



Ένα νέο ευρωπαϊκό εργαλείο για την αντιμετώπιση αδικαιολόγητης αύξησης των spreads

## Description

**Grégory Claeys και Μαρία Δεμερτζή\***

*Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα χρειάζεται ένα νέο εργαλείο μετά την αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής για να αποτρέψει την αύξηση των spreads και πιθανή κλιμάκωση σε μια νέα κρίση στη ζώνη του ευρώ*

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα [ανακοίνωσε](#) στις 9 Ιουνίου 2022 ότι σχεδιάζει να αυξήσει τα επιτόκια της τον Ιούλιο και τον Σεπτέμβριο για να περιορίσει τον πληθωρισμό. Η προσδοκία αύξησης των επιτοκίων και μόνο, έχει ήδη οδηγήσει σε σημαντική διεύρυνση επιτοκιακών περιθωρίων μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ. Ενώ ορισμένες αποκλίσεις των επιτοκιακών περιθωρίων δικαιολογούνται από θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα (όπως το υψηλότερο χρέος, οι ασθενέστεροι θεσμοί ή ο μεγαλύτερος κίνδυνος πολιτικής αστάθειας), ο κίνδυνος αύξησης τους πέρα από δικαιολογημένα πλαίσια και να ξεφύγουν του ελέγχου, είναι ορατός. Αυτό είναι επικίνδυνο για τις συγκεκριμένες χώρες και τελικά, και για το ίδιο το ευρώ.

Η βιωσιμότητα του χρέους δεν αναμένεται να τεθεί σε κίνδυνο στο άμεσο μέλλον. Η διαφορά μεταξύ του μέσου επιτοκίου για την εξυπηρέτηση του χρέους και του ρυθμού αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ, αναμένεται να παραμείνει ευνοϊκή τα επόμενα έτη. Αυτό σημαίνει ότι το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ θα πρέπει να μειώνεται στις πλείστες χώρες. Το κόστος εξυπηρέτησης αναμένεται να αυξηθεί μόνο πολύ σταδιακά καθώς θα αυξάνονται τα παρεμβατικά επιτόκια νομισματικής πολιτικής, εν μέρει χάρη στη γενικευμένη επιμήκυνση της χρονικής λήξης των κρατικών ομολόγων την τελευταία

---

δεκαετία. Ωστόσο, αυτό εξακολουθεί να αφήνει έναν σημαντικό κίνδυνο αυτό-εκπληρούμενων κρίσεων στις αγορές δημόσιου χρέους στη ζώνη του ευρώ.

Επομένως, είναι η κατάλληλη στιγμή για ένα νέο εργαλείο της ΕΚΤ που θα αποτρέπει η θα μειώνει τον κίνδυνο τέτοιων κρίσεων. Η πρόεδρος της ΕΚΤ Κριστίν Λαγκάρντ, αναφέρθηκε τον περασμένο Μάρτιο και σε μετέπειτα συνεντεύξεις Τύπου, στην [πιθανή εισαγωγή](#) ενός τέτοιου εργαλείου. Στις 14 Ιουνίου, το μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ Isabel Schnabel [επανέλαβε την ιδέα](#). Στις 15 Ιουνίου, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ [ανακοίνωσε](#) τελικά ότι “θα δώσει εντολή στις αρμόδιες επιτροπές του Ευρωσυστήματος, από κοινού με τις υπηρεσίες της ΕΚΤ, να επιταχύνουν την ολοκλήρωση του σχεδιασμού ενός νέου εργαλείου κατά του κατακερματισμού της αγοράς ομολόγων, προκειμένου να εξεταστεί από το Διοικητικό Συμβούλιο”.

