

Κεντρική τραπεζική

Νομισματική πολιτική και χρηματοοικονομική σταθερότητα

12.3 Άσκηση της νομισματικής πολιτικής

Κανονικές συνθήκες

Συνθήκες υπερπληθωρισμού ή αντιπληθωρισμού

Νομισματική πολιτική σε περιβάλλον μηδενικών επιτοκίων

Νομισματική πολιτική σε περιβάλλον μηδενικών επιτοκίων

Όταν το ονομαστικό επιτόκιο είναι στο κατώτατο όριό του, το μηδέν, στην προσπάθεια να αντιμετωπιστεί ο κακός αντιπληθωρισμός, όπως στην ενότητα 5.4, ή μία χρηματοοικονομική κρίση, όπως στο σχήμα του ενθέτου 12.7, η οικονομία θα λειτουργεί όπως στην περίπτωση της παγίδας ρευστότητας (ένθετο 10.3).⁹ Σε αυτή την περίπτωση, το επιτοκιακό κανάλι μεταδόσεως της νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία (ένθετο 12.10) θα είναι παντελώς αναποτελεσματικό, καθώς η κεντρική τράπεζα δεν μπορεί να ωθήσει το ονομαστικό επιτόκιο σε αρνητικές τιμές. Η δε επεκτατική δημοσιονομική πολιτική δεν είναι σίγουρο ότι θα είναι αρκούντως αποτελεσματική, καθώς η αύξηση των δημοσίων δαπανών ενδέχεται να μην αντισταθμίσει τη μείωση της καταναλώσεως και των επενδύσεων (αντιστοιχούν στο 75% περίπου του ΑΕΠ). Επιπλέον, η χειροτέρευση του ελλείμματος του προϋπολογισμού ίσως προκαλέσει την αντίδραση των αγορών, οπότε οι επιπτώσεις από τα υψηλότερα ασφάλιστρα κινδύνου ίσως αναιρέσουν τη θετική επίδραση της αυξήσεως των δημοσίων δαπανών (βλέπετε το σχήμα 15.9).

Οι εξαιρετικές περιστάσεις, όπως οι ανωτέρω περιγραφείσες, απαιτούν εξαιρετικά μέτρα – αντισυμβατικά μέτρα (*unconventional policies*) κατά την επικρατήσα ορολογία. Τέσσερα τέτοια μέτρα είναι η δημιουργία πληθωριστικών προσδοκιών, το *forward guidance*, η ποσοτική χαλάρωση (*quantitative easing*) και η παραλλαγή της πιστωτικής χαλάρωσης (*credit easing*), και τα αρνητικά επιτόκια για καταθέσεις στην κεντρική τράπεζα.¹⁰ Και τα τέσσερα εφαρμόστηκαν μετά το ξέσπασμα της κρίσεως το 2008, με στόχο να αποτραπεί η κατάρρευση του χρηματοοικονομικού συστήματος. Επεκτάθηκαν στην πορεία, υπό την πίεση των οικονομικών συνθηκών, στην υποβοήθηση της αναπτύξεως και, στην Ο-ΝΕ, για τον έλεγχο της κρίσεως χρέους των υπερχρεωμένων ευρωπαϊκών κυβερνήσεων.

Ενθετο 12.12. Αντισυμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής – Λογική

Θεωρείστε μία οικονομία η οποία έχει πέσει στην παγίδα ρευστότητας, όπως στο σχήμα 12.4. Με το επιτοκιακό κανάλι να μη λειτουργεί, καθώς η αύξηση της νομισματικής κυκλοφορίας δεν μπορεί να μειώσει τα επιτόκια της αγοράς κάτω από το μηδέν, η μόνη επιλογή για να ξεφύγει η οικονομία από την παγίδα και να αναπτυχθεί, να αυξηθεί η παραγωγή, είναι από την Αγορά Αγαθών & Υπηρεσιών· με τεχνικούς όρους, να μετατοπιστεί η καμπύλη IS προς τα δεξιά.

Ας δούμε τις διαθέσιμες επιλογές, με οδηγό τον πίνακα 9.1 και το σχήμα 9.6.

