

4ο Πανελλήνιο Συνέδριο Διεθνούς Πολιτικής Οικονομίας

Ομιλία Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, κ. Γιάννη Στουρνάρα

‘Διδάγματα από την εμπειρία της παρατεταμένης περιόδου μηδενικών επιτοκίων και των μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής’

28 Μαρτίου 2024

A. Εισαγωγικές παρατηρήσεις

- Οι κεντρικές τράπεζες τα τελευταία 15 χρόνια βρέθηκαν αντιμέτωπες με σημαντικές προκλήσεις: παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, κρίση δημόσιου χρέους στη ζώνη του ευρώ, παρατεταμένη περίοδος πολύ χαμηλού πληθωρισμού, πανδημία, γεωπολιτικές κρίσεις, παράλληλα με μια σειρά διαταραχών από την πλευρά της προσφοράς. Όλες αυτές οι εξελίξεις έχουν επηρεάσει τον πληθωρισμό και την οικονομική δραστηριότητα, αλλά καθεμία με διαφορετικό τρόπο.
- Όπως θα υποστηρίξω στη συνέχεια, τα μέτρα νομισματικής πολιτικής που υιοθέτησε η ΕΚΤ κατά την περίοδο αυτή – συμπεριλαμβανομένης της μείωσης του επιτοκίου πολιτικής σε αρνητικά επίπεδα, στα οποία παρέμεινε επί μια οκταετία – συνέβαλαν σε μια διαρκή πρόοδο προς τη σταθερότητα των τιμών, ενώ ταυτόχρονα διασφάλισαν τη

χρηματοπιστωτική σταθερότητα και στήριξαν την οικονομική ευημερία.

- Από την άλλη πλευρά όμως, η πολιτική αυτή είχε και δυνητικές ανεπιθύμητες συνέπειες, που επίσης έπρεπε να ληφθούν υπόψη. Με την πάροδο του χρόνου, τα χαμηλά επιτόκια και τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής είναι δυνατόν να οδηγήσουν σε υπερβολική μόχλευση και να προκαλέσουν βραχυχρόνιες δυσλειτουργίες στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Επιπλέον, όπως είδαμε πρόσφατα, η μεταστροφή της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής, με σκοπό την καταπολέμηση του πληθωρισμού, μπορεί να προκαλέσει ζημίες στις κεντρικές τράπεζες, γιατί οι υποχρεώσεις τους βαρύνονται με υψηλότερα επιτόκια, ενώ τα στοιχεία ενεργητικού τους έχουν “κλειδώσει” χαμηλές αποδόσεις. Το ερώτημα είναι: Υπονομεύουν αυτές οι ζημίες την ικανότητα των κεντρικών τραπεζών να εφαρμόζουν τους ενδεδειγμένους κανόνες νομισματικής πολιτικής; Θέτουν σε κίνδυνο την ανεξαρτησία τους; Όπως θα εξηγήσω στη συνέχεια, η απάντηση σ’ αυτό το ερώτημα είναι αρνητική.
- Ωστόσο, έχουμε αντλήσει σημαντικά διδάγματα από την πρόσφατη εμπειρία. Οι πολιτικές μας (μικροπροληπτική, μακροπροληπτική, διαχείρισης τραπεζικών κρίσεων) έχουν ενισχυθεί – ιδίως με μέτρα για τη δημιουργία και την ενδυνάμωση της Τραπεζικής Ένωσης – καθιστώντας το χρηματοπιστωτικό σύστημα πιο ανθεκτικό στις μελλοντικές προκλήσεις.

B. Το σκεπτικό της πολιτικής αρνητικών επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ

- Κατ' αρχάς θα ήθελα να αναφερθώ στους παράγοντες που δικαιολογούσαν την υιοθέτηση διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ για περισσότερο από μια δεκαετία – δηλαδή πριν από την πρόσφατη αύξηση του πληθωρισμού.
- Η αρχιτεκτονική της ζώνης του ευρώ, σύμφωνα με τον αρχικό σχεδιασμό της, δεν προέβλεπε κατάλληλα εργαλεία για την αποτελεσματική διαχείριση σοβαρών μακροοικονομικών κρίσεων, όπως αυτές που εκτυλίχθηκαν το 2008, με το ξέσπασμα της μεγάλης χρηματοπιστωτικής κρίσης, και το 2010, με την κρίση δημόσιου χρέους στη ζώνη του ευρώ. Η νομισματική μας ένωση δεν διέθετε εργαλεία διαχείρισης τραπεζικών κρίσεων και εξυγίανσης πιστωτικών ιδρυμάτων και η τραπεζική ένωση βρισκόταν ακόμη στα πρώτα της βήματα. Ως εκ τούτου, οι ενέργειες που αναλήφθηκαν ως απάντηση στις κρίσεις περιλάμβαναν όχι μόνο τη λήψη δραστικών μέτρων, αλλά και τη δημιουργία νέων μηχανισμών, μια διαδικασία που βρίσκεται ακόμη σε εξέλιξη.
- Όσον αφορά τη νομισματική πολιτική, η πτώση του γενικού επιπέδου των τιμών και του ρυθμού ανάπτυξης καθιστούσε αναγκαία τη σημαντική χαλάρωσή της, προκειμένου να αναχαιτιστούν οι αποπληθωριστικές πιέσεις, να αποτραπεί μια κατάσταση πιστωτικής ασφυξίας και να αποφευχθεί η επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας.

