέρηση σε σχέση με τη Federal Reserve.

Συγκεκριμένα, η FED προχωρεί άμεσα από τις πρώτες κιόλας ημέρες της κρίσης, το Σεπτέμβριο του 2007, σε σταδιακή αλλά δραστική μείωση του επιτοκίου της και από το Δεκέμβριο του 2008 μέχρι σήμερα το διατηρεί σε μηδενικό επίπεδο (0-0.25%). Αντίθετα η ΕΚΤ τη στιγμή που η FED μείωνε τα επιτόκιά της, προχωρούσε σε αύξηση των δικών της επιτοκίων (υπό το φόβο του πληθωριστικού κινδύνου που προκαλούσε η κούρσα των τιμών του πετρελαίου και των εμπορευμάτων μέχρι τον Ιούλιο του 2008) ενώ αργότερα όταν πια το επέβαλαν οι συνθήκες μείωσε σταδιακά το βασικό της επιτόκιο.

Ένα εύλογο ερώτημα που προκύπτει είναι που οφείλεται αυτή η διαφοροποίηση των πολιτικών για τη διαμόρφωση των επιτοκίων.

Μία πιθανή εξήγηση της είναι η επικράτηση αισιόδοξων απόψεων στην ευρωζώνη για την εξέλιξη της κρίσης που υποτιμούσαν την πιθανότητα μετάδοσης της χρηματοοικονομικής κρίσης που ξεκίνησε από τις ΗΠΑ στη ζώνη του ευρώ. Εξάλλου, όπως φαίνεται από τα ιστορικά στοιχεία, η ΕΚΤ είναι λιγότερο πρόθυμη να μεταβάλει γρήγορα τα βασικά επιτόκια λόγω αλλαγών στο επίπεδο της οικονομικής δραστηριότητας.

Επιπρόσθετα τα διαφορετικά mandates των δύο τραπεζών μπορούν να δικαιολογήσουν αυτή τη διαφορά στην πολιτική. Εφόσον η κύρια προτεραιότητα της ΕΚΤ είναι η διατήρηση της σταθερότητας τιμών, οι αποφάσεις της μπορεί να θεωρηθούν ως μια συνεπή πολιτική επιλογή, με βάση τις οικονομικές προοπτικές και τις εκτιμήσεις για τη σταθερότητα των τιμών εκ μέρους της ΕΚΤ την εποχή που λάμβανε αποφάσεις για τη διαμόρφωση των επιτοκίων. Ακόμη, δεδομένου ότι η Fed έχει σαφώς μεγαλύτερη ευθύνη για την οικονομική ανάπτυξη των ΗΠΑ, μπορεί να αναγκάζεται να αντιδρά πιο άμεσα στις αλλαγές των οικονομικών συνθηκών.

2.3 ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΗ ΣΥΜΒΑΤΙΚΩΝ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΣΤΟΝ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟ ΤΗΣ FED ΚΑΙ ΤΗΣ ECB

Για να κατανοήσουμε καλύτερα τις διαφορές μεταξύ των πολιτικών που ακολουθήθηκαν από την ΕΚΤ και τη Fed, θα εξετάσουμε τη δομή των ισολογισμών τους. Τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής που υιοθετήθηκαν για την αντιμετώπιση της χρηματοοικονομικής κρίσης (οι πράξεις μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης – ΕΚΤ - και το Quantitative Easing - FED) έχουν οδηγήσει σε επέκταση του ισολογισμού των Κεντρικών Τραπεζών.

Παρά την αύξηση των μεγεθών του ισολογισμού και των δύο κεντρικών τραπεζών η σύνθεσή τους παρουσιάζει σημαντικές διαφορές.

Η πολιτική της ΕΚΤ εστίασε στην παροχή ρευστότητας στις τράπεζες και με αυτό τον τρόπο αντικατέστησε την αδρανή διατραπεζική αγορά. Η τεράστια μεγέθυνση του ισολογισμού της, λοιπόν, συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με την αύξηση της ζήτησης

ρευστότητας από τις τράπεζες μέσω των LTRO (full allotment) που από 100 δις ευρώ στα μέσα του 2008 έχει διαμορφωθεί περίπου στα 600 δις το 2012⁴³. Η αύξηση του ισολογισμού οφείλεται και στην αγορά κρατικών ομολόγων υπό το SMP που ανέρχεται στο ποσό των 211 δισεκατομμυρίων ευρώ.

Η πολιτική της Fed, γνωστή και ως «ποσοτική χαλάρωση», χαρακτηρίζεται κυρίως από αύξηση των ομολόγων Αμερικάνικου δημοσίου στο ενεργητικό της.

Η διαφορά μεταξύ των δύο πολιτικών είναι ότι η επέκταση του ισολογισμού της EKT είναι αποτέλεσμα της ρευστότητας που χορηγεί η EKT και εξαρτάται κυρίως από τη ζήτηση των τραπεζών για κεφάλαια και όχι από προσφορά κεφαλαίων από την ίδια την EKT. Αυτό σημαίνει ότι η EKT δεν ενεργεί προληπτικά για ανάπτυξη της νομισματικής πολιτικής και τόνωση της ζήτησης. Αντιθέτως η FED αγοράζει χρεόγραφα και ο βαθμός επέκτασης του ισολογισμού της βρίσκεται υπό τον έλεγχό της.⁴⁴

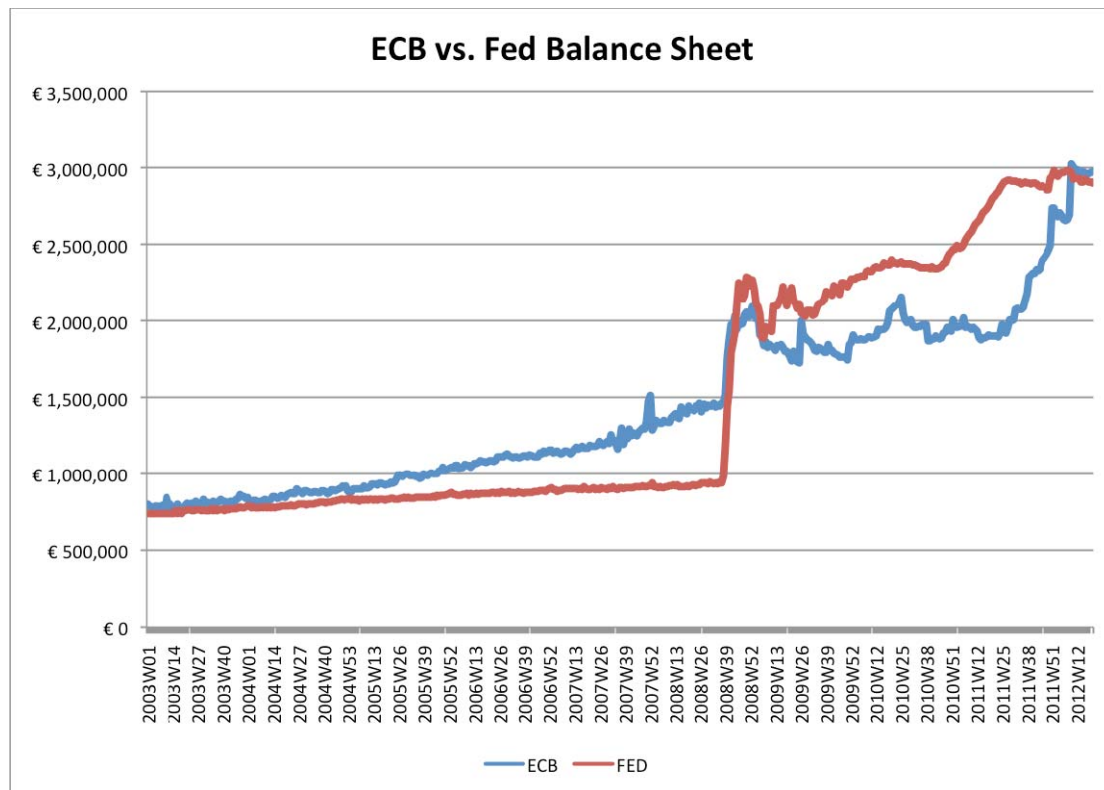
Επιπρόσθετα, βασική επιδίωξη της EKT είναι η αποτροπή μιας κρίσης ρευστότητας, η παροχή βοήθειας στις τράπεζες και ο περιορισμός του κινδύνου μιας πιστωτικής κρίσης. Από την πλευρά της η πολιτική της FED αποβλέπει στη βελτίωση των πιστωτικών συνθηκών ώστε να τονωθεί η οικονομία (μέσω της μείωσης των μακροχρόνιων επιτοκίων και δίνοντας ώθηση στη χρηματιστηριακή αγορά)⁴⁵.

Η διαχρονική εξέλιξη των μεγεθών του ισολογισμού των δύο κεντρικών τραπεζών παρουσιάζεται στο παρακάτω διάγραμμα.

⁴³ Βλ. <http://www.ecb.int/press/pr/wfs/2012/html/index.en.html>

⁴⁴ Guillermo de la DEHESA, "Monetary Policy Responses to the Crisis by ECB, FED and BoE", European Parliament, June 2012

⁴⁵ Ripert M., "The different unconventional monetary policies: The ECB and the Fed", Flash Economics, August 2012



ΠΗΓΗ: <http://www.avondaleam.com/2012/05/comparison-of-ecb-and-fed-balance.html>

Παρατηρώντας τα οικονομικά στοιχεία των κεντρικών τραπεζών καθόλη τη διάρκεια της κρίσης επισημαίνουμε τις ακόλουθες διαφορές⁴⁶:

- Η αρχική αντίδραση στην κρίση ήταν έντονη από τη Fed ενώ η ΕΚΤ ακολούθησε μια πιο συντηρητική πολιτική
- Η εξέλιξη του ισολογισμού της ΕΚΤ είχε καθοδική τάση μέχρι την άνοιξη του 2011 όπου η άνοδος ήταν τεράστια και πλησίασε πολύ το επίπεδο της Fed.

Τα στοιχεία δείχνουν την πιο χλιαρή πρακτική της ΕΚΤ σε σχέση με τη FED η οποία ακολούθησε πιο επιθετικές και άκρως επεκτατικές πολιτικές.

Η αύξηση του ενεργητικού των κεντρικών τραπεζών, είτε μέσω της παροχής ρευστότητας στον τραπεζικό τομέα, είτε με την αγορά ομολόγων συνεπάγεται μια ισόποση αύξηση του Παθητικού τους. Αυτό που συμβαίνει είναι ότι η αυξημένη χορήγηση δανείων στις τράπεζες επιστρέφει στις κεντρικές τράπεζες με τη μορφή

⁴⁶Για περισσότερη ανάλυση βλ. Pisani-Ferry J. and Wolff G., "Non-standard Policy Measures-A first Assessment", European Parliament, April 2012

καταθέσεων πιστωτικών ιδρυμάτων. Στην περίπτωση της ευρωζώνης οι τράπεζες που αντλούν κεφάλαια από την ΕΚΤ δεν είναι οι ίδιες που καταθέτουν τα κεφάλαιά τους σε αυτήν⁴⁷. Ταυτόχρονα το παθητικό και των δύο τραπεζών έχει αυξηθεί από αυξημένες καταθέσεις Πιστωτικών Ιδρυμάτων λόγω δυσλειτουργίας της διατραπεζικής αγοράς στην Ευρώπη και τις ΗΠΑ⁴⁸.

2.4 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΜΗ ΣΥΜΒΑΤΙΚΩΝ ΜΕΤΡΩΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΠΟΥ ΕΦΑΡΜΟΣΑΝ Η ΕΚΤ ΚΑΙ Η FED

Η χρηματοοικονομική κρίση που ξεκίνησε το 2008 άλλαξε τη χάραξη της νομισματικής πολιτικής στις ανεπτυγμένες χώρες. Από τις συμβατικές πολιτικές περάσαμε στις μη συμβατικές. Αναφορικά με τα unconventional μέτρα νομισματικής πολιτικής που υιοθετήθηκαν από τις δύο Κεντρικές τράπεζες, αξίζει να αναφερθούν τα ακόλουθα:

- Μία σημαντική διαφορά της FED με την ΕΚΤ είναι ο τρόπος που προσδιορίζουν τις μη συμβατικές πολιτικές.

Η ΕΚΤ διαχωρίζει την πολιτική καθορισμού της καμπύλης επιτοκίων (που κατευθύνουν μακροοικονομικές μεταβλητές όπως ανάπτυξη και πληθωρισμός) και μη συμβατικές πολιτικές που έχουν ως στόχο να δράσουν ανασταλτικά στην κρίση ρευστότητας και να διασφαλίσουν την σταθερότητα του τραπεζικού και χρηματοοικονομικού συστήματος. Από την πλευρά της η FED αντιλαμβάνεται τα μη συμβατικά μέτρα σαν επέκταση της επιτοκιακής πολιτικής τα οποία αποσκοπούν στην περαιτέρω διευκόλυνση των νομισματικών μεγεθών.⁴⁹

- Μία άλλη διαφορά των μη συμβατικών μέτρων που ελήφθησαν μέχρι στιγμής είναι ότι η Federal Reserve ακολουθεί κυρίως την ποσοτική χαλάρωση

⁴⁷ Ripert M., "The different unconventional monetary policies: The ECB and the Fed", Flash Economics, August 2012

⁴⁸ Eijffinger S., "Crisis Response of Central Banks- the ECB Policy in Comparison to the Policy of the FED and the Bank of England", European Parliament, June 2012

⁴⁹ Ripert M., "The different unconventional monetary policies: The ECB and the Fed", Flash Economics, August 2012

(Quantitative Easing) ενώ η ECB κυρίως την πιστωτική χαλάρωση (Credit Easing).

Η US FED άρχισε την μαζική αγορά κυβερνητικών ή εγγυημένων από την κυβέρνηση ομολόγων ενώ η EKT αγόρασε περιορισμένης ποσότητας χρεόγραφα για τα οποία η αγορά είχε «στεγνώσει» (μέσα στα πλαίσια του CBPP και SMP) και έχει χορηγήσει ρευστότητα πάνω από 1 τρις ευρώ⁵⁰ σε αδύναμες τράπεζες μέσω πράξεων LTRO.

Το Quantitative Easing υποτίθεται ότι τονώνει την οικονομία καθώς οι κεντρικές τράπεζες ρίχνουν τα μακροχρόνια επιτόκια αγοράζοντας κρατικά ομόλογα μακροχρόνιου ορίζοντα χρησιμοποιώντας τις καταθέσεις των τραπεζών σε αυτές. Αντιθέτως η πολιτική του Credit Easing της EKT παρακινείται από το γεγονός ότι τα πιστωτικά ιδρύματα κάποιων περιοχών της ευρωζώνης (ιδιαίτερα των χωρών που πλήττονται από την κρίση) έχουν αποκλειστεί από τη διατραπεζική αγορά⁵¹.

Ωστόσο μια σημαντική διαφορά μεταξύ τους είναι ότι η FED αγοράζει χρεόγραφα με μηδενικό ή πολύ μικρό πιστωτικό κίνδυνο (US government bonds), ενώ τα χρεόγραφα που αγοράζει η EKT είναι υψηλού κινδύνου. Επίσης, ο δανεισμός της Fed προς τα Πιστωτικά Ιδρύματα είναι περιορισμένος σε αντιδιαστολή με την EKT που προβαίνει σε μαζικό δανεισμό των τραπεζών που δεν διαθέτουν εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης⁵².

- Τα “non standard” μέτρα που πήρε η EKT μέσα από τα προγράμματα SMP και Covered Bonds ήταν μικρής έκτασης συγκριτικά με τη FED και η βασική αιτία που έγιναν δεν ήταν η μείωση των επιτοκίων αλλά η βελτίωση του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, άρα μπορεί να ληφθούν σε οποιοδήποτε επίπεδο επιτοκίων. Απεναντίας η τεράστια αύξηση των πράξεων LTRO είναι ένα μέτρο που επιδιώκει τη σταθεροποίηση του τραπεζικού συστήματος που είχε πληγεί από τη δυσλειτουργία της

⁵⁰ Speech by Mario Draghi, President of the ECB, Berlin, 26 March 2012
Διαθέσιμο στο http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120326_1.en.html

⁵¹ Gros D., “The big easing”, CEPS, Brussels, April 2012

⁵² Gros D., “The big easing”, CEPS, Brussels, April 2012

διατραπεζικής αγοράς και την επανακρατικοποίησή του σε κάποιες χώρες και όχι για την αποφυγή της παγίδας ρευστότητας.

