

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ

Διεθνών και Ευρωπαϊκών Σπουδών Βαλκανικών, Σλαβικών και Ανατολικών Σπουδών Ανώτατη Διακλαδική Σχολή Πολέμου

Διατμηματικό Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στις
«Διεθνείς Σχέσεις και Ασφάλεια»



ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

του Αθανασίου Πολυζούδη

με τίτλο

«Είναι δυνατόν να αντιμετωπιστούν οι σύγχρονες υφέσεις και να προωθηθεί η οικονομική μεγέθυνση χρησιμοποιώντας μέσα νομισματικής πολιτικής αποκλειστικά όσο μη συμβατικά και εάν είναι αυτά;»

Επιβλέπων καθηγητής: Δημήτριος Κυρκιλής

ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2019

ΣΕΛΙΔΑ ΣΚΟΠΙΜΑ ΚΕΝΗ

ΥΠΕΥΘΥΝΗ ΔΗΛΩΣΗ

«Δηλώνω υπευθύνως ότι όλα τα στοιχεία σε αυτήν την εργασία τα απέκτησα, τα επεξεργάστηκα και τα παρουσιάζω σύμφωνα με τους κανόνες και τις αρχές της ακαδημαϊκής δεοντολογίας, καθώς και τους νόμους που διέπουν την έρευνα και την πνευματική ιδιοκτησία».

«Δηλώνω επίσης υπευθύνως ότι, όπως απαιτείται από αυτούς τους κανόνες, αναφέρομαι και παραπέμπω στις πηγές όλων των στοιχείων που χρησιμοποιώ και τα οποία δεν συνιστούν πρωτότυπη δημιουργία μου».

Αθανάσιος Πολυζούδης

ΣΕΛΙΔΑ ΣΚΟΠΙΜΑ ΚΕΝΗ

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ	I
ΠΕΡΙΛΗΨΗ	III
ABSTRACT	IV
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
Γενικά.....	1
Σκοπός και Ερευνητικά Ερωτήματα.....	2
Μεθοδολογία.....	3
Διάρθρωση.....	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ	4
1.1 Σύγχρονες υφέσεις.....	4
1.2 Οικονομική μεγέθυνση.....	6
1.3: Η νομισματική πολιτική	8
1.3.1 Γενικά.....	9
1.3.2 Ο ρόλος των τραπεζών στην διεξαγωγή της νομισματικής πολιτικής.....	10
1.3.3 Ορισμός νομισματικής πολιτικής.....	11
1.3.4 Στόχοι της νομισματικής πολιτικής.....	12
1.3.5 Εργαλεία άσκησης της νομισματικής πολιτικής.....	14
1.3.5.1 Πράξεις ανοιχτής αγοράς.....	14
1.3.5.2 Πάγιες διευκολύνσεις.....	16
1.3.5.3 Ελάχιστο όριο διαθέσιμων.....	18
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2:ΜΗ ΣΥΜΒΑΤΙΚΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ	
2.1 Γενικά.....	20
2.2 Μη συμβατική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ.....	21
2.2.1 Ποσοτική χαλάρωση.....	22

2.2.2	Ενδείξεις για την μελλοντική κατεύθυνση της πολιτικής.....	25
2.3	Μη συμβατική νομισματική πολιτική της fed.....	27
2.3.1	Πολιτική της ποσοτικής χαλάρωσης.....	28
2.3.2	Πολιτική μηδενικού επιτοκίου.....	30
2.4	Μη συμβατική νομισματική πολιτική της ομοσπονδιακής τράπεζας της Ιαπωνίας (boj).....	32
2.4.1	Πολιτική της ποσοτικής χαλάρωσης.....	33
2.4.2	Πολιτική μηδενικού επιτοκίου.....	36
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΜΕΣΩΝ ΜΗ ΣΥΜΒΑΤΙΚΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΕΓΕΥΘΥΝΣΗ.....		38
3.1	Εκτίμηση αποτελεσματικότητας μη συμβατικής πολιτικής στην Ευρώπη.....	38
3.2	Εκτίμηση αποτελεσματικότητας μη συμβατικής πολιτικής στην Αμερική.....	43
3.3	Εκτίμηση αποτελεσματικότητας μη συμβατικής πολιτικής στην Ιαπωνία.....	49
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 :ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....		56
Συνομογραφίες & Ακρωνύμια.....		61
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....		62

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία έχει ως στόχο να μελετήσει κατά πόσο είναι δυνατόν οι σύγχρονες υφέσεις να αντιμετωπιστούν με μέσα αποκλειστικά νομισματικής πολιτικής όσο μη συμβατικά και εάν είναι αυτά και κατά πόσο μέσα από αυτή την επιθετική πολιτική των τραπεζών δύναται να επιτευχθεί η οικονομική ανάπτυξη.

Τον σημαντικότερο ρόλο στην χάραξη της νομισματικής πολιτικής κατέχει η κεντρική τράπεζα κάθε χώρας, η οποία διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη της οικονομίας με τα κατάλληλα μέτρα που λαμβάνει. Έτσι η κεντρική τράπεζα, οριοθετεί τα επιτόκια των τραπεζών καθορίζοντας το επιτόκιο δανεισμού της, θέτει τις γενικές γραμμές πλεύσης των εμπορικών τραπεζών και συμβάλλει στις διεξόδους των κρίσεων.

Μπροστά όμως στην παγκόσμια κρίση που ξέσπασε το 2008, οι κεντρικές τράπεζες χρησιμοποίησαν εκτός από τα παραδοσιακά εργαλεία νομισματικής πολιτικής, μια πιο επιθετική πολιτική που δεν συνηθίζεται να χρησιμοποιείται, παρά μόνο σε συγκεκριμένες περιπτώσεις και όταν το οικονομικό περιβάλλον δεν επιτρέπει ελιγμούς στα ενδιαφερόμενα μέρη για να αναζωπυρώσουν την οικονομία. Πρόκειται για τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής που χρησιμοποιήθηκαν από πολλές τράπεζες διεθνώς, προκειμένου να αντιμετωπίσουν την ύφεση, να οδηγήσουν τις οικονομίες των χωρών στην ανάπτυξη και στην διέξοδο από την κρίση. Τα αποτελέσματα από την χρήση αυτών των μη συμβατικών νομισματικών πολιτικών θεωρούνται από την διεθνή βιβλιογραφία αναμφίβολα.

ABSTRACT

The purpose of this paper is to examine the extent to which contemporary recessions can be dealt with by means of monetary policy as unconventional and whether they are and whether this aggressive policy of banks can promote economic growth.

The central bank of each country plays the most important role in shaping monetary policy, which plays an important role in the development of the economy with the appropriate measures it takes. Thus, the central bank, setting the interest rates of the banks by setting its borrowing rate, sets the outlines of the commercial banks and contributes to the crises.

But in the face of the global crisis that broke out in 2008, central banks have used, in addition to traditional monetary policy tools, a more positive policy that is not used to anything except in certain circumstances and when the economic environment does not allow maneuver to interested parties to revitalize the economy. These are the unconventional monetary policy measures used by many banks internationally to tackle the recession, drive the economies of countries to grow and get out of the crisis. The effects of using these unconventional monetary policies are undoubtedly considered by international literature

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Γενικά

Τα τελευταία χρόνια η παγκόσμια οικονομική κρίση έπληξε σκληρά τη διεθνή κοινότητα με τεράστιες συνέπειες. Αν και η κρίση εκδηλώθηκε αρχικά στις ΗΠΑ, σύντομα έλαβε τεράστιες διαστάσεις, επεκτάθηκε ταχύτατα στις ανεπτυγμένες χώρες και επηρέασε τις οικονομίες πολλών χωρών, κλονίζοντας έτσι το τραπεζικό σύστημα.

Απαντώντας σε αυτές τις εξελίξεις οι κυβερνήσεις και οι κεντρικές τράπεζες αξιολογώντας την κατάσταση, ανέλαβαν αποφασιστική δράση λαμβάνοντας μία σειρά από μέτρα για να ενισχύσουν την σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος και να οδηγήσουν τις οικονομίες στην οικονομική μεγέθυνση.

Τα σύνηθες μέτρα νομισματικής πολιτικής που ασκούνται από τις κεντρικές τράπεζες των χωρών σε πολλές των περιπτώσεων κρίθηκαν ανεπαρκή για να αντιμετωπίσουν την χρηματοοικονομική κρίση και να τονώσουν την οικονομία. Αποτέλεσμα αυτού ήταν η χρησιμοποίηση άλλων μέτρων ή όπως συνηθίζονται να αποκαλούνται "μη συμβατικά" εργαλεία νομισματικής πολιτικής. Οι μεγαλύτερες κεντρικές τράπεζες στον κόσμο, η Ομοσπονδιακή τράπεζα (Federal Reserve, Fed), η Τράπεζα της Ιαπωνίας (BoJ) και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (Ε.Κ.Τ.), ξεκίνησαν την εφαρμογή τέτοιων μέτρων τα οποία θα αναλυθούν στο κεφάλαιο 2.

Σκοπός και Ερευνητικά Ερωτήματα

Είναι γεγονός ότι κατά καιρούς η παγκόσμια κοινότητα βρέθηκε αντιμέτωπη με υφέσεις που δημιούργησαν πολλά ερωτήματα τα οποία χρίζουν διερεύνησης και απάντησης σχετικά με το πόσο είναι δυνατόν να αντιμετωπιστούν οι σύγχρονες υφέσεις, σε ποιο βαθμό και με ποιους μηχανισμούς. Επιπλέον από την στιγμή που υφίσταται μία παγκόσμια ύφεση, είναι δυνατόν αυτή να αντιμετωπιστεί αποκλειστικά με μέσα νομισματικής πολιτικής όσο και μη συμβατικά και εάν είναι αυτά και μέσω αυτής της πολιτικής θα επιτευχθεί η οικονομική μεγέθυνση;

Στο πλαίσιο αυτό, ο σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να μελετήσει τη νομισματική πολιτική που ακολουθήθηκε για την αντιμετώπιση των οικονομικών υφέσεων από την ΕΚΤ, την FED αλλά και την BOJ, να καταγράψει τα διδάγματα που προέκυψαν, εστιάζοντας στα παρακάτω ερευνητικά ερωτήματα:

1. Μπορούν οι σύγχρονες υφέσεις να αντιμετωπιστούν με μέσα νομισματικής πολιτικής;
2. Σε ποιο βαθμό η συμβατική νομισματική πολιτική συνέβαλε στην αντιμετώπιση των υφέσεων και οδήγησε στην οικονομική μεγέθυνση;
3. Η μη συμβατική νομισματική πολιτική που χρησιμοποιήθηκε από τις κεντρικές τράπεζες χωρών συνέβαλε στην αντιμετώπιση των υφέσεων και οδήγησε στην οικονομική μεγέθυνση;

Μεθοδολογία

Η μεθοδολογία της εργασίας στηρίζεται στη συλλογή δευτερογενών δεδομένων, τα οποία συλλέχθηκαν μέσα από βιβλία, διαλέξεις, άρθρα σε περιοδικά αλλά και μέσα από επίσημους διαδικτυακούς τόπους.

Διάρθρωση

Για την καλύτερη προσέγγιση του θέματος, η παρούσα εργασία δομήθηκε σε πέντε κεφάλαια. Στην εισαγωγή γίνεται αναφορά στο θέμα, στον σκοπό και τους στόχους της διπλωματικής εργασίας καθώς και στις πηγές άντλησης των δεδομένων.

Στο πρώτο κεφάλαιο περιγράφεται το θεωρητικό πλαίσιο, όπου προσδιορίζεται ο ορισμός της οικονομικής ύφεσης αλλά και της οικονομικής μεγέθυνσης. Παράλληλα εξετάζεται η άσκηση της νομισματικής πολιτικής από τις κεντρικές τράπεζες, αναλύονται οι στόχοι τους, ο ρόλος των τραπεζών στην διεξαγωγή της νομισματικής πολιτικής, καθώς και τα συμβατικά μέσα που συνήθως χρησιμοποιούν στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής.

Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύονται τα μέσα της μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής τα οποία εφαρμόστηκαν από την Ευρωπαϊκή κεντρική Τράπεζα, την τράπεζα των ΗΠΑ αλλά και την Παγκόσμια τράπεζα της Ιαπωνίας προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι οικονομική ύφεση. Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύονται οι επιδράσεις των μέσων μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής στην οικονομική μεγέθυνση και συγκεκριμένα οι επιπτώσεις στην Ευρώπη, την ΗΠΑ και την Ιαπωνία, όπου εφαρμόστηκαν διεξοδικά επιθετικές πολιτικές. Στο τέταρτο κεφάλαιο επιχειρείται μέσα από τα συμπεράσματα να απαντηθεί εάν είναι δυνατό να επιτευχθεί η οικονομική μεγέθυνση αποκλειστικά με μέσα νομισματικής πολιτικής. Η εργασία ολοκληρώνεται με τον επίλογο, στον οποίο παραθέτονται σύντομες σκέψεις για το θέμα τα εργασίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ

1.1 Σύγχρονες Υφέσεις

Σε ένα άρθρο του *New York Times* του 1974, ο Επίτροπος του Γραφείου Στατιστικής Εργασίας Julius Shiskin, πρότεινε αρκετούς κανόνες για τον καθορισμό μιας ύφεσης, μία εκ των οποίων ήταν δύο συνεχόμενα τρίμηνα αρνητικής αύξησης του ΑΕΠ (Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν). Ο NBER, ένας ιδιωτικός οργανισμός οικονομικής έρευνας, ορίζει μια οικονομική ύφεση ως: "μια σημαντική πτώση της οικονομικής δραστηριότητας που διαδίδεται σε όλη την οικονομία, διαρκεί περισσότερο από μερικούς μήνες, συνήθως ορατή σε πραγματικό ΑΕΠ, πραγματικό εισόδημα, απασχόληση, βιομηχανική παραγωγή και χονδρική - λιανικές πωλήσεις". Στις Ηνωμένες Πολιτείες, η ύφεση ορίζεται επισήμως από το Εθνικό Γραφείο Οικονομικών Ερευνών (μια επιτροπή που αποτελείται κυρίως από ακαδημαϊκούς οικονομολόγους) ως μια σημαντική πτώση της οικονομικής δραστηριότητας που διαδίδεται σε όλη την οικονομία, διαρκεί περισσότερο από μερικούς μήνες, συνήθως ορατή στο πραγματικό ΑΕΠ, το πραγματικό εισόδημα, την απασχόληση, τη βιομηχανική παραγωγή και τις χονδρικές πωλήσεις λιανικής. (Eslake 2008)

Από την άλλη, το ΔΝΤ λαμβάνει υπόψη πολλούς παράγοντες κατά τον καθορισμό μιας παγκόσμιας ύφεσης. Μέχρι τον Απρίλιο του 2009, το ΔΝΤ έγγραφε επανειλημμένα στον Τύπο ότι η παγκόσμια ετήσια αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ κατά 3,0% ή λιγότερο κατά την άποψή τους ήταν «... ισοδύναμη με μια παγκόσμια ύφεση». Τον Απρίλιο του 2009, το ΔΝΤ άλλαξε τον ορισμό της παγκόσμιας ύφεσης σε: «Μείωση του ετήσιου πραγματικού παγκόσμιου ΑΕΠ ανά κάτοικο (σταθμισμένη ισοτιμία αγοραστικής δύναμης), η οποία υποστηρίζεται από μείωση ή επιδείνωση για έναν ή περισσότερους από τους επτά άλλους παγκόσμιους μακροοικονομικούς δείκτες: βιομηχανική παραγωγή, εμπόριο, ροή κεφαλαίου, κατανάλωση πετρελαίου, ποσοστό ανεργίας, την επένδυση ανά κάτοικο και την κατά κεφαλήν κατανάλωση». Με τον νέο αυτό ορισμό, πραγματοποιήθηκαν συνολικά τέσσερις παγκόσμιες υφέσεις από τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο :ήτοι το 1975, το 1982, το 1991 και το 2009. Όλες τους κράτησαν μόνο ένα χρόνο, αν και η τρίτη διήρκεσε τρία χρόνια (1991-93).

Στο Ηνωμένο Βασίλειο, οι οικονομικές κρίσεις γενικά ορίζονται ως δύο διαδοχικά τρίμηνα αρνητικής οικονομικής ανάπτυξης, όπως μετριέται από τα εποχιακά προσαρμοσμένα τριμηνιαία στοιχεία για το πραγματικό ΑΕΠ, ενώ ο ίδιος ορισμός χρησιμοποιείται από όλα τα άλλα μέλη κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Η ύφεση λοιπόν έχει πολλά χαρακτηριστικά που μπορούν να εμφανιστούν ταυτόχρονα και περιλαμβάνουν μειώσεις των συνιστωσών μέτρων της οικονομικής δραστηριότητας (ΑΕΠ), όπως η κατανάλωση, οι επενδύσεις, οι δημόσιες δαπάνες και η καθαρή εξαγωγική δραστηριότητα. Αυτά τα συνοπτικά μέτρα αντικατοπτρίζουν τους υποκείμενους οδηγούς, όπως το επίπεδο απασχόλησης και τις δεξιότητες, τα ποσοστά αποταμιεύσεων των νοικοκυριών, τις αποφάσεις εταιρικών επενδύσεων, τα επιτόκια, τα δημογραφικά στοιχεία. Η ύφεση γίνεται εμφανής μέσω της μείωσης όλων των μεγάλων μακροοικονομικών δεικτών: η αύξηση του ΑΕΠ επιβραδύνεται ή καθίσταται αρνητική, την παραγωγή, τις επενδυτικές δαπάνες, τα εισοδήματα των νοικοκυριών και την υποχώρηση των δαπανών, ενώ οι πτωχεύσεις και το ποσοστό ανεργίας αυξάνονται. Η ανεργία είναι ιδιαίτερα υψηλή κατά τη διάρκεια μιας ύφεσης. Η παραγωγικότητα τείνει να πέσει στα αρχικά στάδια μιας ύφεσης και στη συνέχεια αυξάνεται και πάλι καθώς οι πιο αδύναμες επιχειρήσεις κλείνουν. Η διακύμανση της αποδοτικότητας μεταξύ των επιχειρήσεων αυξάνεται σημαντικά. Οι οικονομικές κρίσεις έχουν επίσης προσφέρει ευκαιρίες για αντιανταγωνιστικές συγχωνεύσεις με αρνητικό αντίκτυπο στην ευρύτερη οικονομία.

Ο οικονομολόγος Richard C. Koo έγραψε ότι κάτω από ιδανικές συνθήκες, η οικονομία μιας χώρας πρέπει να έχει τον τομέα των νοικοκυριών ως καθαρότερος αποταμιευτής και τον εταιρικό τομέα ως καθαρούς δανειολήπτες, με τον κρατικό προϋπολογισμό σχεδόν ισορροπημένο και καθαρές εξαγωγές κοντά στο μηδέν. Όταν αυτές οι σχέσεις αποκλίνουν, η ύφεση μπορεί να αναπτυχθεί μέσα στη χώρα ή να δημιουργήσει πίεση για ύφεση σε άλλη χώρα. Οι πολιτικές απαντήσεις σχεδιάζονται συχνά για να οδηγήσουν την οικονομία πίσω σε αυτήν την ιδανική κατάσταση ισορροπίας.

Ένα καλό παράδειγμα σε όλα τα παραπάνω θεωρείται η μεγάλη ύφεση¹ του 1929 και η ύφεση που άρχισε να εμφανίζεται το 2008. Συγκεκριμένα για την κρίση που ξέσπασε το 2008, υπήρξαν τέσσερα διαδοχικά τρίμηνα αρνητικής αύξησης του ΑΕΠ τα τελευταία δύο τρίμηνα του 2008 και τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2009. Η ύφεση ξεκίνησε το πρώτο τρίμηνο του 2008, όταν το ΑΕΠ υποχώρησε 2,3%. Η οικονομία έχασε 16.000 θέσεις εργασίας τον Ιανουάριο του 2008, την πρώτη σημαντική απώλεια θέσεων εργασίας από το 2003. Το 2008, το ΑΕΠ μειώθηκε κατά 2,1% το τρίτο τρίμηνο και κατά 8,4% το τέταρτο τρίμηνο. Το 2009, υποχώρησε κατά 4,4% το πρώτο τρίμηνο και 0,6% το

¹ Η **παγκόσμια οικονομική ύφεση του 1929** ήταν μια κατάσταση διεθνούς οικονομικής ύφεσης που διήρκεσε από ένα μέχρι δέκα χρόνια σε διάφορες χώρες του κόσμου. Επρόκειτο για τη μεγαλύτερη οικονομική ύφεση της σύγχρονης ιστορίας και χρησιμοποιείται στον 21ο αιώνα ως παράδειγμα για το πόσο οδυνηρή μπορεί να είναι μια οικονομική καταστροφή. Η "Μεγάλη Ύφεση", όπως χαρακτηρίστηκε στις ΗΠΑ, σύμφωνα με τους αναλυτές προκλήθηκε μετά από το χρηματιστηριακό κραχ, που ξεκίνησε στις 24 Οκτωβρίου του 1929. Το τέρμα της κρίσης στις ΗΠΑ ταυτίστηκε με το έναυσμα της πολεμικής οικονομίας του Β' Παγκόσμιου Πολέμου γύρω στο 1939

δεύτερο τρίμηνο. Η ανεργία αυξήθηκε σε 10% τον Οκτώβριο του 2009. Η απασχόληση μειώθηκε κατά 33.000 θέσεις εργασίας τον Ιούλιο του 2007 ενώ αυξήθηκε τον Δεκέμβριο, κερδίζοντας 110.000 θέσεις εργασίας. Όμως μέχρι τον Φεβρουάριο του 2008 μειώθηκε κατά 48.000 θέσεις εργασίας. Οι απώλειες συνέχισαν να αυξάνονται, με το έτος να καταλήγει σε απώλεια θέσεων εργασίας 704.000 τον Δεκέμβριο. Ο χειρότερος μήνας ήταν ο Μάρτιος 2009, όταν χάθηκαν 803.000 θέσεις εργασίας. Η οικονομία δεν έλαβε θέσεις εργασίας μέχρι τον Νοέμβριο του 2009, όταν προστέθηκαν 12.000 άτομα. Το πρώτο σημαντικό κέρδος εργασίας σημειώθηκε τον Μάρτιο του 2010, όταν προστέθηκαν 180.000 θέσεις εργασίας. Οι τιμές των κατοικιών μειώθηκαν κατά 10%. Ο NBER κήρυξε τη μεγάλη ύφεση από το τρίτο τρίμηνο του 2009. Ήταν η χειρότερη ύφεση από τη Μεγάλη Ύφεση του 1929, με τέσσερα τέταρτα της οικονομικής συρρίκνωσης, τέσσερα από αυτά διαδοχικά, το 2008 και το 2009. Ήταν επίσης η μακρύτερη που είχε εμφανιστεί ως τώρα, διάρκειας 18 μηνών.

Το ερώτημα ωστόσο που τίθεται και απασχολεί διαρκώς τους οικονομολόγους, είναι ποια μέτρα πρέπει να ληφθούν για να αντιμετωπιστεί μία ύφεση. Οι κυβερνήσεις συνήθως ανταποκρίνονται στις υφέσεις υιοθετώντας επεκτατικές μακροοικονομικές πολιτικές, όπως η αύξηση της προσφοράς χρήματος, η αύξηση των κρατικών δαπανών και η μείωση της φορολογίας. Σημαντικό βέβαια ρόλο στην αντιμετώπιση μιας ύφεσης διαδραματίζουν οι κεντρικές τράπεζες των χωρών που ευθύνονται για την νομισματική πολιτική.

1.2 Οικονομική μεγέθυνση

Σε όλη τη διάρκεια του περασμένου αιώνα οι περισσότερες χώρες του κόσμου απόλαυσαν μία ουσιαστική οικονομική μεγέθυνση. Ο J.TOBIN² μας λέει ότι το ζήτημα της οικονομικής μεγέθυνσης δεν είναι κάτι νέο. Είναι απλά η νέα διατύπωση ενός πανάρχαιου προβλήματος που προκαλούσε πάντα αμηχανία και προβλημάτιζε έντονα την οικονομική. Η βελτίωση λοιπόν του βιοτικού επιπέδου των πολιτών μιας χώρας εξαρτάται από το μακροχρόνιο ρυθμό μεγέθυνσης της οικονομίας και αυτό είναι που καθιστά τη διεύρυνση του θέματος αυτού σημαντική για τους οικονομολόγους.

Οι οικονομολόγοι ενθουσιάζονται πάντα με τη θεωρία της οικονομικής μεγέθυνσης. Στο τέλος της δεκαετίας του 60 οι οικονομολόγοι είχαν πλήρως επεξεργασμένη

² Ο **James Tobin** (5 Μαρτίου 1918 - 11 Μαρτίου 2002) ήταν Αμερικανός οικονομολόγος, ο οποίος υπηρέτησε στο Συμβούλιο Οικονομικών Συμβούλων και στο Συμβούλιο των Διοικητών του Ομοσπονδιακού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και δίδαξε στα πανεπιστήμια του Harvard και του Yale. Ανέπτυξε τις ιδέες της κεϋνσιανής οικονομίας και υποστήριξε την κυβερνητική παρέμβαση για τη σταθεροποίηση της παραγωγής και την αποφυγή των οικονομικών κρίσεων

θεωρία της οικονομικής μεγέθυνσης. Η θεωρία αυτή βοήθησε πολύ στην κατανόηση του ζητήματος της οικονομικής μεγέθυνσης, αλλά είχε και μία σημαντική αδυναμία. Δεν προέβλεπε κανένα ρόλο για την κυβερνητική πολιτική μακροχρόνια, καθώς ο μακροχρόνιος ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης προσδιορίζονταν ανεξάρτητα από την οικονομική πολιτική. Από τα μέσα όμως της δεκαετία του 80 σημειώθηκε νέο ρεύμα ενδιαφέροντος για την οικονομική μεγέθυνση. Μια απλή επινόηση επέτρεψε τη διαμόρφωση μίας νέας εντελώς προσέγγισης, στο πλαίσιο της οποίας ο ρυθμός ισορροπίας της οικονομικής μεγέθυνσης επηρεάζεται από τη συμπεριφορά της κυβέρνησης, των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Έτσι λοιπόν, ρυθμός μεγέθυνσης μιας μεταβλητής είναι η ετήσια ποσοστιαία αύξηση της, άρα για να ορίσουμε την οικονομική μεγέθυνση πρέπει να προσδιορίσουμε και τη μεταβλητή που θέλουμε να μετρήσουμε και την περίοδο στη διάρκεια της οποίας θέλουμε να μετρήσουμε το ρυθμό μεταβολής της. Έτσι λοιπόν η Οικονομική μεγέθυνση είναι η μακροχρόνια ετήσια ποσοστιαία αύξηση του πραγματικού του ΑΕΠ ή του κατά κεφαλήν πραγματικού ΑΕΠ. Είναι ένας ατελής δείκτης του ρυθμού αύξησης της οικονομικής ευημερίας. Το ΑΕΠ και το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν μετρούν το συνολικό εισόδημα της οικονομίας. Στην περίπτωση αυτή, μας ενδιαφέρει το επίπεδο του ΑΕΠ της οικονομίας, όχι μόνο σε απόλυτο μέγεθος, (επίπεδο της οικονομικής μεγέθυνσης), αλλά και η διαχρονική ποσοστιαία μεταβολή του (ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης). (BEGG n.d.)