- Η ΕΚΤ ανέπτυξε τολμηρά συμβατικά και μη συμβατικά μέτρα, έτσι ώστε να κατευθύνει τον πληθωρισμό στο στόχο του 2% μεσοπρόθεσμα, καθώς και να διαφυλάξει τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ζώνης του ευρώ.
- Μεταξύ 2008 και 2019, το Διοικητικό Συμβούλιο προέβη σε δραστικές μειώσεις των βασικών επιτοκίων πολιτικής της ΕΚΤ,^[1] διαμορφώνοντας σταδιακά το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης σε μηδενικό επίπεδο [το Μάρτιο του 2016] και καθορίζοντας αρνητικό επιτόκιο [τον Ιούνιο του 2014] στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, μέσω της οποίας οι εμπορικές τράπεζες καταθέτουν την πλεονάζουσα ρευστότητά τους στην κεντρική τράπεζα. Η μείωση των επιτοκίων ήταν αναγκαία προκειμένου να μειωθεί το κόστος χρηματοδότησης, να ενθαρρυνθεί η επενδυτική και καταναλωτική δαπάνη, να ενισχυθεί η οικονομική ανάπτυξη και να συγκρατηθούν οι προς τα κάτω αποκλίσεις του πληθωρισμού από το στόχο της ΕΚΤ. Η μείωση του επιτοκίου της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων σε αρνητικά επίπεδα είχε καθοριστική σημασία, καθώς ενθάρρυνε τις τράπεζες να αυξήσουν την προσφορά πιστώσεων προς την οικονομία. Ταυτόχρονα, το αυξημένο κόστος για τις τράπεζες από την τήρηση της πλεονάζουσας ρευστότητάς τους στην κεντρική τράπεζα μετριάστηκε σε κάποιο βαθμό με την υιοθέτηση συστήματος δύο βαθμίδων [το Σεπτέμβριο του 2019], σύμφωνα με το οποίο ένα μέρος από τα πλεονάζοντα αποθεματικά των τραπεζών εξαιρέθηκε από την εφαρμογή αρνητικού επιτοκίου.

- Ωστόσο, καθώς τα επιτόκια πολιτικής βρίσκονταν κοντά στο μηδενικό κατώτατο όριο (zero lower bound), είχαν ουσιαστικά εξαντληθεί τα περιθώρια περαιτέρω μείωσής τους για την αντιμετώπιση του χαμηλού πληθωρισμού. Για να αποτραπεί ο κίνδυνος μιας δίτης αποπληθωρισμού, κρίθηκε αναγκαία η λήψη πρόσθετων τολμηρών μέτρων κατά την περίοδο 2010-2021, προκειμένου να επηρεαστούν οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες στη ζώνη του ευρώ.
- Τα μέτρα αυτά διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες:
- Η πρώτη κατηγορία περιλάμβανε τη χορήγηση άφθονης ρευστότητας^[2] στις τράπεζες (με μεγαλύτερο διάστημα αποπληρωμής και με εγγύηση ένα διευρυμένο σύνολο αποδεκτών εξασφαλίσεων). Οι στοχευμένες πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO)^[3] σχεδιάστηκαν ειδικά για να στηρίξουν τον τραπεζικό δανεισμό προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Οι πράξεις αυτές στήριξαν τη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών, υπό συνθήκες αυξημένου πιστωτικού κινδύνου αντισυμβαλλομένου και αυξημένου κατακερματισμού των αγορών.
- Η δεύτερη κατηγορία μέτρων περιλάμβανε μεγάλης κλίμακας αγορές^[4] τίτλων του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα στη ζώνη του ευρώ.
- Από τα τέλη του 2014, η ΕΚΤ ξεκίνησε προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης (QE) [συγκεκριμένα το APP^[5] και αργότερα το PEPP^[6]]. Οι αγορές τίτλων μείωσαν τα επιτόκια μηδενικού κινδύνου, συμπίεσαν

τα ασφάλιστρα κινδύνου που ενσωματώνονται στις τιμές των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων σε όλο το φάσμα της καμπύλης αποδόσεων και ενθάρρυναν τις τράπεζες να στραφούν προς τη χορήγηση δανείων σε νοικοκυριά και επιχειρήσεις. Έτσι, τα προγράμματα αγοράς στήριξαν την ομαλή λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής και την πρόοδο προς την επίτευξη του στόχου μας για τον πληθωρισμό.

- Αποτέλεσμα ήταν να βελτιωθούν σημαντικά οι συνθήκες χρηματοδότησης, επηρεάζοντας θετικά τις μακροοικονομικές επιδόσεις. Σημειώνεται σχετικά ότι ποικίλες μελέτες^[7] διαπιστώνουν ότι η πολιτική αρνητικών επιτοκίων είχε θετική επίδραση στη χορήγηση δανείων προς τις επιχειρήσεις. Παράλληλα, οι ευνοϊκές επιδράσεις των χαμηλών επιτοκίων στην οικονομική δραστηριότητα οδήγησαν σε μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, σε αύξηση των τιμών των ακινήτων και σε μείωση των προβλέψεων των τραπεζών για τον πιστωτικό κίνδυνο.
- Αν δεν υπήρχαν αυτά τα συμβατικά και μη συμβατικά μέτρα, τα οποία αλληλοενισχύονταν, ο πληθωρισμός και ο ρυθμός ανάπτυξης θα ήταν σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα και η ανθεκτικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος θα είχε υπονομευθεί. Όπως είπε και ο Μάριο Ντράγκι το 2016, “αν δεν είχαμε αναλάβει δράση τα τελευταία χρόνια, θα είχαμε οδηγηθεί σε έναν καταστροφικό αποπληθωρισμό”.^[8]

