

**Περίληψη της διάλεξης του Καθηγητή Ιωάννη Α. Μουρμούρα,
Υποδιοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος
στο Woodrow Wilson School του Princeton University με θέμα: “The
Euro at 21: A View from the South”**

26/2/2020 – Ομιλίες

Princeton University, 26 February 2020

Εισαγωγή

Διανύουμε φέτος το 21^ο έτος από την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος στην Ευρώπη και την απαρχή της τρίτης δεκαετίας του 21^{ου} αιώνα, ενός αιώνα που κυριαρχείται από την τέταρτη βιομηχανική επανάσταση (π.χ. η σύζευξη της βιοτεχνολογίας με την πληροφορική, η τεχνητή νοημοσύνη και η μηχανική μάθηση) αλλά και από τις αυξανόμενες γεωπολιτικές εντάσεις και τους εμπορικούς πολέμους, τη μαζική μεταφορά μεταναστών ειδικά στην Ευρώπη, κ.λπ. Κατά μία άποψη, ίσως θεωρείται επαρκής ο ιστορικός χρόνος που έχει κυλήσει έκτοτε, για μια πρώτη αποτίμηση του πιο εμφανούς τεκμηρίου της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης για τους ευρωπαίους πολίτες, δηλαδή του ευρώ.

Των δύο πρώτων δεκαετιών του ευρώ προηγήθηκε η Ενιαία Αγορά στη δεκαετία του '80 (με αρχιτέκτονα τον μέγα ευρωπαίστή Jacques Delors), το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα και ο Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών που κατάρρευσε πρόωρα το 1992 με την έξοδο της βρετανικής στερλίνας, γεγονός που αποτέλεσε και τον πρόδρομο της οριστικής αποχώρησης της Μεγάλης Βρετανίας (Brexit) από την Ε.Ε. 25 χρόνια αργότερα, αποχώρησης που βρίσκεται σε εξέλιξη. Εξίσου σημαντικό γεγονός, σταθμός, υπήρξε η Συνθήκη του Μάαστριχτ και τα προγράμματα σύγκλισης για τις χώρες της περιφέρειας, τα οποία προγράμματα με την πρώτη κρίση στην ευρωζώνη εξελίχθηκαν, 20 χρόνια αργότερα, σε προγράμματα προσαρμογής για την ευρωπεριφέρεια, τρανταχτή απόδειξη μιας ημιτελούς ΟΝΕ.

Αναμφίβολα το ευρώ, σπουδαίο εγχείρημα για τη Γηραιά Ήπειρο, κρίνεται σήμερα, συνολικά, ως επιτυχές. Αυτό βέβαια δεν σημαίνει ότι όλες οι χώρες – μέλη έχουν εισπράξει τα ανάλογα οφέλη που προκύπτουν από τη συμμετοχή στο ενιαίο νόμισμα και με τρόπο αντάξιο των αρχικών προσδοκιών τους. Αυτό αποτυπώνεται σε

πολλούς δείκτες, όπως π.χ. στη σωρευτική ανάπτυξη των τελευταίων 20 ετών, δείκτης που επηρεάζεται καθοριστικά από τη συμμετοχή ή όχι σε μία νομισματική ένωση (π.χ. οι βόρειες χώρες είχαν σωρευτική ποσοστιαία αύξηση του ΑΕΠ τους κατά 36% μέσο όρο, ενώ οι νότιες χώρες μόνο 12%), αλλά και σε όρους κατά κεφαλήν ΑΕΠ, δείκτης που επηρεάζεται λιγότερο από τη συμμετοχή ή όχι στην ΟΝΕ και περισσότερο από τις αρχικές συνθήκες, τη συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών, την ποιότητα των θεσμών, FDI κ.λπ. (π.χ. την τελευταία δεκαετία το κατά κεφαλή ΑΕΠ στη Γερμανία αυξήθηκε κατά 13%, στην Ολλανδία κατά 10%, ενώ ήταν στάσιμο στην Ιταλία και στην Ελλάδα συρρικνώθηκε κατά 10%.) Αν και τα βασικά χαρακτηριστικά της πρώτης δεκαετίας ήταν η υψηλή ανάπτυξη, η επίτευξη του στόχου του πληθωρισμού από την ΕΚΤ με συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής αλλά και η δημιουργία μιας σειράς από πιστωτικές φούσκες, η δεύτερη δεκαετία σηματοδεύτηκε από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, την ευρωπαϊκή κρίση χρέους του 2010 και τη λιτότητα, τον κίνδυνο του αποπληθωρισμού, το “whatever it takes” του Προέδρου Draghi και τα μη-συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής.

Δύο είναι τα βασικά διδάγματα, χρήσιμα για την ΕΚΤ στο άμεσο μέλλον, που μπορούν να αντληθούν από τις δύο πρώτες δεκαετίες του ευρώ.