- ✓ Εξαιτίας των μεγάλων ελλειμμάτων του προϋπολογισμού, η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, $G \uparrow$, $TR \uparrow$ και $t \downarrow$, ίσως δεν μπορεί να εφαρμοστεί: η χειροτέρευση του ελλείμματος ίσως αποτελέσει αποτρεπτικό παράγοντα – σημαντικό περιορισμό στην εφαρμογή της.
- ✓ Η αύξηση των εξαγωγών, $X \uparrow$, δεν ελέγχεται από τις Αρχές της χώρας, διότι δεν έχουν τη δυνατότητα να επηρεάσουν το ξένο εισόδημα, $Y_f \uparrow$, ούτε είναι σίγουρο ότι η κεντρική τράπεζα θα καταφέρει να μειώσει την πραγματική ισοτιμία, $R \downarrow$. Ας ληφθεί περαιτέρω υπ' όψιν ότι η αύξηση των εξαγωγών ήταν εξαιρετικά δύσκολη μετά το ξέσπασμα της κρίσεως το 2008, όταν η παγκόσμια οικονομία είχε διολισθήσει σε ύφεση.
- ✓ Ομοίως δεν είναι σίγουρο ότι θα επιτευχθεί μείωση των εισαγωγών, $M \downarrow$, με $R \downarrow$.
- ✓ Η αύξηση της καταναλώσεως, $C \uparrow$, δεν ήταν πολύ πιθανή καθώς, εξαιτίας της βαθιάς υφέσεως, οι προσδοκίες των νοικοκυριών είχαν επηρεαστεί αρνητικά, $EYD \downarrow$, η αβεβαιότητα είχε αυξηθεί, $UNC \uparrow$, και είχαν μειωθεί οι τιμές των ακινήτων και των μετοχών, $W \downarrow$.

⁹ Για μία εξαιρετική εισαγωγή στο θέμα της παγίδας ρευστότητας, βλέπετε το άρθρο “It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap” by Paul Krugman, *Brookings Papers on Economic Activity* No 2, 1998, pp. 137-205. Η λογική και οι προτάσεις οικονομικής πολιτικής του απαιτητικού αυτού άρθρου αναδεικνύονται εδώ με το υπόδειγμα IS/LM. Για μία περισσότερο ακαδημαϊκή προσέγγιση, βλέπετε το άρθρο “Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach”, by Gauti B. Eggertsson and Paul Krugman, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 127, No. 3, 2012, pp. 1469-1513.

¹⁰ Για μία διαφωτιστική και όχι πολύ τεχνική ανάλυση των θεμάτων που σχετίζονται με το κατώτατο όριο του ονομαστικού επιτοκίου, συνιστάται το άρθρο “Dealing with Monetary Paralysis at the Zero Bound”, by Kenneth Rogoff, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 31, No. 3, 2017, pp. 47-66.

Οι εξαιρετικές περιστάσεις απαιτούν εξαιρετικά μέτρα...

✓ Ομοίως και για αύξηση των επενδύσεων, $\tilde{I} \uparrow$.

Τα αντισυμβατικά μέτρα της νομισματικής πολιτικής είχαν ως στόχο να αυξήσουν την κατανάλωση και τις επενδύσεις, $\tilde{C} \uparrow$ και $\tilde{I} \uparrow$, μέσω της αύξησης της προσβάσεως σε δανεισμό των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων (αναλύεται στην ενότητα 7.4).

Προς επίτευξή του, οι κεντρικές τράπεζες επεδίωκαν να αυξήσουν τη δυνατότητα και την προδιάθεση των τραπεζών να χορηγούν δάνεια: τη δυνατότητα μέσω α) της αύξησης των διαθεσίμων, η οποία θα μείωνε τον κίνδυνο ρευστότητας των τραπεζών, και β) της αύξησης των τιμών των ακινήτων, των μετοχών και των ομολόγων, η οποία θα αύξανε την αξία των εμπραγμάτων εξασφαλίσεων που μπορούσαν να παρέχουν οι δανειζόμενοι και έτσι θα μείωνε τον πιστωτικό κίνδυνο· την προδιάθεση μέσω της αύξησης του κόστους ευκαιρίας των διαθεσίμων.

