

Η ΕΚΤ για την Ελλάδα: Πότε ανεξάρτητη και πότε συντηρητική;

Νίκος Κουτσιαράς & Ζήσης Μανούζας

Εθνικό και Καποδιστριακό Πανεπιστήμιο Αθηνών

Copyright © 2016
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΚΑΙ ΕΞΩΤΕΡΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ (ΕΛΙΑΜΕΠ)
Βασ. Σοφίας 49, 106 76 Αθήνα
Τηλ.: (+30) 210 7257110, Fax: (+30) 210 7257114,
E-mail: eliamep@eliamep.gr, info@crisisobs.gr
url: www.eliamep.gr, www.crisisobs.gr
Με την επιφύλαξη παντός δικαιώματος

Ερευνητικό Κείμενο Νο 20/2016

Η ΕΚΤ για την Ελλάδα: Πότε ανεξάρτητη και πότε συντηρητική;

Νίκος Κουτσιαράς & Ζήσης Μανούζας
Εθνικό και Καποδιστριακό Πανεπιστήμιο Αθηνών

Το ΕΛΙΑΜΕΠ δεν υιοθετεί ως ίδρυμα πολιτικές θέσεις. Καταβάλλει μάλιστα προσπάθεια να παρουσιάζονται στα πλαίσια των εκδηλώσεων του και στο μέτρο του δυνατού όλες οι υπάρχουσες απόψεις. Υπό το πρίσμα αυτό, οι αναλύσεις και οι γνώμες που δημοσιεύονται στις σειρές του θα πρέπει να αποδίδονται αποκλειστικά στους συγγραφείς και να μην θεωρούνται ότι αντιπροσωπεύουν απαραίτητα τις απόψεις του ιδρύματος, του διοικητικού συμβουλίου του, της διεύθυνσης ή των κατά περίπτωση και καθ' οιονδήποτε τρόπο συνεργαζομένων φορέων.

Η ΕΚΤ για την Ελλάδα: Πότε ανεξάρτητη και πότε συντηρητική;

Νίκος Κουτσιαράς

Ο Νίκος Κουτσιαράς διδάσκει πολιτική οικονομία και δημόσιες πολιτικές της Ευρωπαϊκής Ένωσης στο Τμήμα Πολιτικής Επιστήμης και Δημόσιας Διοίκησης του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών.

Ζήσης Μανούζας

Ο Ζήσης Μανούζας είναι υποψήφιος διδάκτορας στο Τμήμα Πολιτικής Επιστήμης και Δημόσιας Διοίκησης του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών.

Μάρτιος 2016

Η ΕΚΤ για την Ελλάδα:

Πότε ανεξάρτητη και πότε συντηρητική;

Περίληψη

Στην διάρκεια της πρώτης και φαινομενικώς ανέφελης δεκαετίας της ΟΝΕ, η ΕΚΤ εκ των πραγμάτων (και δια των πολιτικών επιτοκίου και ενεχύρων) ενθαρρύνει τον υπέρμετρο δανεισμό της Ελλάδας και, επομένως, ευνοεί μάλλον, παρά αποτρέπει την επιδείνωση των δίδυμων ελληνικών ελλειμμάτων. Ακριβολογώντας, η ΕΚΤ διευκολύνει μάλλον, παρά αποθαρρύνει την απερίσκεπτη και αμέριμη εγχώρια πολιτική οικονομία – διευκολύνει, με άλλα λόγια, την παραμέληση της δομικής και μακροοικονομικής προσαρμογής της χώρας. Όταν εκδηλώνεται η κρίση, η ΕΚΤ αντιτίθεται σφοδρώς στην έγκαιρη αναδιάρθρωση του ελληνικού δημόσιου χρέους, σε πείσμα των αναμφίλεκτων, σχεδόν, εμπειρικών δεδομένων και προς χάριν της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στην ευρωζώνη (και, ειδικότερα, προς όφελος των τραπεζών που κατέχουν ελληνικά ομόλογα). Αντί της έγκαιρης αναδιάρθρωσης του χρέους, η ΕΚΤ υποστηρίζει τον επίσημο δανεισμό της ελληνικής κυβέρνησης και, επίσης, χορηγεί ρευστότητα στις ελληνικές τράπεζες, αποδεχόμενη, κατ' εξαίρεση, ως ενέχυρα τα υποβαθμισμένα ομόλογα της ελληνικής κυβέρνησης – μέρος των οποίων αγοράζει στο πλαίσιο του (έκτακτου) προγράμματος αγοράς τίτλων, χωρίς να υποστεί ζημίες όταν, μεταγενέστερα (2012) και, ίσως πολύ αργά, επιχειρείται η αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους προς τον ιδιωτικό τομέα. Ως αντιστάθμισμα σε αυτά, η ΕΚΤ πιέζει, μέσω της συμμετοχής της στην τρόικα, για την ταχεία (και αυτοαναιρούμενη, βεβαίως) δημοσιονομική εξυγίανση και την θεσμική οικονομική απορρύθμιση. Καθοριστική αποδεικνύεται, όμως, η (αμφιλεγόμενη πάντως) στάση της ΕΚΤ αναφορικώς με την παροχή έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα από την Τράπεζα της Ελλάδος προς τις εμπορικές τράπεζες, επηρεάζοντας και, εν πολλοίς, προδιαγράφοντας την έκβαση της διαπραγμάτευσης της ελληνικής κυβέρνησης με τους πιστωτές της τον Ιούλιο του 2015. Η συμπεριφορά της ΕΚΤ αποτελεί μοιραία έκφραση της θέσης και του ρόλου της ως κεντρικής τράπεζας μίας νομισματικής ένωσης (ανομοιογενών οικονομιών) που αποστρέφεται τις μεταβιβάσεις. Η συμπεριφορά της ΕΚΤ, τέλος, μοιάζει να προσαρμόζεται στο πλαίσιο μίας ανταλλακτικής σχέσης μεταξύ ανεξαρτησίας και συντηρητικής (αντιπληθωριστικής) επιμονής – θέτοντας υπό αμφισβήτηση την συμβατική αντίληψη περί θετικής αλληλεξάρτησής τους.

Λέξεις Κλειδιά

Ανεξαρτησία, αντιπληθωρισμός, ΕΚΤ, μεταβιβάσεις.

Περιεχόμενα

I. Η ελληνική κρίση: Μία εξήγηση	6
II. Είναι η ΕΚΤ μέρος του προβλήματος;	10
III. Η ΕΚΤ στην ελληνική κρίση.....	13
IV. Επίλογος: Η πολιτική οικονομία της νομισματικής πολιτικής σε μία νομισματική ένωση χωρίς μεταβιβάσεις	28
Βιβλιογραφία.....	31
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	36
Α. Χρονολόγιο των σημαντικότερων γεγονότων και αποφάσεων της ΕΚΤ.....	36
Β. Γραφήματα	41

I. Η ελληνική κρίση: Μία εξήγηση

Η ελληνική κρίση εκδηλώνεται με την απότομη διακοπή εισροής κεφαλαίων στην χώρα, όταν οι αγορές αμφισβητούν την ικανότητα της ελληνικής οικονομίας να αναχρηματοδοτεί το υπερβάλλον εξωτερικό χρέος της. Το τελευταίο αποτυπώνεται στα πολύ υψηλά (δίδυμα) ελλείμματα του δημοσιονομικού ισοζυγίου και του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (γράφημα 1).

Ήδη από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, ο ρυθμός μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας είναι σαφώς υψηλότερος από τον ρυθμό μεγέθυνσης των χωρών του πυρήνα της ευρωζώνης, ενώ το 2007 το πραγματικό ΑΕΠ παρουσιάζει αθροιστική αύξηση της τάξης του 65% με έτος βάσης το 1990 (γράφημα 2), (Manasse, 2015). Οι πολύ υψηλοί ρυθμοί μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας υποστηρίζονται από ανάλογης κλίμακας αύξηση της εγχώριας ζήτησης, την οποία σε μεγάλο βαθμό χρηματοδοτεί η άφθονη και χαμηλού κόστους εισροή δανειακών κεφαλαίων. Η απότομη διακοπή εισροής κεφαλαίων συνοδεύεται από κατακόρυφη πτώση του προϊόντος και εκτεταμένη αύξηση της ανεργίας, απόρροια της κρίσης ισολογισμών που πλήττει την χώρα (Koo, 2015). Επιπλέον, η ένταση και η διάρκεια των αρνητικών επιπτώσεων επιδεινώνονται από συγκεκριμένες επιλογές πολιτικής των πιστωτών της χώρας στο πλαίσιο διαχείρισης της κρίσης,¹ την δυσμενή διεθνή οικονομική συγκυρία και από παράγοντες που χαρακτηρίζουν την εγχώρια πολιτική οικονομία.

Η παραδοσιακή θεωρία του διεθνούς εμπορίου προβλέπει ότι, ως αποτέλεσμα της αύξησης των εμπορικών ροών κατά την λογική του συγκριτικού πλεονεκτήματος, οι σχετικές τιμές των προϊόντων τείνουν να εξισώνονται με αποτέλεσμα την διασυνοριακή εξίσωση της αγοραστικής δύναμης των καταναλωτών.² Οι υποθέσεις, ωστόσο, της παραδοσιακής θεωρίας του διεθνούς εμπορίου αποκλίνουν από τα πραγματικά δεδομένα, στερώντας, κατ' επέκταση, εμπειρική ισχύ από την θεωρητική πρόβλεψη εξίσωσης της αγοραστικής δύναμης. Επιχειρώντας να εξηγήσουν την εμπειρική αδυναμία της θεωρίας, ο Bela Balassa (1964) και ο Paul Samuelson (1964) υποδεικνύουν την διάκριση της οικονομικής δραστηριότητας μεταξύ εμπορεύσιμου και

¹ Για παράδειγμα, επιβολή όρων εκτεταμένης και εμπροσθοβαρούς δημοσιονομικής προσαρμογής, η οποία, ελλείψει νομισματικής και χρηματοπιστωτικής διευκόλυνσης, προκαλεί πολύ μεγαλύτερη ύφεση από αυτήν που προβλέπουν το Δ.Ν.Τ. και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ενώ επιπλέον, και ακριβώς λόγω της πολύ υψηλής ύφεσης, καταλήγει να είναι αυτοαναϊρούμενη, οδηγώντας σε αύξηση του δημόσιου χρέους και, κατ' επέκταση, των χρηματοδοτικών αναγκών της κυβέρνησης (Wren-Lewis, 2015b)

² Η ισοτιμία αγοραστικής δύναμης είναι προέκταση της θεωρίας της μίας τιμής και προβλέπει ότι υπό συνθήκες πλήρους οικονομικής ολοκλήρωσης και πλήρως ανταγωνιστικών αγορών, η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία ισούται με την μονάδα.

μη εμπορεύσιμου τομέα και υπενθυμίζουν τις διαφορές παραγωγικότητας μεταξύ αυτών. Εφόσον η παραγωγικότητα στον εμπορεύσιμο τομέα είναι σχετικώς υψηλότερη, τότε και οι μισθοί σε αυτόν τον τομέα είναι σχετικώς υψηλότεροι. Η επέκταση των υψηλών μισθών στον μη εμπορεύσιμο τομέα έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση των τιμών στα προϊόντα του τελευταίου. Δεδομένης της εξίσωσης των σχετικών τιμών μόνο στα εμπορεύσιμα προϊόντα, οι διαφορές στα επίπεδα τιμών μεταξύ των χωρών και, κατ' επέκταση, οι διαφορές ως προς τις πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες τους αντανακλούν διαφορές στα επίπεδα τιμών του μη εμπορεύσιμου τομέα. Επομένως, οι χώρες με υψηλότερη παραγωγικότητα και υψηλότερο εισόδημα εμφανίζουν υψηλότερα επίπεδα τιμών.

Στο πλαίσιο της ΟΝΕ, η διαδικασία ολοκλήρωσης μεταξύ οικονομιών με διαφορετικό επίπεδο εισοδήματος χαρακτηρίζεται από υψηλότερο ρυθμό αύξησης της παραγωγικότητας του εμπορεύσιμου τομέα στις χαμηλότερες οικονομίες. Έτσι, βάσει του αποτελέσματος *Balassa-Samuelson*, ο υψηλότερος ρυθμός αύξησης μισθών και τιμών για αυτές τις οικονομίες επεκτείνεται και στον μη εμπορεύσιμο τομέα, προκαλώντας σχετικώς υψηλότερο πληθωρισμό και ανατίμηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας έναντι των οικονομιών υψηλότερου εισοδήματος. Η διαδικασία αυτή οδηγεί σε σύγκλιση των οικονομιών της ευρωζώνης, έχοντας όμως ως συνέπεια την απόκλιση των ρυθμών πληθωρισμού μεταξύ των (υψηλότερου εισοδήματος) οικονομιών του πυρήνα και των (χαμηλότερου εισοδήματος) οικονομιών της περιφέρειας. Τα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών των τελευταίων συνιστούν θεωρητικώς προβλεπόμενη εκδήλωση της διαδικασίας ολοκλήρωσης και οικονομικής σύγκλισης.

Σε ό,τι αφορά την χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση, η εξάλειψη του συναλλαγματικού κινδύνου και η συρρίκνωση του κινδύνου υψηλού πληθωρισμού, απότοκος της προσήλωσης της κεντρικής τράπεζας στην σταθερότητα των τιμών και των περιορισμών στην άσκηση επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής, συνεπάγεται συμπίεση του ασφαλιστικού κινδύνου και, *ceteris paribus*, αντίστοιχη μείωση της απόδοσης των χρεογράφων. Ως εκ τούτου, λοιπόν, προσδοκάται η διασυνοριακή σύγκλιση στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων και η αναγωγή των διαφορετικών ρυθμών παραγωγικότητας σε κυρίαρχο κριτήριο των επενδυτικών αποφάσεων. Όπως και στην προηγούμενη ανάλυση, οι οικονομίες της περιφέρειας, με εν δυνάμει υψηλότερο ρυθμό παραγωγικότητας και προσδοκίες υψηλότερης κερδοφορίας, προσελκύουν αυξημένες εισροές δανειακών κεφαλαίων, με αποτέλεσμα τον υψηλότερο ρυθμό μεγέθυνσης, την άνοδο του πληθωρισμού και την σύγκλιση των επιπέδων εισοδήματός τους προς εκείνο των υψηλότερου εισοδήματος οικονομιών του πυρήνα.

Από τις παραπάνω θεωρητικές αναφορές συνάγεται το συμπέρασμα πως οι διαφορές στα επίπεδα πληθωρισμών μεταξύ των χωρών της περιφέρειας και του πυρήνα και, κατ' επέκταση, η εμφάνιση ελλειμμάτων στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών των πρώτων αποτελούν, τουλάχιστον σε πρώτη φάση, μέρος της πορείας σύγκλισης μεταξύ των οικονομιών. Στον βαθμό που η εισροή κεφαλαίων διοχετεύεται προς παραγωγικές επενδύσεις, οι οποίες δημιουργούν μελλοντικώς υψηλότερο εισόδημα, τότε

ικανοποιείται ο διαχρονικός εισοδηματικός περιορισμός των οικονομιών της περιφέρειας, καθιστώντας τα εξωτερικά ελλείμματα βραχύβια και το χρέος διατηρήσιμο.

Ωστόσο, όπως αποδεικνύεται και στην πράξη, η άφθονη και χαμηλού κόστους ροή δανειακών κεφαλαίων προς την περιφέρεια εδραιώνει και διευρύνει τις διαφορές ως προς τον πληθωρισμό, επιδεινώνει το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας και οδηγεί σε συσσώρευση μη διατηρήσιμων ελλειμμάτων στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών. Στην Ελλάδα, επιπλέον, καταγράφεται θεαματική αύξηση και στο δημοσιονομικό έλλειμμα. Ο λόγος που η εισροή δανειακών κεφαλαίων επιδεινώνει και, εν τέλει, καθιστά εύθραυστη την εξωτερική ισορροπία των οικονομιών της περιφέρειας εντοπίζεται στο λεγόμενο *σύνδρομο της ολλανδικής νόσου ή κατάρα των άφθονων χρηματοδοτικών πόρων*. Σύμφωνα με την συγκεκριμένη υπόθεση, η εισροή δανειακών κεφαλαίων μπορεί να οδηγήσει σε κρίση του ισοζυγίου πληρωμών, όταν τα δανειακά κεφάλαια διοχετεύονται κυρίως προς την χρηματοδότηση του μη εμπορεύσιμου τομέα της οικονομίας. Η άντληση πόρων από τον μη εμπορεύσιμο τομέα στερεί αυτούς τους πόρους από την παραγωγή εμπορεύσιμων προϊόντων, η οποία υπερτερεί σε παραγωγικότητα. Η διόγκωση του μη εμπορεύσιμου τομέα, ακριβώς λόγω της υστέρησης σε παραγωγικότητα, υπονομεύει την ικανότητα της οικονομίας να ανταποκρίνεται στον διαχρονικό εισοδηματικό περιορισμό της, να παράγει, με άλλα λόγια, ικανό πλεόνασμα προκειμένου να αναχρηματοδοτεί το εξωτερικό χρέος της. Υπενθυμίζεται πως βάσει του αποτελέσματος *Balassa-Samuelson*, η αύξηση στις τιμές των μη εμπορεύσιμων προϊόντων προκαλεί ανατίμηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας, η οποία μεταφράζεται σε διάβρωση της ανταγωνιστικότητας και αύξηση των ελλειμμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Η επίδραση αυτή, μάλιστα, είναι εντονότερη, προκειμένου για οικονομίες με υψηλό βαθμό ολοκλήρωσης, όπως εκείνες της ΟΝΕ (Sy, 2015). Η ανισοκατανομή των πόρων υπέρ του μη εμπορεύσιμου τομέα επιδεινώνεται, δεδομένου ότι η αύξηση στις τιμές των σχετικών προϊόντων εξυπηρετεί την χρήση τους ως ενεχύρων για άντληση νέας χρηματοδότησης. Αναλυτικότερα, η χρηματοδότηση διοχετεύεται προς μη εμπορεύσιμους τομείς χαμηλής παραγωγικότητας, καθώς αυτοί παράγουν, μεταξύ άλλων, υλικά προϊόντα τα οποία μπορούν ευκολότερα να χρησιμοποιηθούν ως υποθηκεύσιμα περιουσιακά στοιχεία, σε σύγκριση με τα αντίστοιχα προϊόντα του εμπορεύσιμου τομέα. Δημιουργείται, έτσι, ένας ανατροφοδοτούμενος κύκλος μεταξύ των τιμών στον μη εμπορεύσιμο τομέα και των διοχετευόμενων προς αυτόν δανειακών κεφαλαίων που αυξάνει την σχετική συμβολή του μη εμπορεύσιμου τομέα στον ρυθμό μεγέθυνσης, διογκώνει το εξωτερικό έλλειμμα και, επομένως, καθιστά πολύ ευάλωτη την οικονομία σε περίπτωση απότομης διακοπής της εισροής κεφαλαίων (Sy, 2015).

Στην περιφέρεια της ευρωζώνης, η ραγδαία αύξηση των εισροών δανειακών κεφαλαίων, το διογκούμενο μέγεθος του μη εμπορεύσιμου τομέα και η συσσώρευση ελλειμμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών – οι συνέπειες της διάβρωσης της ανταγωνιστικότητας – φαίνεται να εξηγούνται ικανοποιητικώς από αυτό το θεωρητικό επιχείρημα. Στην Ισπανία και την Ιρλανδία, ειδικότερα, οι χρηματοδοτικές ροές

διοχετεύονται κυρίως μέσω των εντόνως μοχλευμένων τραπεζών προς την οικοδομική δραστηριότητα. Στην Πορτογαλία και, πολύ περισσότερο, στην Ελλάδα το μεγαλύτερο μέρος των εισερχόμενων κεφαλαίων χρησιμοποιείται για την χρηματοδότηση δημοσιονομικών ελλειμμάτων.