- Σύμφωνα με εκτιμήσεις της ΕΚΤ^[9] με βάση ένα υποθετικό σενάριο χωρίς τη λήψη των μη συμβατικών μέτρων, ο πληθωρισμός θα ήταν κατά 0,3-0,5 της ποσοστιαίας μονάδας χαμηλότερος ετησίως την περίοδο 2015-2019, ενώ το πραγματικό ΑΕΠ θα ήταν μεταξύ 2,5-3,0 ποσ. μον. χαμηλότερο από το επίπεδο που παρατηρήθηκε στο τέλος του 2019.
- Συνολικά, η σημαντική χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ έχει αμβλύνει σε μεγάλο βαθμό τις αρνητικές επιπτώσεις μιας σειράς διαταραχών στην οικονομία. Κατόρθωσε να αποτρέψει τον αποπληθωρισμό και την ύφεση, ενώ παράλληλα ενίσχυσε τη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Πράγματι, το χρηματοπιστωτικό σύστημα της ζώνης του ευρώ αναδύθηκε από την κρίση πολύ ισχυρότερο από ό,τι ήταν προηγουμένως.

Γ. Συνέπειες για το χρηματοπιστωτικό σύστημα στη ζώνη του ευρώ

- Όσον αφορά τις επιδράσεις που είχε στο χρηματοπιστωτικό σύστημα το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων, θα ήθελα να επισημάνω τα εξής:
- Μια πολύ σημαντική συμβολή των μέτρων νομισματικής πολιτικής, συμπεριλαμβανομένων των χαμηλών επιτοκίων κατά τα προηγούμενα έτη, ήταν η διαφύλαξη της μακροοικονομικής σταθερότητας. Ένα σταθερό μακροοικονομικό περιβάλλον είναι καίριας σημασίας για την ομαλή λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

- Επιπροσθέτως, τα μέτρα χαλάρωσης κατόρθωσαν να ενισχύσουν το δίαυλο τραπεζικών χορηγήσεων και να μετριάσουν τις δυσλειτουργίες του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, περιορίζοντας τον κίνδυνο αναχρηματοδότησης και το κόστος εξυπηρέτησης του χρέους των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών.
 - Επιτυγχάνοντας κατάλληλη ισορροπία ανάμεσα στην ανάγκη να καταπολεμηθεί ο χαμηλός πληθωρισμός και στην ανάγκη να στηριχθεί η ανάπτυξη, η ΕΚΤ κατόρθωσε να αποτρέψει μια παρατεταμένη μακροοικονομική κρίση στη ζώνη του ευρώ, αλλά ταυτόχρονα και την κλιμάκωση των εντάσεων στο χρηματοπιστωτικό τομέα.
 - Η χορήγηση άφθονης ρευστότητας από τις κεντρικές τράπεζες προς το χρηματοπιστωτικό σύστημα άμβλυσε τις βραχυχρόνιες χρηματοδοτικές δυσχέρειες των τραπεζών, οι οποίες, εάν δεν αντιμετώπιζονταν, θα μπορούσαν να δημιουργήσουν στενότητα ρευστότητας και να θέσουν σε κίνδυνο τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.
 - Ωστόσο, μέτρα αυτής της έκτασης δυνητικά συνεπάγονται κόστος ή παρενέργειες για τις τράπεζες, όπως θα εξηγήσω στη συνέχεια:
1. *Παρενέργειες από την άσκηση επεκτατικής νομισματικής πολιτικής σε ένα περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων.* Δεδομένου ότι τα επιτόκια καταθέσεων υπόκεινται σε ένα μηδενικό κατώτατο όριο,[\[10\]](#) η

μείωση του επιτοκίου πολιτικής συνεπάγεται μικρότερο επιτοκιακό περιθώριο των τραπεζών και μειώνει την καθαρή θέση τους. Αυτή η μείωση της καθαρής θέσης των τραπεζών με τη σειρά της μπορεί να οδηγήσει σε: α) συρρίκνωση της προσφοράς δανείων, καθώς οι τράπεζες προσπαθούν να συμμορφωθούν με τους εποπτικούς δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, β) χαλάρωση των πιστοδοτικών κριτηρίων και γ) αναζήτηση αποδόσεων.

2. *Με σταθερούς τους λοιπούς παράγοντες, το παρατεταμένο περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων επηρέασε αρνητικά την κερδοφορία των τραπεζών και απείλησε τη βιωσιμότητα του επιχειρηματικού τους μοντέλου.* Το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων που επικρατούσε τα προηγούμενα έτη έθετε προκλήσεις για τις τράπεζες και είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση της κερδοφορίας τους, ιδίως για τα μικρότερα ιδρύματα. Τα καθαρά έσοδα από τόκους αποτελούν τη σημαντικότερη πηγή εισοδήματος για τις τράπεζες (και κυρίως για εκείνες που λειτουργούν σύμφωνα με ένα παραδοσιακό επιχειρηματικό μοντέλο) και οι αδύναμες προοπτικές κερδοφορίας τους επηρέασαν τις αποτιμήσεις των μετοχών τους στην αγορά. Οι τιμές των μετοχών των ευρωπαϊκών τραπεζών ήταν επί πολύ καιρό σημαντικά χαμηλότερες από τη λογιστική τους αξία, ιδίως σε σύγκριση με τις τραπεζικές μετοχές των ΗΠΑ.