- Στην ευρωζώνη τα περισσότερα μέτρα ελήφθησαν εξαιτίας της «υποχρέωσης» της ΕΚΤ για χρηματοπιστωτική σταθερότητα, στήριξη του ευρώ και παροχή βοήθειας στο τραπεζικό σύστημα ώστε να εκτελεί τα καθήκοντά του και να χορηγεί δάνεια στην οικονομία. Παρόλα αυτά δεν έχει υποχρέωση να βοηθήσει άμεσα την οικονομία της ευρωζώνης να ανακάμψει μειώνοντας τα επιτόκια. Εξαίρεση αποτελεί το μικρής έκτασης πρόγραμμα SMP. Αντιθέτως τα μη συμβατικά μέτρα δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ είχαν στόχο να προηγηθούν των δυσμενών εξελίξεων στον οικονομικό κύκλο. Μάλιστα παρά τη δύσκολη κατάσταση της οικονομίας της ευρωζώνης η ΕΚΤ κρατούσε τα επιτόκια αναχρηματοδότησης το α' εξάμηνο του 2012 στο 1% και έχει προβεί σε περιορισμένη χρήση του QE για να μειώσει τα επιτόκια.

2.5 ΠΟΥ ΟΦΕΙΛΟΝΤΑΙ ΟΙ ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΤΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΜΕΤΑΞΥ ΤΩΝ ΔΥΟ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Όταν προβαίνουμε στη σύγκριση των αντιδράσεων των δύο τραπεζών στην χρηματοπιστωτική κρίση είναι καλό να λάβουμε υπόψη μας ότι οι αποκλίσεις της πολιτικής δεν οφείλονται αποκλειστικά στη διαφορετική φιλοσοφία και προσωπικότητα των δύο τραπεζών. Διαφορές εντοπίζονται και στις συνθήκες και τη φύση των προβληματικών καταστάσεων που καλούνται να αντιμετωπίσουν.

Η διαφοροποίηση των πολιτικών που ακολουθήθηκαν από την ΕΚΤ και τη FED ως αντίδραση στην χρηματοπιστωτική κρίση οφείλονται σε σημαντικές δομικές διαφορές.⁵³ Στη συνέχεια παραθέτουμε τις πιο σημαντικές.

1. Καταρχήν το επίκεντρο της κρίσης (που έγινε παγκόσμια) ήταν αρχικά οι ΗΠΑ την περίοδο 2007-2009 και μετακινήθηκε στην ευρωζώνη στις αρχές

⁵³ Για πιο λεπτομερή ανάλυση βλ. Guillermo de la DEHESA, "Monetary Policy Responses to the Crisis by ECB, FED and BoE", European Parliament, June 2012

του 2010. Άρα οι κινήσεις των κεντρικών τραπεζών των αντίστοιχων χωρών αφορούσαν διαφορετική περίοδο.

2. Παρά το γεγονός ότι η φύση της κρίσης και στις δύο πλευρές του Ατλαντικού είχε χρηματοπιστωτικό χαρακτήρα, η FED είχε κυρίως να αντιμετωπίσει μια τραπεζική κρίση των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου (subprime banking crisis), ενώ η ΕΚΤ μια κρίση χρέους (sovereign debt crisis) ορισμένων χωρών της ευρωζώνης, τα ομόλογα των οποίων χρησιμοποιούνται από τις τράπεζες ως εγγύηση για άντληση ρευστότητας από το ευρωσύστημα.
3. Η FED και η ΕΚΤ χρησιμοποιούν διαφορετικό μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής: στην περίπτωση της FED γίνεται μέσω παρέμβασης στις χρηματοπιστωτικές αγορές, ενώ στην περίπτωση της ΕΚΤ μέσω των τραπεζών.
4. Η FED είναι η Κεντρική Τράπεζα μιας ομοσπονδιακά οργανωμένης χώρας με ενιαία δημοσιονομική πολιτική και εκδότριας ενός κρατικού ομολόγου. Γεγονός που διευκολύνει τη νομισματική πολιτική της σε αντίθεση με την ΕΚΤ που έχει να διαχειριστεί δεκαοχτώ αγορές κρατικών ομολόγων.
5. Η FED έχει πολλούς στόχους νομισματικής πολιτικής (μακροχρόνια ανάπτυξη, πλήρης απασχόληση και μετριασμός των μακροχρόνιων επιτοκίων) ενώ η ΕΚΤ μόνο ένα (σταθερότητα τιμών).
6. Η λειτουργία του δανειστή έσχατης ανάγκης είναι πιο περιορισμένη για την ECB σε σχέση με την Federal Reserve.

Το άρθρο 18 του καταστατικού του ΕΣΚΤ επιτρέπει την αγορά και πώληση τίτλων, αλλά το άρθρο 123 του Καταστατικού για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Treaty on the Functioning of the European Union) απαγορεύει την άμεση νομισματική χρηματοδότηση των κρατών-μελών της ευρωζώνης με τη μορφή υπερεναλήψεων, πιστωτικών διευκολύνσεων και την απευθείας αγορά χρεογράφων. Αυτό σημαίνει ότι το ΕΣΚΤ μπορεί να αγοράσει χρεωστικούς τίτλους των κρατών-μελών μόνο από τη δευτερογενή αγορά, όπως έπραξε η ΕΚΤ κατά τη διάρκεια της κρίσης χρέους στην ευρωζώνη υπό το Securities Markets Programme, με την προϋπόθεση ότι είναι αναγκαίο για την εκπλήρωση των στόχων του ΕΣΚΤ.

Ο λόγος που ξεκίνησε το Securities Markets Programme ήταν ότι «σοβαρές εντάσεις σε συγκεκριμένα τμήματα της αγοράς... εμποδίζουν το μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής και επομένως στην αποτελεσματική

διεξαγωγή της νομισματικής πολιτικής που προσανατολίζεται στη σταθερότητα τιμών μεσοπρόθεσμα»⁵⁴.

Αντιθέτως από την ίδρυσή της το 1913 η FED έχει την εξουσιοδότηση να διαχειρίζεται οποιαδήποτε χρηματοοικονομική κρίση επεκτείνοντας τη βραχυχρόνια χρηματοδότηση στο τραπεζικό κλάδο.

7. Η λήψη αποφάσεων για τη νομισματική πολιτική γίνεται μέσω ενός πολύπλοκου συστήματος διακυβέρνησης στην ΕΚΤ σε σχέση με τη FED. Είναι πιο δύσκολο να ληφθούν αποφάσεις νομισματικής πολιτικής μεταξύ των 23 μελών του ΔΣ της ΕΚΤ από ότι μεταξύ των 12 μελών της FOMC. Δεδομένου μάλιστα ότι η ΕΚΤ δεν δημοσιεύει τα πρακτικά των συνεδριάσεων του ΔΣ, είναι δύσκολο να εκτιμηθεί ο βαθμός συμφωνίας μεταξύ των μελών.
8. Οι διαφορετικές προσεγγίσεις της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής. Η FED ακολουθεί μια ποσοτική νομισματική στρατηγική με αύξηση προσφοράς χρήματος ανάλογη με την δυνητική αύξηση του συνολικού προϊόντος βάζοντας τον στόχο του πληθωρισμού στο 2% μακροχρόνια. Από την άλλη πλευρά η ΕΚΤ αποσκοπεί στον έλεγχο του πληθωρισμού αλλά ταυτόχρονα λαμβάνοντας υπόψη τα στοιχεία της οικονομικής ανάλυσης μαζί με τα νομισματικά μεγέθη.

2.6 ΠΟΣΟ ΕΠΙΤΥΧΗ ΉΤΑΝ ΤΑ ΜΕΤΡΑ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Υπάρχουν δύο διαφορετικοί δίαυλοι μέσω των οποίων τα μη συμβατικά μέτρα των κεντρικών τραπεζών θα μπορούσαν να επηρεάσουν την οικονομία:

- μέσω της αποστολής ενός μηνύματος στην αγορά για αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στις χρηματοπιστωτικές αγορές και τη μεταβολή των προσδοκιών για μελλοντικές επενδυτικές αποφάσεις και

⁵⁴ <http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>

- μέσω της σημαντικής επίπτωσης στις τιμές ορισμένων περιουσιακών στοιχείων και των χρηματοδοτικών συνθηκών στην αγορά που ενδέχεται να έχουν οι ενέσεις ρευστότητας και η παρέμβαση σε κάποια τμήματα της αγοράς από τις κεντρικές τράπεζες.

Στη συνέχεια προβαίνουμε σε μία αρχική ανάλυση της αποτελεσματικότητας των επιλεγόμενων πολιτικών από την FED και την EKT.

Ξεκινώντας από την περίπτωση των ΗΠΑ, πολλά στοιχεία υποστηρίζουν την αποτελεσματικότητα του QE: η μεγάλη σε έκταση αγορά περιουσιακών στοιχείων βελτίωσε τις προσδοκίες στην αγορά, μείωσε τα spreads των asset-backed commercial papers και των Agency MBS repos και οδήγησε σε μείωση των μακροχρόνιων επιτοκίων⁵⁵.

Στην ευρωζώνη η αγορά κυβερνητικών ομολόγων υπό το πρόγραμμα SMP σταθεροποίησε αρχικά τις αγορές των ελληνικών, πορτογαλικών και ιρλανδέζικων ομολόγων, αλλά μόνο σε προσωρινή βάση. Η παρέμβαση της EKT δεν οδήγησε σε μακροπρόθεσμη ανάκαμψη της δευτερογενούς αγοράς των ομολόγων. Στην πραγματικότητα η EKT με το πρόγραμμα SMP δεν κατάφερε τον απώτερο σκοπό της που είναι η μείωση του πριμ κινδύνου των ομολόγων των νότιων προβληματικών χωρών. Δύο είναι οι πιθανοί λόγοι για αυτό: πρώτον, το αυξημένο πριμ κινδύνου δεν οφείλονταν σε πανικό της αγοράς αλλά αντανακλούσε τα θεμελιώδη μεγέθη των χωρών αυτών. Δεύτερον, η παρέμβαση της EKT μέσω του προγράμματος SMP μπορεί να είναι αντιπαραγωγική εξαιτίας της εξαίρεσης της EKT από τη διαδικασία του PSI των ελληνικών ομολόγων η οποία έχει ληφθεί υπόψη από τους ιδιωτικούς επενδυτές κάνοντας αναποτελεσματικές τις μελλοντικές συμμετοχές της EKT στις αγορές⁵⁶.

Οι Cecioni et al (2011) κάνοντας μια επισκόπηση των μελετών σχετικά με τα μη συμβατικά μέτρα που έχουν λάβει χώρα από τον Αύγουστο του 2007 μέχρι τα μέσα του 2011, καταλήγουν στα ακόλουθα συμπεράσματα:

⁵⁵ Neely C. J., "The Large-Scale Asset Purchases Had Large International Effects", Research Division Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper Series n 2010-018C, 2011

⁵⁶ Gros D., Alcidi C. and Giovanni G., "Central Banks in Times of Crisis: The FED vs the ECB", CEPS, July 2012

- Τα μέτρα που ελήφθησαν επηρέασαν αποτελεσματικά τις συνθήκες που επικρατούσαν στις χρηματοπιστωτικές αγορές αν και αυτό το συμπέρασμα εξαρτάται σημαντικά από τη μεθοδολογία που ακολουθείται κάθε φορά.
- Οι παρεμβάσεις της ΕΚΤ και της FED ήταν κρίσιμης σημασίας για τη διατήρηση της πιστωτικής επέκτασης και την αποφυγή ακόμη μεγαλύτερης μείωσης της παραγωγής και του αποπληθωρισμού.

Αναγνωρίζουν, όμως, σημαντικά προβλήματα στις μεθοδολογίες που έχουν χρησιμοποιηθεί σε αυτές τις εμπειρικές μελέτες στις οποίες δεν υπάρχει ολοκληρωμένη θεώρηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και ότι τα αποτελέσματά τους είναι ευάλωτα σε συγκεκριμένες μεταβλητές.

Ωστόσο πρέπει να αποσαφηνιστεί το γεγονός ότι τα αποτελέσματα των συμβατικών και μη συμβατικών μέτρων που εφάρμοσαν η ΕΚΤ και η FED είναι δύσκολο να αξιολογηθούν σε αυτό το στάδιο δεδομένου ότι η κρίση βρίσκεται ακόμη σε εξέλιξη και η επίδραση των μέτρων σε μακροοικονομικά στοιχεία θέλει χρόνο για να φανεί. Ακόμη, η συνολική θεώρηση του κόστους των μέτρων δεν είναι ακόμη εφικτή καθώς είναι πιθανή μια επιβάρυνση όταν οι κεντρικές τράπεζες θελήσουν να αντιστρέψουν τις μη συμβατικές πολιτικές που ακολουθούν.

Τέλος πρέπει να αναφέρουμε ότι αν και τα μέτρα των κεντρικών τραπεζών συνέβαλλαν στον περιορισμό των επιπτώσεων της οικονομικής κρίσης τα προβλήματα και οι προκλήσεις που καλούνται να αντιμετωπίσουν οι κεντρικές τράπεζες είναι ακόμη πολυπληθή και σημαντικά.

2.7 ΤΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΚΤ ΣΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Η ΕΚΤ στην προσπάθειά της να αποκαταστήσει την τάξη στις αγορές και να επιλύσει τα προβλήματα της κρίσης χρέους στην ευρωζώνη έχει να αντιμετωπίσει πολλά ζητήματα που απορρέουν από τη δόμηση της ευρωζώνης. Η δυνατότητα βελτίωσης

των οικονομικών συνθηκών από την πλευρά της ΕΚΤ, λοιπόν, βρίσκεται κάτω από σοβαρούς περιορισμούς.

Το βασικό εμπόδιο της ΕΚΤ δεν είναι η Συνθήκη που περιορίζει τη δυνατότητα αγοράς κρατικών ομολόγων σε σχέση με τη FED αλλά η απουσία μιας «δημοσιονομικής και τραπεζικής» ένωσης και η έντονη ετερογένεια της ευρωζώνης που εμποδίζει την αποτελεσματικότητα των εργαλείων που έχει η ΕΚΤ στη διάθεσή της⁵⁷. Για παράδειγμα η ΕΚΤ ήταν αναγκασμένη να ενεργήσει όταν στο τέλος του 2011 το χρηματοπιστωτικό σύστημα ήταν κοντά στην κατάρρευση. Ωστόσο οι δυνατότητες ευελιξίας της είναι πολύ περιορισμένες.

Παρά το γεγονός ότι με τις πράξεις μακροχρόνιας αναχρηματοδότησης και τις ενέσεις ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα η ΕΚΤ κατάφερε να απομακρύνει την επικείμενη καταστροφή, οι ενέργειες αυτές έχουν πενιχρό αντίκτυπο στη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας (νοικοκυριά και επιχειρήσεις). Αυτό συμβαίνει επειδή η νομισματική πολιτική δεν μπορεί να διαχειριστεί δομικά προβλήματα, που σχετίζονται με το τραπεζικό κλάδο, τις μακροοικονομικές προσαρμογές και τη διακυβέρνηση της ευρωζώνης και υποκινούνται από την οικονομική ετερογένεια της ζώνης του ευρώ, τα οποία πρέπει να αντιμετωπιστούν για τη διασφάλιση της μακροχρόνιας χρηματοδοτικής σταθερότητας και οικονομικής ανάπτυξης. Η ΕΚΤ από μόνη της μπορεί να κάνει λιγα πράγματα για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στις αγορές, τη βελτίωση των πιστωτικών συνθηκών στις ελλειμματικές χώρες του νότου και τη μείωση της ετερογένειας μεταξύ των χωρών και την ελλιπή δημοσιονομική ρύθμιση στην ευρωζώνη⁵⁸.

Επομένως, η αποτελεσματικότητα των LTROs είναι περιορισμένη λόγω της ετερογένειας της ΕΚΤ· τα Πιστωτικά Ιδρύματα των νότιων χωρών της ευρωζώνης λαμβάνουν πολύ περισσότερη ρευστότητα από εκείνα του νότου. Σύμφωνα με τους Pisani-Ferry and Wolff (2012) σημαντικό μέρος αυτής της ρευστότητας χρησιμοποιήθηκε για αγορά κρατικών ομολόγων και όχι στην πραγματική οικονομία (επιχειρήσεις και νοικοκυριά). Μπορεί λοιπόν οι πράξεις LTRO να ήταν κρίσιμης σημασίας για τη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας αλλά οι πιέσεις

⁵⁷ Pisani-Ferry J. and Wolff G., "Is LTRO E in disguise?", Vox, May 2012

⁵⁸ Holland K., "Why the European Central Bank Can't Spur Growth", CNBC, Απρίλιος 2012

στη διατραπεζική αγορά παρέμειναν και ένα μεγάλο μέρος της ρευστότητας κατέληξε στην ΕΚΤ με τη μορφή καταθέσεων ⁵⁹.

Παράλληλα, η ΕΚΤ με το μικρής έκτασης πρόγραμμα SMP κατάφερε σε πρώτη φάση να ισορροπήσει την αγορά κυβερνητικών ομολόγων. Ωστόσο αν η ΕΚΤ γίνει «δανειστής έσχατης ανάγκης» των κρατών που δεν έχουν πρόσβαση στις αγορές δεν αποτελεί λύση του προβλήματος καθώς αποθαρρύνει τις χώρες να μη λάβουν τα απαραίτητα μέτρα λιτότητας για να θέσουν υπό έλεγχο το χρέος τους.

