



ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΣΟΓΕΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ

ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ ΚΑΙ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ

ΠΡΟΣΚΛΗΣΗ ΣΕ ΔΗΜΟΣΙΑ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΑΙ ΥΠΟΣΤΗΡΙΞΗ

ΔΙΔΑΚΤΟΡΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ

Τίτλος

«The impact of the European Central Bank's monetary policy on security returns and bank credit expansion. A complete approach using quantitative methods»

Του **Πετράκη Νικολάου**, υποψήφιου Διδάκτορα του Τμήματος Διοικητικής Επιστήμης και Τεχνολογίας του Ελληνικού Μεσογειακού Πανεπιστημίου.

Επιβλέπων Καθηγητής : Λεμονάκης Χρήστος, Αναπληρωτής Καθηγητής

Η παρουσίαση θα πραγματοποιηθεί την Δευτέρα 24/2/2025 και ώρα 10.00 π.μ. στην Αίθουσα Συνεδριάσεων και Τηλεδιάσκεψων του Τμήματος Διοικητικής Επιστήμης και Τεχνολογίας με δυνατότητα σύνδεσης εξ αποστάσεως μέσω της πλατφόρμας [e:Presence](https://diavlos.grnet.gr/epresence).

Η παρουσίαση θα μεταδίδεται ζωντανά (Livestreaming) μέσω του παρακάτω συνδέσμου, Livestreaming : <https://diavlos.grnet.gr/epresence-conference-17739>

Επιπρόσθετα, όσοι επιθυμούν να συμμετέχουν στην τηλεδιάσκεψη μέσω [e:Presence](https://diavlos.grnet.gr/epresence), με την δυνατότητα να παρέμβουν με ερωτήσεις, θα χρειαστεί να στείλουν email στον κ. Ιωσήφ Κωνσταντουράκη, ΕΤΕΠ του Τμήματος (jkonstantourakis@gmail.com) και θα λάβουν στο email τους την πρόσκληση και οδηγίες για να συνδεθούν (https://www.epresence.gr/support/documents/user_account/el).

Περίληψη Διδακτορικής Διατριβής :

Ένα από τα κυρίαρχα ερευνητικά θέματα των τελευταίων δεκαετιών στον τομέα της χρηματοοικονομικής είναι η επίδραση της νομισματικής πολιτικής στις τιμές των διαφόρων περιουσιακών στοιχείων. Οι εμπειρικές μελέτες που αφορούν την περίοδο πριν από την παγκόσμια οικονομική κρίση αναλύουν κυρίως τη συμβατική νομισματική πολιτική της ομοσπονδιακής κεντρικής τράπεζας των Η.Π.Α¹. Στη δεκαετία του 1990, πολλοί ερευνητές χρησιμοποίησαν υποδείγματα αυτοπαλίνδρομων διανυσματικών (VAR) για να διερευνήσουν τη μακροπρόθεσμη

¹ Σύμφωνα με τους Borio και Disyatat (2016), η συμβατική νομισματική πολιτική αφορά τη διαχείριση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων και τις τακτικές πράξεις ανοικτής αγοράς.

επιρροή της τακτικής νομισματικής πολιτικής στις αποδόσεις των μετοχών (μεταξύ άλλων και οι Patelis 1997, Thorbecke 1997). Οι Ehrmann και Fratzscher (2004) καθώς και οι Bernanke και Kuttner (2005) χρησιμοποίησαν ανάλυση μελέτης γεγονότων για να εξετάσουν πώς οι αλλαγές της επιτοκιακής πολιτικής της ομοσπονδιακής κεντρικής τράπεζας επηρέασαν τις αγορές κεφαλαίου των ΗΠΑ.

Όταν η οξεία οικονομική κρίση έπληξε τις χρηματοπιστωτικές αγορές το 2007, η ΕΚΤ σε συνεργασία με άλλες μεγάλες κεντρικές τράπεζες δρομολόγησε νέα αντισυμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής για να ηρεμήσει τις κεφαλαιαγορές, να αναζωογονήσει την οικονομική δραστηριότητα και να ενισχύσει την πιστωτική επέκταση. Τα νέα μη συμβατικά εργαλεία νομισματικής πολιτικής ήταν ένα ιστορικό ορόσημο στην παγκόσμια νομισματική πολιτική συνεισφέροντας αποφασιστικά στη φερεγγυότητα ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Πιο συγκεκριμένα, στην πρώτη φάση της χρηματοπιστωτικής κρίσης η ΕΚΤ αντέδρασε μειώνοντας σημαντικά το επιτόκιο κύριας αναχρηματοδότησης και υιοθέτησε πλήθος μέτρων μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής μεταξύ των οποίων παροχή απεριόριστης ρευστότητας σε σταθερό επιτόκιο στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ, επέκταση της διάρκειας των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, διεύρυνση των κατηγοριών των αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν ως ενέχυρο στις πράξεις αναχρηματοδότησης, παροχή ρευστότητας με σε ξένο νόμισμα και αγορές καλυμμένων τραπεζικών ομολόγων τόσο από τις πρωτογενείς όσο και στις δευτερογενείς αγορές.