Το ΑΕΠ μετρά το συνολικό εισόδημα μιας χώρας, αποτελεί το σπουδαιότερο και σημαντικότερο μέγεθος μιας οικονομίας και μαζί με το κατά κεφαλήν εισόδημα, ήτοι το ΑΕΠ προς τον πληθυσμό της χώρας, έναν σημαντικό δείκτη της οικονομικής ευημερίας και του βιοτικού επιπέδου. Για το λόγο αυτό αποτελεί το στενότερα παρακολουθούμενο μέγεθος της οικονομίας. Το ΑΕΠ ανήκει μαζί με την ανεργία, τον πληθωρισμό, το ισοζύγιο πληρωμών και τα λοιπά, στα μακροοικονομικά δεδομένα ή δεδομένα της μακροοικονομικής, ήτοι τα δεδομένα εκείνα που μας δίνουν εικόνα για ολόκληρη την οικονομία. (Mankiw 2002)

Ο ορισμός λοιπόν της οικονομικής μεγέθυνσης αναφέρεται στην συνεχόμενη αύξηση του πραγματικού εθνικού προϊόντος, δηλαδή την αυξημένη παραγωγή αγαθών και υπηρεσιών κάθε έτους. Θα μπορούσαμε να μετρήσουμε την οικονομική μεγέθυνση με την ποσοστιαία αύξηση του πραγματικού προϊόντος έναντι της περυσινής τιμής. Η σύγκριση του ΑΕΠ όμως δεν θα μπορούσε να είναι ένας αξιόπιστος δείκτης αφού δεν περιέχει το επίπεδο διαβίωσης ενός λαού και την πιθανή βελτίωση του. Το μετρούμενο ΑΕΠ δεν περιλαμβάνει την αξία του ελεύθερου χρόνου καθώς και τα αγαθά ή τις αρνη-

τικές επιπτώσεις της παραγωγής που δεν είναι αντικείμενο συναλλαγών και τα οποία, όμως, ασκούν σημαντική επίδραση στην ποιότητα ζωής. Οι διαφορές στη διανομή του εισοδήματος καθιστούν το πραγματικό κατά κεφαλήν ΑΕΠ ατελές μέτρο σύγκρισης της ευημερίας ενός αντιπροσωπευτικού ατόμου μεταξύ των διαφόρων χωρών. Ένας δεύτερος δείκτης μέτρησης της οικονομικής μεγέθυνσης, ο οποίος είναι πιο κοντά στην πραγματική εικόνα, είναι το κατά κεφαλήν εισόδημα που προκύπτει από τη διαίρεση του συνολικού εισοδήματος με τον πληθυσμό μιας χώρας.

Η οικονομική μεγέθυνση ασχολείται με το εισόδημα, τις μεταβολές του, καθώς και τους παράγοντες που επιδρούν καθοριστικά στις μεταβολές αυτές. Το εισόδημα εξαρτάται από τη διαχρονική επιλογή μεταξύ τρέχουσας κατανάλωσης και αποταμίευσης-επένδυσης (που ισοδυναμούν με την μελλοντική κατανάλωση). Συνεπώς, γίνεται αντιληπτό πως όλες οι εξελίξεις που σχετίζονται με το εισόδημα και την ευημερία συνδέονται άμεσα με τις καταναλωτικές αποφάσεις του νοικοκυριού αλλά και τη βούλησή του για αποταμίευση, με στόχο τη μεγιστοποίηση της ευημερίας τους, αλλά και με τις επιλογές των επιχειρήσεων για παραγωγή, με στόχο τη μεγιστοποίηση του κέρδους.

1.3 Η νομισματική πολιτική

1.3.1 ΓΕΝΙΚΑ

Η νομισματική πολιτική δεν είναι η ίδια με τη δημοσιονομική πολιτική, η οποία πραγματοποιείται μέσω κρατικών δαπανών και φορολογίας. Η Νομισματική Πολιτική, αποτελεί τμήμα της Οικονομικής Πολιτικής, ορίζεται σαν «η πολιτική που χρησιμοποιεί τον έλεγχο της Κεντρικής Τράπεζας επί της προσφοράς χρήματος ως όργανο επίτευξης των αντικειμενικών επιδιώξεων της γενικής οικονομικής πολιτικής».

Ο πυρήνας των στόχων της Νομισματικής Πολιτικής, μπορεί να συνοψισθεί στο τρίπτυχο:

- α. Έλεγχος της προσφοράς χρήματος
- β. Έλεγχος των επιτοκίων
- γ. Έλεγχος της διάθεσης και του μεγέθους των Πιστώσεων των Χρηματοπιστωτικών Μεσολαβητών (κυρίως των Εμπορικών Τραπεζών) και κατά συνέπεια της συνολικής ρευστότητας της οικονομίας (Σούρας - Ζαχαριάδης 2002)

1.3.2 Ο ρόλος των τραπεζών στην διεξαγωγή της νομισματικής πολιτικής.

Οι κεντρικές τράπεζες διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στη διασφάλιση της οικονομικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι δύο αρχές έχουν την εξουσία να επηρεάζουν την οικονομία: η κεντρική κυβέρνηση, η οποία το πράττει μέσω της φορολογικής της πολιτικής (εξουσία φορολόγησης και δαπάνης) και η κεντρική τράπεζα η οποία ελέγχει τη νομισματική πολιτική και περιλαμβάνει τους κανόνες και τις δράσεις που εγκρίθηκαν από την κεντρική τράπεζα για την επίτευξη των στόχων της. Στις περισσότερες χώρες ο πρωταρχικός στόχος της νομισματικής πολιτικής των κεντρικών τραπεζών είναι η σταθερότητα των τιμών. (Benjamin Friedman 2000)

Η ικανότητα τους να εφαρμόζουν τη νομισματική πολιτική προέρχεται από τη μονοπωλιακή τους θέση ως προμηθευτές των ίδιων των υποχρεώσεών τους, τις οποίες οι τράπεζες με τη σειρά τους χρειάζονται (είτε ως νόμιμα απαιτούμενα αποθεματικά ή ως υπόλοιπα για διακανονισμό διατραπεζικών απαιτήσεων) προκειμένου να δημιουργηθούν τα χρήματα και την πίστωση που χρησιμοποιείται στις καθημερινές οικονομικές συναλλαγές. Μέσω της νομισματικής της πολιτικής, μια κεντρική τράπεζα μπορεί να επηρεάσει τη ζήτηση στην οικονομία, αλλά δεν έχει καμία εξουσία να επηρεάζει την προσφορά. Όταν μειώνεται η ανάπτυξη, η κεντρική τράπεζα ενδέχεται να μειώσει το επιτόκιο της επαναγοράς. Καθώς αυτό το νομισματικό σήμα λειτουργεί μέσω της οικονομίας, τα επιτόκια για όλα τα είδη δανείων πέφτουν. Αυτό διεγείρει τη ζήτηση και βοηθά την οικονομία να επιστρέψει στον δυναμικό ρυθμό ανάπτυξης της. Μερικές φορές ο ρυθμός ανάπτυξης είναι πολύ υψηλός, ανεβάζοντας τον πληθωρισμό. (Casua Girardone Molyneux 2006)

Η κεντρική τράπεζα μπορεί γενικά να οριστεί ως ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα αρμόδιο για την εποπτεία του νομισματικού συστήματος για ένα έθνος ή μια ομάδα χωρών, με στόχο την προώθηση της οικονομικής ανάπτυξης χωρίς πληθωρισμό. Οι κύριες λειτουργίες της κεντρικής τράπεζας μπορεί να αναφέρονται ως εξής:

- α. Ελέγχει την έκδοση χαρτονομισμάτων και κερμάτων (νόμιμο χρήμα).
- β. Έχει την εξουσία να ελέγχει την ποσότητα των πιστωτικών χρήματος που δημιουργήθηκε από τις τράπεζες. Με άλλα λόγια, έχει την εξουσία να ελέγχει, είτε με άμεσο ή έμμεσο τρόπο την προσφορά χρήματος.

γ. Η κεντρική τράπεζα θα πρέπει επίσης να έχει κάποιο έλεγχο μη τραπεζικών χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών που παρέχουν πίστωση.

δ. Η κεντρική τράπεζα θα πρέπει να χρησιμοποιεί αποτελεσματικά τα σχετικά εργαλεία και τα μέσα της νομισματικής πολιτικής, προκειμένου να ελέγξει την:

α) πιστωτική επέκταση

β) ρευστότητα και

γ) προσφορά χρήματος μιας οικονομίας.

ε. Η κεντρική τράπεζα θα πρέπει να επιβλέπει τον χρηματοπιστωτικό τομέα, ώστε να προλαμβάνονται οι κρίσεις και να ενεργεί ως δανειστή έσχατης ανάγκης με σκοπό την προστασία των καταθετών, την πρόληψη εκτεταμένου πανικού και να αποτρέψει τη βλάβη στην οικονομία που προκλήθηκε από την κατάρρευση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

στ. Η κεντρική τράπεζα ενεργεί ως τραπεζίτης της κυβέρνησης. Κατέχει τον τραπεζικό λογαριασμό της κυβέρνησης και εκτελεί ορισμένες παραδοσιακές τραπεζικές εργασίες για την κυβέρνηση, όπως οι καταθέσεις και χορηγήσεις. Με την ιδιότητά της ως τραπεζίτης στην κυβέρνηση μπορεί να διαχειριστεί το δημόσιο χρέος της χώρας. (Casua Girardone Molyneux 2006)

Η κεντρική τράπεζα είναι ο μονοπωλιακός προμηθευτής της νομισματικής βάσης και κατά συνέπεια μπορεί να καθορίσει τους όρους υπό τους οποίους οι τράπεζες δανείζονται από την κεντρική τράπεζα. Η κεντρική τράπεζα μπορεί να επηρεάσει τη ρευστότητα στις αγορές με βραχυπρόθεσμα χρήματα και έτσι μπορεί να καθορίσει τους όρους με τους οποίους αγοράζουν οι τράπεζες και να πωλούν βραχυπρόθεσμα χονδρικής κεφάλαια. Επηρεάζοντας τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς χρήματος, η κεντρική τράπεζα επηρεάζει την τιμή της ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και αυτό τελικά μπορεί να έχει επιπτώσεις σε διάφορες οικονομικές μεταβλητές, όπως η παραγωγή. (Casua Girardone Molyneux 2006)

Κατά συνέπεια, σε μακροπρόθεσμη βάση η κεντρική τράπεζα μπορεί να συμβάλει μόνο στην αύξηση του αναπτυξιακού δυναμικού της οικονομίας διατηρώντας ένα περιβάλλον σταθερών τιμών. Η οικονομική ανάπτυξη δεν μπορεί να αυξηθεί μέσω της νομισματικής επέκτασης (αύξηση της προσφοράς χρήματος) ή μέσω της διατήρησης των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων σε επίπεδα σε αντίθεση με τη σταθερότητα των τιμών. (Casua Girardone Molyneux 2006)

1.3.3 Ορισμός νομισματικής πολιτικής

Η νομισματική πολιτική είναι «ένας όρος που χρησιμοποιούμε για να αναφερθούμε σε όλες εκείνες τις ενέργειες που μια κεντρική τράπεζα πραγματοποιεί, προκειμένου να επιτύχει στόχους μακροοικονομικής πολιτικής, όπως η σταθερότητα των τιμών, η πλήρης απασχόληση και η σταθερή οικονομική ανάπτυξη». (Bain - Howells 2009). Έτσι νομισματική πολιτική, είναι η διαδικασία με την οποία η νομισματική αρχή της χώρας, συνήθως η τράπεζα, ελέγχει είτε το κόστος των πολύ βραχυπρόθεσμων δανείων ή την προσφορά χρήματος, συχνά με στόχο τον πληθωρισμό ή το επιτόκιο προκειμένου να διασφαλίσει τη σταθερότητα των τιμών και γενικά την εμπιστοσύνη στο νόμισμα.

Η νομισματική πολιτική είναι ένα από τα κύρια εργαλεία πολιτικής που χρησιμοποιούνται για να επηρεάσουν τα επιτόκια, τον πληθωρισμό και τη διαθεσιμότητα πιστώσεων μέσω αλλαγών στην προσφορά χρήματος (ή ρευστότητας) που διατίθενται στην οικονομία. Είναι σημαντικό να αναγνωρίσουμε ότι η νομισματική πολιτική αποτελεί ένα μόνο στοιχείο μιας δέσμης μέτρων οικονομικής πολιτικής και μπορεί να συνδυαστεί με μια ποικιλία άλλων τύπων πολιτικής (π.χ. δημοσιονομική πολιτική) για την επίτευξη οικονομικών στόχων. Ιστορικά, η νομισματική πολιτική, ως ένα βαθμό, ήταν υποταγμένη σε φορολογικές και άλλες πολιτικές που εμπλέκονται στη διαχείριση της μακροοικονομίας, αλλά σήμερα μπορεί να θεωρηθεί ως το κύριο εργαλείο πολιτικής που χρησιμοποιείται για την επίτευξη διαφόρων στόχων οικονομικής πολιτικής. (Casua Girardone Molyneux 2006)

Η νομισματική οικονομία παρέχει μια εικόνα για το πώς θα δημιουργηθεί μια βέλτιστη νομισματική πολιτική. Στις ανεπτυγμένες χώρες, η νομισματική πολιτική διαμορφώνεται ξεχωριστά από τη δημοσιονομική πολιτική, η οποία αναφέρεται σε φορολογία, και τις κρατικές δαπάνες. Η νομισματική πολιτική αναφέρεται είτε ως επεκτατική, είτε ως συσταλτική. Η πολιτική επέκτασης λαμβάνει χώρα όταν μια νομισματική αρχή χρησιμοποιεί τα εργαλεία της για την τόνωση της οικονομίας. Μια επεκτατική πολιτική διατηρεί τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια σε χαμηλότερο από το συνηθισμένο επιτόκιο ή αυξάνει τη συνολική προσφορά χρήματος στην οικονομία πιο γρήγορα από ότι συνήθως. Χρησιμοποιείται παραδοσιακά για την καταπολέμηση της ανεργίας σε ύφεση με τη μείωση των επιτοκίων, με την ελπίδα ότι οι λιγότερο δαπανηρές πιστώσεις θα ωθήσουν τις επιχειρήσεις να επεκταθούν. Αυτό αυξάνει τη συνολική ζήτηση (συνολική ζήτηση για όλα τα αγαθά και τις υπηρεσίες σε μια οικονομία), η οποία ενισχύει τη βραχυπρόθεσμη ανάπτυξη, όπως μετράται από το ακαθάριστο εγχώριο προϊόντα. Η επεκτατική νομισμα-

τική πολιτική συνήθως μειώνει την αξία του νομίσματος σε σχέση με άλλα νομίσματα (συναλλαγματική ισοτιμία). (Casua Girardone Molyneux 2006)

Το αντίθετο της επεκτατικής νομισματικής πολιτικής είναι η περιοριστική νομισματική πολιτική, η οποία διατηρεί βραχυπρόθεσμα επιτόκια υψηλότερα από το συνηθισμένο ή που επιβραδύνει τον ρυθμό αύξησης της προσφοράς χρήματος ή και συρρικνώνει. Αυτό επιβραδύνει τη βραχυπρόθεσμη οικονομική ανάπτυξη και μειώνει τον πληθωρισμό. Η συνεχιζόμενη νομισματική πολιτική μπορεί να οδηγήσει σε αυξημένη ανεργία και υποβαθμισμένο δανεισμό και δαπάνη από τους καταναλωτές και τις επιχειρήσεις, γεγονός που μπορεί τελικά να οδηγήσει σε οικονομική ύφεση, εάν εφαρμοστεί υπερβολικά έντονα. (Casua Girardone Molyneux 2006)

Τα τελευταία ωστόσο χρόνια, έχει δοθεί πολύ μεγαλύτερη έμφαση σχετικά με τη νομισματική πολιτική στο πλαίσιο δέσμης των πολιτικών μιας κυβέρνησης. Η νομισματική πολιτική θεωρείται ως η προτιμώμενη επιλογή πολιτικής για τον επηρεασμό των τιμών. Αν και παραδοσιακά η επιλογή της νομισματικής πολιτικής ως το κύριο εργαλείο πολιτικής θεωρήθηκε ως θέμα της ιδεολογικής επιλογής, σήμερα θεωρείται περισσότερο ως μια ρεαλιστική λύση. Όπως είναι ευρέως αποδεκτό, επειδή ο υψηλός και μεταβλητός πληθωρισμός βλάπτει μακροπρόθεσμα την ανάπτυξη και την απασχόληση, φορείς χάραξης πολιτικής έχουν την τάση να επικεντρώνονται σε εκείνες τις πολιτικές που φαίνεται να πετυχαίνουν στην άμβλυνση των πληθωριστικών πιέσεων. Η σταθερότητα των τιμών, ως εκ τούτου, έχει γίνει ένα βασικό στοιχείο της οικονομικής στρατηγικής και η νομισματική πολιτική θεωρείται ως το καταλληλότερο είδος της πολιτικής που επηρεάζουν τις τιμές και τις προσδοκίες των τιμών. Η προτίμηση για τη χρήση της νομισματικής πολιτικής σε σχέση με άλλες μορφές της πολιτικής αφορά δύο κύριους παράγοντες, ο ρόλος των νομισματικών αρχών (κεντρικές τράπεζες) ως μοναδικοί εκδότες των τραπεζογραμματίων και των τραπεζικών αποθεματικών (γνωστό ως νομισματική βάση) και η ουδετερότητα του χρήματος .

1.3.4 Στόχοι της νομισματικής πολιτικής

Στόχοι μιας νομισματικής πολιτικής συνίστανται συνήθως στη σταθερότητα του ΑΕΠ, στην επίτευξη και τη διατήρηση της χαμηλής ανεργίας και στη διατήρηση προβλέψιμων συναλλαγματικών ισοτιμιών με άλλα νομίσματα. Οι κυριότεροι στόχοι της νομισματικής πολιτικής στη σύγχρονη εποχή ήταν συνήθως η διατήρηση σταθερότητας ενός γενικού επιπέδου τιμών χώρας, δηλαδή για την αποφυγή, είτε του πληθωρισμού είτε του αποπληθωρισμού και να προωθηθούν τα μέγιστα επίπεδα παραγωγής και απασχόλησης.

Άλλοι συχνά αποδεκτοί στόχοι της νομισματικής πολιτικής περιλαμβάνουν τη διατήρηση της ισορροπίας στο διεθνές εμπόριο μιας χώρας, διατηρώντας της σταθερότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές της και της ενίσχυσης των αυξημένων κεφαλαιουχικών επενδύσεων, ώστε να ενισχυθεί η ανάπτυξη της οικονομική ανάπτυξη με την πάροδο του χρόνου.

Επιπλέον κύριος στόχος της οικονομικής (και νομισματικής) πολιτικής είναι η υψηλή απασχόληση που συχνά αναφέρεται ως μείζονας στόχος της οικονομικής πολιτικής. Έχοντας ένα υψηλό επίπεδο των αποτελεσμάτων της ανεργίας στην οικονομία υπάρχει αδράνεια των πόρων που οδηγούν σε χαμηλότερα επίπεδα παραγωγής και του εισοδήματος και χαμηλότερη ανάπτυξη. Ωστόσο, αυτό δεν σημαίνει κατ'ανάγκη ότι η μηδενική ανεργία είναι ένας προτιμώμενος στόχος πολιτικής. Ένα ορισμένο επίπεδο της ανεργίας συχνά πιστεύεται ότι είναι απαραίτητο για την αποτελεσματική λειτουργία μιας δυναμικής οικονομίας. Ο στόχος της υψηλής απασχόλησης, ως εκ τούτου, δεν έχει ως στόχο την επίτευξη μηδενικής ανεργίας, αλλά επιδιώκει να επιτύχει ένα επίπεδο πάνω από το μηδέν, που είναι σύμφωνη με το ταίριασμα της ζήτησης και της προσφοράς εργασίας. Αυτό το επίπεδο είναι γνωστό ως η φυσικό ποσοστό ανεργίας. (Συνήθως ένα ποσοστό της τάξης του 4 τοις εκατό αναφέρεται ως το κατάλληλο επίπεδο). (Casua Girardone Molyneux 2006)

Η σταθερότητα των τιμών θεωρείται βασικός στόχος της οικονομικής πολιτικής, με δεδομένη την γενική επιθυμία να αποφύγουν τα έξοδα που συνδέονται με τον πληθωρισμό. Η σταθερότητα των τιμών θεωρείται επιθυμητή επειδή η αύξηση του επιπέδου των τιμών δημιουργεί αβεβαιότητα στην οικονομία και αυτό μπορεί να επηρεάσει αρνητικά την οικονομική ανάπτυξη. Πολλοί οικονομολόγοι υποστηρίζουν ότι ο χαμηλός πληθωρισμός αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για την επίτευξη βιώσιμης οικονομικής ανάπτυξης. Μια σταθερή οικονομική ανάπτυξη προβλέπει τις αυξήσεις σε βάθος χρόνου του βιοτικού επιπέδου του πληθυσμού. Ο στόχος της σταθερής οικονομικής ανάπτυξης είναι στενά συνδεδεμένη με εκείνη της υψηλής απασχόλησης, διότι οι επιχειρήσεις είναι πιθανότερο να επενδύσουν όταν η ανεργία είναι χαμηλή και οι επιχειρήσεις έχουν παραγωγική αδράνεια είναι απίθανο να θέλουν να επενδύσουν στην κατασκευή περισσότερων εργοστασίων. Ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης θα πρέπει να είναι τουλάχιστον συγκρίσιμο με τα επιτόκια που βιώνουν παρόμοια έθνη. Η σταθερότητα επιτοκίων είναι ένας επιθυμητός οικονομικός σκοπός, διότι η μεταβλητότητα των επιτοκίων δημιουργεί αβεβαιότητα για το μέλλον και αυτό μπορεί να έχει δυσμενείς συνέπειες για τις επιχειρήσεις και τις επενδυτικές αποφάσεις των καταναλωτών (όπως η αγορά ενός

σπιτιού). Αναμενόμενα υψηλότερα επίπεδα των επιτοκίων, αποθαρρύνει τις επενδύσεις, επειδή μειώνουν την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών για τους επενδυτές και να αυξήσει το κόστος χρηματοδότησης για τους δανειολήπτες. Η Σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι επίσης ένας σημαντικός στόχος των νομισματικών αρχών, διότι η κατάρρευση των χρηματοπιστωτικών αγορών μπορεί να έχει σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις για την οικονομία. Στις ΗΠΑ το μεγάλο χρηματιστηριακό Κραχ το 1929, είχε ως αποτέλεσμα την πτώση της μεταποιητικής παραγωγής κατά 50 τοις εκατό και την αύξηση της ανεργίας στο 25 με 30 τοις εκατό του εργατικού δυναμικού των ΗΠΑ από το 1932. (Casua Girardone Molyneux 2006)

1.3.5 **Εργαλεία άσκησης της νομισματικής πολιτικής**

Η νομισματική πολιτική αφορά τις αποφάσεις των κεντρικών τραπεζών να επηρεάζουν το κόστος και τη διαθεσιμότητα των χρημάτων σε μια οικονομία και ασκείται με τη μεταβολή της ποσότητας του χρήματος και επιδρά επί του ύψους του επιτοκίου. Τα εργαλεία της Κεντρικής Τράπεζας για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής είναι κυρίως τρία:

- α. η Πολιτική της Ανοικτής Αγοράς,
- β. το Προεξοφλητικό Επιτόκιο και
- γ. το Ελάχιστο όριο διαθέσιμων. (Λιανός Θεόδωρος 2015)

Πρώτον, όλες οι κεντρικές τράπεζες χρησιμοποιούν πράξεις ανοικτής αγοράς. Αγοράζουν και πωλούν κρατικά ομόλογα και άλλους τίτλους από τις τράπεζες-μέλη. Αυτό αλλάζει το ποσό των αποθεματικών που διαθέτουν οι τράπεζες. Ένα υψηλότερο απόθεμα σημαίνει ότι οι τράπεζες μπορούν να δανείσουν λιγότερα. Αυτή είναι η πολιτική συστολής. Το δεύτερο εργαλείο είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο. Το τρίτο εργαλείο είναι η απαίτηση ελάχιστων όριο διαθέσιμων. Οι κεντρικές τράπεζες λένε στα μέλη τους πόσα από τα χρήματά τους πρέπει να έχουν σε εφεδρεία κάθε βράδυ. Αν δεν υπήρχε η υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών, οι τράπεζες θα δανείζον το 100% των καταθέσεων τους.

1.3.5.1 **Πράξεις ανοικτής αγοράς**

Παρά το γεγονός ότι τα πρακτικά χαρακτηριστικά των πράξεων ανοικτής αγοράς ενδέχεται να διαφέρουν από χώρα σε χώρα, οι αρχές είναι οι ίδιες: η κεντρική τράπεζα δραστηριοποιείται στην αγορά και τις αγορές ή πωλεί το δημόσιο χρέος στο μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα. Σε γενικές γραμμές, αν η κεντρική τράπεζα πωλεί το δημόσιο χρέος η προσφορά χρήματος πέφτει (όλοι οι άλλοι παράγοντες παραμένουν σταθεροί), επειδή

τα χρήματα που λαμβάνονται από τραπεζικούς λογαριασμούς και άλλες πηγές για την αγορά τίτλων του Δημοσίου. Αυτό οδηγεί σε αύξηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Ως εκ τούτου, η κεντρική τράπεζα μπορεί να επηρεάσει το χαρτοφυλάκιο των περιουσιακών στοιχείων που κατέχονται από τον ιδιωτικό τομέα. Οι πράξεις ανοικτής αγοράς είναι το πιο συχνά χρησιμοποιούμενο έμμεσο μέσο της νομισματικής πολιτικής στις ανεπτυγμένες οικονομίες. Ένας από τους κύριους λόγους για την ευρεία χρήση των πράξεων ανοικτής αγοράς σχετίζεται με την ευελιξία τους όσον αφορά τόσο τη συχνότητα της χρήσης όσο και την κλίμακα (δηλαδή, η ποσότητα) της δραστηριότητας. (Casua Girardone Molyneux 2006)

Με την πολιτική της ανοικτής αγοράς η κεντρική τράπεζα μεταβάλλει το νομισματική βάση αγοράζοντας ή πουλώντας στην ανοιχτή αγορά χρηματοπιστωτικούς τίτλους, μεταβάλλοντας τη νομισματική βάση. Αφού η προσφορά χρήματος ισούται με τη νομισματική βάση επί τον πολλαπλασιαστή χρήματος, η πολιτική ανοικτής αγοράς μεταβάλλει και την προσφορά χρήματος. (BEGG n.d.). Αν υποθέσουμε ότι το τμήμα έκδοσης χαρτονομισμάτων της κεντρικής τράπεζας εκδίδει νέα τραπεζογραμμάτια αξίας 1. Εκατ λιρών και τα χρησιμοποιεί για να αγοράσει κρατικούς τίτλους στην ανοιχτή αγορά. Μετά από αυτή την πράξη, η αξία των κρατικών τίτλων στο χαρτοφυλάκιο των τραπεζών ή των ιδιωτών μειώνεται κατά 1 εκατ. Λίρες αλλά η νομισματική βάση αυξάνεται κατά 1 εκατ. Λίρες. Υπήρξε μία εισροή 1 εκατ λιρών στην οικονομία. Κάποιο ποσό θα κυκλοφορεί έκτος του τραπεζικού συστήματος, αλλά το μεγαλύτερο μέρος θα κατατεθεί στις τράπεζες οι οποίες θα μπορούν να επεκτείνουν τις πιστώσεις τους έναντι των υψηλότερων ρευστών διαθέσιμων τους. Αντιστρόφως αν το τμήμα έκδοσης τραπεζογραμμάτων της κεντρικής τράπεζας πουλήσει κρατικούς τίτλους αξίας 1 εκτ λιρών από το απόθεμα τίτλων που διαθέτει, θα πρέπει να αποσυρθεί από την κυκλοφορία ή από τα ρευστά διαθέσιμα των τραπεζών ποσό ακριβώς ίσο με 1 εκατ λίρες. Η νομισματική βάση πέφτει κατά 1 εκατ. Λίρες. Επειδή οι κεντρικές τράπεζες χάνουν ρευστά διαθέσιμα, θα πρέπει να μειώσουν τις πιστώσεις τους και έτσι πέφτει η προσφορά χρήματος. (BEGG n.d.)

Επιπλέον υπάρχει μικρή διαφορά αν οι τράπεζες συναλλάσσονται άμεσα με τις τράπεζες με το κοινό. Αν η κεντρική τράπεζα πουλήσει τίτλους άμεσα στο τραπεζικό σύστημα, τα ρευστά διαθέσιμα των τραπεζών πέφτουν αμέσως. Αν η κεντρική τράπεζα πουλήσει τίτλους στο κοινό, οι αγοραστές των τίτλων πληρώνουν επιταγές έναντι των τραπεζικών λογαριασμών τους και τα διαθέσιμα των τραπεζών μειώνονται και σε αυτή την περίπτωση. Σε κάθε περίπτωση δηλαδή με την πολιτική της ανοικτής αγοράς, η κε-

ντρική τράπεζα μεταβάλλει τη νομισματική βάση, τα ρευστά διαθέσιμα των τραπεζών, την πιστωτική επέκταση και την προσφορά χρήματος. (BEGG n.d.)