Για την Ελλάδα, όπως προλέγεται, η εγχώρια ζήτηση, χρηματοδοτούμενη από εισροές δανειακών κεφαλαίων, συνιστά τον κινητήριο μοχλό μεγέθυνσης της οικονομίας. Οι τιμές και οι μισθοί στον μη εμπορεύσιμο τομέα αυξάνονται με ρυθμό πολύ υψηλότερο από αυτόν στις οικονομίες του πυρήνα, με αποτέλεσμα την αύξηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας, την σοβαρή απώλεια ανταγωνιστικότητας και την διόγκωση του ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (γραφήματα 3 και 4). Παράλληλα, η εξαγωγική δραστηριότητα εξασθενεί σημαντικά, ενώ σχεδόν μηδενικός είναι ο ρυθμός αύξησης της συνολικής παραγωγικότητας (Manasse, 2015). Το στοιχείο που καθιστά ιδιόζουσα την ελληνική κρίση, συγκριτικώς με τις υπόλοιπες χώρες της περιφέρειας της ευρωζώνης, είναι η διοχέτευση των δανειακών πόρων για την χρηματοδότηση ολόενα και διογκούμενων δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Η απουσία (δημοσιονομικής) πειθαρχίας – οι προκυκλικές επιδράσεις της οποίας είναι αδιαμφισβήτητες – συνεπάγεται την επιδείνωση του δημοσιονομικού ισοζυγίου. Η σχετική σημασία της, όμως, είναι σχεδόν αντίστοιχη της σχετικής σημασίας που έχει η αναχρηματοδότηση του χρέους, καθώς και της σχετικής σημασίας που έχει η επενδυτική δαπάνη του δημοσίου (δημοσιονομική απειθαρχία, αναχρηματοδότηση χρέους και επενδυτική δαπάνη επηρεάζουν κατά 1/3 έκαστη την δημοσιονομική επιδείνωση) (Hyppolite, 2016). Ας σημειωθεί, ειδικότερα, πως η υψηλή δημόσια επενδυτική (και καταναλωτική) δαπάνη συνυφάνεται με την, λόγω της αύξησης των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, μείωση της ιδιωτικής αποταμίευσης και συνιστά, επίσης, έκφραση της ισχυρής παρουσίας του κράτους σε μία οικονομία που ο ιδιωτικός τομέας κυριαρχείται από μικρές επιχειρήσεις, το κόστος χρηματοδότησης των οποίων, άλλωστε, είναι (πολύ) υψηλότερο του κόστους χρηματοδότησης της κυβέρνησης (Hyppolite, 2016). Η απουσία της θεσμικής μεταρρύθμισης, τόσο στις αγορές προϊόντων, όσο και στις αγορές εργασίας συνεπάγεται, βεβαίως, την διαιώνιση αυτής της κατάστασης της ελληνικής οικονομίας (για την σχέση μεταξύ εργασιακών θεσμών και μικρού μεγέθους των ελληνικών επιχειρήσεων, βλέπε Burtless, 2001).

Η προηγούμενη διατύπωση φέρει βεβαίως στο προσκήνιο το ζήτημα της εγχώριας πολιτικής οικονομίας, ιδίως του ρόλου και της ικανότητάς της να διαχειρίζεται αποτελεσματικώς την εισροή κεφαλαίων αποτρέποντας τον κίνδυνο της προσβολής από την ολλανδική νόσο. Η προσβολή της οικονομίας από το σύνδρομο της ολλανδικής νόσου δεν είναι άλλωστε αναπόφευκτη. Εξαρτάται, μεταξύ άλλων, από την ετοιμότητα και την διορατικότητα των διαμορφωτών οικονομικής πολιτικής να διοχετεύουν την ροή δανειακών κεφαλαίων προς τον εμπορεύσιμο τομέα, ενισχύοντας την παραγωγικότητα και διασφαλίζοντας την ομαλή αναχρηματοδότηση του εξωτερικού χρέους. Ομοίως, η προσδοκώμενη, εξαιτίας του αποτελέσματος *Balassa-Samuelson*, επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας, υπαγορεύει την (λελογισμένη) απορρύθμιση της αγοράς εργασίας (Koutsiaras, 2005, σελ. 61-62). Μολαταύτα, το κίνητρο εφαρμογής

μέτρων απορρύθμισης της αγοράς εργασίας ενδέχεται να εξασθενεί μετά την ένταξη στην νομισματική ένωση και την συνακόλουθη συρρίκνωση του κινδύνου πληθωριστικής μεροληψίας (Calmfors, 2001 και de Haan, 2010, σελ. 29). Υποστηρίζεται, επίσης, πως η εισροή κεφαλαίων αποδυναμώνει το κίνητρο των κυβερνήσεων για εφαρμογή διαρθρωτικών και πολιτικώς δαπανηρών μέτρων απορρύθμισης (Fernandez-Villaverde *et al.*, 2013).³ Σε κάθε περίπτωση, τόσο στην Ελλάδα, όσο και στις λοιπές ευάλωτες, όπως μέλλεται να αποδειχτεί, χώρες της περιφέρειας της ευρωζώνης, οι κυβερνήσεις επαναπαύονται στα θετικά οικονομικά αποτελέσματα που, προσωρινώς όπως αποδεικνύεται, προκαλεί η παροχή άφθονης εξωτερικής χρηματοδότησης, και τα οποία αποκρύπτουν τις δομικές αδυναμίες των οικονομιών τους. Εν κατακλείδι, οι διαφορές ως προς τον πληθωρισμό, οι ανατιμήσεις της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας και τα εξωτερικά ελλείμματα είναι θεωρητικώς προβλεπόμενες, και, εν πολλοίς, αναπόφευκτες στο πλαίσιο μίας νομισματικής ένωσης με έντονες εσωτερικές ανομοιογένειες. Η ένταση και η επιδείνωσή τους, όμως, και κατά τούτο η ανατίμηση και εν τέλει, η εκδήλωση του κινδύνου της απότομης διακοπής των εισροών κεφαλαίων, αντανακλούν την λειτουργία της εγχώριας πολιτικής οικονομίας, δηλαδή την εγγενή τάση προσήλωσης στο θεσμικό οικονομικό *status quo* (Fernandez and Rodrik, 1991).

II. Είναι η ΕΚΤ μέρος του προβλήματος;

Το ερώτημα βεβαίως αναφέρεται στην συμβατική νομισματική πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) και κατά τούτο αφορά σε δύο θέματα: πρώτον, στον καθορισμό του επιτοκίου κύριας αναχρηματοδότησης και δεύτερον, στο καθεστώς αποδοχής χρεογράφων ως ενεχύρων στο πλαίσιο διενέργειας των πράξεων ανοικτής αγοράς.

Πρώτον, η πολιτική επιτοκίου της ΕΚΤ συντείνει, μάλλον, στην πρόκληση της ελληνικής κρίσης, καθώς επιτείνει τις επιδράσεις του αποτελέσματος *Balassa-Samuelson* και του *συνδρόμου της ολλανδικής νόσου*, συμβάλλοντας στην δημιουργία φούσκας στην ελληνική οικονομία. Συγκεκριμένα, στο αρχικό στάδιο λειτουργίας της ΟΝΕ, το χαμηλό πραγματικό επιτόκιο, ως αποτέλεσμα του εγχώριου υψηλού πληθωρισμού και του χαμηλού ονομαστικού επιτοκίου της ΕΚΤ, ενθαρρύνει την ζήτηση πιστώσεων, την ανταπόκριση στην οποία διασφαλίζουν η άφθονη προσφορά πιστώσεων, απότοκος της χρηματοπιστωτικής απελευθέρωσης εντός της ευρωζώνης, καθώς και των διεθνώς ευνοϊκών συνθηκών ρευστότητας (γράφημα 5). Υπό συνθήκες εθνικής νομισματικής αυτονομίας, η ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα της χώρας αυξάνει το ονομαστικό επιτόκιο, προκειμένου να αναχαιτίσει τις εξαιτίας του δανεισμού αυξανόμενες

³ Είναι δυνατό, ωστόσο, να υποστηριχθεί πως η εισροή κεφαλαίων λειτουργεί προς την αντίθετη κατεύθυνση, καθώς αμβλύνει τις δυσμενείς επιδράσεις των μεταρρυθμίσεων και καθιστά σχετικώς ευκολότερο το μεταρρυθμιστικό εγχείρημα της κυβέρνησης.

πληθωριστικές πιέσεις. Ωστόσο, εντός της ευρωζώνης το επιτόκιο καθορίζεται από την ΕΚΤ με γνώμονα την σταθερότητα των τιμών στο σύνολο της νομισματικής περιοχής. Το ενιαίο ονομαστικό επιτόκιο για όλες τις χώρες μέλη του ευρώ σημαίνει αυτομάτως πως οι χώρες που έχουν σχετικώς υψηλότερο πληθωρισμό αντιμετωπίζουν σχετικώς χαμηλό πραγματικό κόστος δανεισμού, ενώ το αντίθετο ισχύει για τις χώρες του πυρήνα που έχουν σχετικώς χαμηλότερο πληθωρισμό (Sy, 2015). Συνέπεια του χαμηλού πραγματικού κόστους δανεισμού για την Ελλάδα είναι η αύξηση της ζήτησης πιστώσεων, η οποία σε αλληλεπίδραση με την αύξηση των τιμών στον μη εμπορεύσιμο τομέα, δημιουργεί έναν ανατροφοδοτούμενο κύκλο επιδείνωσης της ανταγωνιστικότητας και αύξησης του ελλείμματος στο εξωτερικό και το δημοσιονομικό ισοζύγιο, καθιστώντας την χώρα ευάλωτη σε απότομες διακοπές εξωτερικής αναχρηματοδότησης. Με άλλα λόγια, η αδυναμία ικανοποίησης των εθνικών προτιμήσεων νομισματικής πολιτικής – για τον ανεξάρτητο κεντρικό τραπεζίτη ανάγκες και προτιμήσεις ταυτίζονται σχεδόν απολύτως – σε συνδυασμό βεβαίως με την απουσία προσαρμογής της εγχώριας πολιτικής οικονομίας και την αποτυχία (λελογισμένης) απορρύθμισης της αγοράς εργασίας, επιτείνει σε ένταση και διάρκεια το αρχικό έλλειμμα ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας.

Ίσως, η επιτυχέστερη, δηλαδή η συμμετρικότερη εσωτερίκευση των εθνικών αποκλίσεων ως προς τις προτιμήσεις νομισματικής πολιτικής να είναι, πράγματι δυνατή (De Grauwe and Senegas, 2004). Η ΕΚΤ, όμως, δεν έχει αυτό το ενδιαφέρον, πιθανότατα λόγω των χρηματοοικονομικών πεποιθήσεών της. Δεν αποφεύγει, πάντως, την ασυνέπεια κατά την άσκηση της πολιτικής της, για την ακρίβεια εφαρμόζει την τελευταία με μη συμμετρικό τρόπο.

Οι πεποιθήσεις της ΕΚΤ αναφέρονται, πρωτίστως, στην αποτελεσματικότητα των αγορών χρηματοοικονομικών στοιχείων, απόρροια της οποίας είναι πως οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων απηχούν τα θεμελιώδη χρηματοοικονομικά δεδομένα και, επομένως, η δημιουργία χρηματοοικονομικής φούσκας είναι μάλλον αδύνατη (Gros and De Grauwe, 2009). Αυτές οι πεποιθήσεις υπαγορεύουν, πιθανότατα, την ουσιαστική υποβάθμιση του νομισματικού πυλώνα κατά την εφαρμογή της στρατηγικής (της) νομισματικής πολιτικής. Ας σημειωθεί πως μολονότι οι περισσότεροι ακαδημαϊκοί οικονομολόγοι υποστηρίζουν την κατάργηση του νομισματικού πυλώνα, διατυπώνονται επιχειρήματα υπέρ της διατήρησής του, μεταξύ άλλων, ως μέσου παρακολούθησης και εντοπισμού αποσταθεροποιητικών ανατιμήσεων στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων (Koutsiaras, 2005, σελ. 46). Πράγματι, η ΕΚΤ ανέχεται την υπέρβαση της τιμής αναφοράς (4,5%) του ετήσιου ρυθμού μεταβολής του M3 καθ' όλη την διάρκεια της προ κρίσεως περιόδου. Ειδικότερα, για την περίοδο 1999-2007, η πολιτική της ΕΚΤ μπορεί να χαρακτηρίζεται ως μετριοπαθώς χαλαρή, στον βαθμό που ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός στην ευρωζώνη είναι ελαφρώς υψηλότερος από 2% (2,1% για την ακρίβεια), ενώ ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής του χρήματος με την ευρεία

έννοια (M3) διαμορφώνεται στο 7,2% (Micossi, 2015), (γράφημα 6).⁴ Παραγκωνίζοντας τον νομισματικό πυλώνα, η ΕΚΤ πιθανότατα ευνοεί και ασφαλώς δεν αποτρέπει την ραγδαία αύξηση του ρυθμού πιστωτικής επέκτασης, που για τις χώρες της περιφέρειας προοιωνίζεται μεγάλη αύξηση του εξωτερικού χρέους τους. Σε αντίθεση με τις πεποιθήσεις των ιθυνόντων της ΕΚΤ (Issing, 2005 και ΕΚΤ, 2003), οι αγορές δεν θορυβούνται, δεν εκδηλώνουν ανησυχία για την αυξανόμενη απόκλιση των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών μεταξύ των χωρών του πυρήνα και της περιφέρειας, ιδίως για την αύξηση των ελλειμμάτων στις τελευταίες.

Η ΕΚΤ συμπεριφέρεται ασυνεπώς όταν πρόκειται για την αποτροπή του κινδύνου αποπληθωρισμού στις οικονομίες με χαμηλότερο πληθωρισμό σε σύγκριση με τον πληθωρισμό της ευρωζώνης. Ήδη από τα πρώτα χρόνια λειτουργίας της ΟΝΕ, στο πλαίσιο της συζήτησης για την επίδραση των επίμονων και υψηλών πληθωριστικών αποκλίσεων στον μηχανισμό διάδοσης της νομισματικής πολιτικής, την ΕΚΤ απασχολεί το ενδεχόμενο παγίδευσης των οικονομιών με χαμηλό πληθωρισμό σε χρόνιο καθεστώς αποπληθωρισμού. Για τον λόγο αυτό διευκρινίζει πως, αφ' ενός, στοχεύει σε πληθωρισμό χαμηλότερο αλλά πλησίον του 2% σε ετήσια βάση και, αφ' ετέρου, επιδιώκει την επίτευξη του στόχου στον μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, αφήνοντας να εννοηθεί πως είναι διατεθειμένη να ανεχθεί βραχυπρόθεσμα υψηλότερο του 2% πληθωρισμό.⁵ Δεν φαίνεται, εντούτοις, να επιδεικνύει την ίδια υποστηρικτική στάση για τις οικονομίες της περιφέρειας, όταν εν μέσω της εξάπλωσης των συνεπειών της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης και αργότερα της κρίσης στην ευρωζώνη, αυξάνει το βασικό επιτόκιο πολιτικής (2008 και 2011 αντιστοίχως), την ίδια στιγμή που ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης στην περιφέρεια υποχωρεί ραγδαίως (Micossi, 2015), (γράφημα 7). Επιγραμματικώς, η πολιτική επιτοκίου της ΕΚΤ ελέγχεται ως προς την υπερβάλλουσα αισιοδοξία της περί την αποτελεσματικότητα των αγορών, αλλά και ως προς την ασυμμετρία της, σε ό,τι αφορά την ανάσχεση των κινδύνων αποπληθωρισμού.

Δεύτερον, όσον αφορά στα κριτήρια επιλεξιμότητας των κυβερνητικών ομολόγων ως ενεχύρων, το καθεστώς του ευρωσυστήματος συμβάλλει στην προς τα κάτω σύγκλιση των αποδόσεων και, άρα, του αντιληπτού κινδύνου, όμως συχνά ερήμην των συναφών θεμελιωδών δεδομένων, όπως το ύψος του δημόσιου χρέους και η δυνατότητα

⁴ Το χρήμα με την ευρεία έννοια (M3) περιλαμβάνει την στενή έννοια του χρήματος (M1: ημερήσιες καταθέσεις και νόμισμα σε κυκλοφορία), την ενδιάμεση έννοια του χρήματος (M2=M1+καταθέσεις προθεσμίας έως δύο έτη και καταθέσεις εξοφλητέες με προειδοποίηση έως και τρεις μήνες) και τις συμφωνίες επαναγοράς, τις μετοχές/μονάδες χρηματαγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων και τα χρεόγραφα με ημερομηνία λήξης έως δύο έτη.

⁵ Ο προσδιορισμός της τιμής-στόχου για τον πληθωρισμό λίγο κάτω από 2% αμφισβητείται ως προς την ικανότητά του να αποτρέψει τις αποπληθωριστικές τάσεις (Koutsiaras, 2005). Επιπλέον, όσο χαμηλότερη είναι η τιμή αναφοράς, τόσο ταχύτερη πρέπει να είναι η αντίδραση της ΕΚΤ, προκειμένου να αποτρέψει το αποπληθωριστικό σπινάλ (Darvas, 2014). Είναι χαρακτηριστικό πως μετά την κρίση διατυπώνονται προτάσεις για αύξηση του πληθωρισμού-στόχου της ΕΚΤ (για παράδειγμα, στο επίπεδο του 4%, Blanchard, 2010)

επίτευξης πρωτογενών πλεονασμάτων. Η θεώρηση του συνόλου των κυβερνητικών ομολόγων, ακόμα και αυτών με ωρίμαση μεγαλύτερη των δέκα ετών και ανεξαρτήτως εθνικής προέλευσης, ως τίτλων χωρίς κίνδυνο, αποδυναμώνει την δημοσιονομική πειθαρχία και ενθαρρύνει τον κυβερνητικό δανεισμό – η εξέλιξη του ελληνικού δημοσιονομικού ισοζυγίου είναι απολύτως ενδεικτική από αυτήν την άποψη. Η ταξινόμηση στην υψηλότερη βαθμίδα ρευστότητας του συνόλου των κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης, από κοινού με τα χρεόγραφα που εκδίδει το ευρωσύστημα και φέρουν εξ ορισμού μηδενικό κίνδυνο⁶ (Buitter and Sibert, 2005), προσφέρει στους επενδυτές ένδειξη εξομοίωσης των εθνικών κινδύνων χρεοκοπίας και τούτο παρά την αποκλίνουσα πιστοληπτική αξιολόγηση των εθνικών κυβερνητικών τίτλων και την απόκλιση των υποκείμενων δημοσιονομικών και μακροοικονομικών μεγεθών. Εκ παραλλήλου, επιβάλλει, βεβαίως και εκ των πραγμάτων, μεγάλες περικοπές αποτίμησης (κούρεμα) στην αξία των τίτλων μακράς ωρίμασης, αποθαρρύνοντας την τοποθέτησή τους ως ενεχύρων από τους αντισυμβαλλόμενους. Αποτέλεσμα αυτού είναι η απόκρυψη των πραγματικών επιπέδων κινδύνου, καθώς στους βραχυπρόθεσμους τίτλους οι διαφορές είναι σχεδόν μηδαμινές. Από την πλευρά της, η ΕΚΤ υποστηρίζει πως λειτουργεί αποκλειστικώς βάσει των αξιολογήσεων της αγοράς και δεν μπορεί να επιβάλει μεγαλύτερες περικοπές αποτίμησης για όσες οικονομίες παραβιάζουν τους κανόνες του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, καθώς αυτό συνιστά υπέρβαση της εντολής της (Issing, 2005). Ωστόσο, αυτός ο ισχυρισμός παραβλέπει την *de facto* επίδραση της κεντρικής τράπεζας στις εκτιμήσεις των αγορών. Συνεπώς, η ταξινόμηση του συνόλου των κυβερνητικών χρεογράφων βραχείας ωρίμασης στην ίδια, ανώτατη βαθμίδα ρευστότητας, καταλήγει να συμπιέζει τα ασφάλιστρα κινδύνου και να ενθαρρύνει τον κυβερνητικό δανεισμό. Ο τελευταίος διευκολύνεται επίσης και μέσω της (αναπόφευκτης πολιτικώς) αποδοχής ως ενεχύρων ενός μεγάλου και ετερογενούς εύρους χρεογράφων, ώστε να διατηρούνται οι ίδιοι όπως πριν την ΟΝΕ όροι ως προς την στήριξη που οι εθνικές κεντρικές τράπεζες παρέχουν στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της δικαιοδοσίας τους (Davies and Green, 2010, σελ. 199)

III. Η ΕΚΤ στην ελληνική κρίση

Η ΕΚΤ καλείται να διαχειριστεί δύο μεγάλες διαδοχικές κρίσεις. Την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση της περιόδου 2007-09 και την, εν μέρει απόρροια αυτής, κρίση της ευρωζώνης με σημείο αφετηρίας την κρίση του ελληνικού δημόσιου χρέους, την άνοιξη του 2010. Στην πρώτη περίοδο, η ΕΚΤ πιστώνεται την έγκαιρη και

⁶ Τα χρεόγραφα της πρώτης βαθμίδας έχουν την υψηλότερη ρευστότητα, πράγμα που σημαίνει πως υφίστανται τις χαμηλότερες περικοπές αποτίμησης στην ονομαστική τους αξία και, άρα, παρέχουν ρευστότητα με ελάχιστο κόστος. Αυτό, με την σειρά του, παρέχει κίνητρο για τις τράπεζες να αγοράζουν κυβερνητικά ομόλογα.

