

ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΠΜΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ



Διπλωματική Εργασία

ΚΕΝΤΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ:
ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΤΗΣ
FED ΚΑΙ ΤΗΣ ECB

Επιβλέπων Καθηγητής: Αντρέας Αντωνιάδης

Επιμέλεια: Ελένη Υφαντή (Α.Μ.: 1210Μ098)

ΑΘΗΝΑ

ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2012

*Η μετά - κρίση εποχή, αποτελεί μια εποχή πειραματισμού και εξερεύνησης για τις
κεντρικές τράπεζες*

Charles Goodhart

Περίληψη

Στόχος της παρούσας εργασίας είναι να μελετήσει τη χρηματοπιστωτική κρίση από τη σκοπιά των δύο μεγαλύτερων κεντρικών τραπεζών, της FED και της EKT. Αναμφισβήτητα ο ρόλος τους στην αντιμετώπιση της κρίσης υπήρξε και παραμένει κεντρικός. Παρόλα αυτά όμως η κρίση έχει κλονίσει τα θεμέλια του συστήματος των κεντρικών τραπεζών. Προ-κρίσης η συνταγή της επιτυχίας ήταν αρκετά απλή, ακολουθούμε τις επιταγές της μονεταριστικής θεωρίας, διατήρηση του πληθωρισμού σε ένα στενό εύρος μέσω του ελέγχου του βραχυπρόθεσμου επιτοκίου και τα υπόλοιπα θα τα ρυθμίσει η αγορά από μόνη της. Αποδείχθηκε όμως ότι η σταθερότητα των τιμών δεν μπορεί να προσφέρει καμιά εγγύηση έναντι σοβαρών κρίσεων και οικονομικών απειλών. Οι δύο κεντρικές τράπεζες αναγκάστηκαν να υιοθετήσουν μέτρα νομισματικής πολιτικής που χαρακτηρίστηκαν ως «μη συμβατικά» και να προχωρήσουν πιο πέρα από τις πολιτικές ρύθμισης του επιτοκίου. Η απειλή του δημοσίου χρέους επιβάλλει τη συνεργασία, τη διαχείριση του κινδύνου και την εισαγωγή εργαλείων μακροοικονομικής σταθερότητας επεκτείνοντας την αποστολή των τραπεζών.

Λέξεις κλειδιά: Νομισματική πολιτική, μακροοικονομικά εργαλεία, τραπεζικό σύστημα, νομισματική και χρηματοοικονομική σταθερότητα, ανεξαρτησία των τραπεζών, μακρο - προληπτική

Abstract

The aim of this paper is to examine the financial crisis from the perspective of the two central banks: the FED and the ECB. Undoubtedly, their role in addressing the crisis was and remain central. Despite this, the crisis has shaken the foundations of the central banking system. During the pre-crisis period, the recipe for success was simple, that is, follow the dictates of monetarist theory, keeping inflation in a narrow range through the control of short-term interest rate and the rest will be set by the market alone. It turned out, however, that price stability cannot offer any guarantee against severe economic crises and threats. The two Central Banks are forced to adopt monetary policy measures classified as "unconventional" and move beyond the politics of interest. The sovereign debt threat imposes collaboration, risk management tools and the introduction of macroeconomic stability by expanding the mission of the banks.

Key Words: Monetary Policy, macroeconomic tools, central banking, monetary and financial stability, independence, macro-prudential

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ, ΕΙΚΟΝΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ	7
ΑΡΚΤΙΚΟΛΕΞΑ - ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ	8
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ^ο	14
Η ΟΜΟΣΠΟΝΔΙΑΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΩΝ Η.Π.Α ΚΑΙ Η ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	14
1. Η ΟΜΟΣΠΟΝΔΙΑΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΩΝ ΗΠΑ (<i>FEDERAL RESERVE</i>).....	14
1.1 Ιστορικά στοιχεία	14
1.2 Το Συμβούλιο των Διοικητών.....	17
1.3 Οι Περιφερειακές Ομοσπονδιακές Τράπεζες.....	18
1.4 Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοιχτής Αγοράς (<i>Federal Open Market Committee</i>).....	20
2. Η ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (<i>EUROPEAN CENTRAL BANK – ECB</i>)	21
2.1 Ιστορικά Στοιχεία	21
2.2 Η δομή και η αποστολή της ΕΚΤ.....	23
2.2.1 Το Διοικητικό Συμβούλιο	25
2.2.2 Η Εκτελεστική Επιτροπή.....	26
3. Συγκριτική Ανάλυση των δύο τραπεζών	26
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ^ο	32
ΟΙ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ.....	32
1. Η Πολιτική της FED πριν την κρίση του 2008.....	32
2. Η πολιτική αντιμετώπισης της κρίσης από την FED	36
3. Η πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας πριν και κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης.....	42
4. Συγκριτική αξιολόγηση	49
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ^ο	53

Η ΝΕΑ ΑΡΧΙΤΕΚΤΟΝΙΚΗ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ.....	53
1. <i>Εκ νέου σχεδιασμός της άσκησης Νομισματικής Πολιτικής από τις Κεντρικές Τράπεζες</i>	53
1.1 <i>Τα «μη συμβατικά μέτρα» νομισματικής πολιτικής</i>	53
1.2 <i>Νομισματική πολιτική και μακροοικονομική σταθερότητα</i>	55
2. <i>Προτάσεις και Προοπτικές</i>	57
3. <i>Παρατηρήσεις</i>	63
ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....	65
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	68

Εικόνα 1: Οι Περιφερειακές Ομοσπονδιακές Τράπεζες (σελ. 19)

Πίνακας 1: Στοιχεία του Νομισματικού Πλαισίου Λειτουργίας της FED & της ΕΚΤ (σελ. 27)

Πίνακας 2: Αρμοδιότητες και Πολιτικές της FED & της ΕΚΤ (σελ. 29)

Διάγραμμα 1: Το επιτόκιο διατραπεζικού δανεισμού της FED από το 2000 έως το 2010 (σελ. 34)

Διάγραμμα 2: Το επιτόκιο διατραπεζικού δανεισμού της FED από το καλοκαίρι του 2007 έως το καλοκαίρι του 2008 (σελ. 38)

Διάγραμμα 3: Το επιτόκιο της ΕΚΤ από το Μάρτιο του 2003 έως το Δεκέμβριο του 2011 (σελ. 44)

EKT: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

ONE: Οικονομική Νομισματική Ένωση

ΗΠΑ: Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής

EAA: Επιτροπή Ανοιχτής Αγοράς

OEAA: Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοιχτής Αγοράς

FED: Federal Reserve Bank

FOMC: Federal Open Market Committee

ECOFIN: Economic and Financial Affairs Council

TAF: Term Auction Facility

PDCF: Primary Dealer Credit Facility

TSLF: Term Securities Credit Facility

TRAP: Troubled Asset Relief Program

EESA: Emergency Economic Stabilization Act

CPFF: Commercial Paper Funding Facility

TALF: Term Asset-Backed Securities Loan Facility

ECP: Enhanced Credit Programme

EFSS: European Financial Stabilization Facility

OMTs: Outright Monetary Transactions

SMP: Securities Market Programme

MMIFF: Money Market Investor Facility

AMLF: Asset Backed Commercial Paper Money Market Fund Liquidity Facility

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Την 1η Ιανουαρίου του 1999, η νομισματική πολιτική ευθύνη στην Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ), πέρασε πάνω στο Ευρωσύστημα. Από τότε, η παγκόσμια προσοχή συγκεντρώνεται όλο και περισσότερο σε δύο κεντρικές τράπεζες: στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (FED)¹.

Η παρούσα εργασία σκοπό έχει να μελετήσει τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 μέσα από τη σκοπιά των δύο αυτών κεντρικών τραπεζών, της FED και της ΕΚΤ. Τα βασικά ερωτήματα που θα απαντηθούν είναι εάν οι πολιτικές των δύο τραπεζών για την αντιμετώπιση της κρίσης ήταν αποτελεσματικές, σε ποιο βαθμό ανταποκρίθηκαν στις προσδοκίες τους και αν είναι απαραίτητη μια νέα προσέγγιση της νομισματικής πολιτικής αλλά και της αρχιτεκτονικής των κεντρικών τραπεζών. Καταλήγουμε ότι οι κεντρικές τράπεζες επιβάλλεται να αναπροσαρμόσουν τις αποστολές τους. Μια ρητή εντολή μακροοικονομικής σταθερότητας όσον αφορά την πρόληψη και διαχείριση των κρίσεων θα πρέπει να υιοθετηθεί. Στην περίπτωση της μακροοικονομικής εντολής, όταν το πρόβλημα ρευστότητας μετατρέπεται σε πρόβλημα φερεγγυότητας και ειδικά όταν το τελευταίο συνεπάγεται τον κίνδυνο της συστημικής κατάρρευσης, η κεντρική τράπεζα θα πρέπει να λειτουργεί μαζί με την κυβέρνηση με διακριτούς όμως ρόλους και πεδία δράσης έτσι ώστε να μην απειλείται η ανεξαρτησία της τράπεζας.

Στο πρώτο κεφάλαιο, μέσα από την πορεία των δύο τραπεζών στο χρόνο θα δούμε τον τρόπο που αυτές λειτουργούν, πως παίρνουν αποφάσεις και πάνω σε ποια νομιμοποιητική βάση στηρίζονται. Το σημαντικότερο από όλα είναι να δούμε ποιοι είναι οι στόχοι τους και ποια η αποστολή τους και πως μέσα από αυτή την αποστολή ενεργούν. Η πιο σημαντική διαφορά μεταξύ των δύο τραπεζών, της FED και της ΕΚΤ, έχει να κάνει περισσότερο με τον τρόπο οργάνωσης τους και το πολιτικό, πολιτισμικό και θεσμικό πλαίσιο μέσα στο οποίο κινούνται παρά με τις διαφορές στους στόχους, στη φιλοσοφία και στον τρόπο αντιμετώπισης του πληθωρισμού.

¹ Karlheinz Ruckriegel & Franz Seitz, “The Eurosystem and the Federal Reserve System Compared: Facts and Challenges”, *Zentrum für Europäische Integrationsforschung Center for European Integration Studies Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn*, 2002, σελ. 1

Στο δεύτερο κεφάλαιο, οι αντιδράσεις των κεντρικών τραπεζών, τα μέτρα και οι πολιτικές που εφάρμοσαν πριν και κατά τη διάρκεια της κρίσης αποτελούν το σημαντικότερο στοιχείο αποκάλυψης του τρόπου δράσης τους. Αξιολογούμε το βαθμό απόκρισης τους, το εύρος των ενεργειών τους και εξετάζουμε τις πράξεις τους από τη σκοπιά της αποστολή τους και μέσα από το νομικό πλαίσιο που τις περιβάλλει, στη συνέχεια γίνεται μια σύγκριση των πολιτικών που ακολουθήθηκαν στις δύο πλευρές του ατλαντικού, αξιολογώντας τα αποτελέσματα τους, τους κινδύνους που αντιμετώπισαν και τις προκλήσεις που έχουν ακόμη να αντιμετωπίσουν.

Ο κυρίαρχος φόβος όλων όσων ερευνούν τα αποτελέσματα της κρίσης είναι ο κίνδυνος μιας παρόμοιας απειλής στο μέλλον. Στο τρίτο μέρος της παρούσας εργασίας, εξετάζεται η νομισματική πολιτική ως το κυρίαρχο μέσο άσκησης πολιτικής των κεντρικών τραπεζών και αξιολογείται ο ρόλος της και οι νέες προκλήσεις που έχει να αντιμετωπίσει καθώς οι κανόνες άσκησης νομισματικής πολιτικής άλλαξαν και η αναπροσαρμογή στα νέα δεδομένα είναι αναπόφευκτη. Στη συνέχεια παρουσιάζονται προτάσεις για ένα νέο σύστημα κεντρικών τραπεζών το οποίο θα μπορεί να ανταπεξέρχεται στις προκλήσεις του χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος. Καταλήγουμε ότι η λειτουργική ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών θα πρέπει να ενισχυθεί, διαφορετικά δεν είναι δυνατόν να αντιμετωπιστούν αποτελεσματικά οι συνέπειες των οικονομικών κύκλων. Η λειτουργική ανεξαρτησία προστατεύει τις κεντρικές τράπεζες από τις πολιτικές πιέσεις που υπονομεύουν την ικανότητά τους να παρεμβαίνουν όταν οι καταστάσεις εκτροχιάζονται και μπορεί να οδηγήσουν σε οικονομικές φούσκες και εν συνεχεία σε κρίσεις του συστήματος.

Οι κεντρικές τράπεζες πρωτοεμφανίστηκαν το 1668 με την Σουηδική Riksbank. Αρκετά χρόνια αργότερα το 1913, όταν ιδρύθηκε η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, μόνο είκοσι (20) κεντρικές τράπεζες υπήρχαν. Ο αριθμός των κεντρικών τραπεζών αυξήθηκε σημαντικά κατά την περίοδο του 2^{ου} Παγκοσμίου Πολέμου ως αποτέλεσμα της αποαποικιοποίησης. Αυτός ο αριθμός αυξήθηκε ξανά στις αρχές της δεκαετίας του 1990 λόγω της κατάρρευσης της Σοβιετικής Ένωσης και της δημιουργίας κεντρικών τραπεζών από τις νεοσύστατες δημοκρατίες. Το 1997 υπήρχαν 172 κεντρικές τράπεζες. Το 1998 προστέθηκε στη λίστα των κεντρικών

τραπεζών και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)². Η Fed μαζί με την ΕΚΤ καλύπτουν μια γεωγραφική περιοχή που αντιπροσωπεύει το 37% της παγκόσμιας οικονομίας³.

Αν και οι πολιτικές που ακολουθούν αυτές οι δύο κεντρικές τράπεζες αποτελούν αντικείμενο σχολιασμού και μελέτης σχεδόν καθημερινά από τους οικονομολόγους, η κρίση που ξεκίνησε από την Αμερική το 2007 και έπληξε ολόκληρο τον κόσμο μέσα σε σύντομο χρονικό διάστημα, έβαλε τις πολιτικές των δύο τραπεζών στο μικροσκόπιο.

Η χρηματοπιστωτική κρίση που ξέσπασε στις ΗΠΑ τον Αύγουστο του 2007 υπήρξε το πιο δυνατό χρηματοπιστωτικό «σοκ» που αντιμετώπισε η χώρα από την εποχή της Μεγάλης Ύφεσης αλλά και ολόκληρος ο κόσμος. Όχι μόνο επειδή αυτό είχε δραματικές επιπτώσεις στην αμερικανική οικονομία, με την ύφεση που ξεκίνησε το Δεκέμβριο του 2007 να είναι πιθανόν η χειρότερη και βαθύτερη από το Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο, αλλά και γιατί είχε τεράστιες επιπτώσεις στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα⁴.

Τον Αύγουστο του 2007, η παγκόσμια οικονομία βρέθηκε στη δίνη μίας μεγάλης χρηματοοικονομικής κρίσης με την κατάρρευση της αγοράς στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου των ΗΠΑ και της αγοράς τιτλοποιημένων δανείων, δηλαδή ομολόγων που ήταν καλυμμένα με στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου. Επεκτάθηκε στη συνέχεια στις αγορές ομολόγων και στις διατραπεζικές αγορές και εξελίχθηκε σε βαθειά κρίση εμπιστοσύνης στο χρηματοοικονομικό σύστημα των ΗΠΑ και σε ουσιαστική διατάραξη της ομαλής λειτουργίας του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος⁵.

Καταλυτικός παράγοντας στο ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης ήταν το «σπάσιμο» της φούσκας των ακινήτων, το καλοκαίρι του 2006⁶. Υπολογίζεται ότι το 44% όλων των ενυπόθηκων ακινήτων υπήρξαν επισφαλή, νούμερο πρωτοφανές για

² Patricia S. Pollard, “A look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve”, *The Federal Reserve Bank of St. Louis*, 2003, σελ. 11

³ Giuseppe Fontana, “The Federal Reserve and the European Central Bank: a theoretical comparison of their legislative mandates”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 2006, Vol.28, No.3, σελ. 435

⁴ Frederic S. Mishkin, “ The Financial Crisis and the Federal Reserve”, *Graduate School of Business, Columbia University and National Bureau of Economic Research*, 2009, σελ. 1

⁵ Alpha Bank, Οικονομικό Δελτίο, Τριμηνιαία Έκδοση, Φεβρουάριος 2009, τ. 108

⁶ John Campbell, “The US financial crisis: Lessons for theories of institutional complementary”, *Socio-economic review*. 2011. σελ. 215

τα αμερικανικά δεδομένα⁷. Η κρίση εκδηλώθηκε αρχικά όταν οι Κεντρικές Τράπεζες των ΗΠΑ παρενέβησαν για να ενισχύσουν τη ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος⁸.

Η κρίση έχει τις ρίζες της σε ένα συνδυασμό παραγόντων που δημιουργήθηκαν κατά την περίοδο 1999-2007. Ο πρώτος, ήταν η υπερβολική επέκταση της αγοράς ακινήτων, που είχε σαν αποτέλεσμα την αύξηση του αριθμού των ενυπόθηκων δανείων, δεύτερον, το ιστορικά χαμηλό επιτόκιο⁹ που επικράτησε στην πλειοψηφία των Κεντρικών Τραπεζών για πολύ μεγάλο χρονικό διάστημα¹⁰, τρίτον, οι χρηματοοικονομικές καινοτομίες στο πλαίσιο ενός περιβάλλοντος υπερβολικής απορρύθμισης, τέταρτον, η εξάλειψη του φόβου του πληθωρισμού από τις Κεντρικές Τράπεζες με αποτέλεσμα να χαλαρώσουν την επαγρύπνηση τους, οι τεράστιες διεθνείς ανισορροπίες, η συγκέντρωση κεφαλαίων σε χώρες όπως η Κίνα, η Ταϊβάν, η Νότιος Κορέα και άλλες που είχε ως αποτέλεσμα την αναζήτηση χρηματοοικονομικών επενδύσεων στο παγκόσμιο τραπεζικό σύστημα¹¹. Τα υψηλά εξωτερικά ελλείμματα και πλεονάσματα που δημιουργήθηκαν αύξησαν την ευθραυστότητα του παγκόσμιου οικονομικού συστήματος¹². Επιπλέον με την κατάργηση του νόμου Glass-Steagall,¹³ το 1999, έχουμε μια de facto οικονομική απελευθέρωση που διευκόλυνε τη δημιουργία του «σκιάδους τραπεζικού συστήματος» (shadow-banking system)¹⁴.

⁷ David Tarr, *The Political, Regulatory and Market Failures That Caused the USE Financial Crisis*. Policy Research Working Paper 5324. The World Bank. 2010. p2

⁸ Σπυρίδων Βούλγαρης & Νικόλαος Τριανταφυλλόπουλος, Η κρίση των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου: τα αίτια και οι μηχανισμοί της. Σειρά Ερευνητικών Εργασιών, 15 (12): 221-236. 2009. σελ. 223

⁹ Η Fed μείωσε το πραγματικό επιτόκιο σημαντικά, μετά τη χρεωκοπία της dot-com και την κατάρρευση των δίδυμων πύργων. Leo Panitch & Martijn Konings, "Myths of Neoliberal Deregulation", *New Left Review* 57, 2009, σελ. 74

¹⁰ Το ομοσπονδιακό επιτόκιο έφτασε στο 1%, με αυτό τον τρόπο εξασφαλίστηκε φθηνό χρήμα ώστε να αυξηθούν οι επενδύσεις, αλλά αν ληφθεί υπόψη και ο πληθωρισμός, τα πραγματικά επιτόκια ήταν αρνητικά, στην ουσία η κυβέρνηση επιδοτούσε τις επενδύσεις.

¹¹ Michael Sakbani, "The global recession, Analysis, evaluation, and implications of the policy response and some reform proposals". *Studies in Economics and Finance*. Vol.27.No 2. 2010. σελ.92

¹² Robert Wade, "Financial Regime Change?". *New Left Review* 53. 2008. σελ.11

¹³ Ο νόμος Glass-Steagall αποτελούσε τον ακρογωνιαίο λίθο του ρυθμιστικού οικοδομήματος, χωρίς τις τράπεζες σε δύο είδη: εμπορικές, που δέχονταν καταθέσεις, και επενδυτικές, που δεν δέχονταν. Στις εμπορικές τράπεζες επιβλήθηκαν αυστηροί περιορισμοί ως προς τα ρίσκα που θα μπορούσαν να αναλάβουν και ως αντάλλαγμα είχαν πρόσβαση σε πίστωση από τη FED. Οι επενδυτικές είχαν λιγότερους περιορισμούς. Paul Krugman, «Η Κρίση του 2008 και η επιστροφή των οικονομικών της ύφεσης». Εκδόσεις Καστανιώτη, Αθήνα, 2009. σελ.190

¹⁴ Leo Panitch & Martijn Konings, "Myths of Neoliberal Deregulation", σελ.68

Η κρίση προκάλεσε πανικό, πτώση της κατανάλωσης και της ζήτησης, ανεργία και όλα τα συνακόλουθα των μεγάλων Υφέσεων. Η κρίση που ξεκίνησε από τις αγορές των ΗΠΑ επηρέασε όλο τον κόσμο, κάτι που δείχνει τον υψηλό βαθμό διασύνδεσης των αγορών. Το μεγαλύτερο χτύπημα, το δέχτηκε η Ισλανδία, λόγω της μεγάλης έκθεσης των τραπεζών της σε τοξικά ομόλογα. Παρά τα μεγάλα αποθέματα της η Βρετανία χτυπήθηκε και αυτή από την κρίση. Τον Οκτώβριο του 2008, η Βρετανική Κυβέρνηση, ανακοίνωσε ένα πρόγραμμα κεφαλαιακής ενίσχυσης των τραπεζών ύψους \$87δισ και άλλα \$420 δισ για πιστωτική κάλυψη¹⁵. Η Γαλλία επίσης αντιμετώπισε προβλήματα, ενώ αναταράξεις παρατηρήθηκαν σε Βέλγιο, Ιταλία, Λουξεμβούργο και Ολλανδία. Στην Ευρώπη και στην Ασία άργησαν να αντιληφθούν ότι η κρίση ήταν παγκόσμια, στην αρχή νόμιζαν πως το πρόβλημα αφορούσε μόνο ορισμένες τράπεζες. Όταν το αντιλήφθηκαν άρχισαν να σχεδιάζουν διάφορα προγράμματα στήριξης του χρηματοπιστωτικού τομέα¹⁶.

Η μεταφορά της κρίσης στην πραγματική οικονομία έγινε μέσω της απομόχλευσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος, οι τράπεζες σταμάτησαν να δανείζουν και οι οικονομία πάγωσε. Από χρηματοοικονομική κρίση του δυτικού κόσμου, η κρίση του 2008, μετατράπηκε σε παγκόσμια οικονομική κρίση της πλειονότητας των χωρών του πλανήτη και στη συνέχεια απέκτησε επικίνδυνες μορφές και διαστάσεις μακροπρόθεσμου χαρακτήρα, μία από τις οποίες είναι και η σημερινή εσωτερική πολιτική και οικονομική κρίση στην Ευρωζώνη. Έτσι, το 2009 η παγκόσμια οικονομία βρέθηκε αντιμέτωπη με τη χειρότερη ύφεση της μεταπολεμικής περιόδου, με το ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης να γίνεται αρνητικός, - 1,9%, για πρώτη φορά μετά το πρώτο μισό της δεκαετίας του 1930 και τη Μεγάλη Ύφεση¹⁷.

¹⁵ Michael Sakbani, "The global recession, Analysis, evaluation, and implications of the policy response and some reform proposals". σελ.95

¹⁶ ibid, σελ. 96

¹⁷ Γκίκας Χαρδούβελης, Το χρονικό της διεθνούς και συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης: αίτια, επιπτώσεις, αντιδράσεις, προοπτική. Στο Καραμούζης Νικόλαος & Χαρδούβελης Γκίκας (επ.) *Από τη Διεθνή Κρίση στην Κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;*, Εκδοτικός Οίκος: Α.Α. Λιβάνη, Αθήνα. 2011. σελ.13-15.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

Η ΟΜΟΣΠΟΝΔΙΑΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΩΝ Η.Π.Α ΚΑΙ Η ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

1. Η ΟΜΟΣΠΟΝΔΙΑΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΩΝ ΗΠΑ (FEDERAL RESERVE)

1.1 Ιστορικά στοιχεία

Κατά τη διάρκεια του 19^{ου} αιώνα και στις αρχές του 20^{ου}, το τραπεζικό σύστημα αντιμετώπιζε σημαντικά προβλήματα. Η αποτυχία του Εθνικού τραπεζικού συστήματος να παρέχει χρηματοδότηση σε ευπαθείς χρηματοοικονομικούς οργανισμούς και επιχειρήσεις φανέρωνε τις αδυναμίες της οικονομίας και την αποτυχία της στην αντιμετώπιση των κρίσεων. Μια ιδιαίτερα σοβαρή κρίση το 1907, ώθησε το Κογκρέσο στη δημιουργία μια Εθνικής Νομισματικής Επιτροπής η οποία έβαλε τα θεμέλια της δημιουργίας ενός οργανισμού ο οποίος θα βοηθούσε στην πρόληψη τέτοιου είδους οικονομικών αναταραχών¹⁸. Στις 23 Δεκεμβρίου του 1913 δημιουργήθηκε το Τραπεζικό Σύστημα των ΗΠΑ με την υπογραφή της Federal Reserve Act¹⁹ (P.L. 63-43)²⁰, το οποίο αποτελεί μια σχετικά καινούργια τράπεζα, αν και μέχρι τότε μόνο είκοσι (20) κεντρικές τράπεζες υπήρχαν²¹. Η FED ξεκίνησε ως θεματοφύλακας των τραπεζικών αποθεματικών, καθώς η μη διατήρηση των αποθεματικών σε ένα κεντρικό σημείο προκαλούσε οικονομική αβεβαιότητα και πιστωτικές κρίσεις στις τράπεζες. Η επίλυση αυτού του προβλήματος από τη FED έγινε μέσω της συγκέντρωσης των αποθεματικών²², με αυτό τον τρόπο δημιουργήθηκε ευελιξία στη βάση των αποθεματικών και ελαστικότητα στην προσφορά χρήματος²³.

¹⁸ Board of Governors of the Federal Reserve System, “*Federal Reserve System, Purposes & Functions*”, Washington, DC20551, Ninth Edition, 2005, σελ. 1-2

¹⁹ Η αρχική Federal Reserve Act βασίστηκε στον κανόνα χρυσού και στο Δόγμα των Πραγματικών Λογαριασμών (real bills doctrine), σύμφωνα με το οποίο η έκδοση χρήματος για την εξυπηρέτηση των πραγματικών λογαριασμών δεν είναι πληθωριστική. Allan H. Meltzer, “Politics and the Fed”, *Carnegie Mellon University and The American Enterprise Institute*, 2010, σελ. 4

²⁰ Από τον Πρόεδρο Woodrow Wilson.

²¹ Patricia S. Pollard, “A look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve”, *The Federal Reserve Bank of St. Louis*, 2003, σελ. 11

²² Από εκεί πήρε και το όνομα της, Federal Reserve System, Robert McTeer, *The Fed’s Mandate*, 24-02- 2011, *National Center for Policy Analysis*, No 740, διαθέσιμο: <http://www.ncpa.org/pub/ba740>, (ημερομηνία πρόσβασης: 06-08-2012).