Η Κεντρική Τράπεζα ορίζει με δική της πρωτοβουλία τις πράξεις ανοικτής αγοράς που θα εκτελεστούν στις αγορές χρήματος. Η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ για παράδειγμα χρησιμοποιεί ημερήσιας διάρκειας repos (overnight repurchase agreements)³ για να «δημιουργεί» ή να «καταστρέφει» χρήμα, ελέγχοντας έτσι τα επίπεδα ρευστότητας των εμπορικών τραπεζών. Επίσης πραγματοποιεί αγορές και πωλήσεις τίτλων μέσω της ανοικτής πλατφόρμας συναλλαγών (System Open Market Account ή SOMA) της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Υόρκης. Αντίστοιχα, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα χρησιμοποιεί κυρίως εβδομαδιαίας και μηνιαίας διάρκειας repos, τα οποία τίθενται προς πλειστηριασμό στον οποίο συμμετέχουν και υποβάλουν προσφορές πάνω από 900 εμπορικές τράπεζες με έδρες εντός και εκτός ευρωζώνης.

Οι πράξεις ανοικτής αγοράς περιλαμβάνουν τις εξής συναλλαγές:

- α) απευθείας αγορά ή πώληση περιουσιακών στοιχείων
- β) αγορά ή πώληση περιουσιακών στοιχείων με συμφωνία επαναγοράς (repurchase agreements ή repos)
- γ) δανειοδότηση ή δανειοληψία έναντι υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων ως ασφαλειών
- δ) έκδοση πιστοποιητικών Κεντρικής Τραπεζής
- ε) αποδοχή καταθέσεων προκαθορισμένης προθεσμίας
- στ) διενέργεια swaps συναλλάγματος μεταξύ εγχώριων και ξένων νομισμάτων.

1.3.5.2 Προεξοφλητικό επιτόκιο

Ένα άλλο μέτρο νομισματικού ελέγχου που διαθέτει η κεντρική τράπεζα είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο, το οποίο συνιστά το επιτόκιο με το οποίο μπορούν να δανείζονται οι εμπορικές τράπεζες από την κεντρική τράπεζα. Όταν δε το προεξοφλητικό επιτόκιο αποτελούσε σημαντικό μέσο νομισματικού ελέγχου στο Ηνωμένο Βασίλειο, ήταν γνωστό ως το επιτόκιο της Τράπεζας ή ως το ελάχιστο επιτόκιο δανεισμού.

³ Μια συμφωνία επαναγοράς (repo) είναι μια μορφή βραχυπρόθεσμου δανεισμού για τους εμπόρους κρατικών τίτλων. Στην περίπτωση ενός repo, ένας αντιπρόσωπος πωλεί κρατικούς τίτλους στους επενδυτές, συνήθως σε μια ολονύκτια βάση, και τις αγοράζει την επόμενη ημέρα. Για το συμβαλλόμενο μέρος που πωλεί την ασφάλεια και συμφωνεί να το επαναγοράσει στο μέλλον, είναι ένα repo. για το συμβαλλόμενο μέρος στο άλλο άκρο της συναλλαγής, αγοράζοντας την ασφάλεια και συμφωνώντας να πουλήσει στο μέλλον, πρόκειται για μια συμφωνία αντιστερεπτάς επαναγοράς. Τα repo χρησιμοποιούνται συνήθως για την άντληση κεφαλαίων μικρής διάρκειας.

Για να μπορέσουμε να κατανοήσουμε το προεξοφλητικό επιτόκιο ας υποθέσουμε ότι οι τράπεζες θεωρούν ότι το ελάχιστο ασφαλές ρευστών διαθεσίμων προς τις καταθέσεις είναι 10%. Δεν έχει σημασία αν το ποσοστό αυτό προσδιορίζεται με εμπορικά κριτήρια ή επιβάλλεται από την κεντρική τράπεζα. Κάθε μέρα οι τράπεζες έχουν στην διάθεση τους κάποια ποσότητα ρευστών. Ας πούμε ότι το ποσοστό των ρευστών διαθεσίμων τους ως προς τις καταθέσεις είναι 12%. Πόσο θα άφηναν να πέσει το ποσοστό αυτό προς το ελάχιστο επίπεδο του 10%; (BEGG n.d.)

Οι τράπεζες πρέπει να εξισορροπήσουν το επιτόκιο που θα εισπράττουν από τα επιπλέον δάνεια που χορηγούν με τον κίνδυνο και το κόστος που συνεπάγεται μία ξαφνική μαζική ανάληψη που θα έριχνε τα ρευστά διαθέσιμα τους κάτω από το κρίσιμο επίπεδο του 10%. Εδώ εμφανίζεται το προεξοφλητικό επιτόκιο. Ας υποθέσουμε ότι το επιτόκιο της αγοράς είναι 8% και η κεντρική τράπεζα γνωστοποιεί ότι θα δανείζει τις εμπορικές τράπεζες με επιτόκιο 8%. Έτσι οι εμπορικές τράπεζες μπορούν να χορηγούν δάνεια μέχρι να φτάσουν στα όρια και να οδηγήσουν το ποσοστό ρευστών διαθεσίμων τους στο ελάχιστο 10% των καταθέσεων τους. Τότε οι τράπεζες δανείζουν με 8% και αν συμβεί κάτι και βρεθούν χωρίς ρευστά διαθέσιμα μπορούν τότε να δανειστούν από τη κεντρική τράπεζα με επιτόκιο 8%. Στην περίπτωση αυτή οι τράπεζες δεν χάνουν χορηγώντας όσο μπορούν περισσότερα δάνεια. (BEGG n.d.)

Στην περίπτωση όμως που η κεντρική τράπεζα γνωστοποιεί, ότι παρά το γεγονός ότι το επιτόκιο της αγοράς είναι 8%, αυτή θα δανείζει τις εμπορικές τράπεζες με ένα επιτόκιο της τάξης του 10%. Στην περίπτωση αυτή μια τράπεζα που διατηρεί ποσοστό ρευστών διαθεσίμων 12% μπορεί να καταλήξει στο συμπέρασμα ότι δεν αξίζει να χορηγήσει επιπλέον δάνεια με επιτόκιο 8% και να μειώσει τα ρευστά διαθέσιμα της στο 10% των καταθέσεων της. Υπάρχει τότε ο κίνδυνος μια ξαφνική μαζική ανάληψη να την αναγκάσει να δανειστεί από την κεντρική τράπεζα με επιτόκιο 10% και τότε θα έχανε χρήματα από τα επιπλέον αυτά δάνεια. Θα ήταν λοιπόν λογικό να κρατήσει κάποια επιπλέον ρευστά διαθέσιμα ως προφύλαξη έναντι ξαφνικών αναλήψεων. Επομένως καθορίζοντας το προεξοφλητικό επιτόκιο σε επίπεδο υψηλότερο από το γενικό επίπεδο των επιτοκίων της αγοράς, η κεντρική τράπεζα μπορεί να αναγκάσει τις εμπορικές τράπεζες να διατηρούν εθελοντικά ρευστά διαθέσιμα. Αφού με τον τρόπο αυτό οι τραπεζικές καταθέσεις περιορίζονται σε σχέση με τα ρευστά διαθέσιμα των τραπεζών, ο πολλαπλασιαστής χρήματος μειώνεται και η προσφορά χρήματος είναι μικρότερη για κάθε δεδομένη νομισματική βάση. (BEGG n.d.)

1.3.5.3 Ελάχιστο όριο διαθέσιμων

Το ποσοστό υποχρεωτικών διαθέσιμων είναι το ελάχιστο ποσοστό ρευστών διαθέσιμων προς τις καταθέσεις που η κεντρική τράπεζα απαιτεί να τηρούν οι εμπορικές τράπεζες. Όταν ισχύει ένα υποχρεωτικό ποσοστό διαθέσιμων, οι τράπεζες μπορούν να έχουν ένα ποσοστό υψηλότερο από το υποχρεωτικό αλλά όχι χαμηλότερο. Αν τα ρευστά διαθέσιμα τους πέσουν κάτω από το υποχρεωτικό ποσοστό, θα πρέπει αμέσως να δανειστούν, συνήθως από την κεντρική τράπεζα, για να εξοφλήσουν το υποχρεωτικό ποσοστό ρευστών διαθέσιμων. (BEGG n.d.)

Τα υποχρεωτικά τραπεζικά διαθέσιμα επηρεάζουν την ποσότητα χρήματος που μπορεί να δημιουργήσει το τραπεζικό σύστημα με κάθε νόμισμα από τα διαθέσιμα. Μια αύξηση στα ποσοστά υποχρεωτικών διαθέσιμων σημαίνει ότι οι τράπεζες πρέπει να έχουν περισσότερα διαθέσιμα και συνακόλουθα ότι μπορούν να δανείσουν μικρότερο μέρος από κάθε δολάριο ή ευρώ που κατατίθεται. Κατ' αυτό τον τρόπο, αυξάνεται η αναλογία διαθέσιμων και μειώνεται ο πολλαπλασιαστής χρήματος και άρα η προσφορά χρήματος. (Mankiw 2002)

Επομένως, όταν η κεντρική τράπεζα επιβάλλει ένα υποχρεωτικό ποσοστό ρευστών διαθέσιμων μεγαλύτερο από το ποσοστό που θα διατηρούσε κανονικά κάθε συνετή τράπεζα, περιορίζεται η δημιουργία τραπεζικών καταθέσεων, μειώνεται η τιμή του πολλαπλασιαστή και μειώνεται η προσφορά χρήματος για κάθε δεδομένη νομισματική βάση. Όταν η κεντρική τράπεζα επιβάλλει ένα ποσοστό υποχρεωτικών ρευστών διαθέσιμων μεγαλύτερο από το ποσοστό που θα επιθυμούσαν να διατηρήσουν οι τράπεζες, τότε οι τράπεζες δημιουργούν λιγότερες καταθέσεις και πιστώσεις απ' ό,τι πραγματικά θα επιθυμούσαν. Έτσι το ποσοστό υποχρεωτικών καταθέσεων λειτουργεί ως φόρος που αναγκάζει τις τράπεζες να διατηρούν ένα υψηλότερο ποσοστό του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων τους με τη μορφή διαθέσιμων και να διοχετεύουν μικρότερο ποσοστό σε υψηλότοκα δάνεια. (BEGG n.d.)

Οι τράπεζες πρέπει να κατέχουν ποσότητες των συναλλαγματικών διαθέσιμων για εποπτικούς σκοπούς. Αν μια τράπεζα πέφτει στο ελάχιστο επιθυμητό επίπεδο των συναλλαγματικών διαθέσιμων θα πρέπει να στραφεί σε δάνεια ή αλλιώς να επιδιώξει να αποκτήσει επιπλέον συναλλαγματικά διαθέσιμα από την οποία να επεκτείνει το δανεισμό της. Το αποτέλεσμα σε κάθε περίπτωση θα είναι γενικά μια αύξηση των επιτοκίων που θα χρησιμεύσει για να μειώσει τη ζήτηση σε δάνεια. Σε περίπτωση που οι αρχές επιβάλλουν υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών που υπερβαίνουν το δικό τους επιθυμητό επίπεδο των αποθεματικών ιδρυμάτων (ή αλλιώς μείωση της δια-

θεσιμότητας των συναλλαγματικών διαθεσίμων), η συνέπεια θα είναι ότι οι εμπλεκόμενοι φορείς θα πρέπει να περιορίσουν το δανεισμό τους και / ή να αποκτήσουν επιπλέον συναλλαγματικά διαθέσιμα. Αυτό θα οδηγήσει σε υψηλότερα επιτόκια και μειωμένη ζήτηση για δάνεια που, με τη σειρά της, θα περιορίσει το ρυθμό αύξησης της προσφοράς χρήματος. Με την αλλαγή στο κλάσμα των καταθέσεων που οι τράπεζες είναι υποχρεωμένες να διατηρούν ως αποθεματικά, η κεντρική τράπεζα μπορεί να ελέγχει την προσφορά χρήματος. Αυτό το κλάσμα εκφράζεται γενικά σε ποσοστιαίους όρους και ως εκ τούτου ονομάζεται απαιτούμενη αναλογία αποθεματικών: όσο μεγαλύτερη είναι η απαιτούμενη αναλογία αποθέματος, τόσο μικρότερη είναι η ποσότητα των διαθέσιμων κεφαλαίων στις τράπεζες. Αντίστροφα, όσο χαμηλότερη είναι η αναλογία αποθεματικών που απαιτούνται από τις νομισματικές αρχές, τόσο μεγαλύτερη είναι η ποσότητα των διαθέσιμων κεφαλαίων στις τράπεζες για εναλλακτικές επενδύσεις. (Irwin 2014) (BEGG n.d.)

Το πλεονέκτημα των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών ως εργαλείο της νομισματικής πολιτικής είναι ότι επηρεάζουν όλες τις τράπεζες εξίσου και μπορεί να έχει μια ισχυρή επίδραση στην προσφορά χρήματος. Ωστόσο, αυτό το τελευταίο μπορεί επίσης να είναι ένα μειονέκτημα, δεδομένου ότι είναι δύσκολο για τις αρχές να κάνουν μικρές αλλαγές στην προσφορά χρήματος με τη χρήση αυτού του εργαλείου. Ένα άλλο μειονέκτημα είναι ότι η έκκληση για μεγαλύτερη ύπαρξη αποθεμάτων μπορεί να προκαλέσει προβλήματα ρευστότητας για τις τράπεζες που δεν έχουν πλεονάζοντα αποθεματικά. Εάν οι αρχές παίρνουν τακτικά αποφάσεις σχετικά με την αλλαγή των υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών, αυτό μπορεί να προκαλέσει προβλήματα στη διαχείριση της ρευστότητας των τραπεζών. Σε γενικές γραμμές, η αύξηση των υποχρεωτικών αποθεματικών επηρεάζει την ικανότητα των τραπεζών να χορηγούν δάνεια και μειώνει το δυναμικό κερδών των τραπεζών, διότι η κεντρική τράπεζα δεν καταβάλλει τόκους επί των αποθεματικών. Σε ορισμένες χώρες, όπως στις Ηνωμένες Πολιτείες, την Ιαπωνία και την Ευρωζώνη, οι κεντρικές τράπεζες χρησιμοποιούν υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών τώρα και πάλι ως εργαλείο της νομισματικής πολιτικής. Διάφορες κεντρικές τράπεζες όμως όπως αυτές στην Ελβετία, τη Νέα Ζηλανδία και την Αυστραλία, τα έχουν εξαλείψει εντελώς. Ο κύριος λόγος για αυτό είναι ότι η εφαρμογή της αναλογίας των αποθεματικών δημιουργεί διάκριση εις βάρος των τραπεζών με αποτέλεσμα άλλες χρηματοπιστωτικές εταιρείες δεν χρειάζεται να κατέχουν αποθέματα στην κεντρική τράπεζα. Επίσης, πολλές τράπεζες έχουν σήμερα εσωτερικούς πόρους που υπερβαίνουν κατά πολύ τα ελάχιστα υποχρεωτικά αποθεματικά και κάθε κλήση να αυξήσουν τα αποθέματά από τις αρχές, μπορεί εύκολα να επιτευχθεί χωρίς να επηρεάζεται η συμπεριφορά της τράπεζας. (Casua Girardone Molyneux 2006)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΜΗ ΣΥΜΒΑΤΙΚΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

2.1 Γενικά

Τα επιχειρησιακά πλαίσια των κεντρικών τραπεζών έχουν αλλάξει ριζικά μετά τη μεγάλη οικονομική κρίση καθώς σε περιόδους βαθιάς ύφεσης ή οικονομικής κρίσης, τα συμβατικά νομισματικά εργαλεία περιορίζονται στη χρησιμότητα τους. Αυτό οφείλεται στο ότι τα ονομαστικά επιτόκια είναι σχεδόν μηδενικά και οι απαιτήσεις τραπεζικών αποθεματικών δεν μπορούν να γίνουν πολύ χαμηλές. Επιπλέον, όταν τα επιτόκια είναι κοντά στο μηδέν, η οικονομία θα μπορούσε να πέσει σε παγίδα ρευστότητας.

Η πρόκληση αυτή εμφανίστηκε μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers⁴, όπου οι κεντρικές τράπεζες προηγμένων οικονομιών αντιμετώπισαν το μηδενικό όριο των ονομαστικών επιτοκίων. Σε αντίδραση σε αυτή την κατάσταση, οι κεντρικές τράπεζες ανταποκρίθηκαν στην πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση με μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής. Οι μη συμβατικές νομισματικές πολιτικές θεωρούνται πλέον φυσιολογικές αντιδράσεις σε όλες τις μεγάλες ανεπτυγμένες οικονομίες. Οι μη συμβατικές πολιτικές ωστόσο δημιούργησαν νέους συστημικούς κινδύνους που προέκυψαν από την παρατεταμένη καταστολή των χρηματοπιστωτικών αγορών μέσω της συγκράτησης της μεταβλητότητας των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, την εξάντληση των περιθωρίων για περαιτέρω νομισματικά κίνητρα σε μελλοντικές κρίσεις και την εξάρτηση των οικονομιών από τη φθηνή χρηματοδότηση.

Στην παγκόσμια βιβλιογραφία έχουν παρουσιαστεί διάφορες μορφές κατηγοριοποίησης των μη συμβατικών πολιτικών. Οι περισσότεροι ερευνητές, μεταξύ αυτών οι Bernanke & Reinhart , καθώς και οι Haltom & Wolman, διακρίνουν τρεις κατηγορίες μη συμβατικών μέτρων. Η πρώτη κατηγορία αφορά στην αλλαγή του μεγέθους του ισολογισμού της ΚΤ, η δεύτερη στην αλλαγή της σύστασης του ισολογισμού της ΚΤ, ενώ η

⁴ Η **Lehman Brothers Holdings Inc.** ήταν μια παγκόσμια εταιρεία χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Πριν από την κήρυξη πτώχευσης το 2008, η Lehman ήταν η τέταρτη μεγαλύτερη επενδυτική τράπεζα στις Ηνωμένες Πολιτείες (πίσω από τις Goldman Sachs, Morgan Stanley και Merrill Lynch), την επιχειρηματική δραστηριότητα στην επενδυτική τραπεζική, τις πωλήσεις μετοχών και συναλλαγών (ιδιαίτερα τα ομόλογα των ΗΠΑ), την έρευνα, τη διαχείριση επενδύσεων, τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια και την ιδιωτική τραπεζική. Η Lehman λειτούργησε για 158 χρόνια από την ίδρυσή της το 1850 μέχρι το 2008. Στις 15 Σεπτεμβρίου του 2008, η εταιρεία κήρυξε προστασία πτώχευσης μετά τη μαζική έξοδο των περισσότερων πελατών της, τη δραστική μείωση των αποθεμάτων της και την υποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων από τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, που σε μεγάλο βαθμό προκλήθηκε από τη συμμετοχή της Lehman στην κρίση ενυπόθητων δανείων υψηλού κινδύνου (subprime mortgage crisis) και τους μετέπειτα ισχυρισμούς για αμέλεια και κακοδιαχείριση. Η αίτηση πτώχευσης της Lehman είναι η μεγαλύτερη στην ιστορία των ΗΠΑ, ενώ πιστεύεται ότι έχει διαδραματίσει καθοριστικό ρόλο στην εξέλιξη της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης που ξεκίνησε στα τέλη της δεκαετίας του 2000

τρίτη στην παροχή μελλοντικής καθοδήγησης για την πιθανή πορεία της Νομισματικής Πολιτικής. (Bernake Reinhart 2004) (Haltom - Wolman 2012)

Το κύριο χαρακτηριστικό των μη συμβατικών νομισματικών πολιτικών είναι ότι οι ΚΤ κάνουν ενεργητική διαχείριση των ισολογισμών τους με στόχο να επηρεάσουν τις τιμές και τις συνθήκες της αγοράς πέρα από το επίπεδο των επιτοκίων. Παρόμοια με τους στόχους των συμβατικών μέτρων Νομισματικής Πολιτικής, τα μη συμβατικά μέτρα έχουν σαν στόχο τους τη διατήρηση της σταθερότητας του επιπέδου των τιμών, την αποφυγή της κατάρρευσης του χρηματοοικονομικού συστήματος και το μετριασμό της οικονομικής ύφεσης. Επομένως, τα μη συμβατικά μέτρα υποστηρίζουν τους βασικούς στόχους της Νομισματικής Πολιτικής της ΚΤ. Η χρήση τους γίνεται σε περιπτώσεις ύπαρξης τριβών, διαταραχών, αποτυχιών ή περιορισμών στις αγορές. Σύμφωνα με τον Kristof Lehman, τα μη συμβατικά μέτρα υποκαθιστούν τα συμβατικά όταν τα τελευταία χάνουν την αποτελεσματικότητά τους και τα συμπληρώνουν αποκαθιστώντας το μηχανισμό μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής. (Lehmann 2012).

2.2 Μη συμβατική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ

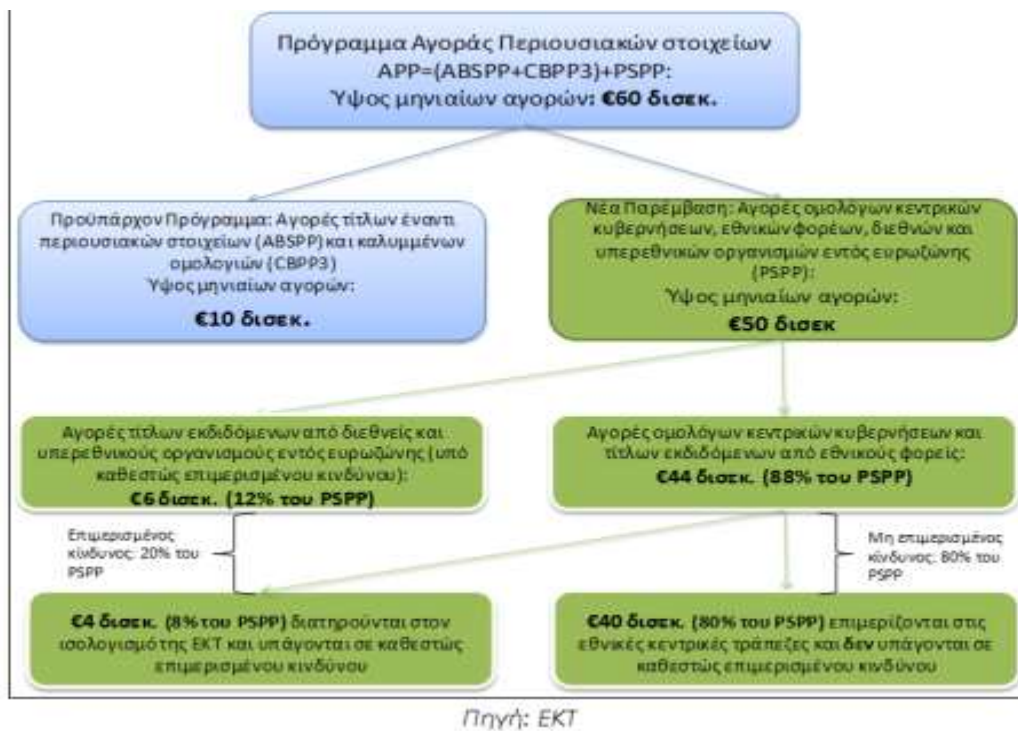
Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση ξέσπασε ως κρίση στην αγορά στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ και έγινε πλήρης παγκόσμια κρίση μετά την πτώση της Lehman Brothers. Έτσι, οι επιπτώσεις της χρηματοπιστωτικής κρίσης εξαπλώθηκαν σε όλο τον κόσμο. Στην ευρωζώνη, η χρηματοπιστωτική κρίση έγινε πιο προκλητική καθώς προκάλεσε προβλήματα κρατικών χρεών σε ορισμένες χώρες και προκάλεσε τεράστια κρίση χρέους. Η κρίση κρατικού χρέους ήταν η πρώτη κρίση στην Ευρωζώνη μετά τη διαμόρφωση μιας νομισματικής ένωσης και τη βιωσιμότητα της Ένωσης. Σε αυτό το ήρεμο περιβάλλον, η ΕΚΤ ανταποκρίθηκε στην κρίση με ένα σύνολο εργαλείων νομισματικής πολιτικής, συμβατικά και αντισυμβατικά. Η ΕΚΤ ακολούθησε λοιπόν μια μη συμβατική νομισματική πολιτική παράλληλη με τα συμβατικά της μέσα της πολιτικής νομισματικής πολιτικής. Παρείχε τη στήριξη ρευστότητας στις αγορές, αγοράζοντας δημόσια και ιδιωτικά περιουσιακά στοιχεία και κατεύθυνε τις αγορές για τα μελλοντικά βραχυπρόθεσμα επιτόκια στο πλαίσιο της μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής. Οι στόχοι της χρήσης αυτών των πολιτικών είναι παρόμοιες για όλες τις κεντρικές τράπεζες με στόχο την ελάφρυνση των εντάσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές και την τόνωση της συνολικής ζήτησης. Τα δύο εργαλεία μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής που έκανε χρήση η ΕΚΤ ήταν η ποσοτική χαλάρωση και οι ενδείξεις για την μελλοντική κατεύθυνση της πολιτικής.

2.2.1 Ποσοτική χαλάρωση

Η QE ((quantitative easing) είναι μια μη συμβατική νομισματική πολιτική στην οποία μια κεντρική τράπεζα αγοράζει δημόσιους και ιδιωτικούς τίτλους από την αγορά για να μειώσει τα επιτόκια και να αυξήσει την προσφορά χρήματος με αποτέλεσμα την αύξηση των ονομαστικών δαπανών. Το QE μπορεί να περιγραφεί ως αγορά ομολόγων και άλλων χρεογράφων από κεντρικές τράπεζες με τα χρήματα που έχουν δημιουργηθεί πρόσφατα. Δεν είναι μόνο η «εκτύπωση χρήματος» αλλά η ανταλλαγή μεταξύ κεντρικών τράπεζες και άλλους ενδιαμέσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, όπως θεσμικούς επενδυτές. Ο επιδιωκόμενος σκοπός της QE είναι να τονώσει την οικονομία μιας χώρας αντικαθιστώντας τα περιουσιακά στοιχεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (για παράδειγμα, το δημόσιο χρέος, εταιρικά ομόλογα και ενυπόθηκα χρεόγραφα) με μετρητά που δημιουργήθηκαν στο πλαίσιο της διαδικασίας. (GRÉGORY CLAEYS 2015)

Στις 22 Ιανουαρίου 2015, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε την από 9η Μαρτίου 2015, επέκταση του Προγράμματος Αγοράς Περιουσιακών Στοιχείων (Expanded Asset Purchase Programme – APP), το οποίο ξεκίνησε τον Σεπτέμβριο 2014 και προέβλεπε αγορές τίτλων που έχουν εκδοθεί έναντι περιουσιακών στοιχείων (Asset-Backed Securities Purchase Programme – ABSPP) και καλυμμένων ομολογιών (Third Covered Bond Purchase Programme – CBPP3), ύψους €10 δισεκ. μηνιαίως. Σύμφωνα με την απόφαση αυτή, η ΕΚΤ διευρύνει το υφιστάμενο πρόγραμμα με τη θέσπιση ενός προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων του δημόσιου τομέα (Public Sector Purchase Programme – PSPP) ύψους €50 δισεκ. σε μηνιαία βάση. Μέσω αυτού, το ευρωσύστημα αγοράζει στη δευτερογενή αγορά τίτλους επενδυτικής κλάσης με νόμισμα το ευρώ, οι οποίοι εκδίδονται από τις κεντρικές κυβερνήσεις των χωρών μελών της ευρωζώνης, από αναγνωρισμένους φορείς, διεθνείς οργανισμούς εγκατεστημένους στην ευρωζώνη και πολυμερείς τράπεζες ανάπτυξης εγκατεστημένες στην ευρωζώνη. Στόχος ήταν η εναπομένουσα ωρίμαση των επιλέξιμων χρεογράφων θα πρέπει να εκτείνεται από δύο έως τριάντα έτη, ενώ η απόδοσή τους στη λήξη θα πρέπει να είναι μεγαλύτερη από το επιτόκιο διευκόλυνσης καταθέσεων (-0,2% κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης της απόφασης). Το μέγεθος του διευρυμένου προγράμματος ανέρχεται πλέον στα €60 δισεκ. σε μηνιαία βάση, ενώ η διάρκειά του εκτείνεται στους 19 μήνες (έως την 30η Σεπτεμβρίου 2016), με προοπτική όμως επέκτασης, μέχρις ότου διασφαλιστεί η διατηρήσιμη πορεία του πληθωρισμού προς τον επίσημο στόχο που είχε οριστεί λίγο κάτω από 2% ετησίως σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Η λογική, το μέγεθος και η (ανοιχτή) διάρκεια των παρεμβάσεων, συνηγορούν υπέρ της άποψης πως πρόκειται

για πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης, το οποίο θα οδηγούσε σε συνολική διεύρυνση του ισολογισμού της ΕΚΤ κατά περίπου €1,1 τρισεκ. μέχρι τον Σεπτέμβριο του 2016. Τον Ιανουάριο, η ΕΚΤ αποφάσισε ότι το πρόγραμμα θα αποτελείται από μηνιαίες αγορές στοιχείων ενεργητικού ύψους 60 δισ. Ευρώ. Το σχήμα 1 δείχνει πώς οι μηνιαίες αγορές του Ευρωσυστήματος διατέθηκαν σε διάφορα στοιχεία του ενεργητικού.