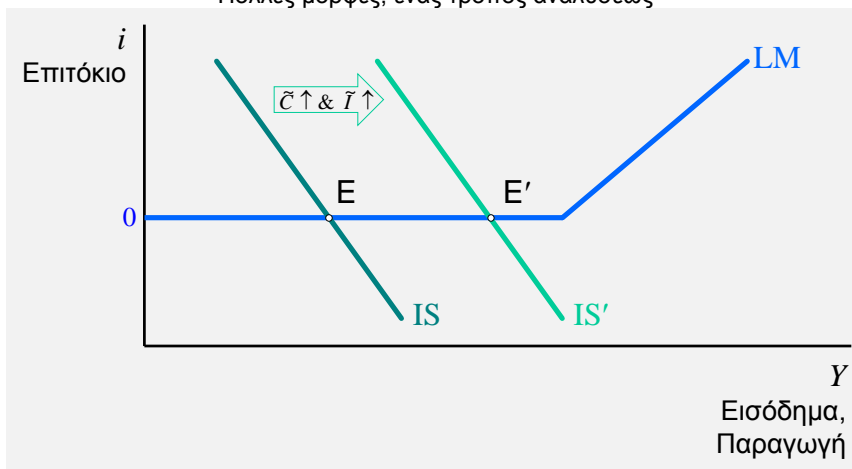
Είχαν, επιπλέον, ως στόχο να προκαλέσουν αύξηση της καταναλώσεως και των επενδύσεων μέσω των χαμηλότερων αναμενόμενων πραγματικών επιτοκίων.

Τέλος, τα χαμηλά επιτόκια ίσως οδηγούσαν και σε υποτίμηση του νομίσματος, με αποτέλεσμα την αύξηση των εξαγωγών, $X \uparrow$, και τη μείωση των εισαγωγών, $M \downarrow$.

Δημιουργία πληθωριστικών προσδοκιών.

Η ανάλυση συνοψίζεται στο σχήμα 12.4. Έστω ότι η οικονομία έχει παγιδευτεί στο σημείο E όπου η παραγωγή είναι σε πολύ χαμηλό επίπεδο και η ανεργία υψηλή. Η δημιουργία πληθωριστικών προσδοκιών θα μείωνε το αναμενόμενο πραγματικό επιτόκιο, αυτό το οποίο επηρεάζει τις αποφάσεις των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων (αναλύεται στην ενότητα 4.2), και θα οδηγούσε σε αύξηση της καταναλώσεως και των επενδύσεων. Με όρους του υποδείγματος IS/LM, θα προκαλούσε μετατόπιση της καμπύλης IS προς τα δεξιά λόγω $\tilde{C} \uparrow$ και $\tilde{I} \uparrow$.

Σχήμα 12.4. Αντισυμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής
Πολλές μορφές, ένας τρόπος αναλύσεως



Ας δούμε τη λογική με ένα αριθμητικό παράδειγμα. Έστω ότι το ονομαστικό επιτόκιο (στον κατακόρυφο άξονα του σχήματος) είναι μηδέν, $i_t = 0\%$, ενώ ο αναμενόμενος πληθωρισμός είναι $E_t\pi_{t+1} = -2\%$. Το αναμενόμενο πραγματικό επιτόκιο θα είναι $i_t - E_t\pi_{t+1} = 0 - (-2\%) = 2\%$ (εξίσωση (4.1)). Εάν η κεντρική τράπεζα κατορθώσει να πείσει τις αγορές ότι θα επιτύχει θετικό πληθωρισμό, έστω, $E_t\pi_{t+1} = +3\%$, θα μειωθεί σε $i_t - E_t\pi_{t+1} = 0 - (+3\%) = -3\%$. Το χαμηλότερο και αρνητικό αναμενόμενο πραγματικό επιτόκιο ίσως παρακινήσει τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις να αυξήσουν τις δαπάνες τους.

Προβληματισμοί. Ελκυστική αλλά δύσκολη στην εφαρμογή λύση. Πως θα πείσει η κεντρική τράπεζα τις αγορές ότι θα επιτύχει θετικό πληθωρισμό σε ένα περιβάλλον όπου η πτώση της καταναλώσεως και των επενδύσεων δημιουργεί αντιπληθωριστικές πιέσεις από την πλευρά της ζήτησης; Μάλιστα, η πιθανότητα επιτυχίας θα είναι μικρότερη εάν έχει αρχίσει να λειτουργεί η καταστρεπτική δυναμική του κακού αντιπληθωρισμού (ενότητα 5.4).

Forward guidance.

