



**Τ.Ε.Ι. ΠΕΛΟΠΟΝΝΗΣΟΥ**

**ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ**

**Θέμα:**

**Προγράμματα Αγοράς Περιουσιακών  
Στοιχείων με έμφαση στην Ποσοτική  
Χαλάρωση**

**Πτυχιακή εργασία  
της Αναστασίας Ψάλλα  
A.M. 2012026**

**Επιβλέπων καθηγητής: Βασίλειος Μπαμπαλός  
Καλαμάτα 2017**

**ΔΗΛΩΣΗ ΜΗ ΛΟΓΟΚΛΟΠΗΣ ΚΑΙ  
ΑΝΑΛΗΨΗΣ ΠΡΟΣΩΠΙΚΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ**

Με πλήρη επίγνωση των συνεπειών του νόμου περί πνευματικών δικαιωμάτων, δηλώνω ενυπογράφως ότι είμαι αποκλειστικός συγγραφέας της παρούσας Πτυχιακής Εργασίας, για την ολοκλήρωση της οποίας κάθε βοήθεια είναι πλήρως αναγνωρισμένη και αναφέρεται λεπτομερώς στην εργασία αυτή. Έχω αναφέρει πλήρως και με σαφείς αναφορές, όλες τις πηγές χρήσης δεδομένων, απόψεων, θέσεων και προτάσεων, ιδεών και λεκτικών αναφορών, είτε κατά κυριολεξία είτε βάσει επιστημονικής παράφρασης. Αναλαμβάνω την προσωπική και ατομική ευθύνη ότι σε περίπτωση αποτυχίας στην υλοποίηση των ανωτέρω δηλωθέντων στοιχείων, είμαι υπόλογος έναντι λογοκλοπής, γεγονός που σημαίνει αποτυχία στην Πτυχιακή μου Εργασία και κατά συνέπεια αποτυχία απόκτησης του Τίτλου Σπουδών, πέραν των λοιπών συνεπειών του νόμου περί πνευματικών δικαιωμάτων. Δηλώνω, συνεπώς, ότι αυτή η Πτυχιακή Εργασία προετοιμάστηκε και ολοκληρώθηκε από εμένα προσωπικά και αποκλειστικά και ότι, αναλαμβάνω πλήρως όλες τις συνέπειες του νόμου στην περίπτωση κατά την οποία αποδειχθεί, διαχρονικά, ότι η εργασία αυτή ή τμήμα της δεν μου ανήκει διότι είναι προϊόν λογοκλοπής άλλης πνευματικής ιδιοκτησίας.

Όνομα & Επώνυμο Συγγραφέα (Με Κεφαλαία): **ΑΝΑΣΤΑΣΙΑ ΨΑΛΛΑ**

Υπογραφή (Ολογράφως, χωρίς μονογραφή): *Αναστασία Ψαλλά*

Ημερομηνία (Ημέρα – Μήνας – Έτος): **25 ΜΑΪΟΥ 2017**

Τ.Ε.Ι. ΠΕΛΟΠΟΝΝΗΣΟΥ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ



**ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ**  
**(European Central Bank)**

### **ΠΟΣΟΤΙΚΗ ΧΑΛΑΡΩΣΗ**

«Βελτιώνει σημαντικά τις συνθήκες χρηματοδότησης για τις χώρες της ευρωζώνης, σημείωσε ότι, η Ελλάδα δεν πρέπει να χάσει άλλο πολύτιμο χρόνο και να ωφεληθεί από τη συμμετοχή της στο πρόγραμμα». Αναφορά στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης του Δημήτριου Μαντζούνη (Διευθύνων σύμβουλος της Alpha Bank).

«Η χρηματοπιστωτική σταθερότητα αποτελεί θεμελιώδη προϋπόθεση για την επίτευξη των κοινών μας στόχων για ευημερία και διατηρήσιμη ανάπτυξη. Όμως, το χρηματοπιστωτικό τοπίο στο οποίο λειτουργούν τόσο οι εποπτικές αρχές όσο και οι συμμετέχοντες στην αγορά αλλάζει ραγδαία. Σήμερα είναι πολύ διαφορετικό από ότι ήταν πριν από μόλις μία δεκαετία και θα είναι ακόμα πιο διαφορετικό μετά από μία δεκαετία. Ο χρηματοπιστωτικός τομέας αντιμετωπίζει προκλήσεις σε πολλά μέτωπα. Οι τράπεζες δεν αποτελούν εξαίρεση. Ο Jonathan Hill (2015,2016) πρόσφατα, έκανε λόγο για έναν «θαυμαστό καινούργιο κόσμο για τις τράπεζες» και για την ανάγκη μιας επανάστασης που θα περιλαμβάνει την αναμόρφωση και αναδιάρθρωση των τραπεζών σε σχέση τόσο με τα επιχειρηματικά τους υποδείγματα όσο και τη διακυβέρνησή τους. Στο περιβάλλον αυτής της συντελούμενης «επανάστασης» θα πρέπει να προσαρμοστούν και οι εποπτικές αρχές.

Η χρηματοπιστωτική σταθερότητα είναι προαπαιτούμενο της διατηρήσιμης ανάπτυξης. Εξίσου όμως ισχύει ότι είναι αδύνατον να επιτευχθεί χρηματοπιστωτική σταθερότητα σε διατηρήσιμη βάση χωρίς οικονομική ανάπτυξη. Η μη διατήρηση υψηλών ρυθμών ανάπτυξης είναι η μεγαλύτερη απειλή για τη μακροπρόθεσμη σταθερότητα στην ΕΕ από την έναρξη της κρίσης το 2007. Χρειάζεται να επιτευχθεί η κατάλληλη ισορροπία μεταξύ της διαχείρισης κινδύνων και της στήριξης των επενδύσεων. Εν προκειμένω, είναι πολύ σημαντικό, το κανονιστικό πλαίσιο να μην αποτελεί ανασταλτικό παράγοντα προς τη διατηρήσιμη ανάπτυξη, αλλά να παρέχει ένα κατάλληλο περιβάλλον γι' αυτήν». Ομιλία του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος Γιάννη Στουρνάρα στην Εθνική Τράπεζα της Κροατίας στο Ζάγκρεμπ με θέμα: «Χρηματοπιστωτική σταθερότητα και οι παρεμβάσεις πολιτικής των κεντρικών τραπεζών στην Ευρώπη».

«Κάνουμε περισσότερα γιατί βλέπουμε ότι λειτουργούν και όχι επειδή αποτυγχάνουν». Αναφορά για την παράταση του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης έως τον Μάρτιο του 2017 του Μάριο Ντράγκι (Πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας).

**ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΣΥΝΤΟΜΕΥΣΕΩΝ**

**Ελληνικά:**

ΔΝΤ: Διεθνές Νομισματικό Ταμείο

ΔΤΚ: Δείκτης Τιμών Καταναλωτή

ΕθνΚΤ: Εθνική Κεντρική Τράπεζα

ΕΕ: Ευρωπαϊκής Ένωσης

ΕΔΧΣ: Ευρωπαϊκής Διευκόλυνσης Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας

ΕΚΤ: Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

ΕΜΣ: Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας

ΕΝΠ: Επιτροπής Νομισματικής Πολιτικής

ΕΣΚΤ: Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών

ΟΝΣ: Οριστική Νομισματική Συναλλαγή

ΠΚΑ: Πράξη Κύριας Αναχρηματοδότησης

ΠΠΜΑ: Πράξεις Πιο Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης

ΤτΕ: Τράπεζα της Ελλάδος

ΦΑΠ: Φόρος Ακίνητης Περιουσίας

**Αγγλικά:**

ABS: Asset Backed Securities (Ενυπόθηκοι τίτλοι)

ABSPP: Asset-Backed Securities purchase programme (Πρόγραμμα Αγοράς Ενυπόθηκων Τίτλων)

APP: Asset Purchase Programmes (Πρόγραμμα Αγοράς Αυξημένων Περιουσιακών Στοιχείων)

BOJ: Bank of Japan (Τράπεζα της Ιαπωνίας)

CBPP: Covered Bond Purchase Programmes (Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών)

CE: Credit Easing (Πιστωτική Χαλάρωση - Πιστωτική Διευκόλυνση)

ECCL: Πιστωτική Γραμμή με Ενισχυμένες Προυποθέσεις

ECON: Επιτροπή Οικονομικής και Νομισματικής Πολιτικής του Κοινοβουλίου

ESM: European Stability Mechanism (Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας)

## Τ.Ε.Ι. ΠΕΛΟΠΟΝΝΗΣΟΥ

### ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

- ESCB: European System of Central Banks (Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών)
- FED: Federal Reserve System (Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ)
- FRB: Federal Reserve Bank
- JGB: Japanese Government Bond (Ιαπωνικά Κρατικά Ομόλογα)
- LSAP: Large-Scale Asset Purchase (Αγορά Ομολόγων Μεγάλης Κλίμακας)
- MBS: Mortgage-backed security (Ενυπόθηκα Χρεόγραφα)
- MPC: Monetary Policy Committee (Επιτροπή Νομισματικής Πολιτικής)
- OMT: Outright Monetary Transactions (Οριστικών Νομισματικών Συναλλαγών)
- PCCL: Precautionary Conditioned Credit Line (Προληπτική Γραμμή Χρηματοδότησης ή Προληπτικό Πιστωτικό Όριο)
- PSPP: Public Sector Purchase Programme (Πρόγραμμα Αγοράς Δημόσιου Τομέα)
- QE: Quantitative Easing (Ποσοτική Χαλάρωση)
- QEP: Quantitative Easing Policy (Ποσοτική Χαλάρωση Πολιτικής)
- SMP: Securities Markets Programme (Πρόγραμμα Αγορών Τίτλων)
- VAR: Value At Risk (Αξία σε Κίνδυνο)
- ZIRP: Zero Interest Rate Policy (Πολιτική Μηδενικού Επιτοκίων)

**ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ**

**ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>**

**ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ**

- 1.1. Η νομισματική πολιτική
- 1.2. Από ποιόν ασκείται η νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ
- 1.3. Με ποιον τρόπο συνδέεται η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα με τη νομισματική πολιτική
- 1.4 Ο στόχος της νομισματικής πολιτικής

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>**

**ΤΑ ΜΕΣΑ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ**

- 2.1 Συμβατικά μέτρα της νομισματικής πολιτικής
  - 2.1.1 Πράξεις ανοιχτής αγοράς
  - 2.1.2 Αντιστρεπτέες πράξεις
  - 2.1.3 Πάγιες διευκολύνσεις
  - 2.1.4 Τήρηση ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών
- 2.2 Μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής
  - 2.2.1 Παροχή ρευστότητας με σταθερό επιτόκιο και πλήρη κατανομή
  - 2.2.2 Διεύρυνση του καταλόγου περιουσιακών στοιχείων που γίνονται αποδεκτά ως ασφάλεια
  - 2.2.3 Μακροπρόθεσμη παροχή ρευστότητας
  - 2.2.4 Παροχή ρευστότητας σε ξένο νόμισμα
  - 2.2.5 Μεταβολές του συντελεστή ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών
  - 2.2.6 Οριστικές αγορές συγκεκριμένων χρεογράφων

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>**

#### **ΠΟΣΟΤΙΚΗ ΧΑΛΑΡΩΣΗ**

- 3.1 Η ποσοτική χαλάρωση
- 3.2 Οι διαφορές των τραπεζών στην εφαρμογή πολιτικής QE ή CE
- 3.3 Ο στόχος των μη συμβατικών μέτρων
- 3.4 Οι επιπτώσεις της πολιτικής της ποσοτικής χαλάρωσης της Ιαπωνίας
- 3.5 Οι επιπτώσεις της πολιτικής της ποσοτικής χαλάρωσης της Αγγλίας

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>**

#### **ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΑ ΑΓΟΡΑΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ**

- 4.1 Πρόγραμμα Αγορών Τίτλων SMP
- 4.2 Πρόγραμμα Άμεσων Νομισματικών Συναλλαγών OMT
- 4.3 Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολόγων CBPP
- 4.4 Πρόγραμμα Αγοράς Δημόσιου Τομέα PSPP

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>**

#### **ΠΟΡΕΙΑ ΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ**

- 5.1 Η πορεία των αποδόσεων των ομολόγων
- 5.2 Ο αντίκτυπος για τις χρηματοπιστωτικές αγορές
- 5.3 Ο αντίκτυπος για την ευρύτερη μακροοικονομία

### **ΕΠΙΛΟΓΟΣ**

### **ΠΗΓΕΣ**



### **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Η παρούσα εργασία έχει σαν σκοπό να περιγράψει τα προγράμματα αγοράς περιουσιακών στοιχείων από τις κεντρικές τράπεζες ως εργαλείο νομισματικής πολιτικής και να αναλύσει την ποσοτική χαλάρωση των τραπεζών. Για το σκοπό αυτό θα ανατρέξουμε στα παραδείγματα της τράπεζας της Ιαπωνίας και της Αγγλίας που πραγματοποιήθηκε το πρόγραμμα αυτό το 2000 και το 2009 αντίστοιχα. Καθώς και τα προγράμματα των περιουσιακών στοιχείων και τις επιπτώσεις των αποδόσεων των ομολόγων σε ευρεία κλίμακα.

Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται ανασκόπηση της νομισματικής πολιτικής που εφαρμόζεται απ' την κεντρική τράπεζα κάθε χώρας. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ασκεί τη νομισματική πολιτική, η οποία ορίζει την τιμή του επιτοκίου διατηρώντας έτσι τη σταθερότητα των τιμών ώστε να κρατά τους ρυθμούς πληθωρισμού πλησιέστερα του 2%. Επίσης αναφέρεται ότι η νομισματική πολιτική ασκείται από την κεντρική τράπεζα και πιο συγκεκριμένα στο χώρο του Ευρωσυστήματος από την ΕΚΤ. Για το λόγο αυτό η ΕΚΤ χρησιμοποιεί τα συμβατικά και μη-συμβατικά μέτρα της νομισματικής πολιτικής.

Στο δεύτερο κεφάλαιο, γίνεται αρχικά, αναλυτική αναφορά των συμβατικών μέτρων της νομισματικής πολιτικής, μέσω των πράξεων της ανοιχτής αγοράς, οι οποίες ταξινομούνται σε τέσσερις διαφορετικές κατηγορίες προσφέροντας πάγιες διευκολύνσεις. Και κατά δεύτερον, των μη συμβατικών μέτρων που ταξινομούνται αντίστοιχα σε έξι κατηγορίες και χρησιμοποιούνται όταν τα συμβατικά μέτρα δεν είναι ικανά να αντιμετωπίσουν τα οξυνόμενα προβλήματα τις οικονομίας. Τα πρώτα αυτά δύο κεφάλαια είναι μια εισαγωγή ώστε να "προχωρήσουμε" στο επίκεντρο της εργασίας μας.

Επομένως, στο τρίτο κεφάλαιο αναλύεται ένα μη συμβατικό μέτρο, αυτό της Ποσοτικής Χαλάρωσης. Είναι ένα από τα μέσα που χρησιμοποιούν οι κεντρικές τράπεζες για την αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας. Διαφέρει από τα υπόλοιπα μέτρα, αφού ασχολήθηκε αποκλειστικά την δεκαετία του 1990 στην Ιαπωνία με το σκάσιμο της «φούσκας» των ακινήτων. Όμως,

παρουσιάζονται διαφορές στην επιλογή της πολιτικής σε ορισμένες τράπεζες. Πιο συγκεκριμένα, ορισμένες τράπεζες χρησιμοποιούν την πολιτική της Ποσοτικής Χαλάρωσης, ενώ άλλες την Πιστωτική Χαλάρωση.

Επιπλέον, στο ίδιο κεφάλαιο καταγράφονται και οι επιπτώσεις της ποσοτικής χαλάρωσης της Ιαπωνίας και της Αγγλίας, μιας και ήταν οι δυο πρώτες χώρες που εφαρμόστηκε η ποσοτική χαλάρωση τη δεκαετία του 2000, διότι συντέλεσαν στην καταγραφή των πρώτων γνώσεων για τα θετικά και τα αρνητικά αποτελέσματα που έφεραν στην οικονομία.

Στο τέταρτο κεφάλαιο, γίνεται αναφορά στα τέσσερα προγράμματα αγοράς περιουσιακών στοιχείων. Το SMP όπου εξασφαλίζει τη ρευστότητα σε τμήματα των αγορών των χρεογράφων που δυσλειτουργούν για να αποκατασταθεί η ομαλή λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Τα OMT που παρεμβαίνουν αγοράζοντας στη δευτερογενή αγορά μέσα από τις τράπεζες με τιμές αγοράς και με τίτλους τους οποίους αποδέχεται ως ασφάλεια, με στόχο την σταθερότητα των τιμών. Το CBPP στηρίζει τη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση των τραπεζών και την χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας. Τελευταίο, κατά την εφαρμογή του PSPP, το Ευρωσύστημα προτίθεται να πραγματοποιήσει αγορές σταδιακά. Ως στόχο έχει την επίτευξη της ουδετερότητας στην αγορά, προκειμένου να αποφευχθεί η παρεμπόδιση του μηχανισμού διαμόρφωσης των τιμών της αγοράς. Τα προγράμματα αυτά πραγματοποιήθηκαν σταδιακά και διαδοχικά για την καλύτερη επίτευξη των στόχων της νομισματικής πολιτικής.

Στο πέμπτο και τελευταίο κεφάλαιο γίνεται κατανοητό ότι τα ομόλογα είναι μακροπρόθεσμα χρεόγραφα που εκδίδονται από το δημόσιο ή από ιδιωτικούς οργανισμούς και χρησιμοποιούνται για το δανεισμό κεφαλαίων από το επενδυτικό κοινό. Επίσης, αναλύεται η επίδραση της απόδοσης των ομολόγων στην ευρύτερη οικονομία καθώς και στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>

### **ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ**

#### **1.1 Η νομισματική πολιτική**

Η κεντρική τράπεζα κάθε χώρας έχει ως στόχο της, να ελέγχει την ποσότητα χρήματος που διακινείται στην οικονομία της. Αν η οικονομική κατάσταση μιας χώρας βρίσκεται σε ύφεση τότε ο ρόλος της κεντρικής τράπεζας είναι να λάβει τα κατάλληλα μέτρα ώστε να αυξήσει την ποσότητα χρήματος που κινείται στην οικονομία της. Το αντίθετο συμβαίνει αν η οικονομική κατάσταση μιας χώρας έχει ανοδική πορεία. Σε αυτή την περίπτωση ο στόχος της κεντρικής τράπεζας είναι να μειώσει όσο μπορεί την ποσότητα χρήματος που κυκλοφορεί στην οικονομία της. Επομένως, η κύρια λειτουργία της κεντρικής τράπεζας και της νομισματικής πολιτικής της είναι να ελέγχει την ποσότητα χρήματος καθώς και τη χρηματοδότηση της οικονομίας της με τη δυνατότητα αυξομειώσεων των επιτοκίων.

#### **1.2 Από ποιόν ασκείται η νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ**

Όπως προαναφέραμε, η στρατηγική της νομισματικής πολιτικής βοηθά στον καθορισμό του επιπέδου των επιτοκίων στην αγορά χρήματος, που έχει ως αποτέλεσμα τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Επιπλέον, το Ευρωσύστημα<sup>1</sup> έχει στην κατοχή του ένα σύνολο εργαλείων της νομισματικής πολιτικής για να πετύχει το στόχο του, δηλαδή τη σταθερότητα των τιμών. Το αρμόδιο όργανο για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ είναι το Ευρωσύστημα, το οποίο διασφαλίζει τη σταθερότητα των τιμών. Η νομισματική πολιτική, δηλαδή η πολιτική με την οποία ορίζεται η τιμή του επιτοκίου της ΕΚΤ<sup>2</sup> ασκείται από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ. Οι

---

<sup>1</sup> Ευρωσύστημα (Eurosystem): Το σύστημα κεντρικών τραπεζών της ζώνης του ευρώ. Αποτελείται από την ΕΚΤ και τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες των κρατών-μελών της ΕΕ τα οποία έχουν νόμισμά τους το ευρώ.

<sup>2</sup> Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) (European Central Bank – ECB): Η εκτ είναι το κέντρο του Ευρωσυστήματος και του ΕΣΚΤ και διαθέτει νομική προσωπικότητα σύμφωνα με το άρθρο 282 (3) της

αποφάσεις αυτές λαμβάνονται από την πρώτη συνεδρίαση του Διοικητικού αυτού συμβουλίου κάθε μήνα και δημοσιεύονται μέσα από μια συνέντευξη Τύπου του Προέδρου της ΕΚΤ. Η στρατηγική αυτής της πολιτικής του Ευρωσυστήματος έγινε δεκτή από το Διοικητικό Συμβούλιο το 1998, αλλά πραγματοποιήθηκε το Μάιο του 2003. Η στρατηγική αυτή, επιδίωκε πρώτον, στο να επιβάλλει μία σταθερότητα στην τιμή και να διατηρεί τον ετήσιο ρυθμό πληθωρισμού σε χαμηλά επίπεδα, έτσι ώστε να πλησιάζει το 2% μεσοπρόθεσμα στη ζώνη του ευρώ. Επίσης, στοχεύει σε μια οικονομική και νομισματική ανάλυση. Όσον αφορά την οικονομική της ανάλυση, η ΕΚΤ ελέγχει συνεχώς τις οικονομικές και χρηματοοικονομικές εξελίξεις και τις συνέπειες για τον πληθωρισμό βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα, δημοσιεύοντας τις προβλέψεις της 4 φορές το χρόνο. Όσον αφορά τη νομισματική της ανάλυση, αξιολογεί τους παράγοντες που μπορεί να μεταβάλλουν την ποσότητα του χρήματος. Ο πρόεδρος της ΕΚΤ παρουσιάζεται ενώπιον της Επιτροπής Οικονομικής και Νομισματικής Πολιτικής του Κοινοβουλίου (ECON) τέσσερις φορές το χρόνο για να εξηγήσει τις αποφάσεις που πάρθηκαν και να απαντήσει σε ερωτήσεις, κυρίως, των μελών της επιτροπής. Οι συνεδριάσεις αυτές είναι ανοιχτές στο κοινό και οι αποφάσεις του προέδρου δημοσιεύονται στις ιστοσελίδες του Κοινοβουλίου και της ΕΚΤ.