Ωστόσο, η ΕΚΤ δεν έχει ακόμη προσδιορίσει με τι θα ομοιάζει το εργαλείο αυτό στην πράξη. Συζητάμε στο παρόν κείμενο, πώς θα μπορούσε να σχεδιαστεί και να εφαρμοστεί ένα τέτοιο εργαλείο, με στόχο την εξουδετέρωση του πρόσθετου κινδύνου που θα μπορούσε να επιφέρει η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής σε ορισμένες χώρες, παραμένοντας παράλληλα εντός των ορίων που καθορίζουν οι Συνθήκες της ΕΕ.

### **Οι βασικές αρχές που θα πρέπει να διέπουν ένα νέο εργαλείο κατά του κατακερματισμού**

Ένα εργαλείο που θα αντιμετωπίζει τον κίνδυνο κατακερματισμού τη αγοράς ομολόγων, που θα περιορίζει δηλαδή τη διεύρυνση των επιτοκιακών περιθωρίων μεταξύ των χωρών, θα πρέπει να έχει τρία βασικά χαρακτηριστικά: 1) θα πρέπει να επικεντρώνεται στις συγκεκριμένες χώρες που επηρεάζονται, 2) θα πρέπει να εφαρμόζεται μόνο όταν η βιωσιμότητα του χρέους των εν λόγω χωρών επικυρώνεται από μια διαδικασία που θα εξασφαλίζει την πολιτική νομιμοποίηση, και 3) θα πρέπει να εφαρμόζεται σε συνδυασμό με τις αποφάσεις για τα επιτόκια, ώστε το όλο πλαίσιο αναφοράς να είναι συμβατό.

Το εργαλείο αυτό θα έχει τη μορφή ενός προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων, αλλά θα εφαρμόζεται μόνο σε εκείνες τις περιπτώσεις χωρών που θα αντιμετωπίζουν υπερβολική αύξηση των επιτοκιακών περιθωρίων τους. Τι θα σημαίνει “υπερβολική αύξηση” όμως, θα είναι πολύ δύσκολο να προσδιοριστεί στην πράξη. Παρέμβαση της ΕΚΤ σε όλες τις περιπτώσεις στις οποίες τα επιτοκιακά περιθώρια θα αυξάνονται σημαντικά, χωρίς να γνωρίζουμε αν οι αυξήσεις αυτές δικαιολογούνται από τα θεμελιώδη δεδομένα, θα έθετε τέλος στην πειθαρχία της αγοράς. Κάτι τέτοιο δε θα ήταν εύκολα συμβατό με τη Συνθήκη της ΕΕ και την ερμηνεία της από το Δικαστήριο της ΕΕ. Επομένως, μια *εκ των προτέρων* προϋπόθεση, η οποία θα ήταν τόσο αναγκαία όσο και επαρκής για να

---

δικαιολογήσει στοχευμένες αγορές περιουσιακών στοιχείων από την ΕΚΤ, θα ήταν το χρέος της εν λόγω χώρας να αξιολογείται βιώσιμο και η εν λόγω χώρα να δεσμεύεται ότι θα διατηρεί υγιείς πολιτικές ώστε το χρέος της να συνεχίσει να είναι βιώσιμο. Τίθεται όμως το ερώτημα αν θα πρέπει η ΕΚΤ να μπορεί να αποφασίζει μόνη της για αυτό χωρίς άλλη πολιτική έγκριση ή όχι. Θα προτιμούσαμε η ΕΚΤ να βασίζεται σε μια εξωτερική αξιολόγηση κινδύνου, ώστε να αποφεύγεται ο κίνδυνος εμφάνισης της ως πολιτικοποιημένης.