αποφασιστική υποστήριξη του τραπεζικού τομέα, αναλαμβάνοντας ρόλο δανειστή ύστατης καταφυγής μέσω παροχής άφθονης και με ευνοϊκούς όρους ρευστότητας στις τράπεζες, την στιγμή που ο διατραπεζικός δανεισμός έχει σχεδόν παγώσει (Gros *et al.*, 2012 και Micossi, 2015).⁷ Μολαταύτα, οι δισταγμοί και οι καθυστερήσεις, οι αμφιλεγόμενες και συχνά εσφαλμένες οικονομικές εκτιμήσεις, αλλά και οι αμφιταλαντεύσεις, από κοινού με την νομική ακροβασία, χαρακτηρίζουν, επίσης, την συμπεριφορά της ΕΚΤ – στοιχεία που στην διάρκεια της κρίσης ενίοτε κλιμακώνονται.

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση εκδηλώνεται στις ΗΠΑ, δεν αργεί, όμως, να μεταδοθεί και στην οικονομία της ευρωζώνης. Η άτολμη διαχείριση της κρίσης στην ευρωζώνη (και) από την ΕΚΤ δεν καταφέρνει να μετριάσει την νευρικότητα των επενδυτών, η ανησυχία των οποίων εν όψει των ανισορροπιών εντός της ευρωζώνης επιτείνεται. Συνοπτικώς, η ΕΚΤ αντιλαμβάνεται την κρίση ως εκδήλωση των κινδύνων ρευστότητας και αρκείται, ως εκ τούτου, στην παροχή ρευστότητας στον τραπεζικό τομέα (Woong Kang *et al.*, 2015). Διατηρεί εκ παραλλήλου την αντιπληθωριστική επιμονή της, σε πείσμα των δεδομένων για το χρηματοπιστωτικό σύστημα και την πραγματική οικονομία, και περισσότερο ακολουθεί παρά επηρεάζει τις οικονομικές εξελίξεις (Chorpa, 2015). Σε σύγκριση με την Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών (Fed), καθυστερεί χαρακτηριστικώς να μειώσει το επιτόκιο κύριας αναχρηματοδότησης και προχωρεί, τουναντίον, σε αύξησή του τον Απρίλιο και τον Ιούλιο του 2008, επικαλούμενη πιθανή αποσταθεροποίηση των πληθωριστικών προσδοκιών, ενώ αποκλείει κάθε συζήτηση για μέτρα ποσοτικής χαλάρωσης (Woong Kang *et al.*, 2015). Οι απρόθυμες και καθυστερημένες αντιδράσεις της ΕΚΤ καταλήγουν να μειώνουν την αποτελεσματικότητα των μέτρων χαλάρωσης, καθώς οι επενδυτές τα αντιλαμβάνονται ως οιωνούς δυσμενέστερων εξελίξεων. Ταυτοχρόνως και διόλου συμπτωματικώς, στην ευρωζώνη η εικόνα για την πραγματική κατάσταση των τραπεζικών ισολογισμών παραμένει θολή, ενώ κατά την κρατούσα Ευρωπαϊκή (πολιτική) προσέγγιση, η κρίση είναι αντιληπτή ως επακόλουθο της ασύνετης (επίσης πολύπλοκης και αδιαφανούς) λειτουργίας του αγγλοσαξονικού τύπου χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Η κρίση της ευρωζώνης ξεκινά από την Ελλάδα, όταν οι διαδοχικές αυξήσεις στο επιτόκιο κυβερνητικών ομολόγων, στο τέλος του 2009 και στην αρχή του 2010, στερούν ουσιαστικώς την δυνατότητα αναχρηματοδότησης του ελληνικού δημόσιου χρέους στις διεθνείς αγορές ομολόγων. Το σύστημα της ευρωζώνης, όμως, είναι θεσμικώς ανέτοιμο και πολιτικώς απρόθυμο να αντιδράσει εγκαίρως και λυσιτελώς. Όσον αφορά στην ΕΚΤ, οι παρεμβάσεις της είναι οικονομικώς αναποτελεσματικές,

⁷ Τα μέτρα που έλαβε η ΕΚΤ αφορούν σε δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή, χαλάρωση των κριτηρίων αποδοχής τίτλων ως ενεχύρων (από A- σε BBB-), παροχή πρόσθετης μεγαλύτερης διάρκειας αναχρηματοδότησης (αρχικά διάρκειας έξι μηνών και αργότερα δώδεκα) καθώς και σε ένα πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογίων ύψους 60 δισεκ. ευρώ (Gros, *et al.*, 2012).

νομικώς και πολιτικώς αμφιλεγόμενες και, εν τέλει, δημιουργούν επίμαχο προηγούμενο ως προς την εφαρμογή της εντολής και, κατ' επέκταση, ως προς την ανεξαρτησία της.

Η παρέμβαση της ΕΚΤ εκφράζεται δια των αποφάσεων νομισματικής πολιτικής, της συμμετοχής της ως μέλους της τρόικας στον σχεδιασμό και την αξιολόγηση του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής και, τέλος, δια της στάσης της έναντι του ζητήματος αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους. Οι συγκεκριμένες αποφάσεις δεν είναι ανεξάρτητες μεταξύ τους. Κάθε παρέμβαση θέτει ένα περιοριστικό πλαίσιο το οποίο προκαθορίζει, ως ένα βαθμό, τις μελλοντικές κινήσεις της ΕΚΤ.

Στο πλαίσιο άσκησης της νομισματικής πολιτικής, οι αποφάσεις της ΕΚΤ αφορούν: α) στα κριτήρια αποδοχής κυβερνητικών τίτλων (και τίτλων με εγγύηση της ελληνικής κυβέρνησης) ως ενεχύρων στο πλαίσιο των πράξεων ανοιχτής αγοράς, περιλαμβανομένου του προγράμματος αγοράς τίτλων (Securities Market Programme – SMP) και β) στην παροχή έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα. (Τυπικώς, η παροχή έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα [Emergency Liquidity Assistance-ELA] δεν αποτελεί μέρος της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Αποφασίζεται και διενεργείται από την εθνική κεντρική τράπεζα, η οποία αναλαμβάνει τον κίνδυνο για τον ισολογισμό της. Ωστόσο, απαιτείται η έγκρισή της από την ΕΚΤ που μπορεί με πλειοψηφία των δύο τρίτων των μελών του διοικητικού συμβουλίου που κατά την συγκεκριμένη στιγμή έχουν δικαίωμα ψήφου,⁸ να απορρίψει το αίτημα της εθνικής κεντρικής τράπεζας για λόγους σχετικούς με την ομαλή λειτουργία της νομισματικής πολιτικής στο σύνολο της ευρωζώνης.)

Η πολιτική που εφαρμόζει η ΕΚΤ αναφορικώς με **τα κριτήρια αποδοχής τίτλων ως ενεχύρων**, ενέχει μία ανταλλακτική σχέση μεταξύ παροχής ρευστότητας στις αξιόχρεες τράπεζες και κινδύνου που αναλαμβάνει στον ισολογισμό της. Σε περιόδους δυσλειτουργίας ή, πολύ περισσότερο, καθήλωσης της διατραπεζικής αγοράς, η ΕΚΤ αναλαμβάνει ρόλο δανειστή ύστατης καταφυγής για τις τράπεζες παρέχοντάς τους την απαιτούμενη ρευστότητα. Από την άλλη πλευρά, ο βαθμός χαλάρωσης των κριτηρίων αποδοχής τίτλων ως ενεχύρων και οι περικοπές αποτίμησης επί της ονομαστικής τους αξίας, προσδιορίζουν το ύψος της παρεχόμενης ρευστότητας και συγχρόνως τον κίνδυνο στον ισολογισμό της.

Ένα μήνα μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers (15 Οκτωβρίου 2008), η ΕΚΤ αποφασίζει την μείωση του κατώτατου ορίου πιστοληπτικής αξιολόγησης για τους τίτλους που αποδέχεται ως ενέχυρα, από A- σε BBB-/Baa3, με περικοπές αποτίμησης της ονομαστικής αξίας τους κατά 5% προκειμένου για τους τίτλους με την χαμηλότερη αξιολόγηση (Pisani-Ferry et al., 2012). Σκοπός είναι η διευκόλυνση της πρόσβασης σε

⁸ Στην ΕΚΤ, οι αποφάσεις για την νομισματική πολιτική λαμβάνονται βάσει του συστήματος της εκ περιτροπής άσκησης των δικαιωμάτων ψήφου, το οποίο ρυθμίζει την κατανομή των δικαιωμάτων ψήφου μεταξύ των μελών του διοικητικού συμβουλίου της ΕΚΤ. Το τελευταίο αποτελείται από τα 19 διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών και τα έξι μέλη του εκτελεστικού συμβουλίου.

ρευστότητα των τραπεζών της ευρωζώνης, εν μέσω ουσιαστικής ασφυξίας στην διατραπεζική αγορά. Εκ παραλλήλου, ωστόσο, ο τότε πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου της ΕΚΤ Jean-Claude Trichet, υπογραμμίζει την πρόθεση άρσης αυτού του μέτρου διευκόλυνσης εντός του 2010. Στους επόμενους μήνες, η πιστοληπτική αξιολόγηση της ελληνικής κυβέρνησης υποβαθμίζεται σε BBB+, χωρίς όμως αυτό να αποθαρρύνει τον πρόεδρο και τον αντιπρόεδρο του διοικητικού συμβουλίου της ΕΚΤ Λουκά Παπαδήμο να επιμείνουν, με κοινή τους δήλωση στις 14 Ιανουαρίου του 2010, στην πρόθεση επιστροφής της ΕΚΤ στην κανονική πολιτική ενεχύρων για το σύνολο των κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης.⁹ Κατά την περίοδο που ακολουθεί, η πίεση των επενδυτών στην ελληνική οικονομία εντείνεται και η ανησυχία προοδευτικώς εξαπλώνεται εκτός των ελληνικών συνόρων. Αποτέλεσμα είναι η υπαναχώρηση του Jean-Claude Trichet από την αρχική τοποθέτησή του, όταν στις 8 Απριλίου 2010 το ΔΣ της ΕΚΤ ανακοινώνει την διατήρηση των κατώτατων ορίων BBB-/Baa3 και μετά το 2010.¹⁰ Στις ημέρες που μεσολαβούν, αξιωματούχοι της ΕΚΤ δεν παύουν να τονίζουν πως η απόφαση αυτή δεν αφορά αποκλειστικώς στην Ελλάδα. (Pisani-Ferry, 2012). Ωστόσο, στις 2 Μαΐου, και αφού λίγες ημέρες νωρίτερα (27 Απριλίου) η Standard & Poors έχει υποβαθμίσει τα ελληνικά ομόλογα στην κατηγορία «σκουπίδια», η ΕΚΤ υποχρεώνεται σε πλήρη αναδίπλωση, ανακοινώνοντας πως τελικώς θα αποδέχεται ως ενέχυρα ελληνικά κυβερνητικά ομόλογα και τίτλους με εγγύηση της ελληνικής κυβέρνησης. Επιπλέον, στην ίδια ανακοίνωση, η ΕΚΤ υπογραμμίζει την θετική αξιολόγηση του πρώτου προγράμματος οικονομικής προσαρμογής, μετά την επιτυχή ολοκλήρωση των διαπραγματεύσεων μεταξύ της τρόικας και της ελληνικής κυβέρνησης και δεδομένης της αποφασιστικής δέσμευσης της τελευταίας να εφαρμόσει πλήρως το πρόγραμμα.¹¹

Από οικονομική σκοπιά, η συγκεκριμένη απόφαση διευκολύνει την πρόσβαση σε ρευστότητα των ελληνικών, κυρίως, τραπεζών σε μία κρίσιμη στιγμή, καθώς αντιμετωπίζουν διογκούμενη έλλειψη αποδεκτών (για ενεχυρίαση) τίτλων. Η ΕΚΤ αναλαμβάνει τον πιστωτικό κίνδυνο που έως τότε φέρουν οι ελληνικές τράπεζες στο ενεργητικό τους, αποδεχόμενη ως ενέχυρα χρεόγραφα που, κατ' ουσίαν, είναι εκτός αγορών. Ταυτοχρόνως, όμως, η καθυστερημένη λήψη της απόφασης και οι διαδοχικές αυτοδιαψεύσεις της ΕΚΤ συνεπάγονται επιδείνωση της αβεβαιότητας. Η υπαναχώρηση από την αρχική δέσμευση επιστροφής στην κανονική πολιτική ενεχύρων αποτελεί πλήγμα για την αξιοπιστία της ΕΚΤ και, επιπλέον, αντιμετωπίζεται από τις αγορές ως ένδειξη ανησυχητικών εξελίξεων στην ελληνική οικονομία, αλλά και στις υπόλοιπες υπό πίεση οικονομίες της περιφέρειας.

Η απόφαση της ΕΚΤ ισοδυναμεί, κατ' ουσίαν, με απόρριψη της αξιολόγησης των αγορών προς όφελος της αξιολόγησης που η ίδια προκρίνει – τουτέστιν, με υποβάθμιση

⁹ Η δήλωσή τους, όμως, αναφέρεται σε σχετική με την Ελλάδα ερώτηση.

<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2010/html/is100114.en.html/>

¹⁰ http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100408_1.en.html

¹¹ <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100503.en.html>

και ουσιαστική παράκαμψη του κινδύνου φερεγγυότητας της ελληνικής κυβέρνησης και με αναγνώριση κινδύνου ρευστότητάς της μόνο. Θεωρεί, ακολούθως, ότι ένα πρόγραμμα δημοσιονομικής και οικονομικής προσαρμογής της ελληνικής οικονομίας (μπορεί να) αμβλύνει τις ανησυχίες των επενδυτών και (μπορεί να) αποκαθιστά την πρόσβαση της ελληνικής κυβέρνησης στις αγορές των ομολόγων. Η ανάληψη, όμως, του ελληνικού κινδύνου στο ενεργητικό της προκαλεί οξεία κριτική, καθώς θεωρείται ως οιονεί δημοσιονομική παρέμβαση, βεβαίως υπό καθεστώς επιμερισμένου κινδύνου (Pisani-Ferry et al., 2012). Προκειμένου να διαχειριστεί τον κίνδυνο και να αμβλύνει τις εντυπώσεις, η ΕΚΤ δεν έχει άλλη επιλογή παρά να εντείνει τις πιέσεις της για εμπροσθοβαρή δημοσιονομική προσαρμογή. Ως μέλος της τρόικας, άλλωστε, έχει την δυνατότητα άσκησης ουσιαστικών παρεμβάσεων, τόσο κατά τον σχεδιασμό, όσο και κατά την αξιολόγηση του ελληνικού προγράμματος οικονομικής προσαρμογής. Αν και δεν υπάρχουν επίσημες αναφορές και στοιχεία για τον ρόλο της ΕΚΤ στις διαδικασίες σχεδιασμού και αξιολόγησης του ελληνικού προγράμματος οικονομικής προσαρμογής, οι πληροφορίες θέλουν την ΕΚΤ να είναι, πράγματι, υπέρ το δέον αυστηρή αναφορικά με το ύψος και την ταχύτητα της δημοσιονομικής προσαρμογής, διαφωνώντας ως προς τούτο με τους εκπροσώπους του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (Pisani-Ferry et al., 2012). Όπως μέλλεται να αποδειχτεί, εντούτοις, το πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής αποτυγχάνει να εκπληρώσει τους διακηρυγμένους στόχους. Η επιθετική και εμπροσθοβαρή λιτότητα προκαλεί εκτεταμένη ύφεση και ανεργία, και, κατ' επέκταση, αδυναμία εκπλήρωσης των δημοσιονομικών στόχων (Blanchard and Leigh, 2013). Οι αγορές των ομολόγων δεν πείθονται για το αξιόχρεο της ελληνικής κυβέρνησης. Επιπλέον, διαπιστώνοντας τις αστοχίες κατά την διαχείριση της ελληνικής κρίσης, οι επενδυτές επιταχύνουν την έξοδό τους από τις λοιπές ευάλωτες οικονομίες της ευρωζώνης.

Η παράκαμψη των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης, όμως, και η συναφής ενίσχυση της διακριτικής ευχέρειας της ΕΚΤ μπορεί να συνεπάγεται ασάφεια, να δημιουργεί τριβές και να εγείρει επιφυλάξεις. Στο μέλλον, κάθε κυβέρνηση αντιμέτωπη με την υποβάθμιση των ομολόγων της από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης μπορεί να διατυπώνει αίτημα προς την ΕΚΤ να αποδέχεται τα ομόλογά της ως ενέχυρα, συνάμα αναλαμβάνοντας τον κίνδυνο. Η αντίδραση της ΕΚΤ δεν μπορεί να είναι άλλη από την αξίωση εφαρμογής επιθετικής δημοσιονομικής λιτότητας. Αυτή η διαδικασία, όμως, μπορεί να μεταλλάσσεται σε πόλεμο φθοράς μεταξύ της ΕΚΤ και των εμπλεκόμενων κυβερνήσεων, με την ΕΚΤ να απαιτεί δημοσιονομική προσαρμογή που ξεπερνά τους μακροοικονομικούς περιορισμούς και τις κυβερνήσεις να επιδιώκουν χαλάρωση των όρων δημοσιονομικής λιτότητας και στήριξη από την ΕΚΤ. Και αν στην περίπτωση μίας μικρής χώρας, όπως η Ελλάδα, η ΕΚΤ επιβάλλει τους όρους της, αυτό δεν είναι βέβαιο πως θα συμβεί, όταν μία συστημικά σημαντική χώρα ζητήσει χρηματοδοτική συνδρομή. Το ενδεχόμενο υποχώρησης της ΕΚΤ και, ως εκ τούτου, αναβίωσης της δημοσιονομικής κυριαρχίας δεν είναι, εν προκειμένω, αμελητέο.

Σε κάθε περίπτωση, η ΕΚΤ χρησιμοποιεί την πολιτική ενεχύρων ως μοχλό πίεσης, προκειμένου να διασφαλίζει την συμμόρφωση της Ελλάδας με τους όρους των

προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής. Όμως, η παράβλεψη των αγοραίων αξιολογήσεων και, κατ' επέκταση, η πρόκριση εφαρμογής *ad hoc* κριτηρίων αποδοχής των ομολόγων, γεννά ασάφεια και προκαλεί ενστάσεις. Αυτό αποτυπώνεται (και) στην απόφαση της 4ης Φεβρουαρίου 2015, όταν αίρει το επιλέξιμο των ελληνικών κυβερνητικών ομολόγων, επικαλούμενη την πιθανή αποτυχία ολοκλήρωσης της αξιολόγησης του ελληνικού προγράμματος οικονομικής προσαρμογής.¹² Μία ανεξάρτητη αρχή, η ΕΚΤ, λοιπόν, λαμβάνει αποφάσεις πιθανολογώντας περί την έκβαση της διαπραγμάτευσης μεταξύ της τρόικας – στην οποία μετέχει – και μίας δημοκρατικώς εκλεγμένης κυβέρνησης. Η ΕΚΤ πλέει σε αχαρτογράφητα και ίσως ταραγμένα ύδατα, χωρίς αμφιβολία.