Η Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ) συμμετέχει στη νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος. Ο Διοικητής της ΤτΕ είναι μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ, έτσι μπορεί να παίρνει αποφάσεις για τη διαμόρφωση της νομισματικής πολιτικής. Επομένως, παρέχει ρευστότητα και δέχεται καταθέσεις από εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα (τράπεζες, πιστωτικά ιδρύματα, θυγατρικές - υποκαταστήματα ξένων πιστωτικών ιδρυμάτων). Τέλος, βασικός της σκοπός είναι να ενημερώνει το ελληνικό κοινό για τη νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ.

---

Συνθήκης. Μεριμνά ώστε τα καθήκοντα που ανατίθενται στο Ευρωσύστημα και στο ΕΣΚΤ να εκτελούνται είτε μέσω των δικών της δραστηριοτήτων είτε μέσω των εθνικών κεντρικών τραπεζών, σύμφωνα με το Καταστατικό του ΕΣΚΤ. Η ΕΚΤ διοικείται από το Διοικητικό Συμβούλιο και την Εκτελεστική Επιτροπή και, ως τρίτο όργανο λήψεως αποφάσεων, το Γενικό Συμβούλιο.

### **1.3 Με ποιον τρόπο συνδέεται η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα με τη νομισματική πολιτική**

Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών<sup>3</sup> (ΕΣΚΤ) αποτελείται από την ΕΚΤ και τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες (ΕθνΚΤ) όλων των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ). Κύριος στόχος του ΕΣΚΤ είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Για να επιτύχει αυτόν τον πρωταρχικό στόχο, το διοικητικό συμβούλιο της ΕΚΤ βασίζει τις αποφάσεις του σε μια νομισματική πολιτική δύο πυλώνων, και τις θέτει σε εφαρμογή χρησιμοποιώντας συμβατικά και μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής. Τα σημαντικότερα μέτρα που διαθέτει η συμβατική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ είναι οι πράξεις ανοιχτής αγοράς, οι αντιστρεπτές πράξεις, οι πάγιες διευκολύνσεις και η διατήρηση ελάχιστου ορίου αποθεματικών. Ως απάντηση στη χρηματοπιστωτική κρίση, η ΕΚΤ έχει επίσης μεταβάλλει τη στρατηγική επικοινωνίας της, παρέχοντας πλέον ενδείξεις σχετικά με τη μελλοντική κατεύθυνση της πολιτικής των επιτοκίων της, σε συνάρτηση με τις προοπτικές για τη σταθερότητα των τιμών, και έχει λάβει μια σειρά μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής. Σε αυτά περιλαμβάνονται, η αγορά περιουσιακών στοιχείων και κρατικών ομολόγων στη δευτερογενή αγορά, με στόχο τη διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών και της αποτελεσματικότητας του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.

Όπως προείπαμε, το ΕΣΚΤ αποτελείται από την ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ των 28 κρατών-μελών της ΕΕ. Η "Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας" και το "Καταστατικό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών" και της "Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας" (Καταστατικό του ΕΣΚΤ) αποτελούν τη νομική βάση για το ΕΣΚΤ. Η Συνθήκη ρυθμίζει την εκτέλεση των λειτουργιών της κεντρικής τράπεζας για τη ζώνη του ευρώ από την ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ. Το Καταστατικό ορίζει ειδικότερα τα σχετικά καθήκοντα και λειτουργίες

---

<sup>3</sup> Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) (European System of Central Banks – ESCB): Αποτελείται από την ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ των 28 κρατών-μελών της ΕΕ, δηλαδή περιλαμβάνει, εκτός από τα μέλη του Ευρωσυστήματος, και τις ΕθνΚΤ των κρατών-μελών που δεν έχουν νόμισμά τους το ευρώ. Το ΕΣΚΤ διοικείται από το Διοικητικό Συμβούλιο και την Εκτελεστική Επιτροπή της ΕΚΤ και, ως τρίτο όργανο λήξεως αποφάσεων, το Γενικό Συμβούλιο.

της ΕΚΤ και των ΕθνΚΤ. Τα νομικά κείμενα που θεσπίζουν το ΕΣΚΤ – η "Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας" και το "Καταστατικό του ΕΣΚΤ" – συντάχτηκαν με γνώμονα ότι όλα τα κράτη-μέλη της ΕΕ θα υιοθετήσουν το ευρώ και, επομένως, το ΕΣΚΤ θα εκτελεί όλα τα καθήκοντα που απορρέουν από το ενιαίο νόμισμα. Ωστόσο, έως ότου όλες οι χώρες της ΕΕ εισαγάγουν το ευρώ, το Ευρωσύστημα έχει αναλάβει τον ρόλο της νομισματικής αρχής. Με τον όρο "Ευρωσύστημα" μπορούμε να κατανοήσουμε τη διάρθρωση των κεντρικών τραπεζών στη ζώνη του ευρώ. Το Ευρωσύστημα, που είναι το σύστημα των κεντρικών τραπεζών της ζώνης του ευρώ, περιλαμβάνει: την ΕΚΤ, και τις ΕθνΚΤ των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ. Η ζώνη του ευρώ περιλαμβάνει σήμερα 20 χώρες: την Αυστρία, το Βέλγιο, τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ελλάδα, την Ιρλανδία, την Ιταλία, την Ισπανία, την Κύπρο, τη Λιθουανία, το Λουξεμβούργο, τη Μάλτα, την Ολλανδία, την Πορτογαλία, τη Σλοβακία, τη Σλοβενία, την Κροατία, την Εσθονία, τη Φινλανδία και τη Λεττονία. Η ΕΚΤ είναι αρμόδια για τη διαχείριση του ευρώ και για τη χάραξη και εφαρμογή της οικονομικής και νομισματικής πολιτικής της ΕΕ. Βασικός της στόχος είναι να διατηρεί σταθερές τις τιμές, στηρίζοντας έτσι την οικονομική ανάπτυξη και τη δημιουργία θέσεων εργασίας.

#### **1.4 Ο στόχος της νομισματικής πολιτικής**

Ο στόχος της νομισματικής πολιτικής είναι να επιτύχει χαμηλό και σταθερό πληθωρισμό<sup>4</sup>. Το όργανο αυτό είναι ένα επιτόκιο βραχυπρόθεσμων επιτοκίων με το οποίο η κεντρική τράπεζα παρέχει κεφάλαια σε τράπεζες ή σε διατραπεζικές αγορές. Ο αντίκτυπος αυτής της ισοτιμίας στα επιτόκια της αγοράς και της ευρύτερης οικονομίας τα κάνει να είναι ποσοτικά αξιόπιστα. Στο πλαίσιο αυτό, ο καθορισμός των επιτοκίων έγινε χρησιμοποιώντας μια ευρεία

---

<sup>4</sup> Πληθωρισμός είναι η τάση αύξησης του γενικού επιπέδου των τιμών στην οικονομία, σε αντίθεση με τον αποπληθωρισμό. Το μέγεθος του πληθωρισμού προσδιορίζεται από την εξέλιξη του δείκτη τιμών των αγαθών και των υπηρεσιών. Ειδικότερα, προσδιορίζεται από την εξέλιξη ορισμένων αριθμοδεικτών που αφορούν το δείκτη τιμών καταναλωτή. Ο πληθωρισμός έχει αρνητικές επιπτώσεις στην οικονομία γιατί μειώνει την αγοραστική δύναμη των εισοδημάτων (ιδίως εκείνων που έχουν σταθερά ονομαστικά εισοδήματα), ενισχύει την ανισοκατανομή του εισοδήματος, μειώνει την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας, ενθαρρύνει τις εισαγωγές και περιορίζει τη ροπή για αποταμίευση.

ποικιλία των μακροοικονομικών σημάτων, αλλά με τον κατάλληλο τρόπο που θα μπορούσε να προσεγγιστεί με αναφορά στους λεγόμενους κανόνες Taylor<sup>5</sup>, σύμφωνα με τους οποίους, τα επιτόκια ανταποκρίθηκαν περισσότερο από μία φορά στις αλλαγές του πληθωρισμού. Αυτό σημαίνει ότι αποτελούσε συμβατική νομισματική πολιτική μεταξύ των ώριμων οικονομιών. Η λειτουργία του οδηγεί σε μια αποτελεσματική και προβλέψιμη χρήση της νομισματικής πολιτικής και σε μεγάλο βαθμό στην επιτυχή επιδίωξη του χαμηλού πληθωρισμού.

Πλέον, όμως, οι κεντρικές τράπεζες δίνουν πολύ μεγαλύτερη έμφαση στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, από την στόχευση του πληθωρισμού. Αλλά από το νόμο Tinbergen, (εάν μια αρχή έχει στόχους πολιτικής Α χρειάζεται τουλάχιστον μέσα πολιτικής Α), έχει παρατηρηθεί ότι οι κεντρικές τράπεζες αυξάνουν τα μέσα πολιτικής τους με μακροπροληπτικά εργαλεία. Για παράδειγμα, στο Ηνωμένο Βασίλειο, η δημιουργία μιας επιτροπής οικονομικής πολιτικής μπορεί να τρέξει την μακροπροληπτική πολιτική παράλληλα με την Επιτροπή Νομισματικής Πολιτικής (ΕΝΠ) και την ενίσχυση των κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας και της ρευστότητας, μέσω της Βασιλείας III<sup>6</sup>. Ο στόχος αυτών των πολιτικών είναι να επιτευχθεί η οικονομική σταθερότητα και να αποτραπεί η δημιουργία «φούσκας»<sup>7</sup> της αγοράς των στοιχείων του ενεργητικού.

---

<sup>5</sup> Η ανάλυση που πραγματοποίησε ο καθηγητής οικονομικών του Stanford, John Taylor, για τη νομισματική πολιτική της αμερικανικής κεντρικής τράπεζας και ο κανόνας που προέκυψε από αυτήν άσκησαν μεγάλη επιρροή σε οικονομολόγους και στο προσωπικό των κεντρικών τραπεζών. Ο κανόνας του Taylor είναι ένας απλός κανόνας νομισματικής πολιτικής που σχεδιάστηκε για να υποδεικνύει στις κεντρικές τράπεζες ένα συστηματικό τρόπο καθορισμού των επιτοκίων καθώς οι οικονομικές συνθήκες που αφορούν τον πληθωρισμό και την μακροοικονομική δραστηριότητα μεταβάλλονται, ενώ την ίδια στιγμή ο κανόνας αυτός διαμορφώνει ένα πλαίσιο για την ιστορική ανάλυση της νομισματικής πολιτικής αλλά και την οικονομετρική αποτίμησή της. Παρά το γεγονός ότι οι κεντρικές τράπεζες, και ειδικότερα η αμερικανική, δεν ακολουθούν με ένα σαφή και συγκεκριμένο τρόπο τον κανόνα του Taylor, οι οικονομικοί αναλυτές έχουν διαπιστώσει ότι ο κανόνας αυτός τις τελευταίες δεκαετίες έχει καταφέρει να περιγράψει σε ικανοποιητικό βαθμό την άσκηση της νομισματικής πολιτικής και έχει βοηθήσει τη διαδικασία διεξαγωγής της. Βέβαια σε καμία περίπτωση ο κανόνας του Taylor δεν αποτελεί τον αποκλειστικό κανόνα άσκησης της πολιτικής αυτής αφού οι σχεδιαστές της νομισματικής πολιτικής της αμερικανικής αλλά και άλλων κεντρικών τραπεζών συμβουλευόμαστε ένα μεγάλο αριθμό κανόνων καθώς εκτιμούν και κρίνουν την κατάλληλη στάση που πρέπει να κρατήσουν για να επιτύχουν τους στόχους τους.

<sup>6</sup> Βασιλεία III, μια σημαντική ενίσχυση του περιεχομένου των διατάξεων του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου και η καθιέρωση καινοτόμων μέσων μικρο-προληπτικής ρυθμιστικής παρέμβασης.

<sup>7</sup> Φούσκα χρηματιστηριακών τιμών (stock price bubble) είναι μια κατάσταση στην οποία οι τιμές των μετοχών (ή άλλων εμπορεύσιμων αξιών) αυξάνονται πάρα πολύ και φτάνουν σε επίπεδα υπερβολικά υψηλά σε σχέση με την θεμελιώδη αξία τους. Είναι δηλαδή αξιόγραφα σοβαρά υπερτιμημένα. Συνήθως μετά από ένα χρονικό διάστημα η φούσκα τιμών θα σπάσει και οι τιμές θα διορθωθούν με μεγάλη ταχύτητα

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>****ΤΑ ΜΕΣΑ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ****2.1 Συμβατικά μέτρα της νομισματικής πολιτικής**

Η ΕΚΤ έχει ως κύριο στόχο να κατευθύνει βραχυπρόθεσμα τα επιτόκια της αγοράς χρήματος με τη διατήρηση της ρευστότητας στην αγορά χρήματος. Επίσης, καθορίζει τα βασικά επιτόκια, προωθεί την αποδοτικότητα και βοηθά τα πιστωτικά ιδρύματα να ικανοποιούν τις ανάγκες ρευστότητας με ήπιο τρόπο. Σημαντικό είναι να γνωρίζουμε τους βασικούς στόχους του Ευρωσυστήματος για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Αρχικά, στοχεύει στο να κατανέμει σωστά τους πόρους σε μια ανοικτή αγορά με ελεύθερο ανταγωνισμό. Δεύτερον, διασφαλίζει την ίση μεταχείριση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ανεξάρτητα από το μέγεθος και τη θέση που έχουν στη ζώνη του ευρώ. Τέλος, παρέχει προστασία στην εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής.

Στην κρίση της Ιαπωνίας το 2001 και της Αγγλίας το 2007, τα συμβατικά μέτρα της νομισματικής πολιτικής αποδείχθηκαν αναποτελεσματικά και δεν επηρέασαν τα επιτόκια της αγοράς στον αναμενόμενο βαθμό, καθώς η προσδοκία επίλυσης των προβλημάτων με τη χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση της νομισματικής πολιτικής δεν λειτούργησε. Ενώ, οι κεντρικές τράπεζες έχουν την πεποίθηση ότι, όταν παρουσιάζεται ανάκαμψη, τα συμβατικά μέτρα της νομισματικής πολιτικής και τα μακροπροληπτικά εργαλεία θα οδηγήσουν σε επίτευξη των τιμών και της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας από κοινού. Αυτή είναι η πρόκληση που αντιμετωπίζουν οι κεντρικές τράπεζες.

Η συμβατική νομισματική πολιτική βασίστηκε επίσης σε ουσιαστικές αποδείξεις για το πώς τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια επηρέασαν την οικονομία. Γνώση του εν λόγω μηχανισμού μετάδοσης σήμαινε ότι ο καθορισμός των επιτοκίων θα μπορούσε να γίνει με επίγνωση του τι ήταν απαραίτητο, για να δοθεί μια κατάλληλη απάντηση κβαντικής μεταβολής των επιτοκίων. Δεν

---

και βίαια. Τέτοιες συμπεριφορές των τιμών δεν προβλέπονται σε μία αποτελεσματική αγορά με ορθολογικούς επενδυτές.



υπάρχει τέτοια αποδεικτική βάση ούτε για την συμβατική ούτε ακόμη για την αντισυμβατική νομισματική πολιτική, δεδομένου ότι τα ιστορικά στοιχεία είναι περιορισμένα και για τα δύο αυτά μέσα. Ως εκ τούτου, οι κεντρικές τράπεζες μαθαίνουν από τα τελευταία χρόνια, δεδομένου ότι η κρίση εξαπλώνεται και εξετάζουν ως εκ του σύνεγγυς, εάν οι διαφορές στην εφαρμογή τους μπορούν να καθοδηγήσουν για τη βέλτιστη μορφή και τη ρύθμιση της μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής.

### 2.1.1 Πράξεις ανοιχτής αγοράς

Το Ευρωσύστημα εκτελεί τις *πράξεις της ανοικτής αγοράς* (open market operations), προσφέροντας πάγιες διευκολύνσεις και υποχρεώνει τα πιστωτικά ιδρύματα να παρέχουν ελάχιστα αποθεματικά. Με την *πολιτική της ανοικτής αγοράς* η κεντρική τράπεζα επηρεάζει το απόθεμα μιας οικονομίας αγοράζοντας ή πουλώντας ομόλογα ή αλλά χρεόγραφα. Κάθε φορά που η κεντρική τράπεζα αγοράζει ομόλογα, αυξάνει το απόθεμα χρήματος της οικονομίας της. Το αντίθετο συμβαίνει όταν μπαίνει στη διαδικασία να πουλήσει ομόλογα, δηλαδή να μειώσει το απόθεμα χρήματος. Οι πράξεις της ανοικτής αγοράς εκτελούνται με τους εξής τέσσερις τρόπους:

1. Οι *πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης* (main refinancing operations) είναι οι πλέον σημαντικές πράξεις ανοικτής αγοράς και σε κάθε ημερομηνία δημοπρασίας παρέχεται κατά μέσο όρο το ποσό των 64 δις ευρώ. Είναι αντιστρεπτές πράξεις παροχής ρευστότητας με εβδομαδιαία συχνότητα και λήξη δύο εβδομάδων. Εκτελούνται από τις ΕθνΚΤ στη βάση τυποποιημένων δημοπρασιών και συμβάλλουν κύρια στη διαμόρφωση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων και στη μετάδοση του νομισματικού μηνύματος.

2. Οι *πράξεις πιο μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης* (longer – term refinancing operations) είναι αντιστρεπτές πράξεις παροχής ρευστότητας με μηνιαία συχνότητα και με λήξη τριών μηνών. Εκτελούνται από τις ΕθνΚΤ με τυποποιημένες δημοπρασίες. Έτσι το Ευρωσύστημα πρέπει να συμβάλλει

σωστά στη διαμόρφωση επιτοκίων. Σε κάθε δημοπρασία παρέχει το ποσό των 15 δις ευρώ και από 28/10/1999 έχει διαμορφωθεί στα 25 δις ευρώ.

3. Οι *πράξεις για την εξομάλυνση απρόσμενων και βραχυχρόνιων διακυμάνσεων ρευστότητας* (fine – tuning operations) είναι να ελέγχουν τη διαχείριση της ρευστότητας και την ελάφρυνση επιπτώσεων των επιτοκίων που απορρέουν από τυχόν απροσδόκητες διακυμάνσεις ρευστότητας. Εκτελούνται από τις ΕθνΚΤ μέσω δημοπρασιών ή ακόμα διμερών διαδικασιών. Από τις 9/1/1999 και μετά η ΕΚΤ δεν χρειάστηκε να προσφύγει στη μορφή αυτή πράξεων ανοικτής αγοράς παρά μόνο μια φορά στις 5/1/2000 η ΕΚΤ διεξήγαγε μια τέτοια πράξη για την απορρόφηση της ρευστότητας με επιτόκιο 3% και με επιδιωκόμενο ποσό κατανομής 33 δις ευρώ. Οι προσφορές όμως ανήλθαν στα 14,4 δις ευρώ. Συμμετείχαν μόνο 43 από τους 210 επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους.

4. Οι *διαρθρωτικές πράξεις* (structural operations) είναι αντιστρεπτές πράξεις άμεσων αγορών και πωλήσεων και έκδοση πιστοποιητικού χρέους (debt certificates). Εκτελούνται από τις ΕθνΚΤ οι αντιστρεπτές πράξεις, και η έκδοση πιστοποιητικού χρέους μέσω δημοπρασιών ενώ οι άμεσες αγορές και οι πωλήσεις εκτελούνται με διμερείς διαδικασίες.

### 2.1.2 Αντιστρεπτές πράξεις

Ο όρος αντιστρεπτές σημαίνει ότι γίνεται μια ανταλλαγή μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που συμμετέχουν στις παραπάνω διαδικασίες και αυτών που τις οργανώνουν, δηλαδή τις ΕθνΚΤ μέσω εξουσιοδότησης από την ΕΚΤ. Αρχικά, τα αντισυμβαλλόμενα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προσφέρουν κάποια χρεόγραφα ως εγγύηση για να λάβουν ρευστότητα από την ΕΚΤ. Υπάρχει όμως μια συμφωνία επαναγοράς (repos<sup>8</sup>) μεταξύ τους.

---

<sup>8</sup> Repos, δηλαδή παλιές προθεσμίες. Οι οποίες πολλές φορές έχουν και υψηλότερο επιτόκιο και οι περισσότεροι καταναλωτές θεωρούσαν αντίστοιχα των καταθέσεων. Το ενδιαφέρον είναι ότι οι τράπεζες τα προσφέρουν στο κοινό ως προϊόντα, για να συγκεντρώσουν χρήματα. Οι συμφωνίες επαναγοράς είναι συμφωνίες μεταξύ ενός δανειστή και ενός οφειλέτη να πουλήσουν και μετά να επαναγοράσουν κάποιο χρεόγραφο μικρού κινδύνου, συνήθως έντοκα γραμμάτια Δημοσίου.