Επίσης οι αγορές έχουν χάσει σε μεγάλο βαθμό την εμπιστοσύνη τους στην ευρωζώνη και στο τρόπο που διαχειρίστηκε την κρίση. Τα βασικά λάθη στα οποία υπέπεσε η ευρωζώνη είναι η υπερβολική αισιοδοξία, η αδράνεια και οι παραλείψεις. Πολλές χώρες ήταν υπεραισιόδοξες για την αποκατάσταση της κρίσης όταν όλα τα στοιχεία συνηγορούσαν ότι η ευρωζώνη κατευθύνεται προς βαθιά οικονομική ύφεση. Η αδράνεια συνδέεται με την προσπάθεια της πολιτικής ηγεσίας να εξισορροπήσει μεταξύ των πολιτικών σκοπιμοτήτων και της δημοσιονομικής πραγματικότητας. Όσο αφορά τις παραλήψεις, η ιδέα ενός δημοσιονομικού συμφώνου (Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης) έχει θετικά στοιχεία αλλά δεν κατάφερε να αποτρέψει τα δημοσιονομικά ελλείμματα που οδήγησαν στην τρέχουσα κρίση.⁶⁰

Η έλλειψη αποφασιστικών και έγκαιρων παρεμβάσεων από την ΕΚΤ και την ΕΕ οδήγησαν στην πεποίθηση ότι θα ακολουθήσει σοβαρή ύφεση που ίσως οδηγήσει σε διάλυση της ευρωζώνης και τελικά της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η κρίση είναι περισσότερο πολιτική από οικονομική καθώς οι ευρωπαίοι ηγέτες δεν μπόρεσαν να προβλέψουν τις αρνητικές συνέπειες της κρίσης και διέπραξαν σημαντικά πολιτικά λάθη.

Στη συνέχεια θα εξετάσουμε τις εναλλακτικές μελλοντικές επιλογές πολιτικής που έχει η ΕΚΤ προκειμένου να συμβάλει σημαντικά στην αποκατάσταση της τρέχουσας κρίσης.

Πρώτον, ΕΚΤ θα μπορούσε να προβεί σε νέες μειώσεις του επιτοκίου για να ενθαρρύνει την ανάπτυξη στις χώρες της ευρωζώνης. Ωστόσο μια τέτοια πολιτική

⁵⁹ Pisani-Ferry J. and Wolff G., “Non-standard Policy Measures – A first Assessment”, European Parliament, April 2012

⁶⁰ King S., “The eurozone’s three deadly sins”, Financial Times, January 2012

ενδέχεται να δημιουργήσει πληθωριστικές πιέσεις και πολλοί οικονομολόγοι αμφιβάλλουν αν μια τέτοια μείωση θα έκανε τη διαφορά στην οικονομία.⁶¹

Μία άλλη πρόταση που έχει ακουστεί για την αντιμετώπιση της κρίσης χρέους είναι η «τύπωση νέου χρήματος» από την ΕΚΤ για τη χρηματοδότηση του δημόσιου χρέους των νότιων χωρών. Αλλά η παρατεταμένη και απεριόριστη υιοθέτησης αυτής της πολιτικής θα κλόνιζε την αξιοπιστία της κεντρικής τράπεζας και θα έγειρε τρία θέματα⁶²:

1. Το πρώτο θέμα προέρχεται από το γεγονός ότι αν και μια τέτοια πολιτική θα ανακουφίσει την έλλειψη ρευστότητας των χωρών που έχουν βρεθεί σε δύσκολη θέση δεν θα έλυνε μακροχρόνια ζητήματα φερεγγυότητας. Επομένως μια τέτοια πολιτική δεν οδηγεί σε λύση του υποκείμενου προβλήματος και να αποδόσει σε μακροχρόνια βάση.
2. Το δεύτερο θέμα είναι ότι η ΕΚΤ δεν έχει την εξουσία να κάνει μια τέτοια κίνηση. Η Ευρωπαϊκή Συνθήκη αναφέρει ρητά ότι ο πρωταρχικός στόχος της ΕΚΤ είναι η σταθερότητα τιμών και απαγορεύει την άμεση χρηματοδότηση των κρατών-μελών. Η αλλαγή αυτών των διατάξεων είναι πολύ δύσκολη καθώς απαιτείται μια ρητή και ομόφωνη απόφαση των κρατών-μελών της ευρωζώνης και χώρες όπως η Γερμανία και η Φιλανδία με υψηλή αξιολόγηση αναμένεται να εναντιωθούν σθεναρά.
3. Το τρίτο και τελευταίο θέμα είναι ότι η τύπωση νέων ευρώ θα οδηγούσε σε αύξηση της ποσότητας των ευρώ στην αγορά, θα υποτιμούσε την αξία των ευρώ και θα δημιουργούσε πληθωριστικές πιέσεις. Κάτι τέτοιο δεν θα έσωζε το ευρώ αλλά θα ήταν ένας εναλλακτικός τρόπος καταστροφής του νομίσματος.

Παρόλα αυτά η έναρξη ενός νέου προγράμματος Quantitative easing δηλαδή με επιπρόσθετες αγορές κυβερνητικών ομολόγων (υπό προϋποθέσεις και κάτω από συγκεκριμένους όρους) θα ήταν ένας ένας τρόπος εξοικονόμησης χρόνου που θα

⁶¹ Thompson N. and Chapple I., "Why won't the European Central Bank save Europe?", CNN, November 2011

⁶² Weisenthal J., "HUSSMAN: The ECB Won't Save Europe, And If It Tries, It Would BE A Total Disaster", BUSINESS INSIDER, November 2011

έκανε πιο εύκολη την αντιμετώπιση της κρίσης η οποία απαιτεί σημαντικές πολιτικές αποφάσεις.

Σύμφωνα μάλιστα με τις πρόσφατες εξελίξεις η ΕΚΤ φαίνεται να κινείται προς αυτή την κατεύθυνση. Ο πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, Mario Draghi ανακοίνωσε ένα νέο πρόγραμμα αγοράς ομολόγων (Outright Monetary Transactions), με ορίζοντα ωρίμανσης από 1 έως 3 έτη, στη δευτερογενή αγορά υπογραμμίζοντας ότι η περαιτέρω όξυνση των εντάσεων στις χρηματοοικονομικές αγορές ενέχει κινδύνους για την ανάπτυξη. Το πρόγραμμα θα συνοδεύεται από ένα πλαίσιο αυστηρών και αποτελεσματικών όρων (που συνδέονται με ένα πρόγραμμα του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας ή του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (EFSF/ESM)), ενώ η κεντρική τράπεζα θα μπορεί να τερματίζει τις αγορές ομολόγων σε περίπτωση μη συμμόρφωσης. Επίσης διευκρινίστηκε ότι όλες οι πράξεις θα είναι πλήρως αποστειρωμένες (sterilized) ώστε να έχουν ουδέτερο αντίκτυπο στην προσφορά χρήματος⁶³.

2.8 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΙΚΑ ΣΧΟΛΙΑ

Τόσο η ΕΚΤ όσο και η FED έχουν λάβει μη συμβατικές αποφάσεις νομισματικής πολιτικής προκειμένου να περιορίσουν το μέγεθος της χρηματοπιστωτικής κρίσης και της μετάδοσής της στην πραγματική οικονομία. Κάθε μία τράπεζα μείωσε σημαντικά τα επιτόκια και εισήγαγε πρωτοποριακά μέτρα για παροχή ρευστότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές και τα πιστωτικά ιδρύματα.

Βέβαια οι πράξεις των δύο κεντρικών τραπεζών έχουν διαφοροποιηθεί αρκετά εξαιτίας διαφορετικών mandates, δομών και των ιδιαίτερων περιστάσεων της κάθε τράπεζας. Για παράδειγμα το γεγονός ότι στην Ευρώπη η χρηματοδότηση της οικονομίας βασίζεται (μέχρι στιγμής), σε μεγαλύτερο βαθμό σε σχέση με τις ΗΠΑ, στον τραπεζικό κλάδο δικαιολογεί το λόγο για τον οποίο όλες οι ενέργειες της ΕΚΤ είναι προσανατολισμένες στα πιστωτικά ιδρύματα, ενώ η πολιτική της Federal Reserve είναι επικεντρωμένη στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

⁶³“Bloomberg: Απεριόριστες αγορές ομολόγων προβλέπει το σχέδιο Draghi”, capital, Σεπτέμβριος 2012

Διαθέσιμο <http://www.capital.gr/News.asp?id=1605699>, 6/9/2012

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΟΙ ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟΥ, ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΟΥ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ - ΕΚΤ VS FED

Σε αυτή την ενότητα θα αναλύσουμε ορισμένα βασικά χαρακτηριστικά του περιβάλλοντος μέσα στο οποίο λειτουργούν η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και η Federal Reserve Bank, η ανάλυση των οποίων θα καταδείξει συγκεκριμένες σημαντικές διαφορές στο πλαίσιο στο οποίο κινούνται οι δύο κεντρικές τράπεζες.

3.1 Η ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΙΚΗ ΑΡΧΙΤΕΚΤΟΝΙΚΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ

Από τη δημιουργία της ευρωζώνης πολλές υπήρξαν οι φωνές που υποστήριζαν ότι μια νομισματική ένωση αποτελούμενη από πολλές και διαφορετικές χώρες θα αντιμετώπιζε πολλές προκλήσεις εξαιτίας της μη επαρκούς ομοιότητας των οικονομικών κύκλων και των οικονομικών δομών μεταξύ των χωρών που την απαρτίζουν. Το βασικό αδύναμο σημείο του όλου εγχειρήματος ήταν η έλλειψη μιας ενιαίας δημοσιονομικής πολιτικής για να το υποστηρίξει.

Η απώλεια του εργαλείου της νομισματικής πολιτικής σε συνδυασμό με την έλλειψη κοινής δημοσιονομικής πολιτικής περιορίζει τις δυνατότητες των χωρών-μελών της ευρωζώνης να προσαρμοστούν στις αλλαγές των οικονομικών συνθηκών καθιστώντας τις χώρες ευάλωτες στα διαφορά οικονομικά σοκ.

Παράλληλα μηχανισμοί προσαρμογής που μπορούν να γεφυρώσουν το χάσμα μεταξύ των χωρών, όπως είναι η κινητικότητα κεφαλαίου και εργασίας και η ευελιξία μισθών και τιμών είναι ανεπαρκείς στην ευρωζώνη. Αν και στις οικονομίες που αποτελούν την ευρωζώνη η κινητικότητα του κεφαλαίου και των αγαθών είναι υψηλή, δεν συμβαίνει το ίδιο με την κινητικότητα της εργασίας λόγω γλωσσικών και πολιτισμικών διαφορών μεταξύ των κρατών⁶⁴. Επίσης παρατηρείται δυσκαμψία στην αγορά εργασίας και αγαθών με αποτέλεσμα τα κράτη που συνιστούν την ευρωζώνη

⁶⁴Furrrutter M., "The Eurozone: An Optimum Currency Area?", IFIER paper, February 2012

να μην μπορούν να απορροφήσουν εύκολα αρνητικούς κλυδωνισμούς που δέχεται το σύνολο της νομισματικής ένωσης ή ακόμη και ασύμμετρες επιδράσεις στα κράτη-μέλη. Εφόσον η ζώνη του ευρώ δεν εκπληρώνει τις απαραίτητες προϋποθέσεις που την καθιστούν Βέλτιστη Νομισματική Περιοχή (Optimum Currency Area⁶⁵), μία δημοσιονομική ένωση ή τουλάχιστον ένας μεγάλος κεντρικός προϋπολογισμός είναι απαραίτητος για την αποκατάσταση των ανισορροπιών⁶⁶.

Αντιθέτως, η λειτουργία του δολαρίου στην οικονομία των ΗΠΑ, παρά τις σημαντικές διαφορές μεταξύ των πενήντα πολιτειών που τη συνιστούν, διευκολύνεται από διάφορους μηχανισμούς προσαρμογής (που είναι είτε ανύπαρκτοι ή ελλειπείς στην Ευρωζώνη). Για παράδειγμα, οι άνεργοι κινούνται πολύ πιο ελεύθερα στο εσωτερικό των ΗΠΑ (αυτό το φαινόμενο ευνοείται από παράγοντες όπως γλώσσα και οι κοινοί κανονισμοί), οι τιμές των βασικών καταναλωτικών αγαθών διαφέρουν ελάχιστα μεταξύ των πολιτειών και η ομοσπονδιακή κυβέρνηση στην Ουάσιγκτον προβαίνει σε καθαρές δημοσιονομικές μεταβιβάσεις μεταξύ των πολιτειών⁶⁷.

Στη συνέχεια θα αναλύσουμε το βαθμό ετερογένειας των χωρών-μελών στο δημοσιονομικό, μακροοικονομικό και πολιτισμικό πεδίο καθώς και εσωτερικές προστριβές στους κόλπους της ΕΚΤ προσπαθώντας να δείξουμε την αδυναμία της να εφαρμόσει μια ενιαία νομισματική πολιτική ώστε να απαλύνει τις διαρθρωτικές ανισορροπίες και τα ασύμμετρα σοκ εντός της ευρωζώνης.

3.2 ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΣΕ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΔΙΟ

Οι χώρες που απαρτίζουν την ευρωζώνη έχουν την ίδια κεντρική τράπεζα, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, και κατ' επέκταση κοινή νομισματική πολιτική. Τουναντίον η δημοσιονομική πολιτική, όπως επί παραδείγματι το ύψος των φορολογικών συντελεστών, οι κώδικες φορολογίας, το ύψος των δημοσίων επενδύσεων παραμένει υπό τον απόλυτο έλεγχο των κρατών-μελών, τουλάχιστον ως πρόσφατα, καθώς η υπογραφή του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης μέλλει

⁶⁵ Βλ. http://en.wikipedia.org/wiki/Optimum_currency_area

⁶⁶ Dehesa G., "Single Monetary Policy and Economic Imbalances in the Euro Area", European Parliament, April 2012

⁶⁷ Ahearn R., Jackson J., Mix D. and Nelson R., "The Future of the Eurozone and U.S. Interests", Congressional Research Service, January 2012

να μεταβάλλει σταδιακά την κυριαρχία των εθνών-κρατών επί των εθνικών προϋπολογισμών τους.

Η έως σήμερα δημοσιονομική αυτονομία των κρατών μελών της ζώνης του ευρώ έχει δημιουργήσει ανυπέρβλητες δυσκολίες, καθώς σε ένα χώρο ενιαίου νομίσματος όπως είναι η ευρωζώνη, η δημοσιονομική ένωση είναι καθοριστικό συστατικό για την εύρυθμη λειτουργία της νομισματικής πολιτικής μιας κεντρικής τράπεζας και της δυνατότητας μετάδοσης της πολιτικής της στην πραγματική οικονομία.

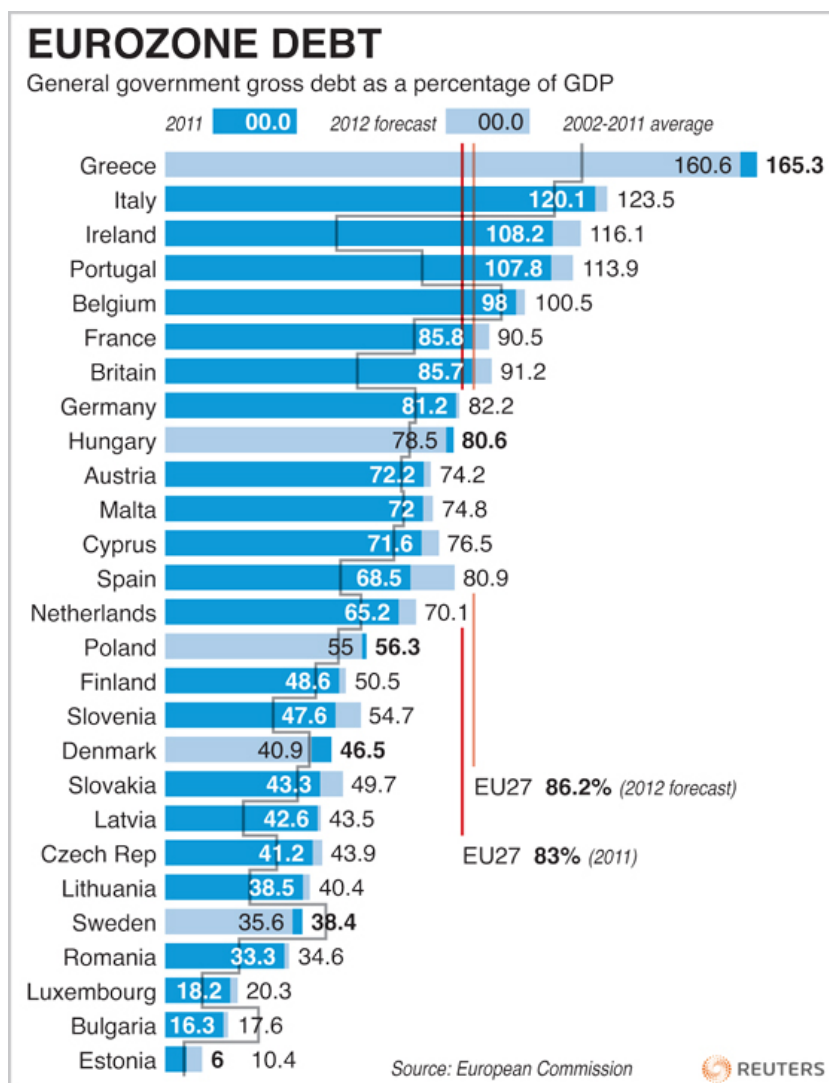
Η απουσία μιας ενιαίας δημοσιονομικής πολιτικής οδηγεί στον κλονισμό των θεμελίων μιας νομισματικής ένωσης. Η κεντρική τράπεζα δεν διαθέτει στη συγκεκριμένη περίπτωση τη δυνατότητα να προβεί σε συνεννόηση με το εθνικό υπουργείο Οικονομικών για να καθορίσουν από κοινού την πολιτική τους και τους τρόπους δράσης τους για την αντιμετώπιση δυσκολιών στις αγορές ομολόγων, πρωτογενείς ή δευτερογενείς, για την επίλυση προβλημάτων παροδικής υφής κτλ. Για παράδειγμα, η κεντρική Τράπεζα της Αργεντινής στη γνωστή κρίση των αρχών της τρέχουσας χιλιετίας αδυνατούσε να ανταπεξέλθει στις απαιτήσεις του υπουργείου Οικονομικών της χώρας, καθώς η σύνδεση του αργεντίνικου πέσο με το δολάριο των ΗΠΑ της αφαίρεσε κάθε νομισματικό εργαλείο, ενώ ταυτόχρονα η κυβέρνηση της χώρας την πίεζε να λάβει μέτρα, κάτι το οποίο συνεχίζεται έως σήμερα με πρόσφατη την καθαίρεση του διοικητή της κεντρικής τράπεζας από τον πρόεδρο της Αργεντινής⁶⁸.