Πρώτον, τα λεγόμενα κάποτε μη-συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής θεωρούνται σήμερα μέρος πλέον της κανονικής εργαλειοθήκης της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ.

Τα τρία πιο σημαντικά από αυτά τα μέτρα χρήζουν περαιτέρω σχολιασμού. Το κατώτερο δυνατό όριο του βασικού επιτοκίου αναφοράς είναι κάτω από το μηδέν. Τα αρνητικά επιτόκια αναφοράς ξεκίνησαν στην Ιαπωνία πριν πολλά χρόνια και εξαπλώθηκαν την τελευταία δεκαετία και στην Ευρώπη (Ευρωζώνη, Ελβετία, Δανία κ.α.), το οποίο σε συνδυασμό με την ποσοτική χαλάρωση (QE) έχουν οδηγήσει σε μία άνευ προηγουμένου κατάσταση όπου πάνω από 15 τρις δολάρια κυβερνητικού χρέους σε παγκόσμιο επίπεδο διαπραγματεύεται σε αρνητικές αποδόσεις, το περισσότερο δε του οποίου (πάνω από 60%) βρίσκεται στην Ευρώπη.

Από την άλλη μεριά, τα προγράμματα αγοράς τίτλων από τις Κεντρικές Τράπεζες στη δευτερογενή αγορά κυβερνητικών ομολόγων δεν είναι νομισματική χρηματοδότηση. Οι αγορές αυτές διογκώνουν τους ισολογισμούς των Κεντρικών Τραπεζών και πιο συγκεκριμένα το ενεργητικό τους αυξάνοντας όμως παράλληλα και τους

χρηματοοικονομικούς κινδύνους από τη διακράτηση αυτών των χρεογράφων. Συνολικά η ΕΚΤ αγόρασε τα τελευταία χρόνια μέσα από το πρώτο πρόγραμμα του QE περιουσιακά στοιχεία ονομαστικής αξίας €2,6 τρις ή 22% του ΑΕΠ της Ευρωζώνης (από τα οποία €2,1 τρις είναι κυβερνητικά χρεόγραφα), ενώ από το Νοέμβριο της περασμένης χρονιάς ξεκίνησε το δεύτερο QE, χωρίς ημερομηνία λήξης.

Τρίτον, οι ενδείξεις για τη μελλοντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής (forward guidance) είναι ένα ισχυρό εργαλείο σηματοδοτώντας τη μεσοπρόθεσμη πορεία των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ και διαμορφώνοντας σε μεγάλο βαθμό τις προσδοκίες της αγοράς (“τα επιτόκια θα παραμείνουν χαμηλά και για όσο χρονικό διάστημα χρειαστεί”).

Δεύτερον, υπάρχουν συγκεκριμένα όρια σχετικά με τη δράση και τα αποτελέσματα της νομισματικής πολιτικής

Η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ κατά τη διάρκεια όλης της προηγούμενης δεκαετίας σήκωσε ουσιαστικά το βάρος της κρίσης στους ώμους της με τα μη - συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής που αναφέραμε πιο πάνω, η έκταση των οποίων έχει πεπερασμένα όρια (π.χ. δυσκολία στην εύρεση ομολόγων προς αγορά, ενώ τα αρνητικά επιτόκια έχουν επιπτώσεις στην κερδοφορία των τραπεζών και στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα γενικότερα μέσα από την ανάληψη υπερβολικού κινδύνου για την κατοχύρωση θετικών αποδόσεων στις κεφαλαιαγορές). Συνεπώς και η αποτελεσματικότητα αυτής της διευκολυντικής πολιτικής, σε όρους ενίσχυσης τόσο του προϊόντος όσο και του πληθωρισμού, βαίνει φθινουσών αποδόσεων, υποδεικνύοντας ότι η νομισματική πολιτική δεν μπορεί να είναι συνεχώς “the only game in town”. Με άλλα λόγια πέραν των διαρθρωτικών παραγόντων που συνεισφέρουν στο χαμηλό πληθωρισμό π.χ. η παγκοσμιοποίηση, η εξασθένηση των εργατικών συνδικάτων, μία πιο επίπεδη καμπύλη Phillips, αρκετοί είναι αυτοί που εγείρουν ερωτήματα γύρω από την επίδραση των μη-συμβατικών μέτρων στο δομικό πληθωρισμό. Όπως επεσήμανε ο Πρόεδρος Draghi στις τελευταίες δηλώσεις του πριν τη λήξη της εξαιρετικά πετυχημένης θητείας του και μάλιστα με emphatic τρόπο, τα κράτη - μέλη που έχουν δημοσιονομικό χώρο θα πρέπει να δράσουν έγκαιρα και αποτελεσματικά προς μια φιλική προς την ανάπτυξη επεκτατική δημοσιονομική πολιτική. Επιπλέον, χώρες με υψηλά πλεονάσματα στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών τους θα πρέπει να ενισχύσουν την ενεργό ζήτηση των οικονομιών τους με πολιτικές αύξησης των μισθών, των δημοσίων επενδύσεων κλπ. Σχετική είναι εδώ