Στη δεύτερη φάση της κρίσης (επονομαζόμενη ως Ευρωπαϊκή κρίση δημοσίου χρέους) η ΕΚΤ προσπάθησε να βελτιώσει τους όρους πρόσβασης στον τραπεζικό δανεισμό και να στηρίξει τις χώρες της ζώνης του ευρώ που αντιμετωπίζουν οικονομικά προβλήματα. Η ΕΚΤ διενήργησε το Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων (SMP) παρεμβαίνοντας στις δευτερογενείς αγορές αγοράζοντας δημόσια χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία χωρών που αντιμετώπιζαν προβλήματα ενώ επίσης ενεργοποίησε το 2ο πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολόγων (CBPP2) και πραγματοποίησε δύο συμπληρωματικές πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (VLTROs) διάρκειας 3 ετών. Στις 6 Σεπτεμβρίου 2012 ανακοίνωσε τις Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές (OMT) ενώ από τον Ιούνιο του 2013 παρείχε καθοδήγηση όσον αφορά την πιθανή κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής στο μέλλον (forward guidance) έτσι ώστε να επηρεάσει τις μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες προσδοκίες σχετικά με την πορεία των επιτοκίων.

Κατά την τρίτη φάση της κρίσης, τα μη συμβατικά μέτρα της ΕΚΤ αφορούσαν την αντιμετώπιση του κινδύνου αποπληθωρισμού και την αποφυγή της πιστωτικής κατάρρευσης. Τα μέτρα

περιλάμβαναν: αρνητικό επιτόκιο στην πάγια διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, δυο σειρές στοχευμένων πράξεων πιο μακροχρόνιας αναχρηματοδότησης (Targeted LTROs) με σκοπό την ενίσχυση της χορήγησης τραπεζικών δανείων προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά ΚΑΙ το διευρυνόμενο πρόγραμμα αγοράς τίτλων (APP) που αφορούσε αξιόγραφα του ιδιωτικού και δημόσιου τομέα με σκοπό να μειωθεί η πίεση στη διάρθρωση των επιτοκίων. Το 2018 η ΕΚΤ άρχισε να μειώνει τις αγορές περιουσιακών στοιχείων καθώς επιτεύχθηκε ο στόχος του πληθωρισμού και ο οικονομικός κύκλος συνέχισε να επεκτείνεται σταθερά.

Το 2019 η ΕΚΤ προσπάθησε να προστατεύσει τις ευνοϊκές πιστωτικές συνθήκες, την οικονομική δραστηριότητα και τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής ανακοινώνοντας τόσο την τρίτη σειρά των στοχευμένων στοχευμένων πράξεων πιο μακροχρόνιας αναχρηματοδότησης όσο και την επανενεργοποίηση του APP με μηνιαίες αγορές 20 δισ. ευρώ περιουσιακών στοιχείων του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα. Λίγο μετά από αυτά τα μέτρα, το πρώτο δίμηνο του 2020, ξέσπασε η πανδημία του κορωνοϊού. Η ΕΚΤ απάντησε ανακοινώνοντας έκτακτα προγράμματα τόσο ποσοτικής πανδημίας όσο και πιστωτικής χαλάρωσης (PEPP και PELTROs) προκειμένου να σταθεροποιήσει τις χρηματοπιστωτικές αγορές, να ενισχύσει την πιστωτική επέκταση και να εξουδετερώσει τους οικονομικούς κινδύνους που συνδέονται με την πανδημία του κορωνοϊού.