3. *Η άφθονη ρευστότητα, σε συνδυασμό με το χαμηλό κόστος χρηματοδότησης για παρατεταμένη περίοδο, αύξησε τη μόχλευση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών.* Η αυξημένη μόχλευση, όταν συνοδεύεται από χαλάρωση των

πιστοδοτικών κριτηρίων, μπορεί να ενισχύσει τον αντίκτυπο της επιδείνωσης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, καθώς και του αυξημένου κόστους χρηματοδότησης, στην ποιότητα των στοιχείων ενεργητικού των τραπεζών κατά την τρέχουσα συγκυρία περιοριστικής νομισματικής πολιτικής και επιβράδυνσης της ανάπτυξης.

4. *Το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων ώθησε τόσο τους επενδυτές όσο και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να αναζητήσουν υψηλότερες αποδόσεις, με αποτέλεσμα να μειωθούν τα ασφάλιστρα πιστωτικού κινδύνου και να αυξηθούν οι ασυμφωνίες ληκτότητας απαιτήσεων-υποχρεώσεων.* Η συμπίεση των ασφαλίσεων κινδύνου ήταν δυνατόν να ενθαρρύνει περαιτέρω τη μόχλευση, να εμποδίσει την αποτελεσματική κατανομή των χρηματοδοτικών πόρων και να μετριάσει τη “δημιουργική καταστροφή” (*creative destruction*) με τη μορφή πτωχεύσεων και αναδιαρθρώσεων στον επιχειρηματικό τομέα. Πρόσφατα στοιχεία σε πολλές χώρες δείχνουν αύξηση των περιπτώσεων αφερεγγυότητας και πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων σε συνδυασμό με την πανδημία και τα μέτρα στήριξης έναντι της ενεργειακής κρίσης εμπόδισαν την έξοδο των λεγόμενων επιχειρήσεων “ζόμπι” από την αγορά.
5. *Ο μη τραπεζικός χρηματοπιστωτικός τομέας αυξήθηκε σημαντικά τόσο σε μέγεθος όσο και σε σπουδαιότητα.* Ομοίως, η άφθονη ρευστότητα και η αναζήτηση αποδόσεων εκ μέρους των επενδυτών

συνέβαλαν στην ανάπτυξη του μη τραπεζικού χρηματοπιστωτικού τομέα και στην αύξηση της μόχλευσής του, με αποτέλεσμα να αυξηθεί ο κίνδυνος μετάδοσης διαταραχών (contagion risk). Ως γνωστόν, ο μη τραπεζικός χρηματοπιστωτικός τομέας δεν υπόκειται σε τόσο αυστηρό θεσμικό και εποπτικό πλαίσιο όσο ο τραπεζικός τομέας, γι' αυτό και είναι δυνατόν να δημιουργηθούν θύλακες ευπάθειας εντός αυτού.

6. *Η υπερτίμηση των πραγματικών και χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού μετατρέπεται σε συστημικό κίνδυνο, ο οποίος όμως μπορεί να μετριαστεί με κατάλληλα εποπτικά και μακροπροληπτικά μέτρα.* Πρώτον, αυξάνεται η πιθανότητα και η ένταση απότομων και εκτεταμένων διορθώσεων στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Δεύτερον, ο κίνδυνος μετάδοσης και ο κίνδυνος συγκέντρωσης είναι δυνατόν να ενισχύσουν τη μετάδοση των διαταραχών, ιδίως όσον αφορά την έκθεση στον τομέα των οικιστικών και επαγγελματικών ακινήτων.
- Πάντως, θα πρέπει να τονιστεί ότι μια σειρά μέτρων νομισματικής πολιτικής που εφαρμόστηκαν από τις νομισματικές αρχές βοήθησαν ώστε να μετριαστούν οι επιπτώσεις του περιβάλλοντος χαμηλών επιτοκίων για τον τραπεζικό τομέα. Παραδείγματα αποτελούν η καθιέρωση συστήματος δύο βαθμίδων για τον εκτοκισμό των πλεοναζόντων αποθεματικών των πιστωτικών ιδρυμάτων (πέραν των υποχρεωτικών αποθεματικών), η εφαρμογή αρνητικού επιτοκίου στις πράξεις TLTRO συναρτώμενου με την επίτευξη στόχων χορήγησης

δανείων και η σημαντική διεύρυνση του φάσματος των αποδεκτών εξασφαλίσεων.

- Επιπλέον, η κερδοφορία των τραπεζών επηρεάστηκε ευνοϊκά από την αύξηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων τους και από το βελτιωμένο μακροοικονομικό περιβάλλον. Χωρίς τα μέτρα διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής, οι εξελίξεις θα ήταν πολύ διαφορετικές. Αν είχε παραμείνει στάσιμη η οικονομική δραστηριότητα, ο τραπεζικός δανεισμός και η εξυπηρέτηση των δανείων θα είχαν επηρεαστεί σημαντικά, με δυσμενείς επιπτώσεις στα έσοδα των τραπεζών και στο κόστος του πιστωτικού κινδύνου. Αυτό ισχύει και για τον μη τραπεζικό χρηματοπιστωτικό τομέα.
- Οι αρχές έλαβαν επίσης σειρά μέτρων για να ενισχύσουν την εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα στη ζώνη του ευρώ, ιδίως με τη δημιουργία της (ατελούς ακόμη) Τραπεζικής Ένωσης, με τον Ενιαίο Εποπτικό Μηχανισμό και το Ενιαίο Μηχανισμό Εξυγίανσης στον πυρήνα της. Ως εκ τούτου, η ανθεκτικότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα στη ζώνη του ευρώ έχει βελτιωθεί σημαντικά και παρέχει ένα ανάχωμα σε τυχόν μελλοντικά επεισόδια κρίσης.