Το *forward guidance* είναι μία μορφή ανακοινώσεων με την οποία πειραματίστηκαν τέσσερις μεγάλες κεντρικές τράπεζες, της Αγγλίας, του Καναδά, η ΕΚΤ και η Fed, όταν τα επιτόκια τους ήταν σε πολύ χαμηλά επίπεδα, στην περίοδο που ακολούθησε το ξέσπασμα της κρίσεως του 2008 (για σχετικά στοιχεία, βλέπετε το διάγραμμα στο ένθετο 12.13).

Με αυτές τις ανακοινώσεις, οι κεντρικές τράπεζες επιδιώκουν να πείσουν τους οικονομικούς παράγοντες ότι τα επιτόκια θα παραμείνουν χαμηλά για όσο διάστημα η οικονομική ανάπτυξη είναι αναιμική. Χάριν δε της αποτελεσματικής επικοινωνίας, συνδέουν τις αποφάσεις τους με έναν δείκτη τον οποίο έχουν τη δυνατότητα να παρακολουθήσουν όλοι: η Τράπεζα της Αγγλίας, για παράδειγμα, ανακοίνωσε τον Αύγουστο 2013 ότι δεν θα αυξήσει τα επιτόκια της όσο το ποσοστό της ανεργίας ήταν υψηλότερο του 7%.

Μπορεί κανείς να πει πολλά για αυτό το πείραμα: θετικά και αρνητικά.

Στα θετικά, μειώνεται η αβεβαιότητα για τα μελλοντικά επιτόκια, κάτι που ίσως οδηγήσει σε αύξηση των επενδύσεων – με τεχνικούς όρους, $\tilde{I} \uparrow$. Επιπλέον, η αξιόπιστη δέσμευση για χαμηλά επιτόκια, π.χ., 1,0%, ενώ υπάρχουν προσδοκίες για πληθωρισμό 2,0%, οδηγεί σε αρνητικά αναμενόμενα πραγματικά επιτόκια και, μέσω αυτών, σε πιθανή αύξηση της καταναλώσεως και των επενδύσεων – αυτό μεταφράζεται, όπως στην περίπτωση της δημιουργίας πληθωριστικών προσδοκιών, σε $\tilde{C} \uparrow$ και $\tilde{I} \uparrow$.

Στα αρνητικά, η σύνδεση των αποφάσεων των κεντρικών τραπεζών με έναν συγκεκριμένο δείκτη ουσιαστικά αφαιρεί βαθμούς ευελιξίας από την κεντρική τράπεζα: αυστηροί κανόνες, μικρότερη ευελιξία. Βλέπετε σχετικά και το ένθετο 12.11.

Προβληματισμοί. Ένας προβληματισμός είναι ότι ελλοχεύει ο κίνδυνος να υποσκαφθεί η αξιοπιστία των κεντρικών τραπεζών και να υπονομευθεί η αποτελεσματικότητα του *forward guidance*. Σκεφθείτε, για παράδειγμα, τη θέση της Τραπεζής της Αγγλίας εάν, λόγω μεγάλης αυξήσεως της τιμής του πετρελαίου, ο πληθωρισμός προέκυπτε υψηλότερος από τον στόχο τον οποίο είχε (ένθετο 12.2), σε περίοδο με ποσοστό ανεργίας υψηλότερο του 7%: εάν δεν αύξανε τα επιτόκια της θα έχανε τον στόχο του πληθωρισμού· εάν τα αύξανε, θα παραβίαζε την υπόσχεση που είχε δώσει με το *forward guidance*.

Ένας άλλος προβληματισμός είναι ότι η δέσμευση της κεντρικής τραπεζής ενδέχεται να ενισχύσει τα κίνητρα για ανάληψη κινδύνων στις αγορές, δημιουργώντας τις συνθήκες για την επόμενη κρίση. Βλέπετε σχετικά την εφαρμογή 12.2.

Δυστυχώς, η πολυπλοκότητα της οικονομικής ζωής δεν αφήνει πολλά περιθώρια για απλούς κανόνες – ιδιαίτερα σε δύσκολες οικονομικές συνθήκες. Το επιβεβαιώνει και το ότι το *forward guidance* πρακτικά εγκαταλείφθηκε.

Ποσοτική/πιστωτική χαλάρωση (Quantitative/credit easing).