και μία πρόσφατη μου πρόταση δηλαδή η εξοικονόμηση πόρων από το πρώτο αλλά και το τρέχον QE μέσα από τις χαμηλότερες δαπάνες για την εξυπηρέτηση του χρέους των κυβερνήσεων στη βάση του χαμηλότερου κόστους δανεισμού λόγω των επιπτώσεων του QE, να διοχετευτούν στην ευρωπαϊκή περιφέρεια για τη χρηματοδότηση «έξυπνων» προγραμμάτων που άπτονται των καινοτόμων ψηφιακών τεχνολογιών και για την απόκτηση νέων δεξιοτήτων. Οι πιο πάνω παρατηρήσεις χρήζουν μεγαλύτερης προσοχής τον τελευταίο καιρό, στο δυσμενέστερο οικονομικό περιβάλλον που βιώνουμε, τόσο σε διεθνές όσο και σε ευρωπαϊκό επίπεδο, από τη ραγδαία μείωση του διεθνούς εμπορίου με τον πόλεμο δασμών Trump – Κίνας, αλλά και τις αρνητικές επιπτώσεις στον τουρισμό, ναυτιλία, εφοδιαστική αλυσίδα, κ.λπ. από την εξάπλωση του κορωνοϊού.

Περνώ τώρα στις προκλήσεις για την ΕΚΤ στη τρίτη δεκαετία του ευρώ.

Πρώτη πρόκληση: Επίκαιρη όσο και αναγκαία η στρατηγική αναθεώρηση του νομισματικού πλαισίου της ΕΚΤ

Η δημιουργία νέων θεσμών όπως το ESM, SSM, SRB, κ.λπ. και η ανάπτυξη νέων εργαλείων (QE, TLTRO, κ.λπ.), ναι μεν βοήθησαν στο να αμβλυνθεί η πίεση στις χρηματοπιστωτικές αγορές, να μειωθεί το κόστος δανεισμού και να κοπεί σε πολύ μεγάλο βαθμό ο γόρδιος δεσμός κρατών - τραπεζών αφενός, αφετέρου όμως δεν βοήθησαν επαρκώς για την επίτευξη του στόχου του πληθωρισμού που είναι και η βασική καταστατική υποχρέωση της ΕΚΤ. Ο δομικός πληθωρισμός παραμένει χαμηλός στην ευρωζώνη γύρω στο 1% από το 2013 ενώ σύμφωνα και με τις τελευταίες μακροοικονομικές προβλέψεις ο εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή εκτιμάται ότι θα κυμανθεί φέτος κάτω από 1,1%.

Ίσως για αυτό το λόγο η νέα πρόεδρος της ΕΚΤ Κριστίν Λαγκάρντ εισηγήθηκε άμεσα τη στρατηγική αναθεώρηση του νομισματικού πλαισίου της ΕΚΤ με χρονικό ορίζοντα το τέλος τους έτους (η τελευταία αναθεώρηση αυτού έγινε το 2003). Η αναθεώρηση επικεντρώνεται τόσο στο στόχο πληθωρισμού όσο και στα εργαλεία της νομισματικής πολιτικής και των επιπτώσεων αυτών. Σχετικά με το πρώτο, σήμερα ο στόχος για τον πληθωρισμό είναι «κάτω, αλλά κοντά στο 2%» και «υποφέρει» από μία ασυμμετρία την οποία πολύ πιθανόν θα κλιθεί να θεραπεύσει η επικείμενη αναθεώρηση. Πρώτα από όλα ας θυμηθούμε τη διάκριση μεταξύ του ορισμού της σταθερότητας των τιμών, δηλ. πληθωρισμός «κάτω του 2%», και στόχου για τον

