

# **ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΣΟΓΕΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ**

**ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

**Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής**

## **ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**«Τα Νέα Εργαλεία Νομισματικής Πολιτικής μετά την Κρίση  
του 2008»**

Των φοιτητριών  
**ΡΕΝΙΕΡΗ ΔΕΣΠΟΙΝΑ Α.Μ. 12801**  
**ΠΛΑΪΤΗ ΑΝΑΣΤΑΣΙΑ Α.Μ. 12709**

Επιβλέπων: Καθηγητής Δημήτριος Κυρίκος

Ηράκλειο,  
Μάρτιος 2022

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

**Σκοπός:** Η παρουσίαση των νέων εργαλείων μη-συμβατικής νομισματικής πολιτικής: α) Πρόγραμμα Ποσοτικής Χαλάρωσης, β) Αρνητικά Επιτόκια, και γ) Επικοινωνιακή Καθοδήγηση από τις Κεντρικές Τράπεζες και η διερεύνηση της αποτελεσματικότητά τους.

**Μεθοδολογία:** Θεωρητική ανάλυση ως προς την λειτουργία της παραδοσιακής νομισματικής πολιτικής από την Κεντρική Τράπεζα σε πρώτο επίπεδο και η ανάλυση της λειτουργίας των νέων εργαλείων μη-παραδοσιακής νομισματικής πολιτικής και η βιβλιογραφική επισκόπηση της αποτελεσματικότητά τους.

**Ευρήματα:** Οι ενδείξεις και οι έρευνες πριν την εμφάνιση της πανδημίας της covid-19, υποδήλωναν βελτιωμένες συνθήκες χρηματοδότησης και βελτιωμένες μακροοικονομικές επιδόσεις συνολικά στον Ευρωπαϊκό χώρο. Συγχρόνως, πρέπει να διαπιστωθούν και να ερμηνευθούν οι αρνητικές επιπτώσεις των συγκεκριμένων πολιτικών. Τα συγκεκριμένα όρια έχουν αρχίσει να διαφαίνονται πρακτικά στην Ευρωπαϊκή οικονομία, εφόσον το «φάρμακο» της τόνωσης της οικονομικής δραστηριότητας μέσω άφθονης ρευστότητας, ίσως έχει αρχίσει πλέον να λειτουργεί περισσότερο αρνητικά παρά θετικά, με την Ευρωπαϊκή οικονομία να εμφανίζει ιδιαίτερα υψηλό πληθωρισμό στα τέλη του 2021. Παράλληλα, δημιουργούνται και ανησυχίες για την υπερβολική άνοδο των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και την αύξηση της οικονομικής ανισότητας μέσω της παρατεταμένης χρήσης των συγκεκριμένων πολιτικών.

**Περιορισμοί:** Η έρευνά μας περιορίζεται στην ανάλυση της οικονομικής θεωρίας και στην βιβλιογραφική επισκόπηση των σχετιζόμενων επιστημονικών δημοσιεύσεων για την διαπίστωση και αναφορά των κυρίαρχων οικονομικών απόψεων επί του θέματος της εργασίας μας, ενώ ταυτόχρονα εκφράζουμε την υποκειμενική μας άποψη για την χρησιμότητα των νέων νομισματικών πολιτικών.

**Λέξεις Κλειδιά:** Ποσοτική, Χαλάρωση, Αρνητικά, Επιτόκια, Επικοινωνιακή, Καθοδήγηση, Νομισματική, Πολιτική, ΕΚΤ

## ABSTRACT

**Purpose:** The presentation of the new non-conventional monetary policy tools: a) Quantitative Easing, b) Negative Interest Rates, and c) Forward Guidance by central banks and investigation of their effectiveness.

**Methodology:** Theoretical analysis of the way conventional monetary policy is used by the Central Bank and the operational analysis of the new non-conventional monetary policy tools and the bibliographic review of their effectiveness.

**Findings:** Economic research prior to the onset of the COVID-19 pandemic indicated improved financing conditions and improved macroeconomic performance overall in the European area. At the same time, the negative effects of these policies must be identified and interpreted. The limits have begun to emerge practically in the European economy, since the "medicine" of stimulating economic activity through ample liquidity, may have now begun to produce more negative than positive results, with the European economy showing particularly high inflation at the end of 2021. At the same time, there are concerns about the excessive rise in asset prices and the increase in economic inequality through the prolonged use of these policies.

**Limitations:** Our research is limited to the analysis of economic theory and the bibliographic review of the relevant scientific publications in order to identify and report the dominant economic views on the subject of our thesis, also at the same time we express our personal opinions on the usefulness of the new monetary policies.

Keywords: Quantitative, Easing, Negative, Interest, Rates, Forward ,Guidance, Monetary, Policy, ECB

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ .....	- 1 -
ABSTRACT .....	- 2 -
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ .....	- 3 -
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	- 5 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 .....	- 7 -
Άσκηση νομισματικής πολιτικής πριν την κρίση του 2008.....	- 7 -
Εξίσωση Fisher – Ονομαστικό και Πραγματικό Επιτόκιο.....	- 7 -
Υπόδειγμα IS-MP.....	- 8 -
Καμπύλη IS – Ισορροπία Αγοράς Αγαθών και Υπηρεσιών .....	- 8 -
Καμπύλη MP – Κανόνας Άσκησης Νομισματικής Πολιτικής .....	- 9 -
Μεταβολές στο Εισόδημα Ισορροπίας λόγω διαφοροποίησης της αυστηρότητας της Νομισματικής Πολιτικής.....	- 12 -
Μεταβολές στο Εισόδημα Ισορροπίας λόγω διαφοροποίησης πληθωρισμού.....	- 14 -
Νομισματική Πολιτική στην Πράξη.....	- 15 -
Εργαλεία Νομισματικής Πολιτικής .....	- 17 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 .....	- 19 -
Η αναποτελεσματικότητα της συμβατικής νομισματικής πολιτικής μετά το 2008.....	- 19 -
Παγίδα Ρευστότητας.....	- 19 -
Η παγίδα ρευστότητας στο υπόδειγμα IS-MP .....	- 20 -
Ισορροπία στο υπόδειγμα IS-MP στην Παγίδα Ρευστότητας.....	- 22 -
Αναποτελεσματικότητα νομισματικής πολιτικής στο υπόδειγμα IS-MP στην Παγίδα Ρευστότητας .....	- 23 -

<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3</b> .....	- 25 -
<b>Τα νέα εργαλεία νομισματικής πολιτικής</b> .....	- 25 -
<b>Ποσοτική Χαλάρωση</b> .....	- 25 -
<b>Μηχανισμοί Μετάδοσης Ποσοτικής Χαλάρωσης</b> .....	- 27 -
<b>Διαχείριση Προσδοκιών</b> .....	- 27 -
<b>Δίαυλος εξισορρόπησης χαρτοφυλακίου</b> .....	- 27 -
<b>Δίαυλος τραπεζικού δανεισμού</b> .....	- 28 -
<b>Δίαυλος πλούτου</b> .....	- 29 -
<b>Δημοσιονομικός διάυλος</b> .....	- 29 -
<b>Δίαυλος εξαγωγών</b> .....	- 30 -
<b>Επικοινωνιακή Καθοδήγηση</b> .....	- 30 -
<b>Πολιτική Αρνητικών Επιτοκίων</b> .....	- 37 -
<b>Το πρόσφατο ιστορικό των νέων εργαλείων νομισματικής πολιτικής από την ΕΚΤ</b> -	41 -
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4</b> .....	- 48 -
<b>Αποτελεσματικότητα των νέων εργαλείων νομισματικής πολιτικής</b> .....	- 48 -
<b>Αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας της Ποσοτικής Χαλάρωσης</b> .....	- 48 -
<b>Αποτελεσματικότητα Αρνητικών Επιτοκίων</b> .....	- 50 -
<b>Η αποτελεσματικότητα της Επικοινωνιακής Καθοδήγησης</b> .....	- 54 -
<b>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ</b> .....	- 57 -
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b> .....	- 60 -

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Την τελευταία δεκαετία οι κεντρικές τράπεζες των προηγμένων οικονομιών έχουν αναπτύξει νέα εργαλεία πολιτικής, για να ξεπεραστούν τα όρια της συμβατικής νομισματικής πολιτικής που επιβάλλει το κατώτερο όριο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Η εργασία μας εστιάζει στα τρία βασικά εργαλεία μη συμβατικής πολιτικής: α) Την Ποσοτική Χαλάρωση, β) Τα Αρνητικά Επιτόκια, και γ) Την Επικοινωνιακή καθοδήγηση.

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση, στις ΗΠΑ, αλλά και σε άλλες προηγμένες οικονομίες, το κρίσιμο σημείο καμπής που έφερε στο προσκήνιο τα νέα εργαλεία νομισματικής πολιτικής ήταν η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009 και η επακόλουθη κρίση δημόσιου χρέους στην περιφέρεια της Ευρωζώνης, όπου και τα δυο γεγονότα οδήγησαν σε βαθιά ύφεση αρκετές οικονομίες. Μετά τη μείωση των βραχυπρόθεσμων ονομαστικών επιτοκίων στο μηδέν ή πρακτικά στο μηδέν, η ΕΚΤ και άλλες κεντρικές τράπεζες στράφηκαν σε εναλλακτικά εργαλεία πολιτικής για την παροχή κινήτρων, εφόσον η αποτελεσματικότητα της συμβατικής νομισματικής πολιτικής εξανεμίζεται σε συνθήκες μηδενικών ονομαστικών επιτοκίων.

Το πρώτο βασικό εργαλείο μη-συμβατικής νομισματικής πολιτικής είναι η Ποσοτική Χαλάρωση, η οποία είναι ένα πρόγραμμα αγοράς μεσο-μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων σε μεγάλη κλίμακα από την ίδια την Κεντρική Τράπεζα, με σκοπό την τόνωση της οικονομίας μέσω της διαμόρφωσης χαμηλότερων μακροπρόθεσμων επιτοκίων.

Το δεύτερο εργαλείο μη-συμβατικής νομισματικής πολιτικής είναι τα Αρνητικά Επιτόκια, όπου η Κεντρική Τράπεζα προχωρά σε εφαρμογή αρνητικού βραχυπρόθεσμου επιτοκίου με σκοπό την αποφυγή διακράτησης υπερβολικής ρευστότητας από τις εμπορικές τράπεζες και τις μεγάλες επιχειρήσεις, κατά περίπτωση, με σκοπό να προωθηθεί ο δανεισμός των επιχειρήσεων από τις εμπορικές τράπεζες και η αύξηση των επενδύσεων από τις μεγάλες επιχειρήσεις.

Το τρίτο εργαλείο μη-συμβατικής νομισματικής πολιτικής είναι η Επικοινωνιακή Καθοδήγηση, όπου η Κεντρική Τράπεζα προχωρά σε προσεκτικές ανακοινώσεις σχετικά με

τις προοπτικές και τα σχέδια πολιτικής που σκοπεύει να ακολουθήσει, χρησιμοποιώντας σαφή ή και λιγότερο σαφή γλώσσα, κατά περίπτωση, για να προσφέρει ένα επιπλέον επίπεδο λογοδοσίας στην μεσο-μακροπρόθεσμη πολιτική της, όταν οι οικονομικές συνθήκες το επιβάλλουν.

Οι ενδείξεις και οι έρευνες πριν την εμφάνιση της πανδημίας της covid-19, υποδήλωναν βελτιωμένες συνθήκες χρηματοδότησης και βελτιωμένες μακροοικονομικές επιδόσεις συνολικά στον Ευρωπαϊκό χώρο. Επομένως, μπορεί να γίνει η υπόθεση πως οι μη-συμβατικές πολιτικές που ακολούθησε η ΕΚΤ βοήθησαν στην άνοδο του Ευρωπαϊκού ΑΕΠ και στην διατήρηση του πληθωρισμού σε ικανοποιητικά επίπεδα, αλλά λόγω της φύσης της ανάλυσης των οικονομικών φαινομένων, δεν μπορεί να υπάρχει απόλυτη βεβαιότητα ως προς τον πραγματικό βαθμό συνεισφοράς.

Το πρόγραμμα Ποσοτικής Χαλάρωσης, με την εισαγωγή τρισεκατομμυρίων ευρώ στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, είχε ως βασικό σκοπό την αύξηση της καταναλωτικής δαπάνης ενθαρρύνοντας τον ιδιωτικό τομέα να αλλάξει τη δανειοδοτική και την αγοραστική του συμπεριφορά. Κατά την άποψη μας, η χρησιμότητα του προγράμματος αρχίζει να ξεθωριάζει, λόγω των έντονων πληθωριστικών πιέσεων που εμφανίζονται, εξαιτίας της παρατεταμένης εφαρμογής του, σε συνδυασμό με τις έκτακτες συνθήκες χρηματοδότησης των οικονομιών λόγω της πανδημίας covid-19 και τα προβλήματα που εμφανίζονται στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες.

Στο πρώτο μέρος της εργασίας παρουσιάζεται η θεωρητική ανάλυση της άσκησης νομισματικής πολιτικής υπό το θεωρητικό πρίσμα του μοντέλου IS-MP κατά τον Κυρίκο (2015). Πιο συγκεκριμένα στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται ανάλυση της συμβατικής νομισματικής πολιτικής, ενώ στο δεύτερο κεφάλαιο εξηγείται η αναποτελεσματικότητα της συμβατικής νομισματικής πολιτικής όταν η οικονομία βρεθεί στην λεγόμενη Παγίδα Ρευστότητας. Στο δεύτερο μέρος της εργασίας μας προχωράμε στο τρίτο κεφάλαιο στην ανάλυση των νέων εργαλείων μη-συμβατικής νομισματικής πολιτικής και στο τέταρτο κεφάλαιο στην αξιολόγηση της αποτελεσματικότητάς τους. Στο τέλος της εργασίας παραθέτουμε τα συμπεράσματά μας.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

### Άσκηση νομισματικής πολιτικής πριν την κρίση του 2008

#### Εξίσωση Fisher – Ονομαστικό και Πραγματικό Επιτόκιο

Πριν ξεκινήσουμε την μακροοικονομική ανάλυση είναι ιδιαίτερως σημαντικό να καθορισθεί η διαφορά ανάμεσα στο ονομαστικό επιτόκιο  $i$  και το πραγματικό επιτόκιο  $r$ .

Το ονομαστικό επιτόκιο  $i$  αποτελεί την ποσοστιαία αμοιβή του κεφαλαίου σε ορισμένο χρονικό διάστημα, συνήθως ετήσιο. Όμως, σημαντική είναι η μέτρηση της αγοραστικής δύναμης που προσφέρει η ποσοστιαία αμοιβή του κεφαλαίου και αυτό γίνεται με την χρήση του πραγματικού επιτοκίου  $r$ , το οποίο λαμβάνει υπόψιν τις μελλοντικές ή προσδοκώμενες τιμές ως προς την κατανάλωση που προσφέρει η αμοιβή του κεφαλαίου. Επομένως, το πραγματικό επιτόκιο θα αποτελεί τον ποσοστιαίο ρυθμό μεταβολής ανάμεσα στην κατανάλωση που θα προσφέρει τώρα μια χρηματική μονάδα κεφαλαίου και στην προσδοκώμενη κατανάλωση που θα προσφέρει η ίδια χρηματική μονάδα κεφαλαίου ένα έτος αργότερα, λαμβάνοντας υπόψιν την αμοιβή του κεφαλαίου, δηλαδή το ονομαστικό επιτόκιο και τις μεταβολές των τιμών βάσει του προσδοκώμενου πληθωρισμού. Στην σχέση 1.1 ακολούθως παρουσιάζεται ο αριθμητικός υπολογισμός του πραγματικού επιτοκίου, όπου  $i$  είναι το ετήσιο ονομαστικό επιτόκιο,  $P_0$  το τρέχον επίπεδο τιμών, και  $\pi^e$  ο προσδοκώμενος ετήσιος πληθωρισμός.

$$r = \frac{\frac{1+i}{P_0(1+\pi^e)} - \frac{1}{P_0}}{\frac{1}{P_0}} \quad (1.1) \quad (\text{Κυρίκος 2015})$$

Με αλγεβρική αναδιάταξη της σχέσης 1.1 και για χαμηλά επίπεδα προσδοκώμενου πληθωρισμού, το πραγματικό επιτόκιο μπορεί να οριστεί προσεγγιστικά ως η διαφορά ανάμεσα στο ονομαστικό επιτόκιο και τον προσδοκώμενο ετήσιο πληθωρισμό, όπως παρουσιάζεται στην σχέση 1.2 ακολούθως, η οποία είναι γνωστή ως εξίσωση του Fisher.



$$r \approx i - \pi^e \quad (1.2) \quad (\text{Κυρίκος 2015})$$

Αναλύοντας την εξίσωση του Fisher (1.2), προκύπτει προσεγγιστικά πως, το πραγματικό επιτόκιο έχει αρνητική συσχέτιση με τον προσδοκώμενο πληθωρισμό και αντίστοιχα το πραγματικό επιτόκιο έχει θετική συσχέτιση με το ονομαστικό επιτόκιο. Η αναδιάταξη της σχέσης 1.2 ως προς το ονομαστικό επιτόκιο δείχνει μια πλήρως αναλογική σχέση ανάμεσα στο ονομαστικό επιτόκιο και τον προσδοκώμενο πληθωρισμό, το λεγόμενο αποτέλεσμα Fisher. Η συγκεκριμένη διαπίστωση είναι ιδιαιτέρως σημαντική για την συνέχεια.

### Υπόδειγμα IS-MP

Σύμφωνα με τον Κυρίκο (2015), η πιο αντιπροσωπευτική μακροοικονομική ανάλυση, ως προς την άσκηση της νομισματικής πολιτικής μπορεί να γίνει από το υπόδειγμα IS-MP, το οποίο αποτελεί μια διαφοροποίηση του γνωστότερου υποδείγματος IS-LM.

### Καμπύλη IS – Ισορροπία Αγοράς Αγαθών και Υπηρεσιών

Η IS αποτελεί την καμπύλη ισορροπίας της αγοράς αγαθών και υπηρεσιών, η οποία περιλαμβάνει τους εφικτούς συνδυασμούς εισοδήματος ( $Y$ ) και πραγματικού επιτοκίου ( $r$ ), όπου η αγορά αγαθών και υπηρεσιών βρίσκεται σε ισορροπία. Η IS ουσιαστικά αποτελεί τον γεωμετρικό τόπο ικανοποίησης της συνθήκης μακροοικονομικής ισορροπίας η οποία σε μια κλειστή οικονομία με κρατικό τομέα αποτελείται από τρεις βασικές συνιστώσες: α) την Κατανάλωση  $C$ , β) την επιθυμητή Επένδυση  $I_p$ , και γ) τις αυτόνομες Κρατικές Δαπάνες  $G$  και παρουσιάζεται ακολούθως στην σχέση 1.3.

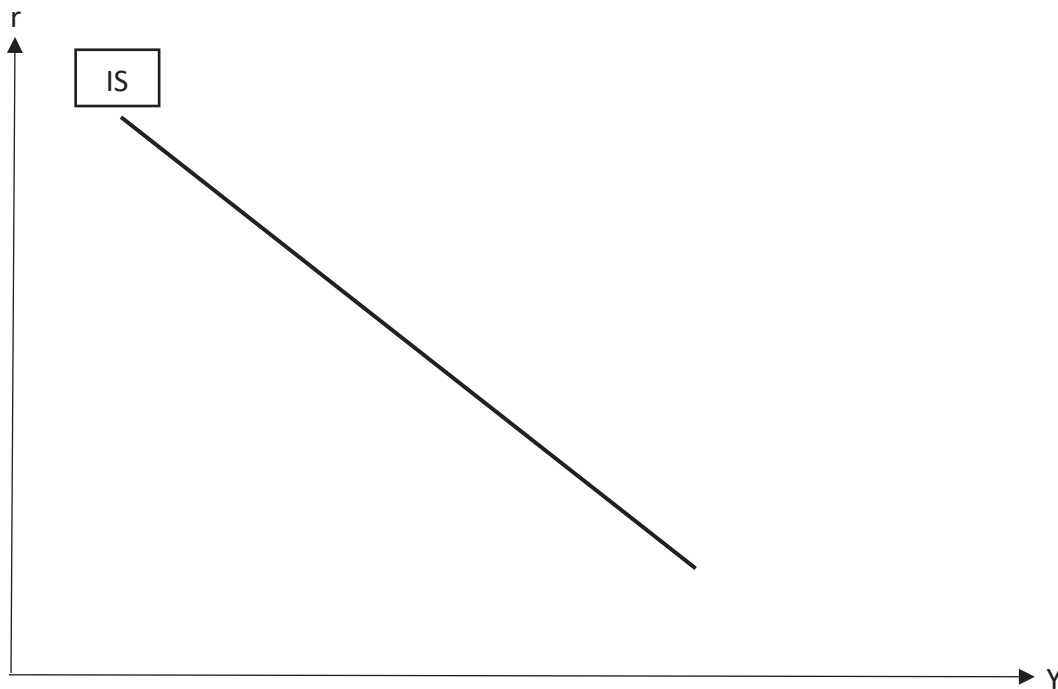
$$IS: Y = C \left( \overset{+}{\hat{Y}} \right) + I_p \left( \bar{r} \right) + G \quad (1.3) \quad (\text{Κυρίκος 2015})$$

Όπου η κατανάλωση  $C$  εξαρτάται θετικά συναρτήσει του εισοδήματος, εξού και το θετικό πρόσημο πάνω από το  $Y$  στην σχέση 1.3 και αντίστοιχα η επιθυμητή επένδυση εξαρτάται

αρνητικά συναρτήσει του πραγματικού επιτοκίου, εξού και το αρνητικό πρόσημο πάνω από το  $r$  στην σχέση 1.3.

Στο Σχήμα 1.1, ακολούθως, παρουσιάζεται η καμπύλη της IS σε γραμμική μορφή με το πραγματικό επιτόκιο  $r$  να βρίσκεται στον κάθετο άξονα και το εισόδημα  $Y$  στον οριζόντιο αντίστοιχα. Η καμπύλη IS έχει αρνητική κλίση, δηλαδή είναι κατερχόμενη λόγω της αρνητικής συσχέτισης ανάμεσα στο ύψος του πραγματικού επιτοκίου  $r$  και της επιθυμητής επένδυσης  $I_r$ .