Σε περιπτώσεις κρίσεων, οι ευρισκόμενες σε δύσκολη θέση τράπεζες, λόγω του υψηλών κινδύνων ρευστότητας και πιστωτικού, δεν είναι πρόθυμες να χορηγήσουν δάνεια ούτε πιθανόν έχουν τη δυνατότητα. Η περιστολή, όμως, των δανείων δημιουργεί μία αποσταθεροποιητική δυναμική συνεχούς μείωσης της καταναλώσεως και των επενδύσεων, $\tilde{C} \downarrow$ και $\tilde{I} \downarrow$, και χειροτερεύσεως της καταστάσεως των τραπεζών (βλέπετε την υποενότητα “Ενδογενείς πιστωτικοί κύκλοι” κατωτέρω).

Η ποσοτική χαλάρωση έγκειται στην αγορά αξιογράφων από τις κεντρικές τράπεζες: πράξεις ανοικτής αγοράς στην ουσία, με τις οποίες αυξάνεται η νομισματική βάση και η ρευστότητα των τραπεζών και της οικονομίας.

Μειώνεται ο κίνδυνος ρευστότητας, καθώς η όποια εκροή καταθέσεων ή μη ανανέωση ληγόντων αξιογράφων (στοιχείο ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕΣΩ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ) αντισταθμίζεται από καταθέσεις των κεντρικών τραπεζών (βλέπετε την πλευρά του παθητικού στον ισολογισμό των εμπορικών τραπεζών – σχήμα 11.2).

...άνευ ορίου δημιουργία χρήματος.

Ο δε πιστωτικός κίνδυνος μειώνεται μέσω τριών κυρίως καναλιών. Το πρώτο, αποφεύγεται το χειρότερο στην οικονομία, εξαιτίας του οποίου περισσότεροι δανεισθέντες θα αδυνατούσαν να εξυπηρετήσουν τα δάνειά τους. Το δεύτερο, όταν οι κεντρικές τράπεζες αγοράζουν και αξιόγραφα ιδιωτικών οργανισμών αυξάνουν την τιμή τους (καθώς αυξάνεται η ζήτηση), με αποτέλεσμα να αυξάνεται η αξία των εμπραγμάτων εξασφαλίσεων που παρέχουν οι δανειζόμενοι. Το τρίτο, ίσως βελτιωθούν οι προσδοκίες των νοικοκυριών, των επιχειρήσεων, των επενδυτών...

Μέχρι την εφαρμογή της πιστωτικής χαλαρώσεως, οι κεντρικές τράπεζες των βιομηχανικών χωρών αγόραζαν κυβερνητικά ομόλογα. Στην προσπάθειά τους, όμως, να αποφυγουν την κατάρρευση της οικονομίας, άρχισαν να αγοράζουν και αξιόγραφα ιδιωτικών επιχειρήσεων: ομόλογα, μετοχές, τιτλοποιημένα στεγαστικά δάνεια... με στόχο να διευκολύνουν τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων μέσω των αγορών χρήματος και κεφαλαίων.¹¹ Διαφορετικά αξιόγραφα, ίδια λογική και όμοιος τρόπος αναλύσεως: μετατόπιση της IS προς τα δεξιά λόγω $C \uparrow$ & $I \uparrow$, όπως στο σχήμα 12.4.

Λόγω της ποσοτικής χαλαρώσεως, οι ισολογισμοί των κεντρικών τραπεζών έφθασαν σε πρωτοφανές μέγεθος. Χαρακτηριστικά, τον Ιούνιο 2018, το συνολικό ενεργητικό της Τραπεζής της Ιαπωνίας είχε αυξηθεί σε ¥541 τρισ. (\$4,9 τρισ.), περίπου 101% του ΑΕΠ, από περίπου ¥100 τρισ. το 2008, πριν το ξέσπασμα της κρίσεως. Τα αντίστοιχα μεγέθη για την ευρωζώνη είναι €4,5 τρισ. (\$5,25 τρισ.), 45% του ΑΕΠ της ευρωζώνης, από περίπου €2,0 τρισ. το 2008· για την Fed, \$4,3 τρισ., περίπου 22% του ΑΕΠ, από λιγότερο από \$1,0 τρισ. το 2008.