πληθωρισμό, δηλ. «κάτω, αλλά κοντά στο 2%». Αυτή η διάκριση δημιουργεί μία ασυμμετρία και μεροληψία για ποσοστά πληθωρισμού πάνω από 2% υπό την έννοια ότι η ΕΚΤ θα ήταν περισσότερο δεκτική να αντιδρά πολύ πιο άμεσα και δραστικά στις ανοδικές τάσεις του πληθωρισμού (π.χ. από μία αύξηση των τιμών της ενέργειας) το οποίο με τη σειρά του θα δημιουργούσε καθοδικές πιέσεις στο δομικό πληθωρισμό που επηρεάζει άμεσα τις πολιτικές μισθών – τιμών του ιδιωτικού τομέα. Αυτό πολύ πιθανό να εξηγεί και την απρόσμενη αύξηση το 2011, μέσα στην κρίση, δύο φορές των επιτοκίων στην ευρωζώνη. Άλλα θέματα εδώ προς διερεύνηση είναι η ενσωμάτωση των τιμών των ενοικίων στον εναρμονισμένο δείκτη τιμών, ο ρόλος του προσδοκώμενου πληθωρισμού έναντι του πραγματικού, ο χρονικός ορίζοντας και πώς ορίζεται «το μεσοπρόθεσμα», αν θα συνεχιστεί η ιδιοκτησία των προβλέψεων να παραμένει με τους υπηρεσιακούς παράγοντες και θα είναι μόνο μία απλή εισροή – ενημερωτικό υλικό για το Δ.Σ. της ΕΚΤ ή θα περάσουν στην ιδιοκτησία του Δ.Σ. αυξάνοντας κατά κάποιο τρόπο τη λογοδοσία αυτού όταν δεν επιτυγχάνεται ο στόχος του πληθωρισμού, κ.λπ. Προφανώς όταν η ιδιοκτησία των προβλέψεων παραμένει με τους υπηρεσιακούς παράγοντες ή/και διατηρείται η κάποια σχετική ασάφεια του ορισμού «μεσοπρόθεσμα», αυτό αυξάνει τους βαθμούς διακριτικής ευχέρειας των αποφάσεων του Δ.Σ.

Εξίσου σημαντικά ζητήματα προς εξέταση είναι αν ο στόχος για τον πληθωρισμό θα περιλαμβάνει μία ευρεία διακύμανση π.χ. 1% - 3% ή θα είναι στόχος ένα συγκεκριμένο αριθμητικό νούμερο και πώς η μια ή άλλη περίπτωση θα ενισχύει την αξιοπιστία της πολιτικής της ΕΚΤ και πως θα επιδρά στις προσδοκίες του ιδιωτικού τομέα. Εάν π.χ. υιοθετηθεί ο στόχος – νούμερο για τον πληθωρισμό, οι πιθανές συχνές αστοχίες προφανώς θα υπονομεύσουν την αξιοπιστία των πολιτικών της ΕΚΤ αλλά και η κοινή γνώμη μπορεί να αντιληφθεί ότι η πραγματική στόχευση είναι ο προσδοκώμενος πληθωρισμός με χρονικό ορίζοντα τη διετία και όχι ο πραγματικός πληθωρισμός.

Επίσης ψηλά στην ατζέντα της αναθεώρησης βρίσκεται η αποτελεσματικότητα των λεγόμενων μη - συμβατικών μέτρων καθώς και οι παρενέργειές τους. Ενδεικτικά αναφέρουμε το ζήτημα με τα αρνητικά επιτόκια τα οποία από τη μία πλευρά έχουν θετικά αποτελέσματα στη μακροοικονομία ενώ από την άλλη επηρεάζουν την κερδοφορία των εμπορικών τραπεζών. Επιπλέον θα εξεταστεί ο ρόλος της μελλοντικής καθοδήγησης της νομισματικής πολιτικής στην καμπύλη αποδόσεων

τόσο στο βραχυπρόθεσμο κομμάτι αυτής αλλά και στο μακροπρόθεσμο (π.χ. με τη μείωση των ασφάλιστρων κινδύνου από την δημιουργία μιας περισσότερο ασφαλούς πορείας των μακροπρόθεσμων επιτοκίων κρατώντας τις προσδοκίες σε χαμηλά επίπεδα στην παρούσα φάση). Αναπόφευκτα θα συζητηθούν και τα όρια της ποσοτικής χαλάρωσης σε όρους αντικινήτρων για τις κυβερνήσεις προς την υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

Θα επανεξεταστεί επίσης ο ρόλος της μακροπροληπτικής πολιτικής της ΕΚΤ μιας καθώς και η νομισματική πολιτική και η χρηματοπιστωτική σταθερότητα είναι συγκοινωνούνται δοχεία. Εάν τα βασικά επιτόκια διατηρηθούν χαμηλά για μεγάλο χρονικό διάστημα έτσι ώστε να τονωθεί η οικονομία και να ενισχυθεί ο πληθωρισμός, θα χρειαστούν αυστηρότερα μέτρα μακροπροληπτικής πολιτικής για να διασφαλιστεί ότι δεν θα δημιουργηθούν πιστωτικές φούσκες. Ήδη από την ΕΚΤ, τα τελευταία χρόνια, επιβάλλεται στα πιστωτικά ιδρύματα του Ευρωσυστήματος να τηρούν συγκεκριμένα μέτρα μακροπροληπτικής πολιτικής, όπως συγκεκριμένους δείκτες ρευστότητας, επιπρόσθετα κεφαλαιακά αποθέματα ασφαλείας που συναρτώνται με τον οικονομικό κύκλο (countercyclical capital buffers) και αποθέματα ασφαλείας που συναρτώνται με το μέγεθος και τη συστημική σημασία τους.