**Σχήμα 1.1** Η καμπύλη IS



Πηγή: Κυρίκος (2015)

### Καμπύλη MP – Κανόνας Άσκησης Νομισματικής Πολιτικής

Η MP αποτελεί την καμπύλη του κανόνα άσκησης νομισματικής πολιτικής, η οποία βασίζεται στον καθορισμό του πραγματικού επιτοκίου από την Κεντρική Τράπεζα, βάσει κάποιων συγκεκριμένων στόχων. Ακολούθως, στην σχέση 1.4 παρουσιάζεται ο κανόνας άσκησης νομισματικής πολιτικής, βάσει του οποίου καθορίζεται το πραγματικό επιτόκιο  $r$ . Ο καθορισμός του πραγματικού επιτοκίου αποτελεί μια συνάρτηση τριών μεταβλητών, του

εισοδήματος  $Y$  με το οποίο συσχετίζεται θετικά, του πληθωρισμού  $\pi$  με τον οποίο συσχετίζεται θετικά, και της μεταβλητής  $z$  η οποία συμπεριλαμβάνει τους λοιπούς παράγοντες που επηρεάζουν τον κανόνα νομισματικής πολιτικής και μπορούν να επηρεάσουν αρνητικά ή θετικά το πραγματικό επιτόκιο, όπως οι προτιμήσεις της Κεντρικής Τράπεζας ως προς το πόσο αυστηρή ή χαλαρή θα πρέπει να είναι η άσκηση της νομισματικής πολιτικής.

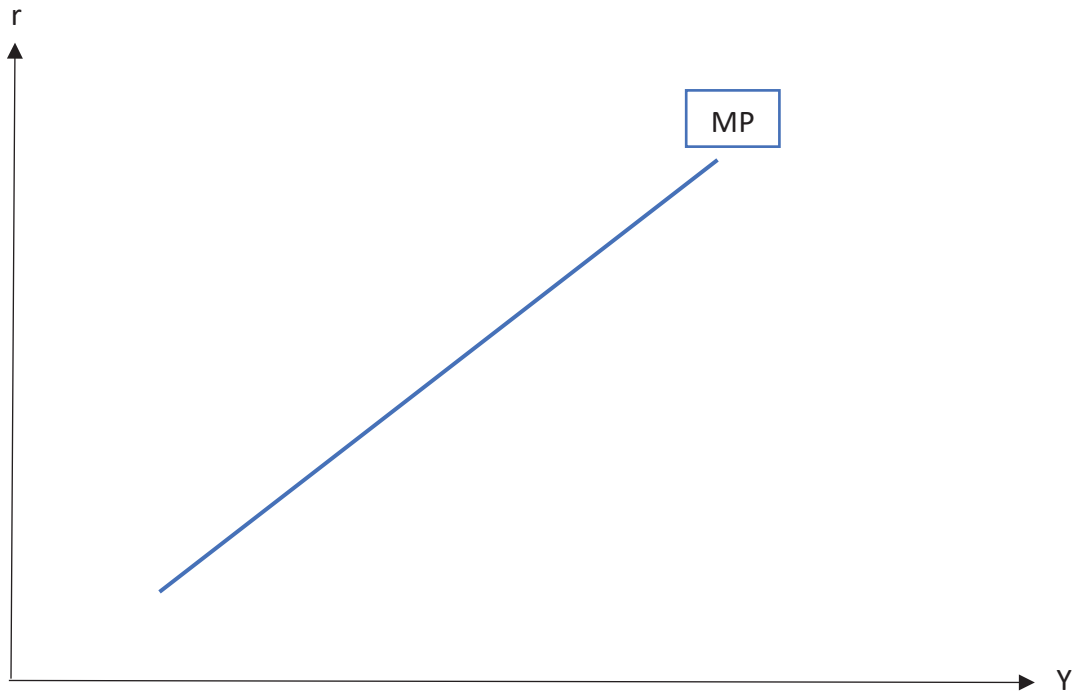
$$MP: r = f\left(\overset{+}{\tilde{Y}}, \overset{+}{\tilde{\pi}}, \overset{+/-}{\tilde{z}}\right) \quad (1.4) \quad (\text{Κυρίκος 2015})$$

Επομένως, βάσει της σχέσης 1.4 προκύπτει πως η Κεντρική Τράπεζα θα προχωρήσει σε αύξηση του πραγματικού επιτοκίου όταν το εισόδημα  $Y$  ή ο πληθωρισμός  $\pi$  αυξηθούν και αντίστροφα σε μείωση του πραγματικού επιτοκίου όταν το εισόδημα  $Y$  ή ο πληθωρισμός  $\pi$  μειωθούν. Η συγκεκριμένη διαπίστωση γίνεται υπό το πρίσμα του δυνητικού εισοδήματος, όπου αν το πραγματοποιούμενο εισόδημα ξεπεράσει το δυνητικό θα δημιουργηθούν οι συνθήκες για επιτάχυνση του πληθωρισμού και αυτό θα δημιουργήσει τις συνθήκες για παρέμβαση της Κεντρικής Τράπεζας μέσω αύξησης του πραγματικού επιτοκίου. Αντίστοιχα, όταν το πραγματοποιούμενο εισόδημα της οικονομίας βρίσκεται σε χαμηλότερα επίπεδα του δυνητικού, αυτό θα δημιουργήσει τις συνθήκες για μείωση του πραγματικού επιτοκίου από την Κεντρική Τράπεζα, με σκοπό την τόνωση της οικονομίας και την καταπολέμηση πιθανού αποπληθωρισμού.

Στο Σχήμα 1.2, ακολούθως, παρουσιάζεται η καμπύλη της  $MP$  σε γραμμική μορφή με το πραγματικό επιτόκιο  $r$  να βρίσκεται στον κάθετο άξονα και το εισόδημα  $Y$  στον οριζόντιο αντίστοιχα. Η καμπύλη  $MP$  έχει θετική κλίση, δηλαδή είναι ανερχόμενη λόγω της θετικής συσχέτισης ανάμεσα στο ύψος του πραγματικού επιτοκίου που στοχεύει η Κεντρική Τράπεζα και του πραγματοποιούμενου εισοδήματος. Η καμπύλη  $MP$  θα μετατοπιστεί προς τα πάνω σε περίπτωση αύξησης του πληθωρισμού  $\pi$  για δεδομένα επίπεδα εισοδήματος  $Y$  και αντίστροφα θα μετατοπιστεί προς τα κάτω σε περίπτωση μείωσης του πληθωρισμού  $\pi$ . Η μεταβλητή  $z$  που ερμηνεύει την αυστηρότητα της νομισματικής πολιτικής, για δεδομένα επίπεδα εισοδήματος, θα μετατοπίσει προς τα πάνω την καμπύλη  $MP$  όταν η

Κεντρική Τράπεζα ακολουθεί πιο αυστηρή ή περιοριστική πολιτική και αντίστροφα προς τα κάτω όταν η νομισματική πολιτική είναι πιο χαλαρή ή επεκτατική.

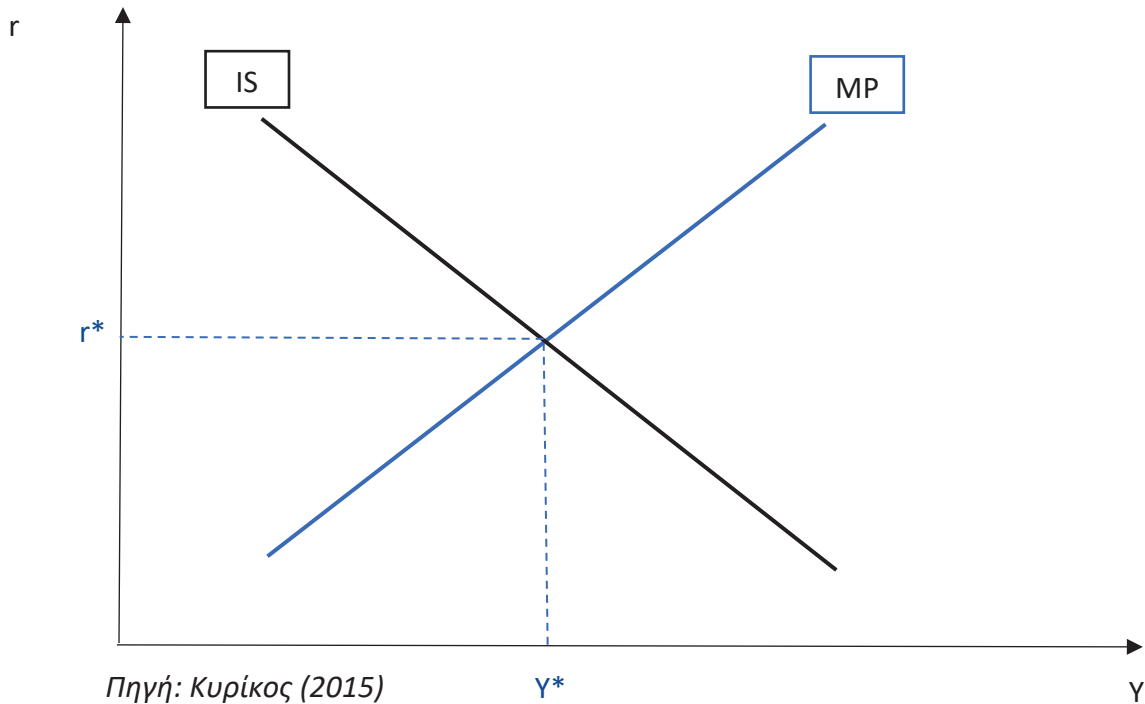
**Σχήμα 1.2** Η καμπύλη MP



Πηγή: Κυρίκος (2015)

Το εισόδημα ισορροπίας στην λογική του υποδείγματος IS-MP προκύπτει βάσει του πραγματικού επιτοκίου που θέλει να στοχεύσει και να εφαρμόσει η Κεντρική Τράπεζα μέσω της καμπύλης MP έχοντας ως δεδομένους τους συνδυασμούς εισοδήματος και πραγματικού επιτοκίου της καμπύλης IS. Στο σχήμα 1.3, που ακολουθεί παρουσιάζεται η ισορροπία του υποδείγματος IS-MP, με το εισόδημα ισορροπίας  $Y^*$  να προκύπτει ως το σημείο τομής των δυο καμπυλών στο επιθυμητό πραγματικό επιτόκιο  $r^*$ .

**Σχήμα 1.3** Η ισορροπία στο Υπόδειγμα IS-MP



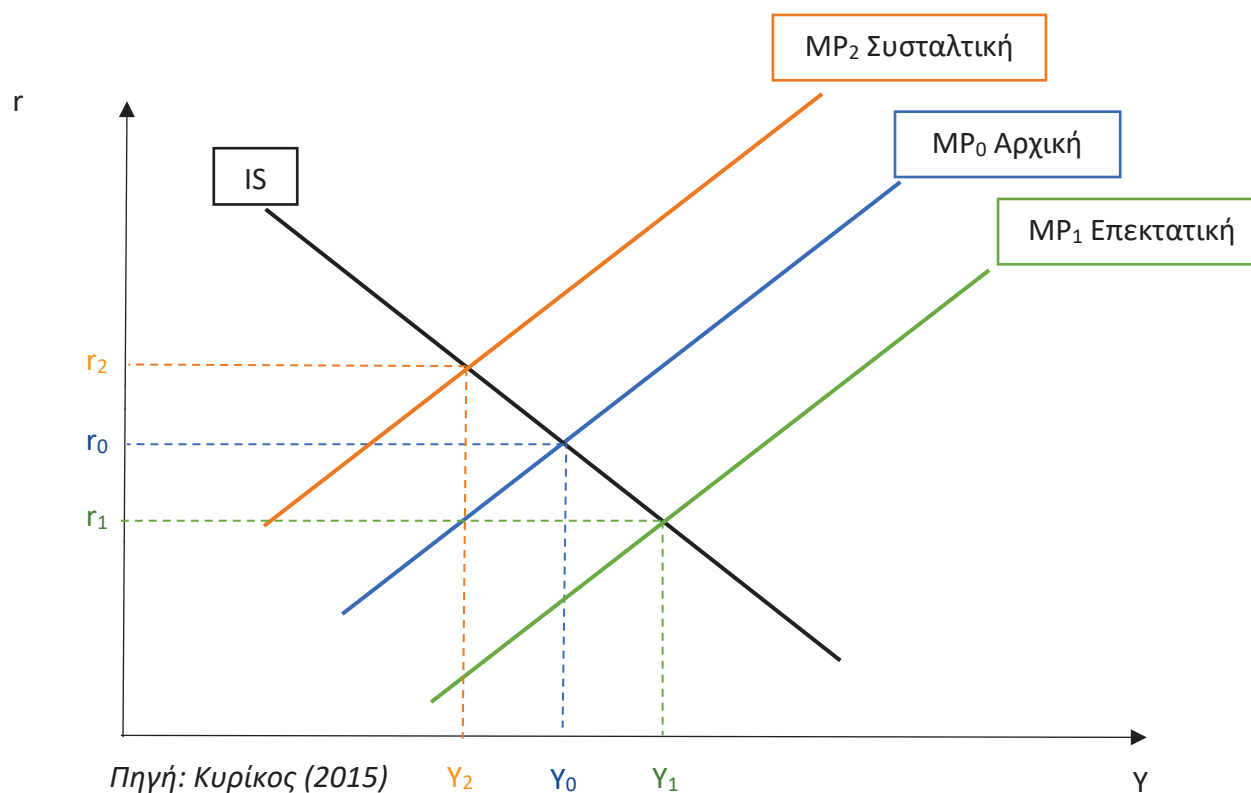
### Μεταβολές στο Εισόδημα Ισορροπίας λόγω διαφοροποίησης της αυστηρότητας της Νομισματικής Πολιτικής

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως στην ανάλυση της καμπύλης MP, η προτίμηση της Κεντρικής Τράπεζας στην άσκηση περισσότερο χαλαρής ή επεκτατικής νομισματικής πολιτικής θα μετατοπίσει την καμπύλη MP προς τα κάτω, ενώ αντιθέτως η προτίμηση στην άσκηση περισσότερο αυστηρότερης ή συσταλτικής νομισματικής πολιτικής θα μετατοπίσει την καμπύλη MP προς τα πάνω.

Επομένως, στο σχήμα 1.4 ακολούθως, παρουσιάζεται η διαμόρφωση της νέας ισορροπίας στο υπόδειγμα IS-MP με βάσει τις διαφοροποιήσεις στις προτιμήσεις της Κεντρικής Τράπεζας ως προς την αυστηροποίηση ή μη της νομισματικής πολιτικής. Πιο συγκεκριμένα, αν η Κεντρική Τράπεζα επιλέξει να ακολουθήσει πιο χαλαρή ή επεκτατική νομισματική

πολιτική, τότε η καμπύλη  $MP_0$  θα μετακινηθεί προς τα κάτω ως  $MP_1$ , με αποτέλεσμα στην νέα ισορροπία  $Y_1, r_1$  να αντιστοιχεί υψηλότερο εισόδημα και χαμηλότερο πραγματικό επιτόκιο συγκριτικά της αρχικής θέσης. Αντιθέτως, αν η Κεντρική Τράπεζα επιλέξει να ακολουθήσει πιο αυστηρή ή συσταλτική νομισματική πολιτική, τότε η καμπύλη  $MP_0$  θα μετακινηθεί προς τα πάνω ως  $MP_2$ , με αποτέλεσμα στην νέα ισορροπία  $Y_2, r_2$  να αντιστοιχεί χαμηλότερο εισόδημα και υψηλότερο πραγματικό επιτόκιο συγκριτικά της αρχικής θέσης.

**Σχήμα 1.4** Μεταβολές στην Ισορροπία IS-MP λόγω διαφοροποίησης νομισματικής πολιτικής



Επομένως, με τις υπόλοιπες μεταβλητές του υποδείγματος σταθερές, η αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής (περισσότερο συσταλτική πολιτική – μείωση ποσότητας χρήματος) θα προκαλέσει αύξηση του πραγματικού επιτοκίου ισορροπίας και μείωση του εισοδήματος ισορροπίας, ενώ αντιστρόφως η εφαρμογή λιγότερο αυστηρής νομισματικής πολιτικής (περισσότερο επεκτατική πολιτική – αύξηση ποσότητας χρήματος) θα

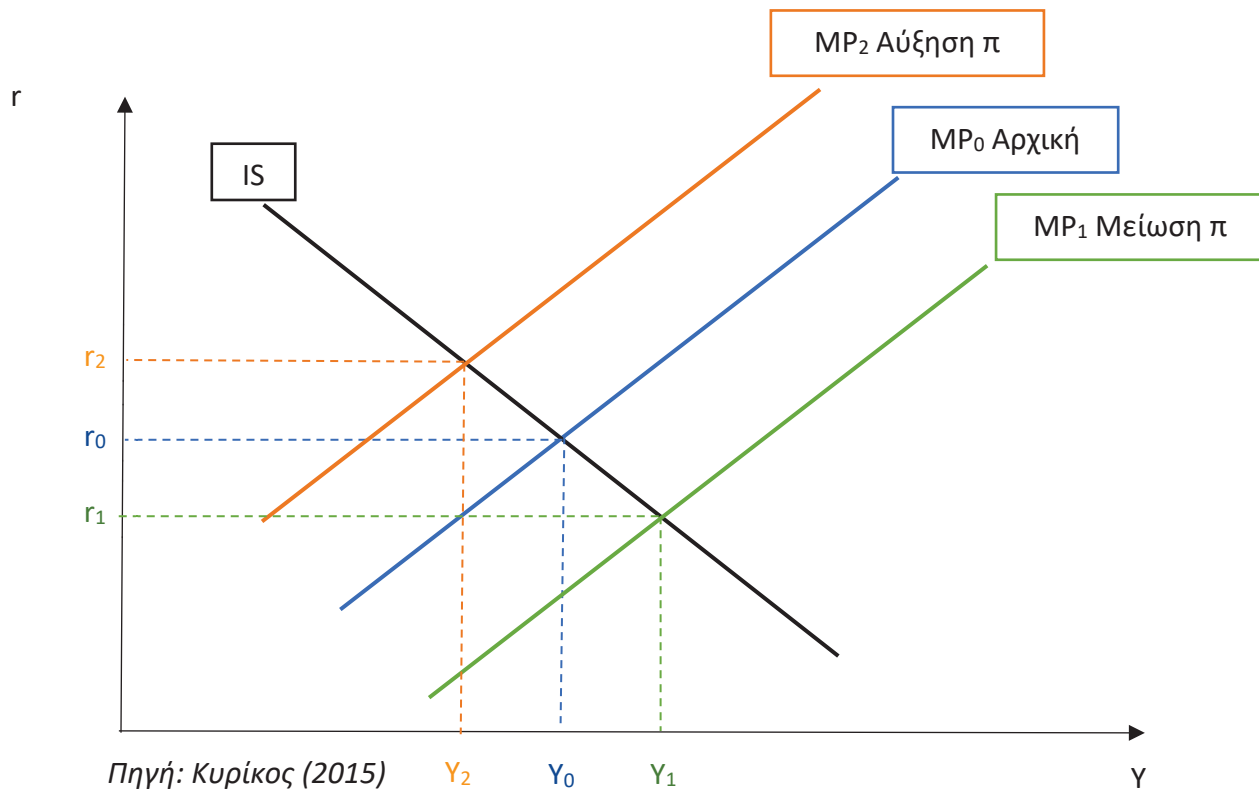
προκαλέσει μείωση του πραγματικού επιτοκίου ισορροπίας και αύξηση του Εισοδήματος ισορροπίας. Άρα, οι αλλαγές στις προτιμήσεις της Κεντρικής Τράπεζας, ως προς την αυστηρότητα της νομισματικής πολιτικής παρουσιάζουν αποτελεσματικότητα ως προς την μεταβολή του εισοδήματος.

### Μεταβολές στο Εισόδημα Ισορροπίας λόγω διαφοροποίησης πληθωρισμού

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως στην ανάλυση της καμπύλης MP, η καμπύλη θα μετατοπιστεί προς τα πάνω σε περίπτωση αύξησης του πληθωρισμού για δεδομένα επίπεδα εισοδήματος και αντίστροφα θα μετατοπιστεί προς τα κάτω σε περίπτωση μείωσης του πληθωρισμού.

Επομένως, στο σχήμα 1.5 ακολούθως, παρουσιάζεται η διαμόρφωση της νέας ισορροπίας στο υπόδειγμα IS-MP με βάση τις διαφοροποιήσεις πληθωρισμού. Πιο συγκεκριμένα, αν μειωθεί ο πληθωρισμός, τότε η καμπύλη  $MP_0$  θα μετακινηθεί προς τα κάτω ως  $MP_1$ , με αποτέλεσμα στην νέα ισορροπία  $Y_{1,r_1}$  να αντιστοιχεί υψηλότερο εισόδημα και χαμηλότερο πραγματικό επιτόκιο συγκριτικά της αρχικής θέσης. Αντιθέτως, αν ο πληθωρισμός αυξηθεί, τότε η καμπύλη  $MP_0$  θα μετακινηθεί προς τα πάνω ως  $MP_2$ , με αποτέλεσμα στην νέα ισορροπία  $Y_{2,r_2}$  να αντιστοιχεί χαμηλότερο εισόδημα και υψηλότερο πραγματικό επιτόκιο συγκριτικά της αρχικής θέσης.

**Σχήμα 1.5** Μεταβολές στην Ισορροπία IS-MP λόγω διαφοροποίησης πληθωρισμού



Επομένως, με τις υπόλοιπες μεταβλητές του υποδείγματος σταθερές, η αύξηση του πληθωρισμού θα προκαλέσει αύξηση του πραγματικού επιτοκίου ισορροπίας και μείωση του Εισοδήματος ισορροπίας, ενώ αντιστρόφως η μείωση του πληθωρισμού θα προκαλέσει μείωση του πραγματικού επιτοκίου ισορροπίας και αύξηση του Εισοδήματος ισορροπίας. Άρα, η αύξηση του πληθωρισμού σχετίζεται με μείωση του Εισοδήματος Ισορροπίας και αντίστροφα.

### Νομισματική Πολιτική στην Πράξη

Σύμφωνα με τον Κυρίκο (2015), υπό το πρίσμα του μοντέλου IS-MP, ο καθορισμός του πραγματικού επιτοκίου μπορεί να επιτευχθεί με μεταβολές της ονομαστικής ποσότητας χρήματος προς την απαιτούμενη κατεύθυνση με διαρκή παρακολούθηση και αναθεώρηση



των ποσοτήτων προκειμένου να αντισταθμιστούν πιθανές αλλαγές στον προσδοκώμενο πληθωρισμό.

Σύμφωνα με την ανάλυση της λειτουργίας της αγοράς χρήματος, η ζήτηση χρήματος εξαρτάται θετικά από το εισόδημα και αρνητικά από το ονομαστικό επιτόκιο και με χρήση της εξίσωσης του Fisher (σχέση 1.2), προκύπτει πως η ζήτηση χρήματος εξαρτάται αρνητικά από το άθροισμα του πραγματικού επιτοκίου και του προσδοκώμενου πληθωρισμού. Επομένως, ξεκινώντας από την σκέψη πως η αγορά χρήματος θα λειτουργήσει ισορροπητικά, δηλαδή η προσφορά χρήματος θα ισούται με τη ζήτηση χρήματος, η Κεντρική Τράπεζα μπορεί να επηρεάσει το πραγματικό επιτόκιο με τις σωστές μεταβολές της ονομαστικής ποσότητας χρήματος, λαμβάνοντας υπόψιν τις μεταβολές στον προσδοκώμενο πληθωρισμό.