Δ. Συνέπειες για την κερδοφορία των κεντρικών τραπεζών

- Τα δύο τελευταία χρόνια, η κερδοφορία των κεντρικών τραπεζών δέχθηκε πλήγμα, προκαλώντας ορισμένες ανησυχίες ότι πιθανόν τίθεται σε κίνδυνο η ικανότητα των κεντρικών τραπεζών να εκπληρώνουν την αποστολή τους.

- Το ερώτημα είναι: Η καταγραφή ζημιών από τις κεντρικές τράπεζες, έστω και πρόσκαιρη, απειλεί την ανεξαρτησία τους και περιορίζει την ικανότητά τους να ασκήσουν πολιτική κατά το προσεχές διάστημα;
- Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι οι κεντρικές τράπεζες είναι θεσμικά όργανα δημόσιου χαρακτήρα με συγκεκριμένη αποστολή και δεν επιδιώκουν το κέρδος.
- Ο πρωταρχικός σκοπός μας είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Οι πρόσφατες ζημίες είναι παρενέργεια των πολιτικών που εφαρμόσαμε τα προηγούμενα χρόνια για να επαναφέρουμε τον πληθωρισμό στο στόχο μας. Οι ζημίες αυτές δεν θέτουν σε κίνδυνο την ικανότητά μας να εκπληρώνουμε την αποστολή μας.
- Συνεπώς, η ανεξαρτησία μας δεν επηρεάζεται από τις ζημίες, καθώς αυτές εν μέρει καλύφθηκαν από τα κέρδη προηγούμενων χρήσεων και θα αντισταθμιστούν από κέρδη μελλοντικών ετών.
- Όπως είπε και η Πρόεδρος Λαγκάρντ,^[11] οι κεντρικές τράπεζες εξ ορισμού ούτε μπορούν να χρεοκοπήσουν ούτε να εξαντληθούν τα διαθέσιμά τους.
- Στην περίπτωση της ΕΚΤ και άλλων κεντρικών τραπεζών, οι ζημίες θα είναι πρόσκαιρες και σημαντικά χαμηλότερες από το δυνητικό μακροοικονομικό κόστος που θα προέκυπτε αν δεν είχαμε αντιμετωπίσει αποφασιστικά τις προκλήσεις για τη σταθερότητα των τιμών και τους κινδύνους ύφεσης.

Ε. Συμπεράσματα και διδάγματα

- Η εμπειρία που αποκτήθηκε από τις προηγούμενες κρίσεις ήταν εξαιρετικά πολύτιμη.
- Η νομισματική πολιτική πρέπει να παραμείνει συνετή ώστε να είναι σε θέση να αντιμετωπίσει πιθανές μελλοντικές διαταράξεις της σταθερότητας των τιμών, οποιασδήποτε φύσης και κατεύθυνσης.
- Η άσκηση νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ πρέπει να λαμβάνει υπόψη τους εξής παράγοντες

–Η θεσμική αρχιτεκτονική της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι ακόμη ατελής σε διάφορους τομείς, όπως ιδίως η Τραπεζική Ένωση και η θέσπιση πλαισίου για τη διαχείριση τραπεζικών κρίσεων και την εγγύηση των καταθέσεων.

–Τα διδάγματα που αντλήθηκαν από τις προηγηθείσες κρίσεις: η νομισματική πολιτική πρέπει να παραμένει ευέλικτη, ώστε να διασφαλίζει τη ομαλή μετάδοσή της στη ζώνη του ευρώ.

–Το τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ παραμένει κατακερματισμένο μεταξύ και εντός των χωρών. Η νομισματική πολιτική μπορεί να διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στον περιορισμό του κινδύνου δυσμενών εξελίξεων στις αγορές και των συναφών κινδύνων κατακερματισμού, συμβάλλοντας έτσι στη διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

–Η αβεβαιότητα παραμένει εξαιρετικά υψηλή, υπό την επίδραση των δυσμενών διεθνών και γεωπολιτικών εξελίξεων.

- Δύο βασικές αρχές θα πρέπει να αποτελούν γνώμονα των ενεργειών μας: ο ρεαλισμός και η σταδιακή προσέγγιση.
- Η αντίδραση της νομισματικής πολιτικής στις νέες περιστάσεις θα πρέπει να βασίζεται στα διαθέσιμα οικονομικά στοιχεία (data-dependent) και στις εκάστοτε συνθήκες (state-dependent). Με άλλα λόγια, η αξιολόγηση σύμφωνα με την οποία θα αποφασίζουμε τα επόμενα βήματα θα πρέπει να είναι συνεχής και διεξοδική.
- Οι όποιες προσαρμογές στην άσκηση νομισματικής πολιτικής πρέπει να ακολουθούν μια σταδιακή προσέγγιση ώστε να μην προκαλούν ανεπιθύμητες διακυμάνσεις στις αγορές. Αυτό ισχύει όχι μόνο για τις αποφάσεις περί επιτοκίων, αλλά και για εξελίξεις που σχετίζονται με το αποτύπωμα της κεντρικής τράπεζας στις αγορές (δηλ. το μέγεθος του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος).
- Το λειτουργικό πλαίσιο της νομισματικής πολιτικής, το οποίο τελεί υπό αναθεώρηση από την ΕΚΤ, θα στηρίζει την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής και θα λαμβάνει υπόψη την εμπειρία που έχουμε αποκτήσει μέχρι τώρα.
- Έχει σημειωθεί σημαντική πρόοδος στη μείωση του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ (ο πληθωρισμός τον Οκτώβριο του 2022 είχε κορυφωθεί σε 10,6%, ενώ τον Ιανουάριο του 2024 διαμορφώθηκε σε 2,8%). Αυτή η πρόοδος έχει επιτευχθεί χωρίς να προκληθεί ύφεση ή

χρηματοπιστωτική αστάθεια, υποδηλώνοντας μια “ομαλή προσγείωση”.