Επιπλέον, η ΕΚΤ θα βρεθεί την τρέχουσα δεκαετία με 2 ακόμη σημαντικές προκλήσεις, αυτή του ψηφιακού μετασχηματισμού του τραπεζικού συστήματος και της οικονομίας γενικότερα, καθώς επίσης και των επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής.

Δεύτερη πρόκληση: Ο ψηφιακός μετασχηματισμός της οικονομίας

Είναι γεγονός ότι η συνεχής ψηφιοποίηση, σε συνδυασμό με την τεχνητή νοημοσύνη, τη χρήση και ανάλυση των μεγάλων δεδομένων θα οδηγήσει μετά βεβαιότητας σε πρωτοφανείς ευκαιρίες και αλλαγές στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Ομολογουμένως ζούμε σε μια εποχή στην οποία οι νέες τεχνολογίες έχουν διεισδύσει σε κάθε τομέα της καθημερινής μας ζωής και όπου ισχύει πλέον, «αντιστρέφοντας» το γνωστό απόφθεγμα, η καινοτομία είναι η μητέρα της αναγκαιότητας.

Σε αυτή τη νέα τεχνολογική πραγματικότητα θα πρέπει να έχουμε κατά νου ότι ο χρηματοπιστωτικός τομέας έχει αρχίσει να αλλάζει άρδην καθώς οι τράπεζες ήδη βρίσκονται αντιμέτωπες με νέους τύπους νεοφυών επιχειρήσεων FinTech και

BigTech οι οποίες αναπτύσσουν καινοτόμα προϊόντα με ταχύτερο ρυθμό και μικρότερο κόστος, κάτι το οποίο αποτελεί ένα σαφές ανταγωνιστικό πλεονέκτημα σε σχέση με τις ήδη υπάρχουσες πιο παραδοσιακές μεθόδους που χρησιμοποιούνται από τις τράπεζες. Συγκεκριμένα, παρέχουν υπηρεσίες πληρωμών (συμπεριλαμβανομένων και των κρυπτο-περιουσιακών στοιχείων, (crypto-assets) καθώς και χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες μεταξύ των οποίων: πιστώσεις, επενδύσεις, ασφαλιστικά προϊόντα, προσωπικά και επιχειρηματικά δάνεια σε κρυπτο-νομίσματα και επενδυτικές συμβουλές. Επιπλέον, η εισαγωγή της ανοικτής τραπεζικής (open banking) αναδύεται σε σημαντικό παράγοντα των επενδύσεων σε FinTech εταιρείες. Είναι χαρακτηριστικό ότι οι επενδύσεις σε FinTech, ανήλθαν σε \$136 δις το 2019 από μόλις \$12 δις το 2013 παγκοσμίως. Καθώς ο κλάδος αναπτύσσεται ραγδαία, οι Κεντρικές Τράπεζες καλούνται και πρέπει να επικεντρώσουν την προσοχή τους στη διερεύνηση και παρακολούθηση των επιδράσεων των δραστηριοτήτων των εταιρειών FinTech και BigTech, όπως για παράδειγμα οι πληρωμές, το crowdfunding, ο δανεισμός peer-to-peer (P2P lending), στο μηχανισμό της μετάδοσης και εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής, στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, στην εποπτεία, καθώς στις αγορές χρήματος και ομολόγων.

Πράγματι, οι πρωτοβουλίες για ένα παγκόσμιο σταθερό ψηφιακό νόμισμα (stablecoin) μπορούν να καταστήσουν τις διεθνείς πληρωμές φθηνότερες και ταχύτερες και να διευκολύνουν την πρόσβαση, χωρίς αποκλεισμούς, σε χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες. Όμως, τα ψηφιακά νομίσματα δημιουργούν σοβαρές προκλήσεις σε ένα ευρύ φάσμα τομέων της πολιτικής των κεντρικών τραπεζών. *Πρώτον*, το ψηφιακό χρήμα που θα εκδίδεται από ιδιώτες εγείρει ζητήματα εμπιστοσύνης. Η ιστορία του χρήματος δείχνει ότι το σημαντικότερο στοιχείο για ένα επιτυχημένο νόμισμα είναι η εμπιστοσύνη: οι πολίτες πρέπει να εμπιστεύονται το νόμισμα για οποιαδήποτε συναλλαγή ανά πάσα στιγμή. *Ιδού* ένα ερώτημα που αφορά το μέλλον: Μετά από 10 χρόνια, ποιον θα εμπιστεύονται περισσότερο οι τότε 30ρηδες και 40ρηδες ανά την υφήλιο, τον Mark Zuckerberg ή τον Διοικητή της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ; Οι κεντρικές τράπεζες έχουν αναλάβει αυτή τη σημαντική ευθύνη ήδη από το 19ο αιώνα. Συγκριτικά, οι τεχνολογικοί κολοσσοί (BigTech) και οι εταιρίες χρηματοοικονομικής τεχνολογίας (FinTech) (δεν χρειάζεται να αναφέρουμε ονόματα) δεν απολαμβάνουν, ή τουλάχιστον όχι ακόμη, της εμπιστοσύνης του κοινού στον ίδιο βαθμό όσο οι κεντρικές τράπεζες. *Δεύτερον*, η