Σχήμα 1: Κατανομή των μηνιαίων αγορών στοιχείων ενεργητικού από το Ευρωσύστημα

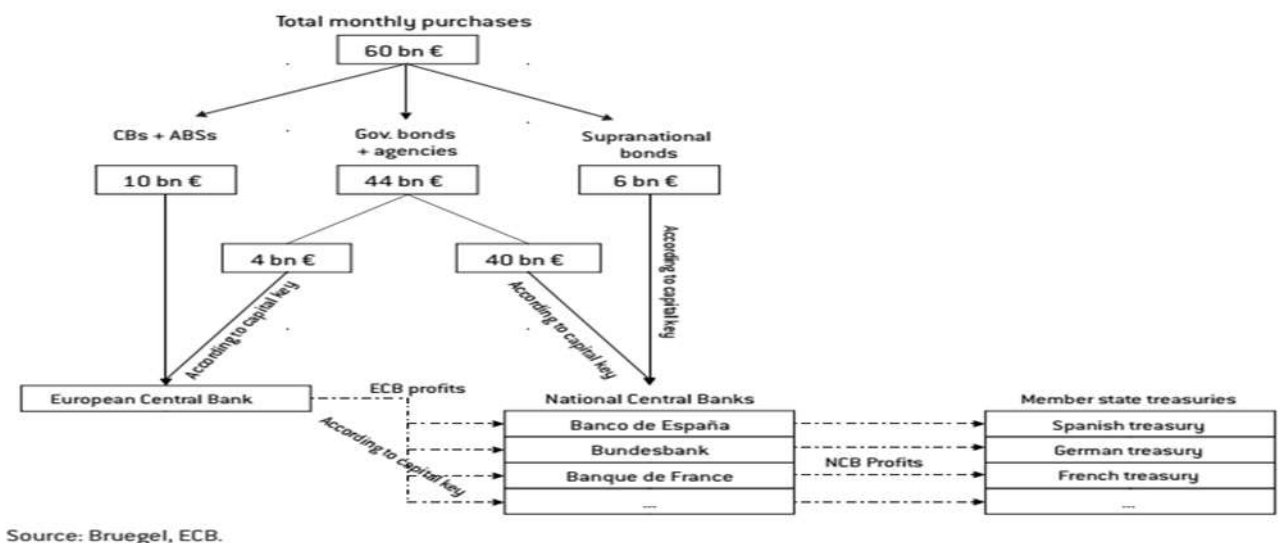
Από τις πρόσθετες αγορές ύψους €50 δισεκ. ανά μήνα, που αποτελούν και τη μεγάλη διεύρυνση του Προγράμματος Αγοράς Περιουσιακών Στοιχείων, το 12% διοχετεύεται σε αγορές χρεογράφων που εκδίδουν υπερεθνικοί και διεθνείς οργανισμοί εντός της ευρωζώνης και διατηρείται στο ενεργητικό της ΕΚΤ υπό καθεστώς επιμερισμένου κινδύνου. Το 88% επί της αξίας των αγορών αφορά κυρίως σε ομόλογα κεντρικών κυβερνήσεων και σε πολύ μικρότερο βαθμό τίτλους επιλέξιμων (λίγων στον αριθμό) εθνικών φορέων.

Η προτίμηση του Προγράμματος στα κυβερνητικά ομόλογα αποδίδεται αφενός στην ισχυρή επίδραση που ασκεί η αγορά των εν λόγω χρεογράφων στις συνθήκες χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας και αφετέρου στο γεγονός πως πρόκειται για μία μεγάλη και με υψηλό βαθμό ρευστότητας αγορά. (Coenre 2015)

Όσον αφορά στην κατανομή του κινδύνου από πιθανές ζημιές, η ΕΚΤ διατήρησε στον ισολογισμό της τους τίτλους που εκδίδουν οι διεθνείς και υπερεθνικοί οργανισμοί,

οι οποίοι ανέρχονται στο 12% της αξίας των πρόσθετων παρεμβάσεων. Από το υπόλοιπο 88% που διοχετεύεται προς αγορές ομολόγων κυβερνήσεων και εθνικών υπηρεσιών, το 8% διενεργείται κεντρικά από την ΕΚΤ και υπάγεται σε καθεστώς επιμερισμένου κινδύνου, ενώ το 80% επιβαρύνει τις εθνικές κεντρικές τράπεζες σε περίπτωση πραγματοποίησης ζημιών. Η κατανομή των κυβερνητικών τίτλων από τις εθνικές κεντρικές Τράπεζες προσδιορίζεται από το μερίδιο συμμετοχής τους στο κεφάλαιο εγγραφής της ΕΚΤ, το οποίο συναρτάται, πρωτίστως, από το ΑΕΠ και δευτερευόντως από το δημογραφικό παράγοντα (σχήμα 2). Συνοψίζοντας, το 20% των νέων παρεμβάσεων υπόκειται σε καθεστώς επιμερισμένου κινδύνου, ενώ για το υπόλοιπο 80% οι πιθανές ζημιές βαραινούν τους ισολογισμούς των εθνικών κεντρικών τραπεζών του ευρωσυστήματος. Με τη συγκεκριμένη κατανομή το ΔΣ της ΕΚΤ επιδιώκει να μεγιστοποιήσει την αποτελεσματικότητα του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης, λαμβάνοντας συγχρόνως υπόψη τις ανησυχίες ορισμένων κυβερνήσεων σχετικά με πιθανές δημοσιονομικές επιπτώσεις του (ECB 2015).

Σχήμα 2



Το ΔΣ της ΕΚΤ εισήγαγε σταδιακά αρκετές αλλαγές στον αρχικό σχεδιασμό του διευρυμένου προγράμματος, αποσκοπώντας αφενός στη διασφάλιση της ομαλής εφαρμογής του και αφετέρου στην περαιτέρω χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής. Παράλληλα με τα μέτρα άμβλυνσης των περιορισμών στην προσφορά χρεογράφων, το ΔΣ της ΕΚΤ αποφάσισε τη χρονική επέκταση του Προγράμματος μέχρι το Μάρτιο 2017, με προοπτική εκ νέου επιμήκυνσης σε περίπτωση απόκλισης του ρυθμού πληθωρισμού από την τιμή-στόχο. Επιπλέον, αποφασίστηκε η επανεπένδυση των ποσών από την εξόφληση των αποκτηθέντων τίτλων για όσο χρονικό διάστημα κρίνεται απαραίτητο.

Πρωταρχική επιδίωξη του Προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης ήταν η διατηρήσιμη επάνοδος του πληθωρισμού στην τιμή-στόχο (κάτω, αλλά πλησίον του 2% κατ' έτος) μεσοπρόθεσμα. Ειδικότερα ο Mario Draghi⁵, στο πλαίσιο τεκμηρίωσης της απόφασης που έλαβε το ΔΣ της ΕΚΤ τον Ιανουάριο 2015, προέβη σε συνοπτική ανάλυση των μακροοικονομικών και νομισματικών δεδομένων εντός της ευρωζώνης. Σε αυτήν στάθηκε στην επίδραση της απότομης πτώσης των τιμών του πετρελαίου, στον πληθωρισμό και στην πιθανότητα αυτή να οδηγήσει σε δευτερογενείς πτωτικές επιδράσεις στους μισθούς και τις τιμές και κατ' επέκταση σε μείωση των μεσοπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών. Αναφέρθηκε επίσης, στον υποτονικό ρυθμό μεγέθυνσης της ευρωζώνης και στην ισχνή βελτίωση της προσφοράς και ζήτησης πιστώσεων, συνεπεία μεταξύ άλλων, της συνεχιζόμενης φάσης απομόχλευσης στην οποία βρίσκοταν ο δημόσιος ή/και ο ιδιωτικός τομέας. Δεδομένου ότι το επιτόκιο πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης μειώθηκε στο 0,05% το Σεπτέμβριο 2014, η αναχαίτιση της πτωτικής πορείας του πληθωρισμού, η τόνωση των επενδύσεων και η μείωση του παραγωγικού κενού, δικαιολογούν την απόφαση της ΕΚΤ για περαιτέρω χαλάρωση της ασκούμενης νομισματικής πολιτικής, μέσω ενός προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης. (Μανούζας 2016)

2.2.2 Ενδείξεις για την μελλοντική κατεύθυνση της πολιτικής

Η επικοινωνία μεταξύ του κεντρικού κέντρου και της αγοράς όσον αφορά τον τύπο νομισματικής πολιτικής που θα ήθελε να πραγματοποιήσει, εντάθηκε λόγω των συνεπειών της χρηματοπιστωτικής κρίσης τη χρονική περίοδο 2007-2009 και της κρίσης χρέους των χωρών. Η καθοδήγηση προς τα εμπρός έχει ως στόχο να παράσχει στους συμμετέχοντες στην αγορά πληροφορίες σχετικά με τις προθέσεις τους πολιτικών για τη μελλοντική πορεία του ποσοστού πολιτικής. Μπορεί να υλοποιηθεί με δύο μορφές. Η πρώτη μορφή, η οποία είναι γνωστή ως η εκ των προτέρων καθοδήγηση των «Δελφικών», προβλέπει την πορεία πραγματικών οικονομικών διαδικασιών και τις πιθανές ενέργειες των νομισματικών αρχών προς αυτές τις διαδικασίες. Η δεύτερη μορφή ονομάζεται «Προηγμένη καθοδήγηση του «Οδυσσέα». Αυτή η ομάδα χαρακτηρίζεται μάλλον από παρεμβατική φύση, διότι στην περίπτωση αυτή οι νομισματικές αρχές είναι υποχρεωμένες να αναλαμβάνουν συγκεκριμένες ενέργειες δημοσίως όταν συμβαίνουν συγκεκριμένα γεγονότα. (Campbell Evans Fisher Justiniano 2012). Σε μια εκδοχή, η κεντρική τράπεζα στοχεύει να διευκρινίσει πώς θα εξελίσσεται η νομισματική πολιτική στο μέλλον ανάλογα με τις προσδοκίες της για οικονομική δραστηριότητα ή πληθωρισμό.

⁵ Ο Μάριο Ντράγκι είναι Ιταλός οικονομολόγος και τραπεζικός. Ανέλαβε τη θέση του Προέδρου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας την 1η Νοεμβρίου του 2011, αντικαθιστώντας τον Ζαν-Κλωντ Τρισέ.

Επικουρικώς και δυνητικά σε ισχυρότερη έκδοση, η κεντρική τράπεζα δεσμεύεται να διατηρήσει χαμηλά τα επιτόκια, ακόμη και αν οι οικονομικές συνθήκες θα βελτιωθούν στο μέλλον και θα δικαιολογήσουν μια αυστηρότερη νομισματική πολιτική.

Από τον Ιούλιο του 2013, η ΕΚΤ παρείχε ενδείξεις σχετικά με τη μελλοντική κατεύθυνση της πολιτικής επιτοκίων. Εκείνη την εποχή, το διοικητικό συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι αναμένει τα βασικά επιτόκια της ευρωζώνης να διατηρηθούν σε μακρύτερη προοπτική για το ίδιο ή ακόμα και χαμηλότερο επίπεδο. Στόχος της απόφασης για ανακοίνωση του μελλοντικού επιπέδου των επιτοκίων ήταν η έντονη ανάγκη να δημιουργηθεί μια σχέση μεταξύ των προσδοκιών της αγοράς σχετικά με τις μελλοντικές μεταβολές των επιτοκίων και τον προσανατολισμό υπό όρους της πολιτικής των νομισματικών αρχών. Αυτός ήταν ο λόγος για τον οποίο οι αρχές της ΕΚΤ αποφάσισαν να κοινοποιήσουν με ακρίβεια τις πληροφορίες σχετικά με την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής. Η νέα μέθοδος επικοινωνίας της ΕΚΤ συνέβαλε στη σταθεροποίηση της κατάστασης της χρηματοπιστωτικής αγοράς.

Η παροχή ενδείξεων σχετικά με τη μελλοντική κατεύθυνση της πολιτικής επιτοκίων αποτέλεσε σημαντική αλλαγή στη στρατηγική επικοινωνίας της ΕΚΤ, καθότι πλέον παρέχεται ενημέρωση όχι μόνο σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο αξιολογεί το διοικητικό συμβούλιο της ΕΚΤ τις υφιστάμενες οικονομικές συνθήκες και τους κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, αλλά και σχετικά με τις συνέπειες που έχει η αξιολόγηση αυτή στον μελλοντικό προσανατολισμό της νομισματικής πολιτικής.

Όπως μπορεί κανείς να διαβάσει στην ετήσια έκθεση της ΕΚΤ από το 2013, οι ανακοινώσεις της κεντρικής τράπεζας σχετικά με το ύψος των μελλοντικών επιτοκίων ήταν σύμφωνες με τη στρατηγική της τράπεζας. Η στρατηγική αυτή περιελάμβανε τρία στοιχεία:

α. Η αναμενόμενη πορεία των επιτοκίων του διοικητικού συμβουλίου βασίστηκε σε μεσοπρόθεσμες προοπτικές για τον πληθωρισμό, σύμφωνα με τον κύριο στόχο της σταθεροποίησης των τιμών.

β. Η παρατεταμένη περίοδος που έδωσαν οι νομισματικές αρχές εξασφάλιζε ευέλικτο χρονικό ορίζοντα χωρίς να δίδει συγκεκριμένη ημερομηνία λήξης η οποία εξαρτάται από την κρίση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για τον καθορισμό της σταθερότητας των τιμών.

γ. Οι βασικές προϋποθέσεις, στις οποίες βασίστηκαν οι προσδοκίες για το επίπεδο των επιτοκίων, αντανakλούσαν τη στάση της κεντρικής τράπεζας όσον αφορά την οργάνωση, την αξιολόγηση και τον διασταυρούμενο έλεγχο πληροφοριών που είναι απαραίτητες για την εκτίμηση των κινδύνων όσον αφορά τη σταθερότητα των τιμών. Επίσης, έλαβε υπόψη μια οικονομική και νομισματική ανάλυση, η οποία επέτρεψε την πιο αξιόπιστη αξιολόγηση των μεσοπρόθεσμων προοπτικών σταθερότητας των τιμών. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι αρχές της EKT ανακοίνωσαν κατευθυντήριες οδηγίες σχετικά με τα μελλοντικά επιτόκια, πριν εξαντλήσουν την πιθανή περαιτέρω πτώση των επιτοκίων. Ως εκ τούτου, η αβεβαιότητα γύρω από την αναμενόμενη πορεία των μελλοντικών επιτοκίων μειώθηκε. Αυτή η μέθοδος επικοινωνίας της κεντρικής τράπεζας μπορεί να επιτρέψει ευρύτερο έλεγχο των προσδοκιών της αγοράς. Η εφαρμογή της προθεσμιακής καθοδήγησης στις 4 Ιουλίου 2013 οδήγησε σε πιθανότητα περαιτέρω μείωσης των επιτοκίων που επήλθε στις 7 Νοεμβρίου 2013. Κατά το διάστημα αυτό, το διοικητικό συμβούλιο αποφάσισε να μειώσει το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης, το επιτόκιο δανεισμού στις κεντρικές τράπεζες, καθώς και να διατηρήσει το επιτόκιο καταθέσεων στο ίδιο επίπεδο. Η απόφαση που έλαβε το διοικητικό συμβούλιο στις 7 Νοεμβρίου 2013 ήταν σύμφωνη με τις παραδοχές καθοδήγησης προς τα εμπρός από τις 4 Ιουλίου 2013. Οι αρχές της EKT πιστεύουν ότι η επιβεβαίωση της πρόβλεψης καθοδήγησης της 7ης Νοεμβρίου 2013 στις 4 Ιουλίου 2013, συνέβαλε στην ενίσχυση της ευελιξίας επιπτώσεις της μείωσης του επιτοκίου διευκολύνοντας τη διαδικασία μετάδοσής της στα πιο μακροπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς χρήματος. (Werbowy 2019), (ECB 2014)

2.3 Μη συμβατική νομισματική πολιτική της Fed

Τον Νοέμβριο του 2008, η Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα αντιμετώπισε μια επιδείνωση της οικονομίας και μια χρηματοπιστωτική κρίση. Το ποσοστό των ομοσπονδιακών κεφαλαίων είχε ήδη μειωθεί σχεδόν στο μηδέν. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα Επενδύσεων είχε συνήθως χρησιμοποιήσει ένα βραχυπρόθεσμο επιτόκιο ως εργαλείο πολιτικής για επίτευξη των μακροοικονομικών στόχων της. Ωστόσο, με βραχυπρόθεσμους συντελεστές περιορισμούς κοντά στο μηδέν κατά το μεγαλύτερο μέρος της τελευταίας δεκαετίας, η Fed αναγκάστηκε να χρησιμοποιήσει δύο αντισυμβατικές νομισματικές πολιτικές ως εργαλεία, την καθοδήγηση προς τα εμπρός και την ποσοτική χαλάρωση. Μέσω της ποσοτικής χαλάρωσης, η Fed ανήγγειλε τα σχέδια για την αγορά τίτλων και χρεωστικών τίτλων που έχουν εκδοθεί από κυβερνητικές επιχειρήσεις. Οι μεταγενέστερες αγορές θα οδηγήσουν τελικά σε μια πενταπλάσια επέκταση του ισολογι-

σμού της Fed από 900 δισεκατομμύρια δολάρια σε 4,5 τρισεκατομμύρια δολάρια και θα αφήσουν τη Fed να κατέχει πάνω από το 20 τοις εκατό όλων των χρεογράφων που καλύπτονται από ενυπόθηκα δάνεια και εμπορεύσιμου χρέους του Δημοσίου. Επιπλέον, οι δηλώσεις πολιτικής της Fed τον Δεκέμβριο του 2008 άρχισαν να περιλαμβάνουν ρητές αναφορές στην πιθανή πορεία του επιτοκίου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων. Αυτά τα εργαλεία πιθανώς ενίσχυσαν την οικονομική ανάκαμψη και βοήθησε να επιστρέψει ο πληθωρισμός στο στόχο της Fed, αν και η πλήρης επίπτωση τους παραμένει αβέβαιος.

2.3.1 Πολιτική της ποσοτικής χαλάρωσης

Η ποσοτική χαλάρωση αφορά ένα σύνολο τεσσάρων προγραμμάτων αγοράς περιουσιακών στοιχείων, τις τρεις αγορές ενεργητικού μεγάλης κλίμακας (LSAPs), κοινώς γνωστά ως QE1, QE2 και QE3 και το Πρόγραμμα Επέκτασης της Ωριμότητας (MEP), επίσης γνωστό ως η δεύτερη "operation Twist". Ο Πίνακας 1 συνοψίζει τα βασι-

<i>Program</i>	<i>Dates</i>	<i>Assets purchased</i>	<i>Size (billions)</i>	<i>Sterilized?</i>
First LSAP (QE1)	11/2008 to 3/2009	Agency debt	\$200	No
		Agency MBSs	\$1,250	
		Treasuries	\$300	
Second LSAP (QE2)	11/2010 to 6/2011	Longer-dated Treasuries	\$600	No
MEP ("Twist")	9/2011 to 12/2012	6- to 30-year Treasuries	\$667	Yes
Third LSAP (QE3)	9/2012 to 10/2014	MBSs	\$40/month	No
	12/2012 to 10/2014	Longer-dated Treasuries	\$45/month	

κά χαρακτηριστικά αυτών των προγραμμάτων.

Πίνακας 1. Χαρακτηριστικά των τεσσάρων προγραμμάτων αγοράς περιουσιακών στοιχείων

Το QE1 ανακοινώθηκε τον Νοέμβριο του 2008. Αρχικά, περιοριζόταν στην αγορά χρέους 100 δισεκατομμυρίων δολαρίων που εκδόθηκαν από τις κυβερνητικές εταιρείες Fannie Mae, Freddie Mac και Ginnie Mae, καθώς και \$ 500 δισεκατομμυρίων σε τίτλους που εξασφαλίζονται με υποθήκες μέσω οργανισμών. Ο αναφερόμενος σκοπός του ήταν να μειωθεί το κόστος και να αυξηθεί η διαθεσιμότητα πίστωσης για την αγορά κατοικιών. Στις 18 Μαρτίου 2009, η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς ανακοίνωσε ότι θα επεκτείνει τις αγορές χρεογράφων από το πρακτορείο υπηρεσιών και στεγαστικών δανείων και θα αγοράσει επίσης δάνεια ύψους 300 δισεκατομμυρίων δολαρίων

ων πιο μακροπρόθεσμων τίτλων, με σκοπό τη βελτίωση των συνθηκών στις ιδιωτικές πιστωτικές αγορές.

Το QE2 ανακοινώθηκε στις 3 Νοεμβρίου 2010. Το πρόγραμμα συνεπαγόταν την αγορά 600 δισεκατομμυρίων δολαρίων πιο μακροπρόθεσμα κρατικά ομόλογα, αλλά δεν υπήρχαν χρεωστικοί τίτλοι οργανισμών ή τίτλοι που υποστηρίζονται από υποθήκες.

Το Πρόγραμμα Επέκτασης της Ωριμότητας ανακοινώθηκε στις 21 Σεπτεμβρίου 2011. Το πρόγραμμα αρχικά αφορούσε την αγορά 400 δισεκατομμυρίων δολαρίων από 6 έως 30 χρόνια, συνοδευόμενα από την πώληση της ίδιας ποσότητας χρεογράφων 1- έως 3 ετών, με την σκοπό να ασκήσουν πίεση προς τα κάτω στα μακροπρόθεσμα επιτόκια και να διευκολύνουν τις ευρύτερες οικονομικές συνθήκες. Η Fed ανακοίνωσε μια επέκταση του προγράμματος στις 20 Ιουνίου 2012, η οποία τελικά ανήλθε σε 667 δισεκατομμύρια δολάρια. Σε αντίθεση με τις τρεις μεγάλες αγορές περιουσιακών στοιχείων, οι οποίες συνολικά επέφεραν επέκταση του ισολογισμού, το πρόγραμμα ωριμότητας αποστειρώσε τις αγορές στοιχείων ενεργητικού με συμψηφιστικές πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων, αφήνοντας αμετάβλητο το συνολικό μέγεθος του ισολογισμού. (Kuttner 2018)

Το QE3, το οποίο ξεκίνησε τον Σεπτέμβριο του 2012, αφορούσε αρχικά την αγορά 40 δισεκατομμυρίων δολαρίων το μήνα των ενυπόθηκων χρεογράφων σε μια ανανεωμένη προσπάθεια στήριξης των αγορών ενυπόθηκων δανείων. Τον Δεκέμβριο του 2012, το πρόγραμμα επεκτάθηκε για να συμπεριλάβει 45 δισεκατομμύρια δολάρια ανά μήνα τίτλων του Δημοσίου. Σε αντίθεση με τις άλλες τρεις πολιτικές για την ποσοτική χαλάρωση, το QE3 ήταν ανοικτό και δεν καθόριζε ένα όριο σε δολάρια κατά τη στιγμή της έναρξης του προγράμματος. (Kuttner 2018)

Μια κοινή εσφαλμένη αντίληψη είναι ότι ο σκοπός της ποσοτικής χαλάρωσης ήταν η αύξηση των τραπεζικών αποθεμάτων και της προσφοράς χρήματος. Οι δηλώσεις της Fed αντιβαίνουν σαφώς σε αυτήν την άποψη. Για παράδειγμα, τον Δεκέμβριο του 2008, στη συνάντηση της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς, ο τότε πρόεδρος της Fed, Ben Bernanke χαρακτήρισε την προσέγγιση της Τράπεζας της Ιαπωνίας ως βασισμένη στη θεωρία ότι "η παροχή τεράστιων ποσών πολύ φθηνής ρευστότητας στις τράπεζες θα τους ενθάρρυνε να δανείζουν και ότι ο δανεισμός με τη σειρά του θα αυξήσει τα ευρύτερα μέτρα της προσφοράς χρήματος ... "Αντίθετα με την προσέγγιση της Fed, ο Bernanke δήλωσε:" Το ότι κάνουμε είναι διαφορετικό από την ποσοτική χαλάρωση διότι, στην πλευρά του παθητικού του ισολογισμού, εστιάζουμε στην πλευρά του ενεργητικού του ισολογισμού. "

Η ποσοτική χαλάρωση συνεπαγόταν τη χρήση του ισολογισμού της Fed για να επηρεάσει τον μακροπρόθεσμο και τον ιδιωτικό τομέα στα επιτόκια. Αυτό θα μπορούσε να συμβεί μέσω τριών μηχανισμών, την ατελή υποκατάσταση, τη σηματοδότηση μελλοντική πολιτική και βελτιώσεις των οικονομικών ισολογισμών. Η ποσοτική χαλάρωση θα μπορούσε επίσης να επηρεάσει τα επιτόκια στέλλοντας ένα μήνυμα σχετικά με τη μελλοντική πολιτική. Η ιδέα είναι ότι οι σημαντικές αγορές ομολόγων με μακρά προθεσμία υποδηλώνουν την πρόθεση της Fed να διατηρήσει το επιτόκιο της πολιτικής κοντά στο μηδέν για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα.