- Ωστόσο, η μάχη με τον πληθωρισμό δεν έχει κερδηθεί ακόμη, ενώ η αβεβαιότητα είναι πολύ υψηλή. Η ΕΚΤ θα προχωρήσει με προσεκτικά βήματα προκειμένου να μην τεθεί σε κίνδυνο η πρόοδος που έχει επιτευχθεί μέχρι τώρα. Είναι αλήθεια ότι, σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία, ο πληθωρισμός αποκλιμακώνεται ταχύτερα σε σύγκριση με τις μακροοικονομικές προβολές του Δεκεμβρίου και είναι πολύ πιθανό να φθάσουμε πολύ κοντά στον στόχο μας για πληθωρισμό 2% το φθινόπωρο του τρέχοντος έτους.
- Επίσης, η πρόσφατη ελαφρά επιβράδυνση των μισθολογικών αυξήσεων είναι ενθαρρυντική και πολλά θα εξαρτηθούν από την εξέλιξη των περιθωρίων κέρδους, καθώς οι εξελίξεις στο συνολικό κόστος, συμπεριλαμβανομένου του ενεργειακού κόστους, υποδηλώνουν περαιτέρω εξασθένηση των πληθωριστικών πιέσεων βραχυπρόθεσμα.
- Κατά τη γνώμη μου, το τέλος του πρώτου εξαμήνου του 2024 θα ήταν ίσως ο πιο κατάλληλος χρόνος για την πρώτη μείωση των επιτοκίων μας, εφόσον βεβαίως τα εισερχόμενα δεδομένα δεν αλλάξουν την εικόνα που μόλις περιέγραψα.
- Τα ζητήματα χρηματοπιστωτικής σταθερότητας πρέπει να συνεχίσουν να λαμβάνονται υπόψη από τους φορείς χάραξης νομισματικής

πολιτικής κατά τη λήψη αποφάσεων στο πλαίσιο της επιδίωξης της σταθερότητας των τιμών.

- Η άποψη αυτή αντανακλάται στην επανεξέταση της στρατηγικής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ το 2021, όπου αναγνωρίστηκε ότι η χρηματοπιστωτική σταθερότητα αποτελεί προϋπόθεση για τη σταθερότητα των τιμών και αντιστρόφως. Πράγματι, στο πλαίσιο της επανεξέτασης της στρατηγικής μας, αξιολογήσαμε ότι η δέσμη συμβατικών και μη συμβατικών εργαλείων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ που εφαρμόστηκε στο περιβάλλον χαμηλού πληθωρισμού (και περιλάμβανε αρνητικά επιτόκια, προγράμματα αγοράς τίτλων και πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης) ήταν αποτελεσματική όσον αφορά τη σύγκλιση του πληθωρισμού προς τον καθορισμένο στόχο, ενώ παράλληλα στήριξε την άνοδο του προϊόντος και της απασχόλησης.
- Στο Διοικητικό Συμβούλιο, εφαρμόζουμε την κατάλληλη κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής μετά από προσεκτική επιλογή, σχεδιασμό και βαθμονόμηση των εργαλείων μας, τόσο μεμονωμένα όσο και συνδυαστικά. Παραμένουμε σε επαγρύπνηση ώστε να διαχειριστούμε πιθανούς κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα που ενδέχεται να συνοδεύουν τα μέτρα μας.
- Αξίζει να σημειωθεί ότι δεν παρατηρήθηκε σημαντική απότομη ανατιμολόγηση στις χρηματοπιστωτικές αγορές κατά την περίοδο των χαμηλών επιτοκίων. Τα δύο τελευταία χρόνια, κατά τα οποία προχωρήσαμε σε σταδιακή και προσεκτική απόσυρση των μέτρων

νομισματικής χαλάρωσης και σε δραστική αύξηση των επιτοκίων πολιτικής μας, ο κίνδυνος έντονων διορθώσεων στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων δεν έχει υλοποιηθεί.

- Παράλληλα, η μακροπροληπτική και η εποπτική πολιτική άμβλυναν τους κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και έτσι ενίσχυσαν την ανθεκτικότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα. Με αυτό τον τρόπο υποβοήθησαν την ομαλή μετάδοση της νομισματικής πολιτικής και συνέβαλαν στη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα.

- Ας περάσουμε τώρα στα διδάγματα που αντλήθηκαν για τις τράπεζες:

–Η συνετή διαχείριση κινδύνων είναι υψίστης σημασίας ως πρώτη γραμμή άμυνας. Τα γενεσιουργά αίτια των πιο πρόσφατων επεισοδίων τραπεζικών κρίσεων (π.χ. Silicon Valley Bank, First Republic Bank, Credit Suisse) εντοπίζονται σε ανεπάρκειες στη διαχείριση κινδύνων, όσον αφορά το μίγμα προϊόντων, τον κίνδυνο συγκέντρωσης, την αναζήτηση αποδόσεων, τις ασυμφωνίες ληκτότητας απαιτήσεων-υποχρεώσεων κ.λπ.