Μια [πρόταση](#) που έγινε πρόσφατα, ήταν ότι η ΕΚΤ θα έπρεπε να δημιουργήσει ένα νέο πρόγραμμα 'Άπευθείας Νομισματικής Συναλλαγής (Outright Monetary Transaction) για εξωτερικά σοκ' (όπως ο πόλεμος στην Ουκρανία για παράδειγμα), η οποία δεν θα εξαρτιόταν από την έγκριση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ΕΜΣ), αλλά θα εφαρμοζόταν μέσω μιας άλλης θεσμικής δομής. Ένα τέτοιο πρόγραμμα είναι πράγματι το σχήμα που πλησιάζει περισσότερο στο να είναι συγκεκριμένο για τις χώρες που επηρεάζονται, και παράλληλα να διαθέτει την απαραίτητη πολιτική στήριξη, η οποία παρέχεται από τη συμμετοχή του ΕΜΣ. Όμως, το πρόγραμμα 'Άπευθείας Νομισματικής Συναλλαγής' σχεδιάστηκε αρχικά για την αντιμετώπιση πραγματικών κρίσεων χρέους, ενώ τώρα εκείνο που χρειάζεται είναι ένα εργαλείο που θα συνοδεύει τις αυξήσεις των επιτοκίων. Εν τω μεταξύ, η εμπλοκή του ΕΜΣ στην παροχή πολιτικής στήριξης καθιστά το πρόγραμμα πολύ αργό, και επίσης υποκείμενο σε πολιτικούς συμβιβασμούς, που μπορεί να μην είναι προς το συμφέρον της επηρεαζόμενης χώρας, ή ακόμα και για ολόκληρη την ζώνη του ευρώ.

Το εργαλείο που απαιτείται τώρα, θα πρέπει να εφαρμοστεί, ή τουλάχιστον να αποφασιστεί, σε συνδυασμό με τις αυξήσεις των επιτοκίων, εντός ενός συνεπούς πλαισίου που θα στοχεύει στην εξουδετέρωση του κινδύνου υπερβολικής αύξησης των επιτοκιακών περιθωρίων σε πραγματικό χρόνο. Επιπλέον, θα πρέπει να σχεδιαστεί έτσι ώστε να επιτρέπει σε ολόκληρη την καμπύλη αποδόσεων μηδενικής αξιολόγησης κινδύνου, να κινείται ανοδικά σε συγχρονισμό με τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια πολιτικής, προκειμένου να αυστηροποιείται αποτελεσματικά η νομισματική πολιτική, ενώ τα επιτοκιακά περιθώρια των χωρών διατηρούνται υπό έλεγχο.

Μια εξωτερική τεχνική ανάλυση θα πρέπει να επιβεβαιώνει τη βιωσιμότητα του χρέους μιας χώρας, η οποία στη συνέχεια θα εγκρίνεται σε πολιτικό επίπεδο. Αυτό θα έδινε τη δυνατότητα στην ΕΚΤ να εξετάσει ένα στοχευμένο πρόγραμμα αγοράς περιουσιακών στοιχείων που θα εξουδετερώνει την υπερβολική αύξηση των επιτοκιακών περιθωρίων (spreads) μετά την αύξηση των επιτοκίων (ή μετά τη λήξη του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης), χωρίς να φοβάται ότι ξεπερνά την εντολή της ή ότι κάνει πολιτικές

---

επιλογές.

Μια ευρέως αποδεκτή πολιτική αξιολόγηση της βιωσιμότητας του χρέους μιας χώρας θα επέτρεπε επίσης στην ΕΚΤ να [μεταρρυθμίσει το πλαίσιο των εξασφαλίσεων της](#). Εάν μια εξωτερική διαδικασία θα μπορούσε να επικυρώσει τη βιωσιμότητα ενός χρέους, η ΕΚΤ δε θα χρειαζόταν να βασίζεται σε ιδιωτικές αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας για να αποφασίζει σχετικά με την καταλληλότητα, ή τις περικοπές που θα εφαρμόζονται στα κρατικά ομόλογα, και αντ' αυτού να βασίζεται σε αυτή την εξωτερική αξιολόγηση.