Άρα, για παράδειγμα, η Κεντρική Τράπεζα μπορεί να στοχεύσει σε μια αύξηση του πραγματικού επιτοκίου, σε περίπτωση που η οικονομία λειτουργεί πέραν του δυνητικού εισοδήματος και εμφανίζει σημάδια υπερθέρμανσης, μέσω της μείωσης της ποσότητας χρήματος. Η μείωση της ποσότητας χρήματος θα συνοδευτεί από μια μικρότερη μείωση του επιπέδου τιμών λόγω της μερικής και όχι άμεσης προσαρμογής τους, επομένως η πραγματική ποσότητα χρήματος θα μειωθεί, δημιουργώντας έτσι τις συνθήκες για μείωση του προσδοκώμενου πληθωρισμού που αναγκαστικά θα μειώσει το ονομαστικό επιτόκιο βάσει του αποτελέσματος Fisher. Σε συνέχεια, η μείωση του ονομαστικού επιτοκίου θα προκαλέσει αύξηση στην ζήτηση χρήματος, δημιουργώντας υπερβάλλουσα ζήτηση στην αγορά χρήματος, η οποία στην συνέχεια οδηγεί σε ισορροπία κατά μήκος της IS, καταλήγοντας σε ισορροπία που αντιστοιχεί σε υψηλότερο πραγματικό επιτόκιο και χαμηλότερο εισόδημα.

Πρέπει να τονιστεί, ξανά, πως η στόχευση του πραγματικού επιτοκίου πρέπει να λαμβάνει υπόψιν τις τρέχουσες προσδοκίες για τον αναμενόμενο πληθωρισμό, γεγονός που απαιτεί συνεχείς αναθεωρήσεις στην ονομαστική ποσότητα χρήματος, με βάση τις εξελίξεις στις προσδοκίες των παραγόντων της οικονομίας.

## Εργαλεία Νομισματικής Πολιτικής

Τα εργαλεία νομισματικής πολιτικής είναι τα μέσα που χρησιμοποιεί μια Κεντρική Τράπεζα για την επίτευξη του επιχειρησιακού της στόχου. Οι κεντρικές τράπεζες χρησιμοποιούν κυρίως τρία τέτοια εργαλεία: α) Τις πάγιες διευκολύνσεις, β) τις πράξεις ανοικτής αγοράς και γ) τα ελάχιστα απαιτούμενα αποθεματικά.

Οι πάγιες διευκολύνσεις είναι χρηματοοικονομικές συναλλαγές των κεντρικών τραπεζών με πρωτοβουλία των τραπεζών και παρέχουν ή απορροφούν ρευστότητα με διάρκεια μίας ημέρας, βάσει της δέσμευσης της κεντρικής τράπεζας να συνάπτει τέτοιες πράξεις υπό ορισμένες προϋποθέσεις. Πρέπει να διακριθούν τρεις παραλλαγές: Η διευκόλυνση ολονύκτιας δανειοδότησης επιτρέπει στις τράπεζες να δανείζονται ανά πάσα στιγμή έναντι αποδεκτών εξασφαλίσεων με το επιτόκιο που καθορίζεται από την κεντρική τράπεζα, με διάρκεια μίας ημέρας. Καθορίζει το ανώτατο όριο του διατραπεζικού επιτοκίου, δεδομένου ότι καμία τράπεζα δεν θα δανείζεται με υψηλότερο επιτόκιο από το επιτόκιο που προσφέρει η κεντρική τράπεζα. Η διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων επιτρέπει στις τράπεζες να καταθέτουν κεφάλαια ανά πάσα στιγμή στην κεντρική τράπεζα σε συγκεκριμένο λογαριασμό όπου αμείβεται με συγκεκριμένο επιτόκιο. Καθορίζει το χαμηλότερο όριο για το διατραπεζικό επιτόκιο, καθώς καμία τράπεζα δεν θα δάνειζε με χαμηλότερο επιτόκιο από αυτό που μπορεί να αποκτήσει καταθέτοντας με ασφάλεια τα αποθεματικά της στην κεντρική τράπεζα. Στο παρελθόν, οι κεντρικές τράπεζες προσέφεραν προεξόφληση, όπου οι τράπεζες μπορούσαν να πωλούν ορισμένους βραχυπρόθεσμους τίτλους στην Κεντρική Τράπεζα ανά πάσα στιγμή, βάσει της οποίας εφαρμόστηκε το προεξοφλητικό επιτόκιο που καθορίζεται από την κεντρική τράπεζα για τον υπολογισμό της τιμής με βάση τις ταμειακές ροές των τίτλων. Ήταν το κύριο εργαλείο παροχής ρευστότητας των κεντρικών τραπεζών τις προηγούμενες δεκαετίες, αλλά δεν εφαρμόζεται πλέον σήμερα.

Οι πράξεις ανοικτής αγοράς είναι χρηματοοικονομικές συναλλαγές κεντρικών τραπεζών με τράπεζες με πρωτοβουλία της κεντρικής τράπεζας, σύμφωνα με τις οποίες διακρίνονται τέσσερις πράξεις: α) Πράξεις Κύριας Αναχρηματοδότησης, οι οποίες έχουν χρονικό

ορίζοντα μιας εβδομάδας και χρησιμοποιούνται για την διαμόρφωση των επιτοκίων σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο και συγχρόνως παρέχουν κάποιες ενδείξεις για την νομισματική πολιτική που σκοπεύει να ακολουθήσει η Κεντρική Τράπεζα. β) Πράξεις Πιο Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης, οι οποίες έχουν χρονικό ορίζοντα τριών μηνών και διαμορφώνουν την ρευστότητα και τα επιτόκια σε πιο μακροπρόθεσμο επίπεδο. γ) Οι Πράξεις Εξομάλυνσης, οι οποίες έχουν ως σκοπό να αντιμετωπίσουν μια ξαφνική διαφοροποίηση της ρευστότητας η οποία προκαλεί διαταραχή στα επιτόκια. δ) Διαρθρωτικές Πράξεις, οι οποίες έχουν σκοπό να αλλάξουν την γενικότερη θέση της Κεντρικής Τράπεζας ως προς τον χρηματοπιστωτικό τομέα.

Τα ελάχιστα απαιτούμενα αποθεματικά υποχρεώνουν τις τράπεζες να διατηρούν για μια ορισμένη περίοδο (για παράδειγμα ανά ημέρα ή κατά μέσο όρο για περίοδο δύο εβδομάδων ή ενός μηνός,) ένα ορισμένο ελάχιστο επίπεδο καταθέσεων όψεως στον λογαριασμό τους στην Κεντρική Τράπεζα. Η εκπλήρωση μετράται μόνο με βάση τις καταθέσεις στο τέλος της ημέρας (δηλαδή τα ενδοημερήσια επίπεδα αποθεματικών δεν είναι σημαντικά). Το μέγεθος της απαίτησης τήρησης ελάχιστων αποθεματικών μιας συγκεκριμένης τράπεζας ορίζεται συνήθως ως ποσοστό των ειδικών στοιχείων υποχρέωσης του ισολογισμού της, τα οποία πρέπει να αναφέρονται σε μηνιαία βάση. Στην περίπτωση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, η απαίτηση για κάθε τράπεζα ανέρχεται στο 1% των υποχρεώσεών της προς μη-τράπεζες με διάρκεια κάτω των δύο ετών. Ακόμη και αν οι απαιτήσεις αποθεματικών είναι μηδενικές, εξακολουθεί να υπάρχει ένα είδος απαίτησης αποθεματικών υπό την έννοια ότι οι τράπεζες πρέπει να διατηρούν στο τέλος της ημέρας τουλάχιστον μηδενικό υπόλοιπο στον καταθετικό τους λογαριασμό στην κεντρική τράπεζα.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### Η αναποτελεσματικότητα της συμβατικής νομισματικής πολιτικής μετά το 2008

#### Παγίδα Ρευστότητας

Αρχικώς, πρέπει να αναλυθεί η ιδιαίτερη περίπτωση της παγίδας ρευστότητας όπου το ονομαστικό επίπεδο ουσιαστικά μηδενίζεται ή φτάνει πολύ κοντά στο μηδέν, αν δεχτούμε πως υπάρχει ένα υποτυπώδες κόστος φύλαξης χρήματος. Όσοι τοποθετούν τα χρηματικά τους διαθέσιμα σε μια έντοκη κατάθεση δεν θα δεχθούν (υπό κανονικές συνθήκες) αρνητικά επιτόκια, εφόσον η εναλλακτική της παρακράτησης των χρηματικών διαθεσίμων τους προσφέρει μηδενικό επιτόκιο. Επομένως, το μηδενικό ονομαστικό επιτόκιο αποτελεί το κατώτερο αποδεκτό όριο επιτοκίου για τους καταθέτες και η μετακίνηση του επιτοκίου σε αρνητικές τιμές θα οδηγήσει όλους τους καταθέτες να αποσύρουν τις καταθέσεις τους από το τραπεζικό σύστημα.

Σύμφωνα με τον Κυρίκο (2015), από άποψη οικονομικής ανάλυσης, όταν το ονομαστικό επιτόκιο μηδενιστεί ή φθάσει πολύ κοντά στο μηδέν, εφόσον αναλογιστούμε και τα κόστη πραγματοποίησης συναλλαγών, τότε οι καταθέτες θα παρουσιάζουν απεριόριστη προτίμηση στην παρακράτηση χρηματικών διαθεσίμων και η ζήτηση για χρηματικά διαθέσιμα θα γίνει πλήρως ελαστική ή άπειρη.

Επομένως, αν λύσουμε την εξίσωση του Fisher (σχέση 1.2) με μηδενικό ονομαστικό επιτόκιο  $i$ , προκύπτει πως το κατώτερο όριο του πραγματικού επιτοκίου  $r_{LB}$  ισούται με την αντίθετη τιμή του προσδοκώμενου πληθωρισμού  $\pi^e$ . Η συγκεκριμένη περίπτωση παρουσιάζεται ακολούθως στην σχέση 2.1 και γίνεται κατανοητό πως το κατώτερο όριο του πραγματικού επιτοκίου δεν μπορεί να είναι χαμηλότερο της αντίθετης τιμής του προσδοκώμενου πληθωρισμού. Η τιμή του κατώτατου ορίου του πραγματικού επιτοκίου μπορεί να αλλάξει σε περίπτωση μεταβολής του προσδοκώμενου πληθωρισμού, για

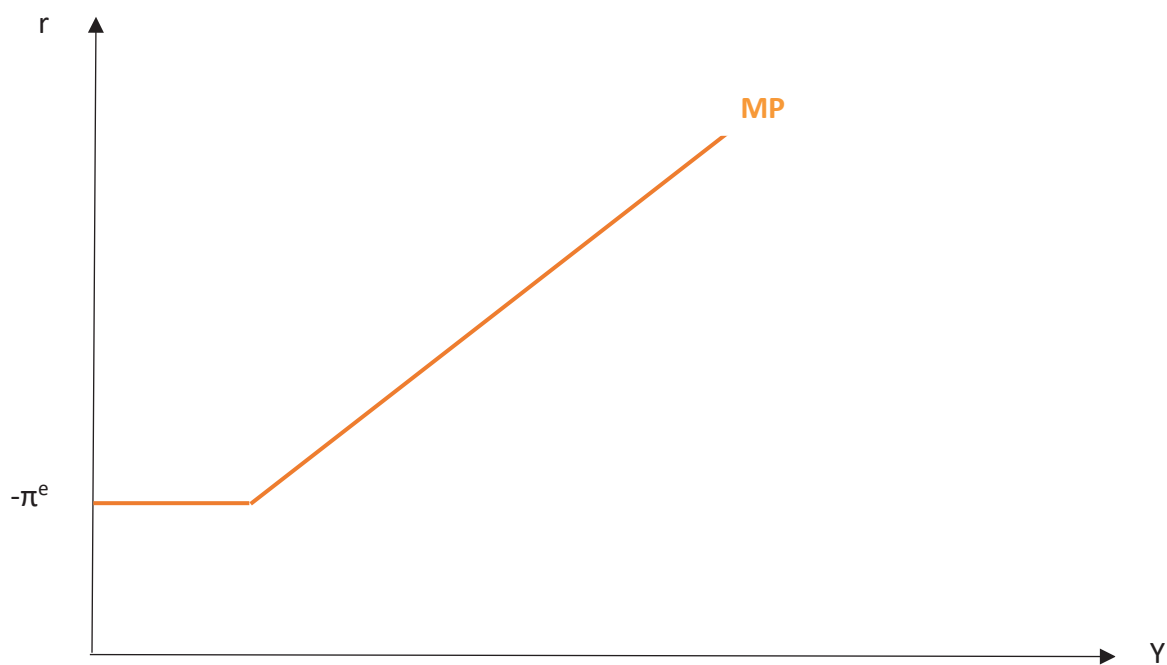
παράδειγμα αν αυξηθεί ο προσδοκώμενος πληθωρισμός θα μειωθεί ακόμα χαμηλότερα το κατώτερο όριο του πραγματικού επιτοκίου.

$$i = r + \pi^e, \text{ για } i = 0 \Rightarrow r_{LB} = -\pi^e \quad (2.1) \quad (\text{Κυρίκος 2015})$$

### Η παγίδα ρευστότητας στο υπόδειγμα IS-MP

Συνεχίζοντας την ανάλυση μας στο υπόδειγμα IS-MP, η εμφάνιση του κατώτερου ορίου στο ονομαστικό επιτόκιο οδηγεί σε μια σημαντική διαφοροποίηση στον κανόνα νομισματικής πολιτικής, όπως εμφανίζεται ακολούθως στο σχήμα 2.1, όπου πλέον, σε περίπτωση γραμμικού κανόνα νομισματικής πολιτικής, διαμορφώνεται ένα οριζόντιο κομμάτι στην καμπύλη MP στο κατώτερο όριο του πραγματικού επιτοκίου, το οποίο αντιστοιχεί στην αντίθετη τιμή του προσδοκώμενου πληθωρισμού, εφόσον το πραγματικό επιτόκιο δεν μπορεί μειωθεί περισσότερο. Πρέπει να τονιστεί πως το οριζόντιο τμήμα της καμπύλης MP τέμνει το κάθετο άξονα σε αρνητικές τιμές του πραγματικού επιτοκίου, όταν ο προσδοκώμενος πληθωρισμός παίρνει θετικές τιμές.

**Σχήμα 2.1** Η καμπύλη MP στην παγίδα ρευστότητας



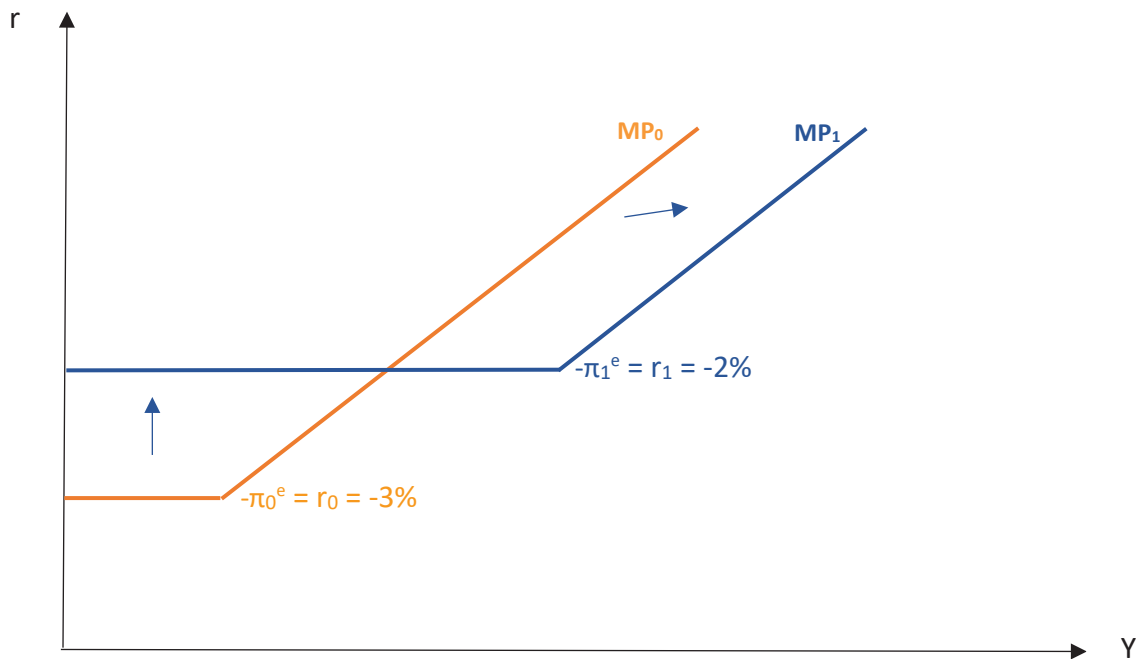
Πηγή: Κυρίκος (2015)

Επομένως, με βάση την θεωρητική διαπίστωση της ύπαρξης κατώτερου ορίου στην τιμή του πραγματικού επιτοκίου, όταν το ονομαστικό επιτόκιο μηδενιστεί, τότε γίνεται αντιληπτό πως στην συγκεκριμένη συνθήκη, το πραγματικό επιτόκιο εξαρτάται αποκλειστικά από την διαμόρφωση των προσδοκιών για τον αναμενόμενο πληθωρισμό.

Επιπλέον, σύμφωνα με τον Κυρίκο (2015), ο προσδοκώμενος πληθωρισμός συσχετίζεται θετικά με τον πραγματοποιούμενο πληθωρισμό, εφόσον οι μελλοντικές προσδοκίες για ένα μακροοικονομικό μέγεθος διαμορφώνονται κατά κύριο λόγο από τις τρέχουσες συνθήκες. Άρα μια μεταβολή στον πραγματοποιούμενο πληθωρισμό θα προκαλέσει και αντίστοιχη μεταβολή στον προσδοκώμενο πληθωρισμό διαμορφώνοντας έτσι μια καινούργια καμπύλη MP, με διαφοροποίηση στο οριζόντιο κομμάτι της, που αντιστοιχεί στο όριο του κατώτατου πραγματικού επιτοκίου.

Για παράδειγμα, στο σχήμα 2.2 παρουσιάζεται η διαφοροποίηση στην καμπύλη MP σε περίπτωση που ο πραγματοποιούμενος πληθωρισμός μειωθεί από  $\pi_0 = 3\%$  σε  $\pi_1 = 2\%$ , οδηγώντας σε ίδια διαφοροποίηση και στα αντίστοιχα προσδοκώμενα μεγέθη, όπου η μείωση του προσδοκώμενου πληθωρισμού θα μετατοπίσει την καμπύλη MP προς τα κάτω, βάσει ανάλυσης μετατοπίσεων της MP και συγχρόνως το οριζόντιο κομμάτι της MP θα εμφανιστεί σε υψηλότερο σημείο στην  $MP_1$ , συγκριτικά με την προηγούμενη κατάσταση στην  $MP_0$ , ενώ το αντίστροφο θα συνέβαινε σε περίπτωση που παρουσιαζόταν αύξηση του προσδοκώμενου πληθωρισμού, δηλαδή θα υπήρχε μετατόπιση της MP προς τα πάνω και συγχρόνως το οριζόντιο κομμάτι της παγίδας ρευστότητας θα εμφανιζόταν σε χαμηλότερο σημείο. Άρα, μια μείωση του πραγματοποιούμενου πληθωρισμού θα οδηγήσει ουσιαστικά σε μεγέθυνση της παγίδας ρευστότητας, ενώ μια αύξηση του πραγματοποιούμενου πληθωρισμού θα οδηγήσει σε σμίκρυνση της παγίδας ρευστότητας, λαμβάνοντας υπόψιν και τις μετατοπίσεις της MP.

**Σχήμα 2.2** Μετατόπιση της καμπύλης MP σε μεταβολή (μείωση) του προσδοκώμενου πληθωρισμού



Πηγή: Κυρίκος (2015)

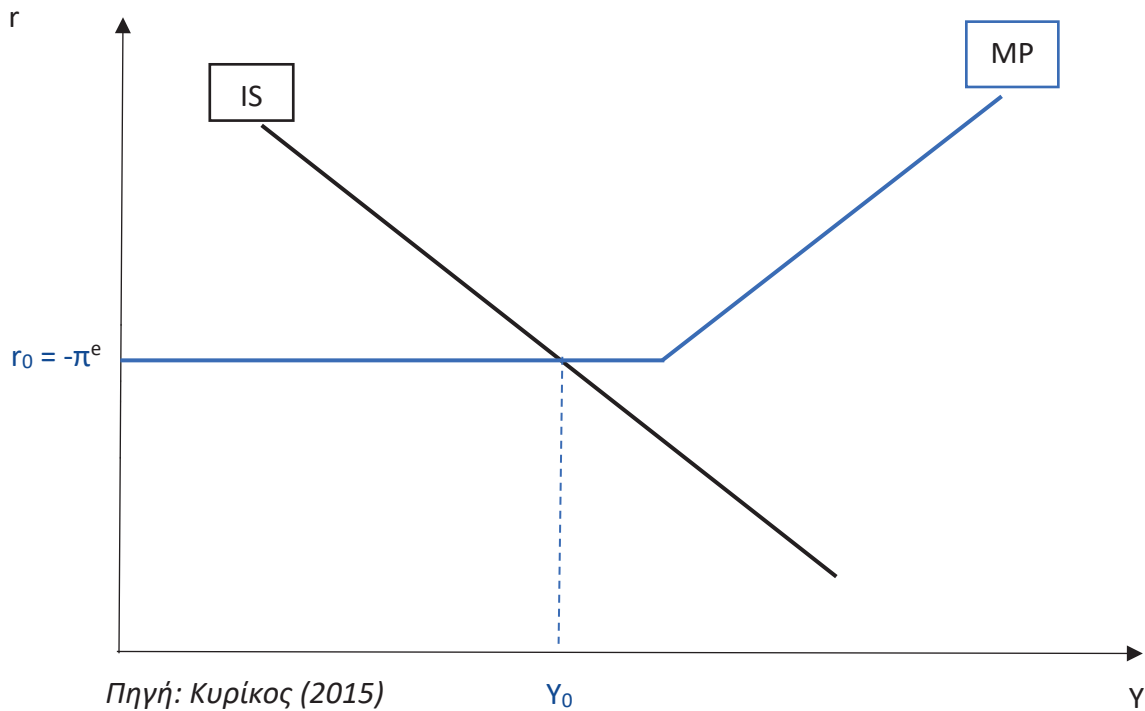
### Ισορροπία στο υπόδειγμα IS-MP στην Παγίδα Ρευστότητας

Η προσθήκη του κατώτερου ορίου του πραγματικού επιτοκίου, βάσει παγίδας ρευστότητας, στην καμπύλη του κανόνα νομισματικής πολιτικής MP διαμορφώνει την εξής περίπτωση ισορροπίας στο υπόδειγμα IS-MP, όπως παρουσιάζεται ακολούθως στο Σχήμα 2.3, όπου η οικονομία ισορροπεί στο εισόδημα  $Y_0$  και στο πραγματικό επιτόκιο  $r_0$ , το οποίο επιτόκιο προφανώς έχει αρνητική τιμή εφόσον το ονομαστικό επιτόκιο είναι μηδέν ή σχεδόν μηδέν στην παγίδα ρευστότητας και ισούται με την αρνητική τιμή του προσδοκώμενου πληθωρισμού  $-\pi^e$ .