²³ Ibid, σελ.1

Το Κογκρέσο δημιούργησε την Ομοσπονδιακή Τράπεζα (FED) ως ένα ανεξάρτητο όργανο που θα παρακολουθεί την εθνική νομισματική και δημοσιονομική πολιτική χωρίς πολιτικές παρεμβάσεις²⁴. Μέχρι τη στιγμή της δημιουργίας της FED πρωταρχικός στόχος των κεντρικών τραπεζών ήταν η διατήρηση της σταθερότητας του τραπεζικού και του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς η άσκηση της νομισματικής πολιτικής βρισκόταν στο περιθώριο²⁵. Η FED μπορούσε να δανείζει στις τράπεζες προεξοφλώντας τα υψηλής ποιότητας τραπεζικά δάνεια. Στην αρχή της δημιουργίας της το προεξοφλητικό επιτόκιο ήταν το μόνο εργαλείο πολιτικής που είχε. Η διαφορά μεταξύ του δανεισμού από τη FED και του δανεισμού από τη διατραπεζική αγορά είναι ότι ο δανεισμός από τη FED δημιουργεί νέα αποθεματικά για ολόκληρο το τραπεζικό σύστημα και δεν ανακατανέμει τα ήδη υπάρχοντα αποθεματικά των τραπεζών²⁶. Σήμερα τα πράγματα έχουν αλλάξει, η πρωταρχική λειτουργία μιας κεντρικής τράπεζας δεν είναι άλλη από την άσκηση της νομισματικής πολιτικής.

Καθ' όλη τη διάρκεια της ιστορίας της η FED, έχει προσπαθήσει να απομακρυνθεί από κάθε είδους οικονομική πανάκεια ή μανία, όπως ο κεϋνσιανισμός, ο μονεταρισμός ή ο διαχωρισμός της άσκησης νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής. Η άσκηση της πολιτικής της αντανakλά, κυρίως, την προθυμία του Κογκρέσου για εξισορρόπηση της οικονομικής ανάπτυξης και της συγκράτησης του πληθωρισμού²⁷.

Όπως αναφέρθηκε η FED έχει τρεις βασικούς στόχους, τη σταθερότητα των τιμών, την πλήρη απασχόληση και τα σταθερά μακροχρόνια επιτόκια. Μακροπρόθεσμα και οι τρεις αυτοί στόχοι μπορούν να επιτευχθούν αλλά αυτό δεν είναι απαραίτητα ορθό σε κάθε δεδομένη χρονική στιγμή. Εξαιτίας αυτής της ασυμβατότητας των στόχων η FED δεν τους έχει ορίσει επακριβώς. Ο Alan Greenspan έδωσε ένα ορισμό αυτού που λέμε σταθερότητα τιμών, « σταθερότητα τιμών υπάρχει όταν οι οικονομικοί

²⁴ Pauline Smale, "Structure and Functions of the Federal Reserve System", *Congressional Research Service*, 2010, σελ. 1

²⁵ Patricia S. Pollard, "A look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve", σελ. 1

²⁶ Robert McTeer, The Fed's Mandate, 24-02- 2011, *National Center for Policy Analysis*, No 740, διαθέσιμο: <http://www.ncpa.org/pub/ba740>, (ημερομηνία πρόσβασης: 06-08-2012)

²⁷ Kenneth Dyson & Martin Marcussen, *Central Banks in the Age of the Euro*, σελ. 313

παράγοντες δεν λαμβάνουν υπόψη τους τις μεταβολές των τιμών στη διαδικασία λήψης αποφάσεων»²⁸.

Κατά τη στιγμή της ίδρυσης της FED, το 1913, η μακροοικονομική πολιτική δεν ήταν εύκολα κατανοητή και για αυτό το λόγο ο ιδρυτικός νόμος της κεντρικής τράπεζας των ΗΠΑ δεν περιλαμβάνει κανένα μακροοικονομικό στόχο²⁹. Τα πράγματα άλλαξαν σημαντικά το 1946 με το νόμο για την απασχόληση (Employment Act), που απαιτούσε από την Αμερικανική κυβέρνηση αλλά και από τη FED να προωθήσουν υψηλότερα επίπεδα απασχόλησης και παραγωγής. Το 1977, η αποστολή της FED άλλαξε ξανά και πλέον προσανατολίστηκε σε μια σειρά από μακροοικονομικούς στόχους όπως, η νομισματική πολιτική πλήρους απασχόλησης, η σταθερότητα των τιμών και τα μετριοπαθή μακροπρόθεσμα επιτόκια. Τέλος, το 1978 με το νόμο της πλήρους απασχόλησης και της ισορροπημένης ανάπτυξης (Full Employment and Balanced Growth Act ή the Humphrey – Hawkins Act), το Συμβούλιο των Διοικητών και η Επιτροπή Ανοιχτής Αγοράς, θα πρέπει να διατηρήσουν ένα σταθερό επίπεδο ανάπτυξης των νομισματικών και πιστωτικών μεγεθών ώστε να προωθηθεί η αύξηση της παραγωγής και κατά συνέπεια να εξασφαλιστούν οι στόχοι της πλήρους απασχόλησης, της σταθερότητας των τιμών και των μετριοπαθών μακροπρόθεσμων επιτοκίων³⁰. Επειδή όμως η διαφορά μεταξύ ονομαστικού και πραγματικού επιτοκίου είναι ο πληθωρισμός, η σταθερότητα των τιμών ουσιαστικά αντικαθιστά τον τελευταίο στόχο και έτσι η αποστολή της FED είναι διττή, σταθερότητα των τιμών και πλήρης απασχόληση³¹.

Η FED αποτελεί ένα σημαντικό οργανισμό οικονομικής πολιτικής, αλλά δεν είναι μόνο αυτό, είναι επίσης και ένα πολιτικός οργανισμός. Το κύριο μέλημα του Κογκρέσου κατά την περίοδο της ίδρυσης της, ήταν πως τα οφέλη μιας κεντρικής τράπεζας θα μπορούσαν να διανεμηθούν. Οι Τραπεζίτες ήθελαν μια τράπεζα στα πρότυπα της Τράπεζας της Αγγλίας, όπου αυτοί θα είχαν τον έλεγχο, οι αντιδράσεις

²⁸ Patricia S. Pollard, A look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve”, σελ. 20

²⁹ Η πρόβλεψη ήταν η Fed να λειτουργεί ως « δανειστής έσχατης ανάγκης» ώστε να αποφευχθούν χρηματοοικονομικές κρίσεις και καταρρεύσεις τραπεζών, φαινόμενο αρκετά συχνό κατά τη διάρκεια του 19ου αιώνα.

³⁰ Η αποστολή της Fed όπως αυτή εκφράζεται στον ιδρυτικό της νόμο είναι η εξασφάλιση της σταθερότητας των τιμών, η πλήρης απασχόληση και η σταθερότητα των επιτοκίων, Section 2A, Monetary Policy Objectives, Διαθέσιμο: <http://federalreserve.gov/aboutthefed/section2a.htm> (ημερομηνία πρόσβασης: 09-08-2012).

³¹ Giuseppe Fontana, “The Federal Reserve and the European Central Bank: a theoretical comparison of their legislative mandates”, σελ. 437.

όμως υπήρξαν πολλές, οι άλλες συντεχνίες προτιμούσαν τον έλεγχο της κυβέρνησης. Ο συμβιβασμός από τον Woodrow Wilson ήρθε μέσα από τη δομή του συστήματος³². Η δομή του συστήματος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας σήμερα έχει τρεις βασικές συνιστώσες οι οποίες πηγάζουν απευθείας από την αρχική πράξη σύστασης της (Federal Reserve Act). Πρώτον, το διοικητικό συμβούλιο (Board of Governors), το οποίο επιβλέπει όλο το σύστημα και έχει την ευθύνη της νομισματικής πολιτικής. Δεύτερον, τις περιφερειακές τράπεζες, (υπάρχουν δώδεκα (12) περιφερειακές Ομοσπονδιακές Τράπεζες), οι οποίες επιβλέπουν και ελέγχουν τις εμπορικές τράπεζες οι οποίες είναι μέλη της FED. Τρίτον, η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοιχτής Αγοράς (Federal Open Market Committee)³³.

1.2 Το Συμβούλιο των Διοικητών

Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου διορίζονται από τον Πρόεδρο των Ηνωμένων Πολιτειών με τη συμβουλή και τη συγκατάθεση της Γερουσίας³⁴. Ο Πρόεδρος και ο αντιπρόεδρος του Συμβουλίου, διορίζονται επίσης από τον Πρόεδρο και επικυρώνονται από τη Γερουσία. Κατά την επιλογή ενός διοικητή, ο Πρόεδρος υποχρεούται από το νόμο να δώσει ιδιαίτερη σημασία στη δίκαιη εκπροσώπηση των χρηματοοικονομικών, των αγροτικών, των βιομηχανικών και των εμπορικών συμφερόντων της χώρας. Μόνο ένας διοικητής μπορεί να επιλεγεί από κάθε Ομοσπονδιακή περιοχή. Τα μέλη του Συμβουλίου των Διοικητών δεν μπορούν να διατηρούν, ταυτόχρονα με τη θητεία τους, άλλη θέση ή εργασία σε κάποια τράπεζα μέλος του συστήματος τόσο κατά τη διάρκεια της θητείας όσο και για δύο χρόνια μετά τη λήξη της³⁵. Το Διοικητικό Συμβούλιο είναι υπεύθυνο για τον καθορισμό των υποχρεωτικών ελάχιστων διαθεσίμων για τις τράπεζες μέλη. Επίσης καθορίζει το προεξοφλητικό επιτόκιο, δηλαδή το επιτόκιο με το οποίο η FED δανείζει απευθείας σε επιλεγμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα³⁶.

Η σημαντικότερη ευθύνη του Συμβουλίου είναι η διαμόρφωση της Νομισματικής Πολιτικής. Η καταστατική εντολή της FED για τη νομισματική πολιτική τέθηκε στη «Federal Reserve Act of 1977», όπου χαρακτηριστικά αναφέρεται: «το Συμβούλιο των Διοικητών του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού Συστήματος (Federal Reserve System) και της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Ανοιχτής Αγοράς (Federal Open Market

³² Allan H. Meltzer, “Politics and the Fed”, σελ. 2

³³ Kenneth Dyson & Martin Marcussen, *Central Banks in the Age of the Euro*, σελ. 312-317

³⁴ Pauline Smale, “Structure and Functions of the Federal Reserve System”, σελ. 1

³⁵ *ibid*, σελ. 1

³⁶ Kenneth Dyson & Martin Marcussen, *Central Banks in the Age of the Euro*, σελ. 313

Committee) θα πρέπει να χρησιμοποιούν τη νομισματική και δημοσιονομική πολιτική με σκοπό την προώθηση της απασχόλησης, τη σταθερότητα των τιμών και τη διατήρηση μακροπρόθεσμων μετριοπαθών επιτοκίων». ³⁷³⁸ Επιπλέον όταν η FED ιδρύθηκε της δόθηκε ο ρόλος του «δανειστή έσχατης ανάγκης» (Lender of last resort), για το εθνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα ³⁹.

Το Κογκρέσο έχει αναθέσει την ευθύνη της άσκησης νομισματικής πολιτικής στη FED και απαιτεί από αυτή να φέρει εις πέρας όλους τους παραπάνω στόχους. Υπό κανονικές συνθήκες, η τράπεζα εφαρμόζει τη νομισματική πολιτική θέτοντας στόχους υποχρεωτικών διαθεσίμων και επιτοκίων δανεισμού των τραπεζών. Αν η FED επιθυμεί να μετριάσει την οικονομική ανάπτυξη και τις πληθωριστικές πιέσεις που αυτή συνεπάγεται ασκεί πολιτική αύξησης των υποχρεωτικών διαθεσίμων το αντίθετο κάνει όταν θέλει να τονώσει την οικονομία και να εξαφανίσει τις αντιπληθωριστικές πιέσεις ⁴⁰.

1.3 Οι Περιφερειακές Ομοσπονδιακές Τράπεζες

Οι δώδεκα (12) περιφερειακές τράπεζες (Federal Reserve District Banks) ⁴¹ διοικούνται από τους Προέδρους τους, οι οποίοι διορίζονται από τα τοπικά διοικητικά συμβούλια μετά από έγκριση του Συμβουλίου των Διοικητών της Ομοσπονδιακής Τράπεζας. Πέντε (5) από τους Προέδρους συμμετέχουν κάθε χρόνο στην εκλογή των μελών της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Ανοιχτής Αγοράς. Ανάμεσα τους είναι πάντα ο Πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Υόρκης ⁴² ο οποίος και διατηρεί τη θέση του αντιπροέδρου της Επιτροπής. Όλοι οι Πρόεδροι των περιφερειακών τραπεζών συμμετέχουν, εναλλάξ, στη διαδικασία της ψηφοφορίας, αλλά όλοι τους λαμβάνουν μέρος στις συνεδριάσεις της Επιτροπής. ⁴³ Οι Περιφερειακές

³⁷ Marc Labonte, “Changing the Federal Reserve’s Mandate: An Economic Analysis”, *Congressional Research Service*, 2012, σελ. 1

³⁸ Παρόλο που αυτή η δέσμευση περιλαμβάνει τρεις στόχους συχνά από τους οικονομολόγους αναφέρεται ως «διπλή δέσμευση», της πλήρους απασχόλησης και της σταθερότητας των τιμών. Πολλοί επίσης πιστεύουν ότι τόσο ο στόχος των μακροπρόθεσμων επιτοκίων όσο και εκείνος της πλήρους απασχόλησης, έχουν παραγκωνιστεί αφήνοντας ως μοναδικό σκοπό τη σταθερότητα των τιμών. Ibid, σελ.1

³⁹ Pauline Smale, “Structure and Functions of the Federal Reserve System”, σελ.2

⁴⁰ Marc Labonte, “Changing the Federal Reserve’s Mandate: An Economic Analysis”, σελ. 2

⁴¹ Οι 12 περιφερειακές τράπεζες βρίσκονται στη Βοστώνη, στη Νέα Υόρκη, στη Φιλαδέλφεια, στο Κλίβελαντ, στο Ρίτσμοντ, στην Ατλάντα, στο Σικάγο, στο Σεντ Λούις, στη Μινεάπολη, στο Κάνσας, στο Ντάλλας και στο Σαν Φρανσίσκο. Pauline Smale, “Structure and Functions of the Federal Reserve System”, σελ.4

⁴² Η τράπεζα της Νέας Υόρκης θεωρείται η πιο σημαντική γιατί σε αυτή την περιοχή έχουν την έδρα τους πολλές μεγάλες τράπεζες. Jeff Madura, *Financial Markets and Institutions*, South – Western Cengage Learning, 9th Edition, 2010, σελ. 82

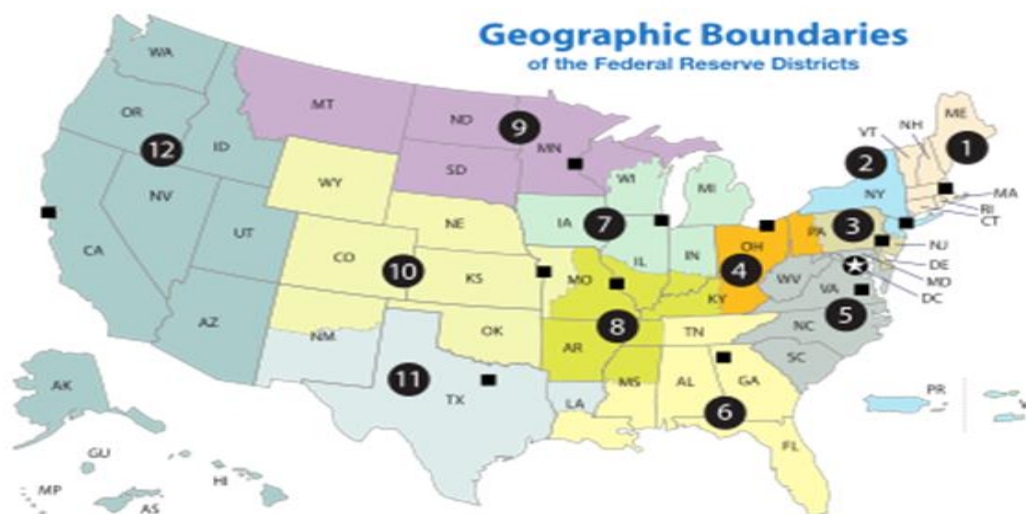
⁴³ Kenneth Dyson & Martin Marcussen, *Central Banks in the Age of the Euro*, σελ. 314

Ομοσπονδιακές Τράπεζες αποτελούν το κύριο μέσο με το οποίο εκτελούνται οι γενικές εποπτικές εργασίες της FED.

Οι 12 αυτές τράπεζες παρέχουν τραπεζικές υπηρεσίες και στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Τηρούν λογαριασμούς αποθεματικών και εκκαθάρισης για τις τράπεζες. Επίσης παίζουν σπουδαίο ρόλο στο σύστημα πληρωμών της χώρας. Το εισόδημα των Ομοσπονδιακών Τραπεζών κατά κύριο λόγο προέρχεται από τόκους επί τίτλων του Δημοσίου που αποκτήθηκαν μέσω πράξεων ανοικτής αγοράς. Επιπλέον, ο νόμος περί Ελέγχου της Νομισματικής Πολιτικής (Monetary Control Act) του 1980 προβλέπει, η FED να χρεώνει τέλη για διάφορες υπηρεσίες. Από τα κέρδη τους οι τράπεζες πληρώνουν το κόστος λειτουργίας τους και άλλα έξοδα. Οι τράπεζες κάθε εξάμηνο αξιολογούνται από το Συμβούλιο των Διοικητών για τις δαπάνες τους. Τα κέρδη τους παραδίδονται στο Υπουργείο Οικονομικών των Η.Π.Α. (U.S. Treasury)^{44, 45}.

Επιπλέον οι Περιφερειακές Τράπεζες (στην Εικόνα 1 παρουσιάζονται οι 12 περιφερειακές τράπεζες με τις περιοχές που ελέγχουν) διευκολύνουν τις εργασίες

ΕΙΚΟΝΑ 1- Οι Περιφερειακές Ομοσπονδιακές Τράπεζες⁴⁶



⁴⁴ Το ποσό των χρημάτων που κατατέθηκε στο Υπουργείο Οικονομικών το 2009 ανήλθε στο ποσό των 47,4 εκατομμυρίων δολαρίων. Pauline Smale, “Structure and Functions of the Federal Reserve System”, σελ.3-4

⁴⁵ Τα καθαρά κέρδη που παραδόθηκαν για το έτος 2011 ανήλθαν στο ποσό των 75,4 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Σύμφωνα με την επίσημη ιστοσελίδα της fed. Διαθέσιμο: <http://www.federalreserve.gov/publications/budget-review/2012-introduction.htm>, (ημερομηνία πρόσβασης: 10-08-2012).

⁴⁶ Board of Governors of the Federal Reserve System, “Federal Reserve System, Purposes & Functions”, σελ. 9

εντός του τραπεζικού συστήματος μέσω της εκκαθάρισης των επιταγών, της αντικατάστασης των παλαιών νομισμάτων και της παροχής δανείων. Επίσης, συλλέγουν οικονομικά δεδομένα και διεξάγουν ερευνητικά προγράμματα στις εμπορικές τράπεζες αποτυπώνοντας τις οικονομικές τάσεις⁴⁷.

1.4 Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοιχτής Αγοράς (Federal Open Market Committee)

Μια σημαντική συνιστώσα του συστήματος είναι η Επιτροπή Ανοιχτής Αγοράς (ΕΑΑ), η οποία αποτελείται από τα μέλη του Συμβουλίου των Διοικητών, τον Πρόεδρο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Υόρκης και τους προέδρους τεσσάρων Ομοσπονδιακών Τραπεζών οι οποίοι υπηρετούν εκ περιτροπής. Η ΕΑΑ εποπτεύει τις πράξεις ανοιχτής αγοράς κάτι το οποίο αποτελεί το βασικό εργαλείο της FED ώστε να επηρεάσει συνολικά τις νομισματικές και πιστωτικές συνθήκες⁴⁸. Η ΕΑΑ σύμφωνα με το νόμο καθορίζει την εσωτερική της δομή και παραδοσιακά εκλέγει τον Πρόεδρο του Συμβουλίου των Διοικητών ως Πρόεδρο της και τον Πρόεδρο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Υόρκης ως αντιπρόεδρο. Οι πράξεις ανοιχτής αγοράς περιλαμβάνουν την αγορά και την πώληση των τίτλων του Δημοσίου στη δευτερογενή αγορά από την FED. Οι αγοροπωλησίες διεξάγονται για να κρατηθεί το επιτόκιο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων κοντά στο ποσοστό-στόχο που έχει καθοριστεί από την ΕΑΑ. Το χαρτοφυλάκιο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ αποτελείται από ομόλογα Δημοσίου (U.S. Treasury securities), τραπεζικές συναλλαγματικές (Bankers acceptances) και από Ομοσπονδιακά ομόλογα (Federal agency securities). Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Νέας Υόρκης κρατάει το χαρτοφυλάκιο και μέσω των διαδικασιών διαπραγμάτευσης ανοιχτής αγοράς προσπαθεί να πετύχει τους στόχους της ΕΑΑ⁴⁹.

Το 1978 ο νόμος τροποποιήθηκε σε δύο βασικά σημεία, πρώτον απαιτούνταν πλέον έγκριση του Κογκρέσου για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής, σε εξαμηνιαία βάση, σημαντική παράμετρος για τη διαφάνεια της Τράπεζας, και δεύτερον, ορίστηκε

⁴⁷ Jeff Madura, “Financial Markets and Institutions”, σελ. 82

⁴⁸ Board of Governors of the Federal Reserve System, “Federal Reserve System, Purposes & Functions”, σελ. 3

⁴⁹ Pauline Smale, “Structure and Functions of the Federal Reserve System”, σελ. 2

ρητά η υποχρέωση της FED στην επίτευξη των στόχων της μακροχρόνιας ανάπτυξης και της σταθερότητας των τιμών⁵⁰.

2. Η ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (EUROPEAN CENTRAL BANK – ECB)

2.1 Ιστορικά Στοιχεία

Η σκέψη της Ευρωπαϊκής Ένωσης όταν πρωτοεμφανίστηκε, το 1969, για πολλούς αποτελούσε απλά ένα όνειρο το οποίο έγινε πραγματικότητα μόλις το 1999⁵¹.

Η σύλληψη της ιδέας μιας οικονομικά ενωμένης Ευρώπης προέκυψε από μια ιστορική ανάγκη. Τα Ευρωπαϊκά έθνη και κυρίως η Γαλλία και Γερμανία, μετά από τρεις πολέμους μεταξύ τους μέσα σε 75 χρόνια, από το 1870 έως το 1945, πείστηκαν ότι ο μόνος τρόπος για να εξασφαλιστεί μια διαρκής ειρήνη, ήταν να ενωθούν οικονομικά και πολιτικά. Το πρώτο βήμα προς αυτή την κατεύθυνση έγινε με την ένωση των βιομηχανιών άνθρακα και χάλυβα στις αρχές του 1950. Το 1957, με την υπογραφή της Συνθήκης της Ρώμης, ιδρύθηκαν η Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα και η Ευρωπαϊκή Κοινότητα Ατομικής Ενέργειας. Δώδεκα χρόνια αργότερα, τον Δεκέμβριο του 1969, η Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα αποφάσισε να κάνει την οικονομική και νομισματική ένωση επίσημο στόχο της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης. Μια ομάδα, υπό την προεδρία του Pierre Werner, εκείνη την περίοδο ήταν πρωθυπουργός του Λουξεμβούργου, ανέλαβε να συντάξει μία έκθεση σχετικά με το πώς αυτός ο στόχος μπορεί να επιτευχθεί μέχρι το 1980. Η ομάδα υπέβαλε την τελική έκθεσή της, ένα φιλόδοξο σχέδιο που θα οδηγούσε σε πλήρη απελευθέρωση των κεφαλαίων στην Ευρώπη και σε ένα νέο ενιαίο νόμισμα, τον Οκτώβριο του 1970. Πράγματι, αυτό το σχέδιο οραματίστηκε δημοσιονομική καθώς και νομισματική ένωση. Το πρώτο στάδιο του σχεδίου, το οποίο αφορούσε μείωση των ενδοευρωπαϊκών περιθωρίων διακύμανσης του νομίσματος, ξεκίνησε ακριβώς τη στιγμή που το σύστημα των συναλλαγματικών ισοτιμιών του Bretton Woods, κατέρρευσε. Η χρονική στιγμή δεν θα μπορούσε να ήταν χειρότερη και έτσι το φιλόδοξο σχέδιο της νομισματικής ένωσης έπρεπε να περιμένει⁵².

⁵⁰ Kenneth Dyson & Martin Marcussen, *Central Banks in the Age of the Euro*, Oxford: Oxford University Press, 2009, σελ. 312

⁵¹ C. Sardoní & L. Randall Wray, “Monetary Policy Strategies of the European Central Bank and the Federal Reserve Bank of the U.S.”, *The Levy Economics Institute, Working Paper No 431*, 2005, σελ. 9

⁵² Kathryn M. E. Dominguez, “The European Central Bank, the Euro and Global Financial Markets”, *Journal of Economic Perspectives*, V. 20, No 4, 2006, σελ. 69

Με την παρακίνηση της Γαλλίας και της Γερμανίας, οι προσπάθειες για το συντονισμό της κοινής νομισματικής πολιτικής και της σταθερότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών ήρθαν στο προσκήνιο το Μάρτιο του 1979 με τη δημιουργία του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος, το οποίο ήταν βασισμένο στη λογική των σταθερών αλλά προσαρμόσιμων συναλλαγματικών ισοτιμιών⁵³. Το 1989 η πρόταση Delor περιελάμβανε τη δημιουργία ενός νέου, ανεξάρτητου οργανισμού, της Ευρωπαϊκής Κεντρικής τράπεζας (ΕΚΤ) η οποία θα ήταν υπεύθυνη για την άσκηση της κοινής νομισματικής πολιτικής. Η πρόταση αυτή είχε τρία στάδια, το πρώτο στάδιο είχε να κάνει με την πλήρη εξάλειψη των περιορισμών στη διακίνηση των κεφαλαίων στην ευρωζώνη καθώς επίσης και τη δημιουργία μιας μεγαλύτερης απόστασης μεταξύ των εθνικών κεντρικών τραπεζών και των κυβερνήσεων των χωρών⁵⁴.

Στο δεύτερο στάδιο του σχεδίου, το οποίο και έλαβε χώρα τον Ιανουάριο του 1994, τα κράτη-μέλη θα έπρεπε να κάνουν σημαντική πρόοδο ως προς την οικονομική σύγκλιση τόσο στη νομισματική όσο και στη δημοσιονομική πολιτική. Το τρίτο στάδιο περιείχε τη δημιουργία της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης.

Μια μεγάλη κρίση εμπιστοσύνης στο σχέδιο της ευρωπαϊκής νομισματικής ενοποίησης το 1992 και μια πίεση στα εθνικά νομίσματα, ανάγκασε τους ευρωπαίους να αλλάξουν και πάλι τους κανόνες, επιτρέπονταν πλέον οι διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών να κυμαίνονται μέσα σε ένα περιθώριο 15% εκατέρωθεν των διμερών ισοτιμιών έναντι του 2,25% που ίσχυε⁵⁵.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ιδρύθηκε το 1998 και τον Ιανουάριο του 1999 το ευρώ καθιερώθηκε ως το ενιαίο νόμισμα έντεκα (11) Ευρωπαϊκών Κρατών (Γερμανία, Αυστρία, Βέλγιο, Ισπανία, Γαλλία, Φιλανδία, Ιρλανδία, Ιταλία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία και Πορτογαλία) με την Ελλάδα να εισέρχεται στην ζώνη του ευρώ την 1^η Ιανουαρίου του 2001, η Δανία, το Ηνωμένο Βασίλειο και η Σουηδία,

⁵³ Η αρχή ήταν ότι οι συναλλαγματικές ισοτιμίες βασίζονται στη σύγκριση με την Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα ή ECU, η οποία ήταν ένας σταθμισμένος μέσος όρος των συμμετεχόντων νομισμάτων. Ένα πλέγμα των διμερών ισοτιμιών υπολογίζονταν στη βάση των συναλλαγματικών ισοτιμιών για τα εθνικά νομίσματα εκφρασμένα σε ECU, και οι διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών έπρεπε να κυμαίνονται μέσα σε ένα περιθώριο 2,25 % εκατέρωθεν των διμερών ισοτιμιών (με εξαίρεση την ιταλική λίρα, η οποία επέτρεπε ένα περιθώριο 6%).