Οι αποσπασματικές και ημιτελείς παρεμβάσεις των Ευρωπαϊών πολιτικών, οδηγούν σε κλιμάκωση της κρίσης στην Ελλάδα και επέκταση των κλυδωνισμών στις λοιπές ευάλωτες οικονομίες της περιφέρειας. Εξωθούμενη από τις εξελίξεις και παρά τις περί του αντιθέτου διαβεβαιώσεις, η ΕΚΤ αποφασίζει στις 10 Μαΐου 2010 να εφαρμόσει σε πρώτη φάση ένα **πρόγραμμα αγοράς τίτλων** στην δευτερογενή αγορά μέχρι τον Ιανουάριο του 2011, με πλήρη αποστείρωση της νομισματικής βάσης.¹³ Η επίσημη αιτιολόγηση του προγράμματος αναφέρεται στην αποκατάσταση του μηχανισμού μετάδοσης των αποφάσεων της νομισματικής πολιτικής.¹⁴ Ειδικότερα, ο Jean-Claude Trichet, σε συνέντευξή του στις 31 Μαΐου 2010, επικαλείται τρεις λόγους κυρίως: (α) την σημασία των αποδόσεων των κυβερνητικών ομολόγων ως τιμών αναφοράς για τα επιτόκια της αγοράς, (β) την χρήση των κυβερνητικών ομολόγων ως ενεχύρων στις αγορές χρήματος και (γ) την διάβρωση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών εξαιτίας της πτώσης στις τιμές των κυβερνητικών ομολόγων.¹⁵

Ενώ οι παραπάνω επισημάνσεις είναι θεωρητικώς ορθές σχετικώς με την επίδραση των κυβερνητικών ομολόγων στον μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, η εμπειρική συνάφειά τους είναι ισχνή, δεδομένων, πρώτον, της οικονομικής γεωγραφίας της ευρωζώνης και, δεύτερον, της συγκέντρωσης των παρεμβάσεων στα κυβερνητικά ομόλογα των μικρών περιφερειακών οικονομιών (στην πρώτη φάση, τουλάχιστον, του προγράμματος) και, κυρίως, της Ελλάδας.¹⁶ Η επίδραση αυτών των ομολόγων στην διαμόρφωση των αγοραίων επιτοκίων στο σύνολο της ευρωζώνης είναι πολύ μικρή. Ομοίως, πολύ μικρό μερίδιο του ιδιωτικού τομέα της ευρωζώνης, ιδίως των τραπεζών, χρησιμοποιεί αυτούς τους τίτλους ως ενέχυρα. Τέλος, αν και μία μεγάλη πτώση στην

¹² <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150204.en.html>

¹³ Είναι, ωστόσο, δύσκολο να αποστειρωθεί πλήρως η νομισματική βάση, όταν, παράλληλα, η ΕΚΤ παρέχει άφθονη και μακροπρόθεσμη αναχρηματοδότηση προς τις τράπεζες μέσω των προγραμμάτων περισσότερο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (Gros and Alcidí, 2012).

¹⁴ http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100531_2.en.html

¹⁵ http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100531_1.en.html

¹⁶ Παρά το ότι η ΕΚΤ δεν δημοσιεύει στοιχεία για την σύνθεση και το ύψος των αγορών, η πτωτική τάση στις αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων και η περιορισμένη μεταβολή στις τιμές των ομολόγων των λοιπών περιφερειακών οικονομιών πιστοποιούν την επικέντρωση των παρεμβάσεων γύρω από τους ελληνικούς κυβερνητικούς τίτλους (Whelan, 2010).

τιμή των ομολόγων επιφέρει, πράγματι, πλήγμα στην κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών, η αναχαίτιση αυτής της τάσης δεν έχει ανατεθεί ρητώς στην ΕΚΤ, δεν προκύπτει ευθέως από την εντολή της (Whelan, 2010).

Σε ό,τι αφορά την Ελλάδα, οι ελληνικές τράπεζες διατηρούν πρόσβαση στην ρευστότητα που με ευνοϊκούς όρους προσφέρει η ΕΚΤ. Εξάλλου, το πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής δεσμεύει σημαντικό ποσό για την ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειάς τους. Ας σημειωθεί, τέλος, πως η αγορά ελληνικών ομολόγων αφήνει ανεπηρέαστο τον εισοδηματικό περιορισμό της κυβέρνησης. Η τελευταία έχει αποκλειστεί από τις αγορές και αναχρηματοδοτεί το χρέος της μόνο μέσω του επίσημου δανεισμού. Από κάθε άποψη, επομένως, η λογική σύνδεση της αγοράς ελληνικών ομολόγων από την ΕΚΤ με προσδοκίες αποκατάστασης του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής μοιάζει να είναι ανυπόστατη (Wolff, 2011).¹⁷

Ο βασικότερος, αν όχι ο μοναδικός, λόγος για την απόφαση ενεργοποίησης του προγράμματος αγοράς τίτλων είναι η ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών (της ευρωζώνης) που κατέχουν ελληνικά ομόλογα, με απώτερο στόχο την διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και την αναχαίτιση διάδοσης της κρίσης στις λοιπές εκτεθειμένες οικονομίες της περιφέρειας. Σε αυτήν την περίπτωση, όμως, η δράση της ΕΚΤ αγγίζει τα όρια της εντολής της. Ως δανειστής ύστατης καταφυγής, οφείλει να παρέχει ρευστότητα μόνο προς τις αξιόχρεες τράπεζες. Η ανακεφαλαιοποίησή τους έχει δημοσιονομικό περιεχόμενο και χαρακτήρα. Κατά συνέπεια, το πρόγραμμα αγοράς τίτλων καθιστά δυσδιάκριτη την διαχωριστική γραμμή μεταξύ νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής.

Με τις αγορές ελληνικών κυβερνητικών ομολόγων, η ΕΚΤ ενισχύει, όπως προλέγεται, τους ισολογισμούς των τραπεζών που έχουν σημαντική έκθεση στα εν λόγω χρεόγραφα, αναλαμβάνοντας η ίδια τον κίνδυνο. Επιχειρώντας να ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο ζημιών στον δικό της ισολογισμό, αλλά και να προλάβει τις αντιδράσεις από τις χώρες του πυρήνα,¹⁸ πιέζει, μέσω της συμμετοχής της στην τρόικα, για ταχύτερη δημοσιονομική προσαρμογή. Με άλλα λόγια, μετατοπίζει μέρος της προσαρμογής από τις (πλημμελώς εποπτευόμενες) τράπεζες προς τους φορολογούμενους, προκειμένου να

¹⁷ Το καλοκαίρι του 2011, η ΕΚΤ θέτει εκ νέου σε εφαρμογή το πρόγραμμα αγοράς τίτλων. Αυτήν την φορά οι αγορές στρέφονται κυρίως προς τα ιταλικά και ισπανικά ομόλογα. Η οικονομική λογική αυτής της παρέμβασης έχει μεγαλύτερη σύνδεση με την αποκατάσταση του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Οι τραπεζικοί τομείς των δύο χωρών έχουν μεγάλη βαρύτητα για την ευρωζώνη, ενώ, επιπλέον, μειώνονται οι αποδόσεις των κυβερνητικών ομολόγων των δύο χωρών. Συγχρόνως, βεβαίως, η ΕΚΤ θέτει ως προϋπόθεση την εφαρμογή μέτρων δημοσιονομικής λιτότητας από τις κυβερνήσεις. Στο πλαίσιο αυτό εντάσσονται τα γράμματα που στέλνει ο Jean-Claude Trichet στους επικεφαλής των κυβερνήσεων, ενώ, τέλος, κοινό μυστικό θεωρείται το γεγονός πως η ΕΚΤ παίζει καθοριστικό ρόλο στην απομάκρυνση του Ιταλού πρωθυπουργού, Silvio Berlusconi, από την θέση του (Wolff, 2011).

¹⁸ Το γεγονός πως η απόφαση για το πρόγραμμα αγοράς τίτλων λαμβάνεται με πλειοψηφία, όταν κατά κανόνα οι αποφάσεις της ΕΚΤ λαμβάνονται συναινετικώς, υποδηλώνει το αμφιλεγόμενο της απόφασης.

περιστεύει την χρηματοπιστωτική αναταραχή στην ευρωζώνη. Ασφαλώς η παρέμβαση της, η οποία ασκείται σχεδόν στα όρια της εντολής της, όντας ως εκ τούτου αμφιλεγόμενη νομικώς, συνεπάγεται, εκτός άλλων, σοβαρές αναδιανεμητικές επιδράσεις.

Η απροθυμία των κυβερνήσεων να προικοδοτήσουν επαρκώς τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (European Stability Mechanism-ESM), εξωθεί πιθανότατα την ΕΚΤ σε αυτήν την παρέμβαση. Όμως, η αγορά αναξιόχρεων ομολόγων και η υπαγωγή τους σε καθεστώς επιμερισμένου κινδύνου ενέχει το ενδεχόμενο πρόκλησης μεταβιβάσεων που δεν εκλογικεύονται στην βάση του επιχειρήματος περί βελτίωσης του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Σε μία νομισματική ένωση που αποκλείει ρητώς ή/και αποστρέφεται τις μεταβιβάσεις, η ΕΚΤ κινείται στα όρια της αποστολής της. Επιλέγει, κατ' επέκταση, να λαμβάνει οιονεί πολιτικές αποφάσεις, εν προκειμένω τιμωρώντας την χώρα που έχει επιδοθεί σε ασύνετη δημοσιονομική πολιτική.

Το πρόγραμμα αγοράς τίτλων, στην πρώτη φάση του τουλάχιστον, μοιάζει να είναι προϊόν συμφωνίας μεταξύ της ΕΚΤ και των κυβερνήσεων υψηλής πιστοληπτικής βαθμίδας σχετικώς με την κατανομή των πόρων που απαιτούνται για την αναχαίτιση της κρίσης. Η ΕΚΤ ενισχύει, κατ' ουσίαν, την κεφαλαιακή επάρκεια των εκτεθειμένων στα ελληνικά ομόλογα τραπεζών, ενώ οι κυβερνήσεις δεσμεύουν δημοσιονομικούς πόρους στο Ευρωπαϊκό Ταμείο για την Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα (και μετέπειτα Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας). Ωστόσο, οι περιορισμοί του προγράμματος σε όρους διάρκειας και ύψους των παρεμβάσεων – απόρροια της πρόθεσης της ΕΚΤ να ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο στον ισολογισμό της - περιορίζουν, αν όχι, αναιρούν, την αποτελεσματικότητά του (De Grauwe, 2012). Ας υπογραμμιστεί, τέλος, η αδιαφάνεια αναφορικώς με ουσιώδεις πτυχές του προγράμματος (κριτήρια παρέμβασης, επωφελούμενες τράπεζες, ύψος και σύνθεση των αποκτηθέντων τίτλων).

Οι αποφάσεις της ΕΚΤ περί την κατ' εξαίρεση αποδοχή των ελληνικών κυβερνητικών χρεογράφων ως ενεχύρων και το πρόγραμμα αγοράς τίτλων, μοιραίως προδιαγράφουν την στάση της ως προς το ζήτημα της, αναπόφευκτης ως μέλλεται να αποδειχτεί, **αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους**.¹⁹ Η ΕΚΤ αντιτίθεται σφοδρώς στην μείωση του χρέους, επικαλούμενη θέμα ηθικού κινδύνου για τις κυβερνήσεις και κίνδυνο

¹⁹ Εκτός από τις σαφείς επιφυλάξεις πολλών οικονομολόγων και αναλυτών περί το εξυπηρετήσιμο του ελληνικού δημόσιου χρέους ήδη από το 2010, ενδεικτική είναι η παράκαμψη από πλευράς Δ.Ν.Τ. του βασικού κανόνα του ως προς την παροχή χρηματοδοτικής συνδρομής. Σύμφωνα με αυτόν, η διασφάλιση του εξυπηρετήσιμου του χρέους αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση πριν από την παροχή χρηματοδοτικής συνδρομής. Για την ελληνική περίπτωση, κατ' εξαίρεση, το Δ.Ν.Τ. προσθέτει ως εναλλακτικό κριτήριο την αντιμετώπιση συστημικών κινδύνων για το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Κατ' αυτόν τον τρόπο αιτιολογεί την συμμετοχή του στο ελληνικό πρόγραμμα. Ενδεικτικό είναι, επίσης, πως, προσφάτως, αποσύρει το εν λόγω κριτήριο για τις μελλοντικές παρεμβάσεις του (βλέπε σχετικά <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2016/POL012916A.htm?hootPostID=504b9e60005ae162e7f390e049ce48e2> και Wolff, 2011).

μετάδοσης της χρηματοπιστωτικής αβεβαιότητας μέσω κερδοσκοπικών επιθέσεων.²⁰ Κατ' επέκταση, η ΕΚΤ ζητεί την παύση κάθε συζήτησης περί ανάληψης ζημιών από τους ιδιώτες ομολογιούχους της χώρας και υποδεικνύει την απαρέγκλιτη εφαρμογή των όρων του πρώτου προγράμματος οικονομικής προσαρμογής, προκειμένου να αποκατασταθεί η χρηματοπιστωτική σταθερότητα και να ανακτήσει η ελληνική κυβέρνηση κυβέρνηση την πρόσβαση στις αγορές ομολόγων.²¹ Η ΕΚΤ, μάλιστα, μέσω της συμμετοχής της στην τρόικα, προωθεί εμπράκτως τις θέσεις της, πιέζοντας για την υλοποίηση των διακηρυγμένων στόχων του προγράμματος, ανεξαρτήτως του πόσο εφικτοί, και τελικώς αυτοαναιρούμενοι, αυτοί έχουν καταστεί (Pisani-Ferry *et al.*, 2012).

Εντούτοις, η (απολύτως προβλέψιμη) αντίδραση της ΕΚΤ προς την αναδιάρθρωση του ελληνικού κυβερνητικού χρέους, σε πείσμα μάλιστα των σοβαρών εμπειρικών δεδομένων, τείνει να υπονομεύει μάλλον παρά να αποκαθιστά την χρηματοπιστωτική σταθερότητα στην ευρωζώνη. Επιπλέον, εγείρει θέμα υπέρβασης της εντολής της, καθώς επιχειρεί ευθέως να επηρεάσει την κατανομή του κόστους προσαρμογής μεταξύ δημόσιου και ιδιωτικού τομέα. Οι Συνθήκες δεν παραχωρούν, βεβαίως, παρόμοιες αρμοδιότητες στην ΕΚΤ, θεωρούν, δε, απολύτως νόμιμη την συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα σε περιπτώσεις αναδιάρθρωσης του κυβερνητικού χρέους. Όταν το Άρθρο 125 της Συνθήκης για την Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης αποκλείει την ανάληψη υποχρεώσεων ενός κράτους μέλους από άλλα κράτη μέλη, συγχρόνως αναγνωρίζει, έστω εμμέσως, την σκοπιμότητα ανάληψης ζημιών από τους ιδιώτες πιστωτές, στο πλαίσιο της διαδικασίας επανόδου της κυβέρνησης στην ιδιωτική χρηματοδότηση (Mody, 2014). Η ευθύνη είναι, άλλωστε, διττή: αναφέρεται τόσο στην ασύνετη δημοσιονομική πολιτική, όσο και στις επιπόλαιες αποφάσεις των ιδιωτών επενδυτών.

Η (νομικώς και όχι μόνο) αμφιλεγόμενη στάση της ΕΚΤ αντανακλά την αρχή απαγόρευσης των δημοσιονομικών μεταβιβάσεων και υπογραμμίζει την θεσμική υστέρηση της ευρωζώνης. Η απροθυμία των κυβερνήσεων να προικοδοτήσουν με επαρκείς πόρους τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας, φοβούμενες τον κίνδυνο ανάληψης υποχρεώσεων σε περιπτώσεις τραπεζικών και κυβερνητικών αναδιρθρώσεων, καθιστά ελλιπή τον μηχανισμό διαχείρισης κρίσεων της ευρωζώνης.²² Όταν η ΕΚΤ αναλαμβάνει να καλύψει αυτό το κενό, μοιραίως κινδυνεύει να βρεθεί εκτός των ορίων της εντολής της.

²⁰ Βλέπε ενδεικτικώς, την τοποθέτηση του τότε μέλους του εκτελεστικού συμβουλίου της ΕΚΤ Lorenzo Bini Smaghi (2010), κυρίως σελ. 5, <http://www.bis.org/review/r100920e.pdf>

²¹ Στις 7 Ιουλίου 2011, ο Jean-Claude Trichet, σε συνέντευξη τύπου κατηγορηματικώς απορρίπτει το ενδεχόμενο αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους (<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2011/html/is110707.en.html>)

²² Η άμεση μείωση της ονομαστικής αξίας του χρέους των δανείων που χορηγούνται μέσω του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας απαγορεύεται βάσει του Άρθρου 125 της Συνθήκης για την Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Όπως αποφαίνεται και το Ευρωπαϊκό Δικαστήριο στην υπόθεση Pringle, τα δάνεια πρέπει να αποπληρώνονται (Mody, 2014).

Σε κάθε περίπτωση, οι διαδοχικές αποτυχίες εκπλήρωσης των μακροοικονομικών και δημοσιονομικών στόχων του πρώτου προγράμματος οικονομικής προσαρμογής, έχουν πείσει τις αγορές ότι το ελληνικό χρέος χρήζει γενναίας μείωσης της ονομαστικής αξίας του (χρειάζεται κούρεμα). Η κατηγορηματική απόρριψη του ενδεχομένου από την ΕΚΤ και η προσήλωση στους στόχους του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής, συντελούν στην πρόκληση αλυσιδωτών και αλληλοτροφοδοτούμενων επιδράσεων, οι οποίες συνίστανται σε βάθεμα της ύφεσης, αποτυχία δημοσιονομικών στόχων και εξάπλωση της κρίσης, καθώς κλονίζεται η εμπιστοσύνη των επενδυτών στην βούληση των διαμορφωτών πολιτικής να διαχειριστούν λυσιτελώς την κρίση.

Όταν τον Φεβρουάριο του 2012 αποφασίζεται, τελικώς, το κούρεμα του ελληνικού δημόσιου χρέους, η στάση της ΕΚΤ, ιδίως ως προς το ενδεχόμενο κουρέματος των ελληνικών ομολόγων που έχει στον ισολογισμό της, αποκτά μεγάλη σημασία.²³ Το βέλτιστο δυνατό αποτέλεσμα προϋποθέτει – θα προϋπέθετε – την συμμετοχή της ΕΚΤ στο κούρεμα, ώστε να επιτευχθεί μεγαλύτερη ελάφρυνση του χρέους, ή/και να μειωθεί το μέγεθος της ζημίας για τον ιδιωτικό τομέα. Επιπλέον, ενδεχόμενη συμμετοχή της ΕΚΤ αμβλύνει – θα άμβλυνε – τις ανησυχίες των επενδυτών για παρόμοιες (διόλου απίθανες) μελλοντικές περιπτώσεις, εφόσον συνεπάγεται – θα συνεπαγόταν – μικρότερες ζημιές στα χαρτοφυλάκιά τους (Mody, 2015b). Φευ, η ΕΚΤ απολαμβάνει καθεστώς κυριότερου πιστωτή. Ενδεχόμενη υπαγωγή της, άλλωστε, σε καθεστώς ίσης μεταχείρισης (*pari passu*) με τους ιδιώτες πιστωτές σημαίνει – θα σήμαινε – ανάληψη των ζημιών στον ισολογισμό της, επιμερισμό τους μεταξύ των δεκαοχτώ εθνικών κεντρικών τραπεζών του ευρωσυστήματος και, τελικώς, ενεργοποίηση μεταβιβάσεων μέσω του ισολογισμού της – την ίδια στιγμή αμβλύνοντας το κίνητρο δημοσιονομικής πειθαρχίας.