Στην περίπτωση της FED η ενότητα σε δημοσιονομικό επίπεδο είναι δεδομένη (ένα Υπουργείο Οικονομικών), η δημοσιονομική πολιτική ασκείται κεντρικά από την ομοσπονδιακή κυβέρνηση, η φορολογική πολιτική είναι ενιαία και σχετικά σταθερή ανά τα έτη, η κεντρική τράπεζα έχει τη δυνατότητα να παρέμβει άμεσα μέσω των πράξεων ανοικτής αγοράς, καθώς προβαίνει άμεσα σε αγορές/πωλήσεις ομολόγων του Treasury (Υπουργείου Οικονομικών). Επίσης, η ομοσπονδιακή κυβέρνηση στην Ουάσιγκτον διαθέτει περίπου τα δύο τρίτα των φόρων και παρέχει καθαρές δημοσιονομικές μεταβιβάσεις προς τις πολιτείες με προσωρινή πτώση των εισοδημάτων τους. Δεν υπάρχουν τέτοιες σημαντικές δημοσιονομικές μεταβιβάσεις στην ευρωζώνη.

⁶⁸“Argentine president fires central bank head”, CNN, January 2010
(Διαθέσιμο στο <http://edition.cnn.com/2010/BUSINESS/01/07/argentina.bank.spat/index.html>)

Η ΕΚΤ, από την πλευρά της, έχει να αντιμετωπίσει 17 διαφορετικές εθνικές οικονομικές πολιτικές, 17 διαφορετικά φορολογικά συστήματα, 17 διαφορετικούς φορολογικούς συντελεστές, 17 διαφορετικές εθνικές αγορές ομολόγων και γενικά καθίσταται εμφανής η μειονεκτική της θέση σε σχέση με την κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ.

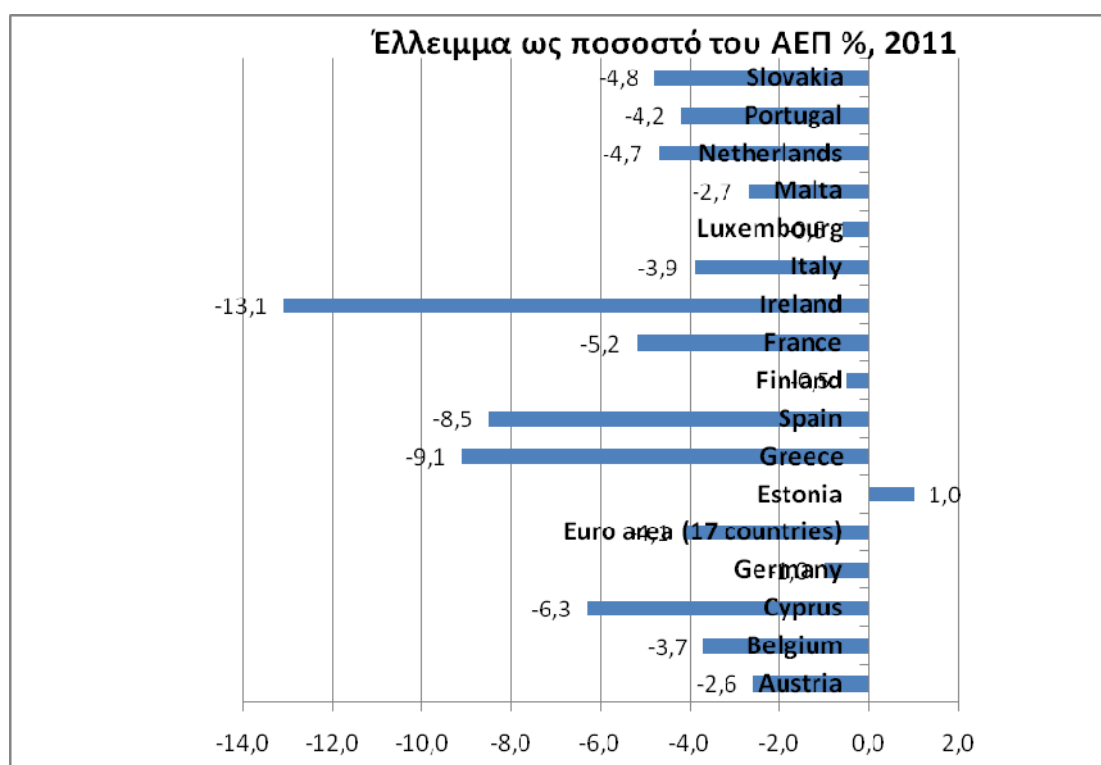
Στο σημείο αυτό για να κατανοήσουμε τη διαφορετικότητα των δημοσιονομικών προβλημάτων των χωρών της ευρωζώνης και κατ' επέκταση της αδυναμίας της ΕΚΤ, θα παραθέσουμε το ακόλουθα διάγραμμα για το δημόσιο χρέος, οι οποίοι προέρχονται από τα επίσημα στατιστικά στοιχεία της European Commission.



ΠΗΓΗ: <http://blog.thomsonreuters.com/index.php/euro-zone-debt-graphic-of-the-day/>

Ο παραπάνω πίνακας δείχνει το ποσοστό του δημόσιου χρέους ανά χώρα της ευρωζώνης (ΕΕ 17) και της Ε.Ε. (ΕΕ 27) για το έτος 2011.

Είναι εμφανές ότι ενώ το μέσο ποσοστό χρέους των χωρών της ζώνης του ευρώ (ΕΕ 17) ανέρχεται περίπου σε 88,2%⁶⁹ (για το πρώτο τρίμηνο του 2012), οι διαφορές από χώρα σε χώρα είναι τρομακτικές. Για παράδειγμα η Ελλάδα βρίσκεται με ποσοστό 165% στη δυσάρεστη θέση να διαθέτει την αδιαμφισβήτητη πρωτιά, ενώ ταυτόχρονα και η Ιταλία, μαζί με την Ιρλανδία και την Πορτογαλία αντιμετωπίζουν προβλήματα με το δημόσιο χρέος τους (+100%). Την ίδια στιγμή το Λουξεμβούργο έχει δημόσιο χρέος μόλις 18% του ΑΕΠ, ενώ ένα άλλο μέλος της ευρωζώνης, η Εσθονία, είναι στην ευχάριστη θέση να διαθέτει σχεδόν μηδενικό χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ. Οι διαφορές είναι εμφανείς και θα γίνουν ακόμα περισσότερο με την παράθεση και των στοιχείων για το δημόσιο έλλειμμα κάθε χώρας για το 2011⁷⁰:



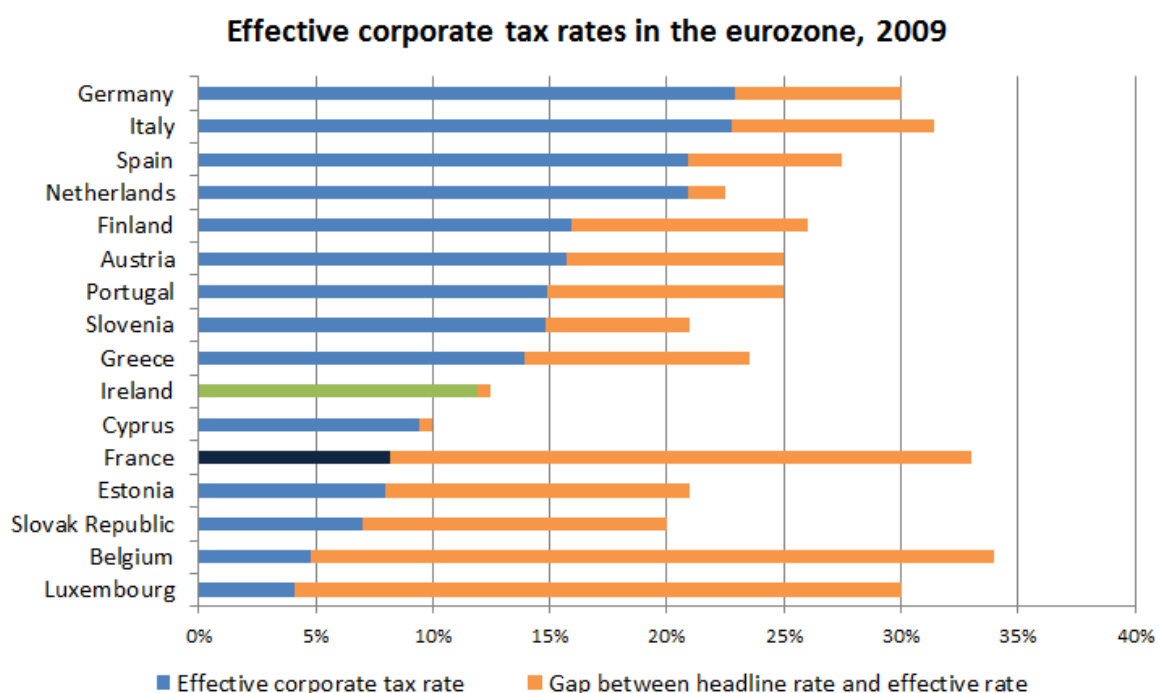
Εάν τα στοιχεία για το χρέος καταδείκνυαν τις σημαντικές διαφορές στη δημοσιονομική κατάσταση των χωρών του ευρώ, ο παραπάνω πίνακας με το

⁶⁹ Βλ. "First quarter 2012 compared with fourth quarter 2011 Euro area government debt up to 88.2% of GDP EU27 up to 83.4%", Eurostat news release, euro indicators, July 2012
Διαθέσιμο στο http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-23072012-AP/EN/2-23072012-AP-EN.PDF

⁷⁰ Επεξεργασία στοιχείων ετήσιων στοιχείων Eurostat.

έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ επιβεβαιώνει πλήρως την διαφοροποίηση μεταξύ των μελών της ευρωζώνης, καθώς μεταξύ της Ιρλανδίας με έλλειμμα 13,1% του ΑΕΠ ή της Ελλάδας με έλλειμμα 9,1% του ΑΕΠ και της Αυστρίας με ποσοστιαίο έλλειμμα ως προς το ΑΕΠ 2,6% ή της Εσθονίας με πλεόνασμα της τάξης του 1% του ΑΕΠ, μεσολαβεί μια τεράστια διαφορά.

Στο όλο κλίμα πλήρους δημοσιονομικής διαφορετικότητας η παράθεση των φορολογικών συντελεστών⁷¹ που ισχύουν ανά χώρα –μέλος του ευρώ, θα προσθέσει ακόμα ένα επιχείρημα στη φαρέτρα της ανάγκης δημοσιονομικής ενοποίησης:



ΠΗΓΗ: <http://www.ronanlyons.com/2011/05/17/just-say-non-the-facts-on-corporate-tax-rates-in-europe/>

Με την παραπάνω ολοφάνερη διαφοροποίηση των φορολογικών συντελεστών, είναι αδύνατον να υπάρξει ενιαίος επενδυτικός χώρος, καθώς μία επένδυση στην Ελλάδα θα έχει τελείως διαφορετική απόδοση μετά φόρων από μία αντίστοιχη στην Ολλανδία, όπως επίσης και σε κάθε άλλη χώρα-μέλος. Οπότε η επενδυτική δραστηριότητα ανά χώρα, όπως επίσης και η συνολική οικονομική δραστηριότητα, εμποδίζει τη χάραξη μιας αποτελεσματικής νομισματικής πολιτικής από την κεντρική

⁷¹ Lyons R., "Just say non-The facts on corporate tax rates in Europe", May 2011
 Διαθέσιμο στο <http://www.ronanlyons.com/2011/05/17/just-say-non-the-facts-on-corporate-tax-rates-in-europe/>

τράπεζα, καθώς οι ανάγκες κάθε χώρας σε δημοσιονομικό επίπεδο διαφέρουν σημαντικά από τις αντίστοιχες μιας άλλης χώρας.

Για παράδειγμα, διαφορετική πολιτική εκ μέρους της κεντρικής τράπεζας απαιτεί μια χώρα με τα δημοσιονομικά προβλήματα της Πορτογαλίας με δημόσιο χρέος 114% και σημαντικό έλλειμμα και διαφορετική απαιτεί μια χώρα με τις δημοσιονομικές αρετές της Εσθονίας με δημόσιο χρέος μόλις 6% του ΑΕΠ και ταυτόχρονα δημοσιονομικό πλεόνασμα της τάξης του 1% του ΑΕΠ. Η πλήρης ανομοιογένεια της δημοσιονομικής κατάστασης μεταξύ των χωρών που απαρτίζουν τη ζώνη του ευρώ καθιστά σχεδόν ακατόρθωτο εγχείρημα την αποτελεσματική παρέμβαση εκ μέρους της ΕΚΤ, καθώς απαιτείται αλλότριο μίγμα πολιτικής για την καθεμία ξεχωριστά (στο παράδειγμα που αναφέραμε, η Πορτογαλία χρειάζεται συσταλτική δημοσιονομική, αλλά και νομισματική πολιτική, ενώ η Εσθονία το αντίθετο).

ΠΡΟΣ ΜΙΑ ΕΝΙΑΙΑ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ

Στην κατεύθυνση της εναρμόνισης των εθνικών δημοσιονομικών πολιτικών έχουν γίνει κάποια βήματα, με κυριότερο το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης⁷², το οποίο θέτει ορισμένες βασικές αρχές δημοσιονομικής λειτουργίας και εξυγίανσης και θεωρείται ως η πρώτη προσπάθεια δημιουργίας κοινού ευρωπαϊκού δημοσιονομικού χώρου και μελλοντικά ίσως πλήρους δημοσιονομικής ενοποίησης. Το ζήτημα της δημοσιονομικής ενοποίησης έχει ερευνηθεί επισταμένως από αρκετούς μελετητές, οι οποίοι οριοθετούν τις δυνατότητες και τις δυσκολίες εφαρμογής του με βάση ιστορικά δεδομένα⁷³.

Οι υποστηρικτές του εγχειρήματος ισχυρίζονται ότι η περαιτέρω ενοποίηση θα θωρακίζει τη ζώνη του ευρώ και ταυτόχρονα θα επιτρέψει και στην ΕΚΤ να λειτουργήσει ως μια κεντρική τράπεζα ενός ενιαίου κράτους. Η διαδικασία αυτή (πλήρης δημοσιονομική ενοποίηση) θα είναι μακρόχρονη, όπως παραδέχονται και επίσημοι παράγοντες της Ε.Ε.⁷⁴, αλλά θα μεταβάλλει τελικά την ευρωζώνη στο

⁷² Για μια πιο εκτενή ανάλυση βλ.

http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/index_el.htm

⁷³ Bordo M., Jonung L. and Markiewicz A., "A fiscal union for the euro: Some lessons from history", VOX, September 2011

Διαθέσιμο στο <http://www.voxeu.org/article/fiscal-union-euro-some-lessons-history>

⁷⁴ Oli Rehn, Επίτροπος Οικονομικών και Νομισματικών Σχέσεων της Ε.Ε.

σύνολό της μετατρέποντας τη σε ισχυρό οικονομικό και ενιαίο πολιτικό φορέα σε παγκόσμιο επίπεδο⁷⁵.