⁵⁴ Kathryn M. E. Dominguez, "The European Central Bank, the Euro and Global Financial Markets", σελ. 70

⁵⁵ Ibid, σελ. 70

επέλεξαν να μην εισαχθούν στην ευρωζώνη. Από τον Ιανουάριο του 1999 η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) είναι υπεύθυνη για την υλοποίηση της νομισματικής πολιτικής στην ευρωζώνη⁵⁶.

Σήμερα, εκτός από τις 11 χώρες που συμμετείχαν στη ζώνη του ευρώ το 1999, έχουμε την Ελλάδα που έγινε μέλος το 2001, τη Σλοβενία το 2007, την Κύπρο και τη Μάλτα το 2008, τη Σλοβακία το 2009 και την Εσθονία το 2011. Η δημιουργία της ζώνης του ευρώ και η ίδρυση ενός υπερεθνικού οργάνου, της ΕΚΤ, αποτέλεσε βασικό στάδιο στη μακρόχρονη και πολύπλοκη πορεία προς την ευρωπαϊκή ολοκλήρωση⁵⁷.

2.2 Η δομή και η αποστολή της ΕΚΤ

Η ΕΚΤ σχεδιάστηκε με βάση τη δομή, το περιεχόμενο και τη φιλοσοφία της κεντρικής Γερμανικής τράπεζας Bundesbank, όπως αυτή ήταν βασισμένη πάνω στην Αμερικανική FED. Αυτό έγινε προκειμένου να πειστεί η Γερμανική κοινή γνώμη ότι η τράπεζα τους, που αποτελούσε το βασικό θεσμό εξασφάλισης της σταθερότητας του νομίσματος, δεν θα παραιτούνταν για έναν άλλο θεσμό ο οποίος θα ελέγχονταν από τους πολιτικούς, και δεν θα ήταν ανεξάρτητος⁵⁸. Επίσης, η Γερμανία ασκούσε μεγάλη επιρροή στο σχεδιασμό της ΕΚΤ γιατί η Bundesbank αποτελούσε το καλύτερο παράδειγμα κεντρικής τράπεζας μεταξύ των ευρωπαϊκών κρατών⁵⁹. Αυτή η σχέση της ΕΚΤ με την Bundesbank επηρέασε τόσο τη δομή της, την πολιτική και τη φιλοσοφία της, όσο και την ίδια της την πορεία μέσα στο χρόνο.

Η βασική αρχή πάνω στην οποία στηρίζεται η αποστολή και η φιλοσοφία της ΕΚΤ, δεν έχει αλλάξει από την εποχή της ίδρυσης της, το 1998-1999. Προτεραιότητά της παραμένει η διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών και έπειτα οι άλλοι στόχοι της Ευρωπαϊκής Ένωσης, όπως η απασχόληση και η οικονομική ανάπτυξη, αλλά πάντα με γνώμονα τη σταθερότητα των τιμών⁶⁰. Ειδικότερα στο άρθρο 105 της συνθήκης του Μάαστριχτ αναφέρεται ότι « ο πρωταρχικός στόχος της ΕΚΤ θα είναι η

⁵⁶ Dieter Gerdesmeier, Francesco Paolo Mongelli and Barbara Rofia, The Eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan, Similarities and Differences, *European Central Bank, working paper No 742*, 2007, σελ. 7

⁵⁷ Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Ευρωσύστημα, Διαθέσιμο στην : <http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.el.html>, (ημερομηνία πρόσβασης: 11-08-2012).

⁵⁸ Marica Frangakis, “ECB monetary policy prior to and in the face of the crisis”, *European Expert Meeting, The role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-zone, Berlin 2011*, Nicos Poulantzas Institute, 2011, σελ. 4

⁵⁹ Kathryn M. E. Dominguez, “The European Central Bank, the Euro and Global Financial Markets”, σελ. 73-74

⁶⁰ C. Sardoni & L. Randall Wray, “Monetary Policy Strategies of the European Central Bank and the Federal Reserve Bank of the U.S.”, σελ. 10

διατήρηση της σταθερότητας των τιμών» και « χωρίς παρεκτροπή από το στόχο της σταθερότητας των τιμών, η ΕΚΤ θα υποστηρίζει τη γενική οικονομική πολιτική της Κοινότητας». ⁶¹ Αυτή η αποστολή της ΕΚΤ είναι αρκετά διαφορετική από την αποστολή της FED η οποία, όπως αναφέρθηκε, είναι πολλαπλή, σταθερότητα των τιμών, πλήρης απασχόληση και σταθερά μακροχρόνια επιτόκια. Στην αποστολή της FED η σταθερότητα των τιμών και η πλήρης απασχόληση είναι στόχοι ισοδύναμης ισχύος. Το άρθρο 105 όμως της Συνθήκης του Μάαστριχτ, δημιούργησε μια κυρίαρχη θέση στην σταθερότητα των τιμών ⁶². Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι καμιά πρόβλεψη δεν έγινε στη Συνθήκη του Μάαστριχτ σχετικά με τη δυνατότητα της ΕΚΤ να ενεργεί ως «δανειστής έσχατης ανάγκης» (lender of last resort) στην περίπτωση μιας οικονομικής κρίσης, επίσης η ΕΚΤ δεν έχει καμιά εποπτική αρμοδιότητα πάνω στις Ευρωπαϊκές Τράπεζες, και οι δύο αυτές αρμοδιότητες ανήκουν στις εθνικές τράπεζες ή σε άλλες εθνικές αρχές ⁶³.

Η ΕΚΤ δημιουργήθηκε ως ένας ανεξάρτητος οργανισμός, το άρθρο 107 της συνθήκης έθεσε την πολιτική ανεξαρτησία της ΕΚΤ. Τα μέλη της ΕΚΤ δεν είναι δυνατόν να δέχονται υποδείξεις από οποιοδήποτε άλλο θεσμικό ή άλλο κυβερνητικό όργανο, Ευρωπαϊκό ή εθνικό και οι ευρωπαϊκές κυβερνήσεις δεν θα πρέπει να επηρεάζουν τα όργανα λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ. Οι μη ανανεώσιμες θητείες μεγάλης διάρκειας είναι επίσης ένας άλλος τρόπος για την εξασφάλιση της ανεξαρτησίας των οργάνων. Τα μέλη της ΕΚΤ έχουν θητεία οκτώ (8) έτη μη ανανεώσιμη ενώ τα μέλη της FED, ακόμη μεγαλύτερη, δεκατέσσερα (14) χρόνια ⁶⁴. Μεγάλη συζήτηση έχει γίνει σχετικά με την ανεξαρτησία της ΕΚΤ, σύμφωνα με την Kathryn Dominguez, «δεδομένου ότι η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έχει σχεδιαστεί για να είναι ανεξάρτητη, είναι ειρωνικό το γεγονός ότι μεγάλο μέρος της κριτικής που της ασκήθηκε αφορούσε την αντίληψη ότι είναι υπερβολικά ανεξάρτητη και αντιδημοκρατική» ⁶⁵.

⁶¹ Article 105 “the primary objective of the ECB shall be to maintain price stability” and “without prejudice to the objective of price stability, the ECB shall support the general economic policies in the Community”.

⁶² Giuseppe Fontana, “The Federal Reserve and the European Central Bank: a theoretical comparison of their legislative mandates”, σελ. 438

⁶³ Kathryn M. E. Dominguez, “The European Central Bank, the Euro and Global Financial Markets”, σελ. 71

⁶⁴ Kenneth Dyson & Martin Marcussen, *Central Banks in the Age of the Euro*, σελ. 83

⁶⁵ Kathryn M. E. Dominguez, “The European Central Bank, the Euro and Global Financial Markets”, σελ. 73

Η ιδρυτική Πράξη της ΕΚΤ, βρίσκεται στη συνθήκη του Μάαστριχτ του 1993. Η συνθήκη, η οποία τέθηκε σε εφαρμογή το Νοέμβριο του 1993, παρέχει τη νομική βάση για το σχεδιασμό του Ευρωπαϊκού Συστήματος των Κεντρικών Τραπεζών το οποίο περιλαμβάνει την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και του Ευρωσυστήματος, που περιλαμβάνει την ΕΚΤ και τις εθνικές τράπεζες των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Τα διοικητικά όργανα του Ευρωπαϊκού Συστήματος των Κεντρικών Τραπεζών είναι το Διοικητικό Συμβούλιο (Governing Council), και η Εκτελεστική Επιτροπή(Executive Board)⁶⁶.

2.2.1 Το Διοικητικό Συμβούλιο

Το κύριο όργανο λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ είναι το Διοικητικό Συμβούλιο το οποίο αποτελείται από τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών των δεκαεπτά (17) χωρών της ζώνης του ευρώ και έξι (6) μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής⁶⁷. Το Διοικητικό Συμβούλιο έχει ως αρμοδιότητα να καθορίζει τις κατευθυντήριες γραμμές και να λαμβάνει τις αναγκαίες αποφάσεις για την εκπλήρωση των καθηκόντων που έχουν ανατεθεί στο Ευρωσύστημα και η σημαντικότερη ίσως αρμοδιότητα του είναι να χαράσσει τη νομισματική πολιτική για τη ζώνη του ευρώ. Το καθήκον αυτό περιλαμβάνει τη λήψη αποφάσεων σχετικά με τους στόχους της νομισματικής πολιτικής, τα βασικά επιτόκια, την προσφορά διαθεσίμων στο Ευρωσύστημα, καθώς και τη θέσπιση κατευθυντήριων γραμμών για την εφαρμογή των εν λόγω αποφάσεων⁶⁸.

Το Διοικητικό Συμβούλιο συνεδριάζει συνήθως δύο φορές τον μήνα στο κτίριο στη Φραγκφούρτη της Γερμανίας, όπου βρίσκεται και η έδρα της ΕΚΤ. Κατά την πρώτη συνεδρίαση κάθε μήνα, το Διοικητικό Συμβούλιο αξιολογεί τις οικονομικές και νομισματικές εξελίξεις και λαμβάνει τη μηνιαία απόφασή του για τη νομισματική πολιτική. Κατά τη δεύτερη συνεδρίασή του, το Διοικητικό Συμβούλιο συζητά κυρίως

⁶⁶ Dieter Gerdesmeier, Francesco Paolo Mongelli and Barbara Rofia, The Eurosystem , the US Federal Reserve and the Bank of Japan, Similarities and Differences,, σελ. 8

⁶⁷ Kathryn M. E. Dominguez, “The European Central Bank, the Euro and Global Financial Markets”, σελ. 71

⁶⁸ Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Ευρωσύστημα, Διαθέσιμο στην : <http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.el.html> , (ημερομηνία πρόσβασης: 17-08-2012).

θέματα που αφορούν άλλα καθήκοντα και αρμοδιότητες της ΕΚΤ και του Ευρωσυστήματος⁶⁹.

Αν και τα πρακτικά των συνεδριάσεων δεν δημοσιεύονται, η απόφαση για τη νομισματική πολιτική εξηγείται διεξοδικά στη διάρκεια συνέντευξης Τύπου η οποία πραγματοποιείται αμέσως μετά την πρώτη συνεδρίαση κάθε μήνα⁷⁰.

2.2.2 Η Εκτελεστική Επιτροπή

Η εξαμελής Εκτελεστική Επιτροπή της ΕΚΤ απαρτίζεται από τον Πρόεδρο, τον αντιπρόεδρο και τέσσερα (4) άλλα μέλη, «αναγνωρισμένης επαγγελματικής ικανότητας και με νομισματική και τραπεζική εμπειρία», όλα τα μέλη διορίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο που αποφασίζει με ειδική πλειοψηφία⁷¹.

Τα έξι μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής εφαρμόζουν τη νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος, δίνοντας τις απαραίτητες οδηγίες στις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές και τις αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου, επίσης προετοιμάζει τις συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου. Επιπλέον η εκτελεστική Επιτροπή έχει και κάποιες άλλες αρμοδιότητες που τις εκχωρούνται από το Διοικητικό Συμβούλιο, συμπεριλαμβανομένων και αρμοδιοτήτων κανονιστικής φύσεως⁷².

3. Συγκριτική Ανάλυση των δύο τραπεζών

Το θεσμικό πλαίσιο του Ευρωσυστήματος κατά κάποιο τρόπο μοιάζει με εκείνο της FED, καθώς τόσο η FED όσο και το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών είναι ομοσπονδιακές τράπεζες. Η ΕΚΤ έχει ένα ρόλο παρόμοιο με το ρόλο του Συμβουλίου των Διοικητών της FED, ενώ οι 17 εθνικές κεντρικές τράπεζες παίζουν το ρόλο των 12 περιφερειακών ομοσπονδιακών τραπεζών στις ΗΠΑ. Στην ίδια λογική, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ διευθύνει τις συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου όπως ο

⁶⁹ Ibid

⁷⁰ Σύμφωνα με την επίσημη ιστοσελίδα της ΕΕ, τα πρακτικά των συνεδριάσεων δεν δημοσιεύονται, οι αποφάσεις για τη νομισματική πολιτική εξηγούνται σε μια συνέντευξη τύπου, ο Πρόεδρος και ο Αντιπρόεδρος διευθύνουν τη συνεδρίαση. Ακόμη και αυτή η πρακτική επισκιάζει την ανεξαρτησία και τη δημοκρατικό υπόβαθρο της ΕΚΤ.

⁷¹ Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Ευρωσύστημα, Διαθέσιμο στην : <http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.el.html> , (ημερομηνία πρόσβασης: 17-08-2012).

⁷² Kenneth Dyson & Martin Marcussen, *Central Banks in the Age of the Euro*, σελ. 74

Πρόεδρος του Συμβουλίου των Διοικητών της FED προΐσταται των συνεδριάσεων της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Ανοιχτής Αγοράς⁷³.

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει συνοπτικά τα κυριότερα χαρακτηριστικά των δύο τραπεζών, από όπου προκύπτουν και οι σημαντικότερες ομοιότητες και διαφορές τους.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 –

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΗΣ FED & ECB

ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ	ECB	FED
Όργανο Λήψης Αποφάσεων Νομισματικής Πολιτικής	Διοικητικό Συμβούλιο αποτελούμενο από 18 μέλη: Το Εκτελεστικό Συμβούλιο (6 μέλη) και τους Διοικητές των 17 Εθνικών Κεντρικών Τραπεζών των χωρών της Ευρωζώνης.	Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοιχτής Αγοράς αποτελούμενη από 12 μέλη: Το Συμβούλιο Διοικητών (7 μέλη), Τον Πρόεδρο της Ομοσπ. Τράπεζας της Ν. Υόρκης και 4 Προέδρους άλλων Ομοσπ. Τραπεζών (με κυκλική εναλλαγή)
Στόχοι Νομισματικής Πολιτικής	Η σταθερότητα των τιμών είναι ο πρωταρχικός στόχος. Αυτός ορίζεται με ακριβείς ποσοτικούς όρους.	Πολλαπλοί στόχοι: Προώθηση πλήρους απασχόλησης, σταθερότητα τιμών και λογικά μακροχρόνια επιτόκια.
Ανεξαρτησία από Πολιτική Επιρροή	ΝΑΙ	ΝΑΙ
Λογοδοσία και Διαφάνεια	➤ Άμεση Συνέντευξη Τύπου με εισαγωγικές παρατηρήσεις σε συνέχεια των συναντήσεων του Διοικητικού Συμβουλίου (Προγραμματισμένο στις 14.11111 μ.μ) ➤ Ετήσια Έκθεση προς τους Ευρωπαϊκούς Θεσμούς και παρουσίαση στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ➤ Δημοσίευση Μηνιαίου Δελτίου	➤ Άμεση ανακοίνωση και Δελτίο Τύπου εν συνεχεία της σύγκλησης του FOMC ➤ Ακρόαση ενώπιον του Κογκρέσου ➤ Μηνιαίο Δελτίο/ Έκθεση από της περιφερειακές Ομοσπονδιακές Τράπεζες.
Στρατηγική Νομισματικής Πολιτική	Προαποφασισμένη και Γνωστή Στρατηγική	Προσέγγιση Διαχείρισης Ρίσκου
Εφαρμογή Νομισματικής Πολιτικής	Αποκεντρωμένη (λειτουργίες πραγματοποιούνται από το Ευρωσύστημα)	Κεντρικά (λειτουργίες πραγματοποιούνται από την Κεντρική Τράπεζα της Ν. Υόρκης)

Πηγή: The European Central Bank-by D. Gerdesmeier, F.P Mognelli and B. Roffia, "The Eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan- Similarities and Differences", Working Paper Series N0 742/ March 2007 p.14.

⁷³ Dieter Gerdesmeier, Francesco Paolo Mongelli and Barbara Roffia, The Eurosystem , the US Federal Reserve and the Bank of Japan, Similarities and Differences, σελ. 9

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση, το Διοικητικό Συμβούλιο είναι υπεύθυνο για το σχεδιασμό της νομισματικής πολιτικής στην περιοχή της ευρωζώνης, μια αρμοδιότητα που ασκεί η ΟΕΕΑ για τη FED. Τα μέλη του Συμβουλίου των Διοικητών της FED διορίζονται για 14 χρόνια, σχεδόν το διπλάσιο των 8 ετών που είναι η θητεία των μελών της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ, και με τις δύο όμως θητείες να είναι μη ανανεώσιμες⁷⁴.

Και οι δύο τράπεζες παρέχουν χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, αλλά ούτε η ΕΚΤ ούτε η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ είναι υπεύθυνες για τη συναλλαγματική πολιτική. Η ευθύνη αυτή βαρύνει τη Σύνοδο των Υπουργών Οικονομικών της Ευρωζώνης (ECOFIN) στη ζώνη του ευρώ και το Υπουργείο Οικονομικών στις Ηνωμένες Πολιτείες. Το ECOFIN απαιτείται, ωστόσο, να συμβουλευτεί την ΕΚΤ πριν προβεί σε οποιαδήποτε ρύθμιση για τη συναλλαγματική ισοτιμία και δεν πρέπει να επιτρέψει τέτοιες ρυθμίσεις να υπερισχύουν της σταθερότητας των τιμών της ΕΚΤ. Και οι δύο κεντρικές τράπεζες, ωστόσο, μπορεί να παρέμβουν στις αγορές συναλλάγματος και μπορούν να κατέχουν και να διαχειρίζονται συναλλαγματικά αποθέματα⁷⁵.

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ λειτουργεί ως ρυθμιστική τράπεζα στον καθορισμό προτύπων όσον αφορά τις δραστηριότητες των τραπεζών, εφαρμόζει νομοθεσία προστασίας των καταναλωτών στην περιοχή των πιστωτικών και χρηματοδοτικών συναλλαγών. Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών δεν έχει άμεσο ρόλο στην εποπτεία των τραπεζών⁷⁶. Η ευθύνη για την εποπτεία στη ζώνη του ευρώ ασκείται από τρεις εποπτικούς μηχανισμούς, την Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή (European Banking Authority) για την άσκηση της εποπτείας επί των τραπεζών, την Ευρωπαϊκή Αρχή Απασχόλησης, Συντάξεων και Ασφαλειών (European Insurance and Occupational Pensions Authority) και την Ευρωπαϊκή Αρχή για την Εποπτεία των Αγορών (European Securities and Markets Authority).

⁷⁴ Ibid, σελ. 9

⁷⁵ Patricia S. Pollard, A look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve”, σελ. 18

⁷⁶ Ibid, σελ.18-19

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι κυριότερες αρμοδιότητες και πολιτικές των δύο τραπεζών:

ΠΙΝΑΚΑΣ 2-
ΑΡΜΟΔΙΟΤΗΤΕΣ & ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΤΗΣ FED ΚΑΙ ΤΗΣ ECB

Αρμοδιότητες & Πολιτικές Κεντ. Τραπεζών	FED	ECB
Διαμόρφωση και Εφαρμογή Νομισματικής Πολιτικής	✓	✓
Έκδοση χαρτονομισμάτων	✓	✓
Πραγματοποίηση πολιτικών ξένου συναλλάγματος	✓	✓
Διατήρηση και Διαχείριση Επίσημων Αποθεματικών	✓	✓
Άσκηση Δημοσιονομικών Πολιτικών	✓	Εθνικές Τράπεζες
Διαφύλαξη Σταθερότητας Χρηματοοικονομικού Συστήματος	✓	✓
Εποπτεία	✓	Η εποπτεία στην ευρωζώνη έχει ενισχυθεί από τρεις εποπτικούς θεσμούς: την Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή για την άσκηση εποπτείας επί των τραπεζών(European Banking Authority), την Ευρωπαϊκή Αρχή Απασχόλησης, Συντάξεων και Ασφαλειών(European Insurance and Occupational Pensions Authority) και την Ευρωπαϊκή Αρχή για την Εποπτεία των Αγορών(European Securities and Markets Authority) ⁷⁷
Προώθηση της ομαλής λειτουργίας του Συστήματος Πληρωμών	✓	✓
Συλλογή Στατιστικών Στοιχείων	✓	✓
Συμμετοχή σε Συναντήσεις Διεθνών Νομισματικών Οργανισμών	✓	✓
Παρέμβαση ως «δανειστής έσχατης ανάγκης»	✓	Δεν ορίζεται στη Συνθήκη του Μάαστριχτ
Σχέση της τράπεζας με την κυβερνητική Πολιτική	✓	Πλήρης ανεξαρτησία

Πηγή: The European Central Bank-by D. Gerdesmeier, F.P Mognelli and B. Roffia, “The Eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan- Similarities and Differences”, Working Paper Series N0 742/ March 2007p.12. Τα δύο τελευταία σημεία του πίνακα αποτελούν ατομική προσθήκη κατόπιν μελέτης των χαρακτηριστικών των δύο τραπεζών.

⁷⁷ Ο πίνακας ενημερώθηκε με τους νέους εποπτικούς μηχανισμούς στην ευρωζώνη.

Όπως προκύπτει από τον παραπάνω πίνακα, ένα ιδιαίτερο σημείο πάνω στο οποίο οι δύο τράπεζες διαφέρουν σημαντικά είναι και η λειτουργία τους ως «δανειστής έκτακτης ανάγκης». Η FED μπορεί να χρησιμοποιήσει το προεξοφλητικό επιτόκιο και να παράσχει ρευστότητα στις τράπεζες εάν κάτι τέτοιο είναι απαραίτητο. Η ΕΚΤ, όπως έχει ήδη αναφερθεί δεν έχει αυτή την αρμοδιότητα. Στη Συνθήκη του Μάαστριχτ δεν γίνεται καμιά αναφορά για αυτή τη λειτουργία της ΕΚΤ, κάτι το οποίο αποτελεί σημαντικό σημείο τριβής και της ασκείται σκληρή κριτική από τους αναλυτές, ιδιαίτερα σήμερα που η ευρωζώνη υφίσταται τη σημαντικότερη κρίση στην ιστορία της.

Η ΕΚΤ επίσης στηρίζεται περισσότερο σε μία επιτροπολογία ως θεσμικό μηχανισμό λήψης αποφάσεων ενώ η FED είναι περισσότερο προσωποποιημένη. Τελικά τι είναι καλύτερο μια επιτροπή ή ένα πρόσωπο πίσω από την κεντρική τράπεζα; Πολλές φορές η επιτροπολογία είναι αυτή που εξασφαλίζει τη μεγαλύτερη ανεξαρτησία και διαφάνεια των δράσεων καθώς έχει μεγαλύτερη νομιμοποιητική βάση από την άλλη πλευρά όμως ένα πρόσωπο μπορεί να εξασφαλίσει ταχύτητα λήψης αποφάσεων και μεγαλύτερη συνέπεια.

Επιπλέον η FED αντλεί ισχύς και αξιοπιστία από το πρόσωπο του Προέδρου της κάτι το οποίο δεν ισχύει στην περίπτωση της ΕΚΤ. Η ισχύς και η επιρροή ενός προσώπου μπορεί να εγγυηθεί την αξιοπιστία ολόκληρου του συστήματος, όπως στην περίπτωση του Alan Greenspan ο οποίος θεωρήθηκε χαρισματικός στην άσκηση νομισματικής πολιτικής, αυτή την αξιοπιστία δεν έχει καταφέρει να την προσφέρει κανένας πρόεδρος της ΕΚΤ⁷⁸.

Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι η FED κατηγορείται από μια μεγάλη μερίδα μελετητών για έλλειψη ανεξαρτησίας και εξυπηρέτηση συγκεκριμένων συμφερόντων. Η FED μπορεί να επηρεαστεί σε μεγάλο βαθμό από πιέσεις από την εκτελεστική εξουσία και τα ιδιωτικά συμφέροντα, σύμφωνα με τους Wooley και Beck «η FED μοιάζει αρκετά πρόθυμη να υποκύψει σε πιέσεις της εκτελεστικής εξουσίας κατά τα

⁷⁸ Simone Weinert, “Central Banking – The Organisation of the FED and their politics within the last years (esp. in comparison to the ESCB), Baltic Management Studies, 2003, σελ. 27

έτη των εκλογών περικειμένου να εμποδίσει μια απότομη μεταβολή των επιτοκίων»⁷⁹.

Η πιο σημαντική διαφορά μεταξύ των δύο τραπεζών, της FED και της ΕΚΤ, έχει να κάνει περισσότερο με τον τρόπο οργάνωσης τους και το πολιτικό, πολιτισμικό και θεσμικό πλαίσιο μέσα στο οποίο κινούνται παρά με τις διαφορές στους στόχους, στη φιλοσοφία και στον τρόπο αντιμετώπισης του πληθωρισμού.

Οι σημαντικότερες διαφορές των δύο κεντρικών τραπεζών, ωστόσο, θα γίνουν περισσότερο κατανοητές μέσα από την ανάλυση που ακολουθεί στο επόμενο κεφάλαιο σχετικά με τις πολιτικές που ακολούθησαν για να αντιμετωπίσουν τις κρίσεις που έπληξαν τις δύο ηπείρους. Μέσα από τις πολιτικές τους, τις δράσεις ή την αδράνεια τους θα δούμε πόσο σημαντική είναι η ανεξαρτησία των τραπεζών, η λειτουργία τους ως «δανειστής έκτακτης ανάγκης» και πως η θέση τους μέσα σε μια ολοκληρωμένη πολιτική οντότητα μπορεί να επηρεάσει τόσο τις πολιτικές τους όσο και το βαθμό ανταπόκρισης τους.

⁷⁹ Central Banking & The Federal Reserve System: A Literature Review, Διαθέσιμο: <http://scholar.lib.vt.edu/theses/available/etd-0305100-180653/unrestricted/Ch.3.pdf> (ημερομηνία πρόσβασης: 13-08-2012), σελ. 69

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^Ο

ΟΙ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

1. Η Πολιτική της FED πριν την κρίση του 2008

Η οικονομική ύφεση του 2008 δεν θα έπρεπε να είχε ξαφνιάσει κανέναν. Σύμφωνα με άρθρο του περιοδικού Forbes, οικονομολόγοι της Αυστριακής Σχολής είχαν προειδοποιήσει πολύ καιρό πριν για την επερχόμενη κρίση. Το μεγαλύτερο μερίδιο νομισματικής ευθύνης, σύμφωνα με τον Αυστριακό νομπελίστα οικονομολόγο Friedrich Hayek, ανήκει στη FED, μέσα από το χειρισμό των επιτοκίων με τρόπο που στρεβλώνουν την πραγματική τιμή του κεφαλαίου⁸⁰.

Όπως είναι φανερό η άσκηση της νομισματικής πολιτικής από τη FED μπορεί να επηρεάσει και επηρεάζει σημαντικά όλα τα οικονομικά μεγέθη της οικονομίας. Οι πράξεις νομισματικής πολιτικής που ασκεί η FED σκοπό έχουν να προωθήσουν ένα ασφαλές και περισσότερο ευέλικτο τραπεζικό σύστημα⁸¹. Η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (FOMC) είναι το όργανο χάραξης πολιτικής για τις πράξεις ανοικτής αγοράς- που αποτελούν και τα κύρια μέσα με τα οποία ασκείται η νομισματική πολιτική.