Η ανεξαρτησία της ΕΚΤ δεν θα κινδύνευε, καθώς θα ήταν τότε η μόνη αρχή που θα αποφάσιζε για το αν θα έπρεπε να χρησιμοποιηθεί ή όχι αυτό το νέο εργαλείο κατά του κατακερματισμού, αλλά θα αποφάσιζε γνωρίζοντας ότι υπάρχει μια ανεξάρτητη αξιολόγηση της φερεγγυότητας της χώρας. Η ΕΚΤ δεν θα μπορούσε τότε να κατηγορηθεί ότι διενεργεί νομισματική χρηματοδότηση και δεν θα παραβίαζε τα όρια που θέτει η Συνθήκη της ΕΕ.

Αυτό το νέο εργαλείο θα αποτελεί συμπλήρωμα και όχι υποκατάστατο του εργαλείου των 'Άπευθείας Νομισματικών Συναλλαγών' (OMT), το οποίο θα εξακολουθούσε να είναι στη διάθεση της ΕΚΤ όταν θα υπάρχουν σαφείς κίνδυνοι για τη βιωσιμότητα του χρέους που θα απαιτούσαν αιρεσιμότητα από τον ΕΜΣ, αλλά δεν αποτελεί εργαλείο για την επίλυση του χρηματοπιστωτικού κατακερματισμού όταν δεν θα τίθεται θέμα φερεγγυότητας.

### **Πώς μπορεί να εφαρμοστεί αυτό το εργαλείο;**

Για να χρησιμοποιηθεί ένα τέτοιο εργαλείο στην πράξη, θα πρέπει να επιλυθούν ορισμένα ζητήματα.

Όπως αναφέρθηκε, μία από τις κύριες προκλήσεις είναι η αξιολόγηση των κινδύνων φερεγγυότητας και ο προσδιορισμός του τι συνιστά "υπερβολική" αύξηση των περιθωρίων. Αυτό είναι φυσικά το πιο δύσκολο ζήτημα. Οι κεντρικές τράπεζες βρέθηκαν και στο παρελθόν στη θέση να πρέπει να τιθασεύσουν τις αγορές προκειμένου να αποφύγουν την αδικαιολόγητη αύξηση των επιτοκιακών περιθωρίων. Η [ομιλία "ό,τι χρειαστεί"](#) του Προέδρου Ντράγκι της ΕΚΤ τον Ιούλιο του 2012, και η απόφαση για την εισαγωγή του πανδημικού προγράμματος έκτακτων αγορών ομολόγων κατά την έναρξη της κρίσης COVID-19 τον Μάρτιο του 2020, είναι παραδείγματα που δείχνουν ότι η ΕΚΤ γνώριζε ότι χρειαζόταν αποφασιστική δράση για να αποτρέψει περιττές αναταράξεις. Και στις δύο αυτές περιπτώσεις, η ΕΚΤ έκρινε ότι η ζώνη του ευρώ ήταν ευάλωτη σε αυτό-εκπληρούμενες κρίσεις στις αγορές δημόσιου χρέους και αποφάσισε να δράσει αποφασιστικά ανακοινώνοντας τη δημιουργία προγραμμάτων αγοράς περιουσιακών

---

στοιχείων (ανά χώρα): των 'Απευθείας Νομισματικών Συναλλαγών' το 2012 και του Πανδημικού Προγράμματος Έκτακτων Αγορών το 2020. Στην πρότασή μας, η ΕΚΤ θα πρέπει να ενεργεί και σε επίπεδο χώρας και να συμπεραίνει ακριβώς σε ποιο επίπεδο το επιτοκιακό περιθώριο απομακρύνεται από τα θεμελιώδη μεγέθη – δηλαδή υπερβαίνει την αναγκαία πειθαρχία της αγοράς – δυσχεραίνοντας έτσι τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής, ενώ το χρέος θεωρείται βιώσιμο.