2.3.2 Μελλοντική κατεύθυνση της πολιτικής

Η καθοδήγηση προς τα εμπρός επηρεάζει τα επιτόκια και τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων μεταφέροντας πληροφορίες σχετικά με την πιθανή πορεία των μελλοντικών επιτοκίων. Από αυτή την άποψη, δεν διαφέρει ποιοτικά από άλλες μορφές επικοινωνίας της Fed που υπονοούν τη μελλοντική πολιτική. Η κύρια διαφορά είναι ότι η πορεία των επιτοκίων που ανακοινώθηκε στο πλαίσιο της μελλοντικής καθοδήγησης ήταν πιο σαφής από ό, τι στο συμβατικό καθεστώς πολιτικής. Υπάρχουν δύο λόγοι για τους οποίους η καθοδήγηση προς τα εμπρός μπορεί να επηρεάσει τις προσδοκίες επιτοκίων. Μία ερμηνεία που ονομάζεται "Odyssean" είναι ότι η καθοδήγηση θα υποχρέωνε την Fed να ακολουθήσει την ασυνεπή πολιτική του χρόνου να επιτρέψει τον πληθωρισμό να υπερβεί τον στόχο της Fed για κάποιο χρονικό διάστημα. Μια αξιόπιστη δέσμευση για υψηλότερο πληθωρισμό στο μέλλον θα μείωνε τα μελλοντικά βραχυπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια. Επομένως, η καθοδήγηση της Odyssean είναι αναμφισβήτητα επεκτατική. (Campbell Evans Fisher Justiniano 2012)

Εναλλακτικά, η καθοδήγηση προς τα εμπρός μπορεί να μεταφέρει πληροφορίες χωρίς να υποδηλώνει δέσμευση και αναφέρεται ως "Delphic". Υπάρχουν δύο δυνατότητες όσον αφορά το είδος των πληροφοριών που θα μπορούσαν να μεταδοθούν. Μια πιθανότητα είναι ότι μια επεκτατική ανακοίνωση καθοδήγησης προς τα εμπρός αποκάλυπτε στον ιδιωτικό τομέα την ιδιόκτητη πληροφορία της Fed ότι η οικονομία είναι ασθενέστερη από ό, τι είχε προηγουμένως θεωρηθεί, γεγονός που με τη σειρά της συνεπάγεται ότι τα επιτόκια είναι πιθανό να παραμείνουν χαμηλά για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. (Campbell Evans Fisher Justiniano 2012)

Ένας δεύτερος τρόπος με τον οποίο η καθοδήγηση προς τα εμπρός θα μπορούσε να επηρεάσει τις προσδοκίες είναι μέσω της ενημέρωσης σχετικά με τον κανόνα πολιτικής της Fed. Αυτός ο δίαυλος μπορεί να είναι ιδιαίτερα σημαντικός όταν οι αγορές δεν είχαν σαφή αίσθηση του τρόπου με τον οποίο οι οικονομικές συνθήκες θα

επηρέαζαν πόσο τα μακροπρόθεσμα τα επιτόκια θα παρέμεναν κοντά στο μηδέν. Σύμφωνα με αυτήν την άποψη, χρησιμοποιώντας τις πληροφορίες που προέκυψαν από τις έρευνες των πρωτογενών αντιπροσώπων της Fed (Femia - Friedman- Sack 2013) της New York Fed, έδειξαν ότι οι διαδοχικές ανακοινώσεις καθοδήγησης έφεραν την ημερομηνία της αναμενόμενης αύξησης των πρώτων επιτοκίων. Επίσης, σύμφωνα με αυτή την άποψη, φαίνεται μια μειωμένη ευαισθησία, που αρχίζει στα τέλη του 2011, των μεσοπρόθεσμων επιτοκίων στα μακροοικονομικά νέα. (Williams - Swanson 2014)

Έτσι οι συμβατικοί τρόποι επικοινωνίας της Fed παρείχαν ήδη στις αγορές πολλές πληροφορίες σχετικά με τη διαμόρφωση προσδοκίων σχετικά με τις προσδοκίες των μελλοντικών πολιτικών. Οι δηλώσεις και τα πρακτικά της Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς της Fed περιλάμβαναν για παράδειγμα, εκτιμήσεις των οικονομικών συνθηκών καθώς και τις οικονομικές προβολές των μελών του διοικητικού συμβουλίου και των προέδρων των περιφερειακών τραπεζών. Ποιο ξεχωριστή καθοδήγηση ήταν η ρητή αναφορά της στην πιθανή πορεία του επιτοκίου-στόχου. Με την τακτική αυτή προσπάθησε να ανακοινώσει την επιμήκυνση της αναμενόμενης χρονικής περιόδου κατά την οποία τα επιτόκια θα ήταν πιθανό να παραμείνουν χαμηλά.

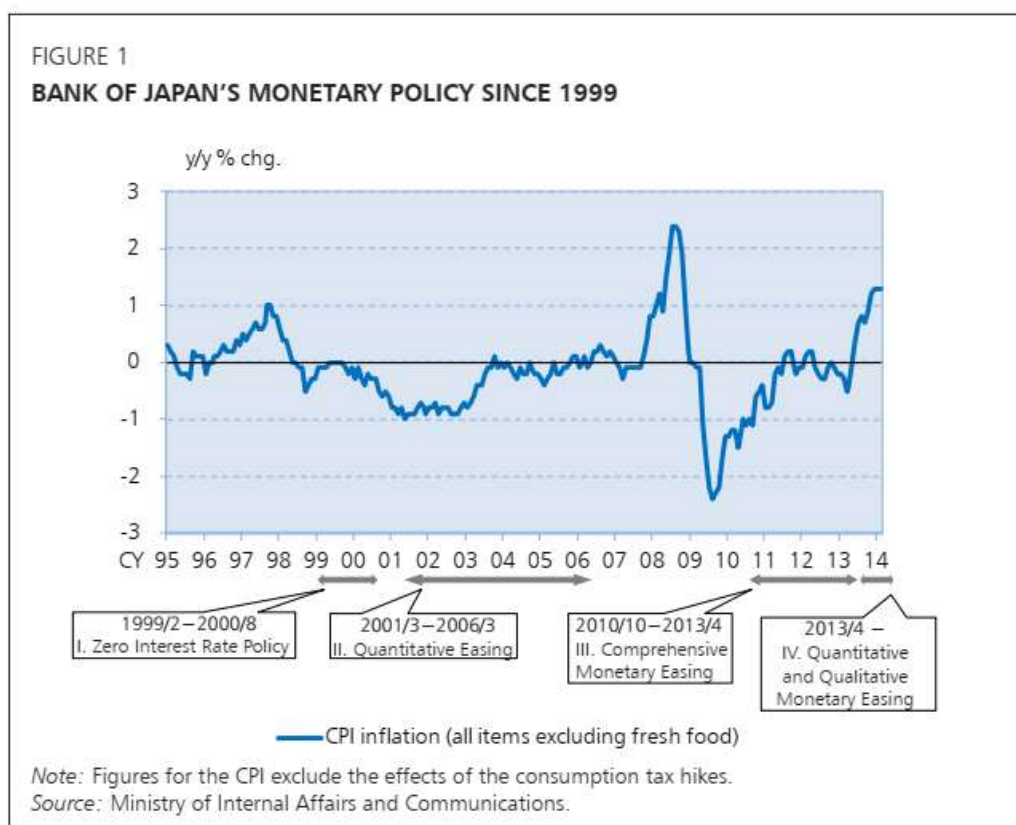
Οι δηλώσεις πρόωρης καθοδήγησης ήταν ποιοτικές και ασαφείς. Η δήλωση της 16ης Δεκεμβρίου 2008 ανέφερε ότι τα ποσοστά ήταν πιθανό να παραμείνουν χαμηλά για κάποιο χρονικό διάστημα. Η δήλωση της 18ης Μαρτίου 2009 αναφέρεται σε μια "παρατεταμένη περίοδο". Οι δηλώσεις χρησιμοποίησαν τη λέξη "προβλέπουν" και ήταν κλιμακωτές απροσδιόριστες. Το 2011, η καθοδήγηση προς τα εμπρός άρχισε να περιλαμβάνει δηλώσεις βάσει ημερολογίου και ρητούς χρονικούς ορίζοντες. Αλλά οι ορίζοντες επεκτάθηκαν επανειλημμένα καθώς η οικονομία εξασθενούσε και συνέχισε να πλαισιώνεται με όρους όπως "είναι πιθανό" και εξαρτάται από τις οικονομικές εξελίξεις.

Στην ανακοίνωση της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς της 12ης Δεκεμβρίου 2012, η καθοδήγηση προς τα εμπρός έγινε πιο σαφής. Μεταξύ άλλων ανέφερε ότι η πολιτική χαμηλού επιτοκίου θα διατηρηθεί εφόσον η ανεργία παραμείνει πάνω από 6,5% και η πρόβλεψη για τον πληθωρισμό είναι κάτω από 2,5%. Με το ποσοστό ανεργίας στο 6,7% τον Δεκέμβριο του 2013, η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς άρχισε να συμπεριλαμβάνει στη δήλωση πολιτικής της την ένδειξη της πρόθεσής της να διατηρήσει χαμηλό το ποσοστό των ομοσπονδιακών κεφαλαίων πολύ πριν περάσει ο ρυθμός ανεργίας κάτω από 6,5%. Καθώς ο χρόνος εξελίχθηκε, η αναστροφή σε ποιοτικές, ανοικτές προοπτικές καθοδήγησης οδήγησε σε σημαντική κερδοσκοπία σχετικά με την ημερομηνία της πρώτης αύξησης του επιτοκίου. Η απόσυρση τελικά συνέβη

18 μήνες μετά την υπέρβαση του ποσοστού ανεργίας κατά 6,5%, οπότε το ποσοστό μειώθηκε στο 5%. (Kuttner 2018)

2.4 Μη συμβατική νομισματική πολιτική της ομοσπονδιακής τράπεζας της Ιαπωνίας (Boj)

Η Ιαπωνία είναι η χώρα με τη μεγαλύτερη ιστορία εφαρμογής μη συμβατικών νομισματικών πολιτικών, η οποία παρουσιάστηκαν για πρώτη φορά στη σοβαρή τραπεζική κρίση στην Ιαπωνία κατά τα τέλη της δεκαετίας του 1990 και έκτοτε επεκτάθηκαν αρκετές φορές. Η ιαπωνική οικονομία γνώρισε μια κλασική φούσκα περιουσιακών στοιχείων κατά την περίοδο 1985-90, παρουσιάζοντας απότομες αυξήσεις στις τιμές των μετοχών, των ακινήτων και άλλων περιουσιακών στοιχείων. Η χρηματιστηριακή αγορά κορυφώθηκε το Δεκέμβριο του 1989 και η αγορά ακινήτων έφθασε στο ανώτατο σημείο του τριμήνου Ιουλίου 1991. Οι κορυφές αυτές ακολουθήθηκαν από απότομη πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, με αποκορύφωμα τις συρρίκνωση του πραγματικού ΑΕΠ σε αρκετά τρίμηνα του 1992 και το 1993, από τον ΔΤΚ από τον Ιούλιο του 1994. Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, οι ιαπωνικές αρχές υιοθέτησαν πολλούς τύπους αντιμέτρων για την καταπολέμηση της οικονομικής ύφεσης, όπως μια σειρά προγραμμάτων δημοσιονομικής επέκτασης, μια μισοεξαρτημένη προσπάθεια ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών και πώλησης των τοξικών περιουσιακών στοιχείων από το 1998, μειώνοντας το μηδενικό επιτόκιο πολιτικής του BOJ στο μηδέν (πολιτική ZIRP ή μηδενικού επιτοκίου) μέχρι το 1999 και επιτρέποντας περιοδικά στο γιεν της Ιαπωνίας να υποτιμάται σε μια προσπάθεια προώθησης της ανάπτυξης που κατευθύνεται από τις εξαγωγές. Στην πραγματικότητα, η μη συμβατική νομισματική πολιτική στην Ιαπωνία επεκτάθηκε σταδιακά από με την εφαρμογή του ZIRP από το 1999 έως το 2001, ποσοτική χαλάρωση από την το 2001 έως το 2006, τη συνολική νομισματική χαλάρωση από το 2010 έως το 2013 και το QQE από το 2013, όπως απεικονίζεται και στο παρακάτω σχήμα. (Greenwood n.d.)

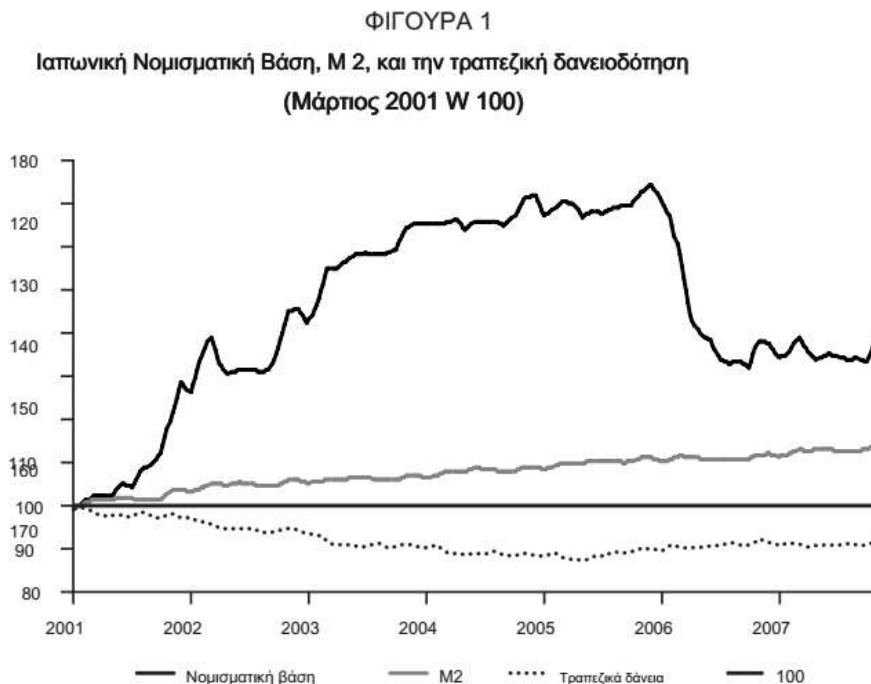


2.4.1 Πολιτική της ποσοτικής χαλάρωσης

Η ΒοJ ήταν η πρώτη μεγάλη κεντρική τράπεζα που προχώρησε προς την κατεύθυνση της εισαγωγής QE το 2001. Στην πρώτη εφαρμογή του QE, το οποίο ξεκίνησε τον Μάρτιο του 2001 και έληξε τον Μάρτιο του 2006, η ΒΟJ αγόρασε 37 τρισεκατομμύρια γιέν, αυξάνοντας τον ισολογισμό της από 115,3 τρισεκατομμύρια γιεν σε 152,3 τρισεκατομμύρια γιεν. Οι αγορές της συνίσταντο σε ιαπωνικά κρατικά ομόλογα (JGBs) και σε χρεωστικούς τίτλους ή γραπτούς λογαριασμούς μικρής διάρκειας (γνωστά ως *tegata*⁶). Ωστόσο, όπως δείχνει το Σχήμα 1, η αύξηση της νομισματικής βάσης της Ιαπωνίας δεν αντισταθμίστηκε από οποιαδήποτε σημαντική μεταβολή της τάσης της προσφοράς ευρείας χρήσεως, (M2). Μεταξύ του 2001 και του 2006, η νομισματική βάση επεκτάθηκε κατά 70%, αλλά δεν υπήρξε σχεδόν καμία αλλαγή στη τροχιά του ευρέως χρήματος (M2), ενώ τα τραπεζικά δάνεια μειώθηκαν κατά σχεδόν 10% την περίοδο 2001-2006. Ωστόσο, η πολιτική άρχισε να έχει κάποια επιτυχία όταν οι τιμές των μετοχών αυξήθηκαν κατά 57% μεταξύ Μαΐου 2005 και Απριλίου 2006, αν και θα πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι υπήρξε ένα σημαντικό ράλι ταυτόχρονα στη Wall Street. Επίσης, η οικονομία άρχισε να λειτουργεί καλύτερα, σημειώνοντας σταθερές αυξήσεις του πραγματικού ΑΕΠ κατά τα έξι τρίμηνα από το πρώτο τρίμηνο του 2005 έως το δεύτερο τρί-

⁶ τίτλοι βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης με διάρκεια μικρότερη του ενός έτους

μηνο του 2006. Επιπλέον, ο πληθωρισμός επέστρεψε στη σχετική σταθερότητα των τιμών. (Greenwood n.d.)



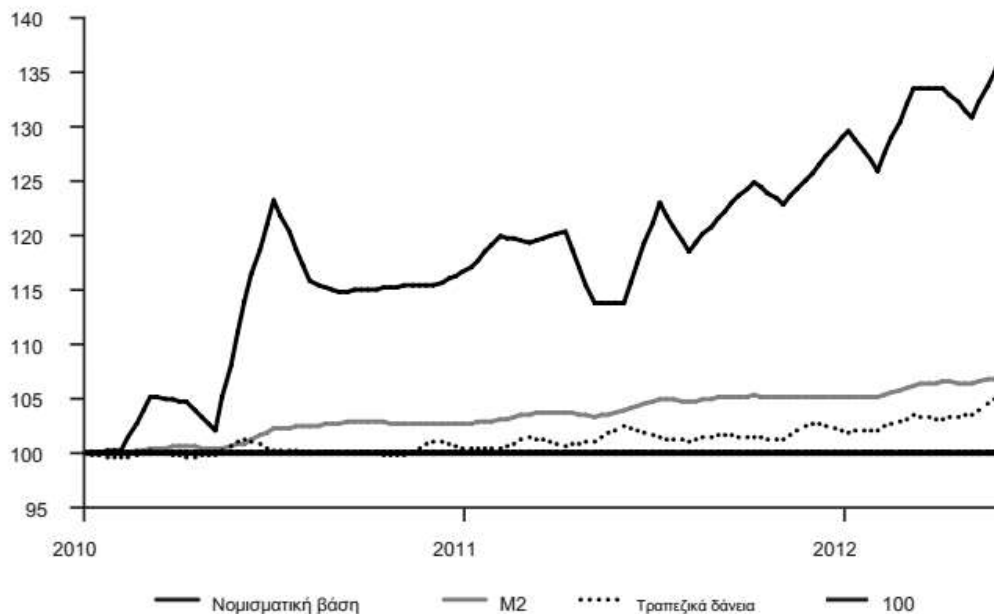
Πηγή: Macrobond.

Το δεύτερο πρόγραμμα QE της Ιαπωνίας ξεκίνησε τον Οκτώβριο του 2010 από τον κυβερνήτη *Masaaki Shirakawa*⁷ και το συμβούλιο πολιτικής BOJ (Σχήμα 2). Ξεκινώντας από ένα νέο γύρο αγορών περιουσιακών στοιχείων, ο ισολογισμός της BOJ επεκτάθηκε από 121 τρισεκατομμύρια γιέν τον Οκτώβριο του 2010 σε 164 τρισεκατομμύρια γιέν (κατά 43 τρισεκατομμύρια γιέν). Οι αγορές αυτού του προγράμματος περιλάμβαναν χρηματοπιστωτικά περιουσιακά στοιχεία του ιδιωτικού τομέα, εταιρικά ομόλογα, εμπορικά χρεόγραφα, αμοιβαία κεφάλαια που διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια (ETF) και εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητα (REIT), επιπλέον των κρατικών τίτλων, οι οποίοι διαφέρουν από την τυπική ποσοτική χαλάρωση άλλων κεντρικών τραπεζών.

⁷ Ο **Masaaki Shirakawa**, γεννημένος στις 27 Σεπτεμβρίου 1949) είναι Ιάπωνας οικονομολόγος, κεντρικός τραπεζίτης και 30ος Διοικητής της Τράπεζας της Ιαπωνίας (BOJ) και καθηγητής στο Πανεπιστήμιο Aoyama Gakuin. Είναι επίσης Διευθυντής και Αντιπρόεδρος της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (BIS).

ΣΧΗΜΑ 2

Ιαπωνική Νομισματική Βάση, M 2, και την τραπεζική δανειοδότηση
(Οκτώβριος 2010 W 100)



Πηγή: Macrobond.

Αν και οι συμμετοχές της BOJ στις JGBs και οι βραχυπρόθεσμοι λογαριασμοί χρηματοδότησης (tegata) επεκτάθηκαν ραγδαία από 77 τρισεκατομμύρια γιεν σε 121 τρισεκατομμύρια γιεν, ειδικά το 2012-13, η επέκταση αυτή αντισταθμίστηκε από τη μείωση άλλων περιουσιακών στοιχείων της BOJ, που άμβλυναν την αποτελεσματικότητα του προγράμματος QE. Σε σύγκριση με το QE1 του 2001-06, το QE2 του Shirakawa ήταν ένα πολύ ασθενέστερο πρόγραμμα. Τον Μάρτιο του 2013, όταν αντικαταστάθηκε ο Shirakawa, ο ισολογισμός της BOJ ήταν μόνο κατά πολύ μικρότερος από τον Μάρτιο του 2006 στο τέλος του QE1 (164 τρισεκατομμύρια γιεν έναντι 152 τρισεκατομμυρίων γιεν).

Με την παραίτηση του Κυβερνήτη Shirakawa και τον διορισμό του Διοικητή Haruhiko Kuroda από τον Abe τον Μάρτιο του 2013, η BOJ ξεκίνησε ένα νέο πιο σθεναρό πρόγραμμα QE, που χαρακτηρίστηκε ως "ποιοτική και ποσοτική χαλάρωση." Με την ευκαιρία αυτή, δόθηκε η εξωφρενική υπόσχεση ότι σε δύο χρόνια, η νομιμομετρική βάση θα διπλασιαστεί και θα επιτευχθεί ένας νέος στόχος πληθωρισμού 2%. Η πολιτική περιλάμβανε και πάλι κυρίως αγορές JGB, αλλά με πολύ ταχύτερη επέκταση του ισολογισμού της BOJ. Ωστόσο, το πρόγραμμα επιδεινώνεται και πάλι επειδή δεν αγόρασε αποκλειστικά περιουσιακά στοιχεία που τηρούσαν μη τραπεζικά ιδρύματα. Στα τρεισήμισι χρόνια από τότε που ξεκίνησε η QQE, η νομισματική βάση τριπλασιάστηκε. Ωστό-

σο, όπως και στο QE1 και το QE2, δεν υπήρξε σχεδόν καμία αισθητή αλλαγή στη τροχιά της προσφοράς χρήματος M2. Βασικά, παρά την αλλαγή ονόματος από το QE στο QQE, η νέα έκδοση του QE ήταν απλώς η ίδια, μεγαλύτερες αγορές κινητών αξιών (και πάλι κυρίως από τις τράπεζες) και συνεχείς αγορές βραχυπρόθεσμων τίτλων μαζί με πολύ μικρότερες αγορές των ETF και J-REIT. (Greenwood n.d.)

2.4.2 Πολιτική μηδενικού επιτοκίου

Η πολιτική μηδενικού επιτοκίου εισήχθη για πρώτη φορά στην Ιαπωνία. Από τότε, η ιαπωνική νομισματική πολιτική έλαβε μεγάλη προσοχή από τον κόσμο, καθώς μια τέτοια πολιτική ήταν άνευ προηγουμένου εκείνη την εποχή. Το 1999, η οικονομική δραστηριότητα παρέμεινε υποτονική και το κλίμα των επιχειρήσεων και των καταναλωτών ήταν επίμονα ασθενές. Αυτή ήταν η περίοδος κατά την οποία το χρηματοπιστωτικό σύστημα της Ιαπωνίας ήταν εύθραυστο και προκαλούσε ανησυχία για τη διαθεσιμότητα κεφαλαίων προς τις ιαπωνικές τράπεζες που εξαπλώθηκαν στο εξωτερικό, γεγονός που οδήγησε στην εμφάνιση της λεγόμενης πριμοδότησης της Ιαπωνίας. Στο πλαίσιο αυτό, η BOJ αναγνώρισε την ανάγκη να αντισταθμιστεί η πιθανότητα αύξησης της αποπληθωριστικής πίεσης και να προληφθεί περαιτέρω επιδείνωση των οικονομικών συνθηκών.

Τον Φεβρουάριο του 1999, η Boj εισήγαγε την «πολιτική μηδενικού επιτοκίου», η οποία βασιζόταν ουσιαστικά σε 3 χαρακτηριστικά. Κατ' αρχάς, ενθάρρυνε το ασυνεπές επιτόκιο χρέωσης μιας ημέρας, τον επιχειρησιακό στόχο για τις πράξεις της χρηματαγοράς, να κινηθεί όσο το δυνατόν χαμηλότερα παρέχοντας επαρκή κεφάλαια. Το ποσό των πλεοναζόντων αποθεματικών που παρέσχε η BOJ για την ενθάρρυνση του οριακού επιτοκίου να είναι σχεδόν μηδενικό, ήταν σχετικά μικρό. Το ποσό αυτό ήταν μικρότερο από 1 τρισεκατομμύριο γιέν, με τα απαιτούμενα αποθεματικά να ανέρχονται σε 4 τρισεκατομμύρια γιεν. Δεύτερον, έλαβε δεόντως υπόψη τη διατήρηση της ορθής λειτουργίας των βραχυπρόθεσμων χρημάτων προκειμένου να αποφευχθεί η υπερβολική μεταβλητότητα που θα μπορούσε να προκληθεί από τα πρωτοφανώς χαμηλά επίπεδα των επιτοκίων. Κατ' αρχάς καθοδήγησε το επιτόκιο μίας ημέρας στο 0,15 τοις εκατό και στη συνέχεια προκάλεσε περαιτέρω μείωση αυτού του ποσοστού παρακολουθώντας προσεκτικά τις εξελίξεις της αγοράς. Μέχρι τον Απρίλιο του 1999, το επιτόκιο μίας ημέρας μειώθηκε σε μόλις 0,03%. (MOMMA - KOBAYAKAWA 2011)

Τέλος, η BOJ ανακοίνωσε ότι θα συνεχίσει με την πολιτική μηδενικού επιτοκίου έως ότου υποχωρήσει η αποπληθωριστική ανησυχία. Αυτό έγινε ουσιαστικά η πρώτη κατευθυντήρια γραμμή που υιοθετήθηκε από την BOJ. Τον Οκτώβριο του 1999, η BOJ

εισήγαγε πρόσθετα μέτρα για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας της πολιτικής προσφεύγοντας σε ένα ευρύτερο φάσμα πράξεων της αγοράς χρήματος. Αυτές περιλάμβαναν τις απλές πωλήσεις και αγορές βραχυπρόθεσμων κρατικών τίτλων (γραμμάτια του δημοσίου και λογαριασμούς χρηματοδότησης) και την επέκταση του φάσματος των κρατικών τίτλων, προσθέτοντας 2ετές κρατικούς τίτλους, επιλέξιμους για συμφωνίες επαναγοράς. Μετά τις ενέργειες αυτές στο πλαίσιο της πολιτικής μηδενικού επιτοκίου, η οικονομία παρουσίασε βελτίωση, αντανακλώντας την ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας και μειώνοντας τις ανησυχίες για το ιαπωνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα. Υπό το πρίσμα των εξελίξεων αυτών, η BOJ έκρινε ότι οι ανησυχίες για την αποπληθωριστική πολιτική θα διαλυόταν και θα πληρούσαν τις προϋποθέσεις για την άρση της πολιτικής μηδενικού επιτοκίου. Τον Αύγουστο του 2000, διέκοψε την πολιτική μηδενικού επιτοκίου, ενθαρρύνοντας το επιτόκιο μίας ημέρας να αυξηθεί στο 0,25% περίπου. (Ito 2005) (MOMMA - KOBAYAKAWA 2011)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΜΕΣΩΝ ΜΗ ΣΥΜΒΑΤΙΚΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΕΓΕΥΘΥΝΣΗ

Η οικονομική κρίση του 2007 έχει αναζωπυρώσει το ενδιαφέρον για την κατανόηση του τρόπου με τον οποίο η παραδοσιακή νομισματική πολιτική μπορεί να επηρεάσει την πραγματική οικονομία. Αρχικά οι κεντρικές τράπεζες σε όλο τον κόσμο είχαν ανταποκριθεί στην κρίση, μειώνοντας δραστικά τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια (το πρότυπο εργαλείο πολιτικής τους) σε μια προσπάθεια ενίσχυσης της ρευστότητας (και της πίστωσης) στην πραγματική οικονομία. Ωστόσο, μετά από την υπερβολική αναταραχή στην αγορά κατά την περίοδο της κρίσης, οι κεντρικές τράπεζες εφάρμοσαν μία επιθετική πολιτική σε μεγάλο ποσοστό που περιλάμβανε μεταξύ αυτών των μη τυποποιημένων πράξεων νομισματικής πολιτικής, όπως οι αγορές περιουσιακών στοιχείων μεγάλης κλίμακας. Οι πράξεις αυτές συνεπάγονται πιο μεγάλες ποσότητες σε μακροπρόθεσμα χρεόγραφα του Δημοσίου από τον ιδιωτικό τομέα, μέσω των αγορών στη δευτερογενή αγορά, αλλάζοντας έτσι τις σχετικές προμήθειες των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων ομολόγων και άλλων περιουσιακών στοιχείων διαθέσιμων στο κοινό. Ο πρωταρχικός στόχος αυτών των ποσοτικών πολιτικών χαλάρωσης, όπως αυτές αναφέρονται συνήθως, ήταν να ασκηθούν καθοδικές πιέσεις στις τιμές των μακροπρόθεσμων επιτοκίων, προκειμένου να υποστηρίξουν τα ιδιωτικά δανεισμού των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, ενισχύοντας έτσι τη συνολική ζήτηση και την πραγματική οικονομική δραστηριότητα. Στο σημείο αυτό θα διερευνήσει αν οι αντισυμβατικές ενέργειες νομισματικής πολιτικής που εφάρμοσαν οι κεντρικές τράπεζες με διάφορες μορφές συνέβαλλαν στην αντιμετώπιση της ύφεσης και συνέβαλαν στην οικονομική μεγέθυνση των οικονομιών. Η αξιολόγηση δε της μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής διεξάγεται μέσω της εξέτασης των μεταβολών των μακροπρόθεσμων επιτοκίων λόγω της εφαρμογής αυτών των πολιτικών.