Αρκετές ερευνητικές εργασίες έχουν αναλύσει τον αντίκτυπο των μη συμβατικών αποφάσεων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ στις αγορές μετοχών (μεταξύ άλλων αυτές των Rogers et al. 2014, Georgiadis and Gräb 2016, Haitisma et al. 2016, Fratzscher et al. 2016, Pacicco et al. 2019, Chebbi 2019, Weale and Wieladek 2022, Van der Zwan et al. 2024). Άλλες μελέτες έχουν ερευνήσει την επίδραση των μη συμβατικών παρεμβάσεων της ΕΚΤ στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων (μεταξύ αυτών Falagiarda and Reitz 2015, Altavilla et al. 2016, and Jäger and Grigoriadis 2017, Trebesch and Zettelmeyer 2018, Demir et al. 2022, Blotevogel et al. 2024 Mody and Nedeljkovic 2024). Επιπλέον, αρκετοί οικονομολόγοι έχουν αναλύσει τον αντίκτυπο των συμβατικών και μη συμβατικών πολιτικών στις μακροοικονομικές μεταβλητές, κυρίως στον πληθωρισμό και την παραγωγή χρησιμοποιώντας υποδείγματα VAR αυτοπαλίνδρομων διανυσμάτων (Gambacorta et al. 2014; Kucharcukova et al. 2016; Boeckx et al. 2017, Moder 2019; Fiorelli and Meliciani 2019; Evgenidis and Papadamou 2021). Επιπλέον, πρόσφατες μελέτες εξέτασαν την αποτελεσματικότητα των μη συμβατικών πράξεων της ΕΚΤ όσον αφορά την παροχή πιστώσεων (μεταξύ αυτών οι μελέτες των Gambacorta and Marques-Ibanez 2014, Boeckx et al. 2017, Martins et al. 2019, Grandi 2019, Gibson et al. 2020, Boeckx et al. 2020, Benetton and Fantino 2021, Burietz and Picault 2023, Sleibi et al. 2023).

Λαμβάνοντας υπόψη προηγούμενες έρευνες, στόχος της παρούσας διδακτορικής διατριβής είναι να συνεισφέρει στη βιβλιογραφία διερευνώντας καθώς και εξηγώντας την επίδραση των μη

συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής στις τιμές των χρεογράφων και στην πιστωτική επέκταση της ζώνης του ευρώ. Η Ευρωζώνη έχει καταστεί κρίσιμη στον ερευνητικό τομέα, επειδή η ενιαία νομισματική πολιτική που ασκεί η ΕΚΤ αφορά κράτη μέλη με χωριστή δημοσιονομική πολιτική, ετερογενή οικονομικά συστήματα και κρατικές δομές καθώς και διαφορετικούς επιχειρηματικούς κύκλους.

Το πρώτο κεφάλαιο της παρούσας διδακτορικής διατριβής περιγράφει αναλυτικά την εξέλιξη των αντισυμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ από την έκρηξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης έως την κρίση της πανδημίας κορονοϊού.

Στο δεύτερο κεφάλαιο της παρούσας διατριβής μελετάται εάν οι επεκτατικές συμβατικές και μη συμβατικές νομισματικές παρεμβάσεις που εισήγαγε η ΕΚΤ επηρέασαν μεσοπρόθεσμα τις αποδόσεις των χρηματιστηριακών δεικτών οκτώ χωρών της ευρωζώνης. Επιπρόσθετα, για να διερευνηθεί εάν οι χρηματιστηριακές αγορές αντέδρασαν ετερογενώς στα καινοτόμα μέτρα επεκτατικής νομισματικής πολιτικής, οι υπό εξέταση χώρες ομαδοποιούνται σε δύο επιμέρους κατηγορίες, τις χώρες του πυρήνα και τις περιφερειακές χώρες της ζώνης του ευρώ. Για να διερευνήσουμε το αποτέλεσμα των τακτικών και μη τακτικών μέτρων επεκτατικής νομισματικής πολιτικής στις αποδόσεις των δεικτών, κατασκευάσαμε δύο ξεχωριστές ψευδομετβλητές και τις εισαγάγαμε ως επεξηγηματικές μεταβλητές στο υπόδειγμα παλινδρόμησης μαζί με δύο κύριους μακροοικονομικούς παράγοντες (πληθωρισμό και παραγωγή) και ένα δείκτη οικονομικού συναισθήματος (economic sentiment indicator).