Η FED θέτει ένα στόχο σχετικά με το επιτόκιο των Ομοσπονδιακών αποθεμάτων, δηλαδή το επιτόκιο με το οποίο οι τράπεζες δανείζονται μεταξύ τους. Ουσιαστικά η FED δεν ορίζει άμεσα αυτό το επιτόκιο αλλά το ελέγχει μέσα από τις πράξεις ανοικτής αγοράς κάτι το οποίο επηρεάζει τις τράπεζες. Επεμβαίνει στην ανοικτή αγορά μέσω της αγοράς ή πώλησης τίτλων του δημοσίου. Γενικά, η πολιτική ανοικτής αγοράς ασκείται μέσω της επαναγοράς των ομολόγων. Δηλαδή η FED πουλάει ομόλογα με τη συμφωνία να τα επαναγοράσει σε μεταγενέστερο χρόνο, έτσι με αυτό τον τρόπο διατηρεί το επιτόκιο στα επιθυμητά επίπεδα⁸².

⁸⁰ Matt Kibbe, "The Federal Reserve Deserves Blame For The Financial Crisis", 06-07-2011, Διαθέσιμο στο: <http://www.forbes.com/sites/mattkibbe/2011/06/07/the-federal-reserve-deserves-blame-for-the-financial-crisis/>, (ημερομηνία πρόσβασης: 09-08-2012)

⁸¹ Pauline Smale, "Structure and Functions of the Federal Reserve System", σελ. 1

⁸² Patricia S. Pollard, A look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve", σελ. 21

Μεταξύ, όμως, 2001 και 2004, η FED προχώρησε σε μια πρωτοφανή πιστωτική ένεση στην οικονομία πιέζοντας έτσι τα επιτόκια στο χαμηλότερο επίπεδο από τη δεκαετία του 1970. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την άνθηση της οικονομικής δραστηριότητας, για ένα μικρό χρονικό διάστημα, στέλνοντας έτσι λανθασμένα μηνύματα στην αγορά. Το Σεπτέμβριο του 2003 έως το Δεκέμβριο του 2007 υπήρξε μια σημαντική αύξηση του ρυθμού απασχόλησης και στις 9 Οκτωβρίου του 2007 ο δείκτης Dow Jones έκλεισε σε επίπεδα ρεκόρ. Ο Πρόεδρος της FED, Ben Bernanke ακόμη και τον Ιανουάριο του 2008 δήλωνε ότι « Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα δεν βλέπει στο μέλλον κάποια οικονομική ύφεση»⁸³.

Πως όμως φτάσαμε στην μεγάλη ύφεση του 2008;

Η ευθύνη της κρίσης αποδίδεται στα χαμηλά επιτόκια που επικράτησαν στην αγορά από το 2001 έως το 2005. Η υποτίμηση της επερχόμενης κρίσης προκύπτει κυρίως από τη μακρά περίοδο υπερβολικά χαμηλών ονομαστικών και πραγματικών επιτοκίων, τα οποία προέκυψαν μετά το τέλος της τεχνολογικής φούσκας το 2001 και συνεχίστηκαν έως το 2005, όταν άρχισαν ξανά να ανεβαίνουν⁸⁴. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ υπό την προεδρία του Alan Greenspan ξεκίνησε μια επιθετική πολιτική προσφοράς χρήματος. Η επέκταση αυτή συνοδεύεται από την κίνηση της FED να μειώνει επανειλημμένα το στόχο της για τα ομοσπονδιακά κεφάλαια (επιτόκιο διατραπεζικού δανεισμού). Το επιτόκιο διατραπεζικού δανεισμού ήταν το 2001, 6,25% και στο τέλος του έτους έπεσε στο 1,75%. Το επιτόκιο μειώθηκε περαιτέρω το 2002 και το 2003, ωθώντας το στα μέσα του 2003 σε ρεκόρ χαμηλό του 1%, όπου έμεινε για ένα χρόνο, συμβάλλοντας στη διόγκωση της φούσκας των ακινήτων. Το πραγματικό επιτόκιο όμως ήταν αρνητικό, που σημαίνει ότι το ονομαστικό επιτόκιο ήταν χαμηλότερο από το ποσοστό του πληθωρισμού, κάτι που συνεχίστηκε για τουλάχιστον 2 χρόνια ακόμη⁸⁵. Το επιτόκιο ήταν πολύ χαμηλό το 2003 και από το 2004 έως το 2006 αυξήθηκε περίπου στο 5%, η αύξηση των επιτοκίων ήταν που οδήγησε στην άνοδο των τιμών των ακινήτων και στη συνέχεια τους επενδυτές να ζητούν νέα εργαλεία με μεγαλύτερη απόδοση. Τα δάνεια των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων απέδιδαν μεγαλύτερα οφέλη από τα απλά συμβατικά δάνεια, τα οποία όμως από την άλλη εξέθεταν τους επενδυτές σε

⁸³ Matt Kibbe, "The Federal Reserve Deserves Blame For The Financial Crisis"

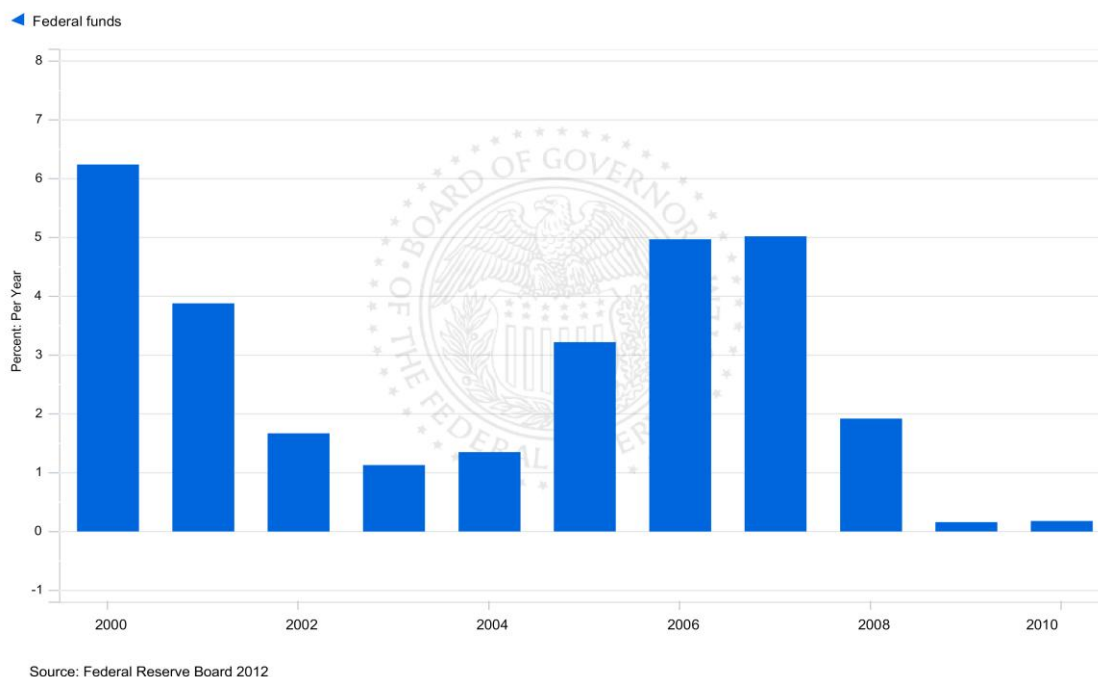
⁸⁴ C.A.E. Goodhart, "The background to the financial crisis", *IEEP*, 2008, 4:331-346, σελ.332

⁸⁵ Lawrence H. White, "Federal Reserve Policy and The Housing Bubble", *Cato Journal*, Vol 29, No 1, 2009, σελ. 116

μεγαλύτερο βαθμό κινδύνου. Την τάση του επιτοκίου αυτή την περίοδο τη βλέπουμε στο παρακάτω διάγραμμα:

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ -1

Το επιτόκιο διατραπεζικού δανεισμού της FED από το 2000 έως το 2010⁸⁶



Αυτή η περίοδος των χαμηλών επιτοκίων και της επεκτατικής νομισματικής πολιτικής, δεν οδήγησε σε πληθωριστικές πιέσεις και σε αύξηση των τιμών των αγαθών και των υπηρεσιών αλλά σε αυτό που οι οικονομολόγοι ονόμασαν, «Εποχή της Μεγάλης Σταθερότητας»⁸⁷. Παρασυρόμενοι από το παράδειγμα των Ανατολικών χωρών και κυρίως της Ιαπωνίας τη δεκαετία του '90, όπου ζούσε τη «Χρυσή Εποχή», με χαμηλό πληθωρισμό και υψηλή ανάπτυξη, θεώρησαν στην Αμερική και στον κόσμο ολόκληρο, ότι τα μακροοικονομικά ρίσκα έχουν πλέον εκλείψει⁸⁸. Σύμφωνα με τον Robert Samuelson, «υπάρχει ένα παράδοξο στην οικονομική πολιτική, όσο πιο πετυχημένη είναι μια βραχυπρόθεσμη κατάσταση οικονομικής

⁸⁶ Τα στοιχεία και η διαγραμματική απεικόνιση έγιναν με τη βοήθεια προγράμματος που παρέχεται στο διαδικτυακό τόπο της Federal Reserve: <http://www.federalreserve.gov/datadownload/Format.aspx?rel=H15> (ημερομηνία πρόσβασης: 18-08-2012).

⁸⁷ C.A.E. Goodhart, "The background to the financial crisis", σελ.332 (βλ. επίσης Paul Mizen, "The Credit Crunch of 2007-2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 2008, σελ. 533

⁸⁸ C.A.E. Goodhart, "The background to the financial crisis", σελ.332

ευημερίας τόσο πιο πολύ ενισχύονται μακροπρόθεσμα οι αποσταθεροποιητικές τάσεις των επιχειρήσεων, των καταναλωτών, των τραπεζών, των κυβερνήσεων. Αν νομίζουν πως η βασική σταθερότητα είναι εξασφαλισμένη τότε θα αναλάβουν μεγαλύτερα ρίσκα, αν χαλαρώσουν τα πιστωτικά κριτήρια θα δανειστούν περισσότερο και με αυτό τον τρόπο η οικονομία θα γίνει περισσότερο ευάλωτη και θα δημιουργηθούν ρωγμές και ύφεση»⁸⁹.

Σύμφωνα με τον L. H. White «Πριν από το 2008, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ έπαιξε τον παραδοσιακό ρόλο των κεντρικών τραπεζών, την άσκηση της νομισματικής πολιτικής και (σε πολύ σπάνιες περιπτώσεις, όπως την ημέρα μετά την 9/11) λειτούργησε ως δανειστής έσχατης ανάγκης»⁹⁰. Ήταν όμως η νομισματική πολιτική των χαμηλών επιτοκίων της FED αυτή που από μόνη της προκάλεσε την κρίση; Σύμφωνα με τον Paul Mizen, η μείωση αυτή των επιτοκίων δεν θα μπορούσε από μόνη της να δημιουργήσει την τόσο μεγάλη πιστωτική επέκταση. Όπως υποστηρίζει ακόμη και την περίοδο 2004-2006 που τα επιτόκια ήταν σταθερά ο πιστωτικός δείκτης συνέχισε να αυξάνεται, επίσης στη ζώνη του ευρώ και στο Ηνωμένο Βασίλειο όπου τα επιτόκια δεν ήταν τόσο χαμηλά, η πιστωτική επέκταση, αυξανόταν επίσης⁹¹. Ο Taylor επίσης λέει ότι επειδή η FED επηρεάζει τη διαθεσιμότητα και την τιμή του κεφαλαίου οδήγησε ορισμένους να υποστηρίζουν ότι έτσι ενίσχυσε τη ζήτηση για επικίνδυνα περιουσιακά στοιχεία κρατώντας χαμηλά τα επιτόκια, δηλαδή τα χαμηλά επιτόκια οδήγησαν στην φούσκα των ακινήτων⁹², αλλά αυτή η άποψη είναι μόνο η μία πλευρά του ζητήματος γιατί υπάρχει και η θέση του προέδρου της ομοσπονδιακής τράπεζας, που λέει ότι υπάρχουν και άλλοι λόγοι που μπορούν να εξηγήσουν την ρευστότητα στην αμερικανική οικονομία όπως η εισροή κεφαλαίων από τις ασιατικές χώρες και η συστημική αλληλεξάρτηση των οικονομιών.

Η χαλαρή νομισματική πολιτική που ακολουθήθηκε από τις αρχές του 2000, επιδείνωσε τόσο τις εγχώριες μακροοικονομικές ανισορροπίες των ΗΠΑ, όσο και τις παγκόσμιες ανισορροπίες. Η φούσκα των ακινήτων οδήγησε πολλά νοικοκυριά της εργατικής τάξης να επωμιστούν μεγάλες υποχρεώσεις. Την ίδια στιγμή μια ολέθρια

⁸⁹ Paul Samuelson, “Why the Federal Reserve slept before the housing crisis”, 23-01-2012, Διαθέσιμο στο: http://www.washingtonpost.com/opinions/why-the-federal-reserve-slept-before-the-housing-crisis/2012/01/22/gIQAuEYZJQ_story.html (ημερομηνία πρόσβασης: 17-08-2012).

⁹⁰ Lawrence H. White, “Federal Reserve Policy and The Housing Bubble”, σελ. 120

⁹¹ Paul Mizen, “The Credit Crunch of 2007-2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses”, σελ. 533

⁹² John B. Taylor, “Assessing the Federal Policy Response to the Economic Crisis”, *Testimony before the Committee on the Budget United States Senate*, 2010, σελ. 7-8

μείωση των αποταμιεύσεων στις ΗΠΑ, έλαβε χώρα⁹³. Ταυτόχρονα, κατά την περίοδο πριν την κρίση η υπερβολική αύξηση των αποταμιεύσεων προερχόμενη κυρίως από την Κίνα, την Ιαπωνία, τη Γερμανία και τις χώρες εξαγωγής πετρελαίου, διατηρούσε τα μακροπρόθεσμα επιτόκια χαμηλά⁹⁴.

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές στις ΗΠΑ, είχαν αντιμετωπίσει και άλλες μεγάλες κρίσεις τα τελευταία 20 χρόνια και παραπάνω, για παράδειγμα, η Μαύρη Δευτέρα του Οκτώβρη το 1987, η κρίση των ακινήτων το 1992, η Ασιατική κρίση του 1997/98, η τεχνολογική φούσκα του 2001, σε όλες τις παραπάνω περιπτώσεις η FED είχε δράσει άμεσα ώστε να αποτρέψει την επέκταση των κρίσεων στην πραγματική οικονομία. Αυτό δημιούργησε την ψευδαίσθηση ότι η FED θα μπορεί πάντα να επεμβαίνει επιτυχώς σε παρόμοιες καταστάσεις. Ανεξάρτητα με το αν τελικά η πολιτική του Greenspan (Greenspan Put) είναι σωστή ή όχι, η συμπεριφορά των αγορών αποτέλεσε μέρος αυτού του πλαισίου, κάνοντας τους επενδυτές να δουν τον κόσμο λιγότερο επικίνδυνο στις αρχές της νέας χιλιετίας από ότι τον προηγούμενο αιώνα⁹⁵.

Πριν το 2008 η FED ασκούσε έλεγχο στα νομισματικά και πιστωτικά μεγέθη μέσω των πράξεων ανοιχτής αγοράς. Η ποσότητα των δανείων που έδωσε στις εμπορικές τράπεζες ήταν μηδαμινή (λιγότερο από 0,5 δις δολάρια στο τέλος του 2007 σε ένα προϋπολογισμό των ύψους 800δις δολαρίων). Το ποσό των δανείων σε εξω-τραπεζικούς οργανισμούς δεν είναι καν άξιο αναφοράς. Μετά το 2008 όμως τα πράγματα άλλαξαν, μαζί με το νομισματικό της ρόλο η FED ανέλαβε και ένα νέο ρόλο, αυτόν της διοχέτευσης πίστωσης σε επιλεγμένες κατευθύνσεις. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα στο τέλος του 2008, το πρόγραμμα διάσωσης της κεντρικής τράπεζας να αγγίζει τα 1,7 τρις δολάρια, πάνω από τα διπλάσια χρήματα που διέθεσε το Υπουργείο Οικονομικών, 700 τρις δολάρια, για την αντιμετώπιση της κρίσης⁹⁶.

2. Η πολιτική αντιμετώπισης της κρίσης από την FED

⁹³ Costas Lapavitsas, “The Roots of the Global Financial Crisis”, *Centre for Development Policy and Research*, 2009. Διαθέσιμο στο: <http://www.soas.ac.uk/cdpr/publications/dv/file50940.pdf>, (ημερομηνία πρόσβασης: 17-08-2012).

⁹⁴ Paul Mizen, “The Credit Crunch of 2007-2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses”, σελ.534

⁹⁵ C.A.E. Goodhart, “The background to the financial crisis”, σελ.333-334

⁹⁶ Lawrence H. White, “Federal Reserve Policy and The Housing Bubble”, σελ. 121

Το καλοκαίρι του 2007, όταν η Αμερική και όλος ο κόσμος ήρθαν αντιμέτωποι με την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, η FED βρέθηκε σε πολύ δύσκολη θέση. Η αρχική δέσμη δράσεων της, σχεδιάστηκε για να προσφέρει ανακούφιση στα προβλήματα ρευστότητας που αντιμετώπιζε η οικονομία.⁹⁷ Ως κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ, συμμετείχε σε όλα σχεδόν τα πακέτα διάσωσης της Αμερικανικής Κυβέρνησης, υπερδιπλασιάζοντας τον ισολογισμό της μέσα σε λίγους μήνες, από \$942δισ στις αρχές Σεπτεμβρίου του 2008 σε πάνω από \$2,2τρς στις αρχές του Δεκεμβρίου του 2008⁹⁸.

Η FED προχώρησε σε μεγάλες ενέσεις ρευστότητας στην χρηματοπιστωτική αγορά προσπαθώντας να δώσει ώθηση στις τράπεζες να ξαναδανείσουν. Αρχίζοντας από τα μέσα Αυγούστου του 2007, μείωσε το προεξοφλητικό επιτόκιο στις 50 μονάδες βάσης από τις 100 μονάδες βάσης που ήταν συνήθως και αργότερα το μείωσε ακόμα περισσότερο στις 25 μονάδες βάσης. Κατά τη διάρκεια της κρίσης προχώρησε και σε νέες πολιτικές παροχής ρευστότητας πέρα από τις παραδοσιακές. Ο αριθμός των νέων προγραμμάτων δανεισμού που εισήγαγε, κατά τη διάρκεια της κρίσης, TAF, TSLF, PDCF, AMLF, CPFF, MMLFF και TALF, κάνουν την FED, σύμφωνα με τον Frederic S. Mishkin, «να ακούγεται σαν το Πεντάγωνο με κωδικές ονομασίες πρωτοβουλιών και όπλα».⁹⁹

Είναι βέβαιο πως η FED λειτούργησε σαν βασικός παίχτης στην αντιμετώπιση των χρηματοπιστωτικών προβλημάτων που προέκυψαν από την κρίση, τόσο υπό την ηγεσία του Greenspan όσο και του Bernake. Όπως χαρακτηριστικά λέει ο Christopher Rude ο ρόλος της ήταν «παρεμβατικός».¹⁰⁰ Η πολιτική της για την αντιμετώπιση της κρίσης αποτέλεσε μια νέα προσέγγιση της οικονομικής πολιτικής. Η νομισματική πολιτική που δημιούργησε η FED για να αντιμετωπίσει την κρίση ήταν μια νέα και διαφορετική νομισματική πολιτική και σε συνέχεια αυτού η FED αποτέλεσε την αρχή μια μεταρρύθμισης ολόκληρου του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος¹⁰¹.

⁹⁷ Scott A. Brave & Hesna Genay. "Federal Reserve Policies and Financial Market Conditions during the Crisis". *Federal Reserve Bank of Chicago*. 2011. σελ.4

⁹⁸ Joseph E. Sriglitz, "Ο Θρίαμβος της Απληστίας, Η ελεύθερη αγορά και η κατάρρευση της παγκόσμιας οικονομίας", *Εκδόσεις Παπαδόπουλος*. Αθήνα, 2011. σελ. 189-190

⁹⁹ Frederic S. Mishkin, "The Financial Crisis and the Federal Reserve", 2009, σελ. 8

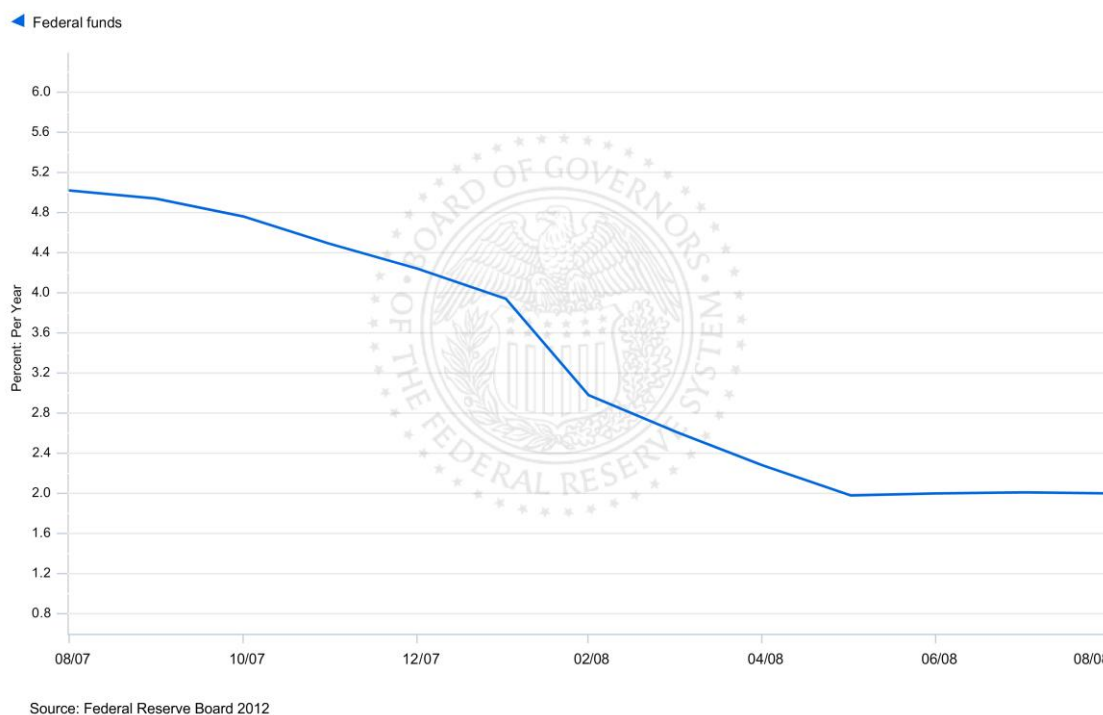
¹⁰⁰ Christopher Rude, "The World Economic Crisis and the Federal Reserve's Response to It: August 2007-December 2008", *Studies in Political Economy*, 2009, σελ.3

¹⁰¹ Ibid, σελ. 4

Το πρώτο και κυριότερο εργαλείο που χρησιμοποίησε η FED ήταν το επιτόκιο. Μείωσε το επιτόκιο από 5,25% το καλοκαίρι του 2007 σε περίπου 2% τον Αύγουστο του 2008 (όπως φαίνεται στο διάγραμμα 2). Επίσης αποφάσισε να μειώσει και το χάσμα μεταξύ του επιτοκίου δανεισμού και του προεξοφλητικού επιτοκίου ώστε να επιτύχει αύξηση της ρευστότητας στην οικονομία. Μειώνοντας το κόστος δανεισμού για τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς το τραπεζικό σύστημα αναμενόταν να αυξήσει τη ρευστότητα στην αγορά¹⁰². Σύμφωνα με τον John B. Taylor, η αρχική δέσμη δράσεων που αφορούσε τη δραστική μείωση του επιτοκίου κατάφερε να αντισταθμίσει τα συνεχώς αυξανόμενα spreads των επιτοκίων και να αμβλύνει μερικές από τις επιπτώσεις του πανικού¹⁰³.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ-2

Το επιτόκιο διατραπεζικού δανεισμού της FED από το καλοκαίρι του 2007 έως το καλοκαίρι του 2008¹⁰⁴



¹⁰² John Marshall, "The financial crisis in the US: Key events, causes and responses", *House of Commons Library*, 2009, σελ. 26

¹⁰³ John B. Taylor, "Assessing the Federal Policy Response to the Economic Crisis", *Testimony before the Committee on the Budget United States Senate*, 2010, σελ. 6

¹⁰⁴ Τα στοιχεία και η διαγραμματική απεικόνιση έγιναν με τη βοήθεια προγράμματος που παρέχεται στο διαδικτυακό τόπο της Federal Reserve: <http://www.federalreserve.gov/datadownload/Format.aspx?rel=H15> (ημερομηνία πρόσβασης: 25-08-2012).

Ωστόσο, οι τράπεζες φάνηκαν εξαιρετικά απρόθυμες να δανειστούν από τη Fed μέσω του «discount window»¹⁰⁵ υπό το φόβο ότι θα γίνει γνωστός ο δανεισμός τους και θα τεθεί σε αμφιβολία η οικονομική τους δεινότητα, παρόλο που τα επιτόκια στη διατραπεζική αγορά συνέχισαν να αυξάνονται και οι πηγές χρηματοδότησης είχαν στερέψει¹⁰⁶. Για να αντιμετωπίσει αυτό το πρόβλημα η FED, το Δεκέμβριο του 2007, εισήγαγε μια δεύτερη πολιτική, το Term Auction Facility (TAF), με σκοπό να προσφέρει βραχυπρόθεσμη ρευστότητα¹⁰⁷. Το πρόγραμμα επέτρεπε στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, ανώνυμα, να λαμβάνουν δάνεια με πρόσθετες ασφάλειες (collateral loans) για περίοδο μεγαλύτερη των 28-35 ημερών. Ξεκινώντας το Δεκέμβριο του 2007, η δράση λάμβανε χώρα κάθε δύο εβδομάδες και περιείχε μεγάλα ποσά που κυμαίνοντας από 20 δις δολάρια έως και 50 δις, ποσό που ξεπεράστηκε το Μάιο του 2008. Ουσιαστικά αυτή υπήρξε μια συντονισμένη δράση πέντε κεντρικών τραπεζών μεταξύ των οποίων της Τράπεζας της Αγγλίας και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Επιπλέον αυτή η δράση επέτρεψε πολλές εμπορικές τράπεζες να λαμβάνουν άμεσα τα κεφάλαια κάτι το οποίο δεν ήταν εφικτό πάντα καθώς μόνο οι πρωτοβάθμιοι δανειστές ήταν επιλέξιμοι να λαμβάνουν τα κεφάλαια με σκοπό να τα διοχετεύσουν στην ευρύτερη αγορά. Αρχικά η δράση είχε κάποια αποτελέσματα μειώνοντας τα spreads δανεισμού παρόλο που αυτή η μείωση κράτησε μόνο λίγες μέρες. Τον Ιούλιο του 2008 η Fed αύξησε την περίοδο του TAF σε 84 μέρες¹⁰⁸.

Στη συνέχεια η Fed διευκόλυνε την εξαγορά της Bear Stearns¹⁰⁹ από την JP Morgan. Η επενδυτική αυτή τράπεζα είχε εκτεθεί σε μεγάλο βαθμό σε τοξικά ομόλογα και

¹⁰⁵ Η Fed ενεργοποίησε το δανεισμό μέσω του “discount window”, δηλαδή μια επικουρική διευκόλυνση της Κεντρικής Τράπεζας προς το τραπεζικό σύστημα. Μπορεί να γίνει με προεξόφληση κρατικών ομολογίων ή γραμματίων, με χαλάρωση των υποχρεωτικών καταθέσεων ή και με μείωση του προεξοφλητικού επιτοκίου. Έτσι η κεντρική τράπεζα μπορεί να επηρεάσει της ρευστότητα της χρηματοαγοράς με το άνοιγμα ή το κλείσιμο του «παραθύρου».