Υπάρχουν βέβαια και ορισμένοι μελετητές οι οποίοι ισχυρίζονται ότι ακόμα και μια δημοσιονομική ενοποίηση στη δεδομένη χρονική περίοδο δεν θα επιφέρει κανένα ουσιώδες αποτέλεσμα, καθώς θα έχει συμβεί με σημαντική καθυστέρηση και το μέλλον τόσο του ευρώ όσο και της ΕΚΤ είναι ζοφερό⁷⁶. Ανεξάρτητα από τις διαφορετικές απόψεις και ερμηνείες, είναι φανερό ότι δίχως τη δημιουργία μιας κοινής δημοσιονομικής ζώνης, η κεντρική τράπεζα των χωρών της ευρωζώνης βρίσκεται σε ξεκάθαρη μειονεκτική θέση σε σχέση με τη FED και αδυνατεί να χρησιμοποιήσει αποτελεσματικά τα νομισματικά και επιτοκιακά όπλα τα οποία διαθέτει στη φαρέτρα της· η δημοσιονομική ενοποίηση αποτελεί επιτακτική ανάγκη για την επιβίωση μακροπρόθεσμα τόσο της ίδιας όσο και του ευρώ.

3.3 ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΣΕ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΔΙΟ

Ένα άλλο πεδίο στο οποίο η ΕΚΤ μειονεκτεί, συνίσταται στο γεγονός της ύπαρξης σημαντικών μακροοικονομικών ανισορροπιών μεταξύ των χωρών που απαρτίζουν τη ζώνη του ευρώ, οι οποίες οδηγούν σε μεγέθυνση των οικονομικών ανισοτήτων σε όρους ΑΕΠ και ανάπτυξης και δυσχεραίνουν τα μέγιστα το έργο της κεντρικής τράπεζας.

Ο διαφορετικός ρυθμός πληθωρισμού μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης καταδεικνύει το βαθμό της οικονομικής ανομοιογένειας της οικογένειας του ευρώ. Αντανακλά τις διαφορές μεταξύ των χωρών όσον αφορά την επιχειρηματικό κύκλο,

Βλ. Strupczewski J., "Euro zone move to fiscal union to boost confidence, needs time: Rehn", Reuters, June 2012

Διαθέσιμο στο <http://www.reuters.com/article/2012/06/15/us-eurozone-integration-rehn-idUSBRE85E0R520120615>

⁷⁵ Πρόεδρος Ε.Ε., Herman Van Rompuy

Βλ. "TOWARDS A GENUINE ECONOMIC AND MONETARY UNION", Report by President of the European Council Herman Van Rompuy, PRESSE 296, June 2012

Διαθέσιμο http://ec.europa.eu/economy_finance/focuson/crisis/documents/131201_en.pdf

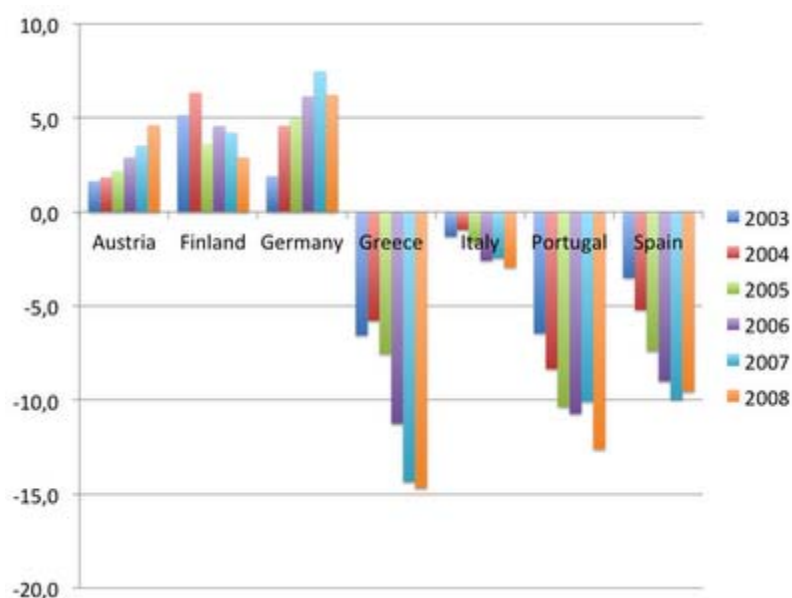
⁷⁶ Derek Thomson, "Fiscal Union Cannot Save the Euro", The Atlantic, November 2011

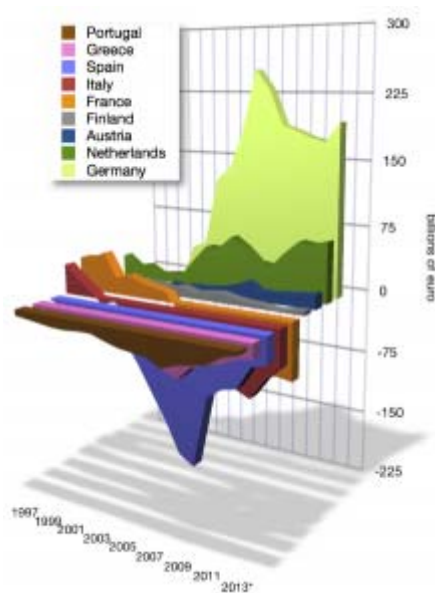
Διαθέσιμο στο <http://www.theatlantic.com/business/archive/2011/11/fiscal-union-cannot-save-the-euro/249093/>

την αύξηση της παραγωγικότητας και τη λειτουργία των αγορών εργασίας και προϊόντων. Επίσης ο υψηλός πληθωρισμός «κατατρώει» τα πραγματικά επιτόκια των χωρών, καθώς και την ανταγωνιστικότητα των τιμών των προϊόντων και υπηρεσιών που προσφέρουν στην παγκόσμια κοινότητα.

Ταυτόχρονα, οι σημαντικές ανισορροπίες στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών κάθε χώρας-μέλος του ευρώ είναι αδύνατον να επιλυθούν από την κεντρική τράπεζα, καθώς η δυνατότητα αυτή απωλέστηκε με την εκχώρηση της εκτύπωσης νομίσματος αποκλειστικά και μόνο στην ΕΚΤ. Δεν αποτελεί τυχαίο το γεγονός ότι σχεδόν όλες οι χώρες οι οποίες αντιμετωπίζουν σήμερα προβλήματα και ακολουθούν προγράμματα σταθεροποίησης, κατέγραφαν επί σειρά ετών τεράστια ελλείμματα στα ισοζύγια πληρωμών τους, τα οποία θα μπορούσαν να διορθωθούν μόνο με σημαντικές υποχωρήσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας του εθνικού τους νομίσματος. Επίσης, η αύξηση του ΑΕΠ τους ήταν δυσθεώρητη σε σχέση με την αντίστοιχη αύξηση στο ΑΕΠ χωρών με χαμηλότερο πληθωρισμό, αλλά ήταν ανάπτυξη που βασιζόταν στην κατανάλωση και στον ακραιφνή δανεισμό.

Τα παραπάνω διαγράμματα απεικονίζουν την διαχρονική εξέλιξη του ισοζυγίου τρέχουσων συναλλαγών των χωρών της ευρωζώνης.





ΠΗΓΗ: <http://nora.malhasoglu.com/?p=1114>

Από την παραπάνω απεικόνιση εύκολα γίνεται αντιληπτό ότι και οι τέσσερις χώρες της ζώνης του ευρώ (Ελλάδα, Πορτογαλία, Ισπανία, Ιταλία) που βρίσκονται σε κατάσταση συναγερμού αντιμετώπιζαν από την εποχή της δημιουργίας του κοινού νομίσματος και έπειτα το τεράστιο πρόβλημα των τρομακτικών ελλειμμάτων στα ισοζύγια τρεχουσών πληρωμών τους, σε αντίθεση με τις χώρες του Βορρά (κυρίως τη Γερμανία), οι οποίες συσσώρευαν υψηλά πλεονάσματα.

Η γενεσιουργός αιτία θεωρείται ο διαφορικός πληθωρισμός, δηλαδή το διαφορετικό επίπεδο πληθωρισμού που υπήρχε στις χώρες αυτές σε σχέση με τις Βόρειες χώρες. Ο υψηλότερος πληθωρισμός στην Ελλάδα ή στην Ισπανία οδηγούσε σε αύξηση των μισθών και σε αύξηση της ζήτησης και κατανάλωσης. Η αύξηση των μισθών διάβρωνε την ανταγωνιστικότητα των προϊόντων και μείωνε τις εξαγωγές των συγκεκριμένων χωρών, ενώ ταυτόχρονα υπήρχε υψηλότερο διαθέσιμο εισόδημα για αγορά αγαθών από το εξωτερικό αυξάνοντας τοιουτοτρόπως τις εισαγωγές και τραυματίζοντας καίρια το εμπορικό ισοζύγιο.

Παρακάτω παρουσιάζεται η πορεία των πραγματικών μισθών στις χώρες του ευρώ μετά την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος έως σήμερα.



ΠΗΓΗ: http://en.wikipedia.org/wiki/File:Unit_labor_costs.svg

Οι χώρες του Νότου βίωναν μια περίοδο ευφορίας με τεράστια αύξηση των μισθών, ο πληθωρισμός αυξανόταν παράλληλα με μια τεχνική διόγκωση του ΑΕΠ, αλλά ο παραγωγικός ιστός διαβρωνόταν. Αντίθετα η Γερμανία βίωνε ουσιαστικά αποπληθωρισμό μισθών και η διεθνής ανταγωνιστικότητά της εκτοξευόταν δραματικά.

Στην περίπτωση αυτή, εάν οι χώρες του Νότου διέθεταν εθνικές κεντρικές τράπεζες, αυτές θα είχαν προχωρήσει προ πολλού σε αύξηση των επιτοκίων για να «αποθερμάνουν» τις οικονομίες των χωρών τους, παράλληλα με υποτίμηση των νομισμάτων τους και θα είχαν αποφύγει τη μακροχρόνια συσσώρευση τεράστιων ανισορροπιών οι οποίες θα σιγόκαιαν ώσπου θα κατέκαιαν ολόκληρη την οικονομία · όπως και συνέβη τελικά. Αντίθετα, οι κεντρικές τράπεζες των χωρών του Βορρά της ευρωζώνης θα προέβαιναν σε μειώσεις επιτοκίων για να δώσουν ώθηση στις οικονομίες τους που αναπτύσσονταν με ιδιαίτερα χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Εκ διαμέτρου αντίθετες νομισματικές πολιτικές για εκ διαμέτρου αντίθετες χώρες σε μακροοικονομικό επίπεδο και η ΕΚΤ αντιμέτωπη με ένα σταυρόλεξο χωρίς λύση.

Αντιθέτως η FED έχει απέναντί της ένα ενιαίο χώρο ως επί το πλείστον από μακροοικονομική άποψη. Η λειτουργία του δολαρίου στην οικονομία των ΗΠΑ, παρά τις σημαντικές διαφορές μεταξύ των 50 πολιτειών που τη συνθέτουν, διευκολύνεται από μηχανισμούς προσαρμογής που είναι είτε ανύπαρκτοι είτε ανεπαρκείς στην Ευρωζώνη. Οι τιμές των βασικών καταναλωτικών αγαθών διαφέρουν ελάχιστα μεταξύ των πολιτειών των ΗΠΑ (ενώ στην ευρωζώνη υπάρχει

σημαντική διαφοροποίηση), οι μισθοί κυμαίνονται στα ίδια επίπεδα (πάλι αντίθετα με την ευρωζώνη), η κινητικότητα της εργασίας είναι υψηλή και γενικά οι ΗΠΑ αποτελούν έναν κοινό μακροοικονομικό χώρο.

Η τρέχουσα κρίση ανέδειξε τις αδυναμίες της ζώνης του ευρώ και τη ταυτόχρονη παντελή ανεπάρκεια της ΕΚΤ να τις επιλύσει και κατέδειξε την αδήριτη ανάγκη να μετριαστούν οι μακροοικονομικές ανισορροπίες που αποτέλεσαν τη βαθύτερη αιτία του ξεσπάσμάτος της⁷⁷. Ένα ενιαίο επιτόκιο για όλες τις χώρες και μια κοινή νομισματική πολιτική δεν ταιριάζει σε όλους και δημιουργεί προβλήματα, τα οποία οφείλουν να αντιμετωπιστούν με καίριες παρεμβάσεις και τομές σε διαρθρωτικό και μακροοικονομικό πλαίσιο. Το rebalancing σε μακροοικονομικό επίπεδο βρίσκεται εκτός των δυνατοτήτων της κεντρικής τράπεζας της ευρωζώνης, αποτελεί όμως απαραίτητη προϋπόθεση για την μακροχρόνια ύπαρξη του ευρώ και την εύρυθμη λειτουργία της ΕΚΤ.

3.4 ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΣΕ ΠΕΔΙΟ ΝΟΟΤΡΟΠΙΑΣ - ΚΟΥΛΤΟΥΡΑΣ

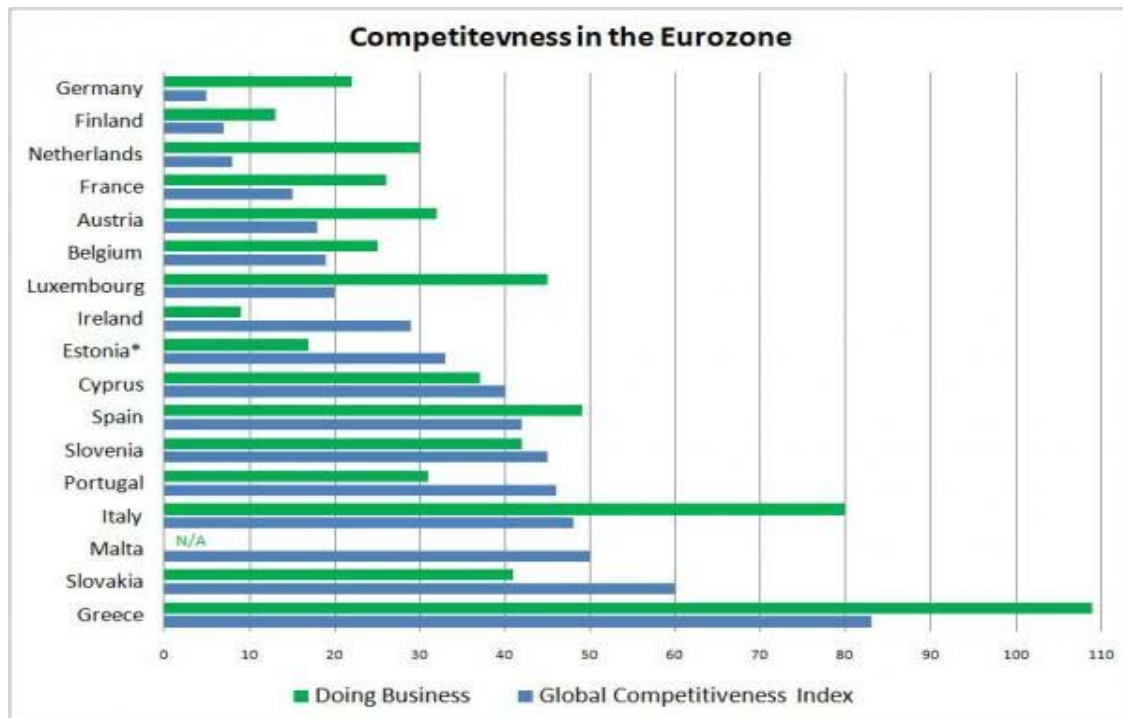
Η ΕΚΤ ως κεντρική τράπεζα ενός συνόλου 17 διαφορετικών κρατών αντιμετωπίζει επίσης ένα εξίσου σημαντικό πρόβλημα, το οποίο φυσικά αποτελεί άγνωστο τόπο για τη FED. Είναι η διαφορά της νοοτροπίας και της κουλτούρας που χαρακτηρίζει τα κράτη-μέλη που απαρτίζουν την κοινή ζώνη του ευρώ και τους πολίτες τους όσον αφορά τόσο την οικονομική τους δράση όσο και τη στάση τους απέναντι στο κράτος, απέναντι στις φορολογικές τους υποχρεώσεις, στη ροπή προς καινοτομία κτλ.

Είναι χαρακτηριστικό ότι η ανταγωνιστικότητα ενός κράτους και μιας οικονομίας εξαρτώνται από πλήθος παραγόντων, όχι απαραίτητα μακροοικονομικών ή δημοσιονομικών, αλλά για παράδειγμα από την ευκολία ίδρυσης επιχειρήσεων, από τα γραφειοκρατικά εμπόδια, από τη ροπή προς επιχειρηματικότητα, από τη ροπή προς την καινοτομία κτλ. Οι παραπάνω μεταβλητές συναρτώνται από τη γενικότερη

⁷⁷ Holinski N., Kool C., and Muysken J., "Persistent Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Causes and Consequences", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, January/February 2012, Διαθέσιμο στο <http://research.stlouisfed.org/publications/review/12/01/1-20Holinski.pdf>

νοοτροπία μιας χώρας και των πολιτών της, από την κουλτούρα ζωής και δράσης εν γένει.