Επομένως, ύστερα από ένα χρονικό διάστημα, που ορίζεται από τη διάρκεια της πράξης, το αντισυμβαλλόμενο ίδρυμα αναλαμβάνει να αγοράσει τα χρεόγραφα του από την ΕΚΤ. Τα χρεόγραφα αυτά, είναι δυνατόν να έχουν δοθεί ως ενέχυρο στην ΕΚΤ, οπότε και σε αυτήν την περίπτωση το δανειζόμενο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα οφείλει να επιστρέψει τα κεφάλαια που δανείστηκε και να του επιστραφούν από την ΕΚΤ τα χρεόγραφά του. Η διαφορά της τιμής αγοράς αυτών των χρεογράφων από την τιμή επαναπώλησής τους, είναι ουσιαστικά το επιτόκιο με το οποίο δανείστηκε το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα από την ΕΚΤ τα κεφάλαια που είχε ανάγκη.

### 2.1.3 Πάγιες διευκολύνσεις

Οι *πάγιες διευκολύνσεις* (standing facilities) αποσκοπούν στην παροχή ή στην απορρόφηση ρευστότητας στο τέλος της ημέρας και αποτελούνται από την αποδοχή καταθέσεων και την οριακή χρηματοδότηση μιας ημέρας.

1. Με την *αποδοχή προθεσμιακών καταθέσεων* (fixed – term deposits) οι αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να καταθέσουν για μια ημέρα στις ΕθνΚΤ. Δεν παρέχεται εργοδοτικό στοιχείο έναντι της κατάθεσης και δεν υπάρχει κάποιο όριο κατάθεσης.

2. Με την *οριακή χρηματοδότηση* τα πιστωτικά ιδρύματα μπορούν να χρησιμοποιούν αυτή τη διευκόλυνση ώστε να αντλούν ρευστότητα μιας ημέρας από τις ΕθνΚΤ με προκαθορισμένο επιτόκιο. Οι ΕθνΚΤ μπορούν να παρέχουν δάνεια της κατηγορίας αυτής είτε με τη νομική μορφή των συμφωνιών αναστροφής μιας ημέρας (over night deposits) (η ιδιοκτησία του εργοδοτικού στοιχείου μεταφέρεται στον πιστωτή ενώ τα μέρη συμφωνούν να αντιστρέψουν την πράξη μέσω της επιστροφής του ανωτέρω στοιχείου στο χρεώστη την επόμενη εργάσιμη ημέρα) είτε με τη μορφή των εγγυημένων δανείων μιας ημέρας (μία ισοδύναμη εγγύηση καλύπτει το ποσό του δανείου αλλά με την επιφύλαξη της εξόφλησης αυτού η ιδιοκτησία του εργοδοτικού στοιχείου παραμένει στο χρεώστη). Στο τέλος της ημέρας, τυχόν χρεωστικές θέσεις των αντισυμβαλλόμενων στους λογαριασμούς τους με την ΕθνΚΤ θεωρούνται σαν

αίτηση προσφυγής στην οριακή χρηματοδότηση. Ένας αντισυμβαλλόμενος μπορεί, επίσης, με ρητή αίτηση να προσφύγει στη διευκόλυνση αυτή κατά τη διάρκεια της ημέρας.

#### **2.1.4 Τήρηση Ελάχιστων Υποχρεωτικών Αποθεματικών**

Έχουν επέλθει οι εξής αλλαγές στο πλαίσιο άσκησης της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος από τις 23/1/2003:

- Αλλαγή της χρονικής οριοθέτησης της περιόδου *τήρησης των ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών* (minimum reserves requirement).
- Η μείωση διάρκειας *πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης* (σε μια εβδομάδα)

Το μέσο αυτό είναι για τη σταθεροποίηση των επιτοκίων της αγοράς χρήματος και τη δημιουργία διαρθρωτικού ελλείμματος ρευστότητας καθώς και τον έλεγχο των κεφαλαίων που κινούνται στην αγορά.

Η ημερομηνία εκτέλεσης των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης θα πραγματοποιείται την τελευταία Τετάρτη κάθε ημερολογιακού μήνα.

#### **2.2 Μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής**

Σε περιόδους ύφεσης οι χρηματοπιστωτικές αγορές μπορεί να αντιμετωπίζουν προβλήματα. Σε αυτές τις περιπτώσεις το Ευρωσύστημα μπορεί να χρησιμοποιεί κάθε μέσο που κρίνεται απαραίτητο για την επίτευξη των στόχων του. Το Ευρωσύστημα έχει τη δυνατότητα να αποφασίσει να αντιμετωπίσει τέτοιου είδους προβλήματα με τη λήψη μη συμβατικών μέτρων. Αυτά τα μέτρα περιλαμβάνονται στο σύνολο των μέσων που διαθέτει το Ευρωσύστημα για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής του, αλλά έχουν εξ ορισμού έκτακτο και προσωρινό χαρακτήρα. Συνήθως, στοχεύουν στον τραπεζικό τομέα, δεδομένου ότι οι επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ στηρίζονται στην τραπεζική χρηματοδότηση.

Η αντισυμβατική νομισματική πολιτική παίρνει πολλές μορφές. Σε ορισμένες περιπτώσεις (π.χ. Δανία), περιλαμβάνει τη χρήση των αρνητικών επιτοκίων. Κάποιοι σχολιαστές υποστηρίζουν τις αλλαγές στους στόχους πληθωρισμού. Οι πιο κοινές μορφές των μη συμβατικών μέσων νομισματικής πολιτικής συνεπάγονται τη μαζική επέκταση των ισολογισμών των κεντρικών τραπεζών (βλέπε Σχήμα 1a, d, c) και τις προσπάθειες στον επηρεασμό των επιτοκίων (εκτός από τις συνήθεις βραχυπρόθεσμες επίσημες τιμές). Για παράδειγμα, η Federal Reserve System (FED) εφάρμοσε πολιτικές που είναι γνωστές ως «πιστωτική διευκόλυνση» όταν αγόρασε ενυπόθηκους τίτλους<sup>9</sup>. Η αγορά των τίτλων αυτών σήμαινε ότι η FED<sup>10</sup> επεκτάθηκε στον ισολογισμό της μέσω των περιουσιακών στοιχείων. Στην αγορά αυτών των περιουσιακών στοιχείων που δόθηκαν και στη ρευστότητα σε μια αγορά που είχε στερέψει στον απόηχο της χρηματοπιστωτικής κρίσης, συνέβαλαν άμεσα τα χαμηλότερα επιτόκια ενυπόθηκων δανείων με την προϋπόθεση πιστωτικών γραμμών<sup>11</sup> σε ένα σημαντικό τμήμα της οικονομίας. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (FED) έχει επίσης εφαρμόσει «Twist Λειτουργία<sup>12</sup>». Στην περίπτωση αυτή, το μέγεθος του ισολογισμού της κεντρικής τράπεζας δεν επηρεάζεται, αλλά η κεντρική τράπεζα προσπαθεί να επηρεάσει τα μη τυποποιημένα επιτόκια. Σε Twist Λειτουργία, η FED πωλεί βραχυπρόθεσμα κρατικά ομόλογα και

---

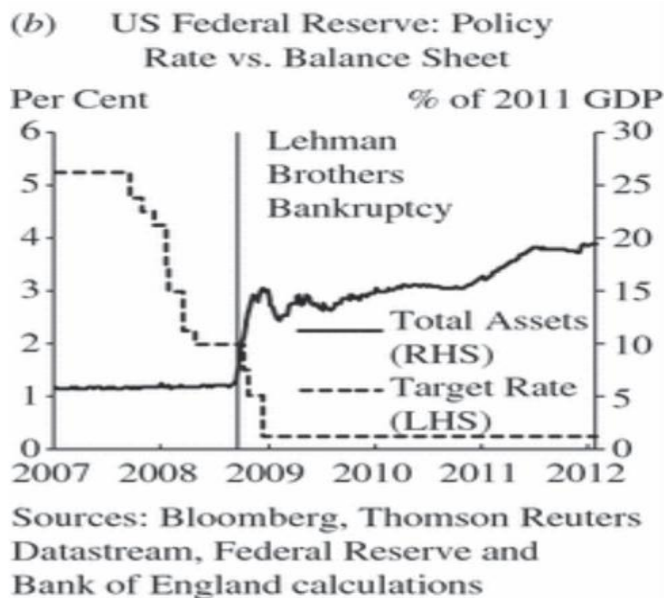
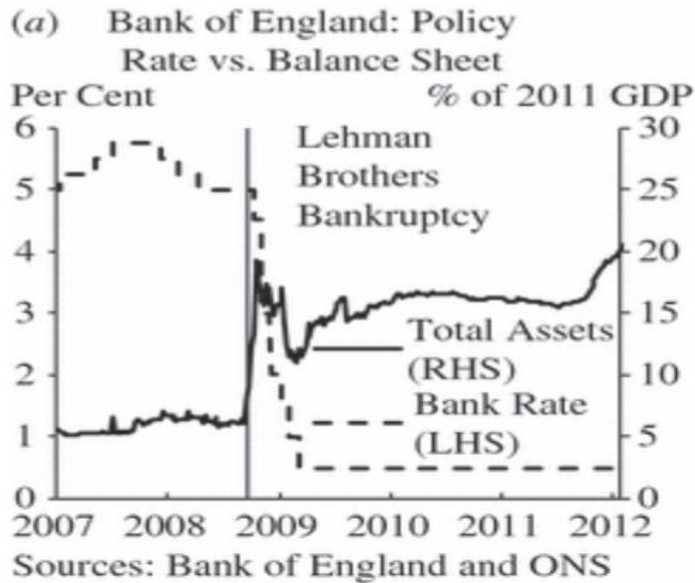
<sup>9</sup> Τα Asset Backed Securities (ABS) (ενυπόθηκοι τίτλοι) είναι τίτλοι χρέους που εκδίδουν οι τράπεζες, οι οποίοι έχουν ως εξασφάλιση περιουσιακά στοιχεία τα οποία βρίσκονται στο χαρτοφυλάκιό τους και τα οποία από μόνα τους δεν θα ενδιέφεραν τους επενδυτές.

<sup>10</sup> Η ομοσπονδιακή τράπεζα των ΗΠΑ Federal Reserve System (FED) είναι η κεντρική τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής. Ιδρύθηκε στις 23 Δεκεμβρίου το 1913 με την υπογραφή Federal Reserve Act από τον πρόεδρο Woodrow Wilson .

<sup>11</sup> Η Πιστωτική Γραμμή με Ενισχυμένες Προϋποθέσεις (ECCL) είναι η πιο «αυστηρή» εκδοχή προληπτικής στήριξης που προσφέρει ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ESM). Σε αντίθεση με την Προληπτική Γραμμή Χρηματοδότησης υπό όρους (PCCL), η γραμμή ECCL παραχωρείται με επαυξημένους όρους, αλλά και απαιτήσεις για τη λήψη διορθωτικών μέτρων πριν την ένταξη μιας χώρας σε αυτή. Έχει διάρκεια ενός έτους με δυνατότητα δύο εξάμηνων παρατάσεων. Πρόκειται για κατ'εξοχήν ευρωπαϊκό σχήμα, στο οποίο το ΔΝΤ έχει αποκλειστικά τεχνική συνδρομή, ενώ δεν υπογράφεται κανενός είδους συμφωνία δανεισμού με την Ουάσιγκτον. Κανονικά το χρηματοδοτικό σκέλος προέρχεται από τον ESM και τα χρήματα δίνονται εφόσον μια χώρα δεν μπορεί να δανειστεί από τις αγορές και ταυτόχρονα τηρεί τις δεσμεύσεις που έχει υπογράψει. Για την έγκριση της πιστωτικής γραμμής απαιτείται έγκριση του Συμβουλίου του ESM και ευρωπαϊκών Κοινοβουλίων.

<sup>12</sup> Ο όρος εισήχθη αρχικά στη δεκαετία του 1960 ως μέθοδος από την Ομοσπονδιακή Επιτροπή ανοικτής αγοράς για να χρησιμοποιηθεί η νομισματική πολιτική και να μετατρέψει ή να διαστρεβλώσει την καμπύλη των αποδόσεων σε αναπτυξιακή οικονομική κατεύθυνση.

χρησιμοποιεί τα έσοδα για να αγοράσει μακροπρόθεσμα ομόλογα. Επειδή οι πωλήσεις και οι αγορές έχουν την ίδια ποσότητα, ο ισολογισμός της κεντρικής τράπεζας δεν επηρεάζεται από αυτές, αλλά μέσω της αγοράς των μακροπρόθεσμων ομολόγων, που οδηγεί σε αύξηση των τιμών τους και σε μείωση των ποσοστών των μακροπρόθεσμων επιτοκίων.





Σχήμα 1a, b, c

Πηγή: Η Οικονομική Εφημερίδα του 2012 Royal Economic Society.

### 2.2.1 Παροχή ρευστότητας με σταθερό επιτόκιο και πλήρη κατανομή

Όταν το Ευρωσύστημα διενεργεί πράξεις ανοικτής αγοράς, αξιολογεί τις συνολικές ανάγκες ρευστότητας του τραπεζικού τομέα και κατανέμει το αντίστοιχο ποσό στο πλαίσιο δημοπρασιών. Οι δημοπρασίες διενεργούνται με ανταγωνιστικό επιτόκιο, δηλαδή οι τράπεζες δεσμεύονται να πληρώσουν τον τόκο που έχουν ορίσει στην προσφορά τους.

Το Ευρωσύστημα μπορεί ακόμα να διενεργεί τις δημοπρασίες του με σταθερό επιτόκιο. Όταν συμβαίνει αυτό, το επιτόκιο είναι προκαθορισμένο και οι τράπεζες υποβάλλουν προσφορές για το χρηματικό ποσό το οποίο επιθυμούν να τους κατανεμηθεί βάσει του σταθερού επιτοκίου. Σε σπάνιες περιπτώσεις, όπως η χρηματοπιστωτική κρίση και η κρίση δημόσιου χρέους, η ΕΚΤ μπορεί να ικανοποιήσει όλες τις προσφορές των τραπεζών, με σταθερό επιτόκιο.

### **2.2.2 Διεύρυνση του καταλόγου περιουσιακών στοιχείων που γίνονται αποδεκτά ως ασφάλεια**

Το Ευρωσύστημα προσαρμόζει τις ελάχιστες απαιτήσεις κυρίως σε σχέση με τις εξασφαλίσεις που παρέχουν οι τράπεζες όταν δανείζονται από το Ευρωσύστημα. Κύριος σκοπός αυτού του μέτρου είναι να διευκολύνει την πρόσβαση των τραπεζών στις πράξεις παροχής ρευστότητας από το Ευρωσύστημα. Τα περιουσιακά στοιχεία των Εμπορικών Τραπεζών (που παρέχουν ως ασφάλεια για τις πράξεις αναχρηματοδότησης) παρουσιάζονται στον ισολογισμό της αντίστοιχης τράπεζας και όχι στον ισολογισμό των κεντρικών τραπεζών.

### **2.2.3 Μακροπρόθεσμη παροχή ρευστότητας**

Βασικός σκοπός του Ευρωσυστήματος είναι να διενεργεί κάθε μήνα με πράξη μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης. Είναι κυρίως διάρκειας τριών μηνών, ενώ σε ειδικές περιπτώσεις μπορεί να την αυξήσει.

### **2.2.4 Παροχή ρευστότητας σε ξένο νόμισμα**

Η πρόσβαση ορισμένων τραπεζών σε ξένο νόμισμα είναι περιορισμένη. Αυτό όμως, δεν δημιουργεί κάποιο πρόβλημα γιατί το Ευρωσύστημα παρέχει την απαιτούμενη ρευστότητα σε συνεργασία με τις κεντρικές τράπεζες.

### **2.2.5 Μεταβολές του συντελεστή ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών**

Το Ευρωσύστημα προκειμένου να επηρεάσει τις ανάγκες του τραπεζικού συστήματος σε ρευστότητα, προσπαθεί όσο μπορεί, να μεταβάλλει το συντελεστή των ελάχιστων αποθεματικών που πρέπει να τηρούν οι τράπεζες.



### **2.2.6 Οριστικές αγορές συγκεκριμένων χρεογράφων**

Το Ευρωσύστημα έχει τη δυνατότητα να επεμβαίνει στις αγορές χρεογράφων του δημόσιου και ιδιωτικού τομέα στη ζώνη του ευρώ. Αυτό το πραγματοποιεί αγοράζοντας ορισμένα περιουσιακά στοιχεία αντί απλά να τα αποδέχεται μόνο ως ασφάλεια. Στόχος του είναι να διασφαλιστεί η ορθή μετάδοση των κινήσεων της νομισματικής πολιτικής στην ευρύτερη οικονομία.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>**

### **ΠΟΣΟΤΙΚΗ ΧΑΛΑΡΩΣΗ**

#### **3.1 Η Ποσοτική Χαλάρωση**

Η Ποσοτική Χαλάρωση Quantitative easing (QE) είναι ένα από τα μη συμβατικά μέτρα άσκησης της νομισματικής πολιτικής, το οποίο χρησιμοποιούν οι κεντρικές τράπεζες για να ενισχύσουν την οικονομική τους δραστηριότητα όταν τα συμβατικά μέτρα θεωρούνται μη αποτελεσματικά. Με τον όρο αυτόν περιγράφεται η ενέργεια μιας κεντρικής τράπεζας να αγοράσει χρηματοπιστωτικά στοιχεία ενεργητικού σε συγκεκριμένη ποσότητα και συνεπώς να εισέλθει στην οικονομία η ανάλογη ποσότητα χρήματος.

Διαφοροποιείται από τις πράξεις ανοικτής αγοράς κατά τις οποίες πραγματοποιούνται αγορές κρατικών ομολόγων (κυρίως βραχυπρόθεσμης διάρκειας) με στόχο την έμμεση μείωση του επιτοκίου σε χαμηλά επίπεδα που συνάδουν με τους επιθυμητούς στόχους της νομισματικής πολιτικής. Επιπλέον, διαφοροποιείται σε σχέση με την «τύπωση νέου χρήματος» διότι στην περίπτωση αυτή το νέο χρήμα πηγαίνει κατευθείαν στη χρηματοδότηση των δημοσίων ελλειμμάτων ή στην αποπληρωμή του δημοσίου χρέους, σε αντίθεση με ότι επιδιώκεται μέσω της QE. Βασικό κριτήριο ώστε να καταλήξουμε για το

αν υπάρχει «τύπωμα νέου χρήματος» είναι η μεταβολή της νομισματικής βάσης της οικονομίας.

Πρώτα απ' όλα το πιο υψηλό προφίλ αντισυμβατικής νομισματικής πολιτικής υπήρξε η «ποσοτική χαλάρωση». Η φράση αυτή εφαρμόστηκε για πρώτη φορά στην Ιαπωνία το 2001, δεδομένου ότι ασχολήθηκε με το σκάσιμο της «φούσκας» των ακινήτων και τις αποπληθωριστικές πιέσεις που ακολούθησαν τη δεκαετία του 1990. Η συμβατική νομισματική πολιτική λειτουργεί επηρεάζοντας τα βραχυπρόθεσμα συμφέροντα μέσω των πράξεων της ανοικτής αγοράς. Με κάθε αγορά ή πώληση κινητών αξιών από το τραπεζικό σύστημα, επηρεάζεται το επίπεδο των αποθεμάτων που κατέχουν οι τράπεζες στο σύστημα. Υπό κανονικές συνθήκες, οι διακυμάνσεις του όγκου των αποθεμάτων είναι απλώς ένα παραπροϊόν και δεν είναι στόχος της ίδιας της πολιτικής. Αντ' αυτού, οι διακυμάνσεις στα αποθεματικά είναι ένα μέσο για την επίτευξη των επιθυμητών αλλαγών στα επιτόκια.

Η φράση «ποσοτική χαλάρωση» εισήχθη για να σηματοδοτήσει μια αλλαγή, εστιάζοντας στη στόχευση των μεταβλητών ποσοτήτων. Με τα επιτόκια στο μηδέν, η Τράπεζα της Ιαπωνίας με στόχο την αγορά κρατικών τίτλων από τον τραπεζικό τομέα, είχε ως εκ τούτου την ενίσχυση του επιπέδου των ταμειακών αποθεμάτων των τραπεζών που πραγματοποιήθηκε στο σύστημα. Η ελπίδα ήταν, ότι με τη στόχευση ενός αρκετά υψηλού επιπέδου αποθεμάτων, ο δανεισμός θα διαχέονταν στην ευρύτερη οικονομία, βοηθώντας τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων κίνησης και θα αφαιρούνταν οι αποπληθωριστικές δυνάμεις.