Στην πράξη, ενώ οι αποφάσεις για τα επιτόκια και την αγορά περιουσιακών στοιχείων πρέπει να λαμβάνονται μαζί, η εξέταση της βιωσιμότητας του χρέους δεν χρειάζεται να γίνεται ταυτόχρονα. Η δημοσιονομική εποπτεία από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και η Διαδικασία Μακροοικονομικών Ανισορροπιών, οι οποίες πραγματοποιούνται ετησίως, θα μπορούσαν να χρησιμεύσουν ως σύστημα ελέγχου και εξισορρόπησης, ιδίως εάν ακολουθούσε μετά από επίσημη πολιτική επικύρωση, από ένα έννομο σώμα. Μια τέτοια ετήσια διαδικασία δεν αποκλείει τη δυνατότητα παρέμβασης σε περίπτωση απότομης μεταβολής των συνθηκών.

Μια σημαντική επιφύλαξη είναι ότι είναι δύσκολο να φανταστεί κανείς ότι η Επιτροπή θα ανακοινώσει ποτέ ότι το χρέος μιας χώρας δεν είναι βιώσιμο, όχι μόνο επειδή μια τέτοια ανακοίνωση θα ήταν αυτοεκπληρούμενη (ιδίως αν οι συμμετέχοντες στην αγορά προβλέπουν ότι αυτό αποτελεί προϋπόθεση για να διαδραματίσει η ΕΚΤ ρόλο στήριξης). Ωστόσο, αυτό που θα ήταν χρήσιμο θα ήταν η Επιτροπή να παρουσιάσει μελλοντικά σενάρια που να αντικατοπτρίζουν τους κινδύνους και στη συνέχεια να ζητήσει από ένα νόμιμο πολιτικό όργανο να αξιολογήσει ποιο από αυτά τα σενάρια θα πρέπει να θεωρηθεί ως το βασικό σενάριο. Τότε θα ήταν δυνατό ένα από τα δύο πράγματα.

Είτε οι κίνδυνοι θεωρούνται διαχειρίσιμοι και το χρέος μιας χώρας κρίνεται βιώσιμο από τους Ευρωπαίους ομολόγους της, οπότε η ΕΚΤ θα μπορούσε να προχωρήσει στην αγορά περιουσιακών στοιχείων (ή να τα δεχτεί ως εξασφάλιση) χωρίς να φοβάται ότι θα υπερβεί την εντολή της. Ή οι κίνδυνοι αυτοί είναι απαγορευτικοί και θα απαιτούσαν σημαντική αλλαγή στην οικονομική πολιτική, οπότε η χώρα θα πρέπει να υποβάλει αίτηση για πρόγραμμα ΕΜΣ πριν η ΕΚΤ αποφασίσει για την αγορά περιουσιακών στοιχείων της στο πλαίσιο ενός προγράμματος 'Απευθείας Νομισματικών Συναλλαγών'.

### **Διασφαλίζοντας τη νομιμότητα**

Ποιος πολιτικός φορέας θα πρέπει να διαδραματίσει τον κρίσιμο (και απαιτητικό) ρόλο της αξιολόγησης; Η ερώτηση αυτή είναι δύσκολο να απαντηθεί στο πλαίσιο του ατελούς ευρωπαϊκού πλαισίου διακυβέρνησης.

---

Ένας προφανής υποψήφιος είναι το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, ή ουσιαστικά η Ευρωομάδα των υπουργών οικονομικών, στην οποία η απόφαση θα λαμβάνεται με ειδική πλειοψηφία (όπως συμβαίνει με τις αποφάσεις του Συμβουλίου σχετικά με τη συμμόρφωση με τους δημοσιονομικούς κανόνες, ενώ οι αποφάσεις του ΕΜΣ απαιτούν ομοφωνία). Οι υπουργοί Οικονομικών υπερασπίζονται πρωτίστως τα συμφέροντα των χωρών τους. Αυτό θα μπορούσε επομένως να οδηγήσει σε έντονες συζητήσεις που κυριαρχούνται από πολιτικές ατζέντες και οδηγούν σε μη βέλτιστα αποτελέσματα. Θα ήταν όμως και πάλι προτιμότερο από το να αφηθεί ο ρόλος της επιβολής της δημοσιονομικής πειθαρχίας πλήρως στις αγορές, οι οποίες αντιδρούν προκυκλικά, και δεν λογοδοτούν, ή ακόμη και από το να αφήσουμε την ΕΚΤ να αποφασίζει μόνη της. Όσο δεν υπάρχει ένα δημοσιονομικό χαρτοφυλάκιο στη ζώνη του ευρώ, ή οποιαδήποτε άλλη μορφή εκτελεστικού οργάνου, το Συμβούλιο και η Ευρωομάδα, παρά τις αδυναμίες διακυβέρνησής τους, είναι τα κύρια πολιτικά όργανα που είναι σε θέση να λάβουν αυτού του είδους τις αποφάσεις σε επίπεδο ευρωζώνης.