Στο παρακάτω γράφημα είναι φανερή η συσχέτιση που υπάρχει μεταξύ της ευκολίας ίδρυσης και λειτουργίας των επιχειρήσεων μιας χώρας με τον αντίστοιχο δείκτη της διεθνούς ανταγωνιστικότητάς της, καθώς και η σημαντική διαφοροποίηση μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης.



ΠΗΓΗ: <http://iuwest.wordpress.com/2010/12/03/the-competitiveness-of-european-countries/>

Ενώ η Ιταλία και η Ελλάδα βρίσκονται στις τελευταίες θέσεις της παγκόσμιας κατάταξης, η Γερμανία ή η Γαλλία εντοπίζονται αρκετά υψηλότερα, οδηγώντας αναπόφευκτα σε διαφοροποίηση των δυνητικών επενδύσεων μεταξύ των χωρών αυτών. Δηλαδή ένας υποψήφιος επενδυτής θα επιλέξει πιθανότερα να προβεί σε μία νέα επένδυση στη Γερμανία, όπου το κλίμα για την επιχειρηματική δραστηριότητα είναι καλύτερο, έναντι της Ελλάδας, όπου δύναται να χαρακτηριστεί έως και εχθρικό.

Επίσης, η χαμηλή ανταγωνιστικότητα συνοδεύεται συνήθως και από υψηλά δημόσια χρέη, καταδεικνύοντας τη σημασία της διεθνούς ανταγωνιστικότητας στη λειτουργία ενός κράτους. Συνήθως ανταγωνιστικότητα και υγιή οικονομικά αποτελούν ενιαίο σχήμα.

Οι διαφορές μεταξύ των διαφόρων κρατών-μελών της ευρωζώνης διακρίνονται και από την επένδυση στην έρευνα και καινοτομία, όπως φαίνεται στον επόμενο πίνακα της Eurostat⁷⁸:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
EU-27	1.86	1.87	1.88	1.87	1.83	1.83	1.85	1.85	1.92	2.07	2.00
Euro area (EA-17)	1.84	1.86	1.88	1.87	1.85	1.84	1.87	1.88	1.96	2.06	2.06
Belgium	1.97	2.07	1.94	1.87	1.86	1.83	1.86	1.89	1.97	2.03	1.99
Bulgaria	0.51	0.48	0.48	0.48	0.49	0.48	0.48	0.45	0.47	0.53	0.60
Czech Republic	1.17	1.16	1.15	1.20	1.20	1.35	1.49	1.48	1.41	1.48	1.56
Denmark (1)	2.24	2.39	2.51	2.58	2.48	2.46	2.48	2.58	2.85	3.06	3.06
Germany	2.47	2.47	2.50	2.54	2.50	2.51	2.54	2.53	2.69	2.82	2.82
Estonia	0.60	0.70	0.72	0.77	0.85	0.93	1.13	1.08	1.28	1.43	1.62
Ireland	1.11	1.09	1.09	1.16	1.22	1.24	1.24	1.28	1.45	1.74	1.79
Greece	-	0.58	-	0.57	0.55	0.60	0.59	0.60	-	-	-
Spain	0.91	0.92	0.99	1.05	1.06	1.12	1.20	1.27	1.35	1.39	1.39
France (2)	2.15	2.20	2.24	2.18	2.16	2.11	2.11	2.08	2.12	2.26	2.26
Italy	1.04	1.00	1.12	1.10	1.09	1.09	1.13	1.17	1.21	1.26	1.26
Cyprus	0.25	0.26	0.30	0.35	0.37	0.41	0.43	0.44	0.43	0.49	0.50
Latvia	0.45	0.41	0.42	0.38	0.42	0.56	0.70	0.60	0.62	0.46	0.60
Lithuania	0.59	0.67	0.66	0.67	0.75	0.75	0.79	0.81	0.79	0.83	0.79
Luxembourg	1.65	-	-	1.65	1.63	1.56	1.66	1.58	1.57	1.66	1.63
Hungary (3)	0.81	0.93	1.00	0.94	0.88	0.94	1.01	0.98	1.00	1.17	1.16
Malta (3)	-	-	0.26	0.25	0.53	0.57	0.62	0.58	0.56	0.54	0.63
Netherlands	1.94	1.93	1.88	1.92	1.93	1.90	1.88	1.81	1.77	1.82	1.83
Austria	1.93	2.05	2.12	2.24	2.24	2.46	2.44	2.51	2.67	2.72	2.76
Poland	0.64	0.62	0.56	0.54	0.56	0.57	0.56	0.57	0.60	0.68	0.74
Portugal	0.73	0.77	0.73	0.71	0.75	0.78	0.99	1.17	1.50	1.64	1.59
Romania	0.37	0.39	0.38	0.39	0.39	0.41	0.45	0.52	0.58	0.47	0.47
Slovenia (4)	1.38	1.49	1.47	1.27	1.39	1.44	1.56	1.45	1.65	1.66	2.11
Slovakia	0.65	0.63	0.57	0.57	0.51	0.51	0.49	0.46	0.47	0.46	0.63
Finland	3.35	3.32	3.36	3.44	3.45	3.48	3.48	3.47	3.70	3.92	3.87
Sweden (5)	-	4.13	-	3.00	3.58	3.56	3.68	3.40	3.70	3.61	3.42
United Kingdom	1.81	1.78	1.78	1.75	1.68	1.73	1.75	1.78	1.78	1.86	1.77
Iceland	2.67	2.95	2.95	2.82	-	2.77	2.99	2.68	2.64	3.11	-
Norway	-	1.59	1.66	1.71	1.58	1.52	1.49	1.62	1.61	1.80	1.71
Switzerland	2.53	-	-	-	2.90	-	-	-	2.99	-	-
Croatia	-	-	0.96	0.96	1.05	0.87	0.75	0.80	0.89	0.83	0.73
Turkey	0.48	0.51	0.51	0.47	0.51	0.58	0.57	0.71	0.73	0.85	-
Japan (4)	3.04	3.12	3.17	3.20	3.17	3.32	3.40	3.44	3.45	-	-
United States	2.69	2.71	2.60	2.60	2.53	2.56	2.60	2.66	2.79	-	-

(1) Break in series, 2007.

(2) Break in series, 2000 and 2004.

(3) Break in series, 2004.

(4) Break in series, 2008.

(5) Break in series, 2005.

Source: Eurostat (tsin020), OECD

ΠΗΓΗ:

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/R_%26_D_expenditure

Μελετώντας τα δεδομένα παρατηρούμε ότι το ποσοστό επένδυσης σε έρευνα, ανάπτυξη και καινοτομία στην Ελλάδα διαμορφωνόταν περίπου στο 0,50% με 0,60% καθόλη τη δεκαετία 2000-2010, ενώ ταυτόχρονα στη Γερμανία στο + 2,50% και άνω, ενώ στη Φινλανδία στο + 3,5% και άνω. Η επακόλουθη αδυναμία της Ελλάδας να ακολουθήσει στο οικονομικό πεδίο της ανωτέρω χώρας είναι δικαιολογημένη, καθώς στον παγκόσμιο στίβο απαιτείται συνεχής καινοτομία και νέα, ποιοτικά προϊόντα και υπηρεσίες για να ανταγωνιστεί ένα κράτος επιτυχώς. Η ΕΚΤ και πάλι είναι ανίσχυρη, καθώς δε δύναται να επηρεάσει τέτοιες μεταβλητές που άπτονται της νοοτροπίας και της κουλτούρας προς επένδυση και έρευνα.

⁷⁸ Βλ. http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/R_%26_D_expenditure

Επίσης οι δείκτες διαφθοράς και φοροδιαφυγής διαφέρουν σημαντικά από χώρα σε χώρα όπως διαφαίνεται στον ακόλουθο πίνακα :

Corruption Perceptions Index 2010

EU Rank	Member State	Global Rank	EU Rank	Member State	Global Rank
1	Denmark	=1	15	Spain	=30
2	Finland	=4	16	Portugal	=32
=	Sweden	=4	17	Malta	37
4	Netherlands	=7	18	Poland	=41
5	Luxembourg	=11	19	Lithuania	=46
6	Ireland	14	20	Hungary	=50
7	Austria	=15	21	Czech Republic	=53
=	Germany	=15	22	Latvia	=59
9	United Kingdom	20	=	Slovakia	=59
10	Belgium	22	24	Italy	67
11	France	25	25	Romania	=69
12	Estonia	26	26	Bulgaria	=73
13	Slovenia	27	27	Greece	=78
14	Cyprus	=28			

ΠΗΓΗ: http://en.wikipedia.org/wiki/European_Union_statistics

Εδώ παρατηρούμε ότι και πάλι Ελλάδα και Ιταλία κατέχουν από τις χειρότερες θέσεις στην κατάταξη της διαφάνειας και της έλλειψης διαφθοράς παγκοσμίως καταδεικνύοντας την έντονη κουλτούρα φορο-αποφυγής και συναλλαγών «κάτω από το τραπέζι» με αποτέλεσμα την αδυναμία προσέλκυσης νέων επενδυτών, οι οποίοι απαιτούν διαφάνεια και σταθερό περιβάλλον. Η περίπτωση της Ιταλίας με την εκτεταμένη φοροδιαφυγή είναι χαρακτηριστική^{79,80}, κάτι το οποίο πλήττει τη χώρα με αποτέλεσμα την έντονη προσπάθεια της κυβέρνησης να καταπολεμήσει τη νοοτροπία των Ιταλών να μην καταβάλλουν φόρους ή να αποκρύπτουν έσοδα από το κράτος ξεκινώντας μια εκστρατεία κατά της κουλτούρας αυτής και ανακηρύσσοντας

⁷⁹ Emsden C., "Tax Evasion Eating Into Italian GDP", The Wall Street Journal, June 2007

Διαθέσιμο στο

<http://online.wsj.com/article/SB10001424052702303753904577450572381475782.html>

⁸⁰ Smith G., "Italians evaded £100billion in taxes in ONE YEAR... nearly four times its new austerity budget", Daily Mail, January 2012

Διαθέσιμο στο <http://www.dailymail.co.uk/news/article-2088963/Italians-evaded-100billion-taxes-ONE-YEAR--nearly-times-new-austerity-budget.html>

τη φοροδιαφυγή ως το σημαντικότερο δημόσιο εχθρό της χώρας⁸¹. Η συνύπαρξη της Ιταλίας ή της Ελλάδας με τη Φινλανδία που βρίσκεται στη 2^η θέση παγκοσμίως σε όρους διαφάνειας σε μια κοινή νομισματική ζώνη φαντάζει παράταιρη και δημιουργεί ερωτήματα για τη λειτουργικότητα του κοινού νομίσματος, καθώς η ΕΚΤ δεν έχει φυσικά και πάλι την ικανότητα να μεταβάλλει τους τρόπους συμπεριφοράς των πολιτών των διαφόρων κρατών-μελών.

Αντιθέτως η FED λειτουργεί σε ένα ενιαίο έθνος με περίπου κοινή κουλτούρα και νοοτροπία έναντι του κράτους, με μια πανίσχυρη εφορία (IRS), με πολίτες που γνωρίζουν τις συνέπειες των παραβάσεων και με πιο συνεκτική νοοτροπία και τρόπο συμπεριφοράς και εκπλήρωσης των υποχρεώσεών της. Η κεντρική τράπεζα της ευρωζώνης έχει να αντιμετωπίσει και στο πεδίο αυτό ανυπέρβλητα εμπόδια με δεδομένες τις τεράστιες πολιτισμικές διαφορές μεταξύ των εθνών-κρατών που σύμφωνα με ορισμένους αναλυτές είναι και η βαθύτερη αιτία της κρίσης και της πιθανής διάσπασης της ζώνης του ευρώ⁸² και οι δυνατότητες επέμβασής της χαρακτηρίζονται από περιορισμένες έως αδύνατες, καθώς άπτονται της ψυχολογικής-πολιτισμικής διάστασης και είναι καθαρά θέμα νοοτροπίας.

3.5 ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΕΙΣ ΣΕ ΠΟΛΙΤΙΚΟ ΠΕΔΙΟ - ΕΣΩΤΕΡΙΚΕΣ ΤΡΙΒΕΣ

Η ΕΚΤ έχει να αντιμετωπίσει επίσης το σημαντικό πρόβλημα της έλλειψης συντονισμού και πολιτικής συνεννόησης μεταξύ των ηγεσιών των κρατών-μελών που απαρτίζουν τη ζώνη του ευρώ. Η πολιτική πολυσπερμία οδηγεί στην έκφραση διαφορετικών απόψεων για θέματα που άπτονται της οικονομίας και καθιστά αδύνατη τη διαμόρφωση μιας ενιαίας πολιτικής γραμμής.

⁸¹ Povoledo E., "Tax Cheats Become Italy's Public Enemy", The New York Times, March 2012
Διαθέσιμο στο http://www.nytimes.com/2012/03/09/world/europe/italy-tax-evasion.html?_r=1&pagewanted=all

⁸² Kelly K., "Greek default crisis is all about cultural differences in the Eurozone", The Australian, BUSINESS, September 2011
Διαθέσιμο στο <http://www.theaustralian.com.au/business/wealth/greek-default-crisis-is-all-about-cultural-differences-in-the-eurozone/story-e6frgac6-1226144883522>

Οι εκατέρωθεν δηλώσεις πολιτικών για το τι πρέπει να πράξει η κεντρική τράπεζα ή πώς πρέπει να επιλυθεί μια πλειάδα προβλημάτων είναι χαρακτηριστικό γνώρισμα της καθημερινότητας που έχει απέναντί της. Το γεγονός επίσης ότι η ίδια η λειτουργία αποτελεί ένα συγκερασμό ισορροπιών μεταξύ των ισχυρών κρατών-μελών (ιδιαίτερα Γερμανίας, Γαλλίας, Ισπανίας, Ιταλίας), απαιτεί λεπτές κινήσεις για να μην διαταραχτεί το εσωτερικό μέτωπο και οδηγηθούμε σε ακραίες αντιδράσεις εντός των κόλπων της.

Χαρακτηριστικό των παραπάνω αποτελεί το πρόβλημα που είχε δημιουργηθεί το περασμένο έτος με την εκλογή του Mario Draghi ως διοικητή της ΕΚΤ και τη ταυτόχρονη υποχρέωση του έτερου Ιταλού στην εκτελεστική επιτροπή, του Lorenzo Bini Smaghi να παραιτηθεί της θέσης του, καθώς δε νοούνταν η ύπαρξη δύο ατόμων ιταλικής καταγωγής ταυτόχρονα στην εκτελεστική επιτροπή της ΕΚΤ (του Draghi και του Bini Smaghi). Η αρχική άρνηση του ιδίου να παραιτηθεί οδήγησε σε μια σειρά ευτράπελων με το τότε πρωθυπουργό της Ιταλίας να παρακαλεί δημοσίως επί μήνες τον Ιταλό εκπρόσωπο να αποποιηθεί της θέσης του⁸³ και ξεκινώντας ένα γαϊτανάκι δηλώσεων, το οποίο διήρκεσε για αρκετό καιρό⁸⁴, ωστόσο τελικά ο Bini Smaghi αποφάσισε να παραιτηθεί και να συνεχίσει την καριέρα του σε ακαδημαϊκή θέση στο Harvard. Η συγκεκριμένη ευτράπελη κατάσταση ανέδειξε την ύπαρξη των εσωτερικών ισορροπιών της ΕΚΤ που δεν πρέπει να διαταράσσονται, καθώς η αποχώρηση του Jean-Claude Trichet (Γάλλος στην καταγωγή) και η αντικατάστασή του από το Mario Draghi (Ιταλός), οφειλόταν να συνοδευτεί από μία ταυτόχρονη αποχώρηση του έτερου Ιταλού προς ωφέλεια ενός Γάλλου, όπως και έγινε τελικά (Benoît Cœuré). Η Γαλλία πίεζε διαρκώς την Ιταλία, καθώς θεωρούνταν αυτονόητη υποχρέωση της Ιταλίας να εξαναγκαστεί σε παραίτηση ο δεύτερος Ιταλός

⁸³ Totaro L., “Berlusconi Says He Asked ECB’s Bini Smaghi to Step Down”, Bloomberg, June 2011

Διαθέσιμο στο <http://www.bloomberg.com/news/2011-06-16/berlusconi-says-he-s-trying-to-convince-bini-smaghi-to-resign.html>

⁸⁴ Vasarri C., “Berlusconi Pressed by EU Leaders on Finances, Bini Smaghi”, Bloomberg, Businessweek, October 2011

Διαθέσιμο στο <http://www.businessweek.com/news/2011-10-24/berlusconi-pressed-by-eu-leaders-on-finances-bini-smaghi.html>

εκπρόσωπος έναντι ενός Γάλλου⁸⁵. Οι δεξιότητες και οι ικανότητες των υποψηφίων δεν διαδραμάτισαν ιδιαίτερο ρόλο, παρά μόνο η εθνική καταγωγή τους και η εκπροσώπηση κάποιας ισχυρής χώρας μέλους τονίζοντας την έλλειψη ελιγμών εντός της ΕΚΤ έναντι των εκπροσώπων του πολιτικού κατεστημένου.