Προβληματισμοί. Παρότι οι κεντρικές τράπεζες αγόραζαν αξιόγραφα υψηλής πιστοληπτικής διαβαθμίσεως, η αγορά αξιογράφων ιδιωτικών οργανισμών δημιουργεί πολλούς προβληματισμούς. Ένας είναι ότι δημιουργεί στρεβλά κίνητρα τα οποία ίσως οδηγήσουν σε μεγαλύτερη κρίση στο μέλλον (αναλύεται στην εφαρμογή 12.3).

Ένας άλλος, ωφελούνται οι μεγάλες επιχειρήσεις, αυτές οι οποίες εκδίδουν ομόλογα και μετοχές και έχουν υψηλή πιστοληπτική ικανότητα. Το ό,τι τα αξιόγραφά τους ήταν υποψήφια για αγορά από την κεντρική τράπεζα αύξησε τη ζήτησή τους, προκαλώντας αύξηση της τιμής τους και μείωση του επιτοκίου με το οποίο θα μπορούσαν να δανειζονται οι εν λόγω επιχειρήσεις. Περαιτέρω μείωση προκαλούσε και η δυνατότητά τους να δανειστούν με εμπράγματα εξασφαλίσεις τα εν λόγω αξιόγραφα τα οποία είχαν υψηλότερη αξία.

Ένας τρίτος, οι κεντρικές τράπεζες παρεμβαίνουν στη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος, πρακτικά χρηματοδοτώντας ιδιωτικούς οργανισμούς. Στο παρελθόν, αυτή η παρέμβαση ήταν κατακριτέα· εθεωρείτο ως ένα από τα μέσα καταστολής του χρηματοοικονομικού συστήματος – βλέπετε επ' αυτού την ενότητα 4.4.

Επίσης, εντείνονται οι κοινωνικές ανισότητες καθώς ωφελούνται οι πλέον εύποροι πολίτες, αυτοί οι οποίοι είναι πιθανότερο να κατέχουν μετοχές, ομόλογα και άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα, και να είναι ανώτατα διοικητικά στελέχη σε μεγάλες επιχειρήσεις.

Αρνητικά επιτόκια καταθέσεων στην κεντρική τράπεζα.

Αν η ποσοτική χαλάρωση έχει ως στόχο να αυξήσει τη δυνατότητα των τραπεζών να χορηγούν δάνεια, τα αρνητικά επιτόκια καταθέσεων έχουν ως στόχο να δελεάσουν τις τράπεζες να το κάνουν. Με οδηγό τη συζήτηση στην ενότητα 12.2, τα αρνητικά επιτόκια αυξάνουν το κόστος ευκαιρίας των διαθεσίμων, μειώνουν τον λόγο *re* και ωθούν τις τρά-

...αρνητικά
ονομαστικά
επιτόκια...

¹¹ Για μία κατατοπιστική εισαγωγή, βλέπετε το *OECD Economic Outlook* του Ιουνίου 2009. Για σχετικά στοιχεία από την εμπειρία πολλών χωρών, βλέπετε το άρθρο “Doubling Your Monetary Base and Surviving: Some International Experience”, by Richard G. Anderson, Charles S. Gascon and Yang Liu, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 92, No. 6, November/December 2010, pp. 481-505.

πέζες να χορηγούν περισσότερα δάνεια. Όπως προηγουμένως, η IS μετατοπίζεται προς τα δεξιά λόγω $\tilde{C} \uparrow$ και $\tilde{I} \uparrow$ – η ανάλυση είναι όπως στο σχήμα 12.4.

Ένα άλλο κανάλι μέσω του οποίου τα αρνητικά επιτόκια της κεντρικής τραπεζής ίσως επηρεάσουν την οικονομία είναι το συναλλαγματικό: εάν η προκαλούμενη μείωση των εγχωρίων επιτοκίων της αγοράς οδηγήσει σε εκροές επενδυτικών κεφαλαίων, $CF \downarrow$, το προκαλούμενο έλλειμμα του ισοζυγίου πληρωμών, $BP \downarrow = CA + CF \downarrow$ (αναλύεται στην ενότητα 2.3 και στο κεφάλαιο 14), θα οδηγήσει σε υποτίμηση του νομίσματος και, μέσω αυτής σε αύξηση των εξαγωγών και μείωση των εισαγωγών. Με τεχνικούς όρους, $X \uparrow$ και $M \downarrow$, η IS μετατοπίζεται περαιτέρω προς τα δεξιά.