Οι κεντρικές τράπεζες των ΗΠΑ, η ζώνη του ευρώ και το Ηνωμένο Βασίλειο ακολούθησαν την Ιαπωνία στην υιοθέτηση πολιτικών που οδήγησαν σε σημαντικές αυξήσεις των ισολογισμών τους, αν και υπάρχουν σημαντικές διαφορές τόσο μεταξύ τους όσο και με την Ιαπωνία, όσον αφορά το πώς έχουν εφαρμόσει την QE και άλλες μη συμβατικές πολιτικές. Η Τράπεζα της Αγγλίας, αγόρασε κρατικά ομόλογα του Ηνωμένου Βασιλείου από το μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα μέσω της QE. Η FED αγόρασε αμερικανικά κρατικά ομόλογα και

άλλες μεγάλες ποσότητες του χρέους μαζί με ενυπόθηκους τίτλους. Οι διαφορές μεταξύ των περιουσιακών στοιχείων που αγοράστηκαν από την FED και την Τράπεζα της Αγγλίας δεν είναι τόσο μεγάλες, επειδή το μεγαλύτερο μέρος των τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων είναι εγγυημένα από τις υπηρεσίες των ΗΠΑ. Η επέκταση του ισολογισμού της ΕΚΤ ανέρχεται σε μεγάλο βαθμό *repos*, δηλαδή, την παροχή δανείων (πολλά μακροπρόθεσμα), με αντάλλαγμα την παροχή εξασφαλίσεων (πολλά από τα οποία είναι τα τραπεζικά δάνεια και όχι τα κρατικά ομόλογα).

### **3.2 Οι διαφορές των τραπεζών στην εφαρμογή πολιτικής QE ή CE**

Στις περισσότερες αναπτυγμένες χώρες (ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο, ΕΕ, Ιαπωνία κτλ) αλλά και σε πολλές άλλες χώρες διαφορετικού επιπέδου ανάπτυξης (Κίνα, Βραζιλία, Χιλή, Μεξικό, Περού, Ρωσία, Ισραήλ, Τουρκία) απαγορεύεται συνταγματικά η αγορά κρατικών ομολόγων στην πρωτογενή αγορά και αγοράζονται μόνο στη δευτερογενή αγορά. Σύμφωνα με όσα υποστηρίζονται από τους υποστηρικτές της QE, η διαφορά της από τη νομισματοποίηση του δημόσιου χρέους είναι ότι η QE επιχειρεί να δημιουργήσει κίνητρα για τη μεγέθυνσή της. Ο μοναδικός τρόπος ελέγχου είναι ο στατιστικός έλεγχος, ο οποίος πάντοτε όμως εμπεριέχει υψηλά πλαίσια αβεβαιότητας, άρα και μεγάλου ρίσκου. Ο πλέον συνήθης τρόπος διαπίστωσης είναι η επίδραση που έχουν τα μέτρα αυτά σε κάποιο προκαθορισμένο στόχο. Ο συνήθης χρησιμοποιούμενος στόχος είναι ο πληθωρισμός. Επομένως, αν η οικονομία επιτυγχάνει ικανούς ρυθμούς μεγέθυνσης με έλεγχο του πληθωρισμού, τα λεγόμενα μη συμβατικά νομισματικά μέσα έχουν συμβάλει στην αποστολή τους. Είναι γνωστό σε όλους όσους ασχολούνται με τη νομισματική πολιτική ότι είναι εντελώς διαφορετικό πρόβλημα η θεωρητική προσέγγιση από την πρακτική εφαρμογή.

Οι πράξεις της ΕΚΤ είναι διαφορετικές από τις αγορές των κεντρικών τραπεζών σχετικά με την QE και την Πιστωτική Χαλάρωση (CE). Πράγματι, με πολλούς τρόπους, είναι μια απάντηση σε ένα διαφορετικό πρόβλημα από αυτό

που αντιμετωπίζει η FED στις ΗΠΑ και η Τράπεζα της Αγγλίας. Εντός της ζώνης του ευρώ, ιδίως το 2011 και το 2012, οδήγησε σε μια σταθερή και πολύ σημαντική εκροή καταθέσεων σε ευρώ από τις τράπεζες σε ορισμένες από τις περιφερειακές χώρες, σε τράπεζες και σε άλλες χώρες στη ζώνη του ευρώ. Αυτό προκάλεσε μια σημαντική ανισορροπία εντός του τραπεζικού συστήματος της ζώνης του ευρώ. Το μέγεθος αυτών των διαφορών αντανάκλαται στις λεγόμενες ανισορροπίες του συστήματος Target<sup>13</sup> που λειτουργούν από την ΕΚΤ. Όπως, οι πράξεις repos της ΕΚΤ, μακροπρόθεσμα σχεδιάστηκαν για να ανακουφίσουν τις οξείες δυσκολίες χρηματοδότησης που δημιουργήθηκαν.

Η συζήτηση για τα μη συμβατικά νομισματικά μέσα δημιουργεί πολλές αντιρρήσεις μεταξύ των αναλυτών σχετικά με την ορολογία. Η συνήθης διαφωνία επικεντρώνεται στις δύο βασικές δραστηριότητες της QE και της CE (Credit Easing). Δεν υπάρχει συμφωνία σε σχέση με τους ορισμούς των δύο αυτών δραστηριοτήτων.

Ο Διοικητής της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ, Bernanke, αντιπαραθέτει σε αυτήν την εμπειρία την αντίστοιχη της FED την οποία ονομάζει πιστωτική διευκόλυνση ή πιστωτική χαλάρωση. Ο Bernanke περιλαμβάνει σε αυτό τον ορισμό όλες τις πράξεις της FED που κατευθύνονται στην επέκταση της πίστωσης ή στην αγορά χρεογράφων. Σύμφωνα με τον Bernanke οι ενέργειες της FED κατευθύνονται σε όλες τις αγορές και όχι μόνο στην αγορά κρατικών χρεογράφων. Η σύνθεση του ισολογισμού της FED προκύπτει περισσότερο ως τυχαία κατάληξη, σε αντίθεση με την προσέγγιση της QE όπου η έμφαση δίνεται στο μέγεθος του ισολογισμού. Έτσι στο μυαλό πολλών αναλυτών η QE σηματοδοτεί την αγορά κυβερνητικών χρεογράφων, ενώ η CE την αγορά κυρίως ιδιωτικών χρεογράφων.

Ο Buiter ορίζει ως QE τις διαδικασίες εκείνες οι οποίες μεγεθύνουν τη νομισματική βάση της οικονομίας, ενώ ως CE τις διαδικασίες που μεταβάλλουν τη σύνθεση των στοιχείων του ενεργητικού της κεντρικής τράπεζας. Πρόκειται

---

<sup>13</sup> Το TARGET, αρχικά του "Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system", είναι το σύστημα διακανονισμού εντολών πληρωμής μεγάλων ποσών σε συνεχή χρόνο για το ευρώ.

για έναν πολύ κανονιστικό ορισμό που δύσκολα αντανakλά πραγματικές καταστάσεις, δεδομένου ότι οι δύο οριζόμενες διαδικασίες δύσκολα είναι ανεξάρτητες στην πράξη.

### 3.3 Ποιος ο στόχος των μη συμβατικών μέτρων

Η πτώχευση της Lehman Brothers στις 15 Σεπτεμβρίου 2008 αποτέλεσε το σημείο καμπής που οδήγησε το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα σε μια βαθιά συστημική κρίση. Το γεγονός αυτό προκάλεσε αλυσιδωτές αντιδράσεις σε όλο το φάσμα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, και πρωταρχικά οδήγησε στο ουσιαστικό ολοσχερές πάγωμα της διατραπεζικής αγοράς. Για την αντιμετώπιση της συγκεκριμένης κατάστασης, η ΕΚΤ εισήγαγε για πρώτη φορά τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής για να αντιμετωπίσει αποτελεσματικά τα διαρκώς οξυνόμενα προβλήματα. Συγκεκριμένα :

1.Θεσπίστηκε, για τις πράξεις βασικής και μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης μέσω δημοπρασιών, η κάλυψη όλης της ζητούμενης ρευστότητας με σταθερό επιτόκιο (fixed rate-full allotment).

2.Διεύρυνε τα αποδεχόμενα ενέχυρα από την ΕΚΤ κατά τη διενέργεια των πράξεων ανοικτής αγοράς.

3.Αποφάσισε τη διενέργεια πράξεων μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης με ωρίμανση μέχρι 1 έτος.

4.Αποφάσισε την έναρξη προγράμματος αγορών καλυμμένων ομολογιών από το Μάιο του 2009 μέχρι το Μάιο του 2010.

5.Αποφάσισε να εκχωρήσει το δικαίωμα στην Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων να συμμετέχει στις πράξεις παροχής ρευστότητας του Ευρωσυστήματος.

Η κρίση χρέους αρχικά στην Ελλάδα και στη συνέχεια στις άλλες χώρες της ΕΕ δημιούργησε ένα πολύ δυσμενές πλαίσιο, η ΕΚΤ αποφάσισε να “επιστρατεύσει” νέα ή να επανενεργοποιήσει παλαιότερα μέτρα. Συγκεκριμένα:

1.Αποφασίστηκε η επανεκκίνηση του προγράμματος αγοράς ιδιωτικών και κρατικών χρεογράφων από τον Αύγουστο του 2011.

2.Επίσης η επαναφορά του προγράμματος αγοράς καλυμμένων ομολογιών προκαθορισμένης αξίας 40 δις ευρώ μέχρι τουλάχιστον τον Οκτώβριο του 2012.

3.Μη απορρόφηση της υπερβάλλουσας ρευστότητας κατά την τελευταία περίοδο τήρησης.

4.Διενέργεια δύο πράξεων μακροχρόνιας χρηματοδότησης τρίχρονης διάρκειας το Δεκέμβριο του 2011 και τον Ιανουάριο του 2012.

Για την τελευταία παρέμβαση, που αποτελεί και την πιο προωθημένη παρέμβαση μπορούν να ειπωθούν τα παρακάτω:

«Η όξυνση των εντάσεων στις αγορές κρατικών χρεογράφων το δεύτερο εξάμηνο του 2011, στο πλαίσιο των υψηλών επιπέδων αβεβαιότητας, ολοένα και περισσότερο παρεμπόδιζε την πρόσβαση των τραπεζών της ζώνης του ευρώ σε χρηματοδότηση από την αγορά. Εξαιτίας της δυσκολίας αυτής, κινδύνευσαν να περιοριστούν οι χορηγήσεις, από τα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ προς τα νοικοκυριά και τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Προκειμένου να προλάβει τον περιορισμό των χορηγήσεων και να διασφαλίσει ότι η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ θα εξακολουθήσει να μεταδίδεται αποτελεσματικά στην πραγματική οικονομία, διαφυλάσσοντας μ' αυτό τον τρόπο τη σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε στις 8 Δεκεμβρίου 2011 να εφαρμόσει πρόσθετα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής.

Η δέσμη μέτρων που συμφωνήθηκε περιελάμβανε δύο Πράξεις Πιο Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης<sup>14</sup> (ΠΠΜΑ) διάρκειας τριών ετών και την επιλογή πρόωρης αποπληρωμής.

---

<sup>14</sup> Πράξη Πιο Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης είναι μια πράξη παροχής ρευστότητας με διάρκεια μεγαλύτερη της μίας εβδομάδας που διενεργείται από το Ευρωσύστημα με τη μορφή αντιστρεπτέας συναλλαγής. Οι τακτικές μηνιαίες πράξεις έχουν διάρκεια τριών μηνών. Είναι μια πράξη με μεγαλύτερη διάρκεια από την πράξη κύριας χρηματοδότησης.

Η πρώτη από αυτές τις πράξεις, η οποία διενεργήθηκε στις 21 Δεκεμβρίου 2011, παρείχε 489,2 δις ευρώ σε 523 πιστωτικά ιδρύματα. Σε αυτά περιλαμβάνονταν 45,7 δις ευρώ που μεταβιβάστηκαν από την ΠΠΜΑ, διάρκειας 12 μηνών που διενεργήθηκε τον Οκτώβριο του 2011, με την οποία χορηγήθηκε καθαρή ρευστότητα ύψους 210 δις ευρώ.

Με τη δεύτερη πράξη, που διενεργήθηκε στις 29 Φεβρουαρίου 2012, κατανεμήθηκαν 529,5 δις ευρώ σε 800 πιστωτικά ιδρύματα, επιπλέον των 6,5 δις ευρώ που κατανεμήθηκαν με την τακτική ΠΠΜΑ διάρκειας τριών μηνών την ίδια ημερομηνία. Λαμβάνοντας υπόψη και τα 29,5 δις ευρώ που κατανεμήθηκαν με την εβδομαδιαία Πράξη Κύριας Αναχρηματοδότησης<sup>15</sup> (ΠΚΑ). Το Ευρωσύστημα παρείχε συνολικά 565,5 δις ευρώ με αυτές τις τρεις πράξεις παροχής ρευστότητας, οι οποίες πρέπει να ειδωθούν στο πλαίσιο των πράξεων που έληγαν εκείνη την εβδομάδα, το συνολικό ύψος των οποίων ανερχόταν στα 254,9 δις. ευρώ.

Η ανάλυση σε συνδυασμό με αποσπασματικές πληροφορίες που παρασχέθηκαν από τράπεζες, υποδηλώνουν ότι το θέμα της χρηματοδότησης διαδραμάτισε σημαντικότατο ρόλο στη συμπεριφορά των τραπεζών κατά την υποβολή προσφορών στις ΠΠΜΑ διάρκειας τριών ετών».

### **3.4 Οι επιπτώσεις της πολιτικής της ποσοτικής χαλάρωσης της Ιαπωνίας**

Σε αυτό το κεφάλαιο εξετάζονται τα αποτελέσματα της Τράπεζας της Ιαπωνίας (BOJ) για την πολιτική της QE, η οποία τέθηκε σε εφαρμογή από το Μάρτιο του 2001 έως το Μάρτιο του 2006, με στόχο την παύση της συνεχούς μείωσης των τιμών και τον καθορισμό της βάσης για τη βιώσιμη οικονομική ανάπτυξη.

---

<sup>15</sup> Πράξη Κύριας Αναχρηματοδότησης είναι μια τακτική πράξη ανοικτής αγοράς που διενεργείται από το Ευρωσύστημα με τη μορφή αντιστρεπτέας συναλλαγής. Οι εν λόγω πράξεις διενεργούνται κάθε εβδομάδα μέσω τακτικών δημοπρασιών και συνήθως έχουν διάρκεια μίας εβδομάδας. Έχει μικρότερη διάρκεια από την πράξη πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης.

Η οικονομία της Ιαπωνίας παρουσίασε παρατεταμένη στασιμότητα μετά το σκάσιμο της φούσκας των τιμών στις αρχές του 1990, παρά τις διάφορες φάσεις ανάκαμψης. Κατά τη διάρκεια της συγκεκριμένης περιόδου, οι γενικές τιμές μετρούνται με βάση το ΔTK και διακρίνεται μία σταδιακή μείωση στο ρυθμό ανάπτυξης, που ακολουθείται από μια συνεχή μείωση από το 1998 έως το φθινόπωρο του 2005. Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, ο ΔTK μειώθηκε συνολικά κατά περίπου 3 τοις εκατό. Επιπλέον, η ευρεία επίδραση της έκρηξης της φούσκας εξαπλώθηκε πάνω στις επιχειρήσεις και στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Η έρευνα επιβεβαιώνει μια σαφή επίδραση σύμφωνα με την οποία η δέσμευση για τη διατήρηση της QE προωθεί τις προσδοκίες των μηδενικών επιτοκίων που θα συνεχιστούν και στο μέλλον, μειώνοντας έτσι την απόδοση καμπύλης, από το βραχυπρόθεσμο έως το μεσοπρόθεσμο εύρος. Τα αποτελέσματα αναμίχθηκαν ως προς το εάν η επέκταση της νομισματικής βάσης και η αλλαγή της σύνθεσης του ισολογισμού της BOJ οδήγησε στην αναπροσαρμογή του χαρτοφυλακίου, όπου η επίδραση ήταν μικρότερη από εκείνη που απορρέει από τη δέσμευση.

Κατά την προβολή της QE, το αντίκτυπο στην οικονομία της Ιαπωνίας έδειξε ότι η QE δημιούργησε ένα χαλαρό περιβάλλον από την άποψη της εταιρικής χρηματοδότησης. Ειδικότερα, η QE περιείχε το κόστος χρηματοδότησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων από την αγορά και απομάκρυνε τη χρηματοδότηση αβεβαιότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Η επίδραση της QE στην αύξηση της συνολικής ζήτησης και οι τιμές ήταν συχνά περιορισμένες, αυτό οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην προσαρμογή του ατομικού ισολογισμού, καθώς και στο δεσμευμένο περιορισμό για τα επιτόκια.

Η QE αποτελείται από τρεις πυλώνες:

- i. ο κύριος στόχος λειτουργίας για τις πράξεις της αγοράς χρήματος πρέπει να αλλάξει από τη μη παροχή επιτοκίου μίας ημέρας, στα εκκρεμή



υπόλοιπα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών<sup>16</sup> Φόρου Ακίνητης Περιουσίας (ΦΑΠ), που κατέχονται από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στην ΒΟJ, και να παρέχει άφθονη ρευστότητα για να υλοποιήσει ένα στόχο καθ' υπέρβαση των υποχρεωτικών αποθεματικών.

- ii. η δέσμευση να διατηρήσει την πολιτική μέχρι ο Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ) να καταγράψει σταθερά μηδέν τοις εκατό, ή μια αύξηση από έτος σε έτος (που στο εξής θα αναφέρεται ως «η δέσμευση») και
- iii. η αύξηση της αγοράς μακροπρόθεσμων ιαπωνικών κρατικών ομολόγων (JGB) εάν κριθεί απαραίτητο για να διευκολυνθεί η εκπλήρωση του στοχευμένου ΦΑΠ.

Σύμφωνα με την Ποσοτική Χαλάρωση Πολιτικής (QEP), ο κύριος στόχος λειτουργίας, μειώθηκε στο μηδέν τοις εκατό. Όμως, ένα μηδενικό επιτόκιο δεν πραγματοποιείται αποκλειστικά για το QEP. Έτσι, προκειμένου να ελέγξει τις επιπτώσεις της QEP, τα αποτελέσματα που προέρχονται από τα τρέχουσα επιτόκια των μηδέν τοις εκατό και εκείνων που δεν συλλαμβάνονται από τα τρέχοντα μηδενικά επιτόκια πρέπει να διαφοροποιούνται. Για το τελευταίο, οι ποσότητες και οι προσδοκίες πρέπει να προσδιορίζονται με σαφήνεια, και η έκτασή της να αξιολογείτε σωστά.

Η μετάβαση του QEP άρχισε το Μάρτιο του 2001 στόχος της ήταν ¥ 50 τρισεκατομμύρια, ένα επίπεδο υψηλότερο από το απαιτούμενο επίπεδο αποθεματικού των 4 τρισεκατομμυρίων γιεν. Ο στόχος στη συνέχεια προοδευτικά αυξήθηκε σε απόκριση προς την υποβάθμισή του στην οικονομία, και παρέμεινε αμετάβλητη μέχρι όταν το ΒΟJ αποχώρησε από το QEP αφού αυξήθηκε σε 30–35 τρισεκατομμύρια γιέν τον Ιανουάριο του 2004. Αντανακλώντας την παροχή άφθονης ρευστότητας στο πλαίσιο του QEP, η μη

---

<sup>16</sup> Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών απεικονίζει τη διαφορά των εσόδων που προέρχονται από το εξωτερικό για παραγόμενα αγαθά και υπηρεσίες (συμπεριλαμβανομένων εισοδημάτων από τόκους και μερίσματα, ενοικίων από περιουσιακά στοιχεία και υπηρεσιών των παραγωγικών συντελεστών), μείον τις αντίστοιχες πληρωμές που γίνονται σε ξένους από την εγχώρια οικονομία.

παροχή επιτοκίου μίας ημέρας υποχώρησε στο 0,001%, ένα επίπεδο κάτω από το 0,02-0,03% που πραγματοποιήθηκε το 1999-2000 στο πλαίσιο της Πολιτικής Μηδενικού Επιτοκίων<sup>17</sup> (ZIRP). Προκειμένου να ανταποκριθεί ομαλά στις στοχευμένες ΦΑΠ, η BOJ αύξησε σταδιακά τις αγορές των μακροπρόθεσμων JGB της από τον αρχικό ρυθμό, σε 400 δισεκατομμύρια γιεν ανά μήνα, και καθόρισε το ύψος σε 1,200 δις γιεν το μήνα που αρχίζει τον Οκτώβριο του 2002. Από το τέλος του 2005, η BOJ παρέχει μια νομισματική BASE και αξίζει ¥ 117 τρισεκατομμύρια, ενώ οι συμμετοχές της BOJ, της μακροπρόθεσμης JGB έφτασαν τα ¥ 63 τρισεκατομμύρια.

Στην παράγραφο αυτή αναλύεται ο μηχανισμός μετάδοσης των επιδράσεων της QEP. Η ταξινόμηση των αποτελεσμάτων του QEP χωρίζεται σε τρεις τύπους ανάλογα με τη λειτουργία των μέτρων, δηλαδή, "Τα αποτελέσματα της δέσμευσης για τη διατήρηση της QEP με την αναμενόμενη μελλοντική πορεία των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων", "Οι επιπτώσεις της επέκτασης του μεγέθους του ισολογισμού της BOJ, αυξάνοντας το ΦΑΠ" και "Οι επιπτώσεις της μεταβολής της σύνθεσης του ισολογισμού της BOJ, αυξάνοντας τις αγορές των μακροπρόθεσμων JGB".