Μάλιστα οι εντάσεις γύρω από το θέμα των προσώπων που απαρτίζουν την εκτελεστική επιτροπή της ΕΚΤ συνεχίζονται ως σήμερα σχετικά με το πρόσωπο που θα αντικαταστήσει τον José Manuel González Paramo (Ισπανός), του οποίου η θητεία έληξε τον Ιούνιο του 2012. Δόθηκαν ομηρικές μάχες και υπήρξαν έντονοι διαξιφισμοί, καθώς η Ισπανία επιθυμούσε να είναι ο αντικαταστάτης πάλι ίδιας καταγωγής, ενώ η Γερμανία ανησυχούσε έντονα παρατηρώντας ότι διοικητής (Mario Draghi-Ιταλός), υποδιοικητής (Vítor Constâncio-Πορτογάλος), καθώς και ένα μέλος της εκτελεστικής επιτροπής (Benoit Cœuré-Γάλλος) εκπροσωπούσαν τα συμφέροντα και τη γραμμή δράσης των χωρών του Νότου αφήνοντας μόνο το δικό της εκπρόσωπο (Jörg Asmussen) να εκφράζει την άποψη των χωρών του Βορρά για τη νομισματική πολιτική. Τελικά έπειτα από εκατέρωθεν συμβιβασμούς επιλέχθηκε η μέση οδός με την πρόταση να εκλεγεί ο διοικητής της κεντρικής τράπεζας του Λουξεμβούργου, Yves Mersch, ως αντικαταστάτης του αποχωρήσαντος Ισπανού.

Ταυτόχρονα στο εσωτερικό της ίδιας της ΕΚΤ έχουν διαμορφωθεί ομάδες με διαφορετικές απόψεις για τη νομισματική πολιτική και τις αναγκαίες ενέργειες από την κεντρική τράπεζα για την επίλυση της κρίσης. Οι εκπρόσωποι των χωρών του Βορρά της ευρωζώνης εμφανίζονται αντίθετοι με την ποσοτική χαλάρωση και με την υιοθέτηση μιας γενικότερα «χαλαρής» νομισματικής πολιτικής, ενώ οι αντίστοιχοι των Νοτίων χωρών επιθυμούν τη δυναμική επέμβαση της ΕΚΤ μέσω αγοράς κυβερνητικών ομολόγων τόσο στις πρωτογενείς (έκδοση χρέους) όσο και στις δευτερογενείς (διαπραγμάτευση χρέους). Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η παραίτηση του εκπροσώπου της Γερμανίας, Jürgen Stark⁸⁶, ο οποίος αποχώρησε εν

⁸⁵ Flynn D. and Guarascio F., “ Berlusconi urges Bini Smaghi not to worsen ties with France”, Reuters, October 2011

Διαθέσιμο στο <http://www.reuters.com/article/2011/10/23/us-eurozone-ecb-berlusconi-idUSTRE79M3TR20111023>

⁸⁶ “ ECB hawk Jürgen Stark quits amid fears of rift “, The Telegraph, September 2012

Διαθέσιμο στο <http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/8753069/ECB-hawk-Jurgen-Stark-quits-amid-fears-of-rift.html>

μέσω της έντονης αντίθεσής του για τη τακτική της ΕΚΤ να προβαίνει σε αγορές ομολόγων μέσω του προγράμματος SMP, καθώς θεωρούσε ότι η συγκεκριμένη κίνηση ερχόταν σε αντίθεση με το καταστατικό της κεντρικής τράπεζας και οδηγούσε σε έμμεση νομισματοποίηση του χρέους⁸⁷. Ενώ την ίδια στιγμή, οι πολιτικές αντιπαραθέσεις μεταξύ των χωρών-μελών της ευρωζώνης μαίνονται σχετικά με το ρόλο της ΕΚΤ⁸⁸ καταδεικνύοντας το εύρος των προβλημάτων που έχει να αντιμετωπίσει η κεντρική τράπεζα της ευρωζώνης και τις λεπτές ισορροπίες που θέλει να κρατήσει κατά τη λήψη των αποφάσεών της.

Αντιθέτως, η FED αποτελεί μια σχετικά ομοιογενή ομάδα, με δεδομένη την κοινή εθνική καταγωγή των μελών της, δίχως την ανάγκη να ικανοποιήσει τις επιθυμίες κάθε έθνους-μέλους και με ταυτόχρονη τη δυνατότητα να συνομιλούν με ένα και μόνο Υπουργό Οικονομικών και ένα και μόνο πολιτική διοίκηση για την ανταλλαγή απόψεων σχετικά με τους απαραίτητους τρόπους δράσης. Το συνονθύλευμα αντικρουόμενων συμφερόντων στο εσωτερικό της ΕΚΤ περιορίζει σημαντικά τα περιθώρια ελιγμών της και οδηγεί σε χρονοβόρες διαπραγματεύσεις σε αρκετές περιπτώσεις όπου απαιτείται η έγκαιρη και καταλυτική δράση της, καθώς θα πρέπει να λάβει υπόψη της πιθανές αντιδράσεις εντός των κόλπων της, αλλά και από το πολιτικό κατεστημένο των διαφόρων κρατών-μελών.

⁸⁷Taylor P., “Top German quits ECB over bond-buying row”, Reuters, September 2012

Διαθέσιμο στο <http://www.reuters.com/article/2011/09/09/us-ecb-stark-idUSTRE7883DF20110909>

⁸⁸Vinocur N. and Mackenzie J., “France and Germany clash over ECB crisis role”, Reuters, November 2011

Διαθέσιμο στο <http://www.reuters.com/article/2011/11/16/us-eurozone-idUSTRE7AC15K20111116>

3.6 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΙΚΑ ΣΧΟΛΙΑ

Από την ανάλυση των πολλών μεγάλων και αυξανόμενων διαφοροποιήσεων των κρατών-μελών που συνιστούν την ευρωζώνη σε δημοσιονομικό, μακροοικονομικό, πολιτικό αλλά και πολιτισμικό επίπεδο όπου πρέπει να δράσει η ΕΚΤ, γίνεται φανερό ότι η λειτουργία της περιορίζεται από παράγοντες οι οποίοι βρίσκονται εκτός του πλαισίου δράσης της, αλλά ταυτόχρονα επηρεάζουν την οικονομική κατάσταση των χωρών-μελών, δίχως να δύναται να πράξει κάτι η κεντρική τράπεζα της ευρωζώνης. Η επίλυσή τους εναπόκειται κυρίως στη δραστηριοποίηση των πολιτικών ιθυνόντων των κρατών-μελών προς την κατεύθυνση μιας νέας διακυβέρνησης στην νομισματική ένωση και την προώθηση μια ταχύτερης και πιο ισορροπημένης ανάπτυξης. Ως τότε, η ΕΚΤ θα μειονεκτεί καθαρά έναντι της FED, η οποία δεν έχει να αντιμετωπίσει κανένα από τα παραπάνω προβλήματα και εστιάζει αποκλειστικά και μόνο σε οικονομικά στοιχεία.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παρούσα εργασία προβαίνει σε μια συγκριτική ανάλυση των δύο πιο σημαντικών κεντρικών τραπεζών του πλανήτη, της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και της Federal Reserve. Ξεκινώντας από τα θεσμικά χαρακτηριστικά κάθε μία τράπεζας εντοπίσαμε ορισμένες σημαντικές διαφοροποιήσεις στο mandate, στις στρατηγικές, στον τρόπο άσκησης νομισματικής πολιτικής και στο βαθμό ανεξαρτησίας τους, οι οποίες δύνανται να εξηγήσουν την αποκλίνουσα ανταπόκρισή τους στην τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση.

Η ΕΚΤ προχώρησε σε μείωση των βασικών επιτοκίων με χρονική υστέρηση σε σχέση με τη FED, φοβούμενη πληθωριστικές πιέσεις (από την αύξηση των τιμών του πετρελαίου και των εμπορευμάτων) εμμένοντας στις προस्ताγές του “Single mandate” της. Από την άλλη πλευρά η πολιτική που ακολούθησε η FED, δηλαδή της ταχύτατης και σημαντικής μείωσης των επιτοκίων με το ξέσπασμα της κρίσης αντανakλά προσπάθειες τόνωσης της οικονομικής δραστηριότητας (dual Mandate).

Επιπρόσθετα και οι δύο τράπεζες για να ανταποκριθούν στην κρίση εισήγαγαν καινούργια «μη συμβατικά» εργαλεία πολιτικής γεγονός που οδήγησε σε ad hoc αλλαγές του λειτουργικού τους πλαισίου, υποδηλώνοντας ότι οι κεντρικές τράπεζες δεν ήταν προετοιμασμένες για την επικείμενη κρίση.

Η σημαντικότερη διαφορά που εντοπίσαμε είναι ότι η FED λόγω της ιστορικής της εμπειρίας και του πλεονεκτήματος της συνοχής ανταποκρίθηκε σχεδόν άμεσα στην κρίση, προβαίνοντας σε μαζικές αγορές κυβερνητικών ομολόγων και σταθεροποιώντας τις χρηματαγορές, ενώ η ΕΚΤ με τη χαρακτηριστική της πολυσπερμία απόψεων, καθυστέρησε δραματικά να επέμβει στη ραγδαία επιδείνωση των οικονομιών και η αντίδρασή της υπήρξε άτολμη και αδύναμη για να κατευναστούν οι ανησυχίες των αγορών με αποτέλεσμα την επιδείνωση μιας κατάστασης, η οποία στα αρχικά της στάδια ίσως ήταν εφικτό να αντιμετωπιστεί. Η ΕΚΤ απέτυχε να ανταποκριθεί στο ρόλο που απαιτούσαν οι αγορές από την ίδια σε αντίθεση με τη FED, όμως παρατηρείται πρόσφατα ένα κλίμα μεταστροφής της πολιτικής της. Η αλλαγή πιθανώς οφείλεται στις έντονες πιέσεις που δέχεται η ΕΚΤ

από τις αγορές, αλλά και από πολιτικούς κύκλους και στην αναποτελεσματικότητα της μέχρι τώρα πολιτικής της για την αντιμετώπιση της κρίσης χρέους.

Επιπλέον, ένα σημαντικό στοιχείο διαφοροποίησης των δύο κεντρικών τραπεζών προκύπτει από την απουσία μιας ενιαίας και συντονισμένης νομισματικής πολιτικής στην ευρωζώνη (η οποία αποτελεί ένα ασύμμετρο σύστημα), σε αντίθεση με τις ΗΠΑ. Η ΕΚΤ έχει να αντιμετωπίσει την έντονη ετερογένεια των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ σε δημοσιονομικό, μακροοικονομικό και πολιτισμικό επίπεδο που εμποδίζει τον συντονισμό της νομισματικής πολιτικής με τη δημοσιονομική και περιορίζει την εφαρμογή κατάλληλων νομισματικών πολιτικών για όλα τα κράτη-μέλη. Παράλληλα, τα αντικρουόμενα συμφέροντα και οι διαφορετικές πολιτικές απόψεις στο εσωτερικό της αποτελούν ανασταλτικούς παράγοντες στην έγκαιρη λήψη αποφάσεων και την αποφασιστική δραστηριοποίησή της. Μάλιστα η ρύθμιση αυτών των ζητημάτων, που εμποδίζουν την εύρυθμη λειτουργία της ΕΚΤ, βρίσκονται εκτός του πλαισίου δράσης της. Απαραίτητη είναι η οικοδόμηση μιας νέας Αρχιτεκτονικής της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ahearn R., Jackson J., Mix D. and Nelson R., “The Future of the Eurozone and U.S. Interests”, Congressional Research Service, January 2012

Bordo M., Jonung L. and Markiewicz A., “A fiscal union for the euro:Some lessons from history”, VOX, September 2011

Cecchetti S. and O’Sullivan R., “The European Central Bank and the Federal Reserve”, Oxford Review of Economic Policy, Volume 19, Issue 1, 2003

Cecioni M., Ferrero G. and Secchi A., “Unconventional monetary policy in theory and practice”, BANCA D’ ITALIA, September 2011

De Lucia C. and Lucas J.M., “Portraits of the ECB and Federal Reserve on a background of financial crisis”, BNP Paribas Conjoncture, V. 6, June 2010

Derek Thomson, “Fiscal Union Cannot Save the Euro”, The Atlantic, November 2011

Emsden C., “Tax Evasion Eating Into Italian GDP”, The Wall Street Journal, June 2007

Eujffinger S., “Crisis response of Central Banks – the ECB policy in comparison to the policy of the FED and the Bank of England”, European Parliament, July 2012

Fahr S., Motto R., Rostagno M., Smets F. and Tristani O., “A monetary policy strategy in good and bad times: Lessons from the recent past”, European Central Bank, Working Paper No 1336, May 2011

Flynn D. and Guarascio F., “ Berlusconi urges Bini Smaghi not to worsen ties with France”, Reuters, October 2011

Fontana G., “The Federal Reserve and the European Central Bank: a theoretical comparison of their legislative mandates”, Journal of Post Keynesian Economics, V. 28, Spring 2006

Furrutter M., "The Eurozone: An Optimum Currency Area?", IFIER paper, February 2012

Gerdesmeier D., Mongelli F. and Roffia B., "The eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan: Similarities and Differences", European Central Bank, Working Paper No 742, March 2007

Goodfriend, Marvin (1999) "The Role of a Regional Bank in a System of Central Banks." *Carnegie*, Rochester Conference Series on Public Policy, 51, 51-71.

Gros D., "The big easing", CEPS, Brussels, April 2012

Gros D., Alcidi C. and Giovanni A., "Central Banks in Times of Crisis: The FED versus the ECB", European Parliament, June 2012

Guillermo de la DEHESA, "Monetary Policy Responses to the Crisis by ECB, FED and BoE", European Parliament, June 2012

Guillermo de la DEHESA, "Single Monetary Policy and Economic Imbalances in the Euro Area", European Parliament, April 2012

Holinski N., Kool C., and Muysken J., "Persistent Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Causes and Consequences", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, January/February 2012

Holland K., "Why the European Central Bank Can't Spur Growth", CNBC, Απρίλιος 2012

Issing O., "Monetary and Financial Stability: Is There a Trade-Off?", BIS Papers No 18 "Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle: five views" Bank for International Settlements, 2003

Judd J. and Rudebusch G., "The goals of U.S. monetary policy," FRBSF Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco, 1999

Kelly K., "Greek default crisis is all about cultural differences in the Eurozone", The Australian, BUSINESS, September 2011

King S., "The eurozone's three deadly sins", Financial Times, January 2012

Labonte M., “Monetary Policy and Federal Reserve: Current Policy and Conditions”, Congress Research Service, August 2012

Lyons R., “Just say no-The facts on corporate tax rates in Europe”, May 2011

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

Pisani-Ferry J. and Wolff G., “Is LTRO E in disguise?”, Vox, May 2012

Pisani-Ferry J. and Wolff G., “Non-standard Policy Measures-A first Assessment”, European Parliament, April 2012

Pollard P., “A Look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve”, The Federal Reserve Bank of St. Louis, January/February 2003

Povoledo E., “Tax Cheats Become Italy’s Public Enemy”, The New York Times, March 2012

Richter F. and Wahl P., “The role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone”, Report based on a WEED Expert Meeting, 2011

Ripert M., “The different unconventional monetary policies: The ECB and the Fed”, Flash Economics, August 2012

Ryan J., (2009), “The Greenspan Federal Reserve Role in the Financial Crisis”, Working Papers Department of Economics, No.04/WP/2009, 2009

Smith G., “Italians evaded £100billion in taxes in ONE YEAR... nearly four times its new austerity budget”, Daily Mail, January 2012

Strupczewski J., “Euro zone move to fiscal union to boost confidence, needs time: Rehn”, Reuters, June 2012

Taylor P., “Top German quits ECB over bond-buying row”, Reuters, September 2012

Thompson N. and Chapple I., “Why won't the European Central Bank save Europe?”, CNN, November 2011

Totaro L., “Berlusconi Says He Asked ECB’s Bini Smaghi to Step Down”, Bloomberg, June 2011

Trichet J., “State of the Union: The Financial Crisis and the ECB’s respond between 2007 and 2009”, Journal of Common Market Studies, V. 48, Annual Review pp. 7-19, 2010

Vasarri C., “Berlusconi Pressed by EU Leaders on Finances, Bini Smaghi”, Bloomberg, Businessweek, October 2011

Vinocur N. and Mackenzie J., “France and Germany clash over ECB crisis role”, Reuters, November 2011

Weisenthal J., “HUSSMAN: The ECB Won’t Save Europe, And If It Tries, It Would Be A Total Disaster”, BUSINESS INSIDER, November 2011

“Argentine president fires central bank head”, CNN, January 2010

“Bloomberg: Απεριόριστες αγορές ομολόγων προβλέπει το σχέδιο Draghi”, capital, Σεπτέμβριος 2012

“Draghi: Παρεμβάσεις της ΕΚΤ στη δευτερογενή αγορά υπό προϋποθέσεις”, capital, Σεπτέμβριος 2012