–Παράλληλα, θα πρέπει να επισημανθεί ότι τα πιο πρόσφατα επεισόδια πτωχεύσεων μεμονωμένων τραπεζών στις ΗΠΑ και στην Ελβετία δεν εξελίχθηκαν σε συστημικές κρίσεις, και αυτό χάρη στην ύπαρξη ολοκληρωμένης τραπεζικής ένωσης σε καθεμία από αυτές τις χώρες. Στην περίπτωση των δύο αμερικανικών τραπεζών, οι δηλώσεις αξιωματούχων του υπουργείου οικονομικών των ΗΠΑ ότι όλες οι

καταθέσεις των εν λόγω τραπεζών θα αποζημιωθούν στο ακέραιο συνέβαλαν αποφασιστικά στον τερματισμό της κρίσης.

–Βραχυπρόθεσμη προσέγγιση σε αντιδιαστολή με τη βιωσιμότητα των επιχειρηματικών μοντέλων των τραπεζών. Οι μυωπικές στρατηγικές επιδεινώνουν τις επιπτώσεις των ανεπαρκειών στη διαχείριση κινδύνων, με καταστροφικές συνέπειες. Η αξιολόγηση των επιχειρηματικών μοντέλων των τραπεζών θα πρέπει να αποτελεί αναπόσπαστο μέρος της προληπτικής εποπτείας, ενώ θα πρέπει να ενθαρρύνονται τα εποπτικά μέτρα έγκαιρης παρέμβασης.

–Με βάση την εμπειρία του παρελθόντος, έχουν καταστεί εμφανή τα πλεονεκτήματα της δημιουργίας κατάλληλου μακροπροληπτικού χώρου σε μια περίοδο διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής. Η πανδημία ανέδειξε τη σημασία της δημιουργίας μακροπροληπτικών κεφαλαιακών αποθεμάτων ασφαλείας, τα οποία μπορούν να αποδεσμεύονται σε περίπτωση απρόβλεπτων διαταραχών με σκοπό την άμβλυση των επιπτώσεων στο χρηματοπιστωτικό τομέα και στην πραγματική οικονομία. Επιπλέον, τα μακροπροληπτικά κεφαλαιακά αποθέματα ασφαλείας και τα μέτρα που εφαρμόζονται σε επίπεδο δανειολήπτη είναι δυνατόν να μετριάσουν τις επιδράσεις της διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής στον πιστωτικό και χρηματοπιστωτικό κύκλο, καθώς και να ενισχύσουν την ανθεκτικότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα.

–Τέλος, η ενίσχυση του πλαισίου διαχείρισης κρίσεων στη ζώνη του ευρώ σε συνδυασμό με την ολοκλήρωση της Τραπεζικής Ένωσης

(μέσω της δημιουργίας και του Ευρωπαϊκού Συστήματος Ασφάλισης Καταθέσεων) θα αυξήσει την ετοιμότητα απέναντι σε τραπεζικές κρίσεις. Μέχρι στιγμής, ο τραπεζικός τομέας της ΕΕ φαίνεται να έχει αντεπεξέλθει ικανοποιητικά στις πολλαπλές προκλήσεις. Ωστόσο, δεν υπάρχει περιθώριο εφησυχασμού. Οι αρχές θα πρέπει να προετοιμαστούν εγκαίρως για τυχόν δυσμενείς οικονομικές συγκυρίες. Οι προηγούμενες κρίσεις καταδεικνύουν πόσο σημαντική είναι η ενίσχυση του θεσμικού πλαισίου πριν από την επέλευση των κινδύνων.

- Πιστεύω ακράδαντα ότι, όσο περισσότερο προχωρεί η ενοποίηση και αυξάνεται ο συντονισμός των πολιτικών στη Νομισματική Ένωση, με τη δημιουργία μιας πλήρως λειτουργικής Ένωσης Κεφαλαιαγορών και την ολοκλήρωση της Τραπεζικής Ένωσης, την οποία θεωρώ υψίστης σημασίας, τόσο περισσότερο θα ενισχύεται η ανθεκτικότητα της οικονομίας της ζώνης του ευρώ και του χρηματοπιστωτικού της συστήματος σε μελλοντικές διαταραχές και δυσμενείς γεωπολιτικές εξελίξεις. Κάθε βήμα σ' αυτή την πορεία μπορεί να έχει δυσκολίες, αλλά τα οφέλη αξίζουν την προσπάθεια.
- Είναι υψίστης σημασίας να συνειδητοποιήσουμε ότι σε έναν εξαιρετικά αβέβαιο και κατακερματισμένο κόσμο, ο οποίος υφίσταται συνεχείς διαταραχές από την πλευρά της προσφοράς, κυρίως λόγω γεωπολιτικών εντάσεων, το αποτέλεσμα είναι υψηλότερες τιμές παραγωγού και καταναλωτή καθώς και χαμηλότερη παραγωγή και απασχόληση. Η εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία, με τον πόλεμο να

συνεχίζεται επί δύο χρόνια, είχε πολύ σοβαρές επιπτώσεις στην οικονομία της ζώνης του ευρώ: ο πληθωρισμός και τα επιτόκια είναι πολύ υψηλότερα και ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ χαμηλότερος από ό,τι αν δεν είχε συμβεί αυτή η τραγική σύγκρουση, ο πρώτος μεγάλος πόλεμος στην Ευρώπη από το 1945, με εκατοντάδες χιλιάδες αθώα θύματα.