Όπως φαίνεται χαρακτηριστικά στο Σχήμα 2.3 η παγίδα ρευστότητας διαμορφώνει το κατώτερο όριο του πραγματικού επιτοκίου και η οριζόντια φύση της καμπύλης MP στο

συγκεκριμένο ύψος διαμορφώνει ιδιαίτερες συνθήκες για την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής όπως θα δούμε στην συνέχεια.

**Σχήμα 2.3** Ισορροπία IS-MP στην παγίδα ρευστότητας



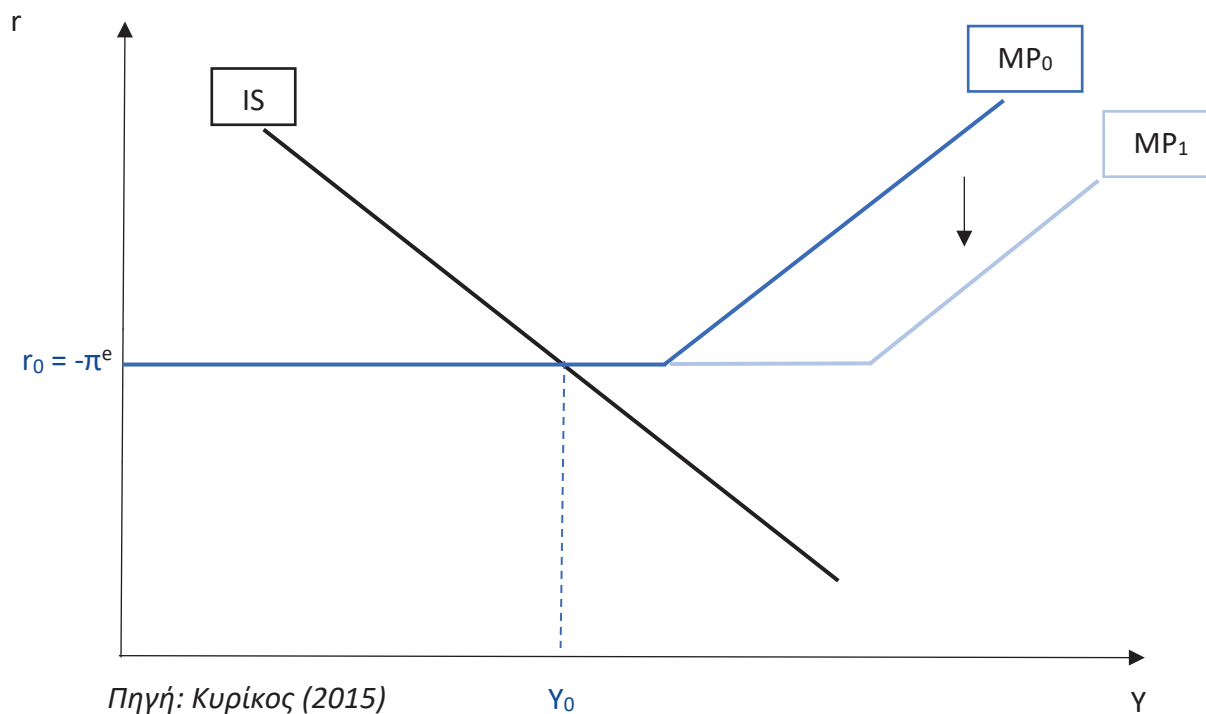
### Αναποτελεσματικότητα νομισματικής πολιτικής στο υπόδειγμα IS-MP στην Παγίδα Ρευστότητας

Όπως είδαμε στο Κεφάλαιο 1 η άσκηση επεκτατικής νομισματικής πολιτικής μετατοπίζει την καμπύλη του κανόνα νομισματικής πολιτικής MP προς τα κάτω, όμως η ιδιαίτερη κατάσταση της Παγίδας Ρευστότητας αλλάζει την δυναμική της μετατόπισης της καμπύλης MP με αποτέλεσμα να μετακινείται προς τα κάτω μόνο το ανερχόμενο κομμάτι της καμπύλης MP, αυξάνοντας ταυτόχρονα το οριζόντιο κομμάτι της MP, όπως φαίνεται ακολούθως στο σχήμα 2.4.



Επομένως, γίνεται εύκολα αντιληπτό πως η άσκηση επεκτατική νομισματικής πολιτικής με σκοπό την αύξηση του εισοδήματος γίνεται πλήρως αναποτελεσματική όταν η οικονομία ισορροπεί στην παγίδα ρευστότητας, εφόσον το εισόδημα ισορροπίας θα παραμείνει αμετάβλητο.

**Σχήμα 2.4** Άσκηση επεκτατικής νομισματικής πολιτικής στην παγίδα ρευστότητας



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### Τα νέα εργαλεία νομισματικής πολιτικής

#### Ποσοτική Χαλάρωση

Μια κεντρική τράπεζα εφαρμόζει Ποσοτική Χαλάρωση αγοράζοντας χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία από εμπορικές τράπεζες και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, αυξάνοντας έτσι τις τιμές αυτών των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και μειώνοντας την απόδοσή τους, αυξάνοντας συγχρόνως την προσφορά χρήματος. Η Ποσοτική Χαλάρωση, εφόσον λειτουργήσει, βοηθά στον να διασφαλιστεί πως ο πληθωρισμός δεν θα πέσει κάτω από κάποιον επιθυμητό στόχο ή για να αποφευχθεί το φαινόμενο του αποπληθωρισμού.

Όμως, η εφαρμογή προγραμμάτων Ποσοτικής Χαλάρωσης περιλαμβάνει και κινδύνους, όπως ο κίνδυνος η πολιτική να είναι πιο αποτελεσματική απ' ότι χρειαζόταν στην αντιμετώπιση του χαμηλού πληθωρισμού, οδηγώντας σε υψηλότερο πληθωρισμό μακροπρόθεσμα, λόγω της αυξημένης προσφοράς χρήματος ή εναλλακτικά ο κίνδυνος η Ποσοτική Χαλάρωση να μην είναι αρκετά αποτελεσματική, αν οι τράπεζες δεν προχωρήσουν στον απαιτούμενο δανεισμό της πλεονάζουσας ρευστότητας.

Επομένως, η Ποσοτική Χαλάρωση είναι ένα πρόγραμμα αγοράς περιουσιακών τίτλων μεγάλης κλίμακας από την Κεντρική Τράπεζα. Τα συγκεκριμένα προγράμματα αφορούν κυρίως αγορές μακροπρόθεσμων κρατικών τίτλων καθώς και γενικότερους ιδιωτικούς τίτλους των χρηματοοικονομικών αγορών. Χρησιμοποιήθηκε για πρώτη φορά από την Τράπεζα της Ιαπωνίας στις αρχές της δεκαετίας του 2000 και αναπτύχθηκε επιτυχώς ως νέο εργαλείο νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ, κατά την διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008, από τον πρόεδρο της κεντρικής τράπεζας FED των ΗΠΑ, Ben Bernanke (2020), μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers.

Το εργαλείο της Ποσοτικής Χαλάρωσης λειτουργεί μέσω της δημιουργίας χρήματος από την Κεντρική Τράπεζα για την αγορά περιουσιακών στοιχείων, κυρίως ομολόγων. Η αύξηση της ζήτησης ομολόγων μέσω αγορών από τις κεντρικές τράπεζες αυξάνει την τιμή των ομολόγων και προκαλεί πτώση της απόδοσης ή του επιτοκίου, γεγονός που έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του κόστους δανεισμού για την εκδότρια κυβέρνηση, τις εταιρείες και τους καταναλωτές, καθώς και τη μείωση του βάρους των επισφαλών περιουσιακών στοιχείων στους ισολογισμούς των τραπεζών.

Σύμφωνα με τους Moessner και Allen (2010), το πρόγραμμα Ποσοτικής Χαλάρωσης της FED των ΗΠΑ διέφερε θεμελιωδώς από τα μέτρα αντιμετώπισης της χρηματοπιστωτικής κρίσης που λήφθηκαν από την ΕΚΤ, καθώς το πρόγραμμα Ποσοτικής Χαλάρωσης της FED επικεντρώθηκε στις αγορές ομολόγων και όχι τόσο στον άμεσο δανεισμό των τραπεζών που εφάρμοσε η ΕΚΤ. Αυτό οφείλεται στο γεγονός πως οι τράπεζες διαδραματίζουν σχετικά σημαντικότερο ρόλο στην ηπειρωτική Ευρώπη από ότι στις ΗΠΑ, όπου το μεγαλύτερο μέρος της χρηματοδότησης πραγματοποιείται μέσω της αγοράς ομολόγων. Υπό αυτές τις συνθήκες, κάθε κεντρική τράπεζα επέλεξε διαφορετικές μεθόδους για την παροχή ρευστότητας και τη στήριξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος που αντανάκλούσε τη δομή της αντίστοιχης οικονομίας της.

Το 2015 η ΕΚΤ αποφάσισε να εφαρμόσει πρόγραμμα Ποσοτικής Χαλάρωσης. Οι κεντρικές τράπεζες της Ευρωζώνης συμμετέχουν στο πρόγραμμα εκδίδοντας νέα τραπεζικά αποθεματικά και χρησιμοποιώντας τα για την αγορά χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων από τη δευτερογενή αγορά. Ο γενικός στόχος του προγράμματος είναι η αύξηση της ζήτησης προκειμένου να διατηρηθεί ο πληθωρισμός εντός του καταστατικού στόχου της κεντρικής τράπεζας.

Τα χρήματα που δημιουργούνται στο πλαίσιο του προγράμματος προορίζονται να είναι προσωρινά και δεν συνεπάγονται την άμεση χρηματοδότηση από την ΕΚΤ ιδιωτικών ή δημόσιων δαπανών. Το πρόγραμμα Ποσοτικής Χαλάρωσης αποσκοπεί στην έμμεση τόνωση των δαπανών μέσω ορισμένων σύνθετων διαύλων. Αντί να δίνει τα χρηματικά διαθέσιμα που δημιούργησε στις κυβερνήσεις ή στους πολίτες, η ΕΚΤ τοποθετεί αυτά τα

χρήματα στις χρηματοπιστωτικές αγορές, με στόχο να πείσει τον ιδιωτικό τομέα να αλλάξει τη οικονομική συμπεριφορά του ως προς τον δανεισμό και την κατανάλωση-επένδυση.

## Μηχανισμοί Μετάδοσης Ποσοτικής Χαλάρωσης

### Διαχείριση Προσδοκιών

Οι αγορές περιουσιακών στοιχείων μεγάλης κλίμακας από την ΕΚΤ έχουν ως στόχο να δώσουν στους επενδυτές μια ιδέα για τη μελλοντική πορεία δράσης που πρόκειται να ακολουθήσει η Κεντρική Τράπεζα. Η αγορά σημαντικών ποσών μακροπρόθεσμων τίτλων δείχνει στην αγορά ότι η Κεντρική Τράπεζα δεσμεύεται να διατηρήσει τα επιτόκια χαμηλά και μελλοντικά, ωθώντας προς τα κάτω τα μακροπρόθεσμα επιτόκια. Επομένως, οι επενδυτές τιμολογούν αυτή την προσδοκία και μεταβάλλουν τα επενδυτικά χαρτοφυλάκιά τους γνωρίζοντας πως η Κεντρική Τράπεζα θα επιδιώξει να διατηρήσει τα επιτόκια χαμηλά για ακόμη μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Με την εφαρμογή του προγράμματος Ποσοτικής Χαλάρωσης, η ΕΚΤ σηματοδοτεί τη δέσμευσή της για αντιμετώπιση ενός χαμηλού πληθωρισμού αποσκοπώντας συγχρόνως στην οικονομική ανάπτυξη στην ζώνη του ευρώ.

Η σταθεροποίηση των προσδοκιών σε σταθερό και θετικό ποσοστό πληθωρισμού είναι ζωτικής σημασίας για την ανάκαμψη της Ευρωζώνης. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι προσδοκίες για τον μελλοντικό πληθωρισμό αποτελούν σημαντικό καθοριστικό παράγοντα του τρέχοντος πληθωρισμού. Επομένως, όταν ο ιδιωτικός τομέας αναμένει ότι ο πληθωρισμός θα είναι σχετικά χαμηλός και σταθερός, οι μισθοί και οι τιμές θα ευθυγραμμιστούν με αυτές τις προσδοκίες.

### Δίαυλος εξισορρόπησης χαρτοφυλακίου

Σύμφωνα με την οπτική της εξισορρόπησης χαρτοφυλακίου, με την εφαρμογή του προγράμματος Ποσοτικής Χαλάρωσης η Κεντρική Τράπεζα ουσιαστικά αντικαθιστά τα ομόλογα με μετρητά, και ως εκ τούτου οι τράπεζες, θα έχουν περισσότερα κίνητρα για να δανείσουν τον ιδιωτικό τομέα, δηλαδή τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις.

Αγοράζοντας χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία με πρόσφατα δημιουργημένα χρήματα, η Κεντρική Τράπεζα ανεβάζει τις τιμές αυτών των περιουσιακών στοιχείων, γεγονός που ταυτόχρονα ωθεί προς τα κάτω την απόδοση που κερδίζουν οι κάτοχοι αυτών των περιουσιακών στοιχείων. Οι χαμηλότερες αποδόσεις θα πρέπει να αναγκάσουν τους επενδυτές να εξισορροπήσουν τα χαρτοφυλάκιά τους, μετακινώντας έτσι τις επενδύσεις τους σε πιο ριψοκίνδυνα περιουσιακά στοιχεία με υψηλότερες αποδόσεις, όπως είναι τα εταιρικά ομόλογα και οι μετοχές, κατευθύνοντας με αυτό τον τρόπο περισσότερες κεφαλαιακές ροές και επενδύσεις προς τις επιχειρήσεις της πραγματικής οικονομίας.

Τα αποτελέσματα και η γενική δυναμική του καναλιού εξισορρόπησης χαρτοφυλακίου είναι εξαιρετικά δύσκολο να μετρηθούν. Επιπλέον, σε γενικές γραμμές, οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων είχαν αυξηθεί και οι αποδόσεις μειωθεί για σημαντικό χρονικό διάστημα πριν καν ανακοινωθεί και εφαρμοστεί το πρόγραμμα. Αυτή η τάση θα μπορούσε να συνεχιστεί και χωρίς την εφαρμογή του προγράμματος Ποσοτικής Χαλάρωσης. Αυτό δεν σημαίνει ότι το πρόγραμμα δεν είχε αποτέλεσμα εξισορρόπησης, αλλά μάλλον ότι ο αντίκτυπός του μπορεί να αμφισβητηθεί ή να θεωρηθεί περιορισμένος δεδομένου των οικονομικών τάσεων της περιόδου.

#### Δίαυλος τραπεζικού δανεισμού

Η εισαγωγή νέας ρευστότητας μέσω της κεντρικής τράπεζας στο τραπεζικό σύστημα ανακουφίζει τις τράπεζες από τους αντικειμενικούς περιορισμούς που αντιμετωπίζουν βάσει ισολογισμού και ουσιαστικά μειώνει το κόστος χρηματοδότησης τους. Αυτό θα επιτρέψει, τουλάχιστον θεωρητικά, στις τράπεζες να αυξήσουν τον δανεισμό τους προς την οικονομία. Αυτό το κανάλι βασίζεται στη θεωρία του πολλαπλασιαστή χρήματος, υποδηλώνοντας ότι οι τράπεζες χρειάζονται νέα χρηματικά διαθέσιμα πριν προχωρήσουν στην χορήγηση νέων δανείων. Έτσι, η αύξηση της ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος, μέσω της Ποσοτικής Χαλάρωσης, θα οδηγήσει μάλλον σε αύξηση του τραπεζικού δανεισμού.

### Δίαυλος πλούτου

Αυτό το κανάλι μετάδοσης της Ποσοτικής Χαλάρωσης έχει κυρίως τις ρίζες του στη Νέο-Κεϋνσιανή θεωρία, σύμφωνα με την οποία οι υψηλότερες τιμές των περιουσιακών στοιχείων μπορούν επίσης να αυξήσουν τη ζήτηση μέσω των επιπτώσεων του πλούτου. Η ιδέα είναι ότι αυξάνοντας τεχνητά την τιμή των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, η Ποσοτική Χαλάρωση θα αυξήσει τον καθαρό πλούτο των ιδιοκτητών περιουσιακών στοιχείων, γεγονός που θα τους ενθαρρύνει να δαπανήσουν περισσότερο.

Ωστόσο, σύμφωνα με τους Carroll et al. (2017), οι πλούσιοι ιδιοκτήτες περιουσιακών στοιχείων έχουν πολύ χαμηλή οριακή τάση προς κατανάλωση. Πιο συγκεκριμένα, η περιπτώσιολογική τους μελέτη δείχνει ότι το πλουσιότερο δέκα τοις εκατό του πληθυσμού της ευρωζώνης, το οποίο κατέχει πάνω από το 52% του πλούτου, έχει οριακή τάση προς κατανάλωση μόλις έξι τοις εκατό. Αυτό υποδηλώνει ότι για κάθε επιπλέον ευρώ πλούτου που αποκτούν οι συγκεκριμένοι 'πλούσιοι' κάτοχοι περιουσιακών στοιχείων μέσω της Ποσοτικής Χαλάρωσης, μόνο έξι λεπτά του ευρώ αναμένεται να δαπανηθούν στην πραγματική οικονομία.

### Δημοσιονομικός διάυλος

Πιέζοντας προς τα πάνω τις τιμές των κρατικών ομολόγων και μειώνοντας τις αποδόσεις τους, η Ποσοτική Χαλάρωση μειώνει τα επιτόκια που πρέπει να πληρώσουν οι κυβερνήσεις για τον δανεισμό τους. Επιπλέον, τα κρατικά ομόλογα που αγοράζουν οι εθνικές Κεντρικές Τράπεζες είναι ουσιαστικά άτοκος δανεισμός για την κυβέρνηση, καθώς η κεντρική τράπεζα της χώρας αγοράζει κρατικά ομόλογα που εκδίδονται από την αντίστοιχη κεντρική κυβέρνηση, όπου οι πληρωμές τόκων για τα ομόλογα αυτά πηγαίνουν από την κεντρική κυβέρνηση στην κεντρική τράπεζα και στο τέλος τα κέρδη της κεντρικής τράπεζας επιστρέφονται στην κεντρική κυβέρνηση.

Ενώ μπορεί να υπάρξει δημοσιονομικό αποτέλεσμα, οι Κεντρικές Τράπεζες δεν το αναφέρουν συνήθως ως όφελος, καθώς αυτό θα σήμαινε ότι η Κεντρική Τράπεζα χρηματοδοτεί έμμεσα την κυβέρνηση, γεγονός που μειώνει ουσιαστικά την ανεξαρτησία

της Κεντρικής Τράπεζας και θεωρείται ταμπού για την σωστή λειτουργία μιας Κεντρικής Τράπεζας.

Ωστόσο, τα ήδη χαμηλά επιτόκια και η προηγούμενη δέσμευση της ΕΚΤ ότι είναι έτοιμη «να κάνει ό,τι χρειαστεί», σημαίνει ότι οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων ήταν ήδη σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα πριν καν ανακοινωθεί το πρόγραμμα Ποσοτικής Χαλάρωσης. Υπό αυτή την οπτική, το χαμηλότερο κόστος δανεισμού που προκύπτει δυνητικά και ουσιαστικά από το πρόγραμμα αποτελεί αμελητέα εξοικονόμηση για τις κυβερνήσεις της ευρωζώνης.

### Δίαυλος εξαγωγών

Επηρεάζοντας τις αποδόσεις και τα επιτόκια, η Ποσοτική Χαλάρωση ουσιαστικά υποτιμά το νόμισμα, οδηγώντας θεωρητικά σε αύξηση των εξαγωγών. Οι χαμηλότερες αποδόσεις των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, όπως τα ομόλογα, τα καθιστούν λιγότερο ελκυστικά για τους επενδυτές. Καθώς οι αποδόσεις πέφτουν σε περιουσιακά στοιχεία σε ευρώ, οι επενδυτές θα αναζητήσουν ξένα περιουσιακά στοιχεία που προσφέρουν υψηλότερες αποδόσεις. Αυτό απαιτεί από αυτούς να ανταλλάσσουν ευρώ με ξένο νόμισμα για να αγοράσουν αυτά τα περιουσιακά στοιχεία, και αυτό οδηγεί σε εκροές κεφαλαίων και μείωση της ζήτησης για το εγχώριο νόμισμα, αποδυναμώνοντας την αξία του σε σχέση με άλλα νομίσματα. Ένα υποτιμημένο νόμισμα μπορεί στη συνέχεια να έχει θετικές επιπτώσεις στην οικονομία, καθιστώντας τις εξαγωγές φθηνότερες. Φυσικά, θα καταστήσει επίσης τις εισαγωγές ακριβότερες, γεγονός που θα πρέπει να αυξήσει τον πληθωρισμό, η οποία αύξηση αποτελεί έναν από τους στόχους της Ποσοτικής Χαλάρωσης.

### Επικοινωνιακή Καθοδήγηση

Η Επικοινωνιακή Καθοδήγηση, θεωρείται ως ένα σημαντικό βήμα προς την αύξηση της διαφάνειας και τη βελτίωση της επικοινωνίας στη χάραξη νομισματικής πολιτικής που θέλει να ακολουθήσει η Κεντρική Τράπεζα. Υπό αυτό το πρίσμα, μπορεί να αποτελέσει σημαντικό στοιχείο των σωστά οργανωμένων και υγιών Κεντρικών Τραπεζών. Η

κατάλληλη χρήση της Επικοινωνιακής Καθοδήγησης μπορεί να βοηθήσει το κοινό να διαμορφώσει ακριβέστερες προσδοκίες σχετικά με τη μελλοντική πορεία της νομισματικής πολιτικής και, ως εκ τούτου, να συμβάλει στην προώθηση της σταθερότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές και στην οικονομία.