Παρόμοια στάση υιοθετεί η ΕΚΤ σε σχέση με το αίτημα της ελληνικής κυβέρνησης να αποπληρωθούν από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας τα ελληνικά ομόλογα που έχει στην κατοχή της η ΕΚΤ και λήγουν το καλοκαίρι του 2015. Απορριπτική είναι επίσης η ΕΚΤ, από κοινού με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή αυτήν την φορά, ως προς το αίτημα της ελληνικής κυβέρνησης να εκδοθούν νέα ομόλογα με αγοραστή τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας και να ανταλλαγούν με εκείνα που έχει στην κατοχή της η ΕΚΤ.²⁴ Το αιτιολογικό της απόρριψης αναφέρεται στην απαγόρευση της νομισματικής χρηματοδότησης του χρέους και στην αρχή της αποκλειστικής

²³ Για την θέση της ΕΚΤ γύρω από το ζήτημα, ενδεικτικό είναι το άρθρο του τότε αντιπροέδρου της ΕΚΤ, Λουκά Παπαδήμου (2011), στο οποίο, μεταξύ άλλων, υποστηρίζει πως το επιχείρημα υπέρ της αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους υπερεκτιμά τα οφέλη για την ελληνική οικονομία, ενώ, επιπλέον, δεν λαμβάνει επαρκώς υπόψη το κόστος που θα προκύψει για την Ελλάδα και την ευρωζώνη σε όρους όξυνσης και διάδοσης της χρηματοπιστωτικής αβεβαιότητας.

²⁴ Για την σχετική πρόταση της ελληνικής κυβέρνησης, βλέπε σχετικά

<http://www.reuters.com/article/eurozone-greece-varoufakis-idUSA8N0YJ00L20150613>

επαναγοράς των ομολόγων από τον εκδότη, όπως προβλέπεται στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς τίτλων.²⁵

Καθώς περνά ο χρόνος και η κρίση κλιμακώνεται, η σκοπιμότητα ανάληψης από την ΕΚΤ ρόλου οιονεί δανειστή ύστατης καταφυγής για τις κυβερνήσεις, μέσω συμμετοχής της στην δευτερογενή αγορά των ομολόγων, μοιάζει σχεδόν αναμφίλεκτη.²⁶ Η αποτελεσματική άσκηση αυτού του ρόλου προϋποθέτει απεριόριστου ύψους αγορές ομολόγων διαφορετικών ωριμάσεων, περιλαμβανομένων των ομολόγων μακράς ωρίμασης, καθώς και την ισχύ καθεστώτος ίσης μεταχείρισης ΕΚΤ και ιδιωτών σε ενδεχόμενο αναδιάρθρωσης του χρέους. Όπως προλέγεται, όμως, η πραγμάτωση αυτών των προϋποθέσεων συνεπάγεται την πρόκληση μεταβιβάσεων μέσω του ισολογισμού της ΕΚΤ (Mody, 2014). Η ΕΚΤ αντιμετωπίζει, επομένως, ένα δίλημμα μεταξύ της εφαρμογής ενός περιορισμένου προγράμματος, όπως αυτό της διετίας 2010-2011, αλλά με πενιχρά αποτελέσματα, ή, της εφαρμογής ενός τολμηρού προγράμματος, διακινδυνεύοντας όμως να υπερβεί τα όρια της εντολής της.

Στις 7 Σεπτεμβρίου 2012, το Δ.Σ. της ΕΚΤ καθορίζει τους όρους και τις προϋποθέσεις ενεργοποίησης του προγράμματος **απευθείας νομισματικών συναλλαγών** (Outright Monetary Transactions – OMT) – υλοποιώντας την δέσμευση του Mario Draghi, στις 26 Ιουλίου 2012, να κάνει ό,τι χρειαστεί για την διάσωση του ευρώ. Την στιγμή που ανακοινώνεται, το πρόγραμμα ελάχιστα και εμμέσως μόνο αφορά στην Ελλάδα (Κουτσιαράς, 2013, σελ. 240-244). Σε αντίθεση με το προηγούμενο πρόγραμμα αγοράς τίτλων, στο πρόγραμμα των απευθείας νομισματικών συναλλαγών προβλέπονται απεριόριστου ύψους παρεμβάσεις, όμως για ομόλογα με μέγιστη διάρκεια τριών ετών. Προβλέπεται, επίσης, η ίση μεταχείριση της ΕΚΤ και των ιδιωτών επενδυτών σε περίπτωση πιστωτικού γεγονότος. Το πρόγραμμα των απευθείας νομισματικών συναλλαγών είναι, ως εκ τούτων, τολμηρό, όμως εγείρει επιφυλάξεις για το κατά πόσο οι σχετικές παρεμβάσεις διαφέρουν από πρακτικές νομισματικής χρηματοδότησης του δημόσιου χρέους. Ο περιορισμός των παρεμβάσεων σε ομόλογα με μέγιστη διάρκεια τριών ετών και η πλήρης αποστέρωση της αυξημένης ρευστότητας, δεν αρκούν για να κάμψουν τις ανησυχίες και να αποτρέψουν την αρνητική ψήφο του Γερμανού κεντρικού τραπεζίτη – η αντιπληθωριστική επιμονή του δεν κάμπτεται, βεβαίως, ούτε από την διατήρηση του βασικού επιτοκίου πολιτικής στο 0,75% (που αποφασίζεται στην συνεδρίαση της 7ης Σεπτεμβρίου). Τις ανησυχίες αυτές συμμαρύνει το Γερμανικό Συνταγματικό Δικαστήριο της Καρλσρούης, όταν αποφαινεται πως το πρόγραμμα δημιουργεί *de facto* ένωση μεταβιβάσεων από την «πίσω πόρτα» (Mody, 2014).

²⁵ Η σχετική απάντηση από τον αρμόδιο Επίτροπο κ. Moscovici:
<http://www.europarl.europa.eu/sides/getAllAnswers.do?reference=P-2015-010974&language=EL>

²⁶ Σε μία νομισματική ένωση, αξιόχρεες κυβερνήσεις που αντιμετωπίζουν προσωρινό πρόβλημα ρευστότητας, μπορούν να καταστούν αναξιόχρεες, αν ο αρχικός πανικός των αγορών μετατραπεί σε αυτοεκπληρούμενη προφητεία και προκαλέσει μαζικές ρευστοποιήσεις (De Grauwe, 2011a και Wren-Lewis, 2015a).

Εκτός από τις επιλογές της κατά την διενέργεια (συμβατικών ή μη) πράξεων νομισματικής πολιτικής από το ευρωσύστημα, την θέση της στο θέμα της προοπτικής αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους, την απόφαση να επιφυλάξει εις εαυτήν καθεστώς κύριου πιστωτή και την συμμετοχή στην τρόικα, η ΕΚΤ επηρεάζει την εξέλιξη της ελληνικής κρίσης, επίσης και εν τέλει κυρίως (και καθοριστικώς;), μέσω των αποφάσεών της αναφορικών με την παροχή **έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα** από την Τράπεζα της Ελλάδος. Ο μηχανισμός αυτός παρέχει στις εθνικές κεντρικές τράπεζες την δυνατότητα χρηματοδότησης των εγχώριων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων – και οι εθνικές κεντρικές τράπεζες αναλαμβάνουν, ως εκ τούτου, πλήρως τον κίνδυνο. Εντούτοις, για λόγους που αφορούν στην πλήρη εκπλήρωση των καθηκόντων και της αποστολής του ευρωσυστήματος,²⁷ το διοικητικό συμβούλιο της ΕΚΤ, με πλειοψηφία δύο τρίτων των μελών του που την συγκεκριμένη στιγμή έχουν δικαίωμα ψήφου, μπορεί να θέτει όρια στο ύψος της παρεχόμενης ρευστότητας. Τέλος, μία από τις αναγκαίες προϋποθέσεις για την συμβατότητα της παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα με τις σχετικές διατάξεις, είναι η φερεγγυότητα των επωφελούμενων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.²⁸

Μολονότι δεν αναφέρεται ρητώς στις αντίστοιχες διατάξεις, είναι ασφαλές να υποστηριχθεί ότι η παροχή έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα ενεργοποιείται όταν οι τράπεζες αντιμετωπίζουν σημαντική και αυξανόμενη έλλειψη επιλέξιμων προς ενεχυρίαση χρεογράφων από το ευρωσύστημα.²⁹ Επιπροσθέτως, η έκτακτη ρευστότητα χορηγείται έναντι υψηλότερου επιτοκίου από το αντίστοιχο του ευρωσυστήματος, αυξάνοντας, κατά συνέπεια, το κόστος χρηματοδότησης των δικαιούχων τραπεζών.³⁰ Από τα προλεγόμενα συνάγεται το συμπέρασμα πως η απόφαση καταφυγής στον μηχανισμό παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα συμπίπτει, πιθανότατα, με ένταση και αβεβαιότητα στο χρηματοπιστωτικό περιβάλλον εντός του οποίου

²⁷ Σε περιόδους παροχής άφθονης ρευστότητας μέσω της διαδικασίας πλήρους κατανομής στις τακτικές πράξεις αναχρηματοδότησης, είναι πολύ δύσκολο να ελεγχθεί και, ακολούθως, να αποστειρωθεί η πρόσθετη ρευστότητα μέσω παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα. Είναι, δηλαδή, αναπόφευκτη η μερική, τουλάχιστον, απώλεια του νομισματικού ελέγχου από την ΕΚΤ στις περιπτώσεις ενεργοποίησης της έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (Buiter *et al*, 2011).

²⁸ Για πλήρη παρουσίαση των σχετικών διατάξεων, βλέπε:

https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/201402_elaprocedures.el.pdf?8249cc285350ea799fa377522f792919

²⁹ Αν οι τράπεζες κατείχαν επιλέξιμους προς ενεχυρίαση τίτλους, δεν θα είχαν λόγο να προτιμήσουν τον μηχανισμό παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα, αντί της τακτικής χρηματοδότησης.

³⁰ Αν και οι όροι που διέπουν την ενεργοποίηση της παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα δεν δημοσιοποιούνται, θεωρείται πως είναι δυσμενέστεροι για τις τράπεζες. Για παράδειγμα, ο διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος, Γιάννης Στουρνάρας δηλώνει τον Νοέμβριο του 2014 πως το επιτόκιο για την χορήγηση έκτακτης παροχής σε ρευστότητα ανέρχεται στο 1,55%, υψηλότερο, δηλαδή, από το επιτόκιο πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του ευρωσυστήματος κατά 150 μονάδες βάσης (Buiter *et al*, 2015). Βλέπε, επίσης, Buiter *et al*. (2011) για το, κατά δήλωση του διοικητή της κεντρικής τράπεζας της Ιρλανδίας, τιμωρητικό επιτόκιο που επιβάλλεται στις ιρλανδικές τράπεζες στο πλαίσιο της έκτακτης χορήγησης σε ρευστότητα.

λειτουργούν οι τράπεζες, οι οποίες συνοδεύονται, πιθανότατα, με αυξανόμενη εκροή καταθέσεων.

Στην διάρκεια της ελληνικής κρίσης, δύο είναι οι περίοδοι κατά τις οποίες οι ελληνικές τράπεζες εξαρτώνται σχεδόν αποκλειστικώς από τον μηχανισμό παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα για την κάλυψη των αναγκών τους. Διόλου τυχαίως, αμφότερες οι περίοδοι συγκεντρώνουν κοινά, αλληλοτροφοδοτούμενα μεταξύ τους χαρακτηριστικά. Μεταξύ αυτών συγκαταλέγονται η χρηματοπιστωτική αβεβαιότητα, εν μέρει απόρροια της πολιτικής αβεβαιότητας, η ανησυχία χρεοκοπίας της κυβέρνησης, η ταχεία εκροή καταθέσεων και η εντεινόμενη φημολογία περί εξόδου της χώρας από την ευρωζώνη.

Η πρώτη περίοδος αναφέρεται στο πρώτο εξάμηνο του 2012 και, ιδίως, στους μήνες Μάιο και Ιούνιο, κατά τους οποίους κλιμακώνεται η πολιτική αβεβαιότητα περί την προοπτική σχηματισμού κυβέρνησης και επιταχύνεται η εκροή καταθέσεων από το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα (γράφημα 8). Στο διάστημα αυτό, οι διαρκώς αυξανόμενες ανάγκες των τραπεζών για ρευστότητα καλύπτονται μέσω του μηχανισμού παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα, με το ύψος της αντίστοιχης χρηματοδότησης να κορυφώνεται τον Μάιο – στο ενδιάμεσο μεταξύ των δύο εκλογικών αναμετρήσεων – και να ανέρχεται περίπου στα 124 δισεκ. ευρώ.³¹ Ο σχηματισμός κυβέρνησης και η συνέχιση των διαπραγματεύσεων εντός του χρονοδιαγράμματος αξιολογήσεων του πρώτου προγράμματος οικονομικής προσαρμογής, διασφαλίζουν την συνέχιση παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα και αμβλύνουν προοδευτικώς την ανησυχία των καταθετών για το ενδεχόμενο εξόδου της χώρας από την ευρωζώνη.

Η δεύτερη περίοδος εκτείνεται από τις 5 Φεβρουαρίου 2015, όταν η ΕΚΤ παύει να δέχεται τα ελληνικά κυβερνητικά χρεόγραφα ως ενέχυρα, μέχρι τις 28 Ιουνίου 2015, όταν αποφασίζει την διατήρηση της έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα στο επίπεδο της 26ης Ιουνίου (λίγο χαμηλότερα από 90 δισεκ. ευρώ)³² λαμβάνοντας υπόψη την ανακοίνωση διεξαγωγής δημοψηφίσματος και την επικείμενη λήξη του προγράμματος

³¹ Εξαιτίας της μη δημοσίευσης στοιχείων σχετικώς με τις λεπτομέρειες της χρηματοδότησης μέσω του μηχανισμού παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα, μόνο εικασίες μπορούν να διατυπωθούν αναφορικώς με το ύψος της παρεχόμενης ρευστότητας (Buiters *et al.*, 2011). Το στοιχείο του ενεργητικού της Τράπεζας της Ελλάδος που, πιθανότατα, περιλαμβάνει το ύψος της χορηγούμενης ρευστότητας είναι το υπ' αριθμόν 6 στις εβδομαδιαίες λογιστικές καταστάσεις που δημοσιεύει η Τράπεζα της Ελλάδος στο τέλος κάθε μήνα. Αυτό φέρει τον τίτλο «άλλες απαιτήσεις έναντι των πιστωτικών ιδρυμάτων της ευρωζώνης αποτιμώμενες σε ευρώ». Από τα στοιχεία αυτά προκύπτει πως, στις 31 Μαΐου 2012, το αντίστοιχο ποσό ανέρχεται περίπου στα 124 δισεκ. ευρώ.

³² Στις 31 Ιουλίου 2015, οι λοιπές απαιτήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος έναντι των ελληνικών τραπεζών ανέρχονται περίπου στα 86,7 δισεκ. ευρώ και σημειώνουν ελαφρά πτώση στους επόμενους μήνες.

προσαρμογής.³³ Ήδη από τον Δεκέμβριο του προηγούμενου έτους, καταγράφεται συνεχής εκροή καταθέσεων από τις ελληνικές τράπεζες, καθώς επανέρχεται στο προσκήνιο ο κίνδυνος και διαρκώς συντηρείται ο φόβος για έξοδο της χώρας από την ευρωζώνη – κατά την αποκαλυμμένη αντίληψη των καταθετών, η αποτυχία αξιολόγησης του προγράμματος προσαρμογής συνεπάγεται έξοδο από την ευρωζώνη (γράφημα 9). Οι διαφορούμενες ερμηνείες περί των πιθανών συνεπειών του δημοψηφίσματος και η απόρριψη του ελληνικού αιτήματος για αύξηση της έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα, αρκούν για να μετατραπεί η εκροή καταθέσεων σε πλήρη τραπεζικό πανικό. Μοιραίως, λοιπόν, επιβάλλονται περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων, όριο ανάληψης μετρητών και τραπεζική αργία.

Έντονη διχογνωμία επικρατεί ως προς την νομική βασιμότητα, την οικονομική σκοπιμότητα και την πολιτική ουδετερότητα της απόφασης της ΕΚΤ της 28ης Ιουνίου. Αυτό δεν προκαλεί έκπληξη, καθώς οι όροι, τα κριτήρια και οι διαδικασίες ενεργοποίησης και λειτουργίας του μηχανισμού έκτακτης χρηματοδότησης είναι σε μεγάλο βαθμό ασαφή. Σε κάθε περίπτωση, αυτό που μπορεί με βεβαιότητα να υποστηριχθεί είναι πως η ασάφεια παρέχει μεγάλη διακριτική ευχέρεια στην ΕΚΤ, κάθε φορά που η τελευταία αποφαινεται για το επιτρεπτό όριο παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα. Εάν σε αυτήν την διαπίστωση προστεθεί το γεγονός ότι ο μηχανισμός της παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα ενεργοποιείται σε περιόδους έντονης χρηματοπιστωτικής αστάθειας και υψηλής εξάρτησης των τραπεζών από αυτόν, τότε, ευλόγως συμπεραίνεται πως πρόκειται για έναν πολύ ισχυρό μοχλό πίεσης στην διάθεση της ΕΚΤ, η οποία, ως επαναληφθεί, πέραν του ρόλου της ως δανειστή ύστατης καταφυγής, μετέχει επίσης στην τρόικα.³⁴

Στην περίπτωση της Ελλάδας, η ουσία του ζητήματος έγκειται στην επίδραση ενδεχόμενης κυβερνητικής χρεοκοπίας στην φερεγγυότητα των τραπεζών και, μέσω αυτών, στον ισολογισμό της Τράπεζας της Ελλάδος. Στις Συνθήκες δεν προβλέπεται η αυτόματη έξοδος μιας χώρας από την ευρωζώνη σε περίπτωση κυβερνητικής χρεοκοπίας. Ο μόνος τρόπος για να συμβεί στην πράξη αυτό, είναι όταν η κεντρική τράπεζα μιας χώρας, εν προκειμένω η Τράπεζα της Ελλάδος, καθίσταται αφερέγγυα. Μία αφερέγγυα κεντρική τράπεζα παύει να θεωρείται επιλέξιμος αντισυμβαλλόμενος για τις λοιπές 18 κεντρικές τράπεζες του ευρωσυστήματος, με συνέπεια τον αποκλεισμό της από το διευρωπαϊκό σύστημα πληρωμών (ευρύτερα γνωστό ως TARGET2) και, τελικώς, την έξοδο της χώρας από την ζώνη του ευρώ (Buiter *et al.*, 2015). Η Τράπεζα της Ελλάδος, λοιπόν, καθίσταται αφερέγγυα, πιθανότατα, όταν η κυβερνητική

³³ Για το πλήρες κείμενο της απόφασης βλέπε:

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150628.el.html>

³⁴ Στην περίπτωση της Ιρλανδίας το 2010 και της Κύπρου το 2013, η ΕΚΤ απειλεί με διακοπή της παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα, προκειμένου να πείσει τις κυβερνήσεις των δύο χωρών να αιτηθούν επίσημη χρηματοδοτική συνδρομή. Στην πρώτη περίπτωση, μάλιστα, ο Mario Draghi δίνει το 2014 στην δημοσιότητα επιστολή του προκατόχου του προς τον Ιρλανδό Υπουργό Οικονομικών, στον οποίο ευθέως συναρτά την συνέχιση παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα με την αίτηση χρηματοδοτικής συνδρομής (Whelan, 2014b).

χρεοκοπία επιφέρει καθοριστικό πλήγμα στο ενεργητικό των τραπεζών, με αποτέλεσμα την αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεών τους προς την Τράπεζα της Ελλάδος. Η πιθανότητα του ενδεχομένου αυξάνεται όσο μεγαλύτερο είναι το μερίδιο των κυβερνητικών χρεογράφων που έχουν τοποθετήσει ως ενέχυρο οι τράπεζες για την άντληση ρευστότητας.

