

ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ: ΕΙΚΟΣΙ ΧΡΟΝΙΑ ΕΝΙΑΙΑΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

(Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση Διοικητή 2018, Πλαίσιο III.1, σελ. 64-67)

Η εισαγωγή του ευρώ αποσκοπούσε στην ενδυνάμωση της συνοχής της Ενιαίας Αγοράς με απώτερο όφελος την περαιτέρω αύξηση του βιοτικού επιπέδου. Η ενιαία νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ έχει ως πρωταρχικό σκοπό τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, η οποία εξασφαλίζει την εμπιστοσύνη των πολιτών στην αξία των αποταμιεύσεων τους και αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για την οικονομική ευημερία. Τα δομικά στοιχεία της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος είναι:

- (i) ο ποσοτικός ορισμός της σταθερότητας των τιμών, δηλ. ποσοστό πληθωρισμού κάτω αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα,
- (ii) δύο πυλώνες ανάλυσης — η οικονομική ανάλυση και η νομισματική ανάλυση— βάσει των οποίων το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ εκτιμά τις προοπτικές εξέλιξης των τιμών και
- (iii) ένα λεπτομερές πλαίσιο επικοινωνίας, διαφάνειας και δημοκρατικής λογοδοσίας.

Το λειτουργικό πλαίσιο (operational framework) του Ευρωσυστήματος καθορίζει λεπτομερώς τα μέσα και τις διαδικασίες για την εφαρμογή των αποφάσεων νομισματικής πολιτικής. Στη διάρκεια των τελευταίων είκοσι ετών, τα στοιχεία αυτά προσαρμόστηκαν σε συνάφεια με τις εκάστοτε μεταβαλλόμενες συνθήκες. Παρά τις ασυνήθιστες προκλήσεις που αντιμετώπισε ιδιαίτερα στη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας, συνολικά εκτιμάται ότι το Ευρωσύστημα ανταποκρίθηκε με αξιοπιστία στην εκπλήρωση του πρωταρχικού του σκοπού.

Οι τελευταίες δύο δεκαετίες χαρακτηρίστηκαν από εκ διαμέτρου αντίθετες συνθήκες: η πρώτη ήταν το αποκορύφωμα ενός πολυετούς ανοδικού χρηματοοικονομικού κύκλου, ενώ η δεύτερη χαρακτηρίστηκε από τη σοβαρότερη χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση μετά το 1929. Ο μέσος πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ την περίοδο 1999-2018 ήταν 1,7%, ενώ οι μεσομακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες παρέμειναν κοντά στο 2% ακόμη και κατά τη διάρκεια της κρίσης. Ωστόσο, από το 2008 και μετά ο ρυθμός πληθωρισμού ήταν κατά μέσο όρο αισθητά χαμηλότερος (1,4%, έναντι περίπου 2% την περίοδο 1999-2007) με εντονότερη μεταβλητότητα.

Στο διάστημα της πρόσφατης κρίσης αναδείχθηκαν κάποιες αδυναμίες στο σχεδιασμό της νομισματικής ένωσης: παρά τον υψηλό βαθμό χρηματοπιστωτικής

ενοποίησης, η οικονομική και νομισματική ένωση δεν διέθετε συλλογικούς μηχανισμούς πειθαρχίας και επιμερισμού κινδύνων, γεγονός που παρεμπόδιζε την ομοιόμορφη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής μεταξύ των κρατών-μελών. Ωστόσο, τα τελευταία χρόνια έχει συντελεστεί μεγάλη πρόοδος στα θέματα αυτά και πλέον το Ευρωσύστημα έχει εξοπλιστεί με ένα ευρύ φάσμα εργαλείων για την αντιμετώπιση μελλοντικών κρίσεων.