Οι οικονομολόγοι έχουν καταλάβει ότι οι προσδοκίες διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην οικονομία. Οι προσδοκίες για τις μελλοντικές επιχειρηματικές συνθήκες, το εισόδημα ή τους μισθούς, τον πληθωρισμό, τις κυβερνητικές φορολογικές πολιτικές και τις πολιτικές κρατικών δαπανών επηρεάζουν όλες τις αποφάσεις που λαμβάνονται σήμερα από τους καταναλωτές και τις επιχειρήσεις. Για παράδειγμα, από άποψη δημοσιονομικής πολιτικής, οι μη σαφείς προσδοκίες, ή η αβεβαιότητα, σχετικά με τη μελλοντική πορεία των φορολογικών συντελεστών και των κρατικών δαπανών μπορεί να έχουν σημαντική αρνητική επίπτωση στην λειτουργία μιας οικονομίας. Η καλύτερη κατανόηση των οικονομικών συνθηκών που θα επικρατήσουν σαφώς και μειώνει την αβεβαιότητα σχετικά με τη δημοσιονομική πολιτική και αυτό επιτρέπει στους καταναλωτές και στις επιχειρήσεις να λαμβάνουν πιο ενημερωμένες οικονομικές αποφάσεις.

Το ίδιο ισχύει και για τη νομισματική πολιτική. Όταν το κοινό κατανοεί καλύτερα την αναμενόμενη πορεία της νομισματικής πολιτικής, τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις μπορούν να λάβουν καλύτερες οικονομικές αποφάσεις σχετικά με τις δαπάνες, τις επενδύσεις και την απασχόληση.

Σε κανονικές οικονομικές συνθήκες, κάποιοι κανόνες πολιτικής ή κάποιες πρακτικές εξομάλυνσης υποδεικνύουν τον τρόπο με τον οποίο καθορίζεται το μέσο πολιτικής ως απάντηση στις οικονομικές εξελίξεις, όπως οι διακυμάνσεις του πληθωρισμού, της απασχόλησης ή της παραγωγής. Αυτό, θα μπορούσε να λάβει τη μορφή ενός κανόνα επιτοκίου, στον οποίο το διατραπεζικό επιτόκιο προσαρμόζεται ανάλογα των οικονομικών συνθηκών. Στην θεωρητική προσέγγιση, σχεδόν όλα τα οικονομικά υποδείγματα υποθέτουν ότι οι υπεύθυνοι χάραξης νομισματικής πολιτικής συμπεριφέρονται με έναν τρόπο που μοιάζει με κανόνα, ο οποίος είναι καλά κατανοητός από το κοινό. Για παράδειγμα, εάν η οικονομική δραστηριότητα αυξηθεί ραγδαία και ο πληθωρισμός



αναμένεται να αυξηθεί πάνω από κάποιο στόχο, ο κανόνας θα προβλέπει αύξηση του διατραπεζικού επιτοκίου. Από την άλλη, εάν η οικονομική δραστηριότητα πέσει και ο πληθωρισμός επιβραδύνει, ένας τέτοιος κανόνας θα έλεγε στους υπεύθυνους χάραξης νομισματικής πολιτικής να μειώσουν το διατραπεζικό επιτόκιο. Επομένως, η υιοθέτηση ενός συγκεκριμένου κανόνα μπορεί να είναι ένας αποτελεσματικός τρόπος παροχής επικοινωνιακής καθοδήγησης, δεδομένου ότι καθιστά τις μελλοντικές δράσεις νομισματικής πολιτικής πιο προβλέψιμες.

Αλλά στην τρέχουσα οικονομική περίοδο, όπου το διατραπεζικό επιτόκιο είναι σχεδόν μηδενικό, οι υπεύθυνοι χάραξης νομισματικής πολιτικής δεν μπορούν να το μειώσουν περαιτέρω, ακόμη και αν οι οικονομικές συνθήκες και ο κανόνας νομισματικής πολιτικής απαιτούσαν ένα τέτοιο βήμα. Με βάση κάποια οικονομικά υποδείγματα, προκύπτει πως είναι επιθυμητό, και σε ορισμένες περιπτώσεις βέλτιστο, η Κεντρική Τράπεζα να δεσμευτεί να διατηρήσει το διατραπεζικό επιτόκιο χαμηλό για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα από ό,τι θα προβλεπόταν διαφορετικά βάσει του συμβατικού κανόνα νομισματικής πολιτικής που ακολουθεί, ειδικότερα όταν οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής αντιμετωπίζουν το απροσπέραστο σκόπελο του κατώτερου ορίου του πραγματικού επιτοκίου. Δηλαδή, μπορεί να είναι επιθυμητό και ωφέλιμο η Κεντρική Τράπεζα να προσφέρει επικοινωνιακή καθοδήγηση που να υπόσχεται μια παρατεταμένη περίοδο χαλαρής νομισματικής πολιτικής μελλοντικά. Η επικοινωνιακή καθοδήγηση των προσδοκιών του κοινού σχετικά με τη μελλοντική πορεία της νομισματικής πολιτικής, μπορεί, υπό συνθήκες, να επηρεάσει την τρέχουσα οικονομία.

Υπάρχουν δύο κανάλια μέσω των οποίων θα μπορούσε να λειτουργήσει μια τέτοια δέσμευση. Το πρώτο κανάλι είναι μέσω της επιρροής των προσδοκιών του κοινού για τον πληθωρισμό. Μια αξιόπιστη δέσμευση διατήρησης του διατραπεζικού επιτοκίου σε χαμηλό επίπεδο θα έχει την τάση να αυξήσει προσωρινά τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό. Όταν το ονομαστικό επιτόκιο είναι σχεδόν μηδενικό, οι υψηλότερες προσδοκίες για τον πληθωρισμό θα τείνουν να ωθούν τα πραγματικά επιτόκια χαμηλότερα, όπως είδαμε και στην ανάλυση του Κεφαλαίου 2. Αυτό θα παρακινήσει τους καταναλωτές να εξοικονομήσουν λιγότερα χρήματα και να δαπανήσουν περισσότερα την

τρέχουσα περίοδο, τονώνοντας έτσι την τρέχουσα κατανάλωση και τη συνολική ζήτηση. Αυτό το κανάλι των προσωρινά υψηλότερων προσδοκιών για τον πληθωρισμό τονίστηκε από τους Eggertsson και Woodford (2003).

Ένα δεύτερο, αλλά σχετικό, κανάλι μέσω του οποίου μπορεί να λειτουργήσει η Επικοινωνιακή Καθοδήγηση είναι ο επηρεασμός των προσδοκιών του κοινού ως προς τις μελλοντικές οικονομικές προοπτικές. Μια αξιόπιστη δέσμευση για τη διατήρηση του βραχυπρόθεσμου επιτοκίου σε χαμηλότερα από το κανονικό επίπεδα, μπορεί να δημιουργήσει στους οικονομικούς παράγοντες την πεποίθηση πως η οικονομία πρόκειται να ανακάμψει, επιτρέποντας τους να έχουν προσδοκίες για υψηλότερα μελλοντικά εισοδήματα. Δεδομένου ότι έρχονται «καλύτερες» μέρες στην οικονομία, τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις δεν χρειάζεται να εξοικονομήσουν τόσο πολύ και μπορούν να αυξήσουν την κατανάλωση και τις δαπάνες τους σήμερα, ενισχύοντας έτσι την τρέχουσα συνολική ζήτηση. Στην περίπτωση αυτή, η Επικοινωνιακή Καθοδήγηση ως προς την δέσμευση διατήρησης των επιτοκίων σε χαμηλότερα επίπεδα για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα μπορεί να ενισχύσει την οικονομία βραχυπρόθεσμα, εν μέρει, επειδή η Κεντρική Τράπεζα υπόσχεται να βελτιώσει την οικονομία μακροπρόθεσμα.

Ωστόσο, η ικανότητα της Κεντρικής Τράπεζας να επηρεάσει την πεποίθηση του κοινού σχετικά με τη μελλοντική πορεία της νομισματικής πολιτικής και της οικονομίας εξαρτάται σε κρίσιμο βαθμό από τη δέσμευση της τράπεζας σε αυτή την πολιτική πορεία και την αξιοπιστία αυτής της δέσμευσης στα μάτια του κοινού. Οι οικονομικοί παράγοντες θα πρέπει να πιστέψουν ότι ακόμα και μετά την έναρξη της ενίσχυσης της οικονομίας, η Κεντρική Τράπεζα θα διατηρήσει τα επιτόκια σε χαμηλότερα του κανονικού επίπεδα.

Έτσι, η νομισματική πολιτική μπορεί ενδεχομένως να επηρεάσει την οικονομία όχι μόνο μέσω των τρεχουσών δράσεων πολιτικής, αλλά και μέσω των προσδοκιών του κοινού για τις μελλοντικές δράσεις πολιτικής. Η θεωρία είναι σαφής, εάν το κοινό δεν πιστεύει ότι η Κεντρική Τράπεζα θα παραμείνει προσηλωμένη σε αυτή τη στρατηγική, τότε οι τρέχουσες προσδοκίες δεν θα αλλάξουν και η πολιτική δεν θα φέρει τα επιδιωκόμενα οικονομικά κίνητρα. Επιπλέον, εάν η Επικοινωνιακή Καθοδήγηση αποδειχθεί στη συνέχεια ως ένας

αναξιόπιστος προγνωστικός δείκτης της πολιτικής που πράγματι υιοθετήθηκε, τότε αυτό μπορεί να προκαλέσει σημαντική αστάθεια στην οικονομία, εφόσον η Κεντρική Τράπεζα χάνει σημαντικό μέρος της αξιοπιστίας της. Ως εκ τούτου, οι προσπάθειες αυτές για τη διαχείριση των προσδοκιών μέσω Επικοινωνιακής Καθοδήγησης θα πρέπει να πραγματοποιούνται με ιδιαίτερη προσοχή.

Η επικοινωνιακή καθοδήγηση ως εργαλείο νομισματικής πολιτικής έχει κερδίσει την προσοχή στην τρέχουσα οικονομική μας κατάσταση, διότι, σε ορισμένα μοντέλα, μπορεί να συμβάλει στην άμβλυση του περιορισμού που προκαλεί το κατώτερο όριο του πραγματικού επιτοκίου. Ωστόσο, ακριβώς επειδή λειτουργεί καλά σε ορισμένα οικονομικά μοντέλα δεν σημαίνει ότι λειτουργεί καλά και στην πράξη. Στην πραγματικότητα, σε ορισμένα σενάρια, η Επικοινωνιακή Καθοδήγηση θα μπορούσε να έχει το αντίθετο αποτέλεσμα από το επιθυμητό.

Θεωρητικά, η αποτελεσματικότητα της Επικοινωνιακής Καθοδήγησης για την παροχή εναλλακτικών μορφών νομισματικής πολιτικής στο κατώτερο όριο του πραγματικού επιτοκίου εξαρτάται από την ικανότητα της Κεντρικής Τράπεζας να αναλάβει την συγκεκριμένη δέσμευση και την αξιοπιστία αυτής της δέσμευσης στα μάτια του κοινού. Υπάρχουν λόγοι να είμαστε επιφυλακτικοί και για τα δύο αυτά σημεία. Πρώτον, η Επικοινωνιακή Καθοδήγηση απαιτεί από την Κεντρική Τράπεζα να δεσμεύσει τους μελλοντικούς υπεύθυνους χάραξης πολιτικής να ακολουθήσουν μια πορεία που μπορεί να είναι υπερβολικά μακροπρόθεσμη. Ωστόσο, οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής συχνά προτιμούν τη διακριτική ευχέρεια έναντι της δέσμευσης ή των κανόνων, υποστηρίζοντας ότι πρέπει να είναι σε θέση να ανταποκριθούν κατάλληλα στους οικονομικούς κλυδωνισμούς που προκύπτουν. Έτσι, υπάρχει αναπόφευκτη αντίθεση μεταξύ της επιθυμίας για επιλεκτική παρέμβαση και της επιθυμίας για δέσμευση σε μια μακροπρόθεσμη πολιτική. Δεύτερον, η Επικοινωνιακή Καθοδήγηση απαιτεί από τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής να δεσμευτούν σε μια συγκεκριμένη μακροπρόθεσμη πολιτική με τρόπο διαφορετικό από αυτόν που θα ήθελαν οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής εκείνη την χρονική στιγμή. Οι οικονομολόγοι θα έλεγαν ότι οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής προσπαθούν να δεσμευτούν σε μια πολιτική που δεν είναι χρονικά συνεπής.

Βέβαια, στα θεωρητικά οικονομικά μοντέλα, η ασυνέπεια δεν αποτελεί ζήτημα, διότι τα μοντέλα υποθέτουν ότι οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής είναι πλήρως αφοσιωμένοι στην προαναγγελθείσα πολιτική και ότι το κοινό πιστεύει ότι οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής θα ακολουθήσουν τις δεδηλωμένες προθέσεις τους. Δηλαδή, δεν υπάρχει επιλογή απόκλισης από την πορεία πολιτικής που ανακοινώθηκε.

Αλλά στην πράξη, η αξιοπιστία είναι ατελής και μερικοί μπορεί να πουν εύθραυστη. Εάν το κοινό αμφιβάλλει ότι οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής θα ακολουθήσουν την προαναγγελθείσα νομισματική πολιτική, τότε η Επικοινωνιακή Καθοδήγηση δεν θα έχει τα επιθυμητά αποτελέσματα και μπορεί ακόμη και να έχει αντιπαραγωγικές συνέπειες. Όχι μόνο πρέπει να υπάρξει αξιόπιστη δέσμευση στην πολιτική, αλλά το κοινό πρέπει να κατανοήσει πλήρως το μήνυμα που στέλνουν οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής στην Επικοινωνιακή Καθοδήγηση. Αυτό μπορεί να είναι ένα δύσκολο πρόβλημα επικοινωνίας.

Σε καιρούς οικονομικής κανονικότητας, μια Κεντρική Τράπεζα τείνει να κερδίζει φήμη μέσω των πράξεων της. Φυσικά, θα ήταν προτιμότερο οι υπεύθυνοι χάραξης νομισματικής πολιτικής να είναι πιο διαφανείς και να υιοθετούν στην πράξη ένα συστηματικό κανόνα ως οδηγό πολιτικής. Ωστόσο, ακόμη και αν οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής επιλέξουν να μην είναι τόσο σαφείς, οι ενέργειες που αναλαμβάνει μια Κεντρική Τράπεζα με την πάροδο του χρόνου μπορούν να ενισχύσουν την κατανόηση του κοινού για τον τρόπο με τον οποίο είναι πιθανό να καθοριστεί η νομισματική πολιτική. Αυτό βοηθά να καταστούν οι επιλογές πολιτικής της κεντρικής τράπεζας τουλάχιστον κάπως προβλέψιμες. Ακόμη και αν η κεντρική τράπεζα δεν λέει απαραίτητα στο κοινό πώς θα συμπεριφερθεί μέσω ενός κανόνα πολιτικής, το κοινό μαθαίνει πώς συμπεριφέρεται, στην πραγματικότητα, με τις ενέργειές της.

Τα μοντέλα που υποστηρίζουν την προώθηση της Επικοινωνιακής Καθοδήγησης ως εργαλείου πολιτικής στο μηδενικό όριο επιτοκίου υποθέτουν ότι το κοινό κατανοεί πλήρως τον κανόνα πολιτικής που ακολουθούσε η κεντρική τράπεζα, θα κατανοήσουν τότε ανακοινώνεται μια νέα πολιτική πορεία και θα πιστέψουν ότι η κεντρική τράπεζα είναι πλήρως αφοσιωμένη στην εφαρμογή της νέας πολιτικής. Ωστόσο, η διαχείριση των

προσδοκιών των πολιτών για τη νομισματική πολιτική είναι ένα δύσκολο έργο, ειδικά όταν η πολιτική απέχει πολύ από αυτό που εφάρμοσε η κεντρική τράπεζα στο παρελθόν. Αυτό ανοίγει την πόρτα στο κοινό να παρεξηγήσει το μήνυμα που στέλνει η Κεντρική Τράπεζα.

Για παράδειγμα, όταν μια Κεντρική Τράπεζα λέει ότι θέλει να διατηρήσει τα επιτόκια χαμηλά για πολύ μεγάλο χρονικό διάστημα, οι πολίτες θα μπορούσαν να το ερμηνεύσουν αυτό ως δήλωση ότι η Κεντρική Τράπεζα πιστεύει ότι οι οικονομικές προοπτικές είναι πολύ κακές, αντί για το μήνυμα που θέλει να στείλει η κεντρική τράπεζα, δηλαδή ότι οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής θα διασφαλίσουν ότι η οικονομία θα βελτιωθεί διατηρώντας την πολιτική πιο διευκολυντική του κανονικού. Μια τέτοια παρανόηση, φυσικά, θα υπονόμει τα κανάλια μέσω των οποίων υποτίθεται ότι λειτουργεί μια τέτοια δέσμευση για χαμηλά επιτόκια. Αντί να ενθαρρύνει το κοινό να προωθήσει τις δαπάνες και να μειώσει την τρέχουσα αποταμίευση, αυτή η παρερμηνεία θα μπορούσε να ενθαρρύνει περισσότερη αποταμίευση σήμερα για να προετοιμαστεί για τις δύσκολες στιγμές που το κοινό πιστεύει ότι έρχονται. Έτσι, αντί να αμβλύνει τα προβλήματα του κατώτερου ορίου, η Επικοινωνιακή Καθοδήγηση μπορεί να επιδεινώσει αυτά τα προβλήματα, αφήνοντας την οικονομία παγιδευμένη στο μηδενικό επιτόκιο και παγιδευμένη σε μια κατάσταση χαμηλού αποπληθωρισμού και χαμηλής ανάπτυξης.

Ομοίως, η Επικοινωνιακή Καθοδήγηση ενδέχεται να κινδυνεύει να διαταράξει τις μακροπρόθεσμες προσδοκίες ως προς τον πληθωρισμό. Ένας διάυλος μέσω του οποίου λειτουργεί η Επικοινωνιακή Καθοδήγηση είναι η προσωρινή αύξηση των προσδοκιών για τον πληθωρισμό. Αλλά, αυτό πρέπει να γίνει χωρίς να υπονομεύσει την αξιοπιστία της η Κεντρική Τράπεζα για πιο μακροπρόθεσμη σταθερότητα των τιμών. Στα θεωρητικά οικονομικά μοντέλα, αυτό επιτυγχάνεται εύκολα επειδή η Κεντρική Τράπεζα θεωρείται ότι έχει τέλεια αξιοπιστία, οπότε αυτός ο κίνδυνος δεν υπάρχει. Ωστόσο, στην πράξη, με ατελή αξιοπιστία, επιτρέποντας στον πληθωρισμό να παρεκκλίνει σκόπιμα από τον μακροπρόθεσμο στόχο της κεντρικής τράπεζας, υπάρχει ο κίνδυνος οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό να καταστούν ασταθείς. Εάν συμβεί αυτό, όποια αξιοπιστία είχε προηγουμένως αποκτήσει η Κεντρική Τράπεζα θα μπορούσε γρήγορα να εξαφανιστεί. Σε αυτή την περίπτωση, οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής θα προσπαθήσουν να

αποκατασταθεί η φήμη της Κεντρικής Τράπεζας, όμως ο πληθωρισμός, η απασχόληση και η παραγωγή γενικότερα θα είχαν αρνητικές μεταβολές. Σημειώνεται, ότι η Επικοινωνιακή Καθοδήγηση της Κεντρικής Τράπεζας ως προς το επιτόκιο μπορεί να συμβάλει εν μέρει στον μετριασμό του κινδύνου αποσταθεροποίησης των προσδοκιών για τον πληθωρισμό. Ωστόσο, πρόκειται μόνο για μερική ασφάλιση, δεδομένου ότι το όριο πληθωρισμού διαμορφώνεται με βάση την προοπτική της Κεντρικής Τράπεζας για τον πληθωρισμό, η οποία ενδέχεται να καθυστερήσει να προσαρμοστεί στις πραγματικές προσδοκίες για τον πληθωρισμό εφόσον αυτές κινηθούν υψηλότερα σε γρηγορότερο ρυθμό.

Έτσι, ενώ τα οικονομικά μοντέλα μας δείχνουν ότι η Επικοινωνιακή Καθοδήγηση είναι ένα χρήσιμο εργαλείο πολιτικής, πρέπει να υπάρχει μια επιφύλαξη όσον αφορά τα αναμενόμενα οφέλη της στον πραγματικό κόσμο της ατελούς δέσμευσης, της ατελούς αξιοπιστίας και των δύσκολα διαχειρίσιμων προσδοκιών.

Οι προσδοκίες είναι σημαντικές, όμως οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής έχουν περιορισμένη ικανότητα να τις διαχειρίζονται και πρέπει να γίνουν κατανοητοί οι συγκεκριμένοι περιορισμοί. Η καλύτερη στρατηγική Επικοινωνιακής Καθοδήγησης είναι να υπάρχει σαφήνεια σχετικά με το ποια θα είναι η αντίδραση της Κεντρικής Τράπεζας στις αλλαγές των βασικών οικονομικών μεγεθών. Επίσης, πρέπει να γίνει κατανοητό ότι η νομισματική πολιτική δεν μπορεί να ελέγξει ή να μετριάσει κάθε διαταραχή που παρουσιάζεται στην οικονομία. Αυτό που μπορεί και πρέπει να κάνει είναι να αντιδρά στις οικονομικές συνθήκες με συστηματικό και προβλέψιμο τρόπο.

### Πολιτική Αρνητικών Επιτοκίων

Μετά την τελευταία παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, αρκετές κεντρικές τράπεζες άρχισαν να χρησιμοποιούν μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής. Ένα από αυτά τα μέτρα ήταν τα αρνητικά επιτόκια νομισματικής πολιτικής. Γενικά, οι Κεντρικές Τράπεζες που χρησιμοποίησαν το συγκεκριμένο εργαλείο έχουν καταστήσει αρνητικά τα επιτόκια καταθέσεων τους, πράγμα που σημαίνει ότι οι εμπορικές τράπεζες πρέπει να πληρώσουν για να διατηρήσουν πλεονάζοντα αποθεματικά στην Κεντρική Τράπεζα. Η

πρώτη που το εφάρμοσε ήταν η Κεντρική Τράπεζα της Σουηδίας το 2009, όταν έκανε προσωρινά το επιτόκιο καταθέσεων αρνητικό, αρχικά βραχυπρόθεσμα από τον Ιούλιο του 2009 έως τον Σεπτέμβριο του 2010, προκειμένου να σταματήσει τις εισροές κεφαλαίων προκαλώντας την ανατίμηση της Σουηδικής Κορώνας. Ακολούθησε η Κεντρική Τράπεζα της Δανίας το 2012. Η πρώτη από τις μεγαλύτερες Κεντρικές Τράπεζες στον κόσμο που εισήγαγε αρνητικά επιτόκια νομισματικής πολιτικής ήταν η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα το 2014.