ευρεία και παγκόσμια χρήση ψηφιακού χρήματος που εκδίδεται από ιδιώτες μπορεί να έχει σημαντικές συνέπειες στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής. Συγκεκριμένα, καθώς το χρήμα της κεντρικής τράπεζας αποτελεί σημαντική συνιστώσα όλων των νομισματικών μεγεθών, μία μεταβολή της ζήτησης προς το ψηφιακό ιδιωτικό χρήμα μπορεί να επηρεάσει αυτά τα μεγέθη μέσω της επίδρασης του πολλαπλασιαστή του χρήματος στην προσφορά χρήματος. *Τρίτον*, η υπόσχεση, αρχικά, ότι αυτό το ιδιωτικό ψηφιακό χρήμα θα προορίζεται μόνο για υπηρεσίες πληρωμών δεν εγγυάται ότι δεν θα ανοίξει τελικά το κουτί της Πανδώρας. Με άλλα λόγια, είμαστε απολύτως βέβαιοι ότι δεν θα χρησιμοποιηθεί για υπερεναλήψεις ή χορήγηση δανείων; ποτέ; Και αν ναι, είμαστε απολύτως βέβαιοι ότι αυτές οι μεγάλες εταιρίες υψηλής τεχνολογίας δεν θα αποκτήσουν τελικά συστημική σημασία λόγω πολυπλοκότητας και μεγέθους (“too big to fail”); Μπορούμε να φανταστούμε τις επιπτώσεις για τις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές από μία τέτοια πιθανή εξέλιξη; Παρότι τα ψηφιακά νομίσματα και οι σχετικές τεχνολογίες ενδεχομένως θα μειώσουν το κόστος των συναλλαγών και το κόστος της απόκτησης και διαβίβασης πληροφοριών, πράγμα που ακούγεται καλό, είναι δυνατόν να αποσταθεροποιήσουν τις χρηματοπιστωτικές αγορές, καθώς μπορεί να υπονομεύσουν τα επιχειρηματικά μοντέλα των παραδοσιακών τραπεζών και το ρόλο τους στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, δυσκολεύοντας έτσι τις κεντρικές τράπεζες — οι οποίες χρησιμοποιούν το τραπεζικό σύστημα ως κύριο δίαυλο μετάδοσης της πολιτικής τους — να διατηρήσουν τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Όσον αφορά τις καινοτομίες στον τομέα των συστημάτων πληρωμών στο Ευρωσύστημα, προκειμένου να διασφαλιστεί η αυξανόμενη ζήτηση για άμεσες πληρωμές σε ευρωπαϊκό επίπεδο και για να αποφευχθούν εθνικές λύσεις που εντείνουν τον κατακερματισμό την Ευρώπη, το Νοέμβριο του 2018 ξεκίνησε η νέα υπηρεσία TIPS (TARGET Instant Payments Settlement), η οποία επιτρέπει στους παρόχους υπηρεσιών πληρωμών να πραγματοποιούν μεταφορές χρημάτων φυσικών προσώπων και επιχειρήσεων σε όλη την Ευρώπη σε πραγματικό χρόνο, όλο το 24ώρο κάθε μέρα του έτους μέσα σε λίγα δευτερόλεπτα, ανεξάρτητα από τις ώρες λειτουργίας της τοπικής τους τράπεζας. Επί του παρόντος διευθετούνται πληρωμές μόνο σε ευρώ, καθώς οι πληρωμές διακανονίζονται σε χρήμα της Κεντρικής Τράπεζας εξαλείφοντας πλήρως τον πιστωτικό κίνδυνο αυτοματοποιώντας σε μεγάλο βαθμό τις διαδικασίες εκκαθάρισης και διακανονισμού των πληρωμών. Ουσιαστικά,

το TIPS προσφέρει μια υπερσύγχρονη πλατφόρμα διακανονισμού, η οποία έχει σταδιακά υιοθετηθεί από πολλούς συμμετέχοντες και αποτελεί επέκταση του ευρωπαϊκού συστήματος πληρωμών, TARGET 2, το οποίο αν και αφορά σε μεγάλες πληρωμές (διατραπεζικές), ωστόσο διακανονίζει και πληρωμές λιανικής (πελατών).