Η ΕΚΤ εισήγαγε αρνητικά επιτόκια τον Ιούνιο 2014. Ακολούθησαν οι κεντρικές τράπεζες της Δανίας (τον Σεπτέμβριο 2014), Ελβετίας (τον Δεκέμβριο 2014), Σουηδίας (τον Φεβρουάριο 2015) και Ιαπωνίας (τον Ιανουάριο 2016). Η Δανία είχε επίσης αρνητικά επιτόκια από τον Ιούλιο 2012 έως τον Απρίλιο του 2014. Στην Ελβετία τα αρνητικά επιτόκια είχαν ως στόχο να αποθαρρύνουν εισροές επενδυτικών κεφαλαίων οι οποίες οδηγούσαν σε ανατίμηση το νόμισμα της χώρας (αναλύεται στο κεφάλαιο 14).

Οι κεντρικές τράπεζες έχουν τη δυνατότητα να επιβάλουν αρνητικά επιτόκια διότι το μεγαλύτερο μέρος των ρευστών διαθέσιμων των τραπεζών είναι υπό τη μορφή καταθέσεων σε αυτές. Θεωρητικά, οι εμπορικές τράπεζες θα μπορούσαν να έχουν τα διαθέσιμά τους υπό τη μορφή χαρτονομισμάτων, οπότε θα απέφευγαν τα αρνητικά επιτόκια. Όπως, όμως, εξηγεί ο Rogoff στο άρθρο της υποσημείωσης 10, στην πράξη δεν είναι τόσο απλό.

Εν αντιθέσει με τις τράπεζες, οι καταθέτες είναι ευκολότερο να έχουν τα χρήματά τους σε χαρτονομίσματα: δηλαδή, το κατώτατο όριο του ονομαστικού επιτοκίου ισχύει για τα επιτόκια καταθέσεων. Αυτό είναι ένδειξη ότι τα αρνητικά επιτόκια των καταθέσεων προκαλούν πολλές στρεβλώσεις στις αποφάσεις των οικονομικών παραγόντων – στρεβλώσεις των οποίων τις συνέπειες ίσως να μην αναγνωρίζουμε πλήρως.

Προβληματισμοί. Πάντως, επειδή τα αρνητικά επιτόκια σε περιόδους βαθιάς υφέσεως αποτελούν κίνηση απελπισίας, ενδέχεται να επηρεάσουν αρνητικά τις προσδοκίες. Το επιβεβαιώνουν τα άλλα αντισυμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής, τα οποία χρησιμοποιήθηκαν παράλληλα, και η προηγηθείσα ταχύτατη μείωση των επιτοκίων, η οποία τεκμηριώνεται στο ένθετο 12.13 και το υποδηλούν τα πρωτοσέλιδα των *Financial Times* τα οποία είναι ενδεικτικά του πνεύματος της εποχής εκείνης.

“Deflation fears add to pressure on Draghi

Calls for action as inflation falls to 0,5%” (4 Ιουνίου 2014)

“Draghi in historic rate cut to stave off Eurozone deflation

Mario Draghi became the first major central banker to cut a key interest rate below zero as he unveiled a series of radical measures to stave off a crippling bound of deflation, and signalled his willingness to take further action.” (6 Ιουνίου 2014)

Οι δε αρνητικές προσδοκίες υπονομεύουν την αποτελεσματικότητα των μέτρων και, ακόμη χειρότερα, ίσως φέρουν τα αντίθετα αποτελέσματα. Από τεχνικής πλευράς, προκαλούν $\tilde{C} \downarrow$ και $\tilde{I} \downarrow$ – η IS μετατοπίζεται προς τα αριστερά. Η μεγάλη χειροτέρευση των προσδοκιών ενδέχεται να υπερ-αντισταθμίσει την όποια θετική επίδραση από τα αρνητικά επιτόκια και τα άλλα αντισυμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής.

12.4 Κεντρικές τράπεζες και αγορές – Δύσκολη συμβίωση

Η μεγάλη εικόνα

Οι κεντρικές τράπεζες και οι αγορές χρήματος & κεφαλαίων έχουν μία δύσκολη σχέση συμβίωσης: περιπλέκουν, αλλά και διευκολύνουν το έργο αλλήλων. Τα τρία θέματα τα οποία πραγματεύεται η παρούσα ενότητα, αποδεικνύουν του λόγου το αληθές.