Τα αρνητικά επιτόκια νομισματικής πολιτικής έχουν χρησιμοποιηθεί σε διάφορες χρονικές στιγμές από οκτώ κεντρικές τράπεζες, εκείνες της Σουηδίας, της Νορβηγίας, της Δανίας, της Ευρωζώνης, της Ιαπωνίας, της Ελβετίας, της Ουγγαρίας και της Βουλγαρίας. Οι χώρες αυτές είχαν ελαφρώς διαφορετικούς λόγους για τη χρήση αρνητικών επιτοκίων. Η Δανία και η Ελβετία, για παράδειγμα, χρησιμοποίησαν κυρίως αρνητικά επιτόκια για να σταματήσουν την ανατίμηση του νομίσματός τους και να σταματήσουν τις εισροές κεφαλαίων, ενώ η Ευρωζώνη και η Ιαπωνία τα χρησιμοποίησαν κυρίως για να σταθεροποιήσουν τις ολίσθηση των προσδοκιών για τον πληθωρισμό και να ενθαρρύνουν τον δανεισμό, καθώς αυτό θα έδινε ώθηση στην οικονομική ανάπτυξη και στον πληθωρισμό. Το επίπεδο των αρνητικών επιτοκίων ποικίλλει επίσης μεταξύ των χωρών. Οι περισσότερες Κεντρικές Τράπεζες έχουν χρησιμοποιήσει ένα κλιμακωτό σύστημα όπου μόνο ένα μέρος των αποθεματικών που κατέχουν οι τράπεζες στην κεντρική τράπεζα υπόκεινται στα αρνητικά επιτόκια.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έκανε αρχικά το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων αρνητικό στο -0,10% τον Ιούνιο του 2014 και τον Σεπτέμβριο το μείωσε περαιτέρω στο -0,20%. Το επιτόκιο των καταθέσεων μειώθηκε περαιτέρω τον Δεκέμβριο του 2015 στο -0,30%, στη συνέχεια περαιτέρω τον Μάρτιο του 2016 στο -0,40%. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα δήλωσε το 2018 ότι θα αρχίσει να απομακρύνεται σταδιακά από τα αρνητικά επιτόκια, αλλά το 2019 οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ μειώθηκαν και πάλι, ενώ η μείωση του παγκόσμιου εμπορίου και τα προβλήματα στον βιομηχανικό τομέα προκάλεσαν απώλεια της δυναμικής της ανάπτυξης στην οικονομία της ζώνης του ευρώ. Ως αποτέλεσμα, το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης



αποδοχής καταθέσεων μειώθηκε στο -0,50% τον Σεπτέμβριο του 2019. Θεσπίστηκε ένα σύστημα βαθμίδων για τα αποθεματικά παρόμοια με εκείνα πολλών άλλων κεντρικών τραπεζών, το οποίο επέτρεπε στις τράπεζες να διατηρούν μέρος των πλεοναζόντων αποθεματικών τους με ευνοϊκότερους όρους με επιτόκιο που ήταν το ίδιο με το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης, το οποίο σήμερα ανέρχεται σε 0%. Αυτό διευκολύνει τον αρνητικό αντίκτυπο των χαμηλών επιτοκίων στις τράπεζες και συμβάλλει στη διατήρηση ευνοϊκών συνθηκών δανεισμού.

Η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στην οικονομία όταν το επιτόκιο της νομισματικής πολιτικής είναι αρνητικό συμβαίνει γενικά με τον ίδιο τρόπο όπως όταν το επιτόκιο είναι θετικό. Η νομισματική πολιτική επηρεάζει τα βραχυπρόθεσμα διατραπεζικά επιτόκια της χρηματαγοράς από τα οποία εξαρτώνται τα μακροπρόθεσμα επιτόκια και το κόστος χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Αυτό επηρεάζει τον δανεισμό, τις επενδύσεις, την αποταμίευση, τη συνολική ζήτηση και τον ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας. Επιπλέον, οι μεταβολές των επιτοκίων της νομισματικής πολιτικής επηρεάζουν επίσης, μεταξύ άλλων, τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων και τις προσδοκίες των οικονομικών παραγόντων για τα ποσοστά πληθωρισμού στο μέλλον.

Η κύρια διαφορά μεταξύ της μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής υπό κανονικές συνθήκες και των αρνητικών επιτοκίων νομισματικής πολιτικής έγκειται στον τρόπο με τον οποίο η νομισματική πολιτική μεταδίδεται μέσω του διαύλου επιτοκίων στον τραπεζικό τομέα. Η χρηματοπιστωτική αγορά στη ζώνη του ευρώ βασίζεται σε τράπεζες, καθώς ο ρόλος των τραπεζών στη χρηματοδότηση εταιρειών και νοικοκυριών εκτός χρηματοπιστωτικού τομέα είναι πολύ πιο σημαντικός συγκριτικά των κεφαλαιαγορών. Για να λειτουργήσει η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής, η αρνητική επίδραση του επιτοκίου των πλεοναζόντων αποθεματικών που κατέχουν οι τράπεζες στην Κεντρική Τράπεζα θα πρέπει επίσης να μειωθούν τα επιτόκια στη διατραπεζική χρηματαγορά και στα ομόλογα. Αυτό θα ενθαρρύνει τις τράπεζες να αυξήσουν τον δανεισμό και την ανάληψη κινδύνων και θα τις ωθήσει να αναδιαρθρώσουν τα χαρτοφυλάκια περιουσιακών στοιχείων τους. Με τον τρόπο αυτό, τουλάχιστον θεωρητικά, μια επεκτατική νομισματική πολιτική θα πρέπει να αυξήσει την προσφορά δανείων από τις τράπεζες.



Ένα σημείο κλειδί, της νομισματικής πολιτικής των αρνητικών επιτοκίων, είναι το κατά πόσο οι τράπεζες προχωρούν στην μεταβίβαση τους στους πελάτες τους, ιδίως στους καταθέτες. Θεωρήθηκε αρχικά ότι οι τράπεζες στη ζώνη του ευρώ δεν θα τολμούσαν να το κάνουν αυτό, καθώς αυτό θα μπορούσε να κάνει τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά να αρχίσουν να μετατρέπουν τα χρήματα στους τραπεζικούς λογαριασμούς τους σε μετρητά. Θεωρήθηκε επίσης ότι τα επιτόκια καταθέσεων δεν μπορούν να γίνουν αρνητικά απλώς και μόνο λόγω νομικών περιορισμών ως προς το δίκαιο των συμβάσεων.

Υπήρχαν επίσης ανησυχίες σχετικά με τις επιδόσεις του τραπεζικού συστήματος της Ευρωζώνης στο σύνολό της, καθώς δεν ήταν γνωστό πώς τα αρνητικά επιτόκια θα επηρέαζαν την κερδοφορία των τραπεζών. Σύμφωνα με τους Demiralp et al. (2021) όταν η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα εισήγαγε αρνητικά επιτόκια καταθέσεων νομισματικής πολιτικής το 2014, η μετάδοση της πολιτικής ήταν πράγματι λίγο πιο αργή του συνηθισμένου, καθώς οι ενδιαμέσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί χρειάζονταν λίγο περισσότερο χρόνο για να προσαρμοστούν στο νέο περιβάλλον, καθώς χρειάστηκαν αλλαγές στα συστήματα πληροφορικής και την νομοθεσία, μεταξύ άλλων. Όμως, από την επόμενη χρονιά, το 2015, οι επιπλέον μειώσεις των επιτοκίων της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων μεταδόθηκαν άμεσα στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια της χρηματαγοράς της ζώνης του ευρώ.

Ωστόσο, το ίδιο δεν συνέβη με τα επιτόκια των καταθέσεων των πελατών των τραπεζών. Τα επιτόκια των καταθέσεων τραπεζικών πελατών στη ζώνη του ευρώ μειώθηκαν σταθερά για τις καταθέσεις επιχειρήσεων και νοικοκυριών την περίοδο 2014-2018, αλλά η μερίδα του λέοντος εξακολουθεί να έχει επιτόκιο 0% ή ελαφρώς υψηλότερο. Τα αρνητικά επιτόκια των καταθέσεων έχουν χρησιμοποιηθεί μέχρι στιγμής ελάχιστα, και κυρίως στις καταθέσεις μεγάλων εταιρειών. Υπάρχουν αρκετά ουσιαστικές διαφορές μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης σε αυτό το θέμα. Για παράδειγμα, σύμφωνα με τους Altavilla et al. (2019) τα επιτόκια των εταιρικών καταθέσεων στη Γερμανία είναι αρνητικά για το 50% των συνολικών καταθέσεων και τα επιτόκια για όλες τις καταθέσεις είναι αρνητικά στο 15% των συνολικών καταθέσεων, ενώ στο σύνολο της ζώνης του ευρώ, τα αρνητικά επιτόκια καταθέσεων ισχύουν για περίπου το 26% των εταιρικών καταθέσεων και το 3% των

καταθέσεων των νοικοκυριών. Αυτό σημαίνει ότι υπάρχει ένα ποσοστό 0% και άνω για τα επιτόκια της πλειονότητας των λιανικών καταθέσεων στη ζώνη του ευρώ.

### Το πρόσφατο ιστορικό των νέων εργαλείων νομισματικής πολιτικής από την ΕΚΤ

Η ΕΚΤ αντιμετώπισε τις πρώτες φάσεις της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης κυρίως με την ανάπτυξη μέσων έσχατης ανάγκης. Σε απάντηση της προσωρινής κατάρρευσης των αγορών και της τραπεζικής κρίσης που ακολούθησε τη διάλυση της Lehman Brothers, η ΕΚΤ χορήγησε στα πιστωτικά ιδρύματα απεριόριστη πρόσβαση στη ρευστότητα των κεντρικών τραπεζών με σταθερό επιτόκιο και επέκτεινε τη διάρκεια των πιο μακροπρόθεσμων δανειοδοτικών πράξεων της. Αυτή η μετατόπιση του παραδοσιακού πλαισίου λειτουργίας της συνέβαλε στη στήριξη της οικονομικής δραστηριότητας κατά τη διάρκεια του 2009 και στις αρχές του 2010 σε κάποιο βαθμό, ενισχύοντας τη ροή πίστωσης και αυξάνοντας την εμπιστοσύνη του κοινού στο τραπεζικό σύστημα. Αργότερα, όταν ήρθε αντιμέτωπη με την σοβαρή κρίση στις αγορές κρατικών ομολόγων της Ευρωζώνης που απειλούσαν να οδηγήσουν μερικά κράτη-μέλη στην χρεοκοπία, η ΕΚΤ συνέβαλε στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στις αγορές αυτές, συμμετέχοντας σε στοχευμένες αγορές κρατικού χρέους ή δίνοντας δέσμευση συμμετοχής εφόσον κρινόταν απαραίτητο.

Από τον Μάιο του 2010 έως τον Ιούνιο του 2012, η ΕΚΤ πραγματοποίησε αγορές ομολόγων στο πλαίσιο του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων (Securities Markets Programme), και τον Αύγουστο-Σεπτέμβριο του 2012 ανακοίνωσε λεπτομέρειες ενός Προγράμματος Οριστικών Νομισματικών Συναλλαγών (Outright Monetary Operations) για την αποσυμφόρηση του πανικού της αγοράς που είχε πυροδοτηθεί από τους φόβους για βραχυπρόθεσμη διάλυση της νομισματικής ένωσης, το οποίο στην πράξη δεν χρειάστηκε να ενεργοποιηθεί ποτέ. Ενώ τα προγράμματα των δανειστών έσχατης ανάγκης συμβάλλουν έμμεσα στη βελτίωση των οικονομικών αποτελεσμάτων, στην εργασία μας εστιάζουμε στα μη συμβατικά νομισματικά εργαλεία που από το σχεδιασμό τους αποσκοπούν στην επίτευξη ενός συγκεκριμένου πληθωρισμού και στην βελτίωση των μακροοικονομικών μεγεθών. Επομένως, θα εστιάσουμε της ανάλυσης μας στα τρία μέσα

μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής, την Ποσοτική Χαλάρωση, την Επικοινωνιακή Καθοδήγηση, και τα Αρνητικά Επιτόκια.

Η πρώτη χρήση των μη συμβατικών εργαλείων από την ΕΚΤ ήταν η απόφαση έκδοσης Επικοινωνιακής Καθοδήγησης σχετικά με την πιθανή μελλοντική πορεία των επιτοκίων της τον Ιούλιο του 2013. Η νομισματική πολιτική στις αρχές του 2013 είχε ήδη ωθήσει τα επιτόκια ουσιαστικά στο μηδέν και είχε καταστεί δύσκολο για την ΕΚΤ να διασφαλίσει ότι η μορφή της μακροπρόθεσμης διάρθρωσης των επιτοκίων αντανακλούσε σταθερά την αποφασιστικότητά της να παρέχει επαρκή στήριξη στην οικονομία, στις τότε επικρατούσες συνθήκες επιταχυνόμενου αποπληθωρισμού και υποβαθμισμένης ανάπτυξης. Η Επικοινωνιακή Καθοδήγηση θα μπορούσε να αυξήσει τη διαφάνεια των διαβουλεύσεων και των σχεδίων νομισματικής πολιτικής, σε μια περίοδο αυξημένης αβεβαιότητας, τονίζοντας στην επίσημη ανακοίνωση τη σχέση μεταξύ του μακροπρόθεσμου στόχου της νομισματικής πολιτικής και της πορείας των επιτοκίων που συνάδει περισσότερο με την επίτευξη των στόχων αυτών.

Οι πρώτες δηλώσεις Επικοινωνιακής Καθοδήγησης ήταν ποιοτικές και ασαφείς. Ωστόσο, σε αντίθεση με ισοδύναμες διατυπώσεις που υιοθετήθηκαν από άλλες κεντρικές τράπεζες, υπαινίχθηκαν την πιθανότητα περαιτέρω μείωσης των επιτοκίων πολιτικής: «Το Διοικητικό Συμβούλιο αναμένει ότι τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ θα παραμείνουν σε σημερινά ή χαμηλότερα επίπεδα για παρατεταμένο χρονικό διάστημα». Ο κατευθυντικός χαρακτηρισμός στη γλώσσα προσανατολισμού προς τα εμπρός («ή χαμηλότερα») εξαφανίστηκε τον Ιούνιο του 2014, όταν η ΕΚΤ αποφάσισε να μειώσει το επιτόκιο της Διευκόλυνσης Αποδοχής Καταθέσεων στο -0,1%, χαρακτηρίζοντας την απόφαση ως μια οριακή τεχνική προσαρμογή των επιτοκίων, η οποία αναμφισβήτητα άφησε ελάχιστα περιθώρια για περαιτέρω μειώσεις. Ωστόσο, το επιτόκιο μειώθηκε περαιτέρω σε -0,2% τον Σεπτέμβριο του 2014 και σε περαιτέρω βήματα 10 μονάδων βάσης, τον Δεκέμβριο του 2015, τον Μάρτιο του 2016 και τον Σεπτέμβριο του 2019, φτάνοντας στο -0,5%, όπου και βρίσκεται μέχρι και την περίοδο συγγραφής της εργασίας μας.

Σε κάθε περίπτωση, από τον Ιανουάριο του 2015, ένα διευρυμένο Πρόγραμμα Αγοράς Περιουσιακών Στοιχείων (APP), η μορφή Ποσοτικής Χαλάρωσης που ακολούθησε η ΕΚΤ, είχε αναλάβει τον ρόλο που παραδοσιακά αποδίδεται στη συμβατική πολιτική διατραπεζικού επιτοκίου και τις ενδείξεις της πιθανής κατεύθυνσής της ως το πρωταρχικό μέσο νομισματικής πολιτικής. Αυτή η εναλλαγή από την πολιτική επιτοκίων στις αγορές περιουσιακών στοιχείων ως προς την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής βασίστηκε σε δύο παράγοντες: η ΕΚΤ έκρινε ότι τα επιτόκια ήταν ήδη πολύ κοντά στο κατώτερο όριο τους και στο εξαιρετικά κατακερματισμένο χρηματοπιστωτικό τοπίο της εποχής. Επομένως, η Ποσοτική Χαλάρωση θεωρήθηκε ως το μέσο που θα μπορούσε να επιτύχει το μέγιστο βαθμό οικονομικής τόνωσης στον μεγαλύτερο αριθμό οικονομιών της Ευρωζώνης. Άρα, όταν η ΕΚΤ ανακοίνωσε στα τέλη Ιανουαρίου 2015 ότι θα αγόραζε δημόσιους και ιδιωτικούς τίτλους μηνιαίας αξίας 60 δισεκατομμυρίων ευρώ στο πλαίσιο του Προγράμματος Αγοράς Περιουσιακών Στοιχείων, η Επικοινωνιακή Καθοδήγηση αναφέρθηκε κυρίως στο μέγεθος και τη διάρκεια του Προγράμματος.

Κατά τη διάρκεια της τριετούς περιόδου που ακολούθησε, η επίσημη δήλωση πολιτικής που διέπει την Επικοινωνιακή Καθοδήγηση σχετικά με τις αγορές περιουσιακών στοιχείων βασίστηκε σε μια προσέγγιση δύο βασικών σημείων: έδινε πρώτον χρονική καθοδήγηση, αναφερόμενη σε μια ημερομηνία για να υποδείξει τον ορίζοντα για τον οποίο το κοινό θα πρέπει να αναμένει σίγουρη εκτέλεση των μηνιαίων αγορών και δεύτερον έδινε καθοδήγηση ενδεχόμενης συνέχισης του προγράμματος, αναφέροντας ότι, σε κάθε περίπτωση, οι αγορές θα συνεχιστούν ακόμη και μετά την εν λόγω ημερομηνία, μέχρι το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ να είναι επαρκώς βέβαιο ότι ο προβλεπόμενος πληθωρισμός βρίσκεται σε πορεία προς την επίτευξη του στόχου πολιτικής του, δηλαδή κάτω από το 2% αλλά κοντά στον στόχο αυτό.

Ο καθορισμός ενός ποσού αγοράς περιουσιακών στοιχείων σε δισεκατομμύρια ευρώ ανά μήνα είχε ως στόχο να περάσει το μήνυμα μιας σταθερής παρουσίας στη δευτερογενή αγορά και να καθησυχάσει τους συμμετέχοντες στην αγορά εφόσον η ΕΚΤ θα αποτελούσε πηγή ζήτησης για παρατεταμένο χρονικό διάστημα. Από την άλλη, ο χρονικός ορίζοντας του προγράμματος είχε ως στόχο να διευκολύνει τους υπολογισμούς των αναλυτών ως

προς το πρόγραμμα Ποσοτικής Χαλάρωσης όσον αφορά το σύνολο των αγορών. Επειδή, αυτό που έχει σημασία για τις τιμές των αγορών και την οικονομία είναι η ενδεχόμενη συνολική αύξηση του μεγέθους των ομολογιών στον ισολογισμό της ΕΚΤ και όχι ο ρυθμός με τον οποίο η ΕΚΤ τα προσθέτει στο χαρτοφυλάκιο της. Το μέγεθος και η διάρκεια του προγράμματος Ποσοτικής Χαλάρωσης αναπροσαρμόστηκαν στη συνέχεια τον Δεκέμβριο του 2015, τον Μάρτιο του 2016, τον Δεκέμβριο του 2016, τον Οκτώβριο του 2017 και τέλος τον Ιούνιο του 2018, όταν η ΕΚΤ δήλωσε ότι το πρόγραμμα καταργείται σταδιακά έως το τέλος του έτους.

Συνολικά, ως αποτέλεσμα του προγράμματος Ποσοτικής Χαλάρωσης, οι τοποθετήσεις ομολόγων της ΕΚΤ αυξήθηκαν κατά περίπου 2,6 τρισεκατομμύρια ευρώ μεταξύ της ανακοίνωσης τον Ιανουάριο του 2015 μέχρι και το τέλος του 2018. Σύμφωνα με την εν λόγω αρχιτεκτονική της Επικοινωνιακής Καθοδήγησης, σε κάθε αναπροσαρμογή του προγράμματος Ποσοτικής Χαλάρωσης, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επικαιροποιούσε τον χρονικό ορίζοντα της Επικοινωνιακής Καθοδήγησης του προγράμματος, επεκτείνοντας τον ελάχιστο ορίζοντα για τις μηνιαίες αγορές, συγχρόνως διατηρώντας τον ενδεχόμενο συνολικό ορίζοντα του προγράμματος συνδεδεμένο με τον στόχο επίτευξης του επιθυμητού επιπέδου πληθωρισμού.

Το 2016, αναβίωσε η Επικοινωνιακή Καθοδήγηση ως προς το επιτόκιο, ως παράγωγη πληροφόρηση της Επικοινωνιακής Καθοδήγησης του προγράμματος Ποσοτικής Χαλάρωσης. Η συγκεκριμένη πληροφόρηση είχε παραμείνει αδρανής για μεγάλο χρονικό διάστημα, καθώς οι ενδείξεις του Διοικητικού Συμβουλίου σχετικά με το μέγεθος και τη διάρκεια του προγράμματος Ποσοτικής Χαλάρωσης είχαν παραμείνει στο επίκεντρο της Επικοινωνιακής Καθοδήγησης. Ωστόσο, στη δήλωση πολιτικής του Ιανουαρίου 2016, η αρχική φράση (του 2013) ότι τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ αναμενόταν «να παραμείνουν στα σημερινά ή χαμηλότερα επίπεδά τους για μεγάλο χρονικό διάστημα» επαναλήφθηκε στο πλαίσιο μιας ευρύτερης τακτικής προετοιμασίας των αγορών για επικείμενη μείωση του επιτοκίου. Στην επικείμενη συνεδρίαση του Μαρτίου του 2016, ενώ το επιτόκιο μειώθηκε στο -0,4%, η καθοδήγηση ως προς τα επιτόκια ήταν συνδεδεμένη με την κύρια διατύπωση, η οποία συνέχιζε να αφορά τη διάρκεια και το μέγεθος του προγράμματος Ποσοτικής

Χαλάρωσης. Το Διοικητικό Συμβούλιο δήλωσε ότι αναμένει πως τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ «θα παραμείνουν στα σημερινά ή χαμηλότερα επίπεδα για παρατεταμένο χρονικό διάστημα και πολύ πέραν του ορίζοντα των αγορών περιουσιακών στοιχείων». Η ένδειξη αυτή δεν παρείχε στον ιδιωτικό τομέα συγκεκριμένη πληροφόρηση, ως προς την πιθανή ημερομηνία αλλαγής πολιτικής επιτοκίων είτε τις οικονομικές συνθήκες που θα ενεργοποιούσαν την συγκεκριμένη αλλαγή. Ωστόσο, η Επικοινωνιακή Καθοδήγηση του συγκεκριμένου μηνύματος προσέφερε την πληροφόρηση πως ο απαιτούμενος χρονικός ορίζοντας για την πιθανή αύξηση επιτοκίων ήταν σημαντικά μεγαλύτερος από τον αντίστοιχο χρονικό ορίζοντα που απέμενε για την ολοκλήρωση του προγράμματος Ποσοτικής Χαλάρωσης, μέσω αγορών Περιουσιακών Στοιχείων.