¹⁰⁶ Donald L. Kohn: Federal Reserve’s policy actions during the financial crisis and lessons for the future, Speech by Donald L. Kohn, Vice Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System, at the Carleton University, Ottawa, 13 May 2010, Διαθέσιμη στην επίσημη ιστοσελίδα της Federal Reserve: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20100513a.htm> (ημερομηνία πρόσβασης 6/9/2012)

¹⁰⁷ Scott A. Brave & Hesna Genay. “Federal Reserve Policies and Financial Market Conditions during the Crisis”. σελ.4

¹⁰⁸ John Marshall, “The financial crisis in the US: Key events, causes and responses”, σελ. 27

¹⁰⁹ Στις 14 Μαρτίου του 2008 η Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Νέας Υόρκης έδωσε ένα δάνειο απευθείας στην επενδυτική τράπεζα το οποίο σύμφωνα με ανακοίνωση εξοφλήθηκε στις 17 του ίδιου μήνα, η πράξη αυτή χαρακτηρίστηκε εξαιρετική καθώς η Fed είχε να δώσει ένα τέτοιου τύπου δάνειο στηριζόμενο στο άρθρο 13 (3) από το 1930, ουσιαστικά αυτό έπαιξε σημαντικό ρόλο στην εξαγορά τις εν λόγω τράπεζας από την JP Morgan. Stephen G. Cecchetti, “Crisis and Responses: The Federal

χρηαζόταν ένα μεγάλο δάνειο από τη Fed για να επιβιώσει το Σαββατοκύριακο πριν εξαγοραστεί από την JP Morgan στις 14 Μαρτίου. Η ομοσπονδιακή τράπεζα της Νέας Υόρκης έδωσε εγγυήσεις στη JP Morgan έναντι ζημιών ύψους 1δισ δολαρίων κάνοντας ξεκάθαρο το γεγονός ότι η Bear Stearns¹¹⁰ δεν θα έπρεπε να καταρρεύσει.

Πολλοί μελετητές, ανάμεσα τους και ο Stephen Cecchetti, υποστηρίζουν πως αυτή η κίνηση της FED δεν μπορεί να χαρακτηριστεί νομισματική αλλά δημοσιονομική. Η FED έδρασε κυρίως ως δημοσιονομικός αντιπρόσωπος του Υπουργείου Οικονομικών. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρει « αυτές οι δράσεις των δημοσιονομικών φορέων που ουσιαστικά υποδεικνύουν τον τρόπο με τον οποίο η Κεντρική Τράπεζα θα διαθέσει τα κεφάλαια της, εάν γίνονται συχνά, εμπεριέχουν τον κίνδυνο της διακύβευσης της ανεξαρτησίας της Τράπεζας»¹¹¹.

Η FED για να μπορέσει να παρέχει πίστωση στην περίπτωση της Bear Stearns είχε δημιουργήσει το Primary Dealer Credit Facility (PDCF), το οποίο ουσιαστικά ήταν μια διεύρυνση της λίστας αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων στο μηχανισμό δανεισμού προς τους βασικούς διαπραγματευτές της αγοράς, όπως οι επενδυτικές τράπεζες και οι χρηματιστηριακές, βέβαια στην περίπτωση της επενδυτικής τράπεζας δεν φάνηκε αρκετό και έτσι προχώρησε στη δημιουργία του Term securities Lending Facility (TSLF) το οποίο ανακοινώθηκε το Μάρτιο του 2008 για να ελαφρύνει τις πιέσεις ρευστότητας στις ασφαλής βραχυπρόθεσμες αγορές¹¹². Ουσιαστικά έδινε τη δυνατότητα στις επενδυτικές εταιρείες να δανείζονται ομόλογα Δημοσίου από τη FED με αντάλλαγμα διάφορους άλλους τίτλους για χρονικό διάστημα ενός μήνα. Σκοπό είχε να δημοπρατηθούν 200 δις δολάρια χρεογράφων δημοσίου σε μια προσπάθεια να αυξηθεί η ρευστότητα των τραπεζών και να μειωθούν τα spreads.¹¹³

Ωστόσο, αν και αυτές οι πρωτοφανείς ενέργειες βοήθησαν στην παροχή της απαραίτητης ρευστότητας στις αγορές, η Bear Stearns δεν θα είναι η μοναδική που είχε την ανάγκη της διάσωσης. Εκτός από την πρωτοφανή διάσωση της Bear Stearns,

Reserve in the Early Stages of the Financial Crisis”, *Journal of Economic Perspectives*, V.23,2009, σελ. 69-70

¹¹⁰ Η Bear stearns υπήρξε μία από τις πέντε μεγαλύτερες επενδυτικές τράπεζες, η FED και το Υπουργείο Οικονομικών επενέβησαν, όχι για να σώσουν την εταιρεία, η οποία εξαφανίστηκε αλλά για να προστατεύσουν τους αντισυμβαλλόμενους της εταιρείας, εκείνους δηλαδή στους οποίους χρωστούσε χρήματα ή με τους οποίους είχε χρηματοπιστωτικές δεσοληψίες. Paul Krugman, “ *Η Κρίση του 2008 και η επιστροφή των οικονομικών της ύφεσης*”. Εκδόσεις Καστανιώτη, Αθήνα. 2009. σελ.213

¹¹¹ Stephen G. Cecchetti, “Crisis and Responses: The Federal Reserve in the Early Stages of the Financial Crisis”, σελ. 70

¹¹² Scott A. Brave & Hesna Genay. “Federal Reserve Policies and Financial Market Conditions during the Crisis”. σελ.5

¹¹³ John Marshall, “The financial crisis in the US: Key events, causes and responses”, σελ. 27

η FED, επίσης, ενήργησε για την υποστήριξη της AIG, της Fannie Mae και Freddie Mac. Στην περίπτωση της AIG, η FED δάνεισε αρχικά στον ασφαλιστικό γίγαντα 85 δις δολάρια το Σεπτέμβριο του 2008, το οποίο της έδωσε το 80% των μετοχών της εταιρείας. Σε ό, τι αφορά Freddie και Fannie, η FED δημιούργησε ένα πρόγραμμα εξαγοράς του χρέους τους και των ενυπόθηκων τίτλων. Αξίζει να σημειωθεί, ωστόσο, ότι η FED αρνήθηκε να διασώσει την Lehman Brothers¹¹⁴, μια απόφαση που πολλοί πιστεύουν ότι επιδείνωσε την κρίση¹¹⁵.

Όταν κατέστη εμφανές ότι τα παραπάνω εργαλεία δεν ήταν επαρκή για την αντιμετώπιση της κρίσης, ο πρόεδρος της Τράπεζας, Ben Bernanke, υποστήριξε το Troubled Asset Relief Program (TARP) ύψους 700 δις δολαρίων, το οποίο πέρασε από το Κογκρέσο και υπεγράφη σε νόμο τον Οκτώβριο του 2008. Μέσω της Emergency Economic Stabilization Act (EESA) η FED απέκτησε μεγαλύτερη εξουσία επί των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων και μπορούσε να καταβάλει τόκους επί των αποθεματικών. Η FED χρησιμοποίησε την εξουσία που της είχε χορηγηθεί υπό την EESA για τη δημιουργία του Commercial Paper Funding Facility (CPFF)-χρηματοδότηση των αμερικανικών επιχειρήσεων μέσω αγοράς τρίμηνων εμπορικών ομολόγων απευθείας από τους εκδότες τους. Ένα μήνα αργότερα, το Νοέμβριο του 2008, η FED ανακοίνωσε τη δημιουργία του Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF), σύμφωνα με το οποίο θα χορηγεί έως και 200 δις δολάρια χωρίς το δικαίωμα προσφυγής σε κατόχους αξιογράφων που προέρχονται από τιτλοποίηση και φέρουν αξιολόγηση AAA¹¹⁶.

Όπως είναι φανερό αυτές οι ενέργειες της FED ήταν άνευ προηγουμένου. Η απάντηση αυτή της Τράπεζας στην κρίση ήταν τουλάχιστον άμεση και δραστική. Πολλές από τις παραπάνω δράσεις και πολιτικές είχαν να εμφανιστούν από την εποχή της Μεγάλης Ύφεσης και άλλες νέες δημιουργήθηκαν να αντιμετωπίσουν τις νέες

¹¹⁴ Στις 15 Σεπτεμβρίου η Lehman Brothers με τεράστιες απώλειες για το τελευταίο τρίμηνο, αναγκάζεται να κηρύξει πτώχευση. Ήταν η πρώτη μεγάλη τράπεζα που χρεοκοπούσε. Δεν βρέθηκε αγοραστής για τη Lehman αφού ο επίδοξος αγοραστής, που ήταν η Barclays, επέμενε σε παρόμοιες εγγυήσεις με αυτές που είχαν δοθεί στην JP Morgan για την εξαγορά της Bear Stearns τον προηγούμενο Μάρτιο. John Campbell, "The US financial crisis: Lessons for theories of institutional complementary", σελ. 215

¹¹⁵ Taryn Dozark-Frideres, "How the Central Banks in the U.S. and Europe React to the Global Financial Crisis?", *The University of Iowa, Center for International Finance and Development*, 2010, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://blogs.law.uiowa.edu/ebook/uicifd-ebook/part-5-v-how-did-central-banks-us-and-europe-react-global-financial-crisis> (ημερομηνία πρόσβασης: 07-09-2012).

¹¹⁶ John Marshall, "The financial crisis in the US: Key events, causes and responses", σελ. 38-40 επίσης Taryn Dozark-Frideres, 2010, σελ. 8-9

προκλήσεις της παγκόσμιας οικονομίας¹¹⁷. Η πολιτική της FED ήταν ένας συνδυασμός συμβατικών και μη παραδοσιακών εργαλείων για την αντιμετώπιση της μεταβλητότητας των αγορών και της παροχής ρευστότητας έτσι ώστε να σταθεροποιηθεί το σύστημα και να υπάρξει ενθάρρυνση του δανεισμού σε επιχειρήσεις και ιδιώτες. Η αξιολόγηση των παραπάνω δράσεων στη συνέχεια θα μας δώσει χρήσιμα συμπεράσματα για τη νέα πορεία που χάραξε η Τράπεζα τόσο για την ίδια όσο και για το χρηματοπιστωτικό σύστημα σε ολόκληρο τον κόσμο.

3. Η πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας πριν και κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) αποτελεί έναν από τους πιο σημαντικούς παίκτες της οικονομικής κρίσης και της μετέπειτα κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη. Ο τρόπος με τον οποίο η ΕΚΤ λειτούργησε πριν την κρίση ήταν αυστηρά με βάση τις αρχές της μονεταριστικής θεωρίας σχετικά με το τραπεζικό σύστημα, τη μείωση των κεντρικών τραπεζών για τον έλεγχο του πληθωρισμού και την εξασφάλιση της σταθερότητας των τιμών¹¹⁸. Η πολιτική αυτή της ΕΚΤ πριν το ξέσπασμα της κρίσης αντανάκλα τη βαθιά πεποίθηση που επικρατεί στην ευρωζώνη ότι η σταθερότητα των τιμών αποτελεί τον κυρίαρχο παράγοντα αποτελεσματικότητας των αγορών και των χρηματοπιστωτικών συστημάτων. Η φιλοσοφία της τράπεζας αποτέλεσε, τουλάχιστον στα πρώτα στάδια της κρίσης τον καθοριστικό παράγοντα σχεδιασμού πολιτικής.

Σύμφωνα με τον Mishkin οι κεντρικές τράπεζες πριν από το ξέσπασμα της κρίσης ακολουθούσαν κάποιες συγκεκριμένες αρχές «νεοκλασικής προσέγγισης»: 1) ο πληθωρισμός είναι πάντα και παντού ένα νομισματικό φαινόμενο, 2) η σταθερότητα των τιμών έχει σημαντικά οφέλη, 3) δεν υπάρχει μακροχρόνια αντίστροφη σχέση μεταξύ ανεργίας και πληθωρισμού, 4) οι προσδοκίες παίζουν σημαντικό ρόλο στον καθορισμό του πληθωρισμού και στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στη μακροοικονομία, 5) τα πραγματικά επιτόκια πρέπει να αυξηθούν με την αύξηση του πληθωρισμού (Taylor rule), 6) η νομισματική πολιτική είναι θέμα του προβλήματος χρόνου-ασυνέπειας, 7) η ανεξαρτησία της κεντρικής τράπεζας συμβάλλει στη

¹¹⁷ Taryn Dozark-Frideres, “How the Central Banks in the U.S. and Europe React to the Global Financial Crisis?” σελ. 9

¹¹⁸ Franziska Richter, Peter Wahl, “The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone”, *World Economy, Ecology & Development*, 2011, σελ. 3

βελτίωση της αποτελεσματικότητας της νομισματικής πολιτικής, 8) η δέσμευση σε ένα ισχυρό στόχο είναι κεντρικής σημασίας για την παραγωγή καλών νομισματικών αποτελεσμάτων και 9) οικονομικές τριβές διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στους οικονομικούς κύκλους¹¹⁹.

Η νομισματική πολιτική, κατά την περίοδο πριν την κρίση, έδειξε αυτό ακριβώς. Η ΕΚΤ λειτούργησε με βάση τις παραπάνω αρχές. Από τον Ιανουάριο του 1999 έως και το Δεκέμβριο του 2004 το ποσοστό του πληθωρισμού παρέμεινε σταθερό κοντά στο στόχο του 2% με μια εξαίρεση κατά την περίοδο Απριλίου-Ιουνίου 2001 όταν ο πληθωρισμός άγγιξε το 3,1%. Στις αρχές του 1999 η Τράπεζα μείωσε το επιτόκιο δανεισμού στο 2,5%, ωστόσο το καλοκαίρι του ίδιου έτους αντλήθηκε πληθωριστικές πιέσεις και έτσι το Νοέμβριο του 1999 το επιτόκιο επέστρεψε στο 3% που ήταν τον Ιανουάριο. Αυτή ήταν η αρχή μιας μεγάλης περιόδου αύξησης των επιτοκίων φτάνοντας το 4,75% το Μάιο του 2001. Από τις 11 Μαΐου όμως του ίδιου έτους άρχισε μια πτώση των επιτοκίων φτάνοντας το 2% τον Ιούνιο του 2003, ποσοστό το οποίο διατηρήθηκε για περίπου δύο χρόνια¹²⁰. Μετά από αυτό το χρονικό διάστημα η ΕΚΤ άρχισε να αυξάνει το επιτόκιο φτάνοντας τον Ιούνιο του 2007 στο ποσοστό του 4%, όπως αναλυτικά φαίνεται στο Διάγραμμα 3 παρακάτω.

¹¹⁹ Frederic S. Mishkin, “Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis” 6th ECB Central Banking Conference, Frankfurt, November 18-19, 2010, σελ. 2-3

¹²⁰ C. Sardoni & L. Randall Wray, “Monetary Policy Strategies of the European Central Bank and the Federal Reserve Bank of the U.S.”, σελ. 12

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ - 3

Το επιτόκιο της ΕΚΤ από το Μάρτιο του 2003 έως το Δεκέμβριο του 2011¹²¹.



πηγή: Διάγραμμα της συγγραφέως με βάση στοιχεία της ΕΚΤ

Η ΕΚΤ δεν φαίνεται να είχε αντιληφθεί το βάθος της κρίσης μέχρι το καλοκαίρι του 2008. Αφού όπως φαίνεται και στο παραπάνω διάγραμμα αύξησε το επιτόκιο από 4% σε 4,25% τον Ιούλιο του 2008, καθώς οι τιμές του πετρελαίου αυξάνονταν σημαντικά και ασκούσαν πληθωριστικές πιέσεις στο δείκτη τιμών καταναλωτή, εφαρμόζοντας αυστηρά την αρχή της σταθερότητας των τιμών¹²².

Στην αρχή της χρηματοπιστωτικής αναστάτωσης, όταν εμποδίστηκε η πρόσβαση σε ρευστότητα στις αγορές χρήματος, το Ευρωσύστημα επεδίωξε να διασφαλίσει την αποφυγή μιας συστημικής χρηματοπιστωτικής κρίσης. Αντέδρασε με την προσαρμογή του χρόνου και της περιόδου λήξης των μηχανισμών της παροχής ρευστότητας, ώστε να ικανοποιήσει τις χρηματοδοτικές ανάγκες των τραπεζών¹²³.

Κατά την περίοδο από τον Αύγουστο του 2007, την ημέρα κατά την οποία η Γαλλική τράπεζα MNP Paribas ανακοίνωσε ότι ανέστειλε την εξαγορά αμοιβαίων που είχαν

¹²¹ Τα στοιχεία για τη διαγραμματική απεικόνιση προήλθαν από την επίσημη ιστοσελίδα της ΕΚΤ και από την παρακάτω ιστοσελίδα: <http://www.moneyguideireland.com/ecb-interest-rate-history.html> (ημερομηνία πρόσβασης: 07-069-2012).

¹²² Franziska Richter, Peter Wahl, "The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone", σελ. 12, επίσης Stefan Gerlach & John Lewis, "The Zero Lower Bound, ECB Interest Rate Policy and the Financial Crisis" DNB Working Paper, No 254, 2010, σελ. 9

¹²³ "The ECB'S Response to the Financial Crisis", ECB Monthly Bulletin, October 2010, σελ. 64-65

επενδύσει σε ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου, μέχρι και τις 15 Σεπτεμβρίου του 2008 που ανακοινώθηκε η κατάρρευση της Lehman Brothers. Οι κύριες προκλήσεις που αντιμετώπιζε η ΕΚΤ κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου ήταν να ρυθμίζει κατάλληλα τη ρευστότητα στην οικονομία μέσω των πράξεων ανοιχτής αγοράς και του επιτοκίου χωρίς να παρεμβαίνει συχνά¹²⁴.

Οι εντάσεις που προκλήθηκαν αντανακλούσαν κατά κύριο λόγο την έλλειψη εμπιστοσύνης μεταξύ των συμμετεχόντων στην αγορά και την αβεβαιότητα σχετικά με την οικονομική ευρωστία και τη ρευστότητα των αντισυμβαλλομένων. Η ΕΚΤ αντιδρά στην κρίση παρέχοντας ρευστότητα ύψους 95 δις ευρώ με σταθερό επιτόκιο. Στη συνέχεια επεκτείνει τη χρονική διάρκεια των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης από 1 σε 2 εβδομάδες παρέχοντας μάλιστα απεριόριστη ρευστότητα και τη χρονική διάρκεια των πράξεων μακροχρόνιας αναχρηματοδότησης από 3 μήνες σε 6 μήνες¹²⁵. Τα μέτρα που έλαβε η ΕΚΤ κατά την πρώτη φάση ήταν μάλλον συμβατικά. Ωστόσο, υιοθέτησε και ένα μη συμβατικό μέτρο: κατά τους επόμενους μήνες η ΕΚΤ ξεκίνησε μια πρωτοφανή στην ιστορία της πολιτική, άρχισε να παρέχει ρευστότητα σε δολάρια ΗΠΑ έναντι εξασφαλίσεων σε ευρώ, βάση μιας συμφωνίας ανταλλαγής νομισμάτων με την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ. Η ΕΚΤ αγόρασε δολάρια ΗΠΑ από τη FED και τα διοχέτευσε στην ευρωπαϊκή αγορά αντιμετωπίζοντας έτσι δυναμικά, την έλλειψη ρευστότητας δολαρίου στην οικονομία¹²⁶.

Μετά την κατάρρευση όμως της Lehman Brothers παρατηρήθηκε μια απότομη συρρίκνωση της παγκόσμιας παραγωγής και όχι μόνο. Ουσιαστικά κατέρρευσε η εμπιστοσύνη στο διατραπεζικό σύστημα και γενικεύτηκε η απροθυμία των τραπεζών να δανείσουν η μία στην άλλη. Στην πραγματικότητα, το φθινόπωρο και το χειμώνα του 2008/09, οι μακροοικονομικές εξελίξεις παρομοιάζουν πολύ στενά με εκείνες που παρατηρήθηκαν κατά την έναρξη της Μεγάλης Ύφεσης της δεκαετίας του 1930.

¹²⁴ José Manuel González-Páramo, “The conduct of monetary policy – lessons from the crisis and challenges for the coming years”, Speech by Mr José Manuel González-Páramo, Member of the Executive Board of the European Central Bank, at the SEACEN-CEMLA Conference, Kuala Lumpur, 2011, Διαθέσιμο: <http://www.bis.org/review/r111013c.pdf> (ημερομηνία πρόσβασης: 7-09-2012).

¹²⁵ Nuno Cassola, Alain Durre, Cornelia Holthausen, “Implementing monetary policy in the crisis times: The case of the ECB / Eurosystem”, Διαθέσιμο: http://www.ecb.int/events/conferences/html/cbc6/Session_5_paper_Cassola_Durre_Holthausen.pdf?97ec6fff36f3a1e4ef9902feef6adf59, (ημερομηνία πρόσβασης: 7-9-2012). σελ. 5

¹²⁶ Jean Claude Trichet, “State of the Union: The financial Crisis and the ECB’S Response between 2007 and 2009”, Journal of Common Market Studies, 2010, V. 48 Annual Review pp. 7-19. σελ.9

Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου το Ευρωσύστημα θα εφαρμόσει κυρίως "μη συμβατικά" μέτρα νομισματικής πολιτικής. Στο πλαίσιο της απότομης συρρίκνωσης της παγκόσμιας παραγωγής και του εμπορίου και σε αντίδραση στις ολοένα και πιο δυσλειτουργικές αγορές χρήματος, η ΕΚΤ έκανε τολμηρά βήματα για να στηρίξει το τραπεζικό σύστημα το οποίο αποτελεί τον πυρήνα του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ¹²⁷.

Με τη χρεοκοπία της επενδυτικής τράπεζας LM η ΕΚΤ θα παρέμβει στην αγορά και θα μειώσει το επιτόκιο στο ιστορικά χαμηλό 1% τον Μάιο του 2009¹²⁸ από το 4,25% που ήταν τον προηγούμενο χρόνο. Το επιτόκιο παρέμεινε σε αυτό το χαμηλό επίπεδο μέχρι τον Απρίλιο του 2011¹²⁹. Καθώς οι εντάσεις στις αγορές χρήματος εμπόδιζαν την ικανότητα των τραπεζών για παροχή χρηματοδότησης στην οικονομία, η πολιτική της μείωσης των βασικών επιτοκίων θα ήταν λιγότερο αποτελεσματική εάν δεν συνοδευόταν από επιπρόσθετες πολιτικές χρηματοπιστωτικής υποστήριξης.

Έτσι αποφασίστηκε η εισαγωγή του Enhanced Credit Programme (ECP) που αποτελείται από μη-συμβατικά μέτρα υποστήριξης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και της ροής πιστώσεων. Το πρόγραμμα είχε σημαντική και άμεση επίδραση στα επιτόκια και στην προσφορά πιστώσεων, επιδιώκοντας κυρίως να αντιμετωπίσει τους κινδύνους ρευστότητας των τραπεζών και πρόσβασής τους σε ξένο νόμισμα. Μεταξύ άλλων το πρόγραμμα περιελάμβανε χαλάρωση των απαιτήσεων δανεισμού, χαλάρωση των κριτηρίων εγγυήσεων και επιμήκυνση των πράξεων αναχρηματοδότησης. Επίσης η ΕΚΤ ενεργοποίησε την αγορά καλυμμένων ομολόγων που εκδίδονται στην ευρωζώνη¹³⁰. Η αγορά καλυμμένων ομολόγων αντιπροσωπεύει μια μείζονα πηγή χρηματοδότησης των τραπεζών. Με αυτό τον

¹²⁷ José Manuel González-Páramo, "The conduct of monetary policy – lessons from the crisis and challenges for the coming years", σελ. 5

¹²⁸ Η ΕΚΤ άρχισε την πολιτική της μείωσης των επιτοκίων μόλις τον Οκτώβριο του 2008 όταν πήρε μέρος σε μια συντονισμένη προσπάθεια μείωσης των επιτοκίων κατά 50 μονάδες βάσης μαζί και με άλλες κεντρικές τράπεζες, η μείωση αυτή προτάθηκε ουσιαστικά από την ΕΚΤ αφού είχαν υποχωρήσει οι κίνδυνοι της σταθερότητας των τιμών. Μεταγενέστερες μειώσεις των επιτοκίων στα τέλη του 2008 και στις αρχές του 2009 είναι απολύτως δικαιολογημένες για τους ίδιους λόγους. Stefan Gerlach & John Lewis, "The Zero Lower Bound, ECB Interest Rate Policy and the Financial Crisis" σελ. 11

¹²⁹ Taryn Dozark-Frideres, "How the Central Banks in the U.S. and Europe React to the Global Financial Crisis?" σελ. 10-11

¹³⁰ Γνωστά και ως «Pfandbriefe» στη Γερμανία, «Obligations Foncières» στη Γαλλία και «Cedulas» στην Ισπανία, είναι τα μακροπρόθεσμα χρεόγραφα που εκδίδονται από τις τράπεζες για την αναχρηματοδότηση των δανείων προς τον Δημόσιο και τον Ιδιωτικό τομέα συχνά σε σχέση με τις συναλλαγές ακινήτων. Η αγορά αυτή κατέρρευσε όταν η κρίση εντάθηκε. Το συνολικό ποσό διάθεσης από το πρόγραμμα (60 δις ευρώ) αποτελεί το 2,5% του συνολικού ποσού καλυμμένων ομολόγων στο τέλος του 2008.

τρόπο η ΕΚΤ λειτούργησε ως δανειστής έκτακτης ανάγκης (lender of last resort), δίνοντας ρευστότητα στις τράπεζες και πολλές φορές σε εκείνες με αμφιβόλου προελεύσεως εγγυήσεις¹³¹.

Όλα τα μέτρα διαμορφώθηκαν στη συγκεκριμένη χρηματοπιστωτική δομή της ευρωζώνης, όπου οι τράπεζες αποτελούν την πρωταρχική πηγή παροχής πιστώσεων στην οικονομία σε αντίθεση με την Αμερικανική οικονομία στην οποία το μέγιστο μέρος της χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις βασίζεται στις αγορές. Αποδείχτηκαν δε καθοριστικά για την υποστήριξη του τραπεζικού συστήματος και έμμεσα των χρηματοπιστωτικών αγορών, βελτιώνοντας σημαντικά τη ρευστότητα της αγοράς και μειώνοντας τους κινδύνους χρηματοδότησης των τραπεζών. Αν και δεν εμπόδισαν μια σημαντική πτώση στις δανειοδοτήσεις του ιδιωτικού τομέα, χωρίς αυτά η μείωση θα ήταν πολύ ισχυρότερη, καθώς σχεδιάστηκαν ώστε να διατηρούν τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες και τις πιστωτικές ροές σε επίπεδα υψηλότερα από εκείνα που θα επιτυγχάνονταν μόνον μέσω μείωσης των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ¹³².

Στα τέλη, όμως, του 2009 και στις αρχές του 2010, τα spreads των ελληνικών κρατικών ομολόγων σε σχέση με τα γερμανικά ομόλογα διευρύνθηκαν σημαντικά. Ακόμα κι αν οι εξελίξεις αυτές θα μπορούσαν να ερμηνευθούν ως αποτέλεσμα των αυξανόμενων ανησυχιών σχετικά με τη διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών στην Ελλάδα, σαφή σημάδια της μετάδοσης της κρίσης εμφανίστηκαν την άνοιξη του 2010 στην Ιρλανδία και την Πορτογαλία και, σε κάποιο βαθμό και στην Ισπανία¹³³. Γρήγορα έγινε σαφές ότι η κρίση δεν αφορούσε μόνο την άλλη πλευρά του Ατλαντικού αλλά και πολύ περισσότερο την Ευρωζώνη. Η κρίση πήρε άλλη μορφή, από κρίση ρευστότητας και εμπιστοσύνης των αγορών έγινε κρίση χρέους και νέες αδυναμίες της ευρωζώνης ήρθαν στην επιφάνεια.