Τέλος, όσον αφορά τους δυνητικούς κινδύνους από ένα ψηφιακό νόμισμα Κεντρικής Τράπεζας (CBDC), το οποίο θα μπορούσε, μεταξύ άλλων, να δώσει στους πολίτες τη δυνατότητα να τηρούν ηλεκτρονικές καταθέσεις στην Κεντρική Τράπεζα, θέλω να τονίσω ότι αυτή η στενή σχέση με το ευρύ κοινό θα μπορούσε να δημιουργήσει ρίσκο φήμης για την Τράπεζα, με επιπλέον ανησυχίες για ενδεχόμενη πολιτικοποίηση αυτής. Η πρώτη μεγάλη Κεντρική Τράπεζα που θα εκδώσει ψηφιακό, κρατικό νόμισμα σε μεγάλη κλίμακα θα είναι πιθανότατα η Λαϊκή Τράπεζα της Κίνας (PBC), η Σουηδική Κεντρική Τράπεζα διερευνά επίσης την έκδοση ψηφιακού νομίσματος e-krona, η Ουρουγουάη έχει προχωρήσει σε ένα πιλοτικό πρόγραμμα που ονομάζεται e-peso και οι κεντρικές τράπεζες της Νότιας Αφρικής και της Ελβετίας διερευνούν αντίστοιχα τη δημιουργία αντίστοιχων ψηφιακών νομισμάτων. Στο πλαίσιο αυτό, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο εξέφρασε την άποψη ότι ένα συνθετικό CBDC, στο οποίο θα συμμετέχει τόσο ο ιδιωτικός όσο και ο δημόσιος τομέας θα μπορούσε να αποτελέσει εναλλακτική λύση που θα μπορούσε να προσφέρει αρκετά πλεονεκτήματα σε σχέση με το ψηφιακό νόμισμα CBDC των κεντρικών τραπεζών. Τέλος όσον αφορά την ΕΚΤ, το Ευρωσύστημα εξετάζει και παρακολουθεί συνεχώς τις δυνατότητες που προσφέρουν οι νέες τεχνολογίες, ιδιαίτερα την τεχνολογία του κατανεμημένου καθολικού (DLT) για πληρωμές, συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού, καθώς και τα ψηφιακά νομίσματα, ενώ έχει διερευνήσει τον τρόπο με τον οποίο θα μπορούσε να τεθεί τεχνικά ένα ψηφιακό νόμισμα σε κυκλοφορία, εάν και όταν το αποφασίσει το Δ.Σ. του. Εν κατακλείδι, τόσο η ΕΚΤ όσο και οι άλλες Κεντρικές Τράπεζες οφείλουν να παρακολουθούν εκ του σύνεγγυς τις καινοτομίες του χρηματοοικονομικού – τεχνολογικού τομέα έτσι ώστε να είναι οδηγοί και όχι ουραγοί των εξελίξεων.

Τρίτη πρόκληση: Αντιμετώπιση των επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής

Οι επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής διαχέονται σε όλα τα επίπεδα της κοινωνίας, από τους ιδιώτες μέχρι τις επιχειρήσεις, τους υπευθύνους χάραξης πολιτικής και τις κυβερνήσεις, και οπωσδήποτε θα επηρεάσουν τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και

την οικονομία. Ενδεικτικά, τα ακραία καιρικά φαινόμενα θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε μεγάλες διακυμάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας ενώ η μεγάλη έκθεση κάποιων τραπεζών σε ορισμένους κλάδους της οικονομίας, όπως για παράδειγμα του άνθρακα και οι οποίοι θα πληγούν από τις απαραίτητες για την κλιματική αλλαγή πολιτικές, θα μπορούσε δυνητικά να αποτελέσει συστημικό κίνδυνο για το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Σήμερα, για πρώτη φορά στην ιστορία τους, οι Κεντρικές Τράπεζες καλούνται να λάβουν θέση στον αγώνα κατά της κλιματικής αλλαγής και των επιπτώσεών της. Η ανάπτυξη ενός συνολικού πλαισίου ανάλυσης για την αξιολόγηση των δυνητικών επιπτώσεων στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα από την κλιματική αλλαγή και τη μετάβαση σε μια οικονομία χαμηλών εκπομπών διοξειδίου του άνθρακα φαίνεται ότι αποτελεί σύγχρονη πρόκληση για τις Κεντρικές Τράπεζες.