Συνοπτικά, η εικοσαετής μέχρι στιγμής διαδρομή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής μπορεί να διακριθεί σε τέσσερις φάσεις:

1η φάση: Σημείο εκκίνησης και πρώτες προσαρμογές (1999-2003)

Η αρχική στρατηγική νομισματικής πολιτικής ενσωμάτωνε τόσο στοιχεία στόχευσης των νομισματικών μεγεθών όσο και στοιχεία στρατηγικής απευθείας στόχευσης του πληθωρισμού. Ανάμεσα στους δύο πυλώνες ανάλυσης, μεγαλύτερη βαρύτητα δινόταν στη νομισματική ανάλυση με την ανακοίνωση τιμής αναφοράς (4,5%) για τον ετήσιο ρυθμό αύξησης του νομισματικού μεγέθους M3: ρυθμοί αύξησης υψηλότεροι από το όριο εθεωρείτο ότι συνεπάγονταν κινδύνους για τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα.

Οι εξελίξεις από το 2001 και μετά ανέδειξαν την ανάγκη επαναπροσδιορισμού του πλαισίου αυτού, καθώς οι υψηλοί ρυθμοί ανόδου του M3 αποσυνδέθηκαν από τους αντίστοιχους ρυθμούς τραπεζικής χρηματοδότησης της οικονομίας και δεν συνοδεύθηκαν από πληθωριστικές πιέσεις. Το Μάιο του 2003 αναθεωρήθηκε το πλαίσιο νομισματικής πολιτικής ως εξής: (i) ο στόχος για το ρυθμό πληθωρισμού, που έως τότε οριζόταν ως “κάτω του 2%”, ορίστηκε σαφέστερα σε επίπεδο “λίγο κάτω αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα” και (ii) η βαρύτητα του πυλώνα της νομισματικής ανάλυσης ελαττώθηκε, ενώ σταμάτησε να αποδίδεται σημασία στην τιμή αναφοράς για το M3.

2η φάση: Η νομισματική πολιτική μέχρι τη χρηματοπιστωτική κρίση (2003-2007)

Η περίοδος αυτή χαρακτηρίστηκε από σταθερή οικονομική ανάπτυξη και ισχυρή πιστωτική και νομισματική επέκταση μετά από μακρά περίοδο χαμηλών επιτοκίων, παράλληλα με τη συσσώρευση μακροοικονομικών και χρηματοοικονομικών ανισορροπιών σε ορισμένα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ. Την περίοδο αυτή, η πρωταρχική ευθύνη για την εποπτεία των χρηματοπιστωτικών οργανισμών ανήκε στις εθνικές αρχές, ενώ η μακροπροληπτική εποπτεία για τη διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας δεν είχε ακόμη αναπτυχθεί.

Παρά τον κύκλο των αυξήσεων των επιτοκίων πολιτικής που κρίθηκαν αναγκαίες από τα τέλη του 2005 και μετά, εκφράστηκε προβληματισμός σχετικά με το κατά πόσον η ενιαία νομισματική πολιτική την περίοδο αυτή θα έπρεπε να ήταν ακόμη αυστηρότερη από ό,τι θα δικαιολογούσε ο στόχος της σταθερότητας των τιμών, προκειμένου να αποσοβηθούν οι χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι (leaning against the wind).

3η φάση: Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και η μεγάλη ύφεση (2008-2013)

Η φάση αυτή σηματοδοτεί ουσιαστικές αλλαγές στη νομισματική πολιτική της ζώνης του ευρώ, η οποία, καθώς τα επιτόκια προσέγγιζαν τα χαμηλότερά τους όρια, εισήλθε στο αχαρτογράφητο πεδίο των μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής. Η χρηματοπιστωτική κρίση κορυφώθηκε το 2008 με την κατάρρευση της αμερικανικής τράπεζας Lehman Brothers, δημιουργώντας σοβαρές δυσλειτουργίες στις αγορές χρήματος. Λόγω ισχυρών χρηματοοικονομικών και εμπορικών δεσμών που χαρακτηρίζουν το διεθνές οικονομικό σύστημα, η χρηματοπιστωτική κρίση μεταδόθηκε από τις ΗΠΑ στη ζώνη του ευρώ και εκεί απώτερα μετεξελίχθηκε σε κρίση χρέους, με την εμφάνιση αλληλοτροφοδοτούμενων προβλημάτων φερεγγυότητας τραπεζών και κυβερνήσεων.