Σε απάντηση αυτών των γεγονότων, στις 10 Μαΐου του 2010 οι κυβερνήσεις της ζώνης του ευρώ ανακοίνωσαν μια ολοκληρωμένη δέσμη μέτρων, συμπεριλαμβανομένης της European Financial Stabilization Facility (EFSF), την

¹³¹ Franziska Richter, Peter Wahl, “The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone”, σελ. 12

¹³² Jean Claude Trichet, “State of the Union: The financial Crisis and the ECB’S Response between 2007 and 2009”, σελ.13-14

¹³³ Nuno Cassola, Alain Durre, Cornelia Holthausen, “Implementing monetary policy in the crisis times: The case of the ECB / Eurosystem, σελ. 10-11

ίδια ημέρα η ΕΚΤ ανακοίνωσε την έναρξη του Προγράμματος Αγοράς Τίτλων (Securities Market Programme). Στο πλαίσιο αυτού του προγράμματος, το Ευρωσύστημα θα μπορεί να παρεμβαίνει απευθείας στις δευτερογενείς αγορές δημόσιων και ιδιωτικών χρεογράφων στη ζώνη του ευρώ για την εξασφάλιση της ρευστότητας σε δυσλειτουργικά τμήματα της αγοράς για την αποκατάσταση της ομαλής λειτουργίας του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Επιπλέον, η ΕΚΤ εισήγαγε εκ νέου ορισμένα από τα μη συμβατικά μέτρα που είχε αποσύρει νωρίτερα. Τον Αύγουστο του 2011 η ΕΚΤ ανακοίνωσε τη συνέχιση του προγράμματος παρέμβασης στις δευτερογενείς αγορές, αυτό έλαβε χώρα μετά την ανακοίνωση νέων μέτρων δημοσιονομικής και διαθρωτικής πολιτικής από την Ιταλία και την Ισπανία¹³⁴.

Στις αρχές του Σεπτεμβρίου του 2012 η ΕΚΤ έκανε την πλέον δυναμική της παρέμβαση από τότε που ξεκίνησε η κρίση χρέους, με σκοπό, σύμφωνα με τον Mario Draghi, τον πρόεδρο της ΕΚΤ, «να εκτονωθούν οι πιέσεις που δέχεται η ευρωπαϊκή περιφέρεια και να μειωθούν τα υψηλά επιτόκια δανεισμού τα οποία οφείλονται σε αβάσιμους φόβους περί διάλυσης της ευρωζώνης»¹³⁵. Σύμφωνα με το πρόγραμμα Outright Monetary Transactions (OMTs) η ΕΚΤ θα μπορεί να αγοράζει στη δευτερογενή αγορά, απεριόριστο αριθμό ομολόγων κρατών-μελών της ευρωζώνης που αντιμετωπίζουν πρόβλημα δανεισμού. Τα ομόλογα που θα αγοράζει η ΕΚΤ θα έχουν διάρκεια έως και τρία έτη, προϋπόθεση για την παρέμβαση της ΕΚΤ θα είναι το επωφελούμενο κράτος να έχει υπαχθεί προηγουμένως σε Πρόγραμμα Προσαρμογής. Επίσης η ΕΚΤ θα μπορεί να αγοράζει στη δευτερογενή αγορά και ομόλογα κρατών που ήδη έχουν υπογράψει το Μνημόνιο (Ιρλανδία, Πορτογαλία, Ελλάδα), εφόσον αυτά βρίσκονται κοντά στην ανάκτηση της πρόσβασής τους στις αγορές, προς το τέλος δηλαδή του Προγράμματος¹³⁶.

¹³⁴ José Manuel González-Páramo, “The conduct of monetary policy – lessons from the crisis and challenges for the coming years”, σελ. 4 επίσης Nuno Cassola, Alain Durre, Cornelia Holthausen, σελ. 11-12

¹³⁵ Steven Erlanger, Melissa Eddy & Annie Lowrey, “E.C.B. takes new powers”, International Herald Tribune, 7 Σεπτεμβρίου 2012, σελ.1

¹³⁶ Νίκος Χρυσολωράς, Παρέμβαση της ΕΚΤ στην αγορά ομολόγων, Η Καθημερινή, 7 Σεπτεμβρίου 2012, επίσης διαθέσιμο το πρόγραμμα στην ιστοσελίδα της ΕΚΤ: http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_2.en.html (ημερομηνία πρόσβασης 10-09-2012)

Μέχρι πρόσφατα η ΕΚΤ κατηγορούνταν ότι δεν λειτουργούσε ως «δανειστής έκτακτης ανάγκης»¹³⁷, συμβάλλοντας με αυτό τον τρόπο στην εξάπλωση της κρίσης και στη μετάδοση μηνυμάτων τα οποία μείωναν την εμπιστοσύνη των αγορών και επηρέαζαν αρνητικά τη ζώνη του ευρώ. Η ΕΚΤ θα πρέπει να λειτουργεί ως «δανειστής έκτακτης ανάγκης» γιατί στην περιοχή του ευρώ είναι η μόνη τράπεζα η οποία μπορεί να το κάνει, εξασφαλίζοντας τη σταθερότητα του συστήματος και δίνοντας το μήνυμα στις αγορές ότι τα χρήματα τους είναι εξασφαλισμένα και μόνο αυτή μπορεί προσφέρει την ασφάλεια η οποία θα διατηρήσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών¹³⁸. Με την τελευταία της κίνηση η ΕΚΤ λειτούργησε, για πρώτη ίσως φορά, ως «δανειστής έκτακτης ανάγκης» και τουλάχιστον, οι αρχικές αντιδράσεις των αγορών ήταν πολύ θετικές.

4. Συγκριτική αξιολόγηση

Παρά τις προφανείς διαφορές στην επικοινωνιακή τους στρατηγική, η βασική προσέγγιση των κεντρικών τραπεζών με ανεξάρτητη νομισματική πολιτική πριν από την κρίση ήταν παρόμοια. Τηρήθηκαν οι οκτώ αρχές της «νεοκλασικής προσέγγισης» και άσκησαν τη νομισματική τους πολιτική στο πλαίσιο μιας ισχυρής δέσμευσης για τη σταθεροποίηση του πληθωρισμού σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα.¹³⁹

Πριν το 2008, η FED έπαιζε τον παραδοσιακό ρόλο των κεντρικών τραπεζών, λειτούργησε ο «δανειστής έκτακτης ανάγκης» (lender of last resort) και άσκησε τη νομισματική πολιτική με κυρίαρχο στόχο τη σταθερότητα των τιμών σε μακροπρόθεσμο επίπεδο. Μετά το 2008, ανέλαβε ένα νέο ρόλο, τον οποίο οι επικριτές της αποκαλούν «επιλεκτική διοχέτευση πίστωσης σε συγκεκριμένους στόχους» (selective channeling credit in favored directions). Ουσιαστικά δανείζει σε μια σειρά από χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς που δεν είναι εμπορικές τράπεζες¹⁴⁰. Έσπρωξε τα επιτόκια σε σχεδόν μηδενικά επίπεδα, όμως και πάλι ήταν αδύνατο να

¹³⁷ Όπως περιγράφηκε και παραπάνω η αποστολή της ΕΚΤ ως «δανειστής έκτακτης ανάγκης» δεν αναφέρεται πουθενά στη συνθήκη του Μάαστριχτ, η ΕΚΤ αποφεύγει να επωμιστεί αυτό το ρόλο και για αυτό το λόγο υιοθέτησε όλα αυτά τα μη συμβατικά μέτρα για να στηρίξει την οικονομία της ευρωζώνης, παρεμβαίνει για να στηρίξει το τραπεζικό σύστημα κυρίως και όχι απευθείας τα κράτη-μέλη. Οι τελευταίες ενέργειες της ΕΚΤ, του Σεπτεμβρίου του 2012 θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ως ενέργειες «Lender of last resort».

¹³⁸ Paul De Grauwe, “Only a more active ECB can solve the euro crisis”, *CEPS Policy Brief, No 250*, 2011, σελ. 1-3

¹³⁹ Frederic S. Mishkin, “Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis”, σελ. 15

¹⁴⁰ Robert w. Kolb. “Lessons from the Financial Crisis. Causes, Consequences, and our Economic Future”. *John Wiley & Sons*. 2010, σελ. 457-458

αναζωογονήσει την οικονομία. Οι εταιρείες δεν επρόκειτο να αρχίσουν να επενδύουν μόνο και μόνο επειδή έβρισκαν φθηνό χρήμα ενώ οι τράπεζες για να εξασφαλίσουν ρευστότητα παρακρατούσαν τα κεφάλαια τους. Με τις πιστώσεις να έχουν παγώσει η FED από «δανειστής έκτακτης ανάγκης» έγινε «δανειστής πρώτης ανάγκης»¹⁴¹.

Από την παραπάνω ανάλυση, προκύπτει ότι από τη στιγμή που ξέσπασε η κρίση και μέχρι τον Σεπτέμβριο του 2008 η FED είχε επικεντρωθεί στην αύξηση της ρευστότητας των τραπεζών, πιστεύοντας ότι με αυτό τον τρόπο θα μείωνε τον κίνδυνο στην οικονομία. Παρόλο που διέθεσε πολλά από τον ισολογισμό της¹⁴² για την υποστήριξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος ήταν σχεδόν ανίκανη να ελέγξει τη διάχυση του κινδύνου. Ο Taylor υποστηρίζει ότι η Τράπεζα επικεντρώθηκε σε λάθος σημείο, θεώρησε ότι το μεγαλύτερο πρόβλημα ήταν η περιορισμένη ρευστότητα και όχι η διάχυση του κινδύνου και το έλλειμμα εμπιστοσύνης, που θα απαιτούσαν μια διαφορετική προσέγγιση¹⁴³. Χαρακτηριστικά αναφέρει ότι οι μειώσεις του επιτοκίου που υιοθετήθηκαν στις αρχές του 2008 από τη FED «ήταν μερικές φορές απότομες και ακανόνιστες προκαλώντας υποτίμηση του δολαρίου και αύξηση των τιμών του πετρελαίου που επιδείνωσαν την κατάσταση στην οικονομία»¹⁴⁴. Επιπλέον η τράπεζα δεν είχε ένα ξεκάθαρο ρόλο κατά τη διάρκεια της κρίσης, τότε επενέβαινε στην αγορά για να σώσει μια τράπεζα, τότε την άφηνε να κατάρρευση και κάποιες φορές έκανε κάτι ενδιάμεσο. Η απουσία μιας σαφούς πολιτικής από την πλευρά της προκαλούσε αβεβαιότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα¹⁴⁵.

Στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού, από το καλοκαίρι του 2008, για την αντιμετώπιση των προβλημάτων ρευστότητας στη ζώνη του ευρώ, η ΕΚΤ παραχώρησε απεριόριστη ρευστότητα στις τράπεζες. Ο ισολογισμός της αυξήθηκε από τα μέσα του 2008 έως τα μέσα του 2011, από 1.450 δις ευρώ σε περίπου 2.000 δις ευρώ. Εισήγαγε το Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων (SMP) το Μάιο του 2010, όταν η Ελλάδα επλήγη από τις πρώτες επιθέσεις της αγοράς, στη συνέχεια παρενέβη, με την αγορά

¹⁴¹ Joseph E. Stiglitz, “Ο Θρίαμβος της Απληστίας, Η ελεύθερη αγορά και η κατάρρευση της παγκόσμιας οικονομίας”, σελ. 191

¹⁴² Ο ισολογισμός της μέσα σε ελάχιστους μήνες, από 942 δις δολάρια στις αρχές Σεπτεμβρίου του 2008 έφτασε πάνω από 2,2 τρις δολάρια στις αρχές Δεκεμβρίου του 2008. Joseph E. Stiglitz, “Ο Θρίαμβος της Απληστίας, Η ελεύθερη αγορά και η κατάρρευση της παγκόσμιας οικονομίας”, σελ. 190

¹⁴³ John B. Taylor, “Assessing the Federal Policy Response to the Economic Crisis”, σελ. 6

¹⁴⁴ Ibid, , σελ. 6

¹⁴⁵ Allan H. Meltzer, “Reflections on the Financial Crisis”, *Cato Journal*, Vol.29, No 1, 2009, σελ. 29

ελληνικών ομολόγων, σε μια προσπάθεια να ανακόψει την άνοδο των επιτοκίων για το ελληνικό δημόσιο χρέος.

Η ΕΚΤ, περιοριζόμενη από τη φιλοσοφία της, αρχικά ενήργησε επιφυλακτικά και με τα εργαλεία νομισματικής πολιτικής που είχε στην κατοχή της στη συνέχεια όμως και σταδιακά εξελίχθηκε σε «δανειστή έκτακτης ανάγκης». Η πολιτική που άσκησε αποτέλεσε τομή στη βασική της φιλοσοφία, η οποία χτίστηκε με βάση την υπόθεση ότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές είναι αποτελεσματικές και μπορούν να αυτορυθμίζονται. Η ΕΚΤ μέσα από την κρίση αντιλήφθηκε ότι ο ρόλος μιας κεντρικής τράπεζας είναι κάτι περισσότερο από την ρύθμιση του πληθωρισμού¹⁴⁶.

Η πολιτική που ακολούθησε η ΕΚΤ συνίσταται κατά κύριο λόγο στην παροχή ρευστότητας προς τις τράπεζες αντικαθιστώντας με αυτό τον τρόπο την «παγωμένη» διατραπεζική αγορά. Η διαφορά μεταξύ των δύο πολιτικών βρίσκεται στο γεγονός ότι η αύξηση του ισολογισμού της ΕΚΤ σε μεγάλο βαθμό, είναι το αποτέλεσμα των «δράσεων» των τραπεζών, δηλαδή της ανάγκης των τραπεζών για ρευστότητα, η ΕΚΤ ουσιαστικά παρείχε ρευστότητα στις τράπεζες γιατί αυτό μόνο μπορούσε να κάνει, ενώ τα αποτελέσματα της FED προκύπτουν από τη δική της προθυμία να αγοράσει τίτλους, η FED ακολούθησε δηλαδή μια ποσοτική πολιτική μέσω της αγοράς κρατικών ομολόγων. Επιπλέον, η FED πραγματοποιεί απευθείας αγορές τίτλων, ενώ η ΕΚΤ χορηγεί ρευστότητα μέσω πράξεων αναχρηματοδότησης¹⁴⁷.

Επιπλέον, οι στόχοι που επιδιώκονται από την ΕΚΤ είναι να αποτρέψει μια κρίση ρευστότητας, να βοηθήσει τις τράπεζες και έτσι να αμβλύνει τον κίνδυνο πιστωτικής ασφυξίας. Η FED, από την πλευρά της, αναφέρει ρητά ότι οι ενέργειές της αποσκοπούν στο να καταστήσουν τις νομισματικές συνθήκες περισσότερο φιλόξενες προκειμένου να δοθεί ώθηση στην οικονομία¹⁴⁸.

Συγκρίνοντας την έκταση και τη φύση των μη συμβατικών μέτρων που εφάρμοσε η FED και η ΕΚΤ, μπορεί να σημειωθεί ότι, στην περίπτωση της FED, τα προγράμματα που σχεδιάστηκαν είχαν ως στόχο την ενεργοποίηση της διατραπεζικής αγοράς και

¹⁴⁶ Franziska Richter, Peter Wahl, “The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone”, σελ. 12-13

¹⁴⁷ Marie- Pierre Ripert, “The Different Unconventional Monetary Policies: The ECB and the FED”, *Flash Economics*, No. 524, 2012, σελ. 3-4

¹⁴⁸ Ibid, σελ. 5-6

την ενίσχυση της πίστωσης, ενώ η ΕΚΤ υιοθέτησε μια πιο συντηρητική στάση. Η ΕΚΤ έδωσε μεγαλύτερη έμφαση στην υποστήριξη των τραπεζών της ζώνης του ευρώ αφού δεν μπορούσε να παρέμβει άμεσα στα πληγέντα κράτη ενώ η παρέμβαση της FED, κυρίως στις μη-τραπεζικές πιστωτικές αγορές των ΗΠΑ, ήταν σε πλήρη συμμόρφωση με την αγορά του χρηματοπιστωτικού συστήματος.¹⁴⁹

Παρόλο που η FED και η ΕΚΤ είχαν ένα καθοριστικό ρόλο στην αντιμετώπιση της κρίσης, ωστόσο η ΕΚΤ έδρασε πιο παρεμβατικά στο κομμάτι των εξασφαλίσεων, καθώς ενήργησε πιο γρήγορα από τη FED στο να δεχθεί ενυπόθηκους τίτλους και αμφιβόλου εξασφαλίσεως δάνεια. Η απόφαση να δεχτεί μια μεγάλη ποικιλία εγγυήσεων της επέτρεψε να χρησιμοποιήσει τα παραδοσιακά της εργαλεία της νομισματικής πολιτικής και να βοηθήσει την τραπεζική αγορά ενώ η FED χρειάστηκε να δημιουργήσει νέα εργαλεία δανεισμού ώστε να μπορεί να δεχτεί ως εγγύηση δανεισμού τους τίτλους των στεγαστικών δανείων¹⁵⁰.

Η ΕΚΤ από τη δημιουργία της μέχρι πρόσφατα επέμενε σταθερά στις παραδοσιακές αρχές της μονεταριστικής πολιτικής αλλά σιγά σιγά φαίνεται να τις εγκαταλείπει, αφού κατά το ξέσπασμα της κρίσης η ΕΚΤ φάνηκε περισσότερη γενναιόδωρη από ότι η FED ή η Τράπεζα της Αγγλίας στην προώθηση της οικονομικής δραστηριότητας και στο δανεισμό χωρίς όρια ακόμα και σε μη αξιόπιστους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς¹⁵¹.

Είναι πάντα δύσκολο να εκτιμηθεί με ακρίβεια η αποτελεσματικότητα των νομισματικών πολιτικών που εφαρμόζονται, καθώς μπορεί να υπάρχουν πολλαπλές επιπτώσεις, μέσω των επιτοκίων, των συναλλαγματικών ισοτιμιών και των χρηματιστηριακών αγορών. Ωστόσο μια πρώτη εικόνα των αποτελεσμάτων είναι εμφανής στις δύο ηπείρους. Στη συνέχεια θα γίνει μια αξιολόγηση της νομισματικής πολιτικής ως μέσο αντιμετώπισης κρίσεων ώστε να εξαχθούν χρήσιμα συμπεράσματα και προτάσεις για τις δράσεις και τη νέα πορεία των δύο τραπεζών.

¹⁴⁹ Teodora Cristina Barbu & Iustina Boitan, “Central Banks’ Response to the Current Financial Crisis –Between Costs and Benefits”, *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 2, No. 1, 2012, pp.12-20 , σελ.19

¹⁵⁰ Taryn Dozark-Frideres, “How the Central Banks in the U.S. and Europe React to the Global Financial Crisis?”, σελ. 13, επίσης Paul Mizen, “The Credit Crunch of 2007-2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses”, σελ. 546-547

¹⁵¹ Anatole Kaletsky, “*Capitalism 4.0 The Birth of a New Economy*” Bloomsbury Publishing PLC, London, 2010, σελ. 83

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

Η ΝΕΑ ΑΡΧΙΤΕΚΤΟΝΙΚΗ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

1. Εκ νέου σχεδιασμός της άσκησης Νομισματικής Πολιτικής από τις Κεντρικές Τράπεζες.

1.1 Τα «μη συμβατικά μέτρα» νομισματικής πολιτικής

Η παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008-2009 οδήγησε σε μια βαθιά αναθεώρηση της προ κρίσης νομισματικής πολιτικής. Από την εποχή της «μεγάλης σταθερότητας» μέχρι το 2007, υπήρξε μια αξιοσημείωτη σύγκλιση της νομισματικής θεωρίας και της νομισματικής πολιτικής από τις κεντρικές τράπεζες σε όλο τον κόσμο. Η σύγκλιση αυτή χαρακτηρίστηκε από τις πολιτικές αντιμετώπισης του πληθωρισμού.

Το βασικό χαρακτηριστικό των σύγχρονων πολιτικών σταθεροποίησης σε διάφορες χώρες, μεταξύ των οποίων των ΗΠΑ και της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι η αναβάθμιση της νομισματικής πολιτικής σε βάρος της δημοσιονομικής πολιτικής σε συνδυασμό με την επίτευξη του στόχου της σταθερότητας των τιμών. Η πρόσφατη κρίση έδειξε ότι τα μέτρα νομισματικής πολιτικής εφαρμόστηκαν σε εκτεταμένο βαθμό κυρίως λόγω της άμεσης αποτελεσματικότητας τους αλλά και λόγω της αδυναμίας άλλων φορέων να δράσουν κατά τη διάρκεια των γεγονότων.

Το μεγαλύτερο μέρος των μέτρων χαρακτηρίστηκαν ως «μη συμβατικά», καθώς δεν ανταποκρίνονταν στις παραδοσιακές μεθόδους άσκησης νομισματικής πολιτικής. Τα «μη συμβατικά μέτρα» που εφαρμόστηκαν από τις δύο κεντρικές τράπεζες δημιούργησαν μια νέα μορφή νομισματικής πολιτικής η οποία προχωράει πολύ πιο μακριά από ότι είχαμε συνηθίσει. Σύμφωνα με τον Timberlake τα γεγονότα της κρίσης έδειξαν ότι η FED ήταν έτοιμη να αναλάβει τον πολιτικά «εύκολο» δρόμο της προστασίας συγκεκριμένων οργανισμών, αλλά αν συνεχίσει να το κάνει τίθεται θέμα ηθικού κινδύνου που θα δυσκολέψει ακόμη περισσότερο το ρόλο της¹⁵². Ο Thomas Jordan συμφωνεί, καθώς λέει ότι «οι τράπεζες ανέλαβαν πολύ μεγαλύτερο ρίσκο στους ισολογισμούς τους το οποίο θα μπορούσε να τους οδηγήσει σε μεγάλες απώλειες. Αυτό

¹⁵² Ritchard H. Timberlake, “The Federal Reserve’s Role in the Great Contraction and the Subprime Crisis”, Cato Journal, Vol.28, No 2, 2008, σελ. 310-311

είχε ως αποτέλεσμα να προσελκύσουν την προσοχή των πολιτικών δυνάμεων, αλλά η πολιτική προσοχή δεν είναι χωρίς ρίσκο αφού μπορεί να απειλήσει την αρχή της ανεξαρτησίας των τραπεζών»¹⁵³.

Σύμφωνα με τον Taylor ανεξάρτητα με το εάν τα νομισματικά μέτρα που ακολούθησε η FED είχαν αποτελέσματα ή όχι, μακροχρόνια οι επιπτώσεις τους θα είναι αρνητικές. Αρχικά ανακύπτουν ερωτήματα σχετικά με την ανεξαρτησία της τράπεζας. Το πρόγραμμα που εφάρμοσε η FED δεν ήταν καθαρά νομισματικό αλλά δημοσιονομικό και πιστωτικό καθώς προσπάθησε να βοηθήσει συγκεκριμένους κλάδους της οικονομίας και επιχειρήσεις και επειδή αυτό έγινε εκδίδοντας χρήμα και όχι μέσα από φόρους ή δημόσιο δανεισμό, είχε ως αποτέλεσμα η FED να κινδυνέψει να χάσει την ανεξαρτησία της¹⁵⁴. Επιπλέον ανακύπτει το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου, αν οι συμμετέχοντες στις αγορές γνωρίζουν ότι σε οποιοδήποτε πρόβλημα που θα προκύψει η κεντρική τράπεζα θα παρέμβει ώστε να προστατέψει το χρηματοπιστωτικό σύστημα, τότε θα κάνουν πολύ λιγότερα ώστε να αποφύγουν τον κίνδυνο και την υπερβολική μόχλευση ¹⁵⁵.

Η FED οφείλει ως κεντρική τράπεζα να ασκεί τη νομισματική της πολιτική ανεξάρτητα. Πολλές από τις πολιτικές όμως που έχει εφαρμόσει κατά τη διάρκεια των χρόνων, και κυρίως στην πρόσφατη κρίση, δείχνουν ότι ενεργεί με στόχο βραχυχρόνια αποτελέσματα τα οποία εξυπηρετούν την κατά καιρούς πολιτική της ηγεσία αλλά και πλήττουν την ανεξαρτησία της και το ρόλο της. Η FED, βλέποντας ότι το επιτόκιο από μόνο του δεν μπορεί να λύσει το πρόβλημα ρευστότητας στην οικονομία, ακολούθησε τους μη παραδοσιακούς τρόπους αντιμετώπισης της κρίσης, εισήγαγε μέτρα νομισματικής πολιτικής τα οποία έπαιξαν σημαντικό ρόλο κατά τη διάρκεια της δύσκολης περιόδου, αυτό όμως θέτει ερωτήματα σχετικά με το νέο ρόλο της Τράπεζας. Καμία από τις μη συμβατικές της πολιτικές, σύμφωνα με τον White, δεν είναι πολιτική «δανειστή έκτακτης ανάγκης» με την παραδοσιακή έννοια του όρου,¹⁵⁶ τα μέτρα που εφάρμοσε χαρακτηρίστηκαν «οιονεί φορολογικά» (quasi-fiscal

¹⁵³ Thomas J. Jordan, “Some Lessons for Monetary Policy from the Recent Financial Crisis”, Διαθέσιμο: <http://www.ijcb.org/journal/ijcb12q0a17.pdf> (ημερομηνία πρόσβασης: 11-09-2012), σελ. 291

¹⁵⁴ John B. Taylor, “Assessing the Federal Policy Response to the Economic Crisis”, σελ. 7

¹⁵⁵ Thomas J. Jordan, “Some Lessons for Monetary Policy from the Recent Financial Crisis”, σελ. 291

¹⁵⁶ Lawrence H. White, “Federal Reserve Policy and The Housing Bubble”, *Cato Journal*, Vol 29, No 1, 2009, σελ. 123

policy)¹⁵⁷ όπως όμως χαρακτηριστικά λέει ο Cecchetti «δεν μπορούμε να κατηγορήσουμε την τράπεζα επειδή έπραξε άμεσα και δημιουργικά» στην αντιμετώπιση της κρίσης¹⁵⁸.

Αρκετές μελέτες έχουν περιγράψει την ανάγκη της προσαρμογής αυτών των μη συμβατικών μέτρων που εφαρμόζονται από τις μεγάλες κεντρικές τράπεζες στα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά της οικονομίας. Είναι χαρακτηριστικό ότι, δεδομένης της σημασίας των πιστωτικών ιδρυμάτων για την παροχή χρηματοδότησης στην οικονομία, τα μη συμβατικά μέτρα που θα ταιριάζουν καλύτερα στη ζώνη του ευρώ μπορεί να έχουν διαφορετικά αποτελέσματα στις ΗΠΑ και σε άλλες προηγμένες οικονομίες, όπου το χρηματοπιστωτικό σύστημα έχει ως βάση την αγορά. Επιπλέον, το μοναδικό θεσμικό πλαίσιο της ζώνης του ευρώ αποτελεί μια πρόκληση για την εφαρμογή τέτοιου είδους μη συμβατικών μέτρων¹⁵⁹.

1.2 Νομισματική πολιτική και μακροοικονομική σταθερότητα

Οι κεντρικές τράπεζες έχουν αναγκαστεί λόγω της παγκόσμιας κρίσης να αλλάξουν τον τρόπο με τον οποίο ασκούν τη νομισματική τους πολιτική και η χρηματοπιστωτική σταθερότητα έχει επανέλθει στον πυρήνα των δράσεων τους. Αλλά αυτή η αλλαγή θα συνεπάγεται σημαντικές θεσμικές προκλήσεις στο μέλλον. Απαιτείται αναθεώρηση των κανόνων νομισματικής πολιτικής ώστε να συμπεριλάβουν και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Οι Christopher J. Green, Eric J. Pentecost, Tom Weyman-Jones, μιλούν για ένα νέο μοντέλο άσκησης πολιτικής από τις τράπεζες το «Keynesian Monetarism», συνδυασμός δηλαδή της κεϋνσιανής θεωρίας και της μονεταριστικής πολιτικής, το οποίο θα στοχεύει στη μακροοικονομική σταθερότητα ακόμα και μέσα στο πολύπλοκο σύγχρονο χρηματοπιστωτικό περιβάλλον¹⁶⁰.