*Αναλύοντας περαιτέρω τα ζητήματα:*

Το πρώτο είναι οι επιπτώσεις αναπροσαρμογής του χαρτοφυλακίου. Η έρευνα δε, διαπίστωσε ότι αυτά τα αποτελέσματα εκδηλώνονται έντονα και ως εμπειρικές αναλύσεις. Για παράδειγμα, δεν υπήρξε καμία εμπειρική επαλήθευση ότι ο ΦΑΠ της BOJ αυξήθηκε, οι αποδόσεις των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων στο εξωτερικό μειώθηκαν χρησιμοποιώντας γιεν, με εξαιρετικά χαμηλό κόστος χρηματοδότησης και η ακίνητη περιουσία που σχετίζεται με την αγορά κινητών αξιών επηρεάστηκε. Όπως αντιπροσωπεύεται από αυτά τα παραδείγματα, η QEP είχε ευρείες επιπτώσεις στις αγορές περιουσιακών στοιχείων.

---

<sup>17</sup> Η πολιτική μηδενικού επιτοκίου (ZIRP) είναι μια μακροοικονομική έννοια που περιγράφει συνθήκες με πολύ χαμηλό ονομαστικό επιτόκιο, όπως εκείνες της σύγχρονης Ιαπωνίας και Δεκεμβρίου 2008 έως το Δεκέμβριο του 2015 στις Ηνωμένες Πολιτείες. Το ZIRP θεωρείται ως μέσο της αντισυμβατικής νομισματικής πολιτικής και μπορεί να συνδεθεί με την αργή οικονομική ανάπτυξη, τον αποπληθωρισμό και την αποπληρωμή.

Το δεύτερο ζήτημα είναι η πολύπλευρη εξέταση της επίδρασης της δέσμευσης. Σύμφωνα με την κατάταξη των Eggertsson και Woodford (2003), ακόμη και όταν μια οικονομία έχει υποχωρήσει σε μια παγίδα ρευστότητας, η αξιόπιστη δέσμευση της κεντρικής τράπεζας να ανακτήσει την οικονομία στο μέλλον και να αυξήσει τη συνολική ζήτηση καθώς και τις τιμές μέσω τεσσάρων καναλιών:

- i. η τόνωση των τρεχουσών δαπανών, αντιμετωπίζει τον περιορισμό μηδέν με τη διατήρηση των ονομαστικών επιτοκίων σε χαμηλότερο επίπεδο πλέον από ότι στο μέλλον θα έπρεπε κανονικά να αναμένεται.
- ii. η τόνωση των τρεχουσών δαπανών και η μείωση των πραγματικών επιτοκίων, δημιουργώντας προσδοκίες για τον πληθωρισμό
- iii. η τόνωση των τρεχουσών δαπανών με την προσδοκία ότι το μελλοντικό εισόδημα θα αυξηθεί και
- iv. οι προσδοκίες ότι ο πληθωρισμός θα αυξηθεί στο μέλλον, είναι λιγότερο πιθανό για τις τρέχουσες τιμές να πέφτουν.

Το τρίτο ζήτημα είναι σε ποιο βαθμό η QEP θα μπορούσε να είναι αποτελεσματική, εάν η οικονομία της Ιαπωνίας δεν περνούσε μια σημαντική πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, συνδεδεμένων με τη διάβρωση των βασικών κεφαλαίων και την ανάληψη κινδύνων ικανότητας εκ μέρους των εταιρειών και των χρηματοπιστωτικών θεσμικών οργάνων, όπως είδαμε κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 έως τις αρχές της δεκαετίας του 2000.

Συμπερασματικά, καταλήγουμε σε τέσσερα πορίσματα:

Πρώτον, πολλές μελέτες δείχνουν ότι το αποτέλεσμα της δέσμευσης να διατηρηθούν στο μηδέν τα επιτόκια βάσει της αναμενόμενης μελλοντικής πορείας τους, και τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια σε χαμηλότερα επίπεδα από ότι το αναμενόμενο, οδήγησαν τα επιτόκια πάνω από το βραχυπρόθεσμο έως και το μεσοπρόθεσμο εύρος. Αυτό, συνεπάγεται επίσης, ότι η πολιτική δέσμευση εξασφάλισε την εμπιστοσύνη των αγορών. Επιπλέον, οι QEP που

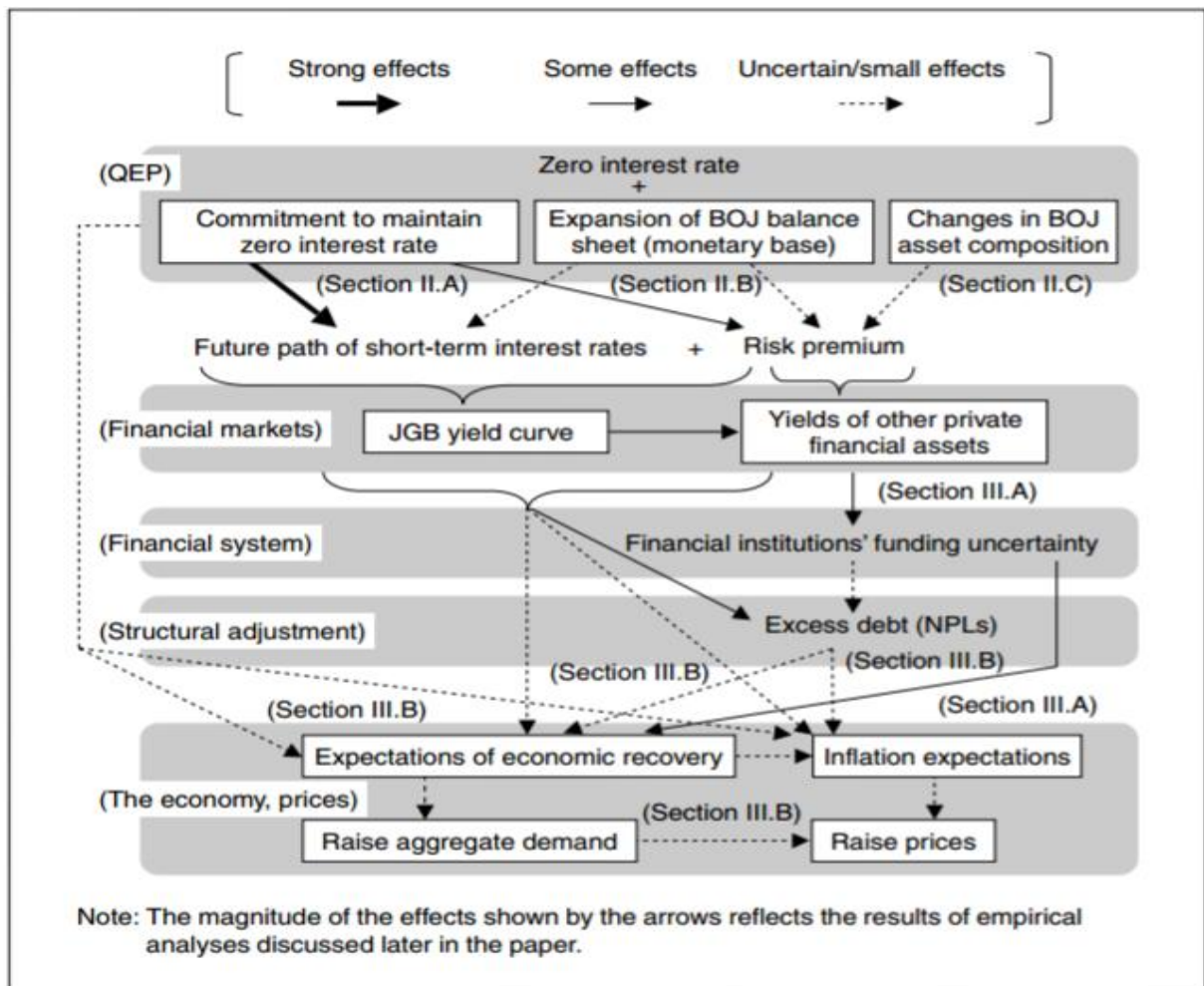
διαπράχθηκαν, με τις πραγματικές επιδόσεις του ΔΚΤ είχαν ισχυρότερες επιπτώσεις στη μείωση της καμπύλης αποδόσεων από ό,τι η ZIRP που δεσμεύεται για μελλοντική διάλυση του αποπληθωρισμού.

Δεύτερον, οι επιπτώσεις από την επέκταση του ισολογισμού της BOJ (επέκταση της νομισματικής βάσης) με την αύξηση του ΦΑΠ της BOJ και τις επιπτώσεις από την αλλαγή της σύνθεσης του ενεργητικού BOJ μέσω αυξημένων μακροπρόθεσμων αγορών JGB, μπορούν να αξιολογηθούν σύμφωνα με τα κανάλια μετάδοσης. Υπήρχαν κάποιες φάσεις στις οποίες ο ΦΑΠ της BOJ είχε εντοπιστεί να έχει τουλάχιστον μία επίδραση σηματοδότησης, ενώ τέτοιες επιδράσεις εντοπίστηκαν από τις αυξημένες αγορές μακροπρόθεσμης JGB.

Τρίτον, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η QEP είχε μακροπρόθεσμες επιπτώσεις στην οικονομία της Ιαπωνίας ώστε να δημιουργείται ένα χαλαρό οικονομικό περιβάλλον. Ενώ τα κανάλια μετάδοσης δεν μπορούν να προσδιοριστούν, η QEP είχε τις επιπτώσεις της διάλυσης της χρηματοδότησης, των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Το εύρημα αυτό υποδηλώνει ότι η QEP είχε επιπτώσεις στη διατήρηση της σταθερότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών και μια χαλάρωση οικονομικού περιβάλλοντος, αποφεύγοντας έτσι την περαιτέρω επιδείνωση της οικονομίας και τις τιμές που προκύπτουν από τις επιχειρήσεις σχετικά με τη μελλοντική χρηματοδότηση.

Τέταρτον, οι επιπτώσεις από την αύξηση της νομισματικής βάσης κάτω από το δεσμευμένο περιορισμό των μηδενικών επιτοκίων δεν είχαν ανιχνευθεί ή ήταν μικρές, σε σύγκριση με τις περιόδους χωρίς το δεσμευμένο περιορισμό μηδέν για τα επιτόκια. Οι μετρήσεις των αποτελεσμάτων της QEP δείχνουν περιορισμένες επιπτώσεις στην αύξηση της συνολικής ζήτησης και των τιμών, παρά την πραγματοποίηση χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής από ό, τι από την απλή μείωση της μη παροχής επιτοκίου μίας ημέρας στο μηδέν τοις εκατό. Εκτός από το δεσμευμένο περιορισμό μηδενικής πίεσης στα επιτόκια, οι κύριοι παράγοντες πίσω από αυτές τις περιορισμένες επιδράσεις ήταν η διάβρωση των ενδιάμεσων οικονομικών λειτουργιών των τραπεζών, όπου

επιβαρύνεται από τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια και τις εταιρικές προσαρμογές του ισολογισμού, η οποία μείωσε την εκδήλωση των επιπτώσεων της πολιτικής. Η μεγαλύτερη επίδραση του QEP που προσδιορίζεται στην παρούσα έρευνα, ήταν μέσα από το κανάλι μετάδοσης που εργάζεται για την αναμενόμενη μελλοντική πορεία των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων.



Σχήμα 2 Οι επιδράσεις του QEP: Εννοιολογικό διάγραμμα

Πηγή: Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses

### 3.5 Οι επιπτώσεις της πολιτικής της ποσοτικής χαλάρωσης της Αγγλίας

Η εντατικοποίηση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης που ακολούθησε με την κατάρρευση της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008, οδήγησε τις

κυβερνήσεις και τις κεντρικές τράπεζες σε όλο τον κόσμο, στην εισαγωγή μιας σειράς μέτρων που αποσκοπούσαν στη σταθεροποίηση των οικονομικών συνθηκών, δικαιολογώντας τη συνολική ζήτηση μέσω ενός προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων που χρηματοδοτούνται από την έκδοση διαθέσιμων της κεντρικής τράπεζας. Η συγκεκριμένη πολιτική των αγορών των περιουσιακών στοιχείων είναι γνωστή ως ποσοτική χαλάρωση (QE). Σε γενικές γραμμές, η QE ορίζεται, συνήθως, ως μια πολιτική που επεκτείνει τον ισολογισμό της κεντρικής τράπεζας, προκειμένου να αυξηθεί το επίπεδο των χρημάτων της (Bernanke και Reinhart 2004). Αυτό είναι μερικές φορές σε αντίθεση με την πολιτική της αλλαγής της σύνθεσης των στοιχείων του ενεργητικού στον ισολογισμό της κεντρικής τράπεζας (που συχνά αναφέρεται ως πιστωτική χαλάρωση), για παράδειγμα, με την μετατόπιση των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων ή με τη στροφή σε πιο ριψοκίνδυνων ιδιωτικών περιουσιακών στοιχείων, όπως εταιρικά ομόλογα ή μετοχές.

Στόχος είναι να εξετάσει πώς η QE έχει επηρεάσει τις επίχρυσο αγορές<sup>18</sup>. Δεδομένου ότι το κίνητρο για τις αγορές της QE του Ηνωμένου Βασιλείου ήταν να αυξηθούν οι ονομαστικές δαπάνες για τα αγαθά και τις υπηρεσίες, προκειμένου να επιτύχει το στόχο του πληθωρισμού της ΕΝΠ. Κρίνοντας τις επιπτώσεις της ποσοτικής χαλάρωσης για την τόνωση της μακροοικονομίας, είναι δύσκολο να μετρηθεί η συγκεκριμένη συμβολή των περιουσιακών στοιχείων της Επιτροπής Νομισματικής Πολιτικής στις αγορές, δεδομένης της επιρροής των άλλων μέτρων πολιτικής και των οικονομικών εξελίξεων στο Ηνωμένο Βασίλειο και διεθνώς.

Αυτό με τη σειρά του, παρέχει την πιο έγκυρη και σαφέστερη ανάγνωση της αντίδρασης των χρηματοπιστωτικών αγορών από τις επιπτώσεις της

---

<sup>18</sup> Φερέγγυα Κρατικά Χρεόγραφα, στα αγγλικά ο όρος gilts, συντομογραφία του gilt-edged security, που κατά λέξη σημαίνει τίτλος με χρυσές άκρες και αυτό γιατί τα πιστοποιητικά των βρετανικών κρατικών ομολόγων είχαν επίχρυσες άκρες και ήταν κυριολεκτικά εξίσου φερέγγυα με το χρυσό. Όπως και τα πιστοποιητικά τίτλων του Δημοσίου στις Ηνωμένες Πολιτείες, τα βρετανικά κρατικά χρεόγραφα θεωρείται ότι δεν ενέχουν κανέναν απολύτως κίνδυνο αδυναμίας εξόφλησης των χρεών.

ποσοτικής χαλάρωσης, σχετικά με την αποτελεσματικότητα της πολιτικής και πώς μπορεί να τροφοδοτείται το υπόλοιπο της οικονομίας.

Μια κεντρική τράπεζα μπορεί να αυξήσει τη ρευστότητα της ισορροπίας του ιδιωτικού τομέα, με την έγχυση χρήματος στην οικονομία, με αντάλλαγμα άλλα περιουσιακά στοιχεία. Όπως συζητήθηκε από τον Benford <sup>19</sup>, υπάρχει ένας αριθμός τρόπων με τους οποίους αυτή η αύξηση της ρευστότητας μπορεί να έχει αντίκτυπο στην οικονομία. Πρώτον, οι αγορές των περιουσιακών στοιχείων που χρηματοδοτούνται από το χρήμα της κεντρικής τράπεζας θα πρέπει να οδηγήσουν σε αύξηση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Εάν οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων είναι υψηλότερες, μειώνεται το κόστος του δανεισμού, ενθαρρύνοντας τη μεγαλύτερη κατανάλωση και τις επενδυτικές δαπάνες. Οι υψηλότερες τιμές των περιουσιακών στοιχείων αυξάνουν επίσης τον πλούτο των κατόχων τους, η οποία θα πρέπει να ενισχύσει τις δαπάνες τους.

Υπάρχουν τρία κύρια κανάλια μέσω των οποίων η QE θα μπορούσε να επηρεάσει τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων: η νέα μακροπολιτική, η ισορροπία του χαρτοφυλακίου και τα ασφάλιστρα ρευστότητας. Συνεπώς η QE μπορεί δυνητικά να επηρεάσει τον όρο premium τόσο μέσω των ειδήσεων του καναλιού μακροπολιτικής, αλλά και μέσω της εξισορρόπησης του χαρτοφυλακίου.

Η σχετική καινοτομία της ποσοτικής χαλάρωσης στο Ηνωμένο Βασίλειο, καθώς και το γεγονός ότι η λειτουργία της αγοράς μπορεί να έχει απομειωθεί, τουλάχιστον στις αρχές του 2009, δείχνει ότι η χρησιμοποίηση ενός πολύ μικρότερου παραθύρου (εντός της ημέρας) δεν ήταν κατάλληλη.

Συμπερασματικά, ως απάντηση στην παγκόσμια οικονομική κρίση και στην απότομη οικονομική ύφεση, η Τράπεζα της Αγγλίας άρχισε το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης το Μάρτιο του 2009. Για πάνω από ένα χρόνο, η

---

<sup>19</sup> Frank Benford: εργαζόταν στην General Electric την δεκαετία του '30 όταν έκανε την ίδια παρατήρηση σε λογαριθμικούς πίνακες. Το 1938 δημοσίευσε τον νόμο και στοιχεία που τον επαληθεύουν. Παρέθεσε 20229 μετρήσεις παρμένες από 20 πίνακες δεδομένων που ακολουθούν τον νόμο.

Τράπεζα αγόραζε περιουσιακά στοιχεία 200 δισεκατομμυρίων λιρών, από όπου τα περισσότερα ήταν τίτλοι του δημοσίου. Με βάση τις αντιδράσεις της αγοράς, διαπιστώθηκε ότι, μεσοπρόθεσμα έως μακροπρόθεσμα οι επίχρυσο αποδόσεις, ως αποτέλεσμα της ποσοτικής χαλάρωσης, ήταν περίπου κάτω από τις 100 μονάδες βάσης (σε εκατοστιαίες μονάδες) χαμηλότερα από ό,τι θα ήταν διαφορετικά. Χωριστή οικονομετρική ανάλυση δείχνει ότι, οι επιπτώσεις αυτές ήταν σε γενικές γραμμές αναμενόμενες.

Η ανακοίνωση της ανάλυσης των αντιδράσεων είναι απίθανο να συλλάβει τα πλήρη αποτελέσματα της αναπροσαρμογής του χαρτοφυλακίου με άλλα περιουσιακά στοιχεία, οπότε είναι δύσκολο να διαχωριστούν οι συγκεκριμένες επιπτώσεις της ποσοτικής χαλάρωσης στις αγορές από άλλους παράγοντες, αλλά οι περισσότερες τιμές των περιουσιακών στοιχείων έδειξαν μια αξιοσημείωτη ανάκαμψη μέχρι το 2009, γεγονός που υποδηλώνει ότι η QE είναι πιθανό να είχε ευρύτερες επιπτώσεις στην οικονομετρική εκτίμηση.

Η αποτελεσματικότητα των αγορών των περιουσιακών στοιχείων της QE θα κριθεί τελικά από τις επιπτώσεις τους στην ευρύτερη μακροοικονομία. Η ανάλυση δείχνει ότι οι αγορές είχαν σημαντικό αντίκτυπο στις χρηματοπιστωτικές αγορές και ιδιαίτερα στις επίχρυσο αποδόσεις.



T.E.I. ΠΕΛΟΠΟΝΝΗΣΟΥ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

Date	The BOJ's view on economic activity and prices	Reasons for policy change	Changes		
			BOJ CABs	Outright purchases of long-term JGBs (amount)	Others
Mar. 19, 2001 (introduction of the QEP)	<p>Present: Japan's economic recovery has recently come to a pause. Prices have been showing weak developments.</p> <p>Outlook: The economy will likely remain stagnant for some time. There is concern about an increase in downward pressures on prices stemming from weak demand.</p>	To prevent prices from declining continuously as well as to prepare a basis for sustainable economic growth.	<p>The main operating target for money market operations changed from the uncollateralized overnight call rate to the outstanding balance of the current accounts at the BOJ.</p> <p>From an average of ¥4 trillion to around ¥5 trillion.</p> <p>Should there be a risk of financial market instability, the BOJ will provide ample liquidity irrespective of the guideline above.</p>	Increase from ¥400 billion per month.	Committing that the QEP continues to be in place until the CPI (excluding perishables) registers stably a zero percent or an increase year on year.
Aug. 14, 2001	<p>Present: Economic adjustments are deepening. The CPI continues to be somewhat weak.</p> <p>Outlook: Adjustments in economic activities will continue for the time being. Attention should be paid to the risk of adjustments in economic activities spreading even further, and the risk of a negative impact on the economy induced by developments in foreign and domestic capital markets. A weaker demand could intensify downward pressure on prices.</p>	To further strengthen support for economic recovery.	From around ¥5 trillion to around ¥6 trillion.	From ¥400 billion per month to ¥600 billion per month.	—

Date	The BOJ's view on economic activity and prices	Reasons for policy change	Changes		
			BOJ CABs	Outright purchases of long-term JGBs (amount)	Others
Sep. 18, 2001	<p>Present: Adjustments in economic activity are becoming more severe. The CPI is weakening.</p> <p>Outlook: Adjustments in economic activity will possibly be prolonged. Attention should be paid to the growing risks of a negative impact on the economy induced by developments in foreign and domestic capital markets. The possibility that weak demand will further intensify downward pressure on prices warrants careful monitoring.</p>	To secure proper functioning of financial markets and to enhance the effective permeation of monetary easing effects.	From around ¥6 trillion to above ¥6 trillion.	—	Reduction in the official discount rate from 0.25 percent to 0.10 percent. Increase in the maximum number of business days for using the Lombard-type lending facility.
Dec. 19, 2001	<p>Present: The economy is deteriorating broadly. The CPI is weakening.</p> <p>Outlook: The economy will inevitably continue to deteriorate for a while. Continuous attention should be paid to the risk of a negative impact on the economy induced by developments in foreign and domestic financial markets. The possibility that weak demand will further intensify downward pressure on prices warrants careful monitoring.</p>	To secure that the financial markets continue to work in a stable manner and to ensure that economic recovery will be effectively supported.	From above ¥6 trillion to around ¥10–15 trillion.	From ¥600 billion per month to ¥800 billion per month.	Measures to strengthen money market operations.
Feb. 28, 2002	<p>Present: The economy continues to deteriorate. The CPI is declining somewhat faster.</p> <p>Outlook: The economy will continue to deteriorate, but the pace is expected to moderate gradually. Continuous attention should be paid to the risk of a negative impact on the economy from developments in foreign and domestic financial markets. The possibility that weak demand will further intensify downward pressure on prices warrants careful monitoring.</p>	A possibility that liquidity demand will increase further with the end of a fiscal year approaching. To take all possible measures to secure the financial market stability.	Providing more liquidity to meet a surge in demand towards the end of a fiscal year irrespective of the target of CABs.	From ¥800 billion per month to ¥1 trillion per month.	Extending the days to apply the official discount rate on the use of the Lombard-type lending facility. Examining issues to broaden the range of eligible collateral.
Oct. 30, 2002	<p>Present: The economy has stopped deteriorating but has not yet shown clear signs of recovery. The CPI remains on a gradual downtrend.</p> <p>Outlook: The economy will gradually form foundations for recovery. Prospects for the economy have been facing increasing uncertainties. The CPI is expected to stay on a declining trend for the time being at the current gradual pace.</p>	To take best measures to maintain the smooth functioning and stability of financial markets, thereby strengthening support for economic recovery.	From around ¥10–15 trillion to around ¥15–20 trillion.	From ¥1 trillion per month to ¥1.2 trillion per month.	Extending maturities for bills purchased.