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η επεκτατική τακτική νομισματική πολιτική έχει θετική και στατιστικά σημαντική υστέρηση στις αποδόσεις της χρηματιστηριακών δεικτών μετοχών σε διαφορετικά επίπεδα στατιστικής σημασίας για ολόκληρο το δείγμα των οκτώ χωρών, τις χώρες του πυρήνα και τις περιφερειακές χώρες της ζώνης του ευρώ. Διαπιστώθηκε επίσης ότι οι μη συμβατικές επεκτατικές παρεμβάσεις της ΕΚΤ είχαν θετικό και στατιστικά σημαντικό αντίκτυπο στις χρηματιστηριακές αγορές των χωρών του πυρήνα της ευρωζώνης καθώς οι χώρες αυτές επηρεάστηκαν λιγότερο από την οικονομική κρίση. Οι περιφερειακές χώρες βίωσαν υποβαθμίσεις πιστοληπτικής ικανότητας και αναγκάστηκαν να εφαρμόσουν προγράμματα οικονομικής προσαρμογής που αύξησαν την αβεβαιότητα των επενδυτών κατά τη διάρκεια και μετά την περίοδο της κρίσης του δημόσιου χρέους, ενίσχυσαν τις εκροές κεφαλαίων από αυτές τις αγορές και μείωσαν τις προσδοκίες σχετικά με την αποτελεσματικότητα των μη τακτικών μέτρων νομισματικής πολιτικής.

Η δεύτερη εμπειρική μελέτη διερευνά τον αντίκτυπο της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ στις αποδόσεις των μετοχών των τεσσάρων συστηματικών ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων για την περίοδο Ιανουαρίου 2007 έως Αυγούστου 2018. Επομένως η δειγματική περίοδος

καλύπτει τη φάση της κρίσης των ενυπόθηκων δανείων, τη φάση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, την ευρωπαϊκή κρίση δημοσίου χρέους και τα τρία ελληνικά προγράμματα οικονομικής προσαρμογής. Χρησιμοποιήσαμε ανάλυση μελέτης γεγονότων και ακολούθως πολυπαραγοντικά μοντέλα παλινδρόμησης που συνδυάζουν διαστρωματικά δεδομένα με χρονολογικές σειρές και ένα σύνολο από 103 σημαντικές παρεμβάσεις νομισματικής πολιτικής που ανακοίνωσε η ΕΚΤ, που αφορούσαν τακτικά όσο και για μη τακτικά μέτρα νομισματικής πολιτικής. Κατατάξαμε τις νομισματικές παρεμβάσεις της ΕΚΤ σε τέσσερις κατηγορίες: αυξήσεις επιτοκίων, μειώσεις επιτοκίων, ποσοτική χαλάρωση (δηλ. αγορές περιουσιακών στοιχείων) και έκτακτη παροχή ρευστότητας.

Τα εμπειρικά ευρήματα έδειξαν ότι οι ανακοινώσεις που σχετίζονται με μείωσης των επιτοκίων κυρίως στη πρώτη φάση της κρίσης, είχαν θετική και στατιστικά σημαντική επίπτωση στις σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις των ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε ένα πολύ σύντομο χρονικό διάστημα τριών ημερών διαπραγμάτευσης. Από την άλλη πλευρά, οι δυσμενείς συνέπειες της ελληνικής κρίσης χρέους, τα τρία προγράμματα οικονομικής προσαρμογής που εφαρμόστηκαν από την Ελληνική κυβέρνηση, η αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους που προκάλεσε μεγάλες ζημιές στους ιδιώτες ομολογιούχους, η ανακεφαλαιοποίηση των συστημικών ελληνικών τραπεζών από τον επίσημο τομέα, περιόρισε την αποτελεσματικότητα των μη τακτικών μέτρων, καθώς οι επενδυτές έχασαν σταδιακά εμπιστοσύνη προς την ελληνική οικονομία και τις τοπικές τράπεζες.

Η τρίτη μελέτη χρησιμοποιεί μελέτη ανάλυσης γεγονότων και οικονομετρικό υπόδειγμα που συνδυάζει διαστρωματικά δεδομένα με χρονολογικές σειρές (πάνελ υπόδειγμα) όμοια με αυτά της δεύτερης μελέτης, προκειμένου να εξετάσει την ανταπόκριση των μετοχών δεκαεσσάρων ευρωπαϊκών τραπεζικών ιδρυμάτων μεγάλου μεγέθους στην ανακοίνωση των παρεμβάσεων επεκτατικής πολιτικής της ΕΚΤ από τον Ιούλιο του 2007 έως τον Δεκέμβριο του 2020. Αυτές οι τράπεζες ήταν οι μόνες από την ευρωζώνη που συμμετείχαν στα Ευρωπαϊκά τεστ προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων ετών 2011, 2014, 2016 και 2018 που διεξήγαγε η Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή (ΕΒΑ) από κοινού με την ΕΚΤ.