Η άσκηση νομισματικής πολιτικής ως μέσο επίτευξης της σταθερότητας των τιμών ίσως να μην είναι αρκετή για την αντιμετώπιση ενδεχόμενων κρίσεων στο μέλλον. Ο στόχος της σταθερότητας των τιμών θα πρέπει να συμβαδίζει με το στόχο της

¹⁵⁷ Thomas J. Jordan, "Some Lessons for Monetary Policy from the Recent Financial Crisis" σελ. 290

¹⁵⁸ Stephen G. Cecchetti, "Crisis and Responses: The Federal Reserve in the Early Stages of the Financial Crisis", σελ. 74

¹⁵⁹ Teodora Cristina Barbu & Iustina Boitan, "Central Banks' Response to the Current Financial Crisis –Between Costs and Benefits", *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 2, No. 1, 2012, pp.12-20, σελ.19

¹⁶⁰ Christopher J. Green, Eric J. Pentecost, Tom Weyman-Jones, "The Financial Crisis and the Regulation of Finance", Edward Elgar Publishing Limited, U.K., 2011, σελ. 123

οικονομικής σταθερότητας (macroprudential). Υπό την επίβλεψη των κεντρικών τραπεζών η νομισματική πολιτική και η πολιτική της οικονομικής σταθερότητας θα πρέπει να συνεργαστούν ώστε να επιτύχουν τη σταθερότητα των τιμών και τη συστημική χρηματοοικονομική σταθερότητα. Εδώ όμως εντοπίζεται ο αντιφατικός χαρακτήρας των πολιτικών μιας κεντρικής τράπεζας, από τη μια πλευρά χρησιμοποιώντας την πολιτική των υψηλών επιτοκίων επιδιώκει τη σταθερότητα των τιμών και με την πολιτική των χαμηλών επιτοκίων επιτυγχάνει τη μακροοικονομική σταθερότητα. Οι τράπεζες θα πρέπει να ακολουθούν την πορεία του οικονομικού κύκλου και να αναπροσαρμόζουν ανάλογα τις πολιτικές τους αποφεύγοντας πολιτικές ίδιας μεταχείρισης όλων των προβλημάτων¹⁶¹.

Οι Κεντρικές τράπεζες θα πρέπει να ενισχυθούν με εργαλεία μακροοικονομικής σταθερότητας. Η αρχή του διαχωρισμού της νομισματικής πολιτικής από τη δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει να εγκαταλειφτεί καθώς σήμερα, η σύνδεση μεταξύ των δύο είναι περισσότερο πολύπλοκη από ποτέ. Αυτή όμως η πρόταση έχει και τους περιορισμούς της. Καθώς οι τράπεζες προσπαθούν να αποκαταστήσουν την αξιοπιστία τους διασφαλίζοντας τη νομισματική σταθερότητα παραδόξως μπορεί να οδηγηθούν σε χρηματοοικονομική αστάθεια, καθώς οι χρηματοοικονομικοί δρώντες θα ενθαρρύνονται να αναλαμβάνουν μεγαλύτερο ρίσκο. Αυτό ακριβώς έγινε κατά την περίοδο της «Μεγάλης Σταθερότητας», με το χαμηλό πληθωρισμό, όπου όλοι οι δρώντες υποτίμησαν τον κίνδυνο και ανέλαβαν μεγαλύτερα ρίσκα που οδήγησαν στο ξέσπασμα της κρίσης¹⁶².

Επιπλέον αυτή η επέκταση θέτει διάφορα ερωτήματα σχετικά με την ανεξαρτησία τους και τη λογοδοσία. Οι κεντρικές τράπεζες ασκούν τη νομισματική πολιτική τους κάτω από μια ξεκάθαρη αποστολή η οποία πηγάζει από τη νομική τους υπόσταση. Για να δικαιολογήσουν την ανεξαρτησία τους θα πρέπει να λογοδοτούν, στο κοινοβούλιο ή στο κογκρέσο με περιοδικές αναφορές αλλά και στο ευρύ κοινό μέσα από τη διαφάνεια των δράσεων τους. Η υιοθέτηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας ως ένα ακόμη σημαντικό μέρος της αποστολής τους περιπλέκει σημαντικά το μοντέλο διακυβέρνησης, για διάφορους λόγους. Πρώτον, δεν υπάρχει ενιαίος, ποσοτικά, στόχος της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας που να είναι τόσο

¹⁶¹ Christopher J. Green, Eric J. Pentecost, Tom Weyman-Jones, "The Financial Crisis and the Regulation of Finance", σελ. 130-131

¹⁶² Franziska Richter, Peter Wahl, "The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone", σελ. 14

σαφής και κατανοητός όπως η σταθερότητα των τιμών. Ως συνέπεια, δεν υπάρχει συνήθως κανένας τρόπος να εκτιμηθεί κατά πόσον ή όχι η οικονομική σταθερότητα ήταν επιτυχής όσον αφορά την εκπλήρωση των καθηκόντων των τραπεζών. Δεύτερον, οι σχετικές ευθύνες είναι πολύπλευρες. Θα μπορούσαν να περιλαμβάνουν, την προληπτική εποπτεία των μεμονωμένων ιδρυμάτων, την επιβολή περιορισμών στην οικονομική δραστηριότητα προκειμένου να διαχειρίζονται τον συστημικό κίνδυνο και συστηματική υποστήριξη των χρηματοπιστωτικών αγορών. Δεν είναι σαφές ότι ένα ενιαίο μοντέλο διακυβέρνησης λειτουργεί εξίσου καλά για όλες αυτές τις μάλλον διαφορετικές αρμοδιότητες. Τρίτον και πολύ σημαντικό, οι αποφάσεις για την οικονομική σταθερότητα τείνουν να είναι περισσότερο πολιτικά ευαίσθητες από τις αποφάσεις νομισματικής πολιτικής, γεγονός που ασκεί μεγάλη πίεση στην ανεξαρτησία των τραπεζών¹⁶³. Επιπλέον, όταν οι τράπεζα αναλαμβάνει περισσότερες αρμοδιότητες τόσο περισσότερο κινδυνεύει η αξιοπιστία της, αν μία από τις λειτουργίες της αποτύχει τόσο μειώνεται η αξιοπιστία και στους υπόλοιπους τομείς. Όσο λοιπόν, μια τράπεζα είναι πιο άμεσα υπεύθυνη για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα τόσο ο κίνδυνος μεγαλώνει¹⁶⁴.

Το βέβαιο είναι ότι ο παραδοσιακός τρόπος άσκησης της νομισματικής πολιτικής από τις κεντρικές τράπεζες έχει εγκαταλειφτεί και υπό τις παρούσες συνθήκες είναι δύσκολο να επανέλθει στο προσκήνιο. Οι κεντρικές τράπεζες θα πρέπει να βρουν εκείνη την πολιτική η οποία θα μπορεί να ανταποκριθεί στις προκλήσεις του νέου χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος, άμεσα και αποτελεσματικά. Η γραμμή μεταξύ νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής έχει καταστεί ασαφής σήμερα που το δημόσιο χρέος απειλεί τη σταθερότητα.

2. Προτάσεις και Προοπτικές

Σήμερα το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα βαδίζει σε μια νέα αρχιτεκτονική. Είναι σημαντικό να δούμε ποιος είναι ο ρόλος των δύο μεγάλων κεντρικών τραπεζών σε αυτή τη νέα αρχιτεκτονική του χρηματοπιστωτικού συστήματος και πως οι

¹⁶³ “The Future of Central Banking under Post-crisis mandates”, BIS Papers, No 55, Ninth BIS Annual Conference 24–25 June 2010, σελ. 9

¹⁶⁴ Ibid, σελ. 17

τράπεζες αυτές οφείλουν ή όχι να προσαρμοστούν στα νέα πρότυπα. Μεγάλη συζήτηση γίνεται σχετικά με την ανάγκη αναθεώρησης της αποστολής των τραπεζών δηλαδή αν τελικά μια και μόνη αποστολή όπως αυτή της ΕΚΤ μπορεί να ανταποκριθεί καλύτερα στις απαιτήσεις της αγοράς ή η διπλή εντολή της FED αποτελεί την καλύτερη δυνατή λύση.

Μεγάλες πιέσεις θα ασκηθούν στις κεντρικές τράπεζες στη μετά-κρίση εποχή. Για να αντιμετωπίσουν αυτές τις πιέσεις θα πρέπει να εφαρμόσουν πολιτικές πολύ μακριά από τις παραδοσιακές πολιτικές που εστιάζουν στη σταθερότητα των τιμών. Ένας αυστηρός στόχος για τον πληθωρισμό μπορεί να μην είναι πάντα η βέλτιστη δυνατή λύση. Ένας στόχος για τον πληθωρισμό μπορεί να είναι επιθυμητός υπό συνθήκες χαμηλής μεταβλητότητας. Όμως, όπως υπογραμμίζει η Επιτροπή για τη Διεθνή Οικονομική Πολιτική και τη Μεταρρύθμιση: *«Σε εξαιρετικές περιπτώσεις υψηλής μεταβλητότητας, όπως σε μια περίοδο κρίσης, οι κεντρικές τράπεζες θα πρέπει να υιοθετήσουν έναν πιο ευέλικτο στόχο που θα εξαρτάται από τη φύση και την πολυπλοκότητα του προβλήματος»*¹⁶⁵.

Επιπλέον, υποστηρίζεται ότι η προσήλωση στο στόχο του πληθωρισμού δεν φαίνεται να αυξάνει την αξιοπιστία μιας κεντρικής τράπεζας. Σύμφωνα με τον Gerald Epstein συνήθως, *«οι κεντρικές τράπεζες που μειώνουν τον πληθωρισμό το κάνουν με απαρχαιωμένο τρόπο: με την αύξηση των επιτοκίων, προκαλώντας ύφεση και αργή ανάπτυξη, και ταυτόχρονα συμβάλουν στην απώλεια θέσεων εργασίας»*¹⁶⁶. Ως εκ τούτου ο ρόλος της οικονομικής σταθερότητας ως πρωταρχικός στόχος της νομισματικής πολιτικής θα πρέπει να ενισχυθεί τόσο στις ΗΠΑ όσο και σε ολόκληρο τον κόσμο¹⁶⁷.

Αναπόφευκτα πλέον, οι κεντρικές τράπεζες, θα πρέπει να ασχοληθούν με τη διαχείριση του δημοσίου χρέους και θα πρέπει να εργαστούν ώστε να προωθήσουν την ανταγωνιστικότητα και να αναθερμάνουν την οικονομία. Ο ρόλος τους αλλάζει και πρέπει να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις της σύγχρονης οικονομικής

¹⁶⁵ Barry Eichengreen, Mahamed El-Erian, Arminio Fraga Takatoshi Ito, Jean Pisani-Ferry, Eswar Prasad και συν. "Rethinking Central Banking" Committee on International Economic Policy and Reform, 2011, σελ. 23-28

¹⁶⁶ Gerald Epstein, "Rethinking Monetary and Financial Policy: Practical suggestions for monitoring financial stability while generating employment and poverty reduction", *International Labour Office; Employment Policy Dept*, 2009, σελ. 5

¹⁶⁷ Christopher J. Green, Eric J. Pentecost, Tom Weyman-Jones, "The Financial Crisis and the Regulation of Finance", σελ. 123

πραγματικότητας. Η διαφάνεια των δράσεων των τραπεζών θα πρέπει να βρίσκεται στην κορυφή της ατζέντας. Στις παρούσες συνθήκες είναι κρίσιμο η κεντρική τράπεζα να επικοινωνεί ξεκάθαρα για το τι ακριβώς κάνει και για ποιο λόγο και για πόσο χρονικό διάστημα, διαφορετικά θα δημιουργεί αβεβαιότητα στην αγορά και περισσότερα προβλήματα από όσα προσπαθεί να επιλύσει. Για παράδειγμα η ΕΚΤ η οποία επεμβαίνει στη δευτερογενή αγορά ομολόγων αλλά δεν κάνει γνωστούς τους πραγματικούς λόγους αυτής της επέμβασης έχει ως αποτέλεσμα την καθυστέρηση της αποκατάστασης της εμπιστοσύνης στη ζώνη του ευρώ¹⁶⁸.

Οι κεντρικές τράπεζες θα πρέπει να προσδιορίσουν με μεγαλύτερη ακρίβεια τη σχετική έννοια της ρευστότητας για τη χάραξη της νομισματικής πολιτικής. Η ρευστότητα μπορεί να υπερβαίνει τους συμβατικούς ορισμούς των μεγεθών του χρήματος, όπως είναι οι καινοτομίες στην αγορά κεφαλαίων οι οποίες επεκτείνουν την έννοια της ρευστότητας πέρα από το τραπεζικό σύστημα. Ως εκ τούτου, οι κεντρικές τράπεζες μπορεί να χρειαστεί να χρησιμοποιήσουν εργαλεία, όπως η ποσοτική χαλάρωση και η παρέμβαση στην αγορά συναλλάγματος εκτός από τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής¹⁶⁹.

Εάν η σχετική έννοια της ρευστότητας περιλαμβάνει περιουσιακά στοιχεία που εκδίδονται και διαπραγματεύονται στο «σκιώδες» τραπεζικό σύστημα τότε οι κεντρικές τράπεζες θα πρέπει να έχουν την εντολή να ρυθμίζουν και να παρεμβαίνουν και στις αγορές αυτές. Ένα γενικό δίδαγμα από την τρέχουσα παγκόσμια οικονομική κρίση είναι ότι οι κεντρικές τράπεζες αναγκάστηκαν να καταφύγουν σε νέα μέσα και συχνά έλαβαν πρωτοφανή μέτρα που υπερβαίνουν το σύνηθες πλαίσιο της πολιτικής τους. Ως εκ τούτου, το νομικό πλαίσιο που ισχύει για τις κεντρικές τράπεζες, ενώ είναι αυστηρό σε κανονικές συνθήκες, προκειμένου να αποφευχθεί η κρίση, θα πρέπει να υπάρχει ευελιξία όσον αφορά τις δράσεις και τις πολιτικές που οι κεντρικές τράπεζες μπορούν να εφαρμόσουν για τον έλεγχο του συστημικού κινδύνου¹⁷⁰.

¹⁶⁸ Barry Eichengreen, Mahamed El-Erian, Arminio Fraga Takatoshi Ito, Jean Pisani-Ferry, Eswar Prasad και συν. “Rethinking Central Banking” σελ. 23-28

¹⁶⁹ Pablo E. Guidotti, “ Proposal – The Future of Central Banking: Inflation Targeting versus Financial Stability”, Global Economic Symposium, 2012, Διαθέσιμο: <http://www.global-economic-symposium.org/knowledgebase/the-global-economy/the-future-of-central-banking-inflation-targeting-versus-financial-stability/proposals/the-future-of-central-banking-inflation-targeting-versus-financial-stability>, (ημερομηνία πρόσβασης: 10-09-2012).

¹⁷⁰ Pablo E. Guidotti, “ Proposal – The Future of Central Banking: Inflation Targeting versus Financial Stability”

Η λειτουργική ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών θα πρέπει να ενισχυθεί, διαφορετικά δεν είναι δυνατόν να αντιμετωπιστούν αποτελεσματικά οι συνέπειες των οικονομικών κύκλων. Η λειτουργική ανεξαρτησία προστατεύει τις κεντρικές τράπεζες από τις πολιτικές πιέσεις που υπονομεύουν την ικανότητά τους να παρεμβαίνουν όταν οι καταστάσεις εκτροχιάζονται και μπορεί να οδηγήσουν σε οικονομικές φούσκες και εν συνεχεία σε κρίσεις του συστήματος. Επομένως είναι σημαντικό να γίνεται σαφής διάκριση μεταξύ πρόληψης και διαχείρισης των κρίσεων, κάτι που συχνά παραβλέπεται. Στον τομέα της διαχείρισης κρίσεων, ο ρόλος της πολιτικής παρέμβασης είναι απαραίτητος, κατά την πρόληψη όμως των κρίσεων, η αυτονομία των υπευθύνων, της νομισματικής και μακροοικονομικής πολιτικής, είναι επιβεβλημένη¹⁷¹.

Για να μπορέσουν οι κεντρικές τράπεζες να δράσουν κατάλληλα απαιτείται να έχουν και την ανάλογη ευχέρεια κινήσεων. Μετά τις παρεμβάσεις των τραπεζών για τη σταθεροποίηση της οικονομίας κατά τη διάρκεια της πρόσφατης κρίσης οι ισολογισμοί τους επιβαρύνθηκαν και με εγγυήσεις αμφιβόλου προελεύσεως, είναι κρίσιμο οι τράπεζες να προχωρήσουν στο διαχωρισμό των επισφαλών δανείων από τα υγιή αποθεματικά τους, μια τέτοια κίνηση όμως ενέχει και ένα πολιτικό κόστος γεγονός που θέτει επί τάπητος τον τρόπο εξυγίανσης του τραπεζικού τομέα¹⁷². Προκειμένου να μπορούν να ενεργούν σε περιόδους κρίσεων, οι ισολογισμοί των κεντρικών τραπεζών θα πρέπει να συρρικνωθούν και πάλι ώστε αν αναγκαστούν να ξαναχρησιμοποιήσουν μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής να είναι σε θέση να το κάνουν¹⁷³. Η επιθετική και παρατεταμένη χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής επιφέρει κινδύνους τόσο από πολιτική όσο και από οικονομική άποψη. Σύμφωνα με τον Claudio Borio *«Η νομισματική πολιτική θα πρέπει να καταβάλει κάθε δυνατή προσπάθεια για να αποτρέψει την κατάρρευση του συστήματος, καθώς η κρίση ξεσπά. Αλλά στη συνέχεια, καθώς η έμφαση μετατοπίζεται από τη διαχείριση κρίσεων στην επίλυση των κρίσεων, η προτεραιότητα θα πρέπει να είναι οι πολιτικές για την*

¹⁷¹ Claudio Borio, "Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters?" *BIS Working Papers*, No 353, 2011, σελ. 9-10

¹⁷² Anton Hemerijck, Ben Knapen, Ellen Van Doorne, "Aftershocks, Economic Crisis and Institutional Choice", Amsterdam University Press, 2009, σελ. 87

¹⁷³ Thomas J. Jordan, "Some Lessons for Monetary Policy from the Recent Financial Crisis", σελ. 291-292

αποκατάσταση των ισολογισμών ώστε να γίνουν οι αναγκαίες προσαρμογές στην πραγματική οικονομία»¹⁷⁴.

Έχει παρατηρηθεί κατά τις τελευταίες δεκαετίες ότι οι κεντρικές τράπεζες τείνουν να ακολουθούν επιθετική χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής κατά τις περιόδους των κρίσεων αλλά όταν η οικονομία επανέρχεται σε φάση ανάκαμψης τα επιτόκια δεν επιστρέφουν σε κανονικά επίπεδα με τους ίδιους ρυθμούς. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, τα επιτόκια να παραμένουν αρκετά χαμηλά για μεγάλα χρονικά διαστήματα, γεγονός που δημιουργεί στρεβλώσεις και περιπλέκει το έργο της εξομάλυνσης του οικονομικού κύκλου. Αντίθετα θα ήταν πιο φρόνιμο να ακολουθείται μια πιο συμμετρική αντιμετώπιση του οικονομικού κύκλου¹⁷⁵.

Επιπρόσθετα όταν οι τράπεζες αναγκάζονται να ενεργούν έναντι άλλης αρχής θα πρέπει να είναι πολύ προσεκτικές ακόμα και αν έχουν λάβει τις κατάλληλες εγγυήσεις και θα πρέπει να μένουν σταθερές στην αρχική τους αποστολή. Είναι σημαντικό όταν λαμβάνουν μέτρα νομισματικής πολιτικής μη συμβατικού χαρακτήρα, να αναλύουν τους κινδύνους και να αξιολογούν την αποτελεσματικότητα τους από την αρχή ώστε να οργανώνουν αποτελεσματικότερα τη στρατηγική τους. Τέλος, θα πρέπει να λάβουν τα κατάλληλα μέτρα για τον περιορισμό του ηθικού κινδύνου που προκύπτει από τις μαζικές παρεμβάσεις για τη σταθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος¹⁷⁶.

Συγκεκριμένα τώρα, οι μεταρρυθμίσεις που θα υιοθετηθούν στο μέλλον για τη FED θα πρέπει να στοχεύουν στην ενίσχυση της αντί να μειώνουν τις εξουσίες της. Η FED θα πρέπει να συνεχίσει να διαχειρίζεται τη νομισματική πολιτική, όπως έχει κάνει και στο παρελθόν, θα πρέπει να ενεργεί ως «δανειστής έκτακτης ανάγκης», να επιβλέπει τις μεγάλες τραπεζικές εταιρείες και θα πρέπει να της δοθεί εξουσία πάνω στα θεσμικά όργανα που εποπτεύει. Ένα συμβούλιο εποπτικών και ρυθμιστικών αρχών μπορεί να διαδραματίσει ένα χρήσιμο ρόλο στην αντιμετώπιση των μακροοικονομικών κινδύνων, χωρίς να αντικαθιστά το ρόλο της κεντρικής

¹⁷⁴ Claudio Borio, “Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters?”, σελ. 9

¹⁷⁵ Jaime Caruana, “Central banking between past and future: which way forward after the crisis?”, *South African Reserve Bank 90th Anniversary Seminar, 2011*, σελ. 3

¹⁷⁶ Thomas J. Jordan, “Some Lessons for Monetary Policy from the Recent Financial Crisis”, σελ. 291-292

τράπεζας¹⁷⁷. Η Federal Deposits Insurance Corporation¹⁷⁸ των ΗΠΑ μπορεί να παίζει αυτό το ρόλο, θα πρέπει να ενισχυθεί όμως ο ρόλος της και η δυνατότητα να επεμβαίνει σε περιόδους κρίσεων¹⁷⁹. Αντίστοιχη αρχή όμως δεν υπάρχει στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Μια ελπιδοφόρα κίνηση έγινε στις αρχές του Σεπτεμβρίου του 2012 από την ΕΚΤ, ο Μισέλ Μπαρνιέ, ο Ευρωπαίος Επίτροπος, αρμόδιος για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, ανακοίνωσε ότι είναι απαραίτητη η δημιουργία μιας νέας αρχής εποπτείας των τραπεζών, η οποία θα αναλάβει την εποπτεία όλων των τραπεζών, από τις αρχές του 2013, και θα είναι υπεύθυνη για την χορήγηση και ανάκληση αδειών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Ο Μπαρνιέ τονίζει *«Πρέπει να είμαστε σοβαροί και αξιόπιστοι, έτσι ώστε ο κεντρικός επόπτης να μπορεί να δει την κατάσταση της κάθε τράπεζας, όμως φυσικά, η καθημερινή επίβλεψη πρέπει να ασκείται από την εθνική εποπτική αρχή»*¹⁸⁰.

Είναι κρίσιμο επιπλέον να δοθούν περισσότερες αρμοδιότητες στην ΕΚΤ για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Τα κράτη-μέλη θα πρέπει να έχουν εμπιστοσύνη στις ενέργειες της τράπεζας. Η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής από την πλευρά της ΕΚΤ δεν σημαίνει και ότι θα αυξηθεί ο πληθωρισμός. Εάν συντρέχει ο κίνδυνος του πληθωρισμού η ΕΚΤ μπορεί να παρέμβει *ex post* πχ αυξάνοντας την ποσότητα αποθεματικών που παρακρατούν οι τράπεζες μειώνοντας έτσι τη ρευστότητα, δηλαδή η προσφυγή σε μια επεκτατική πολιτική δεν είναι κατά ανάγκη πληθωριστική και μπορεί να αντιμετωπισθεί εύκολα στη συνέχεια¹⁸¹.

Επιπλέον αφού η κεντρική τράπεζα αναλαμβάνει τη διοχέτευση ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος θα πρέπει να έχει και εποπτικές αρμοδιότητες. Πάνω σε αυτή τη βάση, στις αρχές του προηγούμενου έτους η Ευρωπαϊκή Ένωση προχώρησε στη

¹⁷⁷ Martin Feldstein, “What Powers for the Federal Reserve?”, *Journal of Economic Literature*, 2010, σελ. 18-19

¹⁷⁸ Η αρχή η οποία παρεμβαίνει και στηρίζει τις τράπεζες όταν αντιμετωπίζουν προβλήματα σε περιόδους κρίσεων.

¹⁷⁹ “On the ECB as FDIS”, *The economist*, Διαθέσιμο: http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2012/02/euro-crisis-0?src=gn_ep (ημερομηνία πρόσβασης: 10-09-2012)

¹⁸⁰ Μπαρνιέ: «Αναγκαία και δυνατή» η ευρωπαϊκή εποπτεία των τραπεζών, ηλεκτρονική έκδοση της εφημερίδας Καθημερινή. 08-09-2012 Διαθέσιμο: http://www.kathimerini.gr/4dcgi/w_articles_kathremote_1_08/09/2012 (ημερομηνία πρόσβασης: 11-09-2012)

¹⁸¹ Anton Hemerijck, Ben Knapen, Ellen Van Doorne, “ Aftershocks, Economic Crisis and Institutional Choice”, σελ. 87

λειτουργία του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού κινδύνου¹⁸² (European Systemic Risk Board), το οποίο θα είναι υπεύθυνο να προειδοποιεί σχετικά με ενδεχόμενους κινδύνους για την οικονομία ή το χρηματοπιστωτικό σύστημα της Ευρωπαϊκής Ένωσης και θα δίνει συστάσεις για την αντιμετώπισή τους. Το Συμβούλιο έχει επικεφαλή τον Πρόεδρο της ΕΚΤ και καλύπτει όλες τις χώρες της Ένωσης, με στόχο να επιτύχει την καλύτερη επίβλεψη των ευρωπαϊκών οικονομιών και την επίτευξη της οικονομικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στην Ευρώπη. Αποτελεί ένα βήμα προς τη σωστή κατεύθυνση αρκεί να δρα ανεξάρτητα και απεριόριστα.

Σύμφωνα με τον Borio, οι κεντρικές τράπεζες πρόκειται να αντιμετωπίσουν τριών ειδών προκλήσεις στο μέλλον: οικονομικές, ιδεολογικές και θεσμικές. Από την εποχή της μεγάλης σταθερότητας βρέθηκαν στην εποχή της ύφεσης αντιμετωπίζοντας προβλήματα τα οποία δεν θα μπορούν να τα διαχειριστούν , δεύτερον, θα πρέπει να πάρουν αποφάσεις πάνω στο πλαίσιο το οποίο ήδη γνωρίζουν ότι είναι αποτυχημένο. Τα μοντέλα πάνω στα οποία στηρίζονται δεν έχουν καμιά πολιτική αντιμετώπισης της κρίσης ή καθοδήγησης για τη πρόληψη μιας ενδεχόμενης ύφεσης. Η κρίση έφερε στην επιφάνεια ένα χάσμα ανάμεσα στη θεωρία και στην πρακτική. Τέλος οι κεντρικές τράπεζες θα πρέπει να προσαρμόσουν τις πολιτικές διατηρώντας ταυτόχρονα τη φήμη και την ανεξαρτησία τους σε ένα περιβάλλον όπου η ανεξαρτησία απειλείται¹⁸³.

Εν κατακλείδι, στον πυρήνα της νέας αρχιτεκτονικής θα πρέπει να βρίσκεται η ανεξαρτησία των κεντρικών πολιτικών, η επιδίωξη της μακροοικονομικής σταθερότητας, η υψηλή εποπτεία ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος και η υιοθέτηση εκείνων των μακροοικονομικών εργαλείων που θα μπορούν να προλάβουν, να ερευνήσουν και να ανακόψουν τις απειλές και τους κινδύνους του σύγχρονου, πολύπλοκου χρηματοπιστωτικού συστήματος.