Τ.Ε.Ι. ΠΕΛΟΠΟΝΝΗΣΟΥ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

Date	The BOJ's view on economic activity and prices	Reasons for policy change	Changes		
			BOJ CABs	Outright purchases of long-term JGBs (amount)	Others
Dec. 17, 2002	Present: The economy has stabilized as a whole, but there is still substantial uncertainty toward recovery. The CPI remains on a gradual downtrend.	(Policy unchanged) To secure smooth corporate financing.	—	—	Acceptance of a broader range of loans on deeds as eligible collateral. Relaxation of standards for asset-backed commercial paper as eligible collateral.
	Outlook: The foundations of Japan's economic recovery will gradually be made firmer. The downside risk continues to require attention. The CPI is expected to stay on a declining trend for the time being at the current gradual pace.				
Mar. 25, 2003	Present: Economic activity remains flat. The CPI has been declining gradually.	Closely monitoring how the military action against Iraq will affect the economy, and standing ready to make every effort to ensure financial market stability.	From around ¥15–20 trillion to around ¥17–22 trillion from Apr. 1. (Due to the establishment of the Japan Post)	—	As a temporary measure, the Bank will apply the official discount rate to the Lombard-type lending facility on any business day.
	Outlook: The momentum for a recovery will be initiated. The downside risk continues to require attention. The pace of year-on-year decline in the CPI is expected to become somewhat slower.				
Apr. 30, 2003	Present: Economic activity remains flat. The CPI has been declining gradually.	To maintain financial market stability, thereby strengthening support for economic recovery.	From around ¥17–22 trillion to around ¥22–27 trillion.	—	Decided to accept loans on deeds to the Industrial Revitalization Corporation of Japan with government guarantee as eligible collateral.
	Outlook: The momentum for a recovery will be initiated. More uncertain factors warrant careful monitoring. The pace of year-on-year decline of the CPI is expected to become somewhat slower.				
May 20, 2003	Present: Economic activity remains flat but uncertainties about future prospects have recently been increasing. The CPI has been declining gradually.	The government decided that injection of capital into Resona Bank was necessary. To show the BOJ's determination to ensure financial market stability.	From around ¥22–27 trillion to around ¥27–30 trillion.	—	—
	Outlook: The momentum for a recovery will be initiated, although there is greater uncertainty. The year-on-year decline in the CPI is projected to remain around the April level.				
June 11, 2003	Present: Economic activity remains virtually flat as a whole. The rate of decline in the CPI has diminished.	(Policy unchanged) To promote smooth corporate financing. To strengthen the transmission mechanism of monetary easing.	—	—	Decided the outline of the scheme for outright purchases of asset-backed securities.
	Outlook: The momentum for a recovery will be initiated, although there continues to be substantial uncertainty. The CPI is projected to continue falling at the current moderate pace on a year-on-year basis.				

Date	The BOJ's view on economic activity and prices	Reasons for policy change	Changes		
			BOJ CABs	Outright purchases of long-term JGBs (amount)	Others
Oct. 10, 2003	Present: The foundation for a gradual recovery is being laid. The year-on-year rate of decline of the CPI diminished.	To further ensure the recent movement toward an economic recovery.	From around ¥27–30 trillion to around ¥27–32 trillion.	—	Extension of the maturity of the purchase of Japanese government securities with repurchase agreements. Enhancement of monetary policy transparency. Presenting the basic thinking on the conduct of monetary policy and the evaluation of the developments of the economy and prices in a more timely and lucid manner. More detailed description of the commitment to maintaining the QEP.
	Outlook: The economic recovery will gradually gather momentum. It is expected to take some more time before a self-sustaining recovery in domestic demand gains momentum. The CPI is basically projected to continue falling gradually.				
Jan. 20, 2004	Present: The economy is recovering gradually. The year-on-year rate of change in the CPI has been close to zero percent.	Developments in financial and foreign exchange markets and their impact warrant close monitoring. To reaffirm the policy stance to overcome deflation.	From around ¥27–32 trillion to around ¥30–35 trillion.	—	Modification of the conditions regarding the purchases of asset-backed securities.
	Outlook: The economy is anticipated to continue recovering, although the pace of recovery is expected to remain moderate. The CPI is projected to be on a slightly declining trend.				
Apr. 9, 2004	Present: The economy continues to recover gradually, and domestic demand is becoming firmer. The year-on-year rate of change in the CPI has been close to zero.	(Policy unchanged) To enhance liquidity and maintain the smooth functioning of Japanese government securities markets.	—	—	Introduction of the securities lending facility to provide the markets with a secondary source of Japanese government securities.
	Outlook: The economy is expected to gain further momentum gradually, as it continues to recover moderately. The CPI is projected to continue falling slightly on a year-on-year basis.				

Date	The BOJ's view on economic activity and prices	Reasons for policy change	Changes		
			BOJ CABs	Outright purchases of long-term JGBs (amount)	Others
May 20, 2005	<p>Present: The economy continues a recovery trend. The CPI has been declining slightly on a year-on-year basis.</p> <p>Outlook: The economy is expected to continue to recover. The CPI is projected to continue falling slightly on a year-on-year basis.</p>	(Policy unchanged)	When it is judged that liquidity demand is exceptionally weak, there may be cases where the balance of current accounts falls short of the target.	—	—
Mar. 9, 2006 (exit from the QEP)	<p>Present: The economy continues to recover steadily. Year-on-year changes in the CPI turned positive. The year-on-year rate of increase in the CPI rose in January.</p> <p>Outlook: The economy is expected to be a sustained recovery. Year-on-year changes in the CPI are expected to remain positive.</p>	Judged that the conditions laid out in the commitment are fulfilled.	<p>Change the operating target of money market operations from the outstanding balance of current accounts at the BOJ to the uncollateralized overnight call rate.</p> <p>Encourage the uncollateralized overnight call rate to remain at effectively zero percent.</p> <p>The outstanding balance of current accounts at the BOJ will be reduced toward a level in line with required reserves.</p>	Purchases will continue at the current amounts and frequency for some time.	<p>Introduction of a new framework for the conduct of monetary policy.</p> <p>Review of the Bank's thinking on price stability.</p> <p>The Lombard-type lending facility's loan rate will remain at the current level, and the temporary waiver of add-on rates for frequent users of the facility will also be maintained.</p>

Σχήμα 3 Η πολιτική της ποσοτικής χαλάρωσης QEP (ημερολογιακά)

Πηγή: Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>

### ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΑ ΑΓΟΡΑΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

#### 4.1 Πρόγραμμα Αγορών Τίτλων SMP

Το Πρόγραμμα Αγορών Τίτλων (SMP) ήταν ένα πρόγραμμα που αφορούσε τις παρεμβάσεις της ΕΚΤ στις αγορές χρεογράφων του δημόσιου και ιδιωτικού τομέα της Ευρωζώνης. Στόχος ήταν η εξασφάλιση ρευστότητας σε τμήματα των αγορών χρεογράφων που δυσλειτουργούν ώστε να αποκατασταθεί η ομαλή λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.

Το πρόγραμμα αυτό χρησιμοποιείται για την άμεση παρέμβαση στη δευτερογενή αγορά των ομολόγων για την απόκτηση κρατικών ομολόγων των κρατών μελών, σε συνδυασμό με τις πράξεις αντιστάθμισης, ώστε να διατηρηθεί σταθερή η προσφορά χρήματος και να υπάρχει συνέπεια στον στόχο της καταπολέμησης του πληθωρισμού. Το SMP εισήχθη από τον Jean - Claude Trichet, το διάστημα που διετέλεσε πρόεδρος της ΕΚΤ. Η ρευστότητα που έχει παραχθεί μέσω του SMP απορροφάται από εβδομαδιαίες εισπράξεις προθεσμιακών καταθέσεων, γνωστών και ως πράξεις παρέμβασης αποστείρωσης (sterilization operations).

Επιπλέον, με δεδομένο πως το SMP δεν έθετε προϋποθέσεις (conditionality) στα ευνοούμενα από τις πράξεις αυτές κράτη μέλη της ευρωζώνης, και ξεπέρασε τα €220 δις, ποσό που θεωρήθηκε από πολλούς ιδιαίτερα υψηλό, κινδύνευε να χαρακτηριστεί ως νομισματική χρηματοδότηση (monetary financing) των εν λόγω κρατών, κάτι που απαγορεύεται ρητά από το καταστατικό της ΕΚΤ.

Το πρόγραμμα αυτό εισήχθη τον Μάιο του 2010. Περιλαμβάνει τις άμεσες αγορές ιδιωτικού και δημόσιου χρέους στη ζώνη του ευρώ. Σκοπό έχει να εξασφαλίσει τη ρευστότητα σε δυσλειτουργικά τμήματα της αγοράς και την αποτελεσματική διεξαγωγή της νομισματικής πολιτικής. Δόθηκαν ως το Μάρτιο του 2012 €219,5 δις. Για να εξασφαλιστεί ότι η στάση της νομισματικής πολιτικής δε θα επηρεαστεί, η ΕΚΤ διεξάγει συγκεκριμένες λειτουργίες σε εβδομαδιαία βάση.

#### **4.2 Πρόγραμμα Άμεσων Νομισματικών Συναλλαγών OMT**

Οι Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές (ΟΣΝ) από το 1999 αποτελούν ένα από τα μέσα της Νομισματικής Πολιτικής της ΕΚΤ. Άρχισαν όμως να χρησιμοποιούνται από τον Ιούνιο του 2009 όταν δηλαδή, η ΕΚΤ ξεκίνησε το πρώτο Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών (CBPP). Έτσι, μπορούν να καταχωρηθούν στα μη συμβατικά μέτρα. Η ΕΚΤ μέσω των ΟΣΝ μπορεί να

παρεμβαίνει αγοράζοντας στη δευτερογενή αγορά (μέσα από τις τράπεζες με τιμές αγοράς και με τίτλους τους οποίους αποδέχεται ως ασφάλεια).

Τον Αύγουστο του 2012 η ΕΚΤ ανακοίνωσε τη δυνατότητα διενέργειας Οριστικών Νομισματικών Συναλλαγών (ΟΝΣ, Outright Monetary Transactions - OMT) στις δευτερογενείς αγορές κρατικών ομολόγων, και στη συνέχεια, τον Σεπτέμβριο του 2012 ανακοίνωσε τα τεχνικά χαρακτηριστικά των ΟΝΣ. Οι στόχοι των ΟΝΣ είναι να διασφαλίζεται η κατάλληλη λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής και να διαφυλάσσεται ο ενιαίος χαρακτήρας της νομισματικής πολιτικής σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ, με την παροχή ενός καθόλα αποτελεσματικού ανασταλτικού μηχανισμού για την αποφυγή καταστροφικών σεναρίων που δυνητικά θα έθεταν σοβαρές προκλήσεις για τη σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ.

Σε αντίθεση με το SMP, τα OMT αποτελούν ασφαλιστικό μηχανισμό, απεριόριστης θεωρητικά ισχύος, μέσω του οποίου η ΕΚΤ δύναται να παρεμβαίνει στη δευτερογενή αλλά και στην πρωτογενή αγορά ομολόγων εφόσον τηρούνται ορισμένες προϋποθέσεις. Συγκεκριμένα, στις προϋποθέσεις περιλαμβάνονται η αυστηρή και αποτελεσματική τήρηση των όρων που έχουν τεθεί στο πλαίσιο ενδεδειγμένου προγράμματος της Ευρωπαϊκής Διευκόλυνσης Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΕΔΧΣ), του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ΕΜΣ), με ενδεχόμενη συμμετοχή του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ), προκειμένου να διαφυλάσσεται ο πρωταρχικός στόχος της ΕΚΤ, να διατηρεί τη σταθερότητα των τιμών και να εξασφαλίζεται ότι οι κυβερνήσεις έχουν τα σωστά κίνητρα για την υλοποίηση των απαραίτητων δημοσιονομικών προσαρμογών και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Μια άλλη διαφορά των ΟΝΣ σε σχέση με το Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων είναι ότι οι ΟΝΣ είναι εκ των προτέρων απεριόριστες και μπορούν να διενεργηθούν στις δευτερογενείς αγορές κρατικών ομολόγων με διάρκειες από ένα έως τρία έτη. Τέλος, η ΕΚΤ αποδέχεται την ίδια μεταχείριση με ιδιώτες ή άλλους πιστωτές για όλες τις ΟΝΣ που διακρατεί. Πρέπει να υπογραμμιστεί ότι η ΕΚΤ θα διακόπτει τις ΟΝΣ μόλις

επιτυγχάνονται οι στόχοι της ή σε περίπτωση μη συμμόρφωσης με το αντίστοιχο πρόγραμμα.

Όπως και στην περίπτωση του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων, οι επιδράσεις της ρευστότητας που δημιουργείται μέσω των ΟΝΣ θα εξουδετερώνονται πλήρως. Αυτό σημαίνει ότι το σύνολο της πρόσθετης ρευστότητας που έχει χορηγηθεί μέσω των ΟΝΣ έως μία συγκεκριμένη εβδομάδα επαναπορροφάται από την αγορά την επόμενη εβδομάδα. Η "εξουδετέρωση" της ρευστότητας μπορεί να επιτευχθεί για παράδειγμα μέσω καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας στις οποίες μπορούν να προβούν οι τράπεζες στην κεντρική τράπεζα. Έτσι, η καθαρή επίδραση των αγορών και της εξουδετέρωσης στη συνολική ρευστότητα εντός της διαπραπείζουσας αγοράς χρήματος είναι ουδέτερη.

Σε ομιλία του (Cœuré, 2013) ο Cœuré, μέλος της εκτελεστικής επιτροπής της ΕΚΤ, επισημαίνει πως ένα χρόνο μετά της εισαγωγή του ΟΜΤ, οι χρηματοοικονομικές αγορές στην ευρωζώνη είναι πολύ πιο ήρεμες και ο κατακερματισμός υποχωρεί. Θεωρεί πως οι ΟΝΣ είναι απαραίτητες για το Ευρωσύστημα για τους εξής λόγους:

Όλες οι πράξεις νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ εξυπηρετούν το βασικό στόχο που είναι η σταθερότητα των τιμών στην ευρωζώνη και επιπλέον, ένα χρόνο πριν η ΕΚΤ αντιμετώπιζε σοβαρές προκλήσεις στη επίτευξη αυτού του στόχου. Από τον Αύγουστο του 2012 που ανακοινώθηκαν οι ΟΝΣ, παρατηρήθηκαν απομειώσεις στο διαχρονικό μηχανισμό arbitrage<sup>20</sup> και οριζόντιες και πολυδιάστατες κατατμήσεις που απασχόλησαν τις λειτουργίες της νομισματικής πολιτικής. Τα ΟΜΤ είναι αποτελεσματικά γιατί βοηθούν στην ελαχιστοποίηση του φόβου της καταστροφής. Αποτελούν την ασφάλεια απέναντι στον κίνδυνο της μετατροπής, μειώνοντας την πιθανότητα των

---

<sup>20</sup> Εξισορροπητική κερδοσκοπία (arbitrage) είναι η ταυτόχρονη αγορά και πώληση της ίδιας (ή παρόμοιας) επένδυσης σε δύο διαφορετικές αγορές με δύο διαφορετικές τιμές, στρατηγική η οποία μπορεί να οδηγήσει σε κέρδη χωρίς την ανάληψη κινδύνου. Άρα ο κερδοσκόπος (arbitrageur) θα έχει πάντα δύο θέσεις αντίθετες μεταξύ τους, όπου η μία καλύπτει την άλλη.

χειρότερων σεναρίων και προσπαθούν να εξισορροπήσουν την ασφάλεια και τα κίνητρα.

Συνοψίζοντας, οι Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές είναι απαραίτητες από νομισματικής πλευράς. Αποδείχτηκαν αποτελεσματικές στην εξουδετέρωση της καταστροφικής αναταραχής στην αγορά και έχουν σχεδιαστεί με τέτοιο τρόπο που ξεπερνούν τις βασικές ανησυχίες που σχετίζονται με τις αγορές κυβερνητικών ομολόγων από την κεντρική τράπεζα. Σύμφωνα με την ΕΚΤ δεν είναι απλά λέξεις, η ίδια σκοπεύει να τις χρησιμοποιήσει με γνώμονα τη διατήρηση του επιπέδου των τιμών στη ζώνη του ευρώ.

#### **4.3 Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολόγων CBPP**

Το πρόγραμμα αυτό επιδιώκει να στηρίξει ένα τμήμα της χρηματοπιστωτικής αγοράς το οποίο είναι ιδιαίτερα σημαντικό για μια περισσότερο μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση των τραπεζών και για τη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας. Κυρίως αναφερόμαστε στη χρηματοδότηση στεγαστικών δανείων σε χώρες όπως η Γερμανία. Το Ευρωσύστημα έχει εισάγει δυο Covered Bond Purchase Programmes (CBPP και CBPP2). Το πρώτο πρόγραμμα τέτοιου είδους τέθηκε σε εφαρμογή τον Ιούλιο του 2009 και τελείωσε τον Ιούνιο του 2010. Το δεύτερο πρόγραμμα (CBPP2) αναγγέλθηκε τον Οκτώβριο του 2011 και ξεκίνησε τον επόμενο μήνα.

Το Σεπτέμβριο του 2014 ανακοινώθηκε από την ΕΚΤ η έναρξη του τρίτου προγράμματος αγορών καλυμμένων ομολογίων (CBPP3) και του προγράμματος αγοράς τίτλων που έχουν εκδοθεί έναντι περιουσιακών στοιχείων οι οποίοι συνιστούν απαιτήσεις έναντι του μη χρηματοπιστωτικού ιδιωτικού τομέα της ζώνης του ευρώ (Asset-Backed Securities purchase programme - ABSPP). Η Τράπεζα της Ελλάδος συμμετέχει εξ αρχής στο πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογίων (CBPP3) που ξεκίνησε τον Οκτώβριο του 2014.

Στη συνέχεια, τον Ιανουάριο του 2015 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε την επέκταση του προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων (asset purchase programme - APP) με το πρόγραμμα αγοράς ομολόγων εκδοθέντων από κεντρικές κυβερνήσεις, ειδικούς φορείς-εκδότες χρεογράφων και ευρωπαϊκούς υπερεθνικούς οργανισμούς της ζώνης του ευρώ (PSPP). Η Τράπεζα της Ελλάδος συμμετέχει στο πρόγραμμα PSPP με την αγορά υπερεθνικών ομολόγων της Ευρωζώνης από την έναρξή του, τον Μάρτιο του 2015. Στόχος του διευρυμένου προγράμματος αγορών τίτλων είναι η επαναφορά του πληθωρισμού στα επιθυμητά επίπεδα και η στήριξη της πραγματικής οικονομίας.

#### **4.4 Πρόγραμμα Αγοράς Δημόσιου Τομέα PSPP**

Στις 9 Μαρτίου 2015, η ΕΚΤ ξεκίνησε να αγοράζει, στη δευτερογενή αγορά, ομόλογα που έχουν εκδοθεί από κεντρικές κυβερνήσεις της ζώνης του ευρώ και ορισμένους φορείς και διεθνείς ή υπερεθνικούς οργανισμούς που βρίσκονται στη ζώνη του ευρώ, στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς στοιχείων του ενεργητικού του δημόσιου τομέα (PSPP).