Τέλος, τον Ιούνιο του 2018, καθώς η ΕΚΤ σηματοδότησε τη λήξη του προγράμματος Ποσοτικής Χαλάρωσης έως το τέλος του έτους, η Επικοινωνιακή Καθοδήγηση σχετικά με τα επιτόκια πολιτικής ανέκτησε την παραδοσιακή της προτεραιότητα στην ιεραρχία των εργαλείων πολιτικής. Η Επικοινωνιακή Καθοδήγηση μετά τον Ιούνιο του 2018 κληρονόμησε τις χαρακτηριστικές προϋποθέσεις διπλής σήμανσης που είχαν εφαρμοστεί από το 2015 κατά τη σηματοδότηση της διάρκειας του προγράμματος Ποσοτικής Χαλάρωσης, δηλαδή ημερομηνία αναφοράς ως προς την πλησιέστερη πιθανή διατήρηση των επιτοκίων και το ενδεχόμενο περαιτέρω δράσης βάσει πληθωρισμού, ως προς την έναρξη της ομαλοποίησης των επιτοκίων. Τον Ιούνιο του 2018, η δήλωση περιλάμβανε ρητή αναφορά σε χρονικό ορίζοντα, αναφέροντας ότι το Διοικητικό Συμβούλιο ανέμενε ότι τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ «θα παραμείνουν στα σημερινά τους επίπεδα τουλάχιστον έως το καλοκαίρι του 2019 και, εν πάση περιπτώσει, για όσο χρονικό διάστημα είναι απαραίτητο για να διασφαλιστεί ότι η εξέλιξη του πληθωρισμού παραμένει ευθυγραμμισμένη με τις τρέχουσες προσδοκίες μας για μια σταθερή πορεία προσαρμογής». Όπως αποδείχθηκε, οι εν λόγω κατευθυντήριες γραμμές βάσει ημερομηνιών προκάλεσαν δυσάρεστες αναθεωρήσεις των προσδοκιών του κοινού σχετικά με το χρονοδιάγραμμα της άρσης και ενδεχομένως τη μακροπρόθεσμη άσκηση της νομισματικής πολιτικής γενικότερα, και, ως εκ τούτου, βοήθησαν την ΕΚΤ να αντιμετωπίσει τη δύσκολη συγκυρία της ανάγκης κοινοποίησης του τέλους ενός βασικού προγράμματος,

όπως το πρόγραμμα Ποσοτικής Χαλάρωσης, σε συνθήκες υπό τις οποίες η οικονομία κρίθηκε ότι χρειαζόταν ένα ακόμη σημαντικό ποσό νομισματικής διευκόλυνσης. Ο αναφερόμενος χρονικός ορίζοντας παρατάθηκε δύο φορές σε μεταγενέστερες ημερομηνίες τον Μάρτιο και τον Ιούνιο του 2019.

Σε ένα πλαίσιο παραπαίουσας ανάπτυξης και επίμονα αδύναμων πιέσεων στον πληθωρισμό, στη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ τον Σεπτέμβριο 2019 σημειώθηκε η επανέναρξη του Προγράμματος Ποσοτικών Χαλάρωσης, με μηνιαίο ρυθμό αγορών στα 20 δισεκατομμύρια ευρώ (με επανέναρξη τον Νοέμβριο του 2019), με στόχο τερματισμού λίγο πριν η ΕΚΤ αρχίσει να αυξάνει τα βασικά επιτόκιά της, καθώς και μια περαιτέρω μείωση του επιτοκίου στο -0,5%. Η νέα διατύπωση της Επικοινωνιακής Καθοδήγησης των επιτοκίων βασίζονται, πλέον, εξ ολοκλήρου στα οικονομικά αποτελέσματα. Το Διοικητικό Συμβούλιο δήλωσε: «Αναμένουμε ότι τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ θα παραμείνουν στα σημερινά ή χαμηλότερα επίπεδά τους έως ότου δούμε τις προοπτικές για τον πληθωρισμό να συγκλίνουν σε επίπεδο αρκετά κοντά, αλλά κάτω από το 2% εντός του προβλεπόμενου χρονικού ορίζοντα και η σύγκλιση αυτή αντικατοπτρίζεται σταθερά στην υποκείμενη δυναμική του πληθωρισμού». Με άλλα λόγια, μια αύξηση των επιτοκίων δεν θα ήταν δικαιολογημένη εάν ο πληθωρισμός προβλεπόταν να προσεγγίσει τον στόχο πολιτικής. Αντ' αυτού, η ΕΚΤ πλέον επιζητούσε επιβεβαίωση ότι ο πληθωρισμός ήταν πράγματι σε καλό δρόμο για μια ισχυρή, μη αναστρέψιμη σύγκλιση, επιδιώκοντας μια έγκαιρη σύγκλιση του μελλοντικού πληθωρισμού στο προβλεπόμενο πλαίσιο. Μετά την επανέναρξη των καθαρών αγορών περιουσιακών στοιχείων στο πλαίσιο του προγράμματος Ποσοτικής Χαλάρωσης, το απόθεμα των ομολόγων που αποκτήθηκαν έχει ανέλθει σε σχεδόν 3,1 τρισεκατομμύρια ευρώ έως την ημερομηνία συγγραφής της εργασίας.

Το νέο Πρόγραμμα Αγορών Έκτακτης Ανάγκης για την Πανδημία (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP), το οποίο παρουσιάστηκε το βράδυ της 18ης Μαρτίου 2020 ως απάντηση στις χρηματοπιστωτικές και μακροοικονομικές επιπτώσεις της πανδημίας Covid-19, συνδύασε δύο στοιχεία: πρώτον την παροχή υποστήριξης μέσω ενός συγκεκριμένου μεγέθους αγορών περιουσιακών στοιχείων και μια δεύτερη μορφή



υποστήριξης ως προς την χρονική διάρκεια του προγράμματος. Το πρώτο στοιχείο είχε ως στόχο την άμεση ανάσχεση του πανικού της αγοράς, που συνέβαινε τη στιγμή που ξεκίνησε το πρόγραμμα, ενώ το δεύτερο στοιχείο είχε ως στόχο την βελτίωση των μακροοικονομικών προοπτικών σε βάθος χρόνου. Με το που έγινε σαφέστερη η οικονομική ζημία που προκλήθηκε από το σοκ της πανδημίας, η ΕΚΤ σε δύο επόμενες συνεδριάσεις τον Ιούνιο και τον Δεκέμβριο του 2020, αναβάθμισε το μέγεθος του προγράμματος στα 1,85 τρισεκατομμύρια ευρώ συνολικά και το επέκτεινε χρονικά κατ' ελάχιστον μέχρι τον Μάρτιο του 2022, με σκοπό τη ομαλοποίηση της οικονομίας λόγω της συνεχιζόμενης βαθιάς οικονομικής συρρίκνωσης που προκλήθηκαν από τα μέτρα περιορισμού της πανδημίας.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### Αποτελεσματικότητα των νέων εργαλείων νομισματικής πολιτικής

#### Αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας της Ποσοτικής Χαλάρωσης

Σύμφωνα με τον Coeure (2019), η ποσοτική χαλάρωση δεν λειτούργησε από μόνη της στη περιοχή του ευρώ, καθώς η οικονομική ανάκαμψη είναι μια δύσκολη συνάρτηση πολλών μεταβλητών, εκ των οποίων αρκετές βρίσκονται εκτός του φάσματος πολιτικής της ΕΚΤ, όπως για παράδειγμα, η επιστροφή της εμπιστοσύνης είναι πιθανό να έχει διαδραματίσει επίσης σημαντικό ρόλο. Παρά το γεγονός ότι ο δανεισμός των επιχειρήσεων από τις τράπεζες της Ευρωζώνης έχει αυξηθεί, οι άμεσες επιπτώσεις της Ποσοτικής Χαλάρωσης στον τραπεζικό δανεισμό εκτιμάται ότι είναι περιορισμένες. Από την άλλη, ο αντίκτυπος στη συναλλαγματική ισοτιμία, τον πληθωρισμό και την ανάπτυξη ήταν σχετικά πιο ορατός. Ωστόσο, η ΕΚΤ δεν ήταν σε θέση να εξαλείψει τις υποκείμενες αιτίες ευθραυστότητας στις αγορές κρατικών ομολόγων, οι οποίες σχετίζονται με αδύναμα οικονομικά θεμελιώδη στοιχεία των κρατών-μελών, καθώς αυτά υπερβαίνουν τη ενιαία νομισματική πολιτική της Ευρωζώνης.

Τα πιστωτικά προφίλ των ευρωπαϊκών τραπεζών έχουν σταθεροποιηθεί τα τελευταία χρόνια λόγω της αυστηρότερης ρύθμισης και της ισχυρότερης κεφαλαιοποίησης. Ωστόσο, η μείωση της μόχλευσης του τραπεζικού συστήματος δεν ολοκληρώθηκε πλήρως και αυτό εξακολουθεί να επηρεάζει την προσφορά πίστωσης. Στην πραγματικότητα, μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, τα αποθέματα των μη εξυπηρετούμενων δανείων στους ισολογισμούς των ευρωπαϊκών τραπεζών αυξήθηκαν σημαντικά, ενώ μόλις πρόσφατα εμφάνισαν μια ελαφρά μείωση. Αυτό προκαλεί ανησυχίες σχετικά με την ευρωστία του τραπεζικού τομέα, διότι εάν δεν αντιμετωπιστεί το φαινόμενο αυτό θα μπορούσε να προκαλέσει έναν φαύλο κύκλο στο μέλλον. Δηλαδή, μια πιθανή συρρίκνωση της προσφοράς πίστωσης που θα οφείλεται στο αυξημένο επίπεδο των μη εξυπηρετούμενων δανείων, γεγονός που θα μπορούσε να οδηγήσει σε χαμηλότερη

ανάπτυξη, βραδύτερη ανάκαμψη και σε περαιτέρω επιδείνωση των τραπεζικών ισολογισμών.

Οι επιπτώσεις στην ανάπτυξη, τον πληθωρισμό, τη συναλλαγματική ισοτιμία, τον δανεισμό, τα spread και τη ρευστότητα έχουν ανάμεικτα αποτελέσματα. Για παράδειγμα, ο πληθωρισμός παρέμεινε πολύ κάτω από τον στόχο του 2% για σχεδόν το σύνολο της οκταετούς θητείας του Ντράγκι, παρά το χαμηλό επιτόκιο καταθέσεων -0,5% και τα 2,6 τρισεκατομμύρια ευρώ ποσοτικής χαλάρωσης έως τον Σεπτέμβριο του 2019. Έχουν γίνει διάφορες εκκλήσεις για αναθεώρηση της εστίασης της ΕΚΤ. Οι κρίσεις του πρόσφατου παρελθόντος κατέδειξαν ότι η εστίαση μόνο στη σταθερότητα των τιμών είναι πολύ περιοριστική, εφόσον η αποτελεσματική μακροοικονομική πολιτική δεν μπορεί να αγνοήσει τον χρηματοπιστωτικό τομέα και απαιτεί συντονισμό μεταξύ νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής. Αποκαλύφθηκαν νέες ισορροπίες ανταλλαγής μεταξύ σταθερότητας πληθωρισμού, πλήρους απασχόλησης και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Για ορισμένους, η ίδια η ανεξαρτησία των Κεντρικών Τραπεζών, σχεδιασμένη για να αποτρέψει την υπερβολική αύξηση του πληθωρισμού, μπορεί να μην είναι πλέον χρήσιμη όταν η νομισματική πολιτική περιορίζεται, εφόσον εμφανίζεται το πρόβλημα ενός επίμονα χαμηλού πληθωρισμού.

Η εκτίμηση των επιπτώσεων των μη συμβατικών μέτρων είναι σαφώς δύσκολη, οι πολιτικές για την αποφυγή σημαντικών κινδύνων μέσω των μηχανισμών μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής ήταν γενικά αρκετά αποτελεσματικές όσον αφορά τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Κατά τη διάρκεια της πρώτης φάσης, οι πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης απέτρεψαν τις τράπεζες από το να προχωρήσουν σε μείωση της πίστωσης, προκειμένου να μειώσουν τον κίνδυνο τους. Σύμφωνα με τον Saka (2020), αύξησαν επίσης τις ευκαιρίες για επενδυτικό αρμπιτράζ των τραπεζών, εφόσον τους δόθηκε φθηνή ρευστότητα και η δυνατότητα να επενδύσουν σε κρατικά ομόλογα κατά την ίδια περίοδο, με αποτέλεσμα την περαιτέρω τόνωση των αγορών κρατικών ομολόγων. Οι τράπεζες είτε κατέθεσαν τη χρηματοδότηση χαμηλού κόστους της ΕΚΤ για καλύτερη διασφάλιση έναντι των κινδύνων, είτε αγόρασαν περισσότερα κρατικά ομόλογα υψηλότερης απόδοσης με σκοπό το εύκολο κέρδος. Επομένως, σύμφωνα με τους

Claeys και Vasicek (2014), με τον τρόπο αυτό οι πράξεις μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, στήριξαν τη ρευστότητα και εξασφάλισαν μακροπρόθεσμες σταθερές ευκαιρίες χρηματοδότησης για τις τράπεζες, οι οποίες στην συνέχεια είχαν επίσης θετικό αντίκτυπο στα κρατικά ομόλογα

Σύμφωνα με το IMF (2013) τα εμπειρικά στοιχεία σχετικά με τα προγράμματα αγοράς περιουσιακών στοιχείων, για τις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ιαπωνία δείχνουν την επικράτηση του διαύλου σηματοδότησης. Το οριακό όφελος της ποσοτικής χαλάρωσης συγκριτικά με την επικοινωνιακή καθοδήγηση ως προς την σηματοδότηση είναι η υψηλότερη αξιοπιστία. Η αξιοπιστία είναι υψηλότερη επειδή οι αγορές μακροπρόθεσμων περιουσιακών στοιχείων μεγάλης κλίμακας εκθέτουν την κεντρική τράπεζα σε σημαντικό κίνδυνο ζημιών στον ισολογισμό της σε περίπτωση απότομης αύξησης των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Αυτή η πρακτική διαπίστωση παρέχει δυνατό κίνητρο για τη διατήρηση των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής σε χαμηλά επίπεδα και την αύξησή τους μόνο σταδιακά κατά την έξοδο από την κρίση.

Σύμφωνα με τους Eser et al. (2019), στην περιοχή της ευρωζώνης ο διάυλος του κινδύνου διάρκειας των περιουσιακών στοιχείων εμφανίζει σημαντικά αποτελέσματα, εφόσον εκτίμησαν πως το πρόγραμμα Ποσοτικής Χαλάρωσης συνέβαλε στη χαλάρωση των οικονομικών συνθηκών μέσω της μείωσης των επιτοκίων, ιδίως στο μακροπρόθεσμο άκρο της καμπύλης. Επιπλέον, συνεισέφερε η παραμονή των ομολόγων που αγοράστηκαν στον ισολογισμό της ΕΚΤ, με επανεπένδυση των εκδόσεων που λήγουν. Ειδικότερα, οι μελετητές εκτιμούν ότι συνολικά το πρόγραμμα Ποσοτικής Χαλάρωσης έχει συμπίεσει τα δεκαετή πριμ κρατικού κινδύνου κατά περίπου 1%. Υπό αυτή την έννοια, οι αγορές περιουσιακών στοιχείων των κεντρικών τραπεζών κατάφεραν να αφαιρέσουν ένα σημαντικό ποσό κινδύνου από τις αγορές.

### **Αποτελεσματικότητα Αρνητικών Επιτοκίων**

Τα αρνητικά επιτόκια μπορεί να έχουν ανεπιθύμητες παρενέργειες. Εάν το επίπεδο των επιτοκίων των καταθέσεων είναι μηδενικό, αλλά τα επιτόκια των δανείων μειώνονται μαζί

με τα επιτόκια νομισματικής πολιτικής, τα καθαρά έσοδα από τόκους των τραπεζών συμπιέζονται, όπως και η κερδοφορία τους. Άλλες παρενέργειες των αρνητικών επιτοκίων που συχνά υπάρχουν υπόνοιες είναι ο υπερβολικός πληθωρισμός των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, η εμφάνιση υπερχρεωμένων εταιριών «ζόμπι» οι οποίες μπορούν και καλύπτουν οριακά τους τόκους δανεισμού λόγω των χαμηλών επιτοκίων και των δυνατοτήτων αναχρηματοδότησης του χρέους τους που όμως σχεδόν σίγουρα θα κλείσουν σε περίπτωση ανόδου των επιτοκίων, και η μείωση των αποδόσεων των συνταξιοδοτικών ταμείων. Ωστόσο, αυτά δεν σχετίζονται απαραίτητα ειδικά με τα αρνητικά επιτόκια, αλλά μπορούν επίσης να προέλθουν, γενικότερα, από χαμηλά επίπεδα επιτοκίων για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Ειδικότερα, οι πληθυσμοί στις προηγμένες οικονομίες γερνούν και έτσι το συνταξιοδοτικό κόστος θα αυξηθεί στο μέλλον. Αυτό καθιστά πολύ επίκαιρο το πώς μπορούν να διατηρηθούν οι αποδόσεις των συνταξιοδοτικών ταμείων και των προϊόντων ασφάλισης ζωής όταν τα επιτόκια είναι χαμηλά και αρνητικά. Η γενική πτώση των επιτοκίων έχει οδηγήσει τα επιτόκια των ομολόγων σε πτώση, πράγμα που σημαίνει ότι τα κεφάλαια που επενδύονται σε ομόλογα κερδίζουν σημαντικά λιγότερα έσοδα. Εάν τα επιτόκια των ασφαλών κρατικών ομολόγων μειωθούν επίσης, οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων είναι αναγκασμένοι να κυνηγούν αποδόσεις επενδύοντας σε όλο και πιο ριψοκίνδυνα περιουσιακά στοιχεία, αλλά τα συνταξιοδοτικά ταμεία, συχνά, αντιμετωπίζουν περιορισμούς που τους εμποδίζουν να το κάνουν αυτό.

Οι Banerjee και Hofmann (2018) σημειώνουν ότι το μερίδιο των εταιριών που είναι «ζόμπι» έχει αυξηθεί μετά την τελευταία χρηματοπιστωτική κρίση εν μέρει λόγω των χαμηλών επιτοκίων, καθώς οι τράπεζες μπορούν να τις κρατήσουν ζωντανές περισσότερο όταν οι συνθήκες χρηματοδότησης είναι πιο χαλαρές. Ανταγωνίζονται ταυτόχρονα όμως με βιώσιμες και επιτυχημένες εταιρείες για επενδύσεις και εργασία.

Τα αρνητικά επιτόκια επικρίνονται μερικές φορές και για την επιδότηση του δανεισμού που προσφέρουν και την αντίστοιχη επιβολή κυρώσεων στις καταθέσεις. Σημειώνεται, επίσης ότι αυξάνουν την ανισότητα στην κοινωνία επειδή τα χαμηλά και αρνητικά επιτόκια

έχουν προκαλέσει αύξηση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Οι αυξήσεις στις τιμές των μετοχών και στις τιμές των ακινήτων έχουν επιταχυνθεί σε αρκετές χώρες, και αυτό έχει αυξήσει ακόμη περισσότερο την ανισότητα του πλούτου, καθώς, όπως επισημαίνουν οι Casiraghi et al. (2018), είναι σε μεγάλο βαθμό οι ήδη πλουσιότεροι στην κοινωνία είναι αυτοί που κατέχουν την μερίδα του λέοντος των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Είναι εξίσου αλήθεια ότι υπάρχουν ιδιοκτήτες ακινήτων στις μεσαίες τάξεις και νοικοκυριά με ελαφρώς χαμηλότερα εισοδήματα, γεγονός που στη συνέχεια μειώνει την ανισότητα. Οι Kuhn et al. (2020) διαπίστωσαν αντίθετα ότι εάν η επιδείνωση των οικονομικών συνθηκών προκαλέσει την έκρηξη της φούσκας των τιμών των ακινήτων, οι οικογένειες χαμηλού εισοδήματος που κατέχουν ακίνητα θα υποφέρουν περισσότερο και έτσι η ανισότητα θα αυξηθεί. Το αντεπιχείρημα είναι ότι οι ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης έχουν θετικό αντίκτυπο στην οικονομία και, ως εκ τούτου, μειώνουν την ανεργία.

Το ΔΝΤ, στην αρχική του ανάλυση για τον αντίκτυπο των αρνητικών επιτοκίων το 2017 (IMF, 2017), έδωσε στις τράπεζες συστάσεις για το πώς να διατηρήσουν την κερδοφορία εάν διατηρήσουν τα επιτόκια καταθέσεων θετικά σε μια εποχή που τα επιτόκια νομισματικής πολιτικής είναι αρνητικά. Απέφερε ότι οι τράπεζες μπορούν να αυξήσουν τον όγκο δανεισμού τους, να μειώσουν το λειτουργικό τους κόστος, να μειώσουν το κόστος των προβλέψεων και να αυξήσουν τα τέλη υπηρεσιών. Εάν δεν μπορούν να βρουν εναλλακτικές πηγές εισοδήματος, τότε δεν θα πρέπει να αυξήσουν την προσφορά δανείων ή και να βελτιώσουν τους πιστωτικούς όρους για τις εταιρείες και τα νοικοκυριά. Στην περίπτωση αυτή, ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής δεν θα λειτουργούσε πλέον και μια πολιτική αρνητικών επιτοκίων δεν θα πετύχαινε τους στόχους της. Όλες αυτές οι λύσεις έχουν εισαχθεί σε μεγάλο βαθμό μέχρι σήμερα από τις τράπεζες. Η αύξηση των κρυφών τελών για τη χρήση τραπεζικών υπηρεσιών μπορεί να μην ικανοποιεί τους πελάτες, αλλά είναι μια λιγότερο δυσάρεστη επιλογή από τα αρνητικά επιτόκια των λιανικών καταθέσεων.