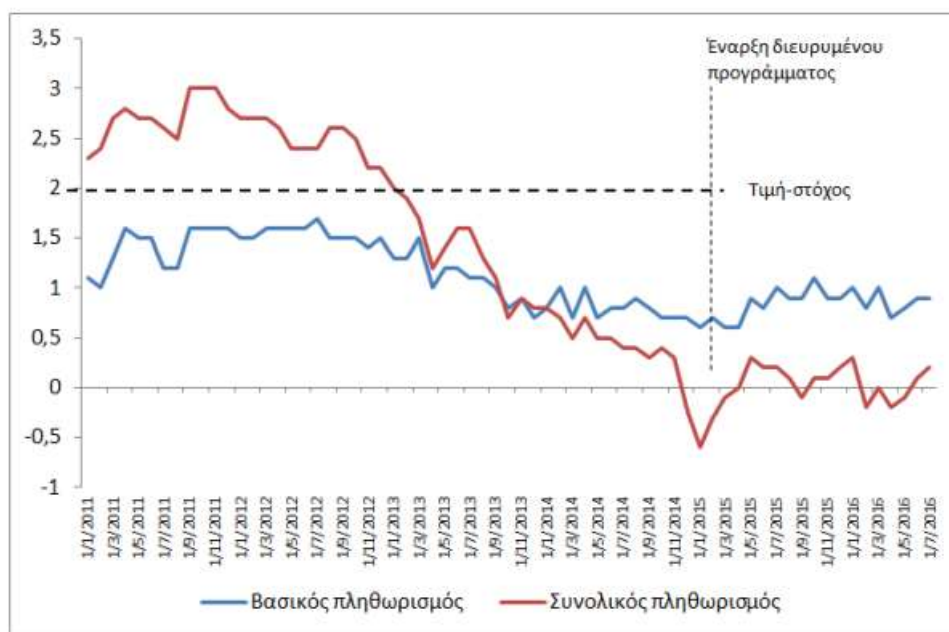
3.1 Εκτίμηση αποτελεσματικότητας μη συμβατικής πολιτικής στην Ευρώπη

Γενικά η εκτίμηση των επιδράσεων ενός προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης στις μακροοικονομικές και χρηματοπιστωτικές μεταβλητές αποτελεί υψηλού βαθμού δυσκολίας εγχείρημα, καθώς η εξέλιξη των εξεταζόμενων μεταβλητών θα πρέπει να συγκριθεί με την υποθετική εξέλιξή τους κατά το σενάριο μη διενέργειας ποσοτικής χαλάρωσης από την κεντρική τράπεζα. Υψηλότερα δε είναι τα εμπόδια για την εκτίμηση των επιδράσεων σε προϊόν, πληθωρισμό και ανεργία, λόγω της υστέρησης με την οποία

αυτές οι μεταβλητές αντιδρούν σε παρεμβάσεις πολιτικής και της απομόνωσης των επιδράσεων άλλων ερμηνευτικών μεταβλητών. (Μανούζας 2016)

Ξεκινώντας με τον πληθωρισμό, η εξέλιξη του απέχει αισθητά από την προσέγγιση του διακηρυγμένου στόχου της ΕΚΤ. Όταν ξεκίνησε η εφαρμογή του Προγράμματος QE (Μάρτιος 2015), ο ρυθμός πληθωρισμού βρισκόταν στο -0,1%, ενώ σε μία περίοδο 19 μηνών (Ιανουάριος 2015 – Ιούλιος 2016) ο πληθωρισμός κατέγραψε αρνητικό ρυθμό μεταβολής στους επτά εξ αυτών, με την τελευταία αρνητική τιμή να σημειώνεται τον Μάιο 2016 (σχήμα 1). Ο βασικός πληθωρισμός κινείται σε υψηλότερα επίπεδα, ένδειξη της επίδρασης που ασκεί στον πληθωρισμό η πτωτική πορεία των τιμών ενέργειας και ειδών διατροφής, χωρίς ωστόσο να προσεγγίζει ικανοποιητικά την τιμή-στόχο (σχήμα 1). Αναλυτικότερα, για την ίδια περίοδο, η μεγαλύτερη τιμή του ανέρχεται σε 1%, ενώ ο μέσος όρος της περιόδου κινείται κοντά στο 0,8%. (Μανούζας 2016)

Ετήσιος και βασικός ρυθμός πληθωρισμού στην ευρωζώνη*



Πηγή: ΕΚΤ

*[Ετήσιος ρυθμός μεταβολής Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή]

Σχήμα 1

Το ονομαστικό ΑΕΠ καταγράφει σταθερά θετικό ρυθμό μεταβολής από το δεύτερο τρίμηνο του 2013, στερείται, όμως της απαιτούμενης δυναμικής. Από το πρώτο τρίμηνο του 2015, οπότε και ανακοινώθηκε το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης, παρατηρείται μία ελαφρά ώθηση, με το ρυθμό μεταβολής να κορυφώνεται στο τέταρτο τρίμηνο του ίδιου έτους (3,5%), πριν υποχωρήσει στο 2,8% στο δεύτερο τρίμηνο του 2016. Ως προς τη συμβολή των συνιστωσών της συνολικής ζήτησης στο ρυθμό ανάπτυξης του ονομαστικού ΑΕΠ, η κατανάλωση και οι εξαγωγές αποτελούν τους κύριους μοχλούς ώθησης. Ιδιαίτερη αιτία προβληματισμού αποτελεί η υποτονική συμβολή των επενδύ-

σεων, εφόσον πρόκειται για την πλέον σημαντική συνιστώσα της συνολικής ζήτησης σε όρους αύξησης της απασχόλησης. (Μανούζας 2016)

Σε ότι έχει να κάνει με τα κανάλια μετάδοσης της ποσοτικής χαλάρωσης, ως θετική μπορεί να αξιολογηθεί η αύξηση του χρήματος υπό ευρεία έννοια (M3), υποστηριζόμενη κυρίως από τις περισσότερο ρευστές συνιστώσες του, με το υπό στενή έννοια χρήμα (M1) να διαγράφει ανοδική αν και επιβραδυνόμενη τους τελευταίους μήνες τροχιά (σχήμα 2). Συγχρόνως παρατηρείται μείωση του ποσοστού διακράτησης μακροπρόθεσμων περιουσιακών στοιχείων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της ευρωζώνης (ECB 2016). Οι παραπάνω τάσεις συνιστούν ενδείξεις ανακατανομής χαρτοφυλακίου προς περισσότερο ρευστά και βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα, διαδικασία η οποία αποτελεί μέσο υλοποίησης των στόχων ενός προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης. Παράλληλα, ανοδική είναι η πορεία του ρυθμού χορήγησης πιστώσεων προς τα νοικοκυριά, ενώ για τις επιχειρήσεις του μη-χρηματοπιστωτικού τομέα, ύστερα από μία παρατεταμένη περίοδο συρρίκνωσης, καταγράφεται δυναμική ανάκαμψη, ιδίως από τους πρώτους μήνες του 2016.

Ρυθμός μεταβολής M1 και M3

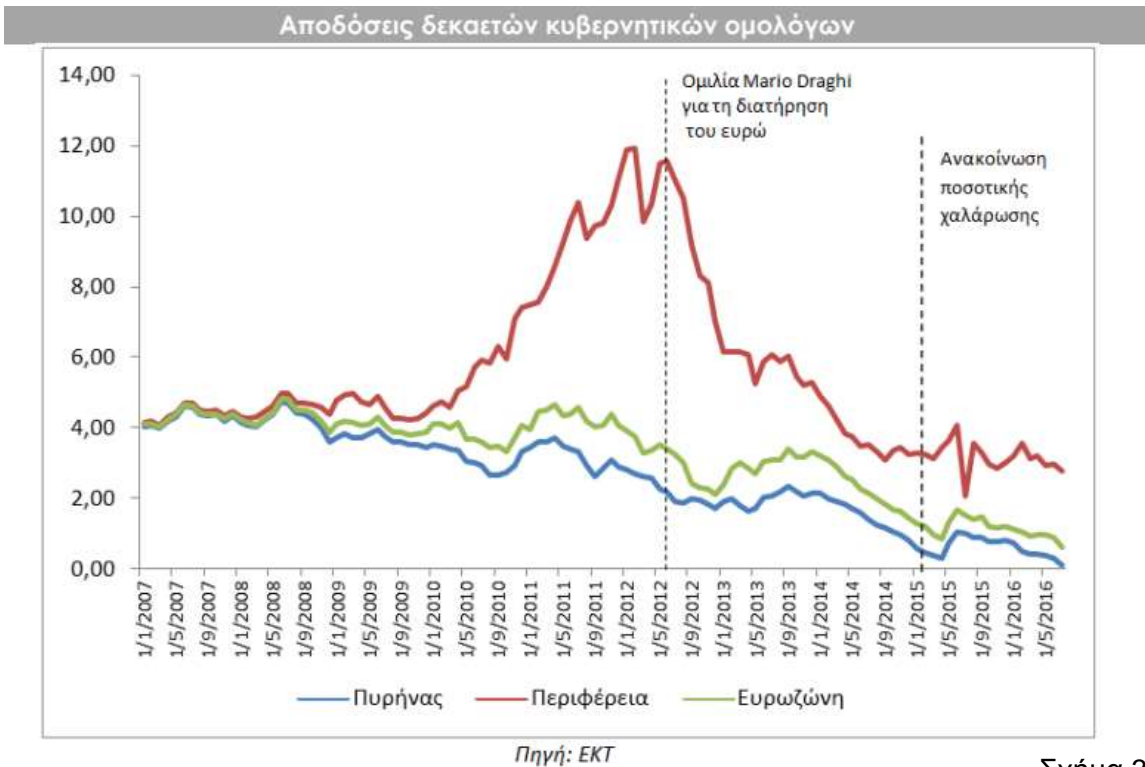


Πηγή: EKT

Σχήμα 2

Για την επίδραση της ποσοτικής χαλάρωσης στις αποδόσεις των κυβερνητικών ομολόγων, εξετάζεται συνήθως η μεταβολή τους κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης του προγράμματος εκτός εάν οι αγορές αναμένουν την απόφαση της κεντρικής τράπεζας, οπότε και προεξοφλούν τα αποτελέσματά της. Στην περίπτωση της ευρωζώνης, για την

καθοδική τροχιά των αποδόσεων στα δεκαετή κυβερνητικά ομόλογα, ιδίως σε αυτά της περιφέρειας, καταλυτική ήταν η αποστροφή του Mario Draghi στις 26 Ιουλίου 2012 πως θα κάνει ότι χρειαστεί για τη διάσωση του ευρώ. Έκτοτε, οι αποδόσεις των εν λόγω χρεογράφων διαγράφουν σταθερά καθοδική τροχιά, με (προσωρινή) εξαίρεση το δεύτερο τρίμηνο του 2015, κατά το οποίο εντάθηκαν οι ανησυχίες των αγορών, λόγω αναζωπύρωση της ελληνικής κρίσης. Η ανακοίνωση του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων δεν φαίνεται να επηρέασε ουσιαστικά τις αποδόσεις των κυβερνητικών ομολόγων, οι οποίες, εξάλλου, κυμαίνονταν ήδη σε πολύ χαμηλά επίπεδα (σχήμα 3).

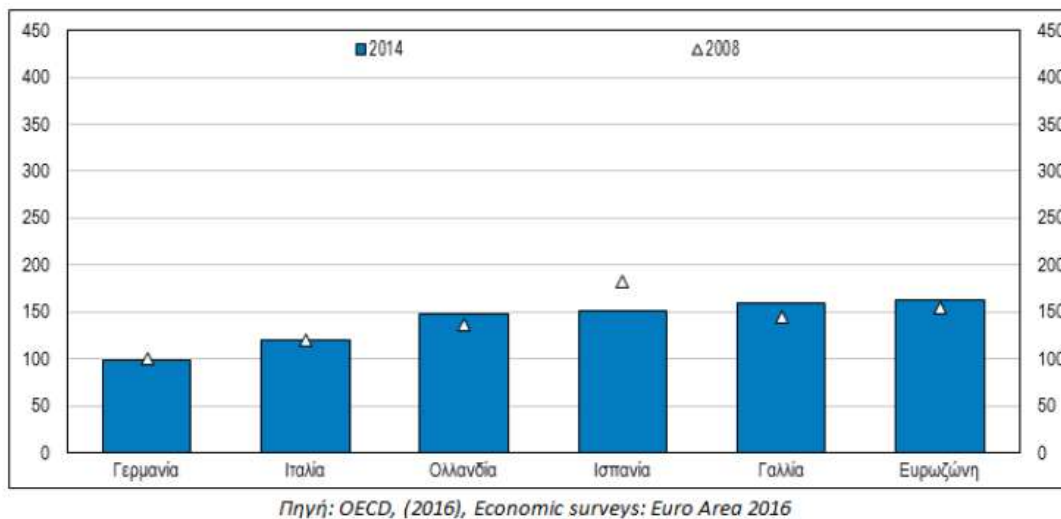


Σχήμα 3

Από την εικόνα που αποτυπώνεται στα παραπάνω στοιχεία, φαίνεται πως το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ έχει συμβάλει ουσιαστικά στη σταθεροποίηση της οικονομικής ανάκαμψης στην ευρωζώνη, μέσω της βελτίωσης συγκεκριμένων οικονομικών μεγεθών. Μολαταύτα, ο ρυθμός πληθωρισμού παραμένει πεισματικά καθυλωμένος σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Η προσπάθεια της ΕΚΤ να τονώσει την οικονομική δραστηριότητα και μέσω αυτής, να προσδώσει στον πληθωρισμό την απαιτούμενη δυναμική, προσκρούει σε συγκεκριμένα χαρακτηριστικά της ευρωζώνης. Ένα εξ αυτών είναι η μεγάλη βαρύτητα του τραπεζικού τομέα στη χρηματοδότηση της οικονομίας. Ένα ακόμα ζήτημα που ανακύπτει από την τραπεζοκεντρική διάρθρωση της οικονομίας της ευρωζώνης είναι το κατά πόσο είναι σε θέση οι τράπεζες να αξιοποιήσουν την πρόσθετη ρευστότητα για την χρηματοδότηση της ιδιωτικής επένδυσης. (Μανούζας 2016)

Ως προς το σκέλος της προσφοράς πιστώσεων, η κρίση του 2008 και η κρίση χρέους στην ευρωζώνη άφησαν πίσω τους βαριά κληρονομιά σε όρους αυξημένου όγκου μη εξυπηρετούμενων δανείων, με το πρόβλημα να είναι ιδιαίτερος οξύ σε συγκεκριμένες οικονομίες εντός ευρωζώνης. Τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια διαβρώνουν την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών, μειώνουν την κερδοφορία τους και δεσμεύουν κεφάλαια που, υπό προϋποθέσεις, θα μπορούσαν να διοχετευτούν στη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας. Σε ότι αφορά τη ζήτηση πιστώσεων και παρά τη μείωση του κόστους δανεισμού, οι επιχειρήσεις είναι ακόμα διστακτικές ως προς την ανάληψη επενδυτικών σχεδίων. Το συσσωρευμένο χρέος, έχοντας να επιδείξει μικρή υποχώρηση σε σχέση με τα επίπεδα του 2008, λειτουργεί αποτρεπτικά στις σχετικές αποφάσεις και πολύ περισσότερο για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις η χρηματοδότηση των οποίων προέρχεται κυρίως από τις τράπεζες (σχήμα 4). (ECB, Issue 8 / 2016)

Χρέος μη-χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (% του ΑΕΠ)



Σχήμα 4

Ως προς τα συγκυριακά στοιχεία, το πρώτο που θα πρέπει να αναφερθεί είναι πως οι αποδόσεις των κυβερνητικών ομολόγων των περισσότερων χωρών, εξαιρουμένης της Ελλάδας και της ευρωζώνης έχουν ήδη μειωθεί σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Ως εκ τούτου, η θετική διαταραχή που θα μπορούσε να προκαλέσει η νομισματική χαλάρωση της ΕΚΤ είναι περιορισμένη. Το δεύτερο συγκυριακό στοιχείο, είναι η ισχυρή προσφορά και ζήτηση πιστώσεων, η οποία καθιστά ανεπαρκή την ευνοϊκή επίδραση από την ανακατανομή χαρτοφυλακίου των επενδυτών προς τίτλους με υψηλότερη απόδοση και χαμηλότερη διάρκεια. (Μανούζας 2016)

Το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ αποτελεί αναγκαία, αλλά όχι ικανή συνθήκη αντιμετώπισης της παγίδας του παρατεταμένα πολύ χαμηλού ή/και αρνητι-

κού πληθωρισμού. Είναι μία παρέμβαση που στοχεύει στην τόνωση της ζήτησης η οποία εξακολουθεί σε μεγάλο βαθμό να επιβαρύνεται από τις χρόνιες επιπτώσεις της κρίσης ισολογισμού (balance sheet – recession), με τις επιχειρήσεις, τα νοικοκυριά ή/και τις κυβερνήσεις να τελούν σε φάση απομόχλευσης, προκειμένου να μειώσουν το υπερβάλλον χρέος. (Μανούζας 2016)

3.2 Εκτίμηση αποτελεσματικότητας μη συμβατικής πολιτικής στην Αμερική

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα Επενδύσεων χρησιμοποίησε πρόσφατα την αντισυμβατική πολιτική αγοράς μεγάλων ποσοτήτων μακροπρόθεσμων τίτλων, συμπεριλαμβανομένων των ομολόγων, των ομολόγων του Οργανισμού και των τίτλων που υποστηρίζονται από τα ενυπόθηκα δάνεια του Οργανισμού (ποσοτική χαλάρωση ή "QE"). Ο δεδηλωμένος στόχος της ποσοτικής χαλάρωσης ήταν η μείωση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων προκειμένου να τονωθεί η οικονομική δραστηριότητα. Έτσι σκοπός της πολιτικής της ποσοτικής χαλάρωσης ήταν η διοχέτευση ρευστότητας στην πραγματική οικονομία, ώστε να δοθεί μακροοικονομική ώθηση στην οικονομία, κυρίως μέσω της αύξησης των ιδιωτικών επενδύσεων. Συγκεκριμένα, η Fed σκόπευε να πιέσει καθοδικά τα μακροπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια ούτως ώστε να βελτιώσει τις χρηματοοικονομικές συνθήκες, μέσω ανόδου των τιμών των μετοχών και των τιμών των ακινήτων. Το ερώτημα επομένως είναι αν το πρόγραμμα αυτό πέτυχε τον σκοπό του και ειδικά ως προς την επίδραση στα μεγέθη της πραγματικής οικονομίας ή εν τέλει επηρέασε περισσότερο τα νομισματικά και χρηματοοικονομικά μεγέθη. Δεδομένου ότι το πρόγραμμα ουσιαστικά βασίστηκε σε μαζικές αγορές περιουσιακών στοιχείων, αναμενόταν να επηρεάσει την οικονομία μέσω των τιμών και των αποδόσεων αυτών των υπό αγορά τίτλων.

Αρχικά οι μη συμβατικές ανακοινώσεις πολιτικής μείωσαν τον βραχυπρόθεσμο υπονοούμενου κινδύνου, την επικινδυνότητα δηλαδή που συνεπάγεται η πιθανότητα ακραίων γεγονότων, στις αγορές μετοχών και επιτοκίων, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι μη συμβατικές ανακοινώσεις θεωρήθηκαν ότι έχουν σταθεροποιητικό διεγερτικό αποτέλεσμα. (Bhattarai - Neely 2016)

Εστιάζοντας στη συνέχεια στα αποτελέσματα του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης στις ιδιωτικές επενδύσεις εξαιρούμενης της αγοράς ακινήτων, θα αξιολογήσουμε την πορεία των αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων καθώς αυτή είναι η βασική μεταβλητή που μπορεί να απεικονίσει αυτή την επίδραση. Πιο αναλυτικά διαπιστώνεται ότι τα ονομαστικά επιτόκια των εταιρικών ομολόγων και ειδικά των εταιρειών με υψηλή πιστοληπτική διαβάθμιση ελαττώθηκαν. (Vissing-Jorgensen Krishnamurthy 2011)

Ο πρώην πρόεδρος της Federal Reserve, Μπεν Μπερνάνκι, δήλωσε το 2012 : "Υπάρχουν ουσιαστικά στοιχεία ότι οι αγορές περιουσιακών στοιχείων της Federal Reserve έχουν μειώσει τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις και διευκόλυναν ευρύτερες οικονομικές συνθήκες". Είπε επίσης ότι οι δύο πρώτοι γύροι της QE αύξησαν την οικονομική δραστηριότητα κατά σχεδόν 3% και αύξησαν τις θέσεις εργασίας του ιδιωτικού τομέα κατά δύο εκατομμύρια - σε σύγκριση με ό, τι θα συνέβαινε χωρίς QE.

Ο επίσημος αξιωματούχος της Fed, John Williams, δήλωσε αργότερα ότι: «Βρισκόμαστε επιτέλους να βλέπουμε σημάδια της ζωής στην αγορά κατοικίας, ενώ τα χαμηλά ποσοστά αυτοχρηματοδότησης έχουν ωθήσει τις πωλήσεις αυτοκινήτων να προσλάβουν περισσότερους εργαζόμενους. "



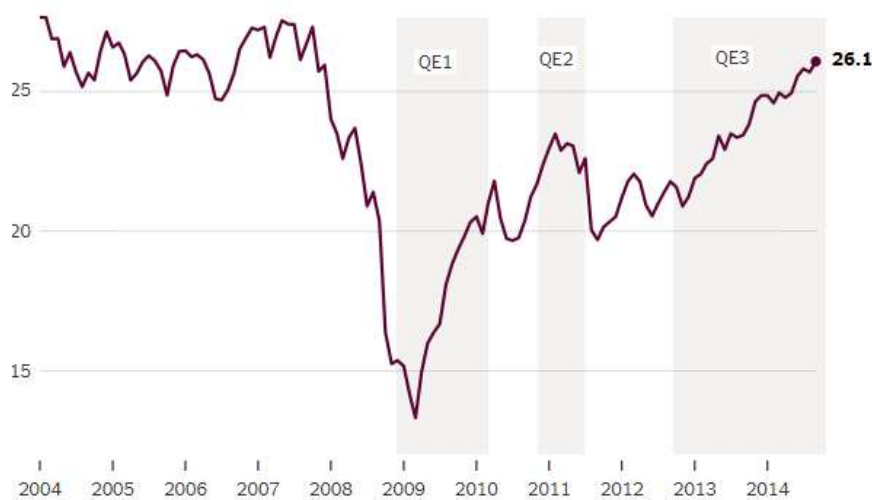
Πηγή: Moody's, Freddie Mac (Το επιτόκιο υποθηκών είναι μέσω δάνειο σταθερού επιτοκίου 30 ετών. Το επιτόκιο των εταιρικών ομολόγων είναι απόδοση των ωριμασμένων ομολόγων Baa)

Όπως απεικονίζεται στο παραπάνω διάγραμμα με το προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης της Fed, μειώθηκαν τα επιτόκια τόσο για τους Αμερικανούς αγοραστές κατοικιών όσο και για τις μεγάλες επιχειρήσεις. Η ιδέα ήταν να κατευθυνθούν χρήματα κατευθείαν στην προβληματική αγορά κατοικίας και με τα χρήματα της η Fed έχει συμβάλει στην μείωση της πριμοδότησης που πρέπει να πληρώσουν οι Αμερικανοί για να αγοράσουν ένα σπίτι. (Irwin 2014)

Επιπλέον όταν η Fed απέσυρε τρισεκατομμύρια κρατικά ομόλογα και ενυπόθηκα χρεόγραφα από την αγορά, οι επενδυτές που θα είχαν αγοράσει αυτά τα ομόλογα έπρεπε να βρουν κάτι άλλο για να αγοράσουν. Συχνά η απάντηση ήταν εταιρικά ομόλογα. Με την αυξημένη ζήτηση, οι τιμές των ομολόγων αυξήθηκαν και το επιτόκιο που οι μεγάλες εταιρείες έπρεπε να πληρώσουν για να δανειστούν χρήματα στην αγορά ομο-

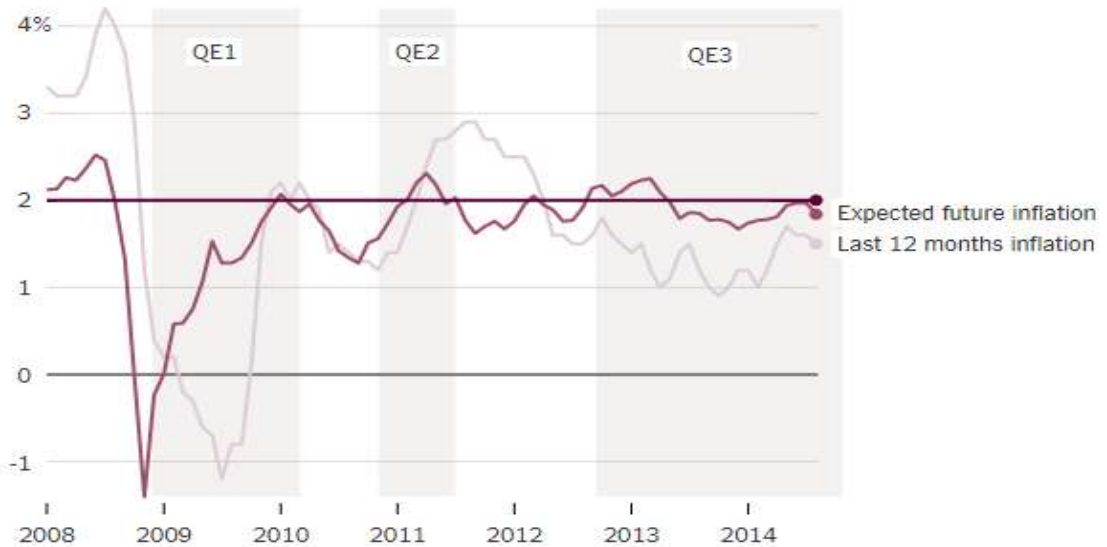
λόγων μειώθηκαν. Αυτό έκανε το περιβάλλον πιο ευνοϊκό για τις εταιρείες που επιθυμούσαν να επεκτείνουν ή να αναχρηματοδοτήσουν παλαιά χρέη. Έτσι, το κόστος δανεισμού τόσο των καταναλωτών όσο και των επιχειρήσεων μειώθηκε απότομα κατά τη διάρκεια της δημιουργίας χρήματος από τη Fed. (Irwin 2014)

Συνεχίζοντας την ανάλυση, διαπιστώνεται ότι το χρηματιστήριο έχει επιστρέψει στα επίπεδα προ-κρίσης και πλέον όπως απεικονίζει και το παρακάτω διάγραμμα τα αποθέματα διαπραγματεύονται σε επίπεδο, που είχαν προηγουμένως φτάσει, μόνο κατά τη διάρκεια της κρίσης της χρηματιστηριακής αγοράς στα τέλη της δεκαετίας του 1990 και λίγο πριν από την οικονομική κρίση.