Παρά την οικονομική και νομισματική ένωση (ONE), ελλείμματα ολοκλήρωσης στο τραπεζικό και δημοσιονομικό πεδίο και το πεδίο των κεφαλαιαγορών είχαν ως τελικό αποτέλεσμα τον περιορισμό της αποτελεσματικότητας της νομισματικής πολιτικής. Καταγράφηκαν δυσλειτουργίες στο μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής και κατακερματισμός των χρηματοπιστωτικών αγορών με την εμφάνιση σημαντικών διαφορών επιτοκίων τόσο στις αγορές χρέους όσο και στις αγορές χρήματος των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ. Περισσότερο ευάλωτες αποδείχθηκαν χώρες με υψηλό δημόσιο χρέος ή αδύναμο τραπεζικό τομέα – ορισμένες από τις οποίες κατέστη αναγκαίο να ακολουθήσουν προγράμματα προσαρμογής. Οι δυσλειτουργίες του μηχανισμού μετάδοσης των αποτελεσμάτων της νομισματικής πολιτικής είχαν ως συνέπεια ότι οι χώρες αυτές δεν μπορούσαν να επωφεληθούν από τη διευκολυντική κατεύθυνση που υιοθέτησε η ενιαία νομισματική πολιτική, γεγονός που βάθυνε την ύφεση και δυσχέρανε τη δημοσιονομική προσαρμογή.

Κατά τη φάση αυτή το Ευρωσύστημα προχώρησε σε μειώσεις επιτοκίων, παράλληλα με την παγίωση, από τον Οκτώβριο του 2008, της πολιτικής παροχής ρευστότητας σταθερού επιτοκίου χωρίς ποσοτικό περιορισμό προς τον τραπεζικό τομέα. Σταδιακά εισήχθησαν και άλλα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής για να

μετριάσουν τις πιέσεις στη ρευστότητα των τραπεζών: επιμηκύνθηκε σημαντικά η διάρκεια της παρεχόμενης ρευστότητας προς τις τράπεζες (με μακροπρόθεσμες και πολύ μακροπρόθεσμες πράξεις), ενώ το λειτουργικό πλαίσιο προσαρμόστηκε ώστε να διευρυνθεί ο κατάλογος των τίτλων που ήταν επιλέξιμοι ως εξασφαλίσεις στις πράξεις νομισματικής πολιτικής.

Στα μέσα του 2010, στον απόηχο των πιέσεων της κρίσης δημόσιου χρέους με επίκεντρο ευάλωτες χώρες της ζώνης του ευρώ (Ελλάδα, Πορτογαλία, Ιρλανδία), θεσμοθετήθηκε το Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων (SMP) (κυρίως κρατικών ομολόγων). Από τα τέλη του 2011 διεξήχθη το Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολογιών. Άμεση συνέπεια των μέτρων αυτών ήταν η διόγκωση του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος, καθώς τα σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής στοιχεία ενεργητικού υπερδιπλασιάστηκαν μεταξύ 2007-μέσων 2012 φθάνοντας το 1,5 τρισεκ. ευρώ.

Στη διάρκεια της κρίσης στις αγορές δημόσιου χρέους, σε ορισμένες ευάλωτες χώρες αναπτύχθηκαν προσδοκίες επανεισαγωγής εθνικού νομίσματος, ώστε η διατήρηση της ενότητας της ζώνης του ευρώ να καταστεί η πρωταρχική πρόκληση την περίοδο αυτή. Υπό την πίεση των εξελίξεων αυτών και προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι αδυναμίες της νομισματικής ένωσης όσον αφορά το χρηματοπιστωτικό και δημοσιονομικό πεδίο, τον Ιούνιο του 2012 ελήφθησαν σημαντικές πολιτικές αποφάσεις για προσαρμογή του θεσμικού πλαισίου της ΟΝΕ, με κυριότερο άξονα τη δημιουργία της Τραπεζικής Ένωσης με τρεις πυλώνες: ενιαία τραπεζική εποπτεία, ενιαίο μηχανισμό εξυγίανσης των τραπεζών και ενιαίο σύστημα εγγύησης καταθέσεων.¹ Η πρόδος προς την Τραπεζική Ένωση συνέβαλε σε μεγάλο βαθμό στην άμβλυνση της κρίσης χρέους, αν και σημαντικά στοιχεία της όπως το ενιαίο σύστημα εγγύησης καταθέσεων δεν έχουν ακόμη υλοποιηθεί.