- Αυτή η τεράστια διαταραχή από την πλευρά της προσφοράς που πλήττει έναν καθαρό εισαγωγέα ενέργειας όπως η ζώνη του ευρώ, δείχνει τις δυσκολίες που αντιμετωπίζει η νομισματική πολιτική.. Ακόμη και αν διαθέτει τις επιθυμητές ιδιότητες που προαναφέρθηκαν, η νομισματική πολιτική δεν θα επιτύχει πλήρως και ικανοποιητικά τον σταθεροποιητικό της ρόλο, παρά μόνο αν υποστηριχθεί από κατάλληλες δημοσιονομικές και διαρθρωτικές πολιτικές. Και αφού μιλάμε για τη ζώνη του ευρώ, οφείλω να σας υπενθυμίζω συνεχώς ότι η δημιουργία της Ένωσης Κεφαλαιαγορών, η ολοκλήρωση της Τραπεζικής Ένωσης και συγκεκριμένα βήματα προς μια Δημοσιονομική Ένωση θα αυξήσουν σημαντικά την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής.
- Τέλος, η μεταβλητή που θα καθορίσει σε μεγάλο βαθμό τη βιωσιμότητα όχι μόνο του δημόσιου χρέους αλλά και του ιδιωτικού χρέους, είναι η διαφορά μεταξύ του ονομαστικού έμμεσου επιτοκίου αναχρηματοδότησης του χρέους και του ρυθμού μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ (“snowball effect”). Η διαφορά αυτή ήταν επί σειρά ετών αρνητική, δηλαδή το εν λόγω επιτόκιο ήταν χαμηλότερο από τον

ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης, και συνέβαλλε στη χρηματοοικονομική σταθερότητα του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα. Οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής θα πρέπει να κατανοήσουν τη σημασία αυτής της μεταβλητής και να διασφαλίζουν ότι έχει το σωστό πρόσημο, αν όχι πάντοτε, τουλάχιστον τις περισσότερες φορές. Μια ευνοϊκή διαφορά επιτοκίου-ρυθμού ανάπτυξης μπορεί να βοηθήσει τις οικονομίες μας να παραμείνουν ανθεκτικές κατά τη μετάβαση στη νέα κανονικότητα.

[1] [Επίσης,] Τον Οκτώβριο του 2008 το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε ότι οι πράξεις ανοικτής αγοράς θα διεξάγονται με διαδικασία δημοπρασίας σταθερού επιτοκίου και με κατανομή όλου του ζητούμενου ποσού. Επιπλέον, αυξήθηκε η διάρκεια των πράξεων αναχρηματοδότησης και διευρύνθηκε το φάσμα των αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων που μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν ως εξασφαλίσεις στις πράξεις αναχρηματοδότησης.

[2] Διενεργήθηκαν δύο πιο μακροπρόθεσμες πράξεις αναχρηματοδότησης διάρκειας τριών ετών (VLTRO) (Δεκέμβριος 2011 και Φεβρουάριος 2012).

[3] Οι πράξεις TLTRO, σύμφωνα με το σχεδιασμό τους, παρείχαν άφθονη ρευστότητα στις τράπεζες με πολύ ευνοϊκούς όρους, συναρτώμενους με την πιστοδοτική δραστηριότητα των τραπεζών. Η πρώτη σειρά ξεκίνησε τον Ιούνιο του 2014, η δεύτερη το Μάρτιο του 2016 και η τρίτη το Μάρτιο του 2019.

[4] Η ΕΚΤ εφάρμοσε (από το Μάιο του 2010 έως το Σεπτέμβριο του 2012) το Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων (SMP), μέσω του οποίου αγόραζε κρατικά ομόλογα ορισμένων χωρών, και ανακοίνωσε (το Σεπτέμβριο του 2012) τη δυνατότητα διενέργειας οριστικών νομισματικών συναλλαγών (OMT), δηλαδή αγορών κρατικών ομολόγων υπό αυστηρές προϋποθέσεις.

[5] Το πρόγραμμα αγοράς περιουσιακών στοιχείων (APP) ξεκίνησε τον Οκτώβριο του 2014 και διευρύνθηκε σημαντικά με το πρόγραμμα αγοράς τίτλων του δημόσιου τομέα (PSPP) το Μάρτιο του 2015.

[6] Με την εισαγωγή του έκτακτου προγράμματος αγοράς στοιχείων ενεργητικού λόγω πανδημίας (PEPP) το Μάρτιο του 2020 και τη χαλάρωση των κριτηρίων επιλεξιμότητας των εξασφαλίσεων και των όρων των TLTRO III, μέτρα που έδωσαν κίνητρα στις τράπεζες να στηρίξουν με πιστώσεις αυτούς που επλήγησαν περισσότερο από την πανδημία.

[7] Σύμφωνα με το άρθρο “Negative rates and the transmission of monetary policy”, ECB, *Economic Bulletin*, 3/2020, εμπειρικές μελέτες διαπιστώνουν θετική επίδραση στην αύξηση των δανείων κατά

περίπου 0,7 ποσ. μον. ετησίως, η οποία αποδίδεται στην πολιτική αρνητικών επιτοκίων.

[8] <https://twitter.com/ecb/status/707936983239299073>

[9] Βλ. ομιλία του Philip Lane με θέμα “The monetary policy toolbox: evidence from the euro area”, 2020 US Monetary Policy Forum, 21.2.2020.

[10] Με την έννοια ότι οι τράπεζες είναι συνήθως απρόθυμες να μετακυλίσουν τα αρνητικά επιτόκια στους καταθέτες τους, ιδίως στα νοικοκυριά.

[11] Βλ. Monetary dialogue with Christine Lagarde, Committee on Economic and Monetary Affairs, 19.11.2020.