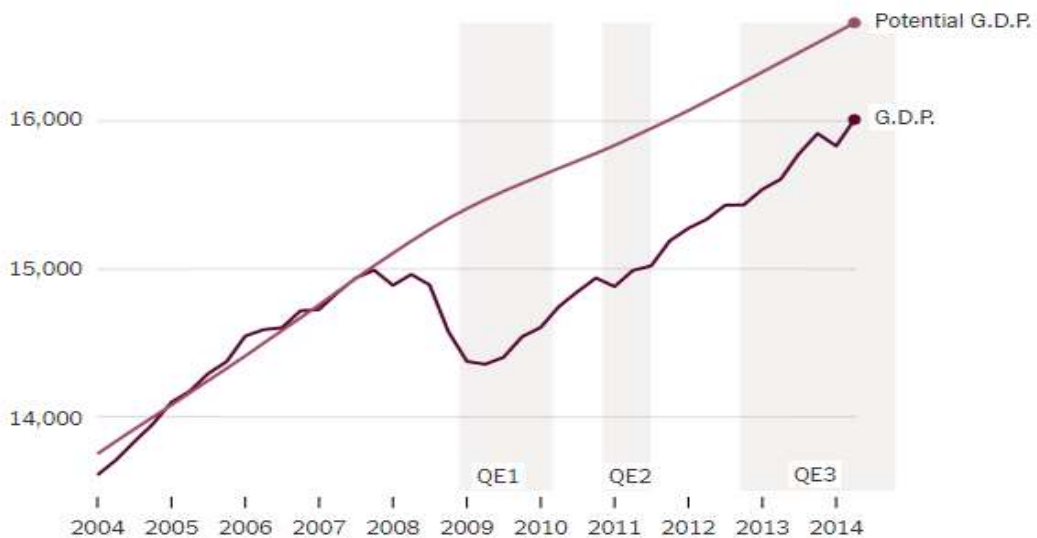
Source: Robert Shiller, Yale University

Ένας από τους επίφοβους λόγους για το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης ήταν ο φόβος του αποπληθωρισμού, δηλαδή όπως συνέβη στη δεκαετία του 1930 όταν οι τιμές άρχισαν να μειώνονται, θα μπορούσε το πρόγραμμα να γίνει ένας επικίνδυνος φαύλος κύκλος που θα άφηνε εκατομμύρια άνεργους. Στις αρχές του 2009, οι τιμές ιδίως για εμπορεύματα ήταν σε ελεύθερη πτώση. Μέχρι τα τέλη του 2009, τόσο ο πραγματικός ρυθμός πληθωρισμού όσο και οι προσδοκίες των επενδυτών για τον μελλοντικό πληθωρισμό ανέβαιναν προς το 2% που επιδίωκε η Fed. Ο δεύτερος γύρος του προγράμματος, ο οποίος ανακοινώθηκε στα τέλη του 2010, βοήθησε να τους αυξήσει περαιτέρω. Ωστόσο σε μια οικονομία που προσπαθεί να ξεφύγει από την υπερχειλίση του χρέους, όπου η υπερβολική ανεργία είναι το κύριο πρόβλημα, ο πολύ χαμηλός πληθωρισμός μπορεί να είναι πολύ προβληματικός και να εμποδίσει την ανάπτυξη. Το QE δεν ήταν αρκετά ισχυρό για να παράγει τόσο πληθωρισμό όσο η Fed ήθελε όπως φαίνεται και στο παρακάτω διάγραμμα. (Irwin 2014)



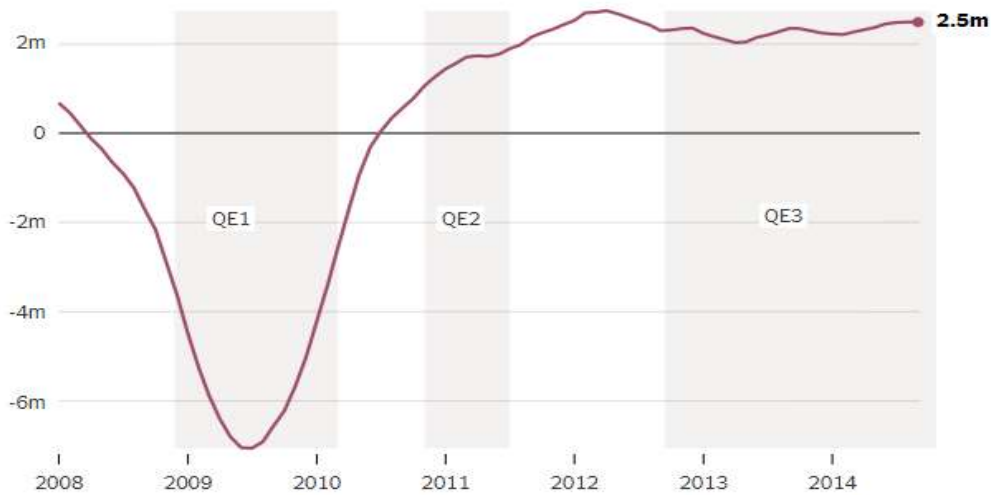
Source: Federal Reserve, Bureau of Economic Analysis

Η ανάπτυξη ήταν πολύ αδύναμη για να επιστρέψει στην τάση πριν από την κρίση καθώς η οικονομία εξακολουθεί να παρουσιάζει μικρά προβλήματα.



Πηγή: Γραφείο Προϋπολογισμού του Κογκρέσου, Γραφείο Οικονομικής Ανάλυσης

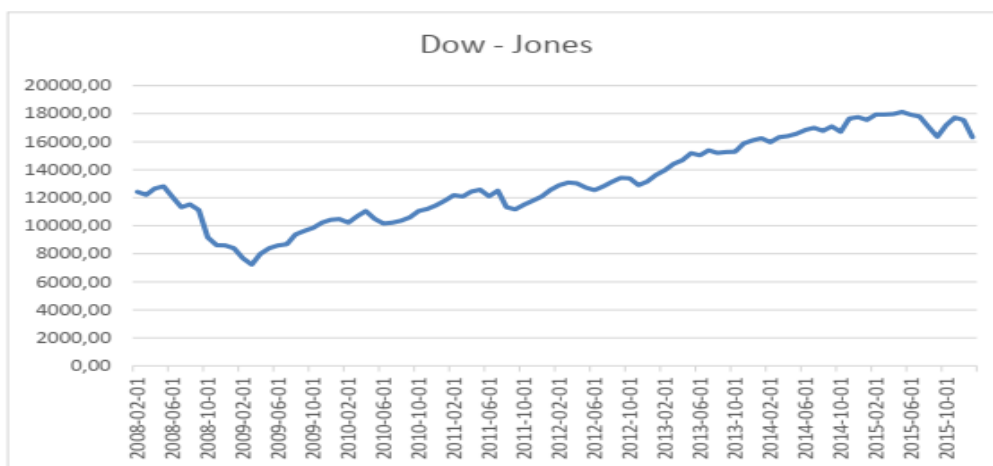
Η ανάκαμψη που βασίστηκε σε QE ήταν σταθερή και συνεπής αλλά δεν μπόρεσε να ωθήσει την οικονομία προς μια απότομη ανάκαμψη. Σε σύγκριση με την εκτίμηση του Γραφείου Προϋπολογισμού του Κογκρέσου για το "δυναμικό ΑΕΠ", το επίπεδο παραγωγής που θα είχε η οικονομία εάν υπήρχε πλήρη απασχόληση και τα εργοστάσια ήταν πλήρη, διαπιστώνεται ότι υπολείπεται ακόμα εκατοντάδες δισεκατομμύρια δολάρια για να φτάσουν τον επιθυμητό στόχο. (Irwin 2014)



Source: Bureau of Labor Statistics

Η αύξηση της απασχόλησης ήταν σταθερή αλλά όχι εξαιρετική αφού υπήρξε βελτίωση του ρυθμού δημιουργίας θέσεων εργασίας. Καθώς δημιουργήθηκαν περίπου δύο εκατομμυρίων θέσεων εργασίας στον ιδιωτικό τομέα ετησίως στα πρώτα χρόνια της ανάκαμψης, η οικονομία επιταχύνεται προς την κατεύθυνση της τάξης των 2,5 εκατομμυρίων, όπως φαίνεται στο παραπάνω διάγραμμα.

Επιπλέον σημειώθηκε σημαντική ανοδική επίδραση στους χρηματιστηριακούς δείκτες κατά τις περιόδους άσκησης του προγράμματος, όπως φαίνεται και στο παρακάτω σχήμα:



Τέλος θα εξετάσουμε την επίδραση της ποσοτικής χαλάρωσης στο κυβερνητικό χρέος, στο χρέος των επιχειρήσεων και στο δανεισμό των νοικοκυριών. Ξεκινώντας με το κυβερνητικό χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ και σύμφωνα με το παρακάτω διάγραμμα, διαφαίνεται η ομαλή ανοδική του πορεία μέχρι και το 2009 και η απότομη εκτίναξη του

μετά την εμφάνιση της κρίσης. Αυτή η άνοδος μπορεί να ισχυριστεί κανείς ότι ήταν απόρροια κυρίως του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης, καθώς οι αγορές που έκανε η Fed στα πλαίσια αυτού του προγράμματος εγγράφονταν στο ομοσπονδιακό χρέος.



Source: Federal Reserve

Το ίδιο διαφαίνεται και στο χρέος των επιχειρήσεων όπου παρατηρείται μία απότομη αύξηση μετά το 2009.



Source: Federal Reserve

Τέλος η πτώση του δανεισμού των νοικοκυριών ως ποσοστό του ΑΕΠ είναι μεγάλη καθώς από 100% περίπου που ήταν το 2009 έφτασε το 80% το 2015, δεν είναι όμως επαρκής ώστε να βρεθεί στα προ κρίσης επίπεδα. Αυτό φαίνεται από το γεγονός ότι, παρά τη μεγάλη παροχή ρευστότητας και την επιθετική νομισματική πολιτική, η

πραγματική άνοδος του ΑΕΠ από το 2009 και μετά ήταν 2,3% κατά μέσο όρο, επίπεδο το οποίο δεν θεωρείται ικανό για μια μακροπρόθεσμη βιώσιμη ανάπτυξη.



Source: Federal Reserve

Συμπερασματικά μπορούμε να πούμε ότι οι μεγάλες αγορές των μακροπρόθεσμων τίτλων του Δημοσίου από την Federal Reserve πιθανότατα προκάλεσαν μέτρια ώθηση στην οικονομική ανάπτυξη και τον πληθωρισμό. Τα προγράμματα αγοράς περιουσιακών στοιχείων, όπως το QE2, φαίνεται να είχε, στην καλύτερη περίπτωση, μέτρια αποτελέσματα στην οικονομική ανάπτυξη και τον πληθωρισμό. (Ferrero Cúrdia 2013). Το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της Fed είχε επίδραση σε όλο το φάσμα της οικονομικής δραστηριότητας. Όπως όμως αναδεικνύεται από τα προηγούμενα σχεδιαγράμματα η επιρροή στην πραγματική οικονομία δεν ήταν η αναμενόμενη σύμφωνα με τις αρχικές προβλέψεις της FED.

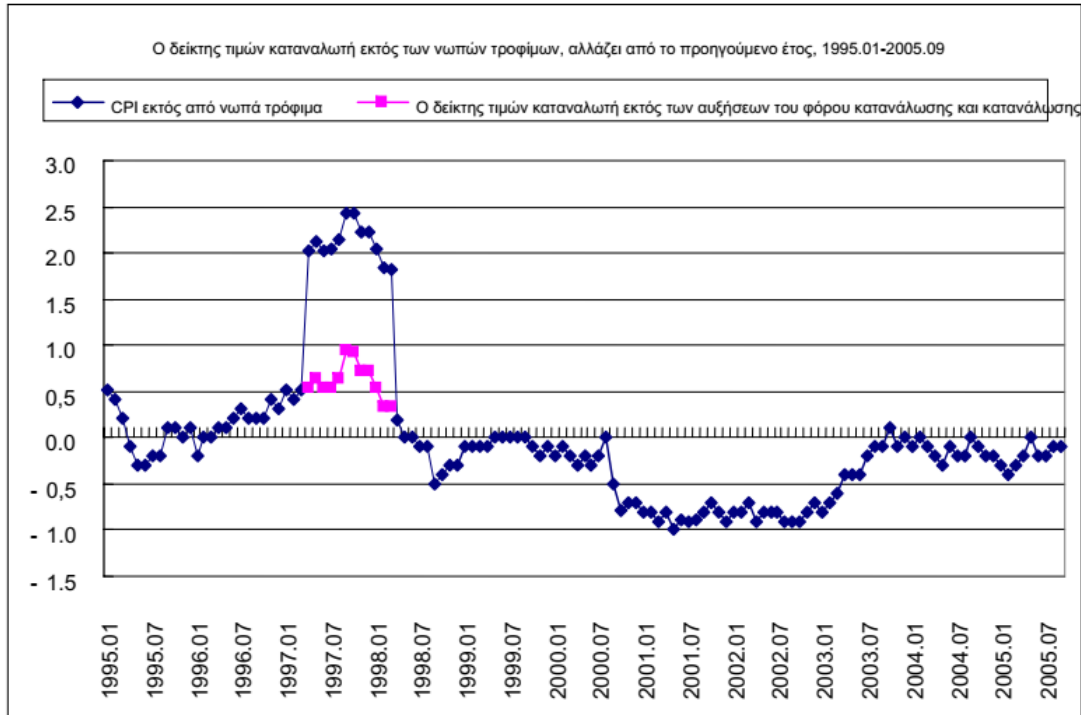
3.3 Εκτίμηση αποτελεσματικότητας μη συμβατικής πολιτικής στην Ιαπωνία

Η Ιαπωνία ήταν πρωτοπόρος σε μεγάλο μέρος της αντισυμβατικής νομισματικής πολιτικής. Η Τράπεζα της Ιαπωνίας (BoJ) ξεκίνησε την πρώτη "καθοδήγηση προς τα εμπρός" (προτού ο όρος χρησιμοποιηθεί ευρέως) (Ryuzo Tatsuyoshi 2017). Το τολμηρό πείραμα της Ιαπωνίας, όσον αφορά τη στόχευση τραπεζικών αποθεμάτων, ήταν η πρώτη πολιτική ποσοτικής χαλάρωσης (QE) στον κόσμο. Παρά την μεγάλη αντιπαράθεση και τη συζήτηση, ακόμη και μεταξύ των μελών του διοικητικού συμβουλίου της νομισματικής πολιτικής της BoJ, ο πρώτος αυτός κύκλος ποσοτικής χαλάρωσης, που αναφέρεται ως "QE1", παρέμεινε σε εξέλιξη για σχεδόν έξι χρόνια. (Volz Montgomery 2019)

Μετά την εισαγωγή του μηδενικού επιτοκίου την άνοιξη του 1999, η οικονομία άρχισε να ανακάμπτει. Το ιαπωνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα σταθεροποιήθηκε με τη δεύτερη εισφορά κεφαλαίου σε μεγάλες τράπεζες στα τέλη Μαρτίου 1999. Το ασφάλιστρο της Ιαπωνίας, το οποίο οι ιαπωνικές τράπεζες έπρεπε να καταβάλουν στις δυτικές τράπεζες στη διατραπεζική αγορά, εξαφανίστηκε τον Απρίλιο του 1999. Οι παγκόσμιες αυξήσεις των τιμών των μετοχών (που αργότερα χαρακτηρίστηκαν ως φούσκα τιμών μετοχών) αύξησαν την εμπιστοσύνη, με αποτέλεσμα την τόνωση της κατανάλωσης και των επενδύσεων. Η ανάκαμψη ενισχύθηκε εν μέρει από τις αυξήσεις των τιμών των μετοχών στον τομέα των πληροφοριών, της επικοινωνίας και της τεχνολογίας (ΤΠΕ). Οι τιμές των μετοχών των εταιρειών που σχετίζονται με τις ΤΠΕ αυξήθηκαν απότομα από την άνοιξη του 1999 έως τις αρχές του 2000. Η έκρηξη των τιμών των μετοχών των ΤΠΕ μεταφέρθηκε επίσης σε άλλους τομείς. Η διάθεση έγινε λαμπρή μέχρι τα τέλη του 1999. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ αυξήθηκε το δεύτερο τρίμηνο του 1999 σε θετικό έδαφος και μετά από ελαφρά πτώση το τρίτο τρίμηνο του 1999, ο ρυθμός αύξησης έγινε πειστικά υψηλός το τέταρτο τρίμηνο του 1999. Ο πληθωρισμός παρουσίασε επίσης κάποια σημάδια αύξησης την άνοιξη του 2000. (Ito 2005)

Όταν το ZIRP εισήχθη για πρώτη φορά τον Μάρτιο του 1999, η προϋπόθεση εξόδου από το ZIRP δεν ήταν ρητή καθώς δεν υπήρχε ακριβής ορισμός των "προβλημάτων αποπληθωρισμού" ή "διαλυμένων". Δεν ήταν καθόλου σαφές ποιος δείκτης τιμών θα χρησιμοποιηθεί και ποιος ρυθμός μεταβολής θα θεωρηθεί ως αποπληθωρισμός. Όταν η οικονομική ανάκαμψη έγινε ισχυρότερη από το φθινόπωρο του 1999 έως την άνοιξη του 2000, η Τράπεζα της Ιαπωνίας άρχισε να θέλει να τερματίσει το ZIRP. Έτσι το διοικητικό συμβούλιο αποφάσισε να αυξήσει το επιτόκιο από 0% σε 0,25%. Η απόφαση αυτή μπορεί να χαρακτηριστεί ως λάθος αφού δύο μήνες μετά ξεκίνησε η ύφεση και ο ρυθμός πληθωρισμού του Δείκτη Τιμών Κατανάλωσης (ΔΤΚ) κατέστη έντονα αρνητικός όπως φαίνεται και στο παρακάτω διάγραμμα. Οι οικονομικές συνθήκες επιδεινώθηκαν προς το τέλος του 2000. Εν ολίγοις, δεν υπάρχει αμφιβολία ότι η απόφαση τερματισμού του ZIRP ήταν ένα λάθος εκ των υστέρων, καθώς η οικονομία μετατράπηκε σε ύφεση μόνο δύο μήνες αργότερα και ο αποπληθωρισμός κατέστη πολύ χειρότερος στους επόμενους μήνες. (Ito 2005)

Ρυθμός πληθωρισμού



Πηγή: Γραφείο Στατιστικής, Υπουργείο Εσωτερικών και Επικοινωνιών.

Μέχρι το τέλος του 2000, οι οικονομικές δραστηριότητες επιβραδύνθηκαν σημαντικά και οι τιμές των μετοχών μειώθηκαν σημαντικά. Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, συνειδητοποιώντας ότι κάτι έπρεπε να γίνει, άρχισαν να διερευνούν τρόπους για την τόνωση της οικονομίας. Η αλλαγή ήταν μια ριζική κίνηση προς την ποσοτική χαλάρωση (QE). Η Τράπεζα αύξησε το ποσό των μηνιαίων αγορών κρατικών ομολόγων (JGB) από 400 δισ. Γιέν το 1998, σε διάφορα στάδια, σε 1.200 δισ. Γιέν τον Οκτώβριο 2002. Ο στόχος των τραπεζικών αποθεματικών αυξήθηκε από 5 τρισεκατομμύρια σε 32-35 τρισεκατομμύρια γεν, με αγορά κρατικών ομολόγων ύψους 18 τρισεκατομμυρίων. Έτσι, το ανώτατο όριο των συμμετοχών σε κρατικά ομόλογα είχε καθοριστεί ώστε να μην υπερβαίνει το ποσό του σημείου BOJ που εκκρεμούσε κατά το χρόνο έναρξης του πρώτου γύρου της QE.

Με βάση διάφορες εμπειρικές μελέτες, τα αποτελέσματα των δύο γύρων μη συμβατικών μέτρων πολιτικής στην Ιαπωνία μπορούν να συνοψιστούν ως εξής:

- α. Τα ασφάλιστρα ρευστότητας και πίστωσης μειώθηκαν σημαντικά.

β. Το περιθώριο ιδιωτικών ομολόγων μειώθηκε, αντανακλώντας τα μικρότερα ασφάλιστρα κινδύνου. Στον δεύτερο γύρο μη συμβατικών μέτρων πολιτικής, ο αντίκτυπος στην απόδοση του μερίσματος J-REIT⁸ ήταν εμφανής.

γ. Τα επιτόκια μεγαλύτερης διάρκειας μειώθηκαν, κυρίως λόγω της επίδρασης της διάρκειας της πολιτικής. Αυτό συμπληρώθηκε με την πολιτική ποσοτικής χαλάρωσης στον πρώτο γύρο των μη συμβατικών μέτρων πολιτικής. Στον δεύτερο γύρο, οι χαμηλότερες μακροπρόθεσμες ισοτιμίες επιτεύχθηκαν κατά κύριο λόγο με την αγορά άμεσων στοιχείων ενεργητικού, διότι το αποτέλεσμα της διάρκειας της πολιτικής δεν χρησιμοποιήθηκε μέχρι να ανακοινωθεί η γενική πολιτική χαλάρωσης.

δ. Οι τιμές των μετοχών ανταποκρίθηκαν θετικά στα μη συμβατικά μέτρα πολιτικής, ενώ ο αντίκτυπος στις τραπεζικές πιστώσεις ήταν περιορισμένος, εξαιτίας των προσαρμογών του ισολογισμού τόσο από τις τράπεζες όσο και από τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στη διαδικασία απομόχλευσης κατά τη διάρκεια της QE 1 και ως αποτέλεσμα της χαμηλής ζήτησης για τράπεζα τα δάνεια σε μια στάσιμη οικονομία κατά τη διάρκεια του QE 2.

ε. Ο αντίκτυπος στην συναλλαγματική ισοτιμία φαίνεται να ήταν σημαντικός στο πρώτο QE, καθώς η μαζική παρέμβαση χρησιμοποιήθηκε στη διαδικασία αύξησης του στόχου των τραπεζικών αποθεματικών στο πλαίσιο του ZIRP. Οι κοινές προσπάθειες κατάφεραν να μειώσουν την ονομαστική / πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία γιεν, η οποία με τη σειρά της συνέβαλε στη σταδιακή αύξηση του ρυθμού μεταβολής των βασικών τιμών καταναλωτή σε λίγο πάνω από το μηδέν στις αρχές του 2006. Στον δεύτερο γύρο μη συμβατικών μέτρων πολιτικής, ωστόσο, η επίδραση στην συναλλαγματική ισοτιμία σβήστηκε, επειδή η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ και άλλες κεντρικές τράπεζες πραγματοποίησαν προγράμματα αγοράς περιουσιακών στοιχείων σε πολύ μεγαλύτερη κλίμακα από ό, τι το BOJ.

στ. Ο αντίκτυπος στη συνολική ζήτηση ήταν περιορισμένος, κυρίως λόγω του γεγονότος ότι η επέκταση των περιουσιακών στοιχείων της BOJ και η επέκταση της νομισματικής βάσης δεν μπορεί να είναι μόνιμη, δεδομένης της δέσμευσης για έξοδο από την QE. Το QE σχεδιάστηκε ως προσωρινό μέτρο για την απασχόληση, ενώ αποκαταστάθηκε η λειτουργία του χρηματοπιστωτικού ενδιάμεσου φορέα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Το πρόβλημα αυτό είναι κοινό και για την επέκταση των ισολογισμών

⁸ Τα J-REIT είναι αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου εταιρειών που είναι εισηγμένα στο χρηματιστήριο, όπου οι επενδυτικές τους μονάδες είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο

άλλων κεντρικών τραπεζών. Το ΒΟJ δεν κατάφερε να αντιστρέψει τις επίμονες αποπληθωριστικές προσδοκίες. (Iwata - Takenaka 2011)

Table 1. Summary Statistics, 2000–2015

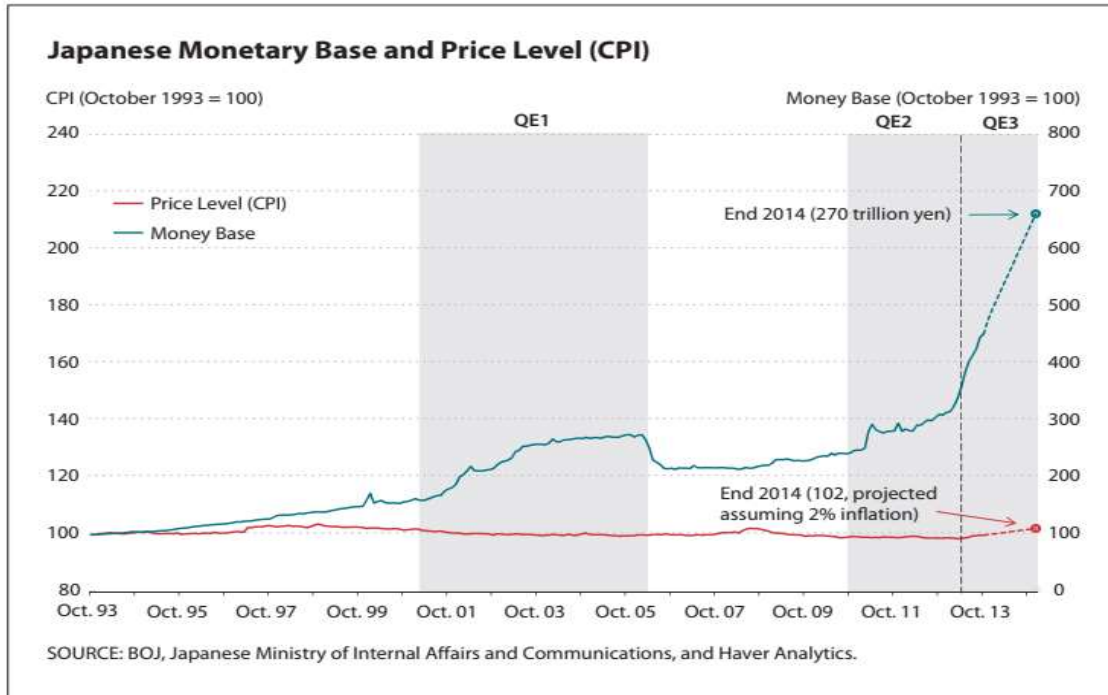
Variable Name	Mean	Standard Deviation	Min	Max
Loan Growth (log change, %)	0.85%	5.24	-103.73%	84.43%
Liquidity Ratio (%)	6.64%	3.91	1.13%	54.85%
Total Assets (log, million yen)	14.67	1.23	10.38	19.12
Total Deposits (log, million yen)	14.45	1.38	4.01	18.70
Equity Ratio (%)	5.04%	4.93	-78.82	79.83
Bad Loan Ratio (%)	81.79	95.55	-612.47	1,916.83
No. of Banks (i)		147		
No. of Time Periods (t)		30		
No. of Observations		4,003		

Source: Japanese Bankers Association.

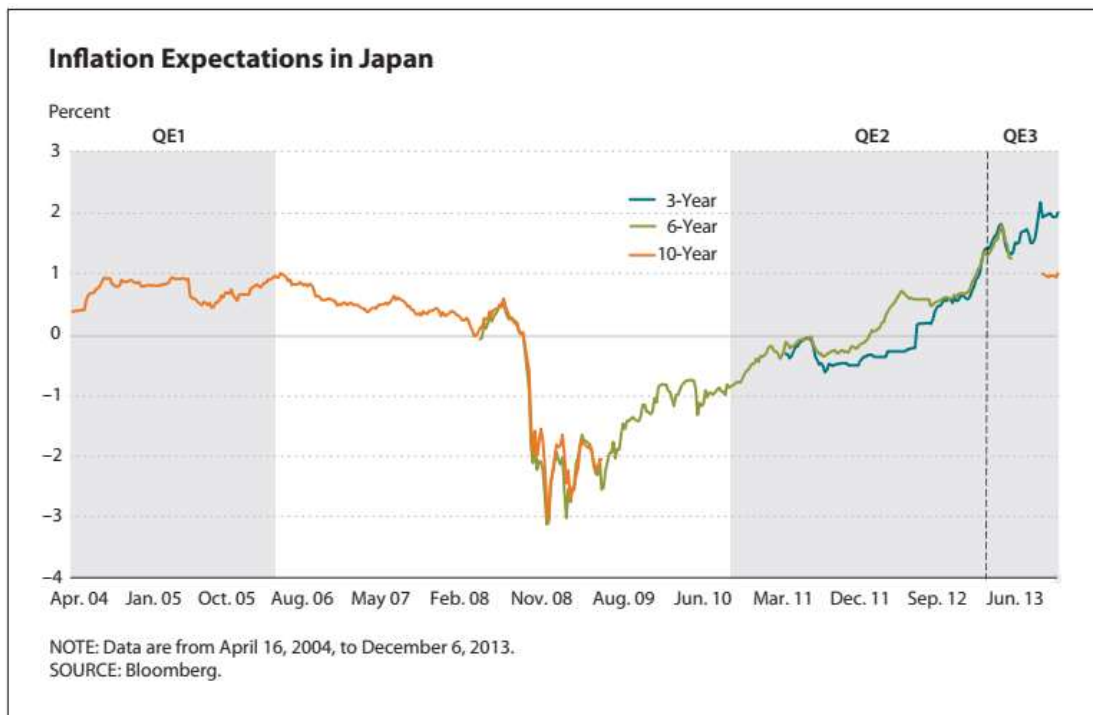
Table 2. The Effect of Higher Bank Liquidity Ratios on Loan Growth

Independent Variables	Dependent Variable: Loan Growth $\Delta \log(L)_{it+1}$				
	Pooled Ordinary Least Squares (OLS)	Panel Analysis with Individual Fixed Effects	Panel Analysis with Time Fixed Effects	Two Step System GMM	Two Step Difference GMM
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Constant Term	-0.00 (0.01)				
Liquidity Ratio, LR_{it}	0.06** (0.03)	0.14*** (0.03)	0.06*** (0.03)	0.15** (0.08)	0.19 (0.12)
Log Total Assets	0.00 (0.00)	-0.05*** (0.01)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	-0.06 (0.06)
Equity Ratio, ER_{it}	0.08 (0.06)	0.53*** (0.10)	0.06 (0.06)	0.04 (0.20)	1.23** (0.50)
Bad Loan Ratio	-0.01*** (0.00)	-0.01*** (0.00)	-0.00*** (0.00)	-0.00 (0.00)	-0.01 (0.01)
No. Obs.	2,580	2,460	2,460	4,003	2,172

Note: Standard errors are written in parenthesis below the finding, and asterisks represent significant findings at the 10%*, 5%** and 1%*** level, respectively. I=147 (or 133), T=30 (or 33), N=4,003 (or 2,460)



Στο παραπάνω γράφημα φαίνεται ο ιαπωνικός CPI. Εντυπωσιακά, το QE1 φαίνεται να έχει ελάχιστες, αν και εν μέρει, επιπτώσεις στον πληθωρισμό.