Σύμφωνα με έκθεση της ΕΚΤ (ECB, 2020), η ισχυρή αύξηση του όγκου δανεισμού είχε ως αποτέλεσμα η κερδοφορία και τα καθαρά έσοδα από τόκους των τραπεζών να μην έχουν

μειωθεί ιδιαίτερα, ενώ τα επιτόκια ήταν αρνητικά. Προβλέπεται ότι στο μέλλον η κερδοφορία και τα καθαρά έσοδα από τόκους θα μειώνονται σταθερά και τα αρνητικά επιτόκια θα διαβιβάζονται σε μεγάλο βαθμό στις εταιρικές καταθέσεις. Αυτό δεν θα οφείλεται μόνο στα αρνητικά επιτόκια, αλλά και στη γενική ύφεση που προκλήθηκε από την κρίση του κορονοϊού, στις αυξανόμενες καθυστερήσεις πληρωμών των επιχειρήσεων και στις πιθανές πτωχεύσεις, καθώς και στη μείωση της εισοδηματικής βάσης των τραπεζών. Οι επιδοτήσεις από τις κυβερνήσεις και οι χαλαρές κεφαλαιακές απαιτήσεις θα στηρίξουν την ικανότητα των τραπεζών να χρηματοδοτούν τον ιδιωτικό τομέα ακόμη και με μειωμένη κερδοφορία. Ωστόσο, διαπιστώνεται επίσης ότι οι τράπεζες θα μπορούσαν να μειώσουν ακόμη περισσότερο τα λειτουργικά τους έξοδα και να γίνουν πιο αποδοτικές από άποψη κόστους, χρησιμοποιώντας για παράδειγμα νέες λύσεις χρηματοοικονομικής τεχνολογίας γνωστές ως fintech.

Η χαμηλότερη κερδοφορία των τραπεζών στην Ευρωζώνη δεν σημαίνει απαραίτητα ότι ο μηχανισμός μεταφοράς της νομισματικής πολιτικής δεν λειτουργεί στη ζώνη του ευρώ. Οι Altavilla et al. (2019) αναλύουν τα στοιχεία του ισολογισμού των τραπεζών της Ευρωζώνης και διαπιστώνουν ότι οι ισχυρές τράπεζες με υγιείς ισολογισμούς μπορούν να εφαρμόσουν επιτυχώς αρνητικά επιτόκια καταθέσεων στις καταθέσεις των δικών τους πελατών. Αυτό οφείλεται φυσικά εν μέρει στο ότι οι μεγάλες εταιρείες χρειάζονται καταθέσεις για τη διευθέτηση λογαριασμών, και έτσι δεν μπορούν απλά να μετατρέψουν όλα τα κεφάλαιά τους σε μετρητά. Η έρευνα διαπιστώνει επίσης ότι η εφαρμογή αρνητικών επιτοκίων σε μεγάλες εταιρικές καταθέσεις ενθαρρύνει τις εταιρείες να μειώσουν τα βραχυπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία και τη θέση τους σε μετρητά και να αυξήσουν τις επενδύσεις τους. Αυτό στη συνέχεια έχει θετικό αντίκτυπο στην οικονομική δραστηριότητα και δείχνει ότι η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής λειτουργεί. Ωστόσο, οι πιο ευάλωτες τράπεζες με ασθενέστερους ισολογισμούς επηρεάζονται περισσότερο από τα αρνητικά επιτόκια καταθέσεων, αναγκάζοντάς τις να μειώσουν τον δανεισμό τους. Επίσης, επηρεάζονται οι τράπεζες που εξαρτώνται περισσότερο από τη χρηματοδότησή τους από καταθέσεις και δεν είναι σε θέση να επωφεληθούν από τα χαμηλά επιτόκια στις αγορές χρήματος και ομολόγων.

## Η αποτελεσματικότητα της Επικοινωνιακής Καθοδήγησης

Η Επικοινωνιακή Καθοδήγηση έχει καταστεί ουσιαστικό εργαλείο για τη διασφάλιση της συνέπειας της νομισματικής πολιτικής στον μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα ύπαρξης της Ευρωζώνης. Τα προγράμματα αγοράς περιουσιακών στοιχείων παρέχουν ένα ισχυρό μήνυμα ότι τα επιτόκια θα παραμείνουν χαμηλά για μεγάλο χρονικό διάστημα. Μερικές εμπειρικές έρευνες υποστηρίζουν σε μεγάλο βαθμό την άποψη ότι η Επικοινωνιακή Καθοδήγηση συμβάλει στην επιρροή των μακροπρόθεσμων επιτοκίων προγενέστερα της χρήσης μη συμβατικών πολιτικών. Πιο συγκεκριμένα οι Campbell et al. (2012) διαπιστώνουν ότι το 90% της διακύμανσης του αναμενόμενου ομοσπονδιακού επιτοκίου της FED των ΗΠΑ ένα χρόνο μπροστά μπορεί να αποδοθεί σε παράγοντες που δεν σχετίζονται με εκπλήξεις στο χρονοδιάγραμμα του στόχου πολιτικής της FED για τις ΗΠΑ, σε ένα δείγμα που καλύπτει την λεγόμενη συμβατική περίοδο νομισματικής πολιτικής. Επιπλέον, ο Woodford (2012) βρίσκει πώς η γλωσσική αναφορά σε παρατεταμένη χρονική περίοδο, όσον αφορά τις δηλώσεις της FED των ΗΠΑ και της Τράπεζας του Καναδά ήταν μια επιτυχημένη στρατηγική Επικοινωνιακής Καθοδήγησης, μειώνοντας τις αντίστοιχες προσδοκίες για τα μελλοντικά επιτόκια.

Από την άλλη όμως, υπάρχουν στοιχεία που αποδεικνύουν πως η Επικοινωνιακή Καθοδήγηση είναι λιγότερο αποτελεσματική εάν δεν προσφέρει μια απόκλιση από την ήδη υπάρχουσα τυποποιημένη νομισματική πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας. Για παράδειγμα, σύμφωνα με τον Ugai (2007), η στρατηγική Επικοινωνιακής Καθοδήγησης της Τράπεζας της Ιαπωνίας αρχικώς κατά την περίοδο 1999-2000 είχε ελάχιστη επίδραση. Η επακόλουθη όμως δέσμευση της Τράπεζας της Ιαπωνίας να διατηρήσει μηδενικά επιτόκια, παράλληλα με την ταυτόχρονη επέκταση του ισολογισμού της, μείωσε σημαντικά τις αποδόσεις των ομολόγων. Επιπλέον, οι Ito και Mishkin (2006) υποστηρίζουν ότι η Τράπεζα της Ιαπωνίας προχώρησε σε κακή διαχείριση των προσδοκιών της αγοράς από το 1998 έως το 2003, θέτοντας σε σημαντικό κίνδυνο το πρόγραμμα αγοράς περιουσιακών στοιχείων που εφάρμοσε.



Από την ίδρυση της η ΕΚΤ συνοδεύει τις αποφάσεις νομισματικής πολιτικής της με συγκεκριμένη επίσημη δήλωση σε κάθε συνεδρίαση του ΔΣ της Κεντρικής Τράπεζας που έχει πραγματοποιηθεί από την έναρξη λειτουργίας της το 1999. Σύμφωνα με τους Altavilla et al. (2019), από το 2015, η συχνότητα αυτών των συνεδριάσεων έχει μειωθεί αισθητά, ώστε να μεσολαβεί μια εύλογη χρονική περίοδος μεταξύ των αποφάσεων και να διασφαλιστεί ένα χρονικό διάστημα αρκετά μεγάλο ώστε να μπορούν να εμφανιστούν αποτελέσματα στους μεσοπρόθεσμους στόχους πολιτικής. Η διατήρηση μιας μεσοπρόθεσμης στρατηγικής εξαρτάται από μια επαρκή σταθεροποίηση των προσδοκιών του πληθωρισμού. Σε μεγάλο βαθμό, η επικοινωνιακή στρατηγική της ΕΚΤ βασίζεται στην Επικοινωνιακή Καθοδήγηση, η οποία πλέον αποτελεί σημαντικό εργαλείο για τη διασφάλιση της συνοχής της νομισματικής πολιτικής. Όμως, συγχρόνως η ΕΚΤ εξακολουθεί να τονίζει, στην επικοινωνία της, πως είναι πάντα έτοιμη να εφαρμόσει παρεμβατικές πολιτικές που μπορεί να αποκλίνουν από τη δοσμένη καθοδήγηση, όταν κριθεί αναγκαίο, πάντα με βάση την επίτευξη του πρωταρχικού της στόχου, που δεν είναι τίποτα άλλο από την επιδιωκόμενη σταθερότητα των τιμών.

Σύμφωνα με τους Macchiarelli et al. (2019), εξετάζοντας τις προβλέψεις της ΕΚΤ, προκύπτει ότι η ΕΚΤ έχει μια ελαφρά αισιόδοξη προδιάθεση στις προβλέψεις της και προβλέπει συστηματικά ταχύτερη επιστροφή του πληθωρισμού κοντά στο στόχο του 2%, σε σύγκριση με τα πραγματικά οικονομικά μεγέθη. Πρόσθετη πληροφόρηση μπορεί να ληφθεί εξετάζοντας τη συσχέτιση μεταξύ των μακροπρόθεσμων προσδοκιών του πληθωρισμού και του μέσου όρου του πραγματικού πληθωρισμού. Τα στοιχεία δείχνουν ότι η σχέση μεταξύ του πραγματικού πληθωρισμού και των μακροπρόθεσμων προσδοκιών, με βάση τις απόψεις των οικονομικών αναλυτών έχει αποδυναμωθεί, γεγονός που πιθανώς υποδηλώνει ότι οι συμμετέχοντες στην έρευνα αναλυτές δεν δίνουν απαραίτητα προσοχή στις προηγούμενες πληροφορίες κατά τη διαμόρφωση των προσδοκιών τους για τον πληθωρισμό. Το συγκεκριμένο εύρημα δημιουργεί προβληματισμό σχετικά με την αποτελεσματικότητα των μέτρων στο επίπεδο της πραγματικής οικονομίας.

Με βάση τον τρόπο με τον οποίο επηρεάζονται οι προσδοκίες για το προσεχές μέλλον, η ύπαρξη μιας σαφούς δέσμευσης νομισματικής πολιτικής για τη μελλοντική κατεύθυνση



αλληλεπιδρά με τις αγορές ομολόγων, δηλαδή το γενικότερο πρόγραμμα Ποσοτικής Χαλάρωσης μέσω αγοράς περιουσιακών στοιχείων. Το πρόγραμμα Ποσοτικής Χαλάρωσης μείωσε τη μεταβλητότητα της αγοράς, ιδίως σε μακροχρόνιους τίτλους, αλληλεπιδρώντας με την Επικοινωνιακή Καθοδήγηση. Ταυτόχρονα, η Επικοινωνιακή Καθοδήγηση της ΕΚΤ συνέβαλε στη σταθεροποίηση των επιτοκίων και στην ενίσχυση του προγράμματος Ποσοτικής Χαλάρωσης. Στην πραγματικότητα, η απλή ανακοίνωση ότι η νομισματική πολιτική θα παραμείνει χαλαρή για μεγάλο χρονικό διάστημα μπορεί να μην είναι αρκετή, με αυτή την έννοια υπάρχει σημαντικό βαθμός αλληλεπίδρασης μεταξύ Επικοινωνιακής Καθοδήγησης και Ποσοτικής Χαλάρωσης.

Σύμφωνα με την έρευνα των Hubert και Labondance (2018) η Επικοινωνιακή Καθοδήγηση της ΕΚΤ μπορεί να θεωρηθεί ως αποτελεσματική σε πρώτο επίπεδο, ωστόσο υπάρχει μια αμφισβήτηση ως προς την επιτυχή διαχείριση των προσδοκιών σε δεύτερο επίπεδο μέσω του γιγαντιαίου προγράμματος Ποσοτικής Χαλάρωσης που εφάρμοσε. Η συγκεκριμένη διαπίστωση οφείλεται στο γεγονός πως ο πληθωρισμός παρέμεινε πεισματικά χαμηλότερος από τον στόχο της ΕΚΤ για εκτεταμένο χρονικό διάστημα. Επομένως, για να βελτιωθεί η αξιοπιστία της ΕΚΤ θα πρέπει να ακολουθήσει μια πιο ανοικτή επικοινωνιακή στρατηγική, λαμβάνοντας υπόψιν και του λοιπούς οικονομικούς και πολιτικούς παράγοντες, προκειμένου να διαχειριστεί πιο αποτελεσματικά και αξιόπιστα τις προσδοκίες του πληθωρισμού.

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Το πρόγραμμα Ποσοτικής Χαλάρωσης, με την εισαγωγή τρισεκατομμυρίων ευρώ στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, είχε ως βασικό σκοπό την αύξηση της καταναλωτικής δαπάνης ενθαρρύνοντας τον ιδιωτικό τομέα να αλλάξει τη δανειοδοτική και την αγοραστική του συμπεριφορά. Κατά την άποψη μας η χρησιμότητα του προγράμματος αρχίζει να ξεθωριάζει, λόγω των έντονων πληθωριστικών πιέσεων που εμφανίζονται, εξαιτίας της παρατεταμένης εφαρμογής του, σε συνδυασμό με τις έκτακτες συνθήκες χρηματοδότησης των οικονομιών λόγω της πανδημίας covid-19 και τα προβλήματα που εμφανίζονται στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες.

Οι ενδείξεις και οι έρευνες πριν την εμφάνιση της πανδημίας covid-19, υποδήλωναν βελτιωμένες συνθήκες χρηματοδότησης και βελτιωμένες μακροοικονομικές επιδόσεις συνολικά στον Ευρωπαϊκό χώρο. Επομένως, μπορεί να γίνει η υπόθεση πως οι μη-συμβατικές πολιτικές που ακολούθησε η ΕΚΤ βοήθησαν στην άνοδο του ΑΕΠ και στην διατήρηση του πληθωρισμού σε ικανοποιητικά επίπεδα, αλλά λόγω της φύσης της ανάλυσης των οικονομικών φαινομένων, δεν μπορεί να υπάρχει απόλυτη βεβαιότητα ως προς τον πραγματικό βαθμό συνεισφοράς.

Συγχρόνως, πρέπει να διαπιστωθούν και να ερμηνευθούν οι αρνητικές επιπτώσεις των συγκεκριμένων πολιτικών, δηλαδή εάν πρέπει να υπάρχουν κάποια θεωρητικά και πρακτικά όρια στο μέγεθος και στην διάρκεια της προσφερόμενης ρευστότητας. Τα συγκεκριμένα όρια έχουν αρχίσει να διαφαίνονται πρακτικά στην Ευρωπαϊκή οικονομία, εφόσον το «φάρμακο» της τόνωσης της οικονομικής δραστηριότητας μέσω άφθονης ρευστότητας, ίσως έχει αρχίσει πλέον να λειτουργεί περισσότερο αρνητικά παρά θετικά, με την Ευρωπαϊκή οικονομία να εμφανίζει ιδιαίτερα υψηλό πληθωρισμό στο τέλος του 2021, με αποτέλεσμα να υπάρχει πρόβλημα διαχείρισης των προσδοκιών του πληθωρισμού. Γεγονός που πιθανότατα θα οδηγήσει στη εφαρμογή δυσάρεστων και σκληρών περιοριστικών πολιτικών στο κοντινό μέλλον.

Σύμφωνα με την ανάλυση της βιβλιογραφίας, η πλειοψηφία των μηχανισμών μετάδοσης μέσω των οποίων θεωρητικά λειτουργεί η Ποσοτική Χαλάρωση εμφανίζουν σε γενικότερο

πλαίσιο αδύναμα αποτελέσματα, εκτός του διαύλου σηματοδότησης και του διαύλου διάρκειας ως προς τα μακροπρόθεσμα επιτόκια. Εφόσον η αγορά ομολόγων τρισεκατομμύριων σε αξία σηματοδότησε στον απόλυτο βαθμό την δέσμευση της ΕΚΤ να κρατήσει σε χαμηλά επίπεδα τα επιτόκια για όσο χρειαστεί και συγχρόνως τα μακροπρόθεσμα επιτόκια των ομολόγων μπορούν εύκολα να αξιολογηθούν με βάση τις τρέχουσες τάσεις των δευτερογενών αγορών που διαπραγματεύονται.

Ένα σημαντικό πρόβλημα από την παρατεταμένη εφαρμογή της Ποσοτικής Χαλάρωσης είναι η πιθανότητα υπερβολική αύξηση στην τιμή των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, εφόσον το πρόγραμμα ενέχει σοβαρούς κινδύνους δημιουργίας κερδοσκοπικών στρεβλώσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές, γεγονός που θα μπορούσε να οδηγήσει σε περαιτέρω αστάθεια. Επίσης, διαπιστώνεται στην πράξη πως οι αυξανόμενες τιμές των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων δεν έχουν οδηγήσει σε αύξηση της κατανάλωσης και πιθανότητα έχουν αυξήσει την οικονομική ανισότητα.

Υπάρχει η πεποίθηση πως η Ποσοτική Χαλάρωση, πιθανότητα αυξάνει σε σημαντικό βαθμό την οικονομική ανισότητα. Αυτό οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι τα πλουσιότερα νοικοκυριά είναι αυτά που κατέχουν τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία των οποίων αυξάνονται υπερβολικά οι τιμές τους. Αυξάνοντας τις τιμές αυτών των περιουσιακών στοιχείων, το πρόγραμμα Ποσοτικής Χαλάρωσης αυξάνει κυρίως τον πλούτο των υψηλών εισοδημάτων, με ελάχιστα οφέλη για τα νοικοκυριά που βρίσκονται σε χαμηλότερα επίπεδα της κατανομής εισοδήματος. Επιπλέον, περιορίζοντας τον αριθμό των ασφαλών περιουσιακών στοιχείων στις χρηματοπιστωτικές αγορές, το πρόγραμμα Ποσοτικής Χαλάρωσης διοχετεύει εμμέσως σημαντικά κεφάλαια στην αγορά ακινήτων, καθιστώντας έτσι τη στέγαση πιο ακριβή και λιγότερο προσιτή για τους χαμηλόμισθους.

Ανακεφαλαιώνοντας, κάθε εργαλείο οικονομικής πολιτικής έχει κάποια θετικά στοιχεία αλλά συγχρόνως συνοδεύεται από κάποιους πιθανούς κινδύνους για την οικονομία και τους οικονομικούς παράγοντες, επομένως ο τρόπος και η διάρκεια που χρησιμοποιείται ένα νομισματικό εργαλείο καθορίζει την αποτελεσματικότητά του κατά περίπτωση. Η πλειοψηφία των δυτικών οικονομιών έχουν αρχίσει να εμφανίζουν προβλήματα έντονου

πληθωρισμού, γεγονός που κάνει απαγορευτική την συνέχιση των προγραμμάτων Ποσοτικής Χαλάρωσης και αναγκαστική την αύξηση των επιτοκίων. Επομένως, η υπερβολική χρήση της Ποσοτικής Χαλάρωσης οδηγεί αναπόφευκτα κάθε οικονομία σε μια εύθραυστη κατάσταση όπου μια εξωγενής διαταραχή της προσφοράς, όπως η πανδημία της covid-19, θα οδηγήσει αναπόφευκτα σε εκτροχιασμό του πληθωρισμού, γεγονός που πρέπει να αναλυθεί περαιτέρω για να προταθούν προστατευτικές δικλείδες και όρια στην χρήση της Ποσοτικής Χαλάρωσης μελλοντικά.

## BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Κυρίκος, Δ.**, 2015. Μακροοικονομική ανάλυση και πολιτική.
- Altavilla, C.**, Brugnolini, L., Gürkaynak, R.S., Motto, R. and Ragusa, G., 2019. Measuring euro area monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 108, pp.162-179.
- Banerjee, R.** and Hofmann, B., 2018. The rise of zombie firms: causes and consequences. *BIS Quarterly Review* Spetember.
- Bernanke, B.S.**, 2020. The new tools of monetary policy. *American Economic Review*, 110(4), pp.943-83.
- Campbell, J.R.**, Evans, C.L., Fisher, J.D., Justiniano, A., Calomiris, C.W. and Woodford, M., 2012. Macroeconomic effects of federal reserve forward guidance [with comments and discussion]. *Brookings papers on economic activity*, pp.1-80.
- Carroll, C.**, Slacalek, J., Tokuoka, K. and White, M.N., 2017. The distribution of wealth and the marginal propensity to consume. *Quantitative Economics*, 8(3), pp.977-1020.
- Casiraghi, M.**, Gaiotti, E., Rodano, L. and Secchi, A., 2018. A “Reverse Robin Hood”? The distributional implications of non-standard monetary policy for Italian households. *Journal of International Money and Finance*, 85, pp.215-235.
- Claeys, P.** and Vašíček, B., 2014. Measuring bilateral spillover and testing contagion on sovereign bond markets in Europe. *Journal of Banking & Finance*, 46, pp.151-165.
- Coeuré, B.**, 2019. The local impact of the ECB’s monetary policy. European Central Bank.
- Demiralp, S.**, Eisenschmidt, J. and Vlassopoulos, T., 2021. Negative interest rates, excess liquidity and retail deposits: Banks’ reaction to unconventional monetary policy in the euro area. *European Economic Review*, 136, p.103745.
- Eggertsson, G.B.** and Woodford, M., 2003. Optimal monetary policy in a liquidity trap.
- Eser, F.**, Lemke, W., Nyholm, K., Radde, S. and Vladu, A., 2019. Tracing the impact of the ECB’s asset purchase programme on the yield curve.

- European Central Bank** (2020). Financial Stability Review.
- Hubert**, P. and Labondance, F., 2018. The effect of ECB forward guidance on the term structure of interest rates. 56th issue (December 2018) of the International Journal of Central Banking.
- IMF** Dell’Ariccia, G., Haksar, V., Mancini-Griffoli, T., Eckhold, K., Gray, S., Han, F., Hong, G.H., Lundback, E., Oura, H., Poirson, H. and Rabanal, P., 2017. Negative interest rate policies—Initial experiences and assessments. IMF Policy Paper, International Monetary Fund, Washington, DC.
- IMF** Roache, M.S.K. and Rousset, M.M.V., 2013. Unconventional monetary policy and asset price risk. International Monetary Fund.
- Ito**, T. and Mishkin, F., 2006. Two Decades of Japanese Policy and Deflation Problem.
- Kuhn**, M., Schularick, M. and Steins, U.I., 2020. Income and wealth inequality in america, 1949–2016. *Journal of Political Economy*, 128(9), pp.3469-3519.
- Macchiarelli**, C., GERBA, E. and DIESSNER, S., 2019. The ECB’s unfinished business: challenges ahead for EMU monetary and fiscal policy architecture. European Union.
- Moessner**, R. and Allen, W.A., 2010. Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008-2009.
- Saka**, O., 2020. Domestic banks as lightning rods? home bias and information during the eurozone crisis. *Journal of Money, Credit and Banking*, 52(S1), pp.273-305.
- Ugai**, H., 2007. Effects of the quantitative easing policy: A survey of empirical analyses. *Monetary and economic studies-Bank of Japan*, 25(1), p.1.
- Woodford**, M., 2012. Methods of policy accommodation at the interest-rate lower bound.