Τον Οκτώβριο του έτους 2014, οι ελληνικές τράπεζες αξιολογούνται ως αξιόχρεες, βάσει των ασκήσεων αντοχής που για πρώτη φορά έχει διεξαγάγει η ΕΚΤ. Λογίζονται, επομένως, ως κατάλληλοι αντισυμβαλλόμενοι για την διενέργεια πράξεων αναχρηματοδότησης, τόσο στο πλαίσιο του ευρωσυστήματος, όσο και, αργότερα, μέσω του μηχανισμού παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα. Για αυτόν ακριβώς τον λόγο, πολλοί αναλυτές εκτιμούν πως η απόφαση της ΕΚΤ να αρνηθεί την χορήγηση επαρκούς ρευστότητας προς τις ελληνικές τράπεζες συνιστά παράβαση του καθήκοντός της ως δανειστή ύστατης καταφυγής και προκαλεί τραπεζικό πανικό (Wyplosz, 2015, Wren-Lewis, 2015). Επιπροσθέτως, υποστηρίζεται πως πρόκειται για απόφαση με πρόδηλες πολιτικές προεκτάσεις, εφόσον οι πολύ δυσμενείς επιδράσεις που προοιωνίζονται για την ελληνική οικονομία τα μέτρα περιστολής του τραπεζικού πανικού (έλεγχοι στην κίνηση κεφαλαίων), προκαταλαμβάνουν, κατ' ουσίαν, την έκβαση των διαπραγματεύσεων και δεν αφήνουν άλλη επιλογή στην ελληνική κυβέρνηση εκτός της πλήρους αποδοχής των απαιτήσεων των πιστωτών της (Gotz *et al.*, 2015).

Ο αντίλογος εστιάζει στον εναγκαλισμό μεταξύ κυβέρνησης και τραπεζών. Ειδικότερα, υποστηρίζεται πως η παρεχόμενη ρευστότητα στις τράπεζες μέσω του μηχανισμού έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα, διοχετεύεται προς την αναχρηματοδότηση των βραχείας διάρκειας εντόκων γραμματίων που εκδίδει η ελληνική κυβέρνηση για την κάλυψη των ταμειακών αναγκών της (Merler, 2015). Για αυτόν τον λόγο εξάλλου, η ΕΚΤ θέτει ανώτατο όριο αναχρηματοδότησης των εντόκων γραμματίων του ελληνικού δημοσίου στο ύψος των 3,5 δισεκατομμυρίων ευρώ. Ταυτοχρόνως, η έκθεση των τραπεζών έναντι της κυβέρνησης αυξάνεται, καθώς ολοένα και μεγαλύτερο μέρος των χρεογράφων που τοποθετούνται ως ενέχυρα, αφορούν σε ομόλογα που εγγυάται η ελληνική κυβέρνηση (Merler, 2015). Η αδιάκοπη εκροή καταθέσεων, η αποχώρηση από την διαπραγμάτευση και η λήξη του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής δεν αφήνουν στην ΕΚΤ άλλη επιλογή, εκτός της διατήρησης του επιπέδου της έκτακτης χρηματοδότησης σε αυτό της 26ης Ιουνίου. Από την στιγμή που η κυβέρνηση δεν καλύπτεται, πλέον, από το πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής, είναι άμεσα αντιμέτωπη με το ενδεχόμενο χρεοκοπίας, το οποίο επιφέρει, ασφαλώς, δυσμενείς προεκτάσεις για την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών και την φερεγγυότητα της Τράπεζας της Ελλάδος.³⁵

³⁵ Η ΕΚΤ έχει γνωμοδοτήσει πως και στο πλαίσιο της παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα οι κυβερνήσεις οφείλουν να μεριμνούν για την κεφαλαιακή επάρκεια της κεντρικής τράπεζας, προκειμένου να διαφυλάσσεται η οικονομική ανεξαρτησία της. Η τελευταία λογίζεται

Ανεξαρτήτως των κινήτρων ή, ενδεχομένως, και των πιέσεων που ασκούνται στην ΕΚΤ, γεγονός είναι πως η απόρριψη του ελληνικού αιτήματος για αύξηση της παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα, διαμορφώνει σε καθοριστικό βαθμό την έκβαση της διαπραγμάτευσης. Μάλιστα, ο Charles Wyplosz (2015) και ο Simon Wren-Lewis (2015a), θεωρούν αυτήν την απόφαση ως τιμωρία της κυβέρνησης για την άρνησή της να αποδεχθεί τους όρους της τρόικας, μέλος της οποίας, άλλωστε, είναι η ΕΚΤ. Επιπλέον, υποστηρίζεται πως η απειλούμενη εκδήλωση του κινδύνου χρεοκοπίας αφορά σε ομόλογα που εσφαλμένως αγόρασε η ΕΚΤ στο πλαίσιο εφαρμογής του προγράμματος αγοράς τίτλων. Ηθικώς απαιτητή είναι, κατά συνέπεια, η ανάληψη της ευθύνης για αυτήν την επιλογή της (Wyplosz, 2015). Ομοίως, ο Paul De Grauwe (2015a) τονίζει πως εξαιτίας της δημοσιονομικής προσαρμογής της χώρας και των αναδιαρθρώσεων του ελληνικού χρέους, αυτό θα πρέπει, πλέον, να λογίζεται ως εξυπηρετήσιμο, αρκεί οι πιστωτές να επωμισθούν ζημιές. Ας σημειωθεί, τέλος, η ασυνέπεια της ΕΚΤ: κατά την περίοδο 2010-2012, εν μέσω κλιμάκωσης της χρηματοπιστωτικής αναταραχής, η ΕΚΤ δεν αναστέλλει την χορήγηση έκτακτης χρηματοδότησης προς τις αφερέγγυες, πιθανότατα, ιρλανδικές και κυπριακές τράπεζες (Whelan, 2014b).³⁶

IV. Επίλογος: Η πολιτική οικονομία της νομισματικής πολιτικής σε μία νομισματική ένωση χωρίς μεταβιβάσεις

Στην διάρκεια της πρώτης και φαινομενικώς ανέφελης δεκαετίας της ΟΝΕ, η ΕΚΤ εκ των πραγμάτων (και δια των πολιτικών επιτοκίου και ενεχύρων) ενθαρρύνει τον υπέρμετρο δανεισμό της Ελλάδας και, επομένως, ευνοεί μάλλον, παρά αποτρέπει την επιδείνωση των δίδυμων ελληνικών ελλειμμάτων. Ακριβολογώντας, η ΕΚΤ διευκολύνει μάλλον, παρά αποθαρρύνει την απερίσκεπτη και αμέριμη εγχώρια πολιτική οικονομία – διευκολύνει, με άλλα λόγια, την παραμέληση της δομικής και μακροοικονομικής προσαρμογής της χώρας. Όταν εκδηλώνεται η κρίση, η ΕΚΤ αντιτίθεται σφοδρώς στην έγκαιρη αναδιάρθρωση του ελληνικού δημόσιου χρέους, σε πείσμα των αναμφίλεκτων, σχεδόν, εμπειρικών δεδομένων και προς χάριν της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στην ευρωζώνη (και ειδικότερα προς όφελος των τραπεζών που κατέχουν ελληνικά ομόλογα). Αντί της έγκαιρης αναδιάρθρωσης του χρέους, η ΕΚΤ υποστηρίζει τον επίσημο δανεισμό της ελληνικής κυβέρνησης και, επίσης, χορηγεί ρευστότητα στις ελληνικές τράπεζες, αποδεχόμενη, κατ' εξαίρεση, ως ενέχυρα τα υποβαθμισμένα

ως μία από τις τέσσερις συνιστώσες της ανεξαρτησίας της κεντρικής τράπεζας. (Buitter *et al*, 2011).

³⁶ Είναι απαραίτητο, βεβαίως, να διευκρινιστεί πως στην συγκεκριμένη περίοδο, η ΕΚΤ δεν έχει την ευθύνη διενέργειας των ασκήσεων αντοχής.

ομόλογα της ελληνικής κυβέρνησης – μέρος των οποίων αγοράζει στο πλαίσιο του (έκτακτου) προγράμματος αγοράς τίτλων, χωρίς να υποστεί ζημίες όταν, μεταγενέστερα (2012) και, ίσως πολύ αργά, επιχειρείται η αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους προς τον ιδιωτικό τομέα. Ως αντιστάθμισμα σε αυτά, η ΕΚΤ πιέζει, μέσω της συμμετοχής της στην τρόικα, για την ταχεία (και αυτοαναιρούμενη, βεβαίως) δημοσιονομική εξυγίανση και την θεσμική οικονομική απορρύθμιση. Καθοριστική αποδεικνύεται, όμως, η στάση της ΕΚΤ αναφορικός με την παροχή έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα από την Τράπεζα της Ελλάδος προς τις εμπορικές τράπεζες, επηρεάζοντας και, εν πολλοίς, προδιαγράφοντας την έκβαση της διαπραγματεύσεως της ελληνικής κυβέρνησης με τους πιστωτές της τον Ιούλιο του 2015.

Η συμπεριφορά της ΕΚΤ στην ελληνική κρίση χρέους αντανακλά κατ' ουσίαν τους περιορισμούς και τις πιέσεις που αντιμετωπίζει, ούσα η κεντρική τράπεζα μίας νομισματικής ένωσης ανομοιογενών οικονομιών με αποκεντρωμένες οικονομικές και δημοσιονομικές πολιτικές και απουσία δημοσιονομικών μεταβιβάσεων – και, ίσως κυριότερα, με συλλογική ισχυρή βούληση αποτροπής των έμμεσων εκφράσεών τους.

Στους καλούς καιρούς, η ΕΚΤ εφαρμόζει κατά γράμμα την εντολή της. Η συμπεριφορά της, με άλλα λόγια, δεν προκαλεί αμφισβητήσεις και η ανεξαρτησία της, κατ' επέκταση, δεν δοκιμάζεται. Είναι γεγονός πάντως, ότι η ΕΚΤ εμφανίζεται ανεκτική στον κίνδυνο πληθωρισμού, ιδίως σε ό,τι αφορά τις τιμές των τοκοφόρων περιουσιακών στοιχείων.

Στην κρίση, και εν πολλοίς εξαιτίας των θεσμικών ελλειμμάτων της ευρωζώνης, η ΕΚΤ αναλαμβάνει ρόλο που, ενίοτε, δεν απορρέει ευθέως και αναμφίλεκτα από την εντολή της, ή, έστω, αγγίζει τα όρια της τελευταίας. Ασκεί, κατά συνέπεια, τον ρόλο της με δισταγμό και καθυστερημένα (για παράδειγμα, πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης) και ίσως, κάποιες φορές, με τρόπο μεροληπτικό, επιχειρώντας πιθανότατα να αντισταθμίσει μεταβιβάσεις μέσω του ισολογισμού της («από την πίσω πόρτα»), (για παράδειγμα πρόγραμμα αγοράς τίτλων και πρόγραμμα απευθείας νομισματικών συναλλαγών) ή/και να αποτρέψει το ενδεχόμενο πραγμάτωσής τους (για παράδειγμα, παροχή έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα).

Από αυτήν την άποψη, η συμπεριφορά της ΕΚΤ μοιάζει να μην επιβεβαιώνει, ή, έστω, να θέτει υπό αμφισβήτηση, την κρατούσα αντίληψη που θέλει την θεσμική ανεξαρτησία της κεντρικής τράπεζας και την συντηρητική (αντιπληθωριστική) προδιάθεση και προσήλωσή της να είναι αμοιβαίως τροφοδοτούμενες (Rogoff 1985 και Koutsiaras, 2005, σελ. 23-25). Η συμπεριφορά της ΕΚΤ μοιάζει να υποδηλώνει, αντιθέτως, την ύπαρξη μίας ανταλλακτικής σχέσης μεταξύ ανεξαρτησίας και συντηρητισμού, πιθανώς με διαβαθμίσεις. Όταν η ΕΚΤ κινείται αποκλειστικώς εντός των ορίων της εντολής της, τουτέστιν, όταν η νομισματική πολιτική επικεντρώνεται στην διατήρηση της νομισματικής σταθερότητας κατά τον συμβατικό τρόπο (με τα συμβατικά μέσα), τότε η ΕΚΤ μοιάζει περισσότερο ανεκτική, λιγότερο επιφυλακτική έναντι μικρών ή μεγαλύτερων υπερβάσεων των στόχων της, λιγότερο συντηρητική με άλλα λόγια. Η προσδοκώμενη ενίσχυση της λαϊκής νομιμοποίησής της, άλλωστε, αυξάνει την αξιοπιστία της πολιτικής της.

Από την άλλη πλευρά όμως, όταν η ΕΚΤ ασκεί ρόλο και μετέρχεται μέσα που, με τον έναν ή τον άλλο τρόπο, εγγίζουν ή ακόμα και ξεπερνούν τα όρια της εντολής της, εγείροντας νομικές ενστάσεις, προκαλώντας πολιτικές διαμάχες και θέτοντας την ανεξαρτησία της υπό πιθανή αμφισβήτηση, τότε επιλέγει την συντηρητική αναδίπλωσή της – για την ακρίβεια, εφαρμόζει αυτόν τον ρόλο της με τρόπο συντηρητικό τόσο ως προς την διαδικασία όσο και ως προς την ουσία. Συντηρητισμό ως προς την διαδικασία εκφράζουν οι δισταγμοί και οι καθυστερήσεις. Συντηρητισμό ως προς την ουσία αντανακλούν η υποτίμηση του κινδύνου αποπληθωρισμού, η αποστροφή του επιμερισμένου κινδύνου και των (εμμέσως διανεμητικών) μεταβιβάσεων μέσω του ισολογισμού της, η πίεση για δημοσιονομική λιτότητα και απορρύθμιση των αγορών. Διόλου απροσδόκητα βεβαίως, ο συντηρητισμός της ΕΚΤ εναρμονίζεται, εκ των πραγμάτων, με τις προτιμήσεις των χωρών με χαμηλό πληθωρισμό και υψηλά πλεονάσματα – των πιστωτριών χωρών.

Εάν έτσι έχουν τα πράγματα, η καθίζηση της συνολικής ζήτησης στην ευρωζώνη, αλλά και η αύξηση του κινδύνου χρόνιας στασιμότητας και πολύ χαμηλού πληθωρισμού δεν (θα) αντιμετωπίζονται επιτυχώς. Οι ακαδημαϊκοί οικονομολόγοι προτείνουν μέτρα, όπως η αύξηση του στόχου για τον πληθωρισμό στο επίπεδο του 4% (Blanchard, 2010), η δέσμευση, σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, διατήρησης του πληθωρισμού σε επίπεδο υψηλότερο της τιμής στόχου, ακόμα και αν η ανεργία υπολείπεται του φυσικού ποσοστού της (Wren-Lewis, 2014), η θεσμική καθιέρωση διττής εντολής (πληθωρισμός και απασχόληση), (Bossone and Labini, 2016) αλλά και μέτρα όπως η μετατόπιση σε καθεστώς επιμερισμένου κινδύνου του συνόλου των πράξεων ανοικτής αγοράς ή, ακόμη, η άρση της απαγόρευσης νομισματικής χρηματοδότησης προκειμένου να είναι εφικτή, μεταξύ άλλων, η επιλογή της λεγόμενης *ρίψης χρήματος από το ελικόπτερο* (Buiter, 2015b).³⁷ Ωστόσο, παρά το γεγονός πως οι εν λόγω προτάσεις – που μέχρι πρότινος λογίζονταν αιρετικές – έχουν ολοένα και μεγαλύτερη απήχηση, λόγω της διεθνώς διογκούμενης ανησυχίας για την ικανότητα των κεντρικών τραπεζών να εκπληρώνουν τους στόχους τους,³⁸ στην ευρωζώνη παραμένουν εκτός συζήτησης βεβαίως. Στην ευρωζώνη, η προσαρμογή προβλέπεται, κυρίως, μέσω πολιτικών εσωτερικής υποτίμησης, δημοσιονομικής λιτότητας και απορρύθμισης των αγορών. Αυτές είναι, άλλωστε, οι προϋποθέσεις της νομισματικής στήριξης από την ΕΚΤ.

³⁷ Σύμφωνα με αυτήν την πολιτική, η Κεντρική Τράπεζα τυπώνει χρήμα και το χρησιμοποιεί για να αγοράσει κυβερνητικά ομόλογα με μηδενικό επιτόκιο που εκδίδει η δημοσιονομική αρχή. Δεσμεύεται όμως ότι θα διατηρήσει στο διηνεκές τα ομόλογα αυτά στο ενεργητικό της, ώστε οι τίτλοι αυτοί να λογίζονται κατ' ουσία ως ενεργητικό για την κάτοχο, αλλά όχι ως παθητικό για τον εκδότη. Ο συντονισμός δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής χαλαρώνει τον κυβερνητικό εισοδηματικό περιορισμό κατά το βαθμό αύξησης της νομισματικής βάσης, αποτρέπει, με άλλα λόγια, την αύξηση του δημόσιου χρέους και, τονώνει την κατανάλωση και την επένδυση, ακόμα και στην υπόθεση ύπαρξης ρικαρδιανών καταναλωτών (Για πλήρη ανάλυση, βλέπε Buiter, 2014).

³⁸ Για μία σύντομη επισκόπηση του σχετικού προβληματισμού, βλέπε Jeremie Cohen-Setton (2016).

Βιβλιογραφία

- Benigno, Gianluca, Converse, Nathan and Fornaro Luca. 2015. "International capital flows, sectoral resource allocation, and the financial resource curse" <http://www.voxeu.org/article/financial-resource-curse>.
- Blanchard, Olivier, Dell'Ariccia, Giovanni and Mauro, Paolo. 2010. "Rethinking Macro Policy" <http://www.voxeu.org/article/rethinking-macro-policy>.
- Blanchard, Olivier and Leigh, Daniel. 2013. "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers" IMF Working Paper, 13/1.
- Bossone, Biaggio and Labini, Stefano Sylos. 2016. "The ECB's original sin and Franco Modigliani's long view" <http://www.voxeu.org/article/ecb-s-original-sin-and-franco-modigliani-s-long-view>.
- Buiter, Willem H. and Sibert Anne C. 2005. "How the Eurosystem's Treatment of Collateral in its Open Market Operations Weakens Fiscal Discipline in the Eurozone (and what to do about it)" in *Fiscal Policy and the Road to the Euro*, National Bank of Poland, Warsaw, October.
- Buiter, Willem H., Michels, Jurgen and Rahbari, Ebrahim. 2011. "ELA: An Emperor Without Clothes?" Citi Economics, Global Economics View. January 21.
- Buiter, Willem H. 2014. "Central Banks: Powerful, political and unaccountable?" Centre for Economic Policy Research. Discussion Paper No. 10223.
- Buiter, Willem H. 2015a. "The Euro Area: Monetary Union or System of Currency Boards?" Citi Economics, Global Economics View. March 19.
- Buiter, Willem H. 2015b. "Unemployment and inflation in the eurozone: why has demand management failed so badly?" Remarks made at the panel "Current perspectives on unemployment and inflation in the euro area and advanced economies", held on 22 May 2015, at the second ECB Forum on Central Banking, Sintra, Portugal, 21-23 May 2015.
- Burtless, Gary. 2001. "The Greek Labor Market" in: Ralph C. Bryant, Nicholas C. Garganas and George S. Tavlas (eds), *Greece's economic performance and prospects*. Athens and Washington DC: Bank of Greece/The Brookings Institution. pp. 453-98.
- Chopra, Ajai. 2015. "The ECB's Role in the Design and Implementation of Crisis Country Programs: Ireland and Beyond" Testimony prepared at the request of the European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs. November.
- Cohen-Setton, Jeremie. 2016. "The impotency of central banks" <http://bruegel.org/2016/02/the-impotency-of-central-banks/>.
- Darvas, Zsolt. 2014. "So far and yet so close: should the ECB care about inflation differentials?" Bruegel policy contribution, Issue 2014/10. September.