3. Παρατηρήσεις

¹⁸² Επίσημη ιστοσελίδα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου: <http://www.esrb.europa.eu/about/background/html/index.en.html> (ημερομηνία πρόσβασης: 11-09-2012)

¹⁸³ Claudio Borio, “Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters?”, σελ. 1

Αν θέλουμε όμως να περιορίσουμε τις πιθανότητες το πρόβλημα να ξαναπαρουσιαστεί θα πρέπει να αλλάξουν πολλά πράγματα. Όσον αφορά στις τράπεζες, τις οποίες και εξετάζουμε, θα πρέπει να υιοθετηθεί ένα πιο επιτυχημένο μοντέλο κεντρικών τραπεζών, είναι σημαντικό όμως να είμαστε ρεαλιστές σχετικά με το τι οι κεντρικές τράπεζες μπορούν και τι δεν μπορούν να επιτύχουν. Κανένα νομισματικό ή χρηματοπιστωτικό πρότυπο στην ιστορία δεν έχει επιτύχει μια διαρκή νομισματική και χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Οι προσπάθειες να ανταπεξέλθει το σύστημα μέσα από αυστηρούς κανόνες και πρότυπα έχει αποτύχει όπως έχει αποτύχει και η λογική της «αυτορρύθμισης». Υπάρχει μια ανάγκη επομένως οι τράπεζες να διαχειριστούν τις προσδοκίες. Τώρα που η κρίση έχει χτυπήσει, οι κεντρικές τράπεζες αντιμετωπίζουν τεράστιες πιέσεις για να αποδείξουν ότι μπορούν να διαχειριστούν την οικονομία, την αποκατάσταση της πλήρους απασχόλησης, τη διασφάλιση μιας ισχυρής ανάπτυξης και τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Αυτό, στην πραγματικότητα, καμία κεντρική τράπεζα από μόνη της δεν μπορεί να το προσφέρει.

Οι κεντρικές τράπεζες επιβάλλεται να αναπροσαρμόσουν στις αποστολές τους. Μια ρητή εντολή μακροοικονομικής σταθερότητας όσον αφορά την πρόληψη και διαχείριση των κρίσεων θα πρέπει να υιοθετηθεί. Στην περίπτωση της μακροοικονομικής εντολής, όταν το πρόβλημα ρευστότητας μετατρέπεται σε πρόβλημα φερεγγυότητας και ειδικά όταν το τελευταίο συνεπάγεται τον κίνδυνο της συστημικής κατάρρευσης, η κεντρική τράπεζα θα πρέπει να λειτουργεί μαζί με την κυβέρνηση με διακριτούς όμως ρόλους και πεδία δράσης έτσι ώστε να μην απειλείται η ανεξαρτησία της τράπεζας.

«Η μετά κρίση εποχή, αποτελεί μια εποχή πειραματισμού και εξερεύνησης για τις κεντρικές τράπεζες», σύμφωνα με τον Goodhart¹⁸⁴, θα πρέπει να είναι έτοιμες να αναλάβουν νέες πρωτοβουλίες να βγουν έξω από το στενό κλοιό της σταθερότητας των τιμών. Η εποχή της μεγάλης σταθερότητας έχει περάσει και αυτό που θα πρέπει να επιδιώξουν δεν είναι απαραίτητα η επιστροφή της αλλά η αναζήτηση εκείνων των εργαλείων που θα εξομαλύνουν τον κίνδυνο μιας νέας μεγάλης ύφεσης στους κόλπους του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

¹⁸⁴ Charles Goodhart, “The Changing Role of Central Banks”, BIS Working papers, No 326, 2010, σελ. 10

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η χρηματοοικονομική κρίση του 2008 έφερε τον κόσμο αντιμέτωπο με το φόβο μιας παγκόσμιας ύφεσης όπως αυτή του 1929. Η πτώση της κατανάλωσης, η αύξηση της ανεργίας και η μείωση της επενδυτικής δραστηριότητας αποτελούν βασικά χαρακτηριστικά των υφέσεων και όλα αυτά μαζί εμφανίστηκαν το 2008.

Αποτέλεσμα της ύφεσης ήταν μια βαθιά ρήξη του τραπεζικού και χρηματοπιστωτικού συστήματος. Μια κρίση εμπιστοσύνης στους μηχανισμούς της αγοράς και στην ικανότητα του κράτους να ρυθμίσει την οικονομική δραστηριότητα ώστε να εξασφαλίσει την ομαλή λειτουργία του συστήματος.

Οι τράπεζες και στις δύο πλευρές του ατλαντικού έδρασαν άμεσα, έστω και με διαφορετική ταχύτητα και σε γενικές γραμμές αποτελεσματικά ως προς την αντιμετώπιση της κρίσης. Η FED από τη στιγμή που ξέσπασε η κρίση και μέχρι τον Σεπτέμβριο του 2008 είχε επικεντρωθεί στην αύξηση της ρευστότητας των τραπεζών, πιστεύοντας ότι με αυτό τον τρόπο θα μείωνε τον κίνδυνο στην οικονομία. Παρόλο που διέθεσε πολλά χρήματα η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα δεν ήταν μια εύκολη υπόθεση καθώς αδυνατούσε να ελέγξει τη διάχυση του κινδύνου. Η κρίση του τραπεζικού συστήματος δεν ήταν αποκλειστικά κρίση ρευστότητας ήταν κυρίως κρίση εμπιστοσύνης, η αποκατάσταση της οποίας απαιτούσε δραστικότερα μέτρα. Κάτω από τις πιέσεις του Κογκρέσου και σε συνεργασία με την κυβέρνηση προχώρησε σε ενέσεις ρευστότητας που επιβάρυναν πολύ τον ισολογισμό της.

Η FED συνεχίζει ακόμη και σήμερα να λαμβάνει μέτρα αποκατάστασης καθώς η οικονομική ομαλότητα φαίνεται πως δεν έχει αποκατασταθεί στις ΗΠΑ, η ανακοίνωση των τελευταίων μέτρων φανερώνει την ανάγκη της τράπεζας να παρεμβαίνει στην αγορά ώστε να αποκαταστήσει τη ζήτηση και την απασχόληση. Στις 13 Σεπτεμβρίου 2012 η FED ανακοίνωσε ένα νέο γύρο ποσοτικής χαλάρωσης επισημαίνοντας ότι θα αγοράσει ομόλογα ύψους 40 δισ. δολαρίων σε μηνιαία βάση και μάλιστα ότι θα συνεχίσει το πρόγραμμα μέχρις ότου βελτιωθούν οι προοπτικές στην αγορά εργασίας. Σύμφωνα με την ανακοίνωση που εξέδωσε η Τράπεζα μετά τη λήξη της συνεδρίασης, θα αγοράζει εκ νέου τίτλους στις αγορές από

την επόμενη κιόλας μέρα¹⁸⁵. Η FED ενεργεί επίσης και στα επιτόκια, τόσο στα βραχυπρόθεσμα όσο και στα μακροπρόθεσμα, σε ανακοίνωσή της αναφέρει πως αναμένει τα επιτόκια να παραμείνουν κοντά σε μηδενικά επίπεδα τουλάχιστον έως τα μέσα του 2015, έναντι προηγούμενης εκτίμησης για τα τέλη του 2014. Επιπρόσθετα, οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής επισημαίνουν πως «η επεκτατική νομισματική πολιτική θα συνεχίσει να θεωρείται κατάλληλη για αρκετό διάστημα μετά την τόνωση της οικονομικής ανάκαμψης»¹⁸⁶. Αξίζει βέβαια να σημειωθεί ότι επίκειται εκλογές στην Αμερική και η ιστορία έχει δείξει ότι σε προεκλογικές περιόδους ο ισολογισμός της FED αυξάνεται επικίνδυνα.

Η FED επιλέξε μέτρα επεκτατικής νομισματικής πολιτικής με την ασφάλεια ότι αυτά δεν θα έχουν μεγάλες πληθωριστικές πιέσεις στην οικονομία της καθώς οι επιπτώσεις μετριάζονται από το γεγονός ότι το δολάριο αποτελεί αποθεματικό νόμισμα και νόμισμα των διεθνών συναλλαγών με αποτέλεσμα η επεκτατική πολιτική της κεντρικής τράπεζας να μην δημιουργεί πληθωριστικές πιέσεις και αποσταθεροποιητικές τάσεις στην οικονομία όπως θα γινόταν στη ζώνη του ευρώ.

Η ΕΚΤ από την άλλη πλευρά, αρχικά λειτούργησε περιοριστικά βασιζόμενη στη φιλοσοφία της και στις αρχές της μονεταριστικής θεωρίας, τελικά όμως ανέλαβε δράσεις «δανειστή έκτακτης ανάγκης». Η πολιτική που άσκησε, τελικά, αποτέλεσε τομή στη βασική της φιλοσοφία, αφού αντιλήφθηκε ότι ο ρόλος μιας κεντρικής τράπεζας είναι κάτι περισσότερο από τη ρύθμιση του πληθωρισμού. Η πολιτική που ακολούθησε η ΕΚΤ συνίσταται κατά κύριο λόγο στην παροχή ρευστότητας προς τις τράπεζες αντικαθιστώντας με αυτό τον τρόπο την «παγωμένη» διατραπεζική αγορά. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι η ΕΚΤ ενήργησε με κάποια καθυστέρηση στην κρίση καθώς πίστευε πως η κρίση θα περιοριζόταν στην αγορά ακινήτων και υποτίμησε την εμπλοκή των ευρωπαϊκών τραπεζών στα επισφαλή δάνεια. Όταν όμως ο κίνδυνος έγινε ορατός έδρασε αποτελεσματικότερα από τη FED υιοθετώντας άμεσα «μη συμβατικά μέτρα» νομισματικής πολιτικής καθώς ήταν φανερό πως η παραδοσιακή νομισματική πολιτική δεν θα έλυνε το πρόβλημα. Η κρίση χρέους όμως που ξέσπασε στην ευρωζώνη απαιτούσε άλλου είδους επεμβάσεις.

¹⁸⁵ FED: Νέος Γύρος Ποσοτικής Χαλάρωσης, ΚΕΡΔΟΣ on line, 13-09-2012, Διαθέσιμο: <http://www.kerdos.gr/default.aspx?id=1798818&nt=103>, (ημερομηνία πρόσβασης 15-09-2012)

¹⁸⁶ Ράλι στο Αμερικανικό Χρηματιστήριο δια χειρός FED, Capital.gr, 13-09-2012, Διαθέσιμο: <http://www.capital.gr/Wall.asp?id=1613977>, (ημερομηνία πρόσβασης: 15-09-2012)

Όπως και στις ΗΠΑ έτσι και στην Ευρώπη ο μεγαλύτερος κίνδυνος είναι συστημικός. Η εμπιστοσύνη στο σύστημα και στην ικανότητα του να ανταποκριθεί σε περιόδους κρίσεων είναι η μεγαλύτερη «πληγή» της Ευρώπης σήμερα. Σε μια προσπάθεια αποκατάστασης αυτής της εμπιστοσύνης ο πρόεδρος της ΕΚΤ, Μάριο Ντράγκι, ανακοίνωσε πρόσφατα το πρόγραμμα Outright Monetary Transactions (OMTs) σύμφωνα με το οποίο η ΕΚΤ θα μπορεί να αγοράζει στη δευτερογενή αγορά, απεριόριστο αριθμό ομολόγων κρατών-μελών της ευρωζώνης που αντιμετωπίζουν πρόβλημα δανεισμού. Αμέσως οι αγορές αντέδρασαν θετικά, τα χρηματιστήρια είδαν τους δείκτες τους να ανεβαίνουν και το ευρώ ενισχύθηκε έναντι του δολαρίου. Η εμπιστοσύνη στο σύστημα είναι η αρχή της λύσης τους προβλήματος. Το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό περιβάλλον με την υψηλή διασύνδεση απαιτεί συνεργασία. Οι κεντρικές τράπεζες οφείλουν να συνεργαστούν ώστε να δημιουργήσουν τις κατάλληλες προϋποθέσεις ενός υγιούς χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Οι κεντρικές τράπεζες όμως, έχουν να αντιμετωπίσουν μεγάλες προκλήσεις στο μέλλον. Θα πρέπει να αναπροσαρμόσουν τις αποστολές τους, να υιοθετήσουν μια πιο μακροοικονομική προσέγγιση των πραγμάτων και ο στόχος της μακροοικονομικής σταθερότητας θα πρέπει να συμβαδίσει με το στόχο της νομισματικής σταθερότητας, ο οποίος αποδείχθηκε ότι δεν μπορεί να αποτρέψει τον κίνδυνο και την απειλή της κατάρρευσης ολόκληρου του οικονομικού οικοδομήματος. Η εποχή της μεγάλης σταθερότητας έχει περάσει και οι προκλήσεις του νέου περιβάλλοντος επιβάλλουν στις τράπεζες την αναπροσαρμογή του ρόλου και της φιλοσοφίας τους. Οι κεντρικές τράπεζες έχουν δύο επιλογές είτε να επεμβαίνουν εκ των υστέρων και να «σβήνουν τη φωτιά» είτε να προλαμβάνουν και να οδηγούν τις εξελίξεις. Αυτό είναι το μεγαλύτερο στοίχημα το οποίο θα κληθούν να κερδίσουν στη μετα-κρίση εποχή.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

- Krugman, Paul, *Η Κρίση του 2008 και η επιστροφή των οικονομικών της ύφεσης*, Εκδόσεις Καστανιώτη. Αθήνα, 2009
- Stiglitz, Joseph E., *Ο Θρίαμβος της Απληστίας, Η ελεύθερη αγορά και η κατάρρευση της παγκόσμιας οικονομίας*, Εκδόσεις Παπαδόπουλος. Αθήνα, 2011.
- Χαρδούβελης, Γκίκας, *Το χρονικό της διεθνούς και συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης: αίτια, επιπτώσεις, αντιδράσεις, προοπτική. Στο Καραμούζης Νικόλαος & Χαρδουβελής Γκίκας (επ.) Από τη Διεθνή Κρίση στην Κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;*, Εκδοτικός Οίκος: Α.Α. Λιβάνη, Αθήνα. 2011.

Ξενόγλωσση

- Board of Governors of the Federal Reserve System, “*Federal Reserve System, Purposes & Functions*”, Washington, DC20551, Ninth Edition, 2005
- Dyson Kenneth & Marcussen Martin, “*Central Banks in the Age of the Euro*”, Oxfor: Oxford University Press, 2009
- Green J. Christopher, Pentecost J. Eric, Weyman-Jones Tom, “*The Financial Crisis and the Regulation of Finance*”, Edward Elgar Publishing Limited, U.K.,2011
- Hemerijck Anton, Knapen Ben, Van Doorne Ellen, “ *Aftershocs, Economic Crisis and Institutional Choice*”, Amsterdam University Press, 2009
- Kaletsky Anatole, “*Capitalism 4.0 The Birth of a New Economy*” Bloomsbury Publishing PLC, London, 2010
- Kolb w. Robert. “*Lessons from the Financial Crisis. Causes, Consequences, and our Economic Future*”. John Wiley & Sons. 2010

- Madura Jeff, “*Financial Markets and Institutions*”, South – Western Cengage Learning, 9th Edition, 2010

Ελληνική Αρθρογραφία

- Alpha Bank, *Οικονομικό Δελτίο*, Τριμηνιαία Έκδοση, Φεβρουάριος 2009
- Βούλγαρης, Σπυρίδων & Τριανταφυλλόπουλος, Νικόλαος, Η κρίση των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου: τα αίτια και οι μηχανισμοί της. *Σειρά Ερευνητικών Εργασιών*, 15 (12): 221-236, 2009
- Χρυσολωράς Νίκος, Παρέμβαση της ΕΚΤ στην αγορά ομολόγων, Η Καθημερινή, 7 Σεπτεμβρίου 2012, επίσης διαθέσιμο το πρόγραμμα στην ιστοσελίδα της ΕΚΤ: http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_2.en.html (ημερομηνία πρόσβασης 10-09-2012)

Ξενόγλωσση Αρθρογραφία

- Barbu, Teodora Cristina & Boitan Iustina, “Central Banks’ Response to the Current Financial Crisis –Between Costs and Benefits”, *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 2, No. 1, 2012, pp.12-20
- BIS Papers, “The Future of Central Banking under Post-crisis mandates”, No 55, *Ninth BIS Annual Conference* 24–25 June 2010
- Borio, Claudio, “Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters?” *BIS Working Papers* , No 353, 2011
- Brave, A. Scott & Genay Hesna. “Federal Reserve Policies and Financial Market Conditions during the Crisis”. *Federal Reserve Bank of Chicago*. 2011
- Campbell, John, “The US financial crisis: Lessons for theories of institutional complementary”, *Socio-economic review*. 2011.

- Capital.gr, «Πάλι στο Αμερικανικό Χρηματιστήριο δια χειρός FED», 13-09-2012, Διαθέσιμο: <http://www.capital.gr/Wall.asp?id=1613977>, (ημερομηνία πρόσβασης: 15-09-2012)
- Caruana, Jaime, “Central banking between past and future: which way forward after the crisis?”, Διαθέσιμο: <http://www.bis.org/speeches/sp110707.htm> (ημερομηνία πρόσβασης 17-08-2012)
- Cassola, Nuno, Durre, Alain, Holthausen, Cornelia, “Implementing monetary policy in the crisis times: The case of the ECB / Eurosystem, Διαθέσιμο: http://www.ecb.int/events/conferences/html/cbc6/Session_5_paper_Cassola_Durre_Holthausen.pdf?97ec6fff36f3a1e4ef9902feef6adf59, (ημερομηνία πρόσβασης: 7-9-2012)
- Cecchetti, G. Stephen, “Crisis and Responses: The Federal Reserve in the Early Stages of the Financial Crisis”, *Journal of Economic Perspectives*, V.23,2009
- Central Banking & The Federal Reserve System: A Literature Review, Διαθέσιμο: <http://scholar.lib.vt.edu/theses/available/etd-0305100-180653/unrestricted/Ch.3.pdf>
- De Grauwe, Paul, “Only a more active ECB can solve the euro crisis”, *CEPS Policy Brief, No 250*, 2011
- Dominguez, M. E. Kathryn, “The European Central Bank, the Euro and Global Financial Markets”, *Journal of Economic Perspectives*, V. 20, No 4, 2006
- Dozark-Frideres, Taryn, “How the Central Banks in the U.S. and Europe React to the Global Financial Crisis?”, *The University of Iowa, Center for International Finance and Development*, 2010, Διαθέσιμο στην ιστοσελίδα: <http://blogs.law.uiowa.edu/ebook/uicifd-ebook/part-5-v-how-did-central-banks-us-and-europe-react-global-financial-crisis> (ημερομηνία πρόσβασης: 07-09-2012).
- ECB Monthly Bulletin, October 2010, “ The ECB’S Response to the Financial Crisis”,

- Eichengreen, Barry, El-Erian, Mahamed, Fraga, Arminio, Ito, Takatoshi, Pisani-Ferry, Jean, Prasad, Eswar και συν. “Rethinking Central Banking” *Committee on International Economic Policy and Reform*, 2011
- Epstein, Gerald, “Rethinking Monetary and Financial Policy: Practical suggestions for monitoring financial stability while generating employment and poverty reduction”, *International Labour Office; Employment Policy Dept*, 2009
- Erlanger, Steven, Eddy Melissa & Lowrey Annie, “E.C.B. takes new powers”, *International Herald Tribune*, 7 Σεπτεμβρίου 2012
- Federal Reserve: <http://www.federalreserve.gov/datadownload/Format.aspx?rel=H15>
(ημερομηνία πρόσβασης: 25-08-2012).
- Feldestein, Martin, “What Powers for the Federal Reserve?”, *Journal of Economic Literature*, 2010
- Fontana, Giuseppe, “The Federal Reserve and the European Central Bank: a theoretical comparison of their legislative mandates”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 2006, Vol.28, No.3
- Frangakis, Marica, “ECB monetary policy prior to and in the face of the crisis”, *European Expert Meeting, The role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-zone, Berlin 2011*, Nicos Poulantzas Insitute, 2011
- Gerdesmeier, Dieter, Mongelli, Francesco Paolo and Rofiiia, Barbara, “The Eurosystem , the US Federal Reserve and the Bank of Japan, Similarities and Differences”, *European Central Bank, working paper No 742*, 2007
- Gerlach, Stefan & Lewis, John, “The Zero Lower Bound, ECB Interest Rate Policy and the Financial Crisis” *DNB Working Paper, No 254*, 2010
- González-Páramo, José Manuel, “The conduct of monetary policy – lessons from the crisis and challenges for the coming years”, Speech by Mr José Manuel González-Páramo, Member of the Executive Board of the European Central Bank, at the SEACEN-CEMLA Conference, Kuala Lumpur, 2011,

Διαθέσιμο: <http://www.bis.org/review/r111013c.pdf> (ημερομηνία πρόσβασης: 7-09-2012).

- Goodhart, C.A.E., “The background to the financial crisis”, *IEEP*, 2008, 4:331-346
- Goodhart, Charles, “The Changing Role of Central Banks”, BIS Working papers, No 326, 2010, σελ. 10
- Guidotti, E. Pablo, “ Proposal – The Future of Central Banking: Inflation Targeting versus Financial Stability”, Global Economic Symposium, 2012, Διαθέσιμο: <http://www.global-economic-symposium.org/knowledgebase/the-global-economy/the-future-of-central-banking-inflation-targeting-versus-financial-stability/proposals/the-future-of-central-banking-inflation-targeting-versus-financial-stability>, (ημερομηνία πρόσβασης: 10-09-2012).
- Jordan, J. Thomas, “Some Lessons for Monetary Policy from the Recent Financial Crisis”, Διαθέσιμο: <http://www.ijcb.org/journal/ijcb12q0a17.pdf> (ημερομηνία πρόσβασης: 11-09-2012), σελ. 291
- Kibbe, Matt, “The Federal Reserve Deserves Blame For The Financial Crisis”, 06-07-2011, Διαθέσιμο στο: <http://www.forbes.com/sites/mattkibbe/2011/06/07/the-federal-reserve-deserves-blame-for-the-financial-crisis/>, (ημερομηνία πρόσβασης: 09-08-2012)
- Kohn, L. Donald: Federal Reserve’s policy actions during the financial crisis and lessons for the future, Speech by Donald L. Kohn, Vice Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System, at the Carleton University, Ottawa, 13 May 2010, Διαθέσιμη στην επίσημη ιστοσελίδα της Federal Reserve: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20100513a.htm> (ημερομηνία πρόσβασης 6/9/2012)
- Labonte, Marc, “ Changing the Federal Reserve’s Mandate: An Economic Analysis”, *Congressional Research Service*, 2012

- Lapavitsas, Costas, “The Roots of the Global Financial Crisis”, *Centre for Development Policy and Research*, 2009. Διαθέσιμο στο: <http://www.soas.ac.uk/cdpr/publications/dv/file50940.pdf>, (ημερομηνία πρόσβασης: 17-08-2012).
- Marshall, John , “The financial crisis in the US: Key events, causes and responses”, *House of Commons Library*, 2009
- McTeer, Robert, “The Fed’s Mandate”, 24-02- 2011, *National Center for Policy Analysis*, No 740, διαθέσιμο: <http://www.ncpa.org/pub/ba740>, (ημερομηνία πρόσβασης: 06-08-2012).
- Meltzer, H. Allan, “Politics and the Fed”, *Carnegie Mellon University and The American Enterprise Institute*, 2010,
- Meltzer, H. Allan, “Reflections on the Financial Crisis”, *Cato Journal*, Vol.29, No 1, 2009
- Mishkin, S. Frederic, “ The Financial Crisis and the Federal Reserve”, *Graduate School of Business, Columbia University and National Bureau of Economic Research*, 2009
- Mishkin, S. Frederic, “Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis” *6th ECB Central Banking Conference*, Frankfurt, November 18-19, 2010
- Mizen, Paul, “The Credit Crunch of 2007-2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 2008
- Panitch, Leo & Konings, Martijn, “Myths of Neoliberal Deregulation”, *New Left Review* 57, 2009
- Pollard, S. Patricia, “A look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve”, *The Federal Reserve Bank of St. Louis*, 2003
- Richter, Franziska, Wahl Peter, “The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone”, *World Economy, Ecology & Development*, 2011

- Ripert, Marie- Pierre, “The Different Unconventional Monetary Policies: The ECB and the FED”, *Flash Economics*, No. 524, 2012
- Ruckriegel, Karlheinz & Seitz, Franz, “The Eurosystem and the Federal Reserve System Compared: Facts and Challenges”, *Zentrum für Europäische Integrations forschung Center for European Integration Studies Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn*, 2002
- Rude, Christopher, “The World Economic Crisis and the Federal Reserve’s Response to It: August 2007-December 2008”, *Studies in Political Economy*, 2009
- Sakbani, Michael, “The global recession, Analysis, evaluation, and implications of the policy response and some reform proposals”. *Studies in Economics and Finance*. Vol.27.No 2. 2010.
- Samuelson, Paul, “Why the Federal Reserve slept before the housing crisis”, 23-01-2012, Διαθέσιμο στο: http://www.washingtonpost.com/opinions/why-the-federal-reserve-slept-before-the-housing-crisis/2012/01/22/gIQAuEYZJQ_story.html (ημερομηνία πρόσβασης: 17-08-2012).
- Sardoni, C. & Randall, Wray L., “Monetary Policy Strategies of the European Central Bank and the Federal Reserve Bank of the U.S.”, *The Levy Economics Institute, Working Paper No 431*, 2005
- Section 2A, Monetary Policy Objectives, Διαθέσιμο: <http://federalreserve.gov/aboutthefed/section2a.htm>
- Smale, Pauline, “Structure and Functions of the Federal Reserve System”, *Congressional Research Service*, 2010
- Tarr, David, “The Political, Regulatory and Market Failures That Caused the USE Financial Crisis”, *Policy Research Working Paper 5324, The World Bank*, 2010

- Taylor, B. John, “Assessing the Federal Policy Response to the Economic Crisis”, *Testimony before the Committee on the Budget United States Senate*, 2010
- *The economist*, “On the ECB as FDIS”, Διαθέσιμο: (http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2012/02/euro-crisis-0?fsrc=gn_ep) (ημερομηνία πρόσβασης: 10-09-2012)
- Timberlake, H. Ritchard, “The Federal Reserve’s Role in the Great Contraction and the Subprime Crisis”, *Cato Journal*, Vol.28, No 2, 2008
- Trichet, Jean Claude, “State of the Union: The financial Crisis and the ECB’S Response between 2007 and 2009”, *Journal of Common Market Studies*, 2010, V. 48 Annual Review pp. 7-19.
- Wade, Robert, “Financial Regime Change?”. *New Left Review* 53. 2008.
- Weinert, Simone, “Central Banking – The Organisation of the FED and their politics within the last years (esp. in comparison to the ESCB)”, *Baltic Management Studies*, 2003
- White, H. Lawrence, “Federal Reserve Policy and The Housing Bubble”, *Cato Journal*, Vol 29, No 1, 2009
- Επίσημη ιστοσελίδα της FED: <http://www.federalreserve.gov/datadownload/Format.aspx?rel=H15> (ημερομηνία πρόσβασης: 18-08-2012).
- Επίσημη ιστοσελίδα της FED: <http://www.federalreserve.gov/publications/budget-review/2012-introduction.htm>,
- Επίσημη ιστοσελίδα της ΕΚΤ και από την παρακάτω ιστοσελίδα: <http://www.moneyguideireland.com/ecb-interest-rate-history.html> (ημερομηνία πρόσβασης: 07-09-2012).

- Επίσημη ιστοσελίδα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου:
<http://www.esrb.europa.eu/about/background/html/index.en.html>(ημερομηνία πρόσβασης: 11-09-2012)
- Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Ευρωσύστημα,
<http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.el.html> ,
- Καθημερινή ηλεκτρονική έκδοση, «Μπαρνιέ: «Αναγκαία και δυνατή» η ευρωπαϊκή εποπτεία των τραπεζών», 08-09-2012 Διαθέσιμο:
http://www.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_kathremote_1_08/09/2012_
(ημερομηνία πρόσβασης: 11-09-2012)
- ΚΕΡΔΟΣ on line «FED: Νέος Γύρος Ποσοτικής Χαλάρωσης» , 13-09-2012, Διαθέσιμο: <http://www.kerdos.gr/default.aspx?id=1798818&nt=103>,
(ημερομηνία πρόσβασης 15-09-2012)