Η ολοκλήρωση της Τραπεζικής Ένωσης θεωρείται γενικότερα αποφασιστικής σημασίας για την προστασία της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και συνεπώς για την ενίσχυση του δυναμικού για μακροχρόνια ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ.

Σημαντική συμβολή στην αποκλιμάκωση των πιέσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές και την υποχώρηση των ανησυχιών σχετικά με το ενδεχόμενο επιστροφής σε εθνικά νομίσματα ήταν η ανακοίνωση δρομολόγησης προγράμματος Οριστικών Νομισματικών Συναλλαγών (ΟΝΣ) τον Αύγουστο του 2012. Πράγματι, το Σεπτέμβριο του ίδιου έτους θεσμοθετήθηκε η δυνατότητα του Ευρωσυστήματος να αγοράζει υπό προϋποθέσεις ομόλογα κρατών-μελών που υπάγονται σε πρόγραμμα

¹ Ο Ενιαίος Εποπτικός Μηχανισμός (SSM) τέθηκε σε πλήρη λειτουργία το Νοέμβριο του 2014, ενώ ο Ενιαίος Μηχανισμός Εξυγίανσης (SRM) τον Ιανουάριο του 2016.

οικονομικής προσαρμογής. Παρά το γεγονός ότι οι ΟΝΣ δεν ενεργοποιήθηκαν ποτέ, η ανακοίνωση καθαυτή ότι θα περιληφθούν στο οπλοστάσιο του Ευρωσυστήματος επέδρασε θετικά στις χρηματοπιστωτικές συνθήκες, καθώς περιόρισε αποφασιστικά την αβεβαιότητα. Αυτό διαφύλαξε την οικονομική ανάκαμψη και διευκόλυσε τη δημοσιονομική προσαρμογή.

4η φάση: Πολύ χαμηλός πληθωρισμός και ποσοτική χαλάρωση (2014-σήμερα)

Το 2013 η οικονομική ανάκαμψη δεν είχε αποκτήσει ακόμη επαρκή δυναμική. Παρά την αποδρομή της αναταραχής από τις χρηματοπιστωτικές αγορές και το εξαιρετικά χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων, ανέκυψαν εκ νέου κίνδυνοι αποπληθωρισμού. Υπό το φως ανεπαρκούς συνολικής ζήτησης και καθοδικών πιέσεων στον πληθωρισμό, κρίθηκε αναγκαία η υιοθέτηση νέου κύκλου μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής, καθώς τα επιτόκια πολιτικής είχαν αγγίξει τα μηδενικά κατώτατα όρια (zero lower bound).

Τον Ιούλιο του 2013 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ υιοθέτησε πολιτική παροχής καθοδηγητικών ενδείξεων (forward guidance, βλ. ενότητα III.1.1 στο κυρίως κείμενο) για την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής στο μέλλον. Τον Ιούνιο του 2014 το Ευρωσύστημα μείωσε περαιτέρω τα επιτόκια πολιτικής, υιοθετώντας για πρώτη φορά αρνητικό επιτόκιο στη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων, ενώ ανακοίνωσε τη διεξαγωγή στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης των τραπεζών άμεσα συναρτώμενης με την εκ μέρους τους παροχή νέων δανείων προς την πραγματική οικονομία, καθώς και τη διεξαγωγή προγράμματος αγοράς καλυμμένων ομολογιών και λοιπών προϊόντων τιτλοποίησης. Τον Ιανουάριο του 2015 το πρόγραμμα αγοράς τίτλων διευρύνθηκε ώστε να περιλαμβάνει αγορές κρατικών τίτλων και μετέπειτα κάποιων εταιρικών ομολόγων. Ως απόρροια των μέτρων αυτών, από τα τέλη του 2014 ο ισολογισμός του Ευρωσυστήματος άρχισε να διογκώνεται εκ νέου και στα τέλη του 2018 τα σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής στοιχεία ενεργητικού προσέγγισαν τα 3,5 τρισεκ. ευρώ. Σκοπός των μέτρων αυτών ήταν να ενισχύσουν το μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής και να ασκήσουν πτωτικές πιέσεις στα μεσομακροπρόθεσμα επιτόκια.