- Davies, Howard and Green, David. 2010. *“Banking on the Future: The Fall and Rise of Central Banking”* Princeton University Press, New Jersey.
- De Grauwe, Paul and Senegas M.A. 2004. “Asymmetries in Monetary Policy Transmission: Some Implications for EMU and its Enlargement” *Journal of Common Market Studies*, 42(4), 757-73
- De Grauwe, Paul and Gros, Daniel. 2009. “A New Two-Pillar Strategy for the ECB” CESifo Working Paper No. 2818.
- De Grauwe, Paul. 2011a. “The European Central Bank as a lender of last resort” <http://www.voxeu.org/article/european-central-bank-lender-last-resort>.
- De Grauwe, Paul. 2011b. “Why the ECB refuses to be a Lender of Last Resort” <http://www.voxeu.org/article/why-ecb-refuses-be-lender-last-resort>.
- De Grauwe, Paul. 2012. “Why the EU summit decision may destabilize government bond markets” <http://www.voxeu.org/article/why-eu-summit-decisions-may-destabilise-government-bond-markets>.
- De Grauwe, Paul. 2014. “The dangerous ambitions of the European Central Bank” <http://escoriallaan.blogspot.gr/2014/12/the-dangerous-ambitions-of-european.html>.
- De Grauwe, Paul. 2015a. “Greece is solvent but illiquid: Policy implications” <http://www.voxeu.org/article/greece-solvent-illiquid-policy-implications>.
- De Grauwe, Paul. 2015b. “The ECB does not learn from past mistakes” <http://escoriallaan.blogspot.gr/2015/07/in-2011-at-height-of-sovereign-debt.html>.
- De Grauwe, Paul. 2016. “The ECB grants debt relief to all Eurozone nations except Greece” <http://www.voxeu.org/article/ecb-grants-debt-relief-all-eurozone-nations-except-greece>
- de Haan, Jakob. 2010. “Inflation Differentials in the Euro Area: A survey” in: de Haan, Jakob and Berger, Helge (eds), *European Central Bank at Ten*. Springer, Heidelberg. pp. 11–32.
- Fernandez, Raquel and Rodrik, Dani. 1991. “Resistance to Reform: Status Quo Bias in the Presence of Individual-Specific Uncertainty” *The American Economic Review*, Vol. 81, No. 5, (Dec. 1991). pp. 1146-1155.
- Fernandez-Villaverde, Jesus, Garicano Luis and Santos, Tano. 2013. “Political Credit Cycles: The Case of the Eurozone” *Journal of Economic Perspectives*, Volume 27, Number 3. pp. 145-166.
- Gotz, Martin R., Haselmann, Rainer and Krahnert, Jan Pieter. 2015. “Emergency liquidity assistance and Greek banks’ bankruptcy” <http://www.voxeu.org/article/emergency-liquidity-assistance-and-greek-banks-bankruptcy>.
- Gros, Daniel, Alcidi, Cinzia and Giovanni, Alessandro. 2012. “Central Banks in Times of Crisis: The FED vs. the ECB” CEPS Policy Brief, No. 276. July 11.

Gros, Daniel. 2015. "Counties under Adjustment Programmes: What role for the ECB?" CEPS special report No. 124. December 10.

Hopner, Martin and Lutter, Mark. 2014. "One Currency and Many Modes of Wage Formation" MPIFG Discussion Paper 14/14.

Hyppolite, Paul-Adrien. 2016. "Towards a theory on the causes of the Greek depression: an investigation of national balance sheet data (1997-2014)", <http://piketty.pse.ens.fr/files/Hyppolite2015.pdf>

Issing, Otmar. 2005. "One size fits all! A single monetary policy for the euro area" Speech by Otmar Issing, Member of the Executive Board of the ECB. International Research Forum, Frankfurt am Main. May 20.

Koo, Richard. 2015. "EU refuses to acknowledge mistakes made in Greek bailout" http://ineteconomics.org/uploads/papers/Koo_Greece_Nomura.pdf.

Koutsiaras, Nikos. 2005. *Understanding Economic and Monetary Union*. Metamesonykties Ekdoseis, Athens.

Κουτσιαράς, Νίκος. 2013. *Οι καιροί αλλάζουν – εμείς*; . Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα.

Manasse, Paolo. 2015. "What went wrong in Greece and how to fix it: Lessons for Europe from the Greek crisis" <http://www.voxeu.org/article/what-went-wrong-greece-and-how-fix-it>.

Merler, Siliva, Pisani-Ferry, Jean and Wolff, Guntram B. 2012. "The Role of the ECB in Financial Assistance: Some Early Observations" Briefing paper for the Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON) of the European Parliament. June.

Merler, Silvia. 2015. "ECB collateral damages on Greece" <http://bruegel.org/2015/02/ecb-collateral-damages-on-greece/>.

Merler, Siliva. 2016. "A financial side to a macroeconomic story: macro imbalances and financial integration in the euro area" <http://bruegel.org/2016/01/a-financial-side-to-a-macroeconomic-story-macro-imbalances-and-financial-integration-in-the-euro-area/>.

Micossi, Stefano. 2015. "The Monetary Policy of the European Central Bank (2002-2015)" CEPS special report No. 109. May.

Mody, Ashoka. 2014. "Did the German Court do Europe a favour?" Bruegel Working Paper, 2014/09.

Mody, Ashoka. 2015a. "The nod-and-wind lender of last resort" <http://bruegel.org/2015/01/the-nod-and-wink-lender-of-last-resort/>.

Mody, Ashoka. 2015b. "Living (dangerously) without a fiscal union" Bruegel Working Paper, 2015/03.

Mody, Ashoka. 2016. "Delays and half measures" <http://bruegel.org/2016/01/delays-and-half-measures/>.

Papademos, Loukas. 2011, "The pitfalls of EZ sovereign debt restructuring" <http://www.voxeu.org/article/greek-debt-restructuring-perils-and-promises>.

Rogoff, Kenneth. 1985. "The Optimal Degree of Commitment to an International Monetary Target" *Quarterly Journal of Economics*, 100. pp. 1161-1190.

Sibert, Anne. 2011. "The damaged ECB legitimacy" <http://www.voxeu.org/article/damaged-ecb-legitimacy>.

Sibert, Anne. 2012. "The Role of the ECB in Financial Assistance Programmes" Briefing paper for the Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON) of the European Parliament. June.

Sy, Mouhamadou. 2015. "External Imbalances within the Eurozone: The Dutch disease explanation" <http://www.voxeu.org/article/external-imbances-within-eurozone-dutch-disease-explanation>.

Sy, Mouhamadou. 2016. "Overborrowing and Balance of Payments Imbalances in a Monetary Union" *Review of International Economics*, 24(1), 67-98.

Whelan, Karl. 2010. "The Euro, the ECB and the European Sovereign Debt Crisis" Briefing paper for the Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON) of the European Parliament. 8 June.

Whelan, Karl. 2012a. "The ECB's Role in Financial Assistance Programmes" Briefing paper for the Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON) of the European Parliament. June.

Whelan, Karl. 2012b. "The ECB and Financial Assistance Programmes: Has ECB Acted Beyond its Mandate?". Briefing paper for the Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON) of the European Parliament. November.

Whelan, Karl. 2014a. "The Monetary Dialogue and Accountability for the ECB" Briefing paper for the Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON) of the European Parliament. February.

Whelan, Karl. 2014b. "The ECB's Collateral Policy and its future as Lender of Last Resort" Briefing paper for the Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON) of the European Parliament. November.

Wolff, Guntram B. 2011. "Changing of the guard – huge challenges ahead for the new ECB president" Bruegel Policy Contribution. Issue 2011/10.

Woong Kang, Dae, Lighthart, Nick and Mody, Ashoka. 2015. "The European Central Bank: Building a shelter in a storm" Griswold Center for Economic Policy Studies. Working Paper No. 248. December.

Wren-Lewis, Simon. 2014. "How the ECB could be radical by being old fashioned" <http://mainlymacro.blogspot.gr/2014/01/how-ecb-could-be-radical-by-being-old.html>.

Wren-Lewis, Simon. 2015a. "The non-independent ECB" <http://mainlymacro.blogspot.gr/2015/07/the-non-independent-ecb.html>.

Wren-Lewis, Simon. 2015b. "Greece: a simple macroeconomic guide" <http://mainlymacro.blogspot.gr/2015/02/greece-simple-macroeconomic-guide.html>.

Wyplasz, Charles. 2012. "The Role of the ECB in Fiscal Adjustment Programmes" Briefing paper for the Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON) of the European Parliament. June.

Wyplasz, Charles. 2015. "Grexit: The staggering cost of central bank dependence"
<http://www.voxeu.org/article/grexit-staggering-cost-central-bank-dependence>.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Α. Χρονολόγιο των σημαντικότερων γεγονότων και αποφάσεων της ΕΚΤ

Ημερομηνία	Γεγονός	Πηγή
14/01/2010	Ο πρόεδρος και ο αντιπρόεδρος του Δ.Σ. της ΕΚΤ (Jean-Claude Trichet και Λουκάς Παπαδήμος αντιστοίχως) επιβεβαιώνουν με τον πλέον κατηγορηματικό τρόπο ότι δεν υπάρχει πιθανότητα μεταβολής στα κριτήρια καταλληλότητας χρεογράφων ως ενεχύρων έναντι παροχής ρευστότητας	Ενημέρωση κοινού από τον πρόεδρο και τον αντιπρόεδρο της ΕΚΤ (πηγή)
03/03/2010	Το Δ.Σ. της ΕΚΤ επιδοκιμάζει τα «...πειστικά και μόνιμα μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής της ελληνικής κυβέρνησης...», και, κυρίως τις μειώσεις σε δημόσιες δαπάνες και μισθούς, προκειμένου «...η ελληνική οικονομία να ανακτήσει την ανταγωνιστικότητά της». Τονίζει επίσης την σημασία εφαρμογής διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.	Δελτίο τύπου του Δ. Σ. της ΕΚΤ για τα πρόσθετα μέτρα της ελληνικής κυβέρνησης (πηγή).
08/04/2010	Το Δ.Σ. της ΕΚΤ ανακοινώνει την διατήρηση του ισχύοντος κατώτατου ορίου BBB-/Baa3 αποδοχής εμπορεύσιμων χρεογράφων ως ενεχύρων έναντι ρευστότητας και μετά το 2010.	Η ΕΚΤ ανακοινώνει περικοπές αποτίμησης αξίας τίτλων χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης με έναρξη ισχύος από 01/01/2011 (πηγή)
27/04/2010	Η Standard & Poors υποβαθμίζει στην κατηγορία «σκουπίδια» τα ελληνικά κυβερνητικά ομόλογα	Υποβάθμιση των ελληνικών κυβερνητικών ομολόγων από την Standard & Poors
02/05/2010	Το Δ.Σ. της ΕΚΤ αποφασίζει την αποδοχή χρεογράφων που εκδίδει (ή εγγυάται για αυτά) η ελληνική κυβέρνηση, βάσει της θετικής αξιολόγησης του ελληνικού προγράμματος δημοσιονομικής και	Ανακοίνωση για την επιλεξιμότητα των ελληνικών χρεογράφων που εκδίδονται από την ελληνική κυβέρνηση (πηγή).

Ημερομηνία	Γεγονός	Πηγή
	οικονομικής προσαρμογής. Αυτό συμβαίνει λίγες μέρες μετά την υποβάθμιση από την Standard & Poors των ελληνικών κυβερνητικών ομολόγων σε «σκουπίδια» (27/04/2010).	
10/05/2010	Το Δ.Σ. της ΕΚΤ αποφασίζει την έναρξη του προγράμματος αγοράς τίτλων (SMP) με επίσημη αιτιολόγηση την αποκατάσταση του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής για τη διαφύλαξη της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα. Το πρόγραμμα λήγει τον Ιανουάριο του 2011 (και ενεργοποιείται εκ νέου τον Αύγουστο του 2011).	Ανακοίνωση περί την λήψη μέτρων για την αντιμετώπιση της έντονης αναταραχής στις χρηματοπιστωτικές αγορές (πηγή).
07/07/2011	Ο πρόεδρος του Δ.Σ. της ΕΚΤ, Jean-Claude Trichet, αρνείται το ενδεχόμενο ελληνικού πιστωτικού γεγονότος.	Εισαγωγική δήλωση στην συνέντευξη τύπου (πηγή)
17/02/2012	Η ΕΚΤ ανταλλάζει τα ελληνικά κυβερνητικά ομόλογα που έχει αγοράσει στο πλαίσιο των παρεμβάσεων μέσω του προγράμματος αγοράς τίτλων, με νέα ομόλογα ίσης ονομαστικής αξίας. Πραγματοποιεί κέρδος, καθώς τα είχε αγοράσει σε χαμηλότερη τιμή.	Μη συμμετοχή της ΕΚΤ στην αναδιάρθρωση του ελληνικού δημόσιου χρέους
28/02/2012	Το Δ.Σ. της ΕΚΤ αποφασίζει την προσωρινή αναστολή αποδοχής ως ενεχύρων των χρεογράφων που εκδίδει ή παρέχει εγγύηση η ελληνική κυβέρνηση. Η απόφαση λαμβάνει υπόψη την πιστοληπτική αξιολόγηση της ελληνικής κυβέρνησης στο πλαίσιο της αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους που κατέχουν ιδιώτες. Συγχρόνως, οι ανάγκες σε ρευστότητα των αντισυμβαλλόμενων θα ικανοποιούνται μέσω του μηχανισμού παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα.	Επιλεξιμότητα ελληνικών κυβερνητικών ομολόγων προς χρήση ως ενέχυρο σε πράξεις νομισματικής πολιτικής (πηγή)
08/03/2012	Το Δ.Σ. της ΕΚΤ αναγνωρίζει την ενεργοποίηση του σχήματος επαναγοράς	Επιλεξιμότητα ελληνικών κυβερνητικών ομολόγων

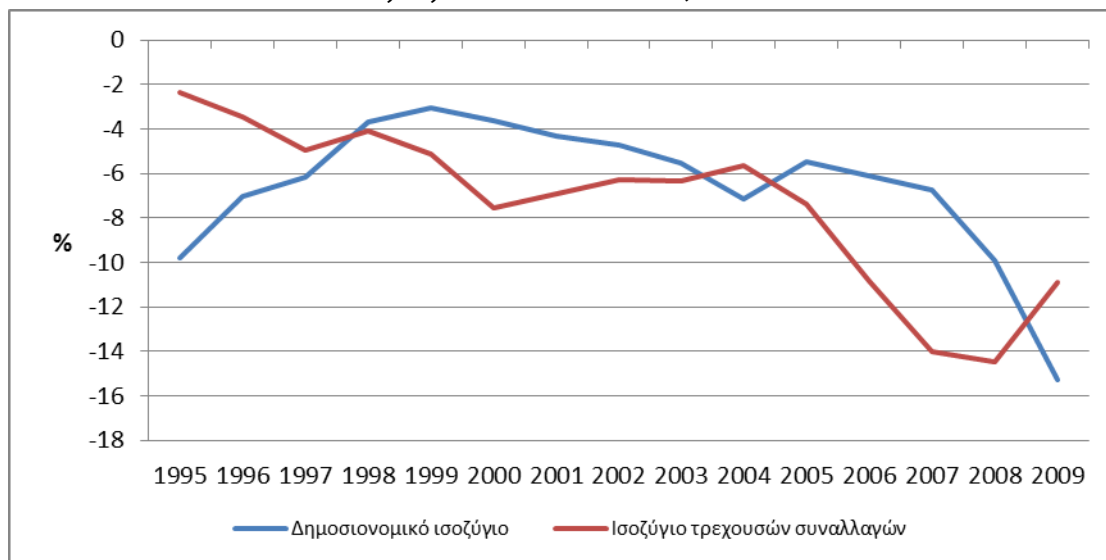
Ημερομηνία	Γεγονός	Πηγή
	στο πλαίσιο ενίσχυσης της πιστοληπτικής ικανότητας των χρεογράφων που εκδίδει ή εγγυάται για αυτά η ελληνική κυβέρνηση. Ως εκ τούτου, τα εν λόγω χρεόγραφα θα γίνονται δεκτά ως ενέχυρο στις πιστωτικές πράξεις του ευρωσυστήματος.	στις πιστωτικές πράξεις του ευρωσυστήματος (πηγή)
20/07/2012	Λόγω της λήξης του σχήματος επαναγοράς χρεογράφων που εκδίδει ή εγγυάται η ελληνική κυβέρνηση, αυτά δεν θα είναι αποδεκτά ως ενέχυρα στις πράξεις νομισματικής πολιτικής του ευρωσυστήματος. Στο πλαίσιο των συμφωνημένων διαδικασιών, το Δ.Σ. θα αξιολογήσει την δυνητική επιλεξιμότητα των εν λόγω χρεογράφων, μετά την ολοκλήρωση αξιολόγησης του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής από την τρόικα.	Επιλεξιμότητα ομολόγων που εκδίδει ή εγγυάται για αυτά η ελληνική κυβέρνηση (πηγή)
19/12/2012	Εμπορεύσιμα χρεόγραφα που εκδίδει ή εγγυάται για αυτά η ελληνική κυβέρνηση και πληρούν όλα τα υπόλοιπα κριτήρια επιλεξιμότητας, θα γίνονται εκ νέου αποδεκτά ως ενέχυρα στις πιστωτικές πράξεις του ευρωσυστήματος, υποκείμενα σε ειδικές περικοπές αποτίμησης. Αυτό αποτελεί συνέπεια της απόφασης του Δ.Σ. της ΕΚΤ να αναστείλει την εφαρμογή των ελάχιστων προδιαγραφών πιστοληπτικής αξιολόγησης για χρεόγραφα που εκδίδονται ή εγγυάται για αυτά η ελληνική κυβέρνηση στο πλαίσιο των πιστωτικών πράξεων του ευρωσυστήματος. Για την απόφαση αυτή, το Δ.Σ. λαμβάνει υπόψη την θετική πρώτη αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας από την Τρόικα στο πλαίσιο του δεύτερου προγράμματος οικονομικής	Η ΕΚΤ ανακοινώνει την επιλεξιμότητα χρεογράφων που εκδίδει ή εγγυάται για αυτά η ελληνική κυβέρνηση (πηγή) και το νομικό πλαίσιο (πηγή)

Ημερομηνία	Γεγονός	Πηγή
	προσαρμογής και του μεγάλου εύρους μέτρων που έχει λάβει η ελληνική κυβέρνηση σε τομείς όπως η δημοσιονομική προσαρμογή, οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, οι ιδιωτικοποιήσεις και η σταθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού τομέα.	
05/06/2014	Το Δ.Σ. της ΕΚΤ αποφασίζει την μείωση του επιτοκίου διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων σε -0,10%.	Η ΕΚΤ ορίζει αρνητικό επιτόκιο για τη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων (πηγή)
17/10/2014	Δήλωση σχετικά με άρθρο των New York Times: Η ΕΚΤ δεν παρέχει ούτε εγκρίνει την παροχή έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα. Η σχετική απόφαση ανήκει στην εκάστοτε εθνική κεντρική τράπεζα που κρίνει αν θα παράσχει έκτακτη χρηματοδότηση προς τα αξιόχρεα τραπεζικά ιδρύματα. Εξάλλου, τον κίνδυνο τον φέρει η ίδια η εθνική κεντρική τράπεζα. Η ΕΚΤ μπορεί να εκφράσει ένσταση μόνο στη βάση της ομαλής λειτουργίας της νομισματικής πολιτικής.	Δήλωση σχετικά με άρθρο των New York Times (πηγή) το άρθρο εδώ
26/10/2014	Ανακοίνωση αποτελεσμάτων συνολικής αξιολόγησης των 130 μεγαλύτερων τραπεζών της ευρωζώνης	Πηγή
06/11/2014	Η ΕΚΤ δημοσιεύει τα γράμματα του Jean-Claude Trichet προς την ιρλανδική κυβέρνηση.	Πηγή (δελτίο τύπου) και πηγή (τα γράμματα)
22/01/2015	Το Δ.Σ. της ΕΚΤ ανακοινώνει την έναρξη προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης από 03/2015	Έναρξη προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης (Πηγή)
04/02/2015	Το Δ.Σ. της ΕΚΤ αποφασίζει την άρση της αναστολής στα χρεόγραφα που εκδίδει ή εγγυάται για αυτά η ελληνική κυβέρνηση. Η άρση είναι ευθυγραμμισμένη με τους κανόνες του ευρωσυστήματος, εφόσον δεν είναι πιθανή η επιτυχής αξιολόγηση	Η ΕΚΤ αίρει την αναστολή στα χρεόγραφα που εκδίδει ή εγγυάται για αυτά η ελληνική κυβέρνηση (πηγή)