Ωστόσο, αν κάποιος ήθελε να διασφαλίσει ότι λαμβάνονται υπόψη τα ευρωπαϊκά συμφέροντα και όχι τα συμφέροντα των χωρών, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο θα μπορούσε να διαδραματίσει αυτόν τον ρόλο. Και αυτό δεν θα ήταν απροβλημάτιστο, κυρίως λόγω των επιχειρημάτων ότι οι ευρωπαίοι πολίτες [δεν εκπροσωπούνται επαρκώς](#).

Καμία από αυτές τις πιθανές λύσεις για το δύσκολο αυτό πολιτικοοικονομικό πρόβλημα που προκαλεί ο κατακερματισμός της αγοράς δεν είναι απλή – ούτε καν βέλτιστη. Αντιπροσωπεύουν όμως τις καλύτερες επιλογές που υπάρχουν σήμερα για την αντιμετώπιση αυτής της πραγματικής απειλής. Ο μεγαλύτερος κίνδυνος επί του παρόντος είναι ο κίνδυνος της απραξίας.

Άλλα ζητήματα που πρέπει να εξεταστούν περιλαμβάνουν το επίπεδο των αγορών που θα ήταν απαραίτητο για την επαναφορά των περιθωρίων στα οικονομικά δικαιολογημένα επίπεδα και το κατά πόσον οι αγορές περιουσιακών στοιχείων για μια μόνο χώρα επηρεάζουν όχι μόνο τα περιθώρια της εν λόγω χώρας αλλά και εκείνα άλλων χωρών. Η έρευνα από την ΕΚΤ -ιδίως όσον αφορά τον τρόπο μοντελοποίησης των παραγόντων που καθορίζουν τις μεταβολές των περιθωρίων – είναι απολύτως αναγκαία για να κατανοηθεί ο τρόπος με τον οποίο θα πρέπει να εφαρμοστεί ένα τέτοιο εργαλείο. Όπως ακριβώς εργαλεία που θεωρήθηκαν μη συμβατικά δημιουργήθηκαν σε εξαιρετικές περιόδους και έκτοτε βρήκαν τη θέση που τους αρμόζει στη συμβατική εργαλειοθήκη της ΕΚΤ, έτσι και τώρα είναι η ώρα να διερευνηθεί ο τρόπος αντιμετώπισης του χρηματοπιστωτικού κατακερματισμού καθώς η νομισματική πολιτική αυστηροποιείται. Αυτό θα μπορούσε να

---

αποδειχθεί καθοριστικό για τη σταθερότητα του ευρώ.

*\*Ο Grégory Claeys είναι Ανώτερος ερευνητής του Bruegel ερευνητικό ινστιτούτο (think tank) με έδρα τις Βρυξέλλες και η Μαρία Δεμερτζή είναι η Υποδιευθύντρια του ίδιου ινστιτούτου. Αυτό το κείμενο δημοσιεύτηκε σε αγγλική έκδοση στο Bruegel Blog, και αναδημοσιεύεται εδώ, στο Blog της Εταιρείας Κυπριακών Οικονομικών Μελετών.*