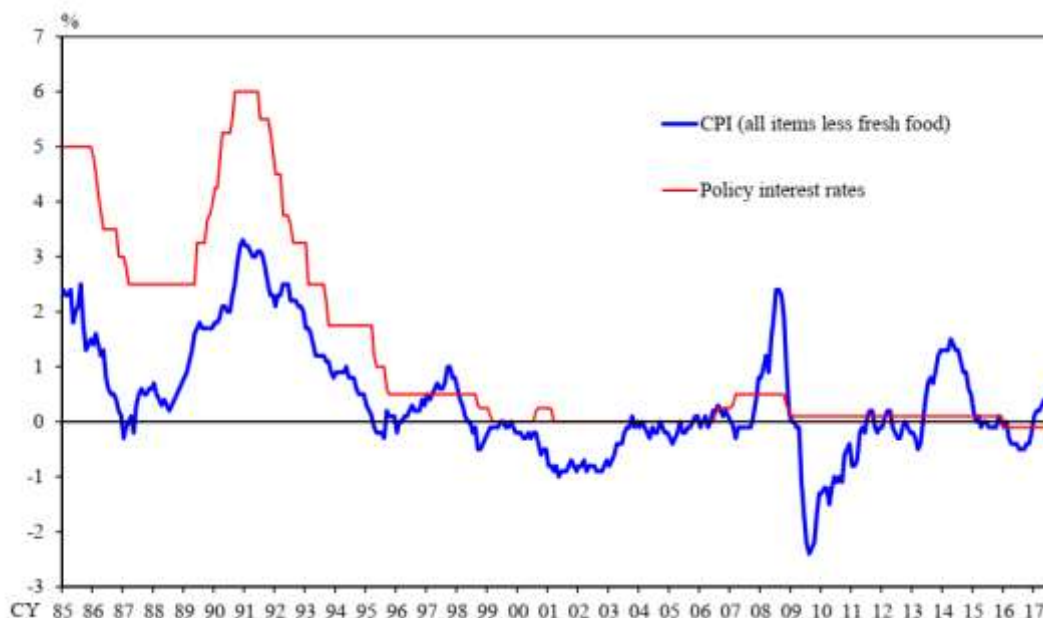


Το δεύτερο γράφημα περιγράφει αυτό το μέτρο των πληθωριστικών προσδοκιών με βάση την αγορά για τα ομόλογα διαφορετικής διάρκειας. Όπως δείχνει το δεύτερο διάγραμμα, οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό στην Ιαπωνία φαίνεται ότι ήταν ελάχιστα

θετικές για την περίοδο που προηγήθηκε της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 (ο πυρήνας πληθωρισμού στην Ιαπωνία κατά την περίοδο αυτή ήταν σχεδόν μηδέν). Σημειώθηκε σημαντική υποχώρηση και ανάκαμψη των προσδοκιών για τον πληθωρισμό κατά τη διάρκεια και μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα που παρουσιάστηκαν παραπάνω δείχνουν ότι η μη συμβατική νομισματική πολιτική έχει σημαντικές επιπτώσεις μέσω του τραπεζικού χαρτοφυλακίου, αν και ο αντίκτυπος στον τραπεζικό δανεισμό είναι ποσοτικά μικρός. Αυτό εγείρει ερωτήματα ως προς την καταλληλότητα της πολιτικής την εφαρμογή και τις μακροπρόθεσμες επιπτώσεις της πολιτικής για τον τραπεζικό τομέα και τη μακροοικονομία συνολικά. Ειδικότερα, χρειάζεται περαιτέρω διερεύνηση σχετικά με τις δυνητικές διαφορές όσον αφορά τον αντίκτυπο της QE σε τραπεζικά ιδρύματα και τις πιθανές ακούσιες παρενέργειες της QE. (Volz Montgomery 2019)

Ο βασικός ρυθμός αύξησης του ΔTK έγινε θετικός από τον Νοέμβριο του 2005 και ο ρυθμός που ανακοινώθηκε τον Ιανουάριο του 2006 στις αρχές Μαρτίου ήταν 0,5%. Στις 9 Μαρτίου 2006, η BOJ δήλωσε ότι η ετήσια αύξηση του βασικού ΔTK αναμενόταν να παραμείνει θετική και έκρινε ότι πληρούνται οι όροι που τέθηκαν στη δέσμευση στο πλαίσιο του ΠΣΕ.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Αποτελεί αδιαμφισβήτητο γεγονός ότι οι κεντρικές τράπεζες πολλών χωρών χρησιμοποίησαν μέτρα μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής για να αντιμετωπίσουν την κρίση και να οδηγήσουν τις οικονομίες τους στην οικονομική ανάπτυξη και μεγέθυνση. Οι κεντρικές τράπεζες επιδίωκαν αρχικά με τις μη συμβατικές αγορές περιουσιακών στοιχείων να ανακουφίσουν τις δυσχέρειες στη χρηματοπιστωτική αγορά, αλλά οι στόχοι τους σύντομα διευρύνθηκαν για να συμπεριλάβουν την επίτευξη στόχων για τον πληθωρισμό, την τόνωση της πραγματικής οικονομίας και την αντιμετώπιση της κρίσης. Πρωτοπόροι σε αυτές τις μη συμβατικές νομισματικές πολιτικές υπήρξε η Ιαπωνία, ενώ το παράδειγμα της το ακολούθησε η Αμερική με την FED αλλά και η Ευρώπη με την ΕΚΤ. Το ερωτητικό που τίθεται σε αυτή την πολιτική είναι κατά πόσο τα μέτρα αυτά ικανοποίησαν τους τιθέμενους στόχους και οδήγησαν στην έξοδο από την κρίση οδηγώντας στην οικονομική μεγέθυνση. Υπάρχουν πολλές μελέτες πάνω στο θέμα αυτό, άλλες θετικές και άλλες αρνητικές.

Ο Μ.Ντράγκι επισήμανε ότι η ' νομισματική πολιτική σήμερα αναγκάζεται να χρησιμοποιεί μη συμβατικές πολιτικές ' ολοένα και περισσότερο για να πετύχει την αποστολή της και το κάνει αυτό για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα και με μεγαλύτερη ένταση. Αυτό δεν αποτελεί εμπόδιο για την κεντρική τράπεζα προκειμένου να πετύχει την αποστολή της, αλλά ενισχύει τον κίνδυνο για παρενέργειες κατά την πορεία αυτή.

Σε μια προσπάθεια αποτίμησης της πολιτικής ποσοτικής χαλάρωσης είναι λογικό να υπάρχει κάποια αμφιθυμία αναφορικά με τα αποτελέσματα του QE των κεντρικών τραπεζών στις οικονομίες, καθότι στην αξιολόγησή του εμπλέκονται πολλές μεταβλητές, σε βαθμό που να μην μπορεί να είναι κανείς απόλυτα σίγουρος τι θα είχε συμβεί εάν η κεντρική τράπεζα παρέμενε πιστή στη συμβατική της πολιτική. Είναι όμως αναντίρρητο πως οι φόβοι για υψηλό πληθωρισμό δεν έχουν επιβεβαιωθεί μέχρι σήμερα σε καμιά χώρα, όπως και το γεγονός ότι η μη συμβατική πολιτική της ποσοτικής χαλάρωσης από τις κεντρικές τράπεζες ήταν αναγκαία για τη στήριξη των οικονομιών τους. Παρόλα αυτά, η κριτική που της ασκείται είναι εξαιρετικά δριμεία. Πρώτον, υπάρχουν σοβαρές επιφυλάξεις για την αποτελεσματικότητα της πολιτικής αυτής. Έτσι, υποστηρίζεται ότι δεν είναι βέβαιο εάν η τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας οφείλεται στην νομισματική επέκταση ή στη χαλάρωση της δημοσιονομικής προσαρμογής που ακολούθησε. Δεύτερον, υπάρχει ανησυχία για το γεγονός ότι η παρατεταμένη νομισματική χαλάρωση δημιουργεί χρηματοπιστωτικές ανισορροπίες, στρεβλώσεις στη διαμόρφωση των τιμών,

καθυστερήσεις στη διόρθωση των ισολογισμών, συνθήκες χρηματοπιστωτικής αποσταθεροποίησης καθώς ωθεί τους επενδυτές σε υψηλού ρίσκου τοποθετήσεις στην αναζήτηση υψηλότερων αποδόσεων ενώ αμβλύνει τα κίνητρα για την υλοποίηση των απαραίτητων μεταρρυθμίσεων. Τρίτον, η ποσοτική χαλάρωση ενίσχυσε περαιτέρω την εισοδηματική ανισότητα καθώς π.χ. στη Μ. Βρετανία κυρίως τα εύπορα τμήματα της κοινωνίας (5%) κατέχουν εκείνα τα περιουσιακά στοιχεία (40%) (μετοχές, κατοικίες, κλπ) των οποίων οι τιμές ανέβηκαν σημαντικά εξαιτίας του QE. (Μουρμούρα 2014)

Σύμφωνα με τον De Larosiere η άποψη ότι οι μη συμβατικές πολιτικές, όπως είναι το QE, αυξάνουν την προσφορά χρήματος στην οικονομία, δεν είναι απόλυτα ακριβής επειδή το κανονιστικό πλαίσιο των τραπεζών έχει γίνει πρόσφατα τόσο αυστηρό, ώστε οι τράπεζες να προχωρούν άμεσα σε μεγάλου βαθμού απομόχλευση με αποτέλεσμα η συνολική προσφορά χρήματος να μην έχει αυξηθεί σημαντικά. (Μουρμούρα 2014)

Οι περισσότερες μελέτες εντοπίζουν σημαντικές σωρευτικές επιπτώσεις από την ποσοτική χαλάρωση και την καθοδήγηση σχετικά με τις αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων. Στοιχεία για το πώς η αντισυμβατική νομισματική πολιτική επηρέασε την παραγωγή και τον πληθωρισμό είναι πιο περιορισμένη. Η ανάλυση δείχνει επίσης ότι η μη συμβατική νομισματική πολιτική τείνει να είναι πιο αποτελεσματική υπό τρεις συγκεκριμένες συνθήκες. Πρώτον, τα αποτελέσματα εμφανίζονται ισχυρότερα σε περιόδους αυξημένης οικονομικής δυσπραγίας, γεγονός που συμβαδίζει με την οικονομική θεωρία ότι η ποσοτική χαλάρωση θα πρέπει να έχει ισχυρότερα αποτελέσματα στις τιμές υπό συνθήκες κατακερματισμένης αγοράς. Δεύτερον, η αντισυμβατική νομισματική πολιτική είναι λιγότερο αποτελεσματική όταν εδραιωθούν οι αποπληθωριστικές πιέσεις, έτσι ώστε η οικονομία να παραμείνει στο μηδενικό κατώτατο όριο για μεγάλο χρονικό διάστημα. Η εμπειρία της Ιαπωνίας είναι εμβληματική. Όταν η καμπύλη αποδόσεων είναι ήδη αρκετά επίπεδη και κοντά στο μηδέν, ακόμη και σε μεγάλες διάρκειες, η ποσοτική χαλάρωση μπορεί να έχει περιορισμένο αντίκτυπο στην περαιτέρω μείωση των αποδόσεων. Τρίτον, η μη συμβατική νομισματική πολιτική απαιτεί από την κεντρική τράπεζα να είναι αξιόπιστη στην προσπάθειά της να παράσχει σταθερή νομισματική στέγη. Για παράδειγμα, τα αντισυμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής που υιοθετήθηκαν από την Τράπεζα της Ιαπωνίας μεταξύ 2010 και 2012 είχαν πιθανώς αντίκτυπο στον πληθωρισμό, επειδή η δέσμευση της κεντρικής τράπεζας να παραδώσει σταθερό πληθωρισμό υπονομεύθηκε από δεκαετίες ήπιας αποπληθωρισμού. (Dell'Ariccia- Rabanal- Sandri 2018)

Εκτός όμως των μη συμβατικών μέτρων ποσοτικής και πιστωτικής χαλάρωσης οι μεγάλες κεντρικές τράπεζες (και η ΕΚΤ) προχώρησαν στην υιοθέτηση και μιας καινοτόμου πολιτικής, αυτής της 'μελλοντικής καθοδήγησης των προσδοκιών' ώστε οι αγορές να μπορούν να προεξοφλούν με κάποια σχετική ασφάλεια τις μελλοντικές κινήσεις των νομισματικών αρχών. Η πολιτική αυτή εδράζεται στην πεποίθηση ότι δεσμευόμενες οι κεντρικές τράπεζες για τις μελλοντικές τους αποφάσεις μπορούν να επηρεάζουν τις τρέχουσες νομισματικές συνθήκες, καθώς με αυτό τον τρόπο μειώνεται η αβεβαιότητα και ενισχύεται η εμπιστοσύνη των αγορών. Αναλυτικότερα, υπάρχουν εμπειρικές έρευνες που αποδεικνύουν πως ο τρόπος με τον οποίο μια κεντρική τράπεζα επικοινωνεί την πολιτική της είναι εξίσου σημαντική με την πολιτική *per se*. Η πολιτική της μελλοντικής καθοδήγησης επηρεάζει τις αγορές και την οικονομία κυρίως με δυο τρόπους. Πρώτον, με δεδομένο ότι τα ονομαστικά επιτόκια βρίσκονται σε σχεδόν μηδενικά επίπεδα, η σηματοδότηση μιας πολιτικής διατήρησης των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων σε χαμηλά επίπεδα (βάσει τρεχουσών εκτιμήσεων για τα μακροοικονομικά μεγέθη) επηρεάζει τις μελλοντικές προσδοκίες των ιδιωτών, το μελλοντικό πληθωρισμό και άρα και τα πραγματικά επιτόκια μεσοπρόθεσμα. Μέσω της πολιτικής αυτής η κεντρική τράπεζα αποσαφηνίζει και επικοινωνεί στην ουσία τις παραμέτρους προς αξιολόγηση στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής για την επίτευξη του θεσμικού της στόχου για σταθερότητα των τιμών. Δεύτερον, στο βαθμό που η κεντρική τράπεζα παρέχει μεγαλύτερη σαφήνεια για την πορεία των επιτοκίων της, η μεταβλητότητα αυτών (και των προσδοκιών τους, άρα και η αβεβαιότητα των επενδύσεων) μειώνεται. Ωστόσο, η πολιτική μελλοντικής καθοδήγησης εγκυμονεί τον κίνδυνο να υπονομευτεί η αξιοπιστία της κεντρικής τράπεζας. (Μουρμούρα 2014)

Ωστόσο καμία μελέτη των επιπτώσεων της μη συμβατικής πολιτικής δεν είναι οριστική και όλοι όσοι ασχολούνται με αυτό το θέμα έχουν τους περιορισμούς τους. Η υπεροχή των αποδεικτικών στοιχείων υποδηλώνει ότι η καθοδήγηση προς τα εμπρός και η ποσοτική χαλάρωση κατάφεραν να μειώσουν τα μακροπρόθεσμα επιτόκια. Οι μελέτες που χρησιμοποιούν μικρο δεδομένα έχουν τεκμηριώσει απτά αποτελέσματα της ποσοτικής χαλάρωσης στις επιχειρήσεις και στους ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Τα μοντέλα μακροεντολών υποδεικνύουν ότι οι μειώσεις των επιτοκίων είναι πιθανό να είχαν σημαντική επίπτωση. Οι δυσμενείς παρενέργειες φαίνεται ότι ήταν ήπιες και υποβαθμίζονται από το κόστος της πιο παρατεταμένης ύφεσης στις Ηνωμένες Πολιτείες, που πιθανότατα θα συνέβαινε ελλείψει των αντισυμβατικών πολιτικών. Επο-

μένως, τα οφέλη της αντισυμβατικής πολιτικής πιθανότατα υπερέβαιναν το κόστος. (Kuttner 2018)

Από την αμερικανική εμπειρία μπορούν να αντληθούν έξι δοκιμαστικά μαθήματα. Πρώτον, η αντισυμβατική νομισματική πολιτική θα πρέπει να διεξάγεται κατά τρόπο ομοιόμορφο με τον κανόνα στο μέτρο του δυνατού. Στην πράξη, αυτό σημαίνει σαφώς τη σύνδεση των αγορών ενεργητικού ή / και την καθοδήγηση προς τους στόχους και τις προβλέψεις της Fed. Δεύτερον, αν η έρευνα είναι σωστή, υποδεικνύοντας ότι η ποσοτική χαλάρωση λειτουργεί κυρίως μέσω της εξάλειψης του κινδύνου διάρκειας από την αγορά, οι στόχοι πολιτικής θα μπορούσαν να επιτευχθούν είτε με την ανακατανομή ενός χαρτοφυλακίου κεντρικής τράπεζας σταθερού μεγέθους, είτε με την επέκταση του ισολογισμού. Δεδομένου ότι ο σκοπός της ποσοτικής χαλάρωσης δεν ήταν η αύξηση των τραπεζικών αποθεμάτων, θα ήταν λογικό να χρησιμοποιηθεί η ανακατανομή του χαρτοφυλακίου ως το πρώτο βήμα στην εφαρμογή της ποσοτικής χαλάρωσης. (Kuttner 2018). Τρίτον, η καθοδήγηση προς τα εμπρός και η ποσοτική χαλάρωση δεν είναι υποκατάστατα, καθώς λειτουργούν με διαφορετικούς μηχανισμούς μετάδοσης: προσδοκίες για τα μελλοντικά επιτόκια για το πρώτο, το αποτέλεσμα ισοζυγίου χαρτοφυλακίου (κυρίως) για το τελευταίο. Έτσι, οι δύο πολιτικές θα μπορούσαν να εφαρμοστούν ανεξάρτητα. Θα μπορούσαν επίσης να υπάρξει συμπληρωματικότητα μεταξύ τους. Τέταρτον, μια κεντρική τράπεζα που ασχολείται με αγορές μεγάλης κλίμακας περιουσιακών στοιχείων αντιμετωπίζει μεγάλη έκθεση σε περίπτωση αύξησης των επιτοκίων. Αυτό μπορεί να θεωρηθεί θετικό, υπό την έννοια ότι ο κίνδυνος επιτοκίου θα μπορούσε να δεσμεύσει τη Fed σε μια μεγαλύτερη ή πιο σταθερή νομισματική επέκταση. Εντούτοις, η ανεξαρτησία της κεντρικής τράπεζας είναι κατά πάσα πιθανότητα προτιμητέα για πραγματικά άσχημες περιστάσεις. Πέμπτον, η κατάλληλη επιλογή των περιουσιακών στοιχείων για αγορά θα εξαρτηθεί από τις περιστάσεις. Εάν οι αγορές ενεργητικού λειτουργούσαν αποκλειστικά μέσω της εξάλειψης του κινδύνου διάρκειας και εάν οι μεταβολές στις αποδόσεις του Δημοσίου ήταν πλήρως πέρα από εκείνα που αφορούν άλλα χρεόγραφα, τότε δεν θα υπήρχε κανένας λόγος να αγοραστούν άλλα περιουσιακά στοιχεία εκτός από τα κρατικά ομόλογα. Ωστόσο, η αγορά ενυπόθηκων τίτλων στην QE1 ήταν κατάλληλη ως μέσο για τη βελτίωση της λειτουργίας αυτής της αγοράς. Ομοίως, μπορεί κανείς να αντιλαμβάνεται περιστάσεις που θα μπορούσαν να απαιτήσουν αγορές κεντρικών τραπεζών άλλων τύπων τίτλων, όπως εταιρικά ομόλογα και μετοχές. Έκτον, η Fed θα μπορούσε να έχει δύο διαφορετικά πολιτικά μέσα: τον καθορισμό των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων με την καταβολή τόκων στα πλεονασματικά αποθεματικά, τη διαχείριση

του μεγέθους και της σύνθεσης του ισολογισμού. Η ύπαρξη δύο μέσων θα έδινε στη Fed μεγαλύτερη ευελιξία για την επίτευξη πολλαπλών στόχων πολιτικής. (Kuttner 2018)

Κοιτώντας προς το μέλλον, τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής θα πρέπει να παραμείνουν μέρος της νομισματικής πολιτικής των τραπεζών, επειδή μπορούν να παρέχουν ζωτικής σημασίας ανακούφιση αν μια μελλοντική σοβαρή ύφεση απειλήσει το οικονομικό περιβάλλον. Είναι πολύ σημαντικό όμως να σχεδιαστούν σωστά, να ληφθούν υπόψη όλοι οι παράμετροι και σε συνάρτηση των πολιτικών καθοδηγήσεων που δύναται να συμπληρώσουν την αντισυμβατική νομισματική πολιτική, δύναται να συμβάλλουν στην αντιμετώπιση των υφέσεων και να οδηγήσουν εν μέρει στην οικονομική μεγέθυνση.

Συντομογραφίες & Ακρωνύμια

EKT	Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
ΕΕ	Ευρωπαϊκή Ένωση
ΑΕΠ	Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν
FED	Federal Bank
ECB:	European Central Bank
ΔΝΤ	Διεθνές Νομισματικό Ταμείο
SOMA	System Open Market Account
LSAPs	Large-scale asset purchases (μεγάλης κλίμακας περιουσιακών στοιχείων)
ZIRP	Zero interest-rate policy (πολιτική μηδενικού επιτοκίου)
JGBs	Japanese government bonds (Ιαπωνικό Κρατικό Ομόλογο)
ETF	exchange-traded fund
REIT	Real estate investment trust
CBPP	Covered Bond Purchase Programme
APP	Expanded Asset Purchase Programme
ABSPP	Asset-Backed Securities Purchase Programme
PSPP	Public Sector Purchase Programme
BoJ	Bank of Japan
ΔΤΚ	Δείκτης Τιμών Καταναλωτή
CPI	Δείκτης Τιμών Καταναλωτή

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Bain - Howells, Peter, Keith. *Monetary Economics: Policy and its Theoretical Basis*. Red Globe Press, 2009.
- BEGG, DAVID. *ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ*. ΑΘΗΝΑ: ΚΡΙΤΙΚΗ ΑΕ, n.d.
- Benjamin Friedman. «NOMΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ.» *NBER*, Δεκέμβριος 2000.
- Bernake Reinhart, Ben Vincent. «Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates.» *American Economic Review*, 2004: 85-90.
- Bhattarai - Neely, Saroj Christopher. «A Survey of the Empirical Literature on U.S. Unconventional Monetary Policy.» *Working Paper 2016-021A*. FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS, Οκτώβριος 2016.
- Campbell Evans Fisher Justiniano, Jeffrey r .Charles I. Alejandro Jonas. «Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance.» *Economic Activity*, 2012: 1080.
- Casua Girardone Molyneux, Barbara, Claud, iPhilip. *INTRODUCTION TO BANKING*. Prentice hall, 2006.
- Coeure, Benoît. «Embarking on public sector asset purchases.» Φρανκφούρτη, 2015.
- Dell’Ariccia- Rabanal- Sandri, Giovanni Pau Damiano. «Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom.» *Journal of Economic Perspectives*, 2018: Volume 32, Number 4—Pages 147–172.
- ECB. «Economic and monetary developments.» monthly bulletin, 2014.
- . «Issue 8 / 2016.» *Economic Bulletin*, 2016.
- . «The Governing Council’s expanded asset purchase programme.» *Issue 1 / 2015*. *Economic Bulletin*, 2015.
- Eslake, Saul. *"What is the difference between a recession and a depression?"* Νοέμβριος 23 2008.
http://clubtroppo.com.au/&xid=17259,15700019,15700186,15700191,15700256,15700259,15700262&usg=ALkJrhiTM_En6YmJT_hZWNmpaSvvJpZ5cQ (πρόσβαση Ιούλιος 19, 2019).
- Femia - Friedman- Sack, Katherine Steven Brian. «The Effects of Policy Guidance on Perceptions of the Fed’s Reaction Function.» November 2013.
- Ferrero Cúrdia, AndreaVasco. «How Stimulatory Are Large-Scale Asset Purchases?» *FRBSF Economic Letter*, August 2013.
- Gagnon, Joseph E. «"Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: did they work?"» *Economic Policy Review*,, 2011: 41-59.
- Greenwood, John. «The Japanese Experience with QE and QQE.» n.d.
- GRÉGORY CLAEYS, ÁLVARO LEANDRO , ALLISON MANDRA. *EUROPEAN CENTRAL BANK QUANTITATIVE EASING: THE DETAILED MANUAL*. BRU EGE L, 2015.
- Haltom - Wolman, Alexander L. -Renee. «A Citizen’s Guide to Unconventional Monetary Policy.» *Economic Brief*, 2012: EB12-12 - The Federal Reserve Bank of Richmond.
- Irwin, Neil. «Quantitative Easing Is Ending. Here’s What It Did, in Charts.» *The New York Times*, 2014.
- Ito, Takatoshi. «Japanese monetary policy:1998-2005 and beyond.» BIS, November 2005.
- Iwata - Takenaka, Kazumasa Shinji. «Central bank balance sheet expansion: Japan’s experience.» *BSIS PAPER No 66*, 2011.
- Kuttner, Kenneth N. « "Outside the Box: Unconventional Monetary Policy in the Great Recession and Beyond.» *Journal of Economic Perspective* , 2018: 121-146.
- Lehmann, Kristóf. «International experiences with unconventional central bank instruments.» *MNB Bulletin* , Ιουνιος 2012: 24-30.
- . «International experiences with unconventional central bank instruments.» *MNB Bulletin (discontinued)*, 2012: vol. 7, issue 2, 24-30.
- Mankiw, Gregory. *Αρχές της Οικονομικής*. Αθήνα: Τυπωθητω, 2002.

- MOMMA - KOBAYAKAWA, Kazuo Shuji. «MONETARY POLICY AFTER THE GREAT RECESSION: JAPAN'S EXPERIENCE.» Στο *Monetary Policy after the Great Recession*, του/της Javier Vallés, 73-99. FUNCAS Social and Economic Studies, 2011.
- Ryuzo Tatsuyoshi, iMIYAO OKIMOTO. «The Macroeconomic Effects of Japan's Unconventional Monetary Policies.» RIETI, MAY 2017.
- Valiante, Diego. «The 'Visible Hand' of the ECB's Quantitative Easing.» *Ceps Working Documents*, 2015: No. 407.
- Vissing-Jorgensen Krishnamurthy, Annette Arvind. *The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy [with Comments and Discussion]*. Brookings Institution Press, 2011.
- Volz Montgomery, Ulrich Heather. «The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy in Japan.» *Journal of Economic Issues*, 2019: 411-416.
- Werbowy, Damian. «FORWARD GUIDANCE AS A TOOL OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK'S MONETARY POLICY.» *Contemporary Economy*, 2019: 32-40.
- Williams - Swanson, John C -Eric T. «Measuring the Effect of the Zero Lower Bound on Medium- and Longer-Term Interest Rates.» *American Economic Review*, October 2014: pp. 3154-85.
- Λιανός Θεόδωρος, Ψειρίδου Αναστασία. *Μακροοικονομική Βασικές Αρχές και Προεκτάσεις*. Αθήνα: ΣΕΑΒ, 2015.
- Μανούζας, Ζήσης. *Ποσοτική Χαλάρωση στην Ευρωζώνη: Μακροοικονομική εωρία, Προβλήματα Ασυμμετρίας και ολιτικοί Περιορισμοί*. ΑΘΗΝΑ: ΕΛΙΑΜΕΠ, 2016.
- Μουρμούρα, Γιάννη. «Η Νομισματική Στρατηγική της ΕΚΤ.» *Capital*, 2014.
- Σούρας - Ζαχαριάδης, Δημήτρης. *Χρήμα-Πίστη-Τράπεζες*. Αθήνα: Σταμούλης Α.Ε, 2002.