“ECB hawk Jürgen Stark quits amid fears of rift “, The Telegraph, September 2012

“First quarter 2012 compared with fourth quarter 2011 Euro area government debt up to 88.2% of GDP EU27 up to 83.4%”, Eurostat news release, euro indicators, July 2012

“Towards a genuine Economic and Monetary Union”, Report by President of the European Council Herman Van Rompuy, PRESSE 296, June 2012

“Η εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής στη ζώνη του ευρώ”, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2008

Γώγος Κ., “Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών ως φορέας «παράπλευρης» πολιτικής εξουσίας. Ζητήματα δημοκρατικής νομιμοποίησης υπό την οπτική γωνία του ελληνικού Συντάγματος”, Το Σύνταγμα, Διμηνία Επιθεώρηση Συνταγματικής Θεωρίας και Πράξης, 2003

INTERNET

<http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>

http://www.ecb.int/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html

<http://www.ecb.int/ecb/html/crisis.en.html>

http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm

<http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>

<http://www.newyorkfed.org/markets/statistics/dlyrates/fedrate.html>

<http://www.ecb.int/press/pr/wfs/2012/html/index.en.html>

<http://www.avondaleam.com/2012/05/comparison-of-ecb-and-fed-balance.html>

http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120326_1.en.html

<http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>

<http://www.ecb.int>

<http://www.ecb.int/press/02/pr021220en.pdf>

http://www.ecb.int/press/pr/date/1998/html/pr981013_1.en.html

http://www.ecb.int/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.en.html

http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/l_33120111214el00010095.pdf

<http://www.frbsf.org/publications/federalreserve/fedinbrief/guides.html>

<http://www.ecb.int/ecb/orga/accountability/html/index.en.html>

http://www.federalreserve.gov/faqs/about_12798.htm

http://en.wikipedia.org/wiki/Optimum_currency_area

<http://blog.thomsonreuters.com/index.php/euro-zone-debt-graphic-of-the-day/>

<http://www.ronanlyons.com/2011/05/17/just-say-non-the-facts-on-corporate-tax-rates-in-europe/>

http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/index_el.htm

<http://nora.malhasoglu.com/?p=1114>

http://en.wikipedia.org/wiki/File:Unit_labor_costs.svg

<http://iuwest.wordpress.com/2010/12/03/the-competitiveness-of-european-countries/>

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/R_%26_D_expenditure

http://en.wikipedia.org/wiki/European_Union_statistics

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

1. Επιτόκια Αναφοράς ΕΚΤ

Ημερομηνία	Διευκόλυνση Αποδοχής Καταθέσεων	Δημοπρασίες Σταθερού Επιτοκίου Σταθερό Επιτόκιο	Δημοπρασίες Ανταγωνιστικού Επιτοκίου Ελάχιστο Επιτόκιο	Διευκόλυνση Οριακής Χρηματοδότησης
11/07/2012	0,00	0,75	-	1,50
14/12/2011	0,25	1,00	-	1,75
09/11/2011	0,50	1,25	-	2,00
13/07/2011	0,75	1,50	-	2,25
13/04/2011	0,50	1,25	-	2,00
13/05/2009	0,25	1,00	-	1,75
08/04/2009	0,25	1,25	-	2,25
11/03/2009	0,50	1,50	-	2,50
21/01/2009	1,00	2,00	-	3,00
10/12/2008	2,00	2,50	-	3,00
12/11/2008	2,75	3,25	-	3,75
15/10/2008	3,25	3,75	-	4,25
09/10/2008	3,25	-	-	4,25
08/10/2008	2,75	-	-	4,75
09/07/2008	3,25	-	4,25	5,25
13/06/2007	3,00	-	4,00	5,00
14/03/2007	2,75	-	3,75	4,75
13/12/2006	2,50	-	3,50	4,50
11/10/2006	2,25	-	3,25	4,25
09/08/2006	2,00	-	3,00	4,00
15/06/2006	1,75	-	2,75	3,75
08/03/2006	1,50	-	2,50	3,50
06/12/2005	1,25	-	2,25	3,25
06/06/2003	1,00	-	2,00	3,00
07/03/2003	1,50	-	2,50	3,50
06/12/2002	1,75	-	2,75	3,75
09/11/2001	2,25	-	3,25	4,25
18/09/2001	2,75	-	3,75	4,75
31/08/2001	3,25	-	4,25	5,25
11/05/2001	3,50	-	4,50	5,50
06/10/2000	3,75	-	4,75	5,75
01/09/2000	3,50	-	4,50	5,50
28/06/2000	3,25	-	4,25	5,25
09/06/2000	3,25	4,25	-	5,25
28/04/2000	2,75	3,75	-	4,75
17/03/2000	2,50	3,50	-	4,50
04/02/2000	2,25	3,25	-	4,25
05/11/1999	2,00	3,00	-	4,00
09/04/1999	1,50	2,50	-	3,50
22/01/1999	2,00	3,00	-	4,50
04/01/1999	2,75	3,00	-	3,25
01/01/1999	2,00	3,00	-	4,50

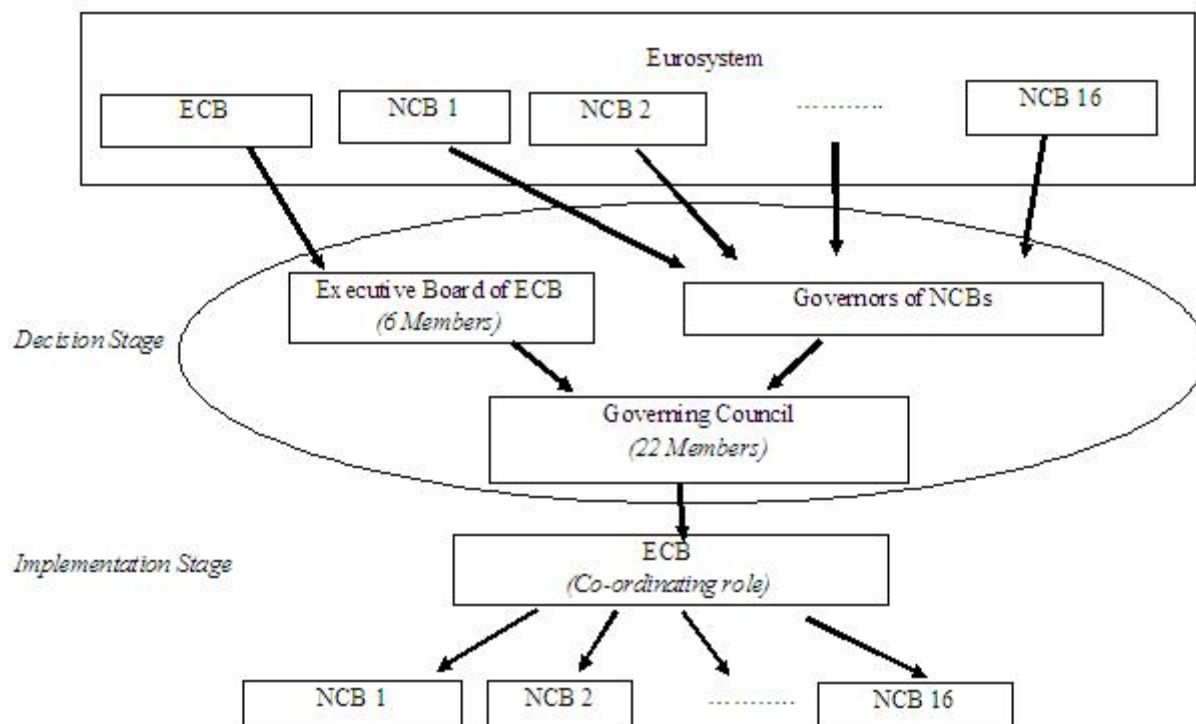
ΠΗΓΗ: ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

2. Επιτόκια FED

Federal Funds Target Rate											
Month/Da y	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Jan 1	1.75 %	1.25 %	1.00 %	2.25 %	4.25 %	5.25 %	4.25 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %
Feb 1	1.75 %	1.26 %	1.00 %	2.25 %	4.50 %	5.25 %	3.00 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %
Mar 1	1.75 %	1.25 %	1.00 %	2.50 %	4.50 %	5.25 %	3.00 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %
Apr 1	1.75 %	1.25 %	1.00 %	2.75 %	4.75 %	5.25 %	2.25 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %
May 1	1.75 %	1.25 %	1.00 %	2.75 %	4.75 %	5.25 %	2.00 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %
Jun 1	1.75 %	1.25 %	1.00 %	3.00 %	5.00 %	5.25 %	2.00 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %
Jul 1	1.75 %	1.00 %	1.25 %	3.25 %	5.25 %	5.25 %	2.00 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %
Aug 1	1.75 %	1.00 %	1.25 %	3.25 %	5.25 %	5.25 %	2.00 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %
Sep 1	1.75 %	1.00 %	1.50 %	3.50 %	5.25 %	5.25 %	2.00 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %
Oct 1	1.75 %	1.00 %	1.75 %	3.75 %	5.25 %	4.75 %	2.00 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %	
Nov 1	1.75 %	1.00 %	1.75 %	4.00 %	5.25 %	4.50 %	1.00 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %	
Dec 1	1.25 %	1.00 %	2.00 %	4.00 %	5.25 %	4.50 %	1.00 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %	0%- 0.25 %	

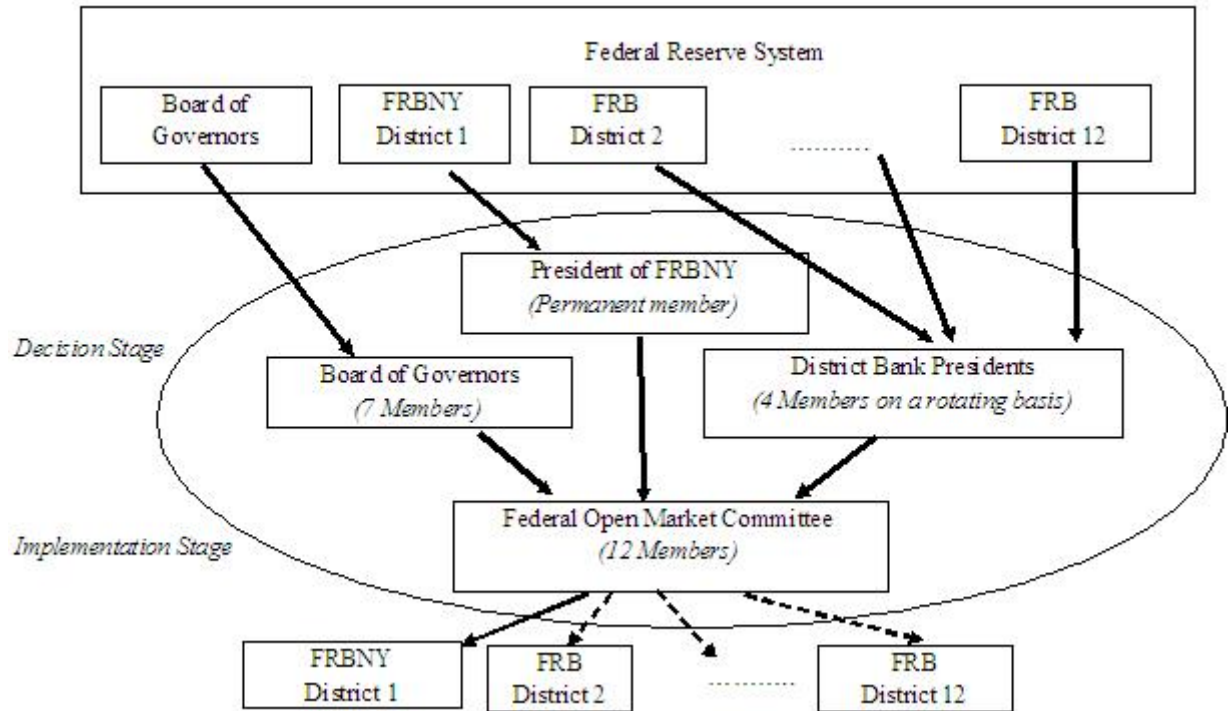
ΠΗΓΗ: FEDERAL RESERVE BOARD

3. ΟΡΓΑΝΩΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ



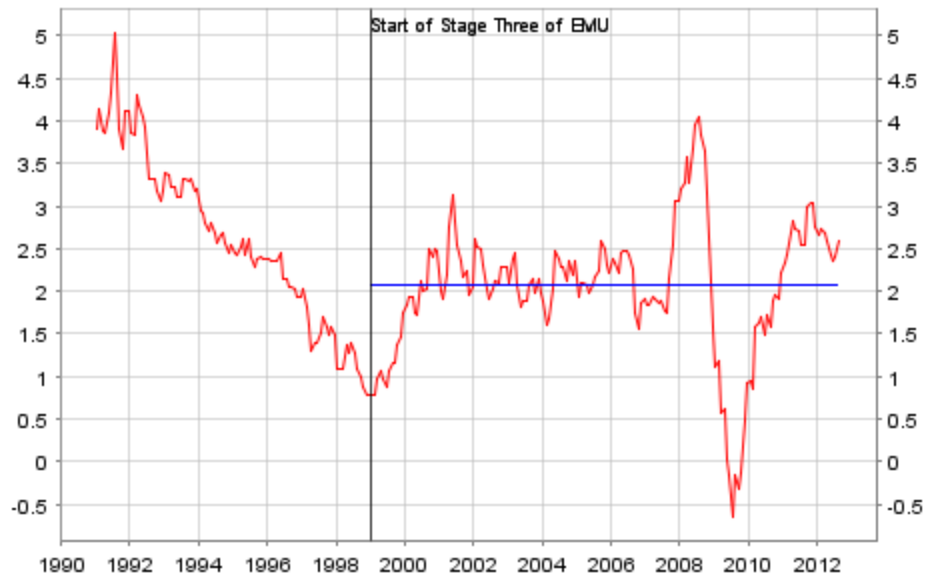
ΠΗΓΗ: Gerdesmeier, Mongelli and Roffia (2007)

4. ΟΡΓΑΝΩΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ FEDERAL RESERVE SYSTEM



ΠΗΓΗ: Gerdesmeier, Mongelli and Roffia (2007)

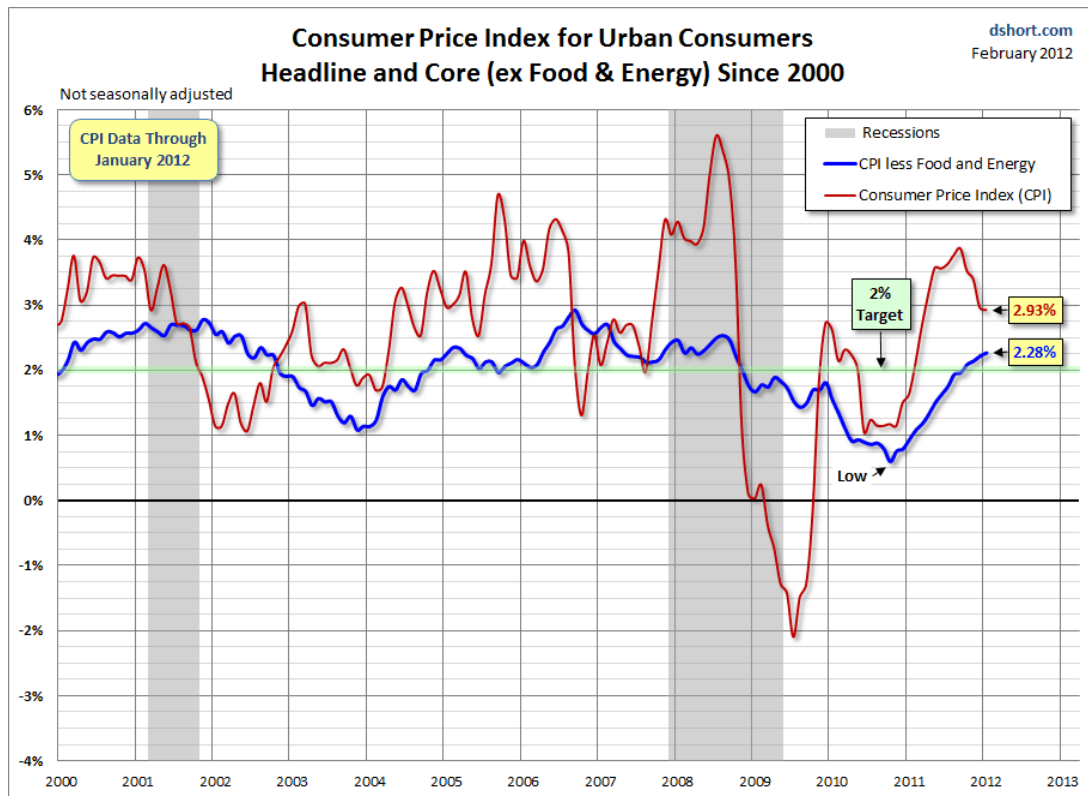
5. ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ



ΠΗΓΗ: ECB

Διαθέσιμο στο <http://www.ecb.int/mopo/html/index.en.html>

6. ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ ΣΤΙΣ ΗΠΑ



ΠΗΓΗ: <http://econintersect.com/wordpress/?p=19129>