Για να είναι επιλέξιμα για αγορά βάσει του προγράμματος PSPP, τα οριζόμενα χρεόγραφα πρέπει, κατά τον χρόνο της αγοράς τους από την οικεία κεντρική τράπεζα του Ευρωσυστήματος, να έχουν ελάχιστη εναπομένουσα διάρκεια ενός έτους και μέγιστη εναπομένουσα διάρκεια 30 ετών. Εμπορεύσιμα χρεόγραφα με εναπομένουσα διάρκεια 30 ετών και 364 ημερών είναι επιλέξιμα για αγορά βάσει του προγράμματος PSPP, προκειμένου να διευκολύνεται η ομαλή εφαρμογή του. Εάν δεν μπορούν να καλυφθούν τα σκοπούμενα ποσά αγορών εμπορεύσιμων χρεογράφων έκδοσης κεντρικών κυβερνήσεων, περιφερειακών ή τοπικών διοικήσεων και αναγνωρισμένων φορέων, οι εθνικές κεντρικές τράπεζες πραγματοποιούν και υποκατάστατες αγορές εμπορεύσιμων χρεογράφων έκδοσης διεθνών οργανισμών και πολυμερών τραπεζών ανάπτυξης.



Κατά την εφαρμογή του προγράμματος αγοράς δημοσίου τομέα (PSPP), το Ευρωσύστημα προτίθεται να πραγματοποιήσει αγορές σταδιακά και σε ευρεία βάση, με στόχο την επίτευξη ουδετερότητας στην αγορά, προκειμένου να αποφευχθεί η παρεμπόδιση του μηχανισμού διαμόρφωσης των τιμών της αγοράς.

Κατ' αρχήν, επιτρέπονται οι αγορές ονομαστικών εμπορεύσιμων χρεογράφων με αρνητική απόδοση μέχρι τη λήξη τους. Στις 19 Ιανουαρίου 2017, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε περαιτέρω λεπτομέρειες σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο το Ευρωσύστημα θα αγοράσει τίτλους στο πλαίσιο της APP<sup>21</sup> με απόδοση έως τη λήξη κάτω από το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων της ΕΚΤ.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>**

### **ΠΟΡΕΙΑ ΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ**

#### **5.1 Η πορεία των αποδόσεων των ομολόγων**

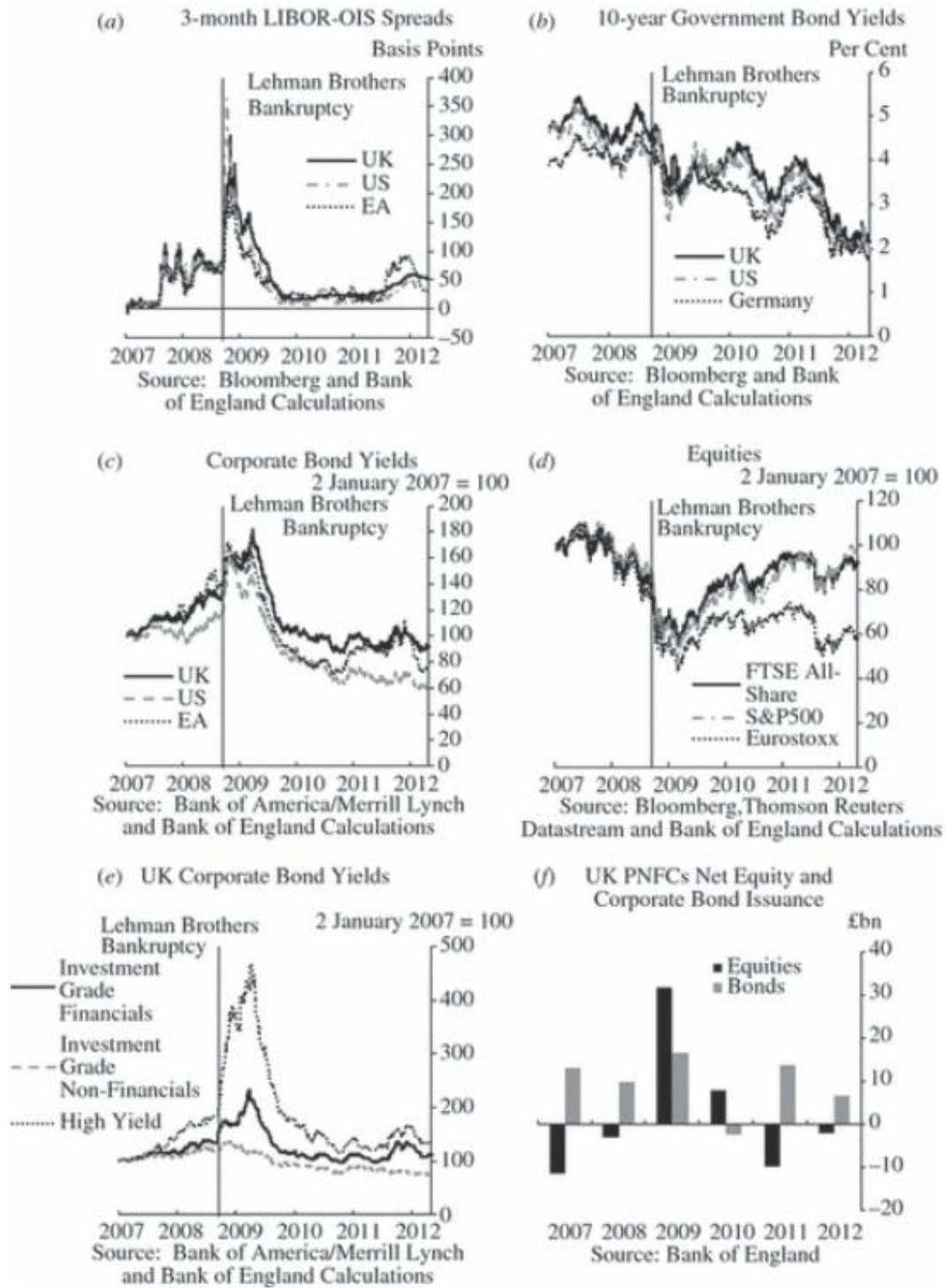
Τα ομόλογα είναι μακροπρόθεσμα χρεόγραφα που εκδίδονται είτε από το δημόσιο, είτε από ιδιωτικούς οργανισμούς (πχ τράπεζες, επιχειρήσεις κλπ), και χρησιμοποιούνται για το δανεισμό κεφαλαίων από το επενδυτικό κοινό. Στις περισσότερες χώρες του κόσμου υπάρχουν καλά οργανωμένες δευτερογενείς αγορές για τα χρεόγραφα αυτά, γεγονός που προσθέτει σημαντική ρευστότητα στην αγορά και τα κάνει ακόμα πιο ελκυστικά στον επενδυτή. Οι κοινές ομολογίες θεωρούνται επενδύσεις σταθερού εισοδήματος διότι ο εκδότης του ομολογιακού δανείου έχει αναλάβει την υποχρέωση (νομική δέσμευση) να καταβάλει στο τέλος κάθε χρονικής περιόδου ένα συγκεκριμένο χρηματικό ποσό για όλη τη διάρκεια ζωής του αξιόγραφου. Το συγκεκριμένο χρηματικό ποσό

---

<sup>21</sup> Το πρόγραμμα αγοράς αυξημένων περιουσιακών στοιχείων (APP) περιλαμβάνει όλα τα προγράμματα αγοράς, στα οποία αγοράζονται τίτλοι του ιδιωτικού τομέα και τίτλοι του δημοσίου τομέα για την αντιμετώπιση των κινδύνων μιας πολύ παρατεταμένης περιόδου χαμηλού πληθωρισμού.

είναι ο τόκος. Ο εκδότης των ομολόγων αναλαμβάνει την υποχρέωση να εξυπηρετήσει πρώτα τις νόμιμες απαιτήσεις των ομολογιούχων (καταβολή των τόκων και επιστροφή του αρχικού κεφαλαίου κατά τη λήξη της ομολογίας) ανεξάρτητα από το επίπεδο κερδών της επιχείρησης και μετά να ικανοποιήσει τις απαιτήσεις των μετόχων. Τα ομόλογα είναι πολύ σημαντικά προϊόντα της κεφαλαιαγοράς διότι δίνουν την ευκαιρία σε έναν επενδυτή να κερδίσει σταθερές αποδόσεις με σχετικά μικρό ή μηδενικό κίνδυνο απώλειας του αρχικού κεφαλαίου, αλλά ταυτόχρονα δίνουν και τη δυνατότητα πολύ υψηλών αποδόσεων για αυτούς που είναι διατεθειμένοι να κερδοσκοπήσουν πάνω στη μεταβολή των επιτοκίων.

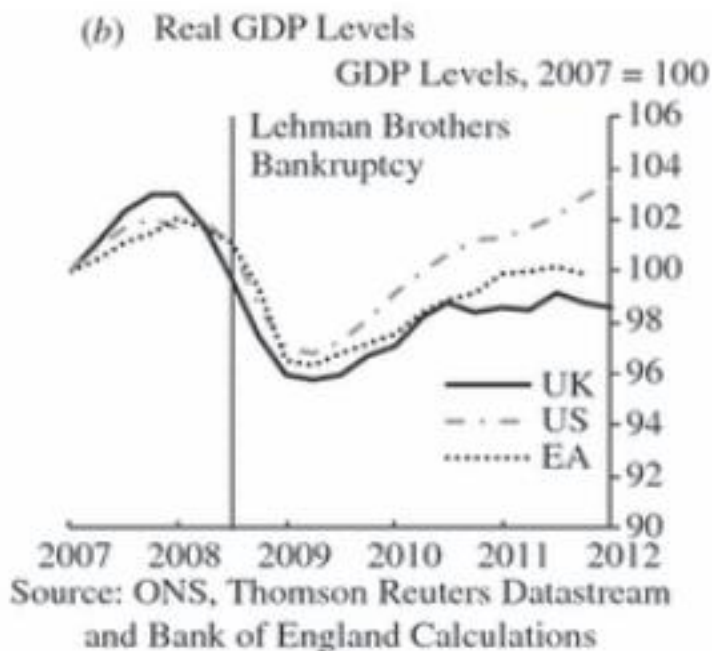
Από την καταγραφή των οικονομικών και μακροοικονομικών εξελίξεων του Ηνωμένου Βασιλείου στην κρίση υπάρχουν αποδεικτικά στοιχεία για την υποστήριξη της αποτελεσματικότητας των μη συμβατικών της νομισματικής πολιτικής. Τα διατραπεζικά επιτόκια δανεισμού μειώθηκαν απότομα στα τέλη του 2008 (Σχήμα 4 a), στον απόηχο μιας ποικιλίας των μέτρων που αποσκοπούν στην παροχή υποστήριξης και ρευστότητας στον τραπεζικό τομέα. Το 2009, η χρονική στιγμή της πίστωσης και οι πολιτικές της QE συνέπεσαν με έναν “αγώνα δρόμου” στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, με τις μετοχές να αυξάνονται απότομα και τις αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων να μειώνονται κατακόρυφα, ιδιαίτερα για τα ομόλογα υψηλής απόδοσης (Σχήμα 4 b-e). Οι όροι δανεισμού της αγοράς κεφαλαίων βελτιώθηκαν στο Ηνωμένο Βασίλειο, όπου υπήρξε μια απότομη αύξηση τόσο των εταιρικών ομολόγων όσο και της έκδοσης μετοχών κατά τη διάρκεια του 2009 (Σχήμα 4 f).

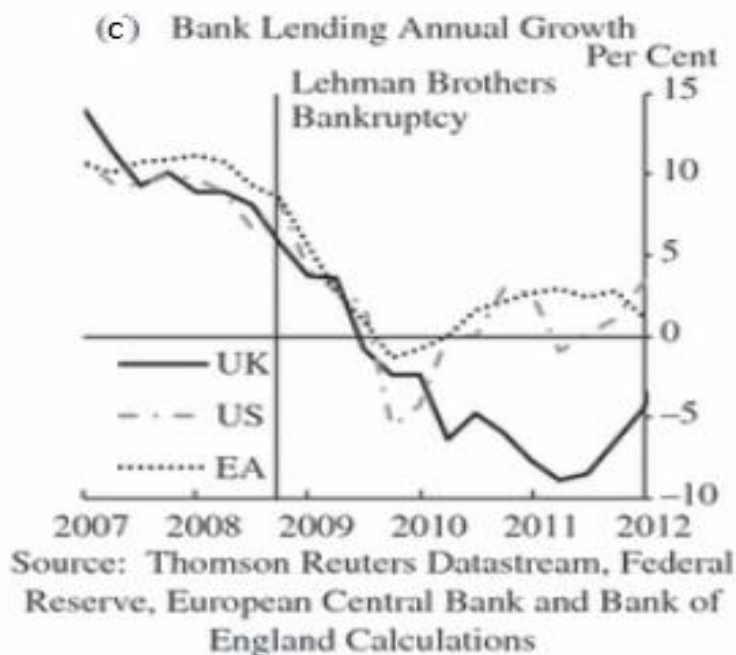


Σχήμα 4 α-φ

Πηγή: Η Οικονομική Εφημερίδα του 2012 Royal Economic Society.

Υπήρξαν επίσης βελτιώσεις στις ευρύτερες οικονομικές συνθήκες. Μετά τη βαθύτερη ύφεση από τη δεκαετία του 1930, η οικονομική ανάπτυξη επέστρεψε στο δεύτερο εξάμηνο του 2009. Ωστόσο, η ανάκαμψη υπήρξε υποτονική από ό, τι μετά από μια κανονική κυκλική ύφεση (Σχήμα 5 a και b), ακόμα και με τραπεζικό δανεισμό η ανάπτυξη ήταν πολύ ασθενής (Σχήμα 5 c). Ωστόσο, η συμβολή των μη συμβατικών της νομισματικής πολιτικής στις οικονομικές και δημοσιονομικές εξελίξεις κατά τη διάρκεια του 2009, θέτουν μια σειρά από δύσκολες προκλήσεις δεδομένου του μεγάλου αριθμού άλλων πιθανών παραγόντων που συνετέλεσαν. Οι κεντρικές τράπεζες είχαν τη ποσοτική χαλάρωση της πολιτικής την ίδια στιγμή που οι φορολογικές αρχές προσπαθούσαν να τονώσουν τη ζήτηση και μπορεί να υπήρξε διάχυση των αποτελεσμάτων από άλλες χώρες που έπαιρναν παρόμοια μέτρα.





Σχήμα 5 a, b, c

Πηγή: Η Οικονομική Εφημερίδα του 2012 Royal Economic Society.

## 5.2. Ο αντίκτυπος για τις Χρηματοπιστωτικές Αγορές

Σχετικά με τις αγορές των περιουσιακών στοιχείων από την Τράπεζα της Αγγλίας και την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ έχει επικεντρωθεί στις επιπτώσεις των χρηματοπιστωτικών αγορών και πιο στενά στις αγορές των κρατικών ομολόγων. Μία από τις πρώτες μελέτες της μεγάλης κλίμακας αγορών των περιουσιακών στοιχείων των ΗΠΑ Ομοσπονδιακά Αποθεματικά (LSAP)<sup>22</sup> από Gagnon (2011), κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι αγορές της FED μεταξύ του Δεκεμβρίου 2008 και του Μαρτίου 2010 (LSAP1) είχε οικονομικά σημαντικές και μακροχρόνιες επιπτώσεις στις τιμές, μακροπρόθεσμα σε μια ποικιλία τίτλων, συμπεριλαμβανομένων των κρατικών ομολόγων, των ενυπόθηκων τίτλων και

<sup>22</sup> Τον Δεκέμβριο του 2008, ως απόδειξη της δραματικής επιβράδυνσης της αμερικανικής οικονομίας, η Federal Reserve μείωσε τον στόχο της για το ποσοστό των ομοσπονδιακών κεφαλαίων. Το επιτόκιο που τα ιδρύματα των καταθετών χρεώνουν ο ένας τον άλλον για δανεισμό κεφαλαίων κατά τη διάρκεια της νύχτας. Να δώσουν κίνητρα στις δαπάνες των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων και, ως εκ τούτου, να στηρίξουν την οικονομική ανάκαμψη. Με τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια σχεδόν μηδενικά, η Federal Reserve πραγματοποίησε μια σειρά αγορών ενεργητικού μεγάλης κλίμακας (LSAP) μεταξύ τέλους 2008 και Οκτωβρίου 2014.

των εταιρικών ομολόγων. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, αγόρασε μια μεγάλη ποσότητα κρατικών ομολόγων που οδήγησε σε παρόμοιου μεγέθους επιπτώσεις για Treasury<sup>23</sup> αποδόσεις, όπως LSAP2. Ο Neely (2012) διαπίστωσε ότι οι ανακοινώσεις των ΗΠΑ LSAP είχαν επίσης σημαντικές επιπτώσεις στις διεθνείς τιμές μακροπρόθεσμα και στην τιμή spot του δολαρίου.

Για το Ηνωμένο Βασίλειο, διαπιστώθηκε ότι ο πρώτος γύρος της Τράπεζας των αγορών των περιουσιακών στοιχείων της Αγγλίας είχε οικονομικά σημαντικές επιπτώσεις στις επίχρυσες αποδόσεις. Με βάση την ανάλυση της μελέτης Meier (2009) πρότεινε ότι στις αρχικές ανακοινώσεις της QE, μειώθηκαν οι επίχρυσες αποδόσεις από 35-60 μονάδες βάσης «τουλάχιστον» σε σχέση με το που θα ήταν. Ο Joyce (2011) εκτιμά ότι μεσοπρόθεσμα έως μακροπρόθεσμα οι επίχρυσες αποδόσεις μειώθηκαν κατά 100 μονάδες βάσης συνολικά, συνοψίζοντας τις διήμερες αντιδράσεις για τον πρώτο γύρο των ανακοινώσεων της Επιτροπής της Νομισματικής Πολιτικής (MPC) για τις αγορές της QE κατά τη διάρκεια του 2009-2010. Βρήκαν επίσης ότι μια παρόμοια πτώση σημειώθηκε στις αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων και ότι υπήρχαν επίσης μέτρια αποτελέσματα σχετικά με τη συναλλαγματική ισοτιμία της στερλίνας. Το μέγεθος αυτών των επιπτώσεων ήταν σε γενικές γραμμές σύμφωνο με τις προβλέψεις των μοντέλων επιλογής χαρτοφυλακίου και εκτιμάται ότι κατά την περίοδο πριν από την κρίση, η QE μπορεί να έχει αυξηθεί στις τιμές των μετοχών κατά περίπου 20%. Οι γενικές τάξεις μεγέθους των εκτιμώμενων επιπτώσεων στις τιμές των μακροπρόθεσμων επιτοκίων από αυτές τις μελέτες των ΗΠΑ και του Ηνωμένου Βασιλείου είναι σύμφωνες με τον Kozicki (2011), οι οποίες εξετάζουν την εμπειρική σχέση μεταξύ των μακροπρόθεσμων προθεσμιακών επιτοκίων και του μεγέθους των ισολογισμών

---

<sup>23</sup> Έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου είναι κρατικά βραχυπρόθεσμα γραμμάτια (χρεόγραφα) με εκδότη το Δημόσιο και διάρκεια 3, 6 ή 12 μήνες (στην Ελλάδα). Είναι τα χρεόγραφα με τον μικρότερο κίνδυνο σε σχέση με όλα τα άλλα προϊόντα στις χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές, επειδή είναι κρατικά χρεόγραφα και άρα έχουν μικρή έως μηδενική πιθανότητα πτώχευσης ή μη εκπλήρωσης των συμβατικών υποχρεώσεων του εκδότη. Γενικά, δεν δίνουν τοκομερίδια (zero-coupon bond) αλλά η τιμή πώλησης είναι μικρότερη από την ονομαστική αξία που θα εισπράξει ο κάτοχος στην λήξη τους. Η διαφορά μεταξύ τιμής πώλησης και ονομαστικής αξίας είναι και η απόδοση που θα εισπράξει ο επενδυτής στην λήξη.

των κεντρικών τραπεζών, χρησιμοποιώντας δεδομένα προγενέστερα της κρίσης.

Οι περισσότερες από τις εμπειρικές μελέτες για τις αγορές περιουσιακών στοιχείων της κεντρικής τράπεζας έχουν χρησιμοποιηθεί ως βασικό μέρος της ανάλυσής τους. Ένα από τα κρίσιμα ζητήματα στη διεξαγωγή των μελετών είναι η επιλογή του μεγέθους που χρησιμοποιείται για τη μέτρηση της αντίδρασης των οικονομικών τιμών.

Υπάρχει ο κίνδυνος ότι με την πλήρη αντίδραση της αγοράς, οι άλλοι παράγοντες μπορεί να οδηγήσουν στην παρατηρούμενη απόκριση. Ως παράδειγμα αυτού, ο Joyce (2011) τονίζει ότι η επιλογή μίας ημέρας (και όχι δύο ημερών) μπορεί να μετρηθεί ως αντίκτυπος των ανακοινώσεων του Ηνωμένου Βασιλείου της QE. Οι Joyce και Tong (2012) εξέτασαν το κατάλληλο μήκος με βάση μια λεπτομερή αφήγηση των γεγονότων μετά από κάθε μία από τις ανακοινώσεις του Ηνωμένου Βασιλείου. Το συμπέρασμά τους είναι ότι η επίχρυσο αγορά κατέβαλε πολύ χρόνο για να ενσωματώσει τις ειδήσεις σε ανακοινώσεις σχετικά με την QE, με τη λήψη δύο ημερών για να ενσωματωθεί πλήρως στις αποδόσεις.