Ημερομηνία	Γεγονός	Πηγή
	του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής. Οι ανάγκες σε ρευστότητα των αντισυμβαλλόμενων του ευρωσυστήματος, εφόσον δεν έχουν επαρκές ενέχυρο, θα ικανοποιούνται από την εθνική κεντρική τράπεζα μέσω της παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα.	
28/06/2015	Η ΕΚΤ διατηρεί την ενίσχυση σε ρευστότητα των ελληνικών τραπεζών στο επίπεδο της 26ης Ιουνίου. Η ΕΚΤ σημειώνει την απόφαση για το ελληνικό δημοψήφισμα και την λήξη του προγράμματος προσαρμογής.	Η έκτακτη ενίσχυση σε ρευστότητα προς τις ελληνικές τράπεζες διατηρείται στο τρέχον επίπεδο της (πηγή)
06/07/2015	Το Δ.Σ. της ΕΚΤ διατηρεί την παροχή έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα προς τις ελληνικές τράπεζες στο επίπεδο της 26ης Ιουνίου. Η έκτακτη παροχή σε ρευστότητα προσφέρεται μόνο έναντι επαρκών εξασφαλίσεων. Η χρηματοπιστωτική κατάσταση της Ελληνικής Δημοκρατίας έχει αντίκτυπο στις ελληνικές τράπεζες καθώς οι εξασφαλίσεις που αυτές χρησιμοποιούν στο πλαίσιο της έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα βασίζονται σε σημαντικό βαθμό σε συνδεόμενα με τον δημόσιο τομέα περιουσιακά στοιχεία. Υπό τις συνθήκες αυτές, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφασίζει να προσαρμόσει τις περικοπές αποτίμησης οι οποίες εφαρμόζονται στα περιουσιακά στοιχεία που γίνονται δεκτά ως ενέχυρα από την Τράπεζα της Ελλάδος για την παροχή έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα.	Διατήρηση της έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα προς τις ελληνικές τράπεζες (πηγή)

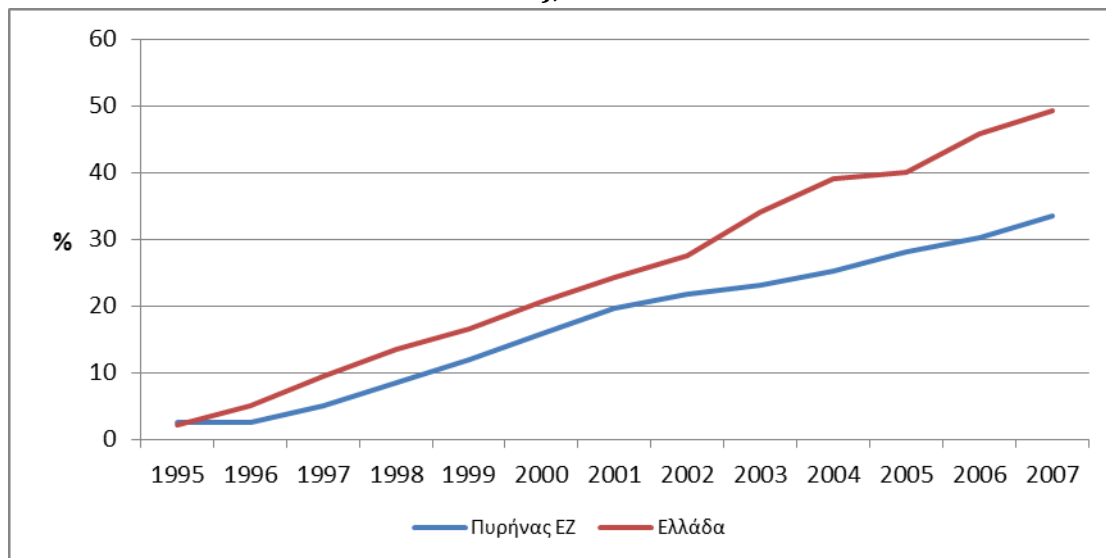
Β. Γραφήματα

Γράφημα 1. Δημοσιονομικό ισοζύγιο και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Ελλάδας ως ποσοστό του ΑΕΠ, 1995-2009



Πηγή: IMF, World Economic Outlook database

Γράφημα 2. Αθροιστικός ρυθμός μεγέθυνσης πραγματικού ΑΕΠ της Ελλάδας και του πυρήνα της ευρωζώνης (Γερμανία, Γαλλία, Βέλγιο, Φινλανδία, Αυστρία, Ολλανδία), 1995-2007



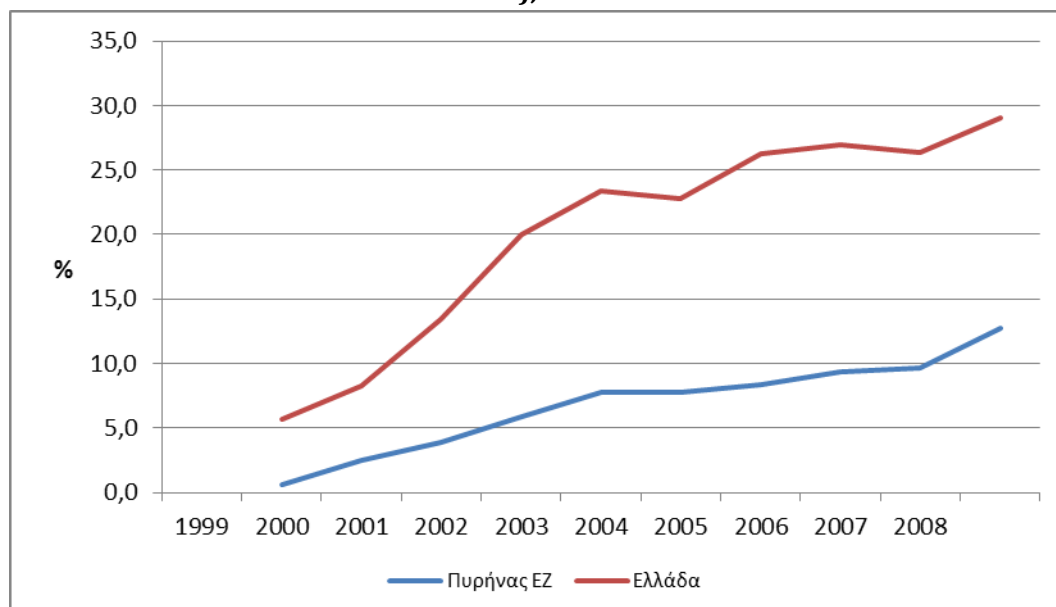
Πηγή: IMF, World Economic Outlook database

Γράφημα 3. Αθροιστική ποσοστιαία μεταβολή του μοναδιαίου κόστους εργασίας στις υπηρεσίες (εκτός μεσιτικών υπηρεσιών) στην Ελλάδα και στον πυρήνα της ευρωζώνης (Γερμανία, Γαλλία, Βέλγιο, Φινλανδία, Αυστρία, Ολλανδία), 1999-2008



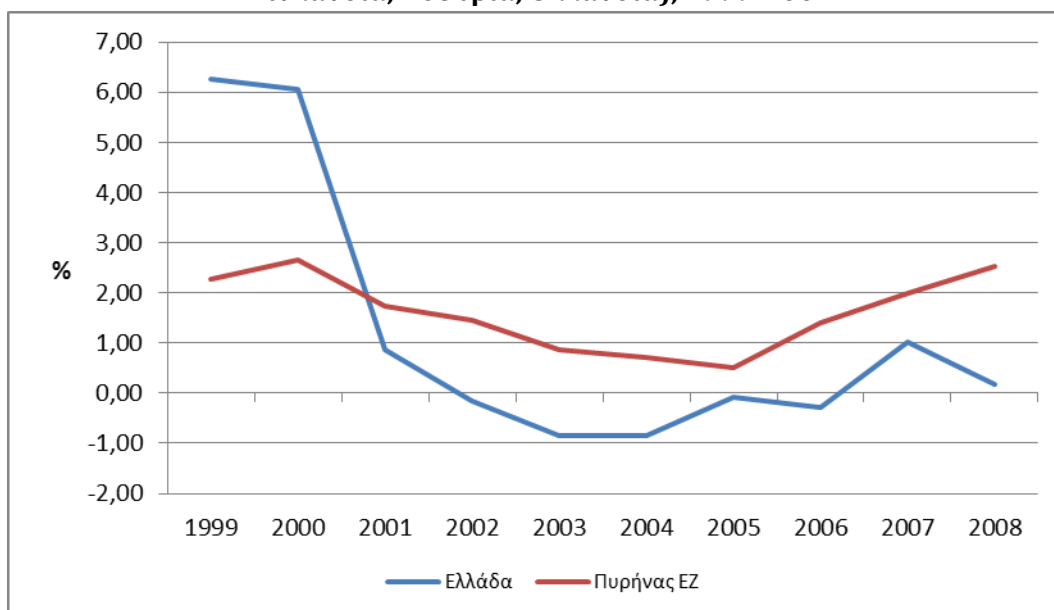
Πηγή: OECD, Dataset: Productivity and ULC by main economic activity

Γράφημα 4. Αθροιστική ποσοστιαία μεταβολή του μοναδιαίου κόστους εργασίας στις υπηρεσίες (εξαιρουμένων των μεσιτικών υπηρεσιών) στην Ελλάδα και στον πυρήνα της ευρωζώνης (Γερμανία, Γαλλία, Βέλγιο, Φινλανδία, Αυστρία, Ολλανδία), 1999-2008



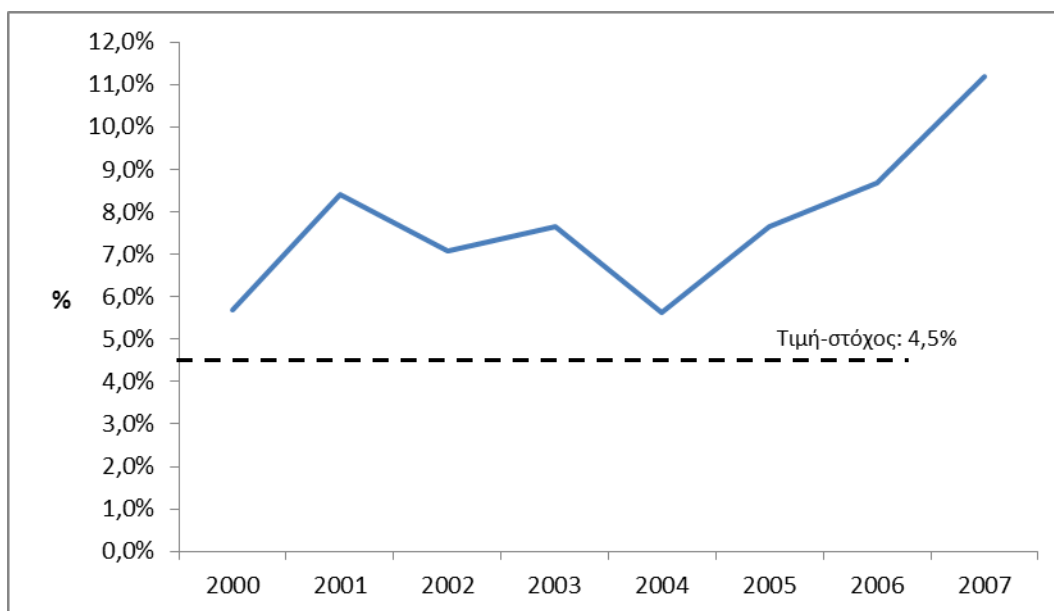
Πηγή: OECD, Dataset: Productivity and ULC by main economic activity

Γράφημα 5. Πραγματικά βραχυχρόνια επιτόκια (βάσει του αποπληθωριστή ΑΕΠ) στην Ελλάδα και στον πυρήνα της ευρωζώνης (Γερμανία, Γαλλία, Βέλγιο, Φινλανδία, Αυστρία, Ολλανδία), 1999-2007



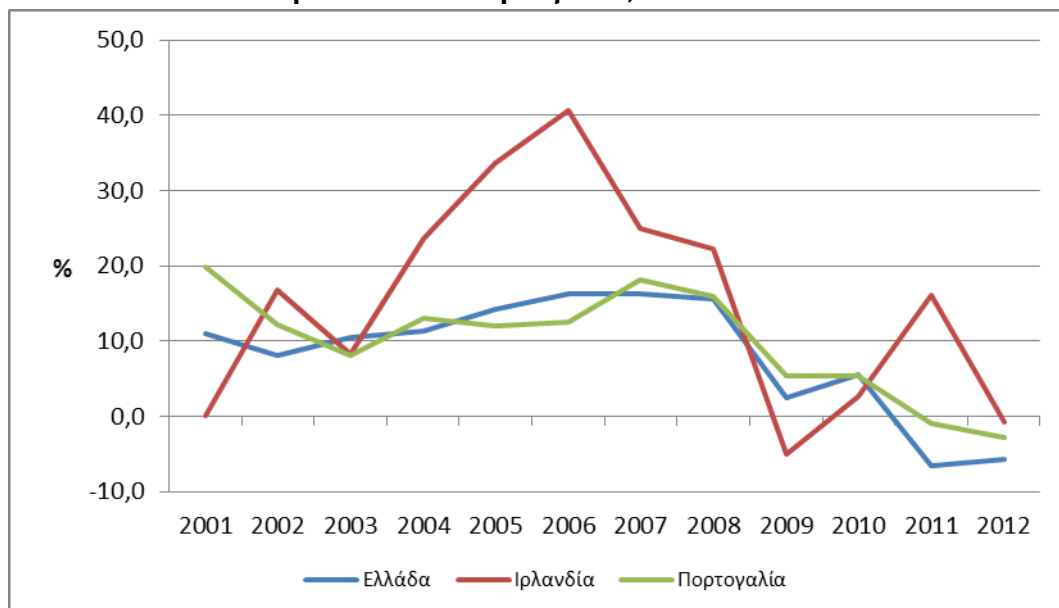
Πηγή: AMECO, online database

Γράφημα 6. Ρυθμός μεταβολής Μ3, 2000-2007



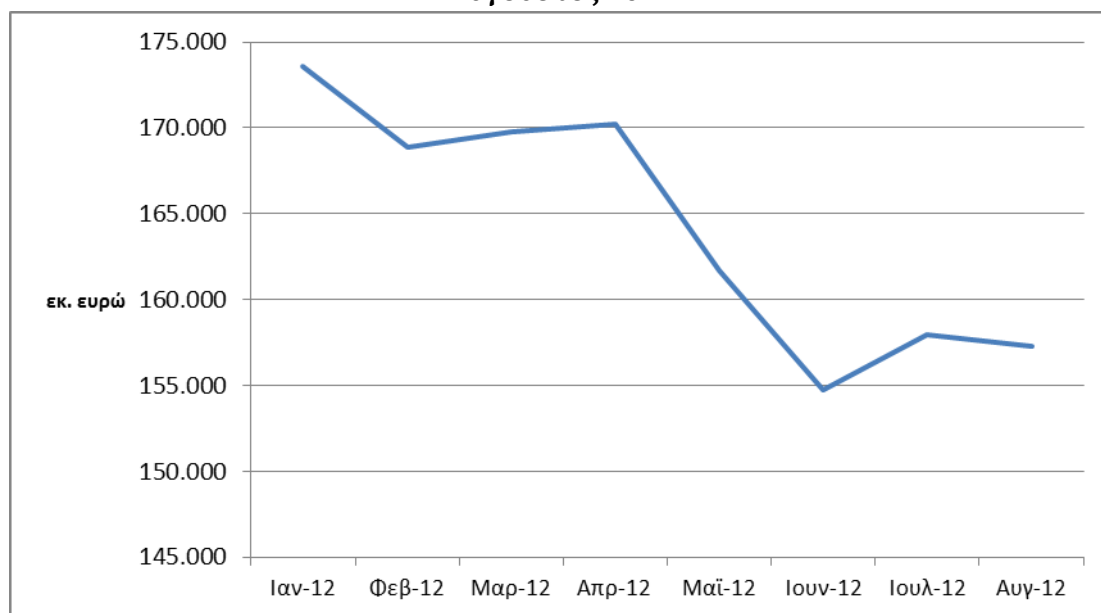
Πηγή: ΕΚΤ

Γράφημα 7. Ρυθμός χορήγησης πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα σε Ελλάδα, Ιρλανδία και Πορτογαλία, 2001-2012



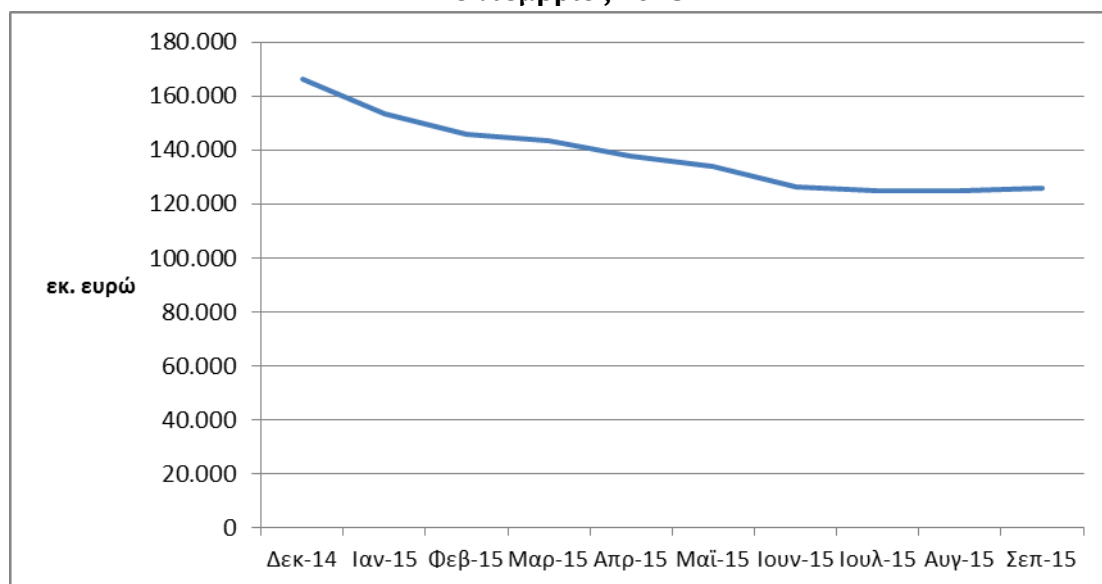
Πηγή: Eurostat

Γράφημα 8. Ρυθμός μεταβολής καταθέσεων στην Ελλάδα (εκ. ευρώ), εξαιρουμένων των καταθέσεων της κεντρικής κυβέρνησης, Ιανουάριος 2012-Αύγουστος 2012



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

**Γράφημα 9. Ρυθμός μεταβολής καταθέσεων στην Ελλάδα (εκ. ευρώ),
εξαιρουμένων των καταθέσεων της κεντρικής κυβέρνησης, Δεκέμβριο 2014-
Σεπτέμβριος 2015**



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος



ΠΑΡΑΤΗΡΗΤΗΡΙΟ
ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ

ΕΛΙΑΜΕΠ  **ΕΛΙΑΜΕΠ**

ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ & ΕΞΩΤΕΡΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ
HELLENIC FOUNDATION FOR EUROPEAN & FOREIGN POLICY

Λεωφ. Βασιλ. Σοφίας 49, 10676 Αθήνα | Τηλ. +30 210 7257 110 | Fax +30 210 7257 114 | E-mail info@crisisobs.gr