Η κύρια διαφορά με τη δεύτερη μελέτη είναι ότι η τρίτη μελέτη αντιμετωπίζει τις επικαλυπτόμενες ανακοινώσεις που περιέχουν δύο ή περισσότερα μέτρα επεκτατικής πολιτικής χωρίς τη χρήση υποκειμενικών κριτηρίων για την επιλογή του πιο σχετικού μέτρου, επειδή αυτό θα μπορούσε να οδηγήσει σε απώλεια σημαντικού αριθμού παρατηρήσεων. Για να διατηρηθούν όλα τα μέτρα επεκτατικής πολιτικής στο δείγμα, χρησιμοποιήθηκε συγκεκριμένο σύνολο ψευδομεταβλητών στο υπόδειγμά μας για την επεξεργασία επικαλυπτόμενων ανακοινώσεων. Τα ευρήματα έδειξαν ότι οι επενδυτές δίνουν μεγάλη προσοχή στις ενέργειες της ΕΚΤ, καθώς τόσο οι συμβατικές όσο και οι

μη συμβατικές επεκτατικές πολιτικές έχουν θετικό αντίκτυπο στις μετοχές των τραπεζών σε διαφορετικά όμως παράθυρα γεγονότων. Μεταξύ των επεκτατικών μέτρων, οι αγορές περιουσιακών στοιχείων έχουν ισχυρότερη και μακροβιότερη επίδραση στις αποδόσεις των τραπεζικών μετοχών.

Στην τέταρτη εμπειρική μελέτη διερευνούμε την αποτελεσματικότητα των μη συμβατικών μέτρων της ΕΚΤ στην ενίσχυση της τραπεζικής πιστωτικής επέκτασης στη ζώνη του ευρώ. Σε αντίθεση με προηγούμενες μελέτες που χρησιμοποιούν δεδομένα σε επίπεδο τραπεζών (μεταξύ άλλων αυτές των Gambacorta 200, Gambacorta and Marques-Ibanez 2014, Grandi 2019, Boechx et al. 2020, Burietz and Picault 2023), αυτή η έρευνα χρησιμοποιεί συγκεντρωτικά δεδομένα δανείων σε επίπεδο χωρών για δεκαπέντε οικονομίες της ζώνης του ευρώ για την περίοδο Ιουλίου 2007 έως Ιουνίου 2021, καλύπτοντας τη χρηματοοικονομική αναταραχή που προκλήθηκε από την πτώση των στεγαστικών ενυπόθηκων δανείων στις ΗΠΑ, την παγκόσμια οικονομική κρίση, την ευρωπαϊκή κρίση κρατικού χρέους, την περίοδο χαμηλού πληθωρισμού και την κρίση της πανδημίας του κορωνοϊού. Επεξεργαζόμαστε μηνιαία δεδομένα από τρεις κύριες κατηγορίες συγκεντρωτικών δανείων και πιο συγκεκριμένα, τα συνολικά δάνεια *pro* κατοίκους της ζώνης του ευρώ, τα δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα και τα δάνεια σε μη χρηματοπιστωτικές εταιρείες. Χρησιμοποιούμε ανάλυση παλινδρόμησης πάνελ με πολλαπλές εναλλακτικές εξειδικεύσεις του οικονομετρικού υποδείγματος προκειμένου να αναλυθούν σε βάθος οι παράγοντες της πιστωτικής επέκτασης. Τα εμπειρικά ευρήματα υποδηλώνουν ότι τα μη τακτικά μέτρα της ΕΚΤ (προσεγγιζόμενα από διαφορετικές εναλλακτικές μεταβλητές) ενισχύουν πράγματι την πιστωτική επέκταση των τραπεζών και είναι σύμφωνα με προηγούμενες μελέτες. Σε σχέση με τις προγενέστερες εργασίες, αυτή η έρευνα συνεισφέρει στη βιβλιογραφία καταδεικνύοντας μια διαρθρωτική μεταβολή στον αντίκτυπο των μη τακτικών παρεμβάσεων στην πίστωση επέκταση, καθώς βρίσκει περιορισμένη επίδραση των μη τακτικών μέτρων στην υποπερίοδο πριν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια φτάσουν στο κατώτερο τους όριο λόγω του μικρότερου μεγέθους αυτών των παρεμβάσεων. Επιπλέον, η σύγκριση μεταξύ των χωρών δείχνει την παρουσία ετερογένειας στη μετάδοση της μη τακτικής πολιτικής όσον αφορά την τραπεζική επέκταση των πιστώσεων, αποκαλύπτοντας ασθενέστερη επίδραση στις ευάλωτες οικονομίες της ευρωζώνης που επηρεάστηκαν περισσότερο από τη χρηματοπιστωτική κρίση και την κρίση χρέους.