Αν και οι ακριβείς εκτιμήσεις διαφέρουν μεταξύ τους, υπάρχει μια ευρεία συναίνεση στη βιβλιογραφία ότι οι αγορές περιουσιακών στοιχείων των κεντρικών τραπεζών είχαν σημαντικές οικονομικές επιπτώσεις, τουλάχιστον στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων. Η πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών των αγορών της κεντρικής τράπεζας των περιουσιακών στοιχείων έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι επηρεάζουν κυρίως τις αποδόσεις των ομολόγων και άλλων τιμών των περιουσιακών στοιχείων, επειδή μειώνουν το χρόνο ή τον κίνδυνο μέσω των αποτελεσμάτων της ισορροπίας του χαρτοφυλακίου. Η ισορροπία του χαρτοφυλακίου επηρεάζει μέσω σπανιότητας ή τοπικής προσφοράς και των αποτελεσμάτων μέσα από τον κίνδυνο διάρκειας.

Τα αποδεικτικά στοιχεία για την επιμονή των επιπτώσεων των αγορών των περιουσιακών στοιχείων παρουσιάζεται από τον Wright (2011). Στη μελέτη του, προσπαθεί να μετρήσει τις επιπτώσεις της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ στις οικονομικές μεταβλητές κατά τη διάρκεια της κρίσης,

χρησιμοποιώντας ένα διαρθρωτικό φορέα. Το κύριο αποτέλεσμα της ανάλυσης είναι ότι αν και η αντισυμβατική πολιτική έχει σημαντικές επιπτώσεις στις οικονομικές μεταβλητές, πέραν του Treasury απόδοσης, όμως, η ανάλυση του Wright δεν του επέτρεπε να πει κατά πόσον αυτές οι ενέργειες ήταν βραχύβιες, διότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές αρχικά αντέδρασαν υπερβολικά επειδή αντισταθμίζονται από άλλους παράγοντες (π.χ. βελτίωση των μακροοικονομικών προοπτικών). Οι Joyce και Tong (2012) επιχειρούν να εξετάσουν το ζήτημα αυτό με την παλινδρόμηση, επίχρυσων αποδόσεων στις αγορές QE της Τράπεζας και μια σειρά από μεταβλητές ελέγχου, κρίνοντας ότι η καταθλιπτική επίδραση των αγορών στις αποδόσεις είναι αρκετά ανθεκτικές από άλλους δημοσιονομικούς παράγοντες.

### **5.3 Ο αντίκτυπος για την Ευρύτερη Μακροοικονομία**

Η ποσοτικοποίηση στις ευρύτερες μακροοικονομικές επιπτώσεις των μη συμβατικών νομισματικών πολιτικών είναι ιδιαίτερα προκλητική. Οι επιπτώσεις οδηγούν στην έξοδο και τον πληθωρισμό, η ανάλυση της περίπτωσης αυτής δεν είναι η κατάλληλη και η ανάλυση συνήθως βασίζεται στην κατασκευή ενός μοντέλου, που βασίζεται σε μη-πολιτική και αντιπαραδείγματα, η οποία προφανώς δυσχεραίνεται από τις ασυνήθιστες περιστάσεις της οικονομικής κρίσης. Επιπλέον, το γεγονός ότι υπάρχει μικρό ιστορικό προηγούμενο για αυτές τις πολιτικές σε σχέση με τη συμβατική νομισματική ή δημοσιονομική πολιτική σημαίνει ότι τα αποτελέσματα από αυτό το είδος της αντίστροφης άσκησης πρέπει να είναι σε μεγάλο βαθμό.

Άρθρα των Fahr (2010), Giannone (2011) και Peersman (2011) έχουν επικροτήσει ότι οι ενέργειες της ΕΚΤ ήταν αποτελεσματικές στη στήριξη της οικονομίας της ζώνης του ευρώ. Το άρθρο του Giannone (2012), εξετάζει τον αντίκτυπο των μη συμβατικών μέτρων πολιτικής που έχουν ληφθεί από την ΕΚΤ, χρησιμοποιώντας ένα νέο σύνολο δεδομένων στους ισολογισμούς των τραπεζών που έχουν καταγράψει, μεταξύ άλλων, τους όγκους του διατραπεζικού δανεισμού και των δανείων του Ευρωσυστήματος προς τις



τράπεζες. Χρησιμοποιώντας ένα μεγάλο Bayesian VAR<sup>24</sup> που περιέχει μακρο και οικονομικές μεταβλητές, οι συγγραφείς παράγουν προβλέψεις για τη χορήγηση δανείων προς τις τράπεζες κατά την περίοδο κρίσης, υπό την προϋπόθεση τα αποτελέσματα της βιομηχανικής παραγωγής και της ανεργίας, βρίσκοντας ότι ο δανεισμός της ΕΚΤ προς τον τραπεζικό τομέα ήταν πολύ υψηλότερος από ό, τι αναμενόταν διαφορετικά. Λαμβάνοντας αυτόν τον πρόσθετο δανεισμό ως μέτρο της πολιτικής παρέμβασης της ΕΚΤ, που χρησιμοποιεί ένα μοντέλο για να εξετάσει τον αντίκτυπο της πολιτικής στην οικονομία της ευρωζώνης, θεωρούν θετικά τα αποτελέσματα, καθώς η βιομηχανική παραγωγή της ευρωζώνης είναι 2% υψηλότερα από ό, τι θα ήταν διαφορετικά και τα ποσοστά ανεργίας 0,6 ποσοστιαίες μονάδες χαμηλότερα.

Κατ' αρχάς, δεν είναι σωστό να επικεντρωθεί μόνο στις ίδιες τιμές ως στόχο την πολιτική, διότι η QE λειτουργεί μέσω διαφόρων διαύλων που επηρεάζουν συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία με διαφορετικό τρόπο. Έχουν βρεθεί αποδείξεις για ένα κανάλι σηματοδότησης, με μοναδική ζήτηση για μακροχρόνια ασφαλή περιουσιακά στοιχεία, και ένα κανάλι για τον πληθωρισμό τόσο QE1 και QE2, και ένα MBS<sup>25</sup> κανάλι προπληρωμής και ένα προεπιλεγμένο κανάλι ομολόγων εταιρικού κινδύνου για QE1. Δεύτερον, οι επιπτώσεις σε συγκεκριμένα στοιχεία του ενεργητικού εξαρτώνται αποκλειστικά από τα περιουσιακά στοιχεία που αγοράζονται.

Η μελέτη δείχνει ότι:

- i. οι αγορές των στεγαστικών δανείων-backed securities στο QE1 είναι ζωτικής σημασίας για τη μείωση, υποθήκη απόδοσης της ασφάλειας, καθώς και για τον εταιρικό πιστωτικό κίνδυνο και συνεπώς για τις αποδόσεις των ομολόγων για QE1, και

---

<sup>24</sup> Η αξία σε κίνδυνο (Value at risk ή VaR) είναι μια μέτρηση (ή αριθμός) που δηλώνει πώς η αξία στην αγορά ενός περιουσιακού στοιχείου ή χαρτοφυλακίου περιουσιακών στοιχείων είναι πιθανόν να μειωθεί στη διάρκεια μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου (συνήθως 1 ή 10 ημερών) υπό συγκεκριμένες συνθήκες.

<sup>25</sup> Ενυπόθηκα Χρεόγραφα (MBS) είναι ένα είδος ασφάλειας που προέρχεται από την τιτλοποίηση που είναι εξασφαλισμένη με υποθήκη ή με τη συλλογή των ενυπόθηκων δανείων.

- ii. τα ομόλογα μόνο για αγορές σε QE2 έχουν δυσανάλογες επιπτώσεις για τα δημόσια ταμεία και οργανισμούς σε σχέση με τους ενυπόθηκους τίτλους των επιχειρήσεων, με τις αποδόσεις να υπάγονται κυρίως μέσω της πρόβλεψης της αγοράς των χαμηλότερων μελλοντικών επιτοκίων των ομοσπονδιακών κεφαλαίων.

**ΕΠΙΛΟΓΟΣ**

Ανακεφαλαιώνοντας, στην παρούσα εργασία δόθηκε βαρύτητα, αρχικά στην στρατηγική της νομισματικής πολιτικής, η οποία βοηθά στον καθορισμό του επιπέδου των επιτοκίων στην αγορά χρήματος που έχει ως αποτέλεσμα τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Μέσω του σκοπού της ΕΚΤ ενημερώνεται το ελληνικό κοινό για τη νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ. Ακόμη, έχει αναφερθεί ο τρόπος με τον οποίο συνδέεται η ΕΚΤ με την νομισματική πολιτική. Το ΕΣΚΤ διατηρεί τη σταθερότητα των τιμών, όπου αυτό έχει ως αποτέλεσμα η ΕΚΤ να βασίζει τις αποφάσεις της σε μια νομισματική πολιτική που θα εφαρμόζεται χρησιμοποιώντας συμβατικά και μη συμβατικά μέτρα. Παράλληλα, η ΕΚΤ είναι αρμόδια για τη διαχείριση του ευρώ και τη χάραξη και εφαρμογή της οικονομικής και νομισματικής πολιτικής της ΕΕ. Η νομισματική πολιτική στοχεύει στον χαμηλό και σταθερό πληθωρισμό, σε αντίθεση με τις κεντρικές τράπεζες που στοχεύουν στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Επιπλέον, διαπιστώνουμε ότι σημαντικό ρόλο παίζουν και τα μέσα άσκησης της νομισματικής πολιτικής τα οποία χωρίζονται σε συμβατικά και μη συμβατικά μέτρα, όπως προαναφέραμε. Τα συμβατικά μέτρα κατανέμουν τους πόρους σε μια ανοιχτή αγορά, διασφαλίζουν την ίση μεταχείριση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στη ζώνη του ευρώ και παρέχουν προστασία στην εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής. Τα μη συμβατικά μέτρα κρίνονται αναγκαία όταν τα συμβατικά μέτρα δεν είναι ικανά, προσπαθώντας να επηρεάσουν την αγορά και τον τραπεζικό τομέα, ακόμα και με τη χρήση αρνητικών επιτοκίων.

Η Ποσοτική Χαλάρωση είναι ένα από τα μη-συμβατικά μέτρα άσκησης της νομισματικής πολιτικής η οποία χρησιμοποιείται για την ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας. Επίσης, είναι βραχυπρόθεσμης διάρκειας. Ως στόχο έχει την αντιμετώπιση των διαρκώς οξυνόμενων προβλημάτων, κρατώντας το επιτόκιο σε χαμηλά επίπεδα. Μια κεντρική τράπεζα αγοράζει χρηματοπιστωτικά στοιχεία του ενεργητικού σε συγκεκριμένη ποσότητα, ώστε

να εισέλθει στην οικονομία η ανάλογη ποσότητα χρήματος. Η QE επιχειρεί να δημιουργήσει κίνητρα για τη μεγέθυνσή της με στόχο τη συνεχή αύξηση του γενικού επιπέδου των τιμών σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

Έπειτα, είναι πολλοί οι αναλυτές που δημιουργούν αντιρρήσεις πάνω στη συζήτηση για τα μη συμβατικά νομισματικά μέσα σχετικά με την ορολογία και η συνηθέστερη διαφωνία αυτών επικεντρώνεται στις δύο βασικές δραστηριότητες QE και CE. Κάθε χώρα διαφοροποιεί την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής. Άλλες χώρες χρησιμοποιούν την QE και άλλες την CE. Μελέτες έχουν δείξει ότι η QE είναι για την αγορά κυβερνητικών χρεογράφων, ενώ η CE για την αγορά κυρίως ιδιωτικών χρεογράφων.

Επιπρόσθετα, στα προγράμματα αγοράς περιουσιακών στοιχείων κατανοείται ότι, το SMP βοηθά στην άμεση παρέμβαση στη δευτερογενή αγορά των ομολόγων για την απόκτηση κρατικών ομολόγων των κρατών-μελών για να διατηρείται σταθερή η προσφορά του χρήματος. Το OMT διαφέρει από το SMP γιατί αποτελούν ασφαλιστικό μηχανισμό, απεριόριστης θεωρητικά ισχύος. Με την χρησιμοποίηση του OMT οι χρηματοοικονομικές αγορές στην ευρωζώνη ήταν χαλαρές και ο κατακερματισμός υποχωρούσε. Έτσι, το πρόγραμμα αυτό αποδείχτηκε αποτελεσματικό στην εξουδετέρωση της καταστροφικής αναταραχής στην αγορά. Στο ίδιο διάστημα πραγματοποιήθηκε και το πρόγραμμα CBPP, το οποίο βοήθησε στην πιο μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση των τραπεζών. Το τέταρτο πρόγραμμα PSPP ήταν η συνέχεια του CBPP, στοχεύοντας στην επίτευξη της ουδετερότητας στην αγορά, ώστε να αποφευχθεί η παρεμπόδιση του μηχανισμού διαμόρφωσης των τιμών της αγοράς.

Τέλος, συμπεραίνεται ότι τα ομόλογα είναι σημαντικά προϊόντα της κεφαλαιαγοράς διότι ένας επενδυτής μπορεί να κερδίσει σταθερές αποδόσεις με σχετικά μικρό ή μηδενικό κίνδυνο απώλειας του αρχικού κεφαλαίου, αλλά ταυτόχρονα δίνουν και τη δυνατότητα πολύ υψηλών αποδόσεων για αυτούς που είναι διατεθειμένοι να κερδοσκοπήσουν πάνω στη μεταβολή των επιτοκίων. Στις χρηματοοικονομικές αγορές, σημειώθηκε πτώση στις αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων και τα αποτελέσματα ήταν μέτρια, σχετικά με τη

συναλλαγματική ισοτιμία της στερλίνας. Αν και δεν υπάρχει ακριβής εκτίμηση, υπάρχει μια ευρεία συναίνεση στη βιβλιογραφία ότι οι αγορές των περιουσιακών στοιχείων των κεντρικών τραπεζών είχαν σημαντικές οικονομικές επιπτώσεις, τουλάχιστον στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων. Ενώ στην ευρύτερη οικονομία, διαπιστώνεται ότι η αντισυμβατική πράξη νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο απέτρεψε σημαντικούς κινδύνους τόσο του αποπληθωρισμού όσο και της κατάρρευσης εξόδου.

**ΠΗΓΕΣ**

**ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

**Ελληνική**

Αλεξάκης Παναγιώτης (2015) “Οι καινοτομίες στη νομισματική πολιτική στην ευρωζώνη από το 2007 έως σήμερα”, Διατριβή

Δέλλιου Νικολέττα (2013) “Ο ρόλος του Ευρωσυστήματος Κεντρικών Τραπεζών κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης”, Διατριβή

Κέκου Ρ. & Μήτσου Ο. (2014) “Άσκηση της Νομισματικής Πολιτικής από την Ευρωπαϊκή κεντρική τράπεζα”, Διατριβή

Κιόχος Π. & Παπανικολάου Γ. (2011) “Χρήμα-Πίστη-Τράπεζες” Κιόχου τομ.Α, Βιβλίο

Νταλούκα Μ. (2011) “ΕΚΤ & FED: Ο ρόλος και οι ενέργειες τους στη τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση”, Διατριβή

**Αγγλική**

Bernanke, Ben S., 2009, “The Crisis and the Policy Response, the Stamp Lecture at the London School of Economics”, January 13, 2009.

Bernanke, B.S. and V.R. Reinhart (2004), “Conducting Monetary Policy at Very Low Short-term Interest Rates,” American Economic Review, Vol.94, No.2, pp.85-90.

Bernanke, B.S. (2003), “Some Thought on Monetary Policy in Japan,” Address to the Japan Society of Monetary Economics.

Brett W. Fawley and Christopher J. Neely (2013), “Four Stories of Quantitative Easing”, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review

Buiter, Willem, (2008), “Quantitative Easing and Qualitative Easing: a Terminological and Taxonomic Proposal”.

Cœuré, B. (2013). The ECB and its OMT programme. Berlin: Center for economic Policy Research.

D’Amico, S., English, W., Lopez-Salido, J.D. and Nelson, E. (2012). “The Federal Reserve’s large-scale asset purchase programs: rationale and effects”, Economic Journal, vol. 122(564), pp.F415–46.

David Miles (2012), “Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – an Introduction”, *The Economic Journal*

Eggertsson, G. and M. Woodford (2003), “The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:2003, pp.139-211.

Fahr, S., Motto, R., Rostagno, M., Smets, F. and Tristani, O. (2010). “Lessons for monetary policy strategies from the recent past”, *ECB Working Paper Series No. 1336*.

Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J. and Sack, B. (2011). “The financial market effects of the Federal Reserve’s large-scale asset purchases”, *International Journal of Central Banking*, vol. 7(10) 2011, pp. 3–43

Hiroshi Ugai (2006), “Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses”

Joyce, M.A.S. and Tong, M. (2012). “QE and the gilt market: a disaggregated analysis”, *Economic Journal*, vol. 122(564), pp. F348–84.

King, M. (2002). “No Money, No Inflation: The Role of Money in the Economy,” *Bank of England Quarterly Bulletin*, Summer, pp.162-177.

Meier, A. (2009). “Panacea, curse, or nonevent: unconventional monetary policy in the United Kingdom”, *IMF Working Paper No. 09/163*.

Joyce M., Miles D., Scott A. and Vayanos D. (2012), *Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy - An Introduction*

Neely, C. (2012). “The large-scale asset purchases had large international effects”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper No. 2010-018A*

Peersman, G. (2011). “The macroeconomic effects of unconventional monetary policy in the euro area”, *ECB Working Paper Series No. 1397*.

Shigenori Shiratsuka (2009), “Size and Composition of the Central Bank Balance Sheet: Revisiting Japan’s Experience of the Quantitative Easing Policy”, *Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan*

Trichet, J.-C. (2009). “The ECB’s enhanced credit support”, keynote address at the University of Munich

Woodford, M. (2003), “Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy”, chapter 2, *Princeton University Press (Princeton, NJ)*.

Wright, J. (2012). "What does monetary policy do at the zero lower bound?",  
Economic Journal, vol. 122(564), pp. F447–66.

### **Ιστοσελίδες**

[www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)

[www.bankofgreece.gr/Pages/el/MonetaryPolicyEurosysteem/assetpurchaseprog.aspx](http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/MonetaryPolicyEurosysteem/assetpurchaseprog.aspx)

[www.bankofgreece.gr/Pages/el/MonetaryPolicyEurosysteem/monetary.aspx](http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/MonetaryPolicyEurosysteem/monetary.aspx)

[www.bankofgreece.gr/Pages/el/MonetaryPolicyEurosysteem/means/default.aspx](http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/MonetaryPolicyEurosysteem/means/default.aspx)

[www.bankofgreece.gr/Pages/el/MonetaryPolicyEurosysteem/default.aspx](http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/MonetaryPolicyEurosysteem/default.aspx)

[www.blogs.ft.com/maverecon/2008/12/quantitative-easing-and-qualitative-easing-aterminological-and-taxonomic-proposal/](http://www.blogs.ft.com/maverecon/2008/12/quantitative-easing-and-qualitative-easing-aterminological-and-taxonomic-proposal/)

[www.cnn.gr/oikonomia/story/36590/h-ekt-tha-kanei-xana-apodekta-ta-ellinika-omologa](http://www.cnn.gr/oikonomia/story/36590/h-ekt-tha-kanei-xana-apodekta-ta-ellinika-omologa)

[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

[www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/tagiel\\_bel.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/tagiel_bel.pdf)

[www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html)

[www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/pspp.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/pspp.en.html)

[www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex\\_32017d0001\\_el\\_txt.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex_32017d0001_el_txt.pdf)

[eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/ALL/?uri=CELEX:32015D0048](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/ALL/?uri=CELEX:32015D0048)

[www.euretirio.com](http://www.euretirio.com)

[www.euretirio.com/arbitrage/](http://www.euretirio.com/arbitrage/)

[www.euretirio.com/programma-agoron-titlon/](http://www.euretirio.com/programma-agoron-titlon/)

[www.europarl.europa.eu/atyourservice/el/displayFtu.html?ftuId=FTU\\_4.1.3.html](http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/el/displayFtu.html?ftuId=FTU_4.1.3.html)

[www.eurocapital.gr/index.php/permalink/62078.html](http://www.eurocapital.gr/index.php/permalink/62078.html)

[europa.eu/about-eu/institutions-bodies/ecb/index\\_el.htm](http://europa.eu/about-eu/institutions-bodies/ecb/index_el.htm)



[www.euretiro.com/plithorismos/](http://www.euretiro.com/plithorismos/)

[www.federalreserve.gov/faqs/what-were-the-federal-reserves-large-scale-asset-purchases.htm](http://www.federalreserve.gov/faqs/what-were-the-federal-reserves-large-scale-asset-purchases.htm)

[www.kathimerini.gr/759148/article/oikonomia/die8nhs-oikonomia](http://www.kathimerini.gr/759148/article/oikonomia/die8nhs-oikonomia)

[www.lexilogia.gr/forum/showthread.php?9903-Γλωσσάρι-της-Ευρωπαϊκής-Κεντρικής-Τράπεζας-EL-EN](http://www.lexilogia.gr/forum/showthread.php?9903-Γλωσσάρι-της-Ευρωπαϊκής-Κεντρικής-Τράπεζας-EL-EN)

[pandemos.panteion.gr/index.php?op=record&pid=iid:5186&lang=el](http://pandemos.panteion.gr/index.php?op=record&pid=iid:5186&lang=el)

[www.tovima.gr/finance/article/?aid=648388](http://www.tovima.gr/finance/article/?aid=648388)

<http://www.cnbc.com/2014/07/24/ecb-announces-data-theft.html>