Προφανώς η σχέση μεταξύ κλιματικής αλλαγής και νομισματικής πολιτικής είναι πιο χαλαρή από την αντίστοιχη με τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Μία προφανή αντίθεση είναι η διαφορά στους χρονικούς ορίζοντες: ενώ η νομισματική πολιτική δεν έχει επίδραση στην ανάπτυξη μακροχρόνια, η κλιματική αλλαγή αναφέρεται εξ ορισμού στο μακροπρόθεσμο, ακόμη και μετά από πολλές δεκαετίες. Αυτό βέβαια δεν σημαίνει ότι οι Κεντρικές Τράπεζες δεν μπορούν να λάβουν υπόψη τους στο σχεδιασμό και την άσκηση των νομισματικών και μακροπροληπτικών πολιτικών τους, θεμάτων που άπτονται της κλιματικής αλλαγής, όπως:

- A. η διεύρυνση του πλαισίου διαχείρισης των κινδύνων, δηλ. να ενσωματώσει και το ρίσκο της κλιματικής αλλαγής
- B. η ενθάρρυνση της “πράσινης” χρηματοδότησης από τις εμπορικές τράπεζες μέσω πολλαπλών εποπτικών κινήτρων
- Γ. για τις κύριες πράξεις νομισματικής πολιτικής στην ανάλογη προσαρμογή των περικοπών (haircuts) της αξίας των ενεχύρων, και στα προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης να προχωρούν και στην αγορά “πράσινων” ομολόγων. Για παράδειγμα η ΕΚΤ έχει αγοράσει €48 δις πράσινα ομόλογα ήτοι το 24% του συνόλου των αποδεκτών πράσινων ομολόγων παγκοσμίως.

Τυχόν ενεργότερη ανάμιξη των Κεντρικών Τραπεζών στις πολιτικές για την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής μπορεί να αποδειχθεί αμφιλεγόμενη, καθώς ενδέχεται να θεωρηθεί ότι το ζήτημα της κλιματικής αλλαγής δεν εμπίπτει στην αποστολή τους, και η ανάμιξη αυτή μπορεί κάλλιστα να υπονομεύσει την ανεξαρτησία

τους, που αποτελεί θεμελιώδες θεσμικό χαρακτηριστικό τους. Η επιλογή της καλύτερης λύσης και η εφαρμογή των δεσμεύσεων της Συμφωνίας του Παρισιού αποτελούν καθαρά ευθύνη των κυβερνήσεων και των νομοθετικών σωμάτων των χωρών. Σε κάθε περίπτωση, η Κεντρική Τράπεζα θα πρέπει να έχει την απόλυτη ευχέρεια να διακόπτει κάθε δράση ή πρόγραμμα όταν διακυβεύεται ο καταστατική αποστολή της που είναι η σταθερότητα των τιμών και η χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Τέλος, ας σημειωθεί ότι η Ευρωπαϊκή Ένωση αποφάσισε (12/12) να θέσει ως στόχο να καταστεί «κλιματικά ουδέτερη» έως το 2050 ενώ θα απαιτηθούν σημαντικές δημόσιες και ιδιωτικές επενδύσεις ύψους €1 τρις στη δράση για το κλίμα και την περιβαλλοντική βιωσιμότητα την περίοδο 2021-2030. Σε επίπεδο Κεντρικών Τραπεζών, η ΕΚΤ ήδη σχεδιάζει να ενσωματώσει την κλιματική αλλαγή στα υποδείγματα διαχείρισης κινδύνων της και να αξιολογήσει την ανθεκτικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς η κλιματική αλλαγή αποτελεί σημαντικό κίνδυνο με επιπτώσεις που δεν αφορούν μόνο το περιβάλλον. Τόσο η ΕΚΤ, όσο και η Τράπεζα της Ελλάδος αλλά και η Τράπεζα της Αγγλίας στηρίζουν ενεργά την προώθηση ενός βιώσιμου χρηματοοικονομικού συστήματος (sustainable finance), αναδεικνύοντας το θέμα της κλιματικής αλλαγής με συγκεκριμένες δράσεις. Σε αυτό το πλαίσιο, η Τράπεζα της Ελλάδος συμμετέχει και στο Δίκτυο Κεντρικών Τραπεζών και Εποπτικών Αρχών για ένα Πράσινο Χρηματοοικονομικό Σύστημα (Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System – NGFS).

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ

- Bernanke, Ben S., “Financial panic and credit disruptions in the 2007-09 crisis”, Brookings Institution, 13 September 2018.
- Draghi, Mario, “Europe and the euro 20 years on”, Speech at Laurea Honoris Causa in Economics, University of Sant’Anna, Pisa, 15 December 2018.
- King, Mervyn, *“The End of Alchemy: Money, Banking, and the Future of the Global Economy”*, Little Brown Book Group; 1st edition, 2016, London.
- Lagarde, Christine, “The future of the euro area economy”, Speech at the Frankfurt European Banking Congress, 22 November 2019.
- Mourmouras, John (Iannis), “Monetary policy and global capital markets: an update”, Keynote address at the event for the launch of the 2nd edition of his book entitled *“Speeches on Monetary Policy and Global Capital Markets, 2015-2018”*, at NYU Stern School of Business, New York, 28 September 2018.
- Mourmouras, John (Iannis), “Fin-RegTech: Regulatory challenges with emphasis on Europe”, Speech at Cornell University, New York, 28 February 2019.
- Mourmouras, John (Iannis), “Spending QE savings on growth”, OMFIF Bulletin, Winter 2020, Vol. 11, London.