



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

Διατριβή με θέμα: «Μακροχρόνιες επιπτώσεις στην Αμερικανική Οικονομία από την επεκτατική μη-συμβατική πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας»

της φοιτήτριας: Χ.Μοσχονά

Επιβλέπων καθηγητής: Ν.Πιπτής

Επιτροπή: Δ.Μαλλιαρόπουλος και Α.Αντζουλάτος

LUO JIE



Περίληψη

Λέξεις κλειδιά

Κεντρική τράπεζα
Νομισματική
πολιτική
Ποσοτική
χαλάρωση
Παγίδα
ρευστότητας
Επιτόκια
Πληθωρισμός
Απασχόληση
ΑΕΠ
Διανομή πλούτου

Η διατριβή αυτή στοχεύει στη μελέτη των επιπτώσεων της επεκτατικής μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής της Κεντρικής Τράπεζας της Αμερικής, γνωστή και ως πολιτική της ποσοτικής χαλάρωσης, που σχεδιάστηκε για την αντιμετώπιση της κρίσης του Χρηματοπιστωτικού τομέα στην Αμερικανική Οικονομία. Στο πρώτο μέρος γίνεται εκτενής αναφορά στην Κεντρική Τράπεζα (Fed) και στα «εργαλεία» που έχει στη διάθεση της για την άσκηση της Νομισματικής Πολιτικής. Στη συνέχεια, αναλύονται οι επιπτώσεις αυτής της πολιτικής στην Αμερικανική Οικονομία, μέσα από τη παρατήρηση και ανάλυση των επιπτώσεων στα επιτόκια, στον πληθωρισμό, στην απασχόληση, στην αγορά ακινήτων, στη χρηματιστηριακή αγορά και στο ΑΕΠ, καταλήγοντας στο θέμα της ανισότητας ως προς την αναδιανομή του πλούτου.

Πανεπιστήμιο

Περιεχόμενα

1.Εισαγωγή.....	4
2.Αμερικανική Κεντρική Τράπεζα.....	5
3.Νομισματική πολιτική.....	7
3.1 Νομισματική πολιτική-εισαγωγή.....	7
3.2 Συγκριτική μελέτη Μονεταρισμού-Κευνσιανισμού.....	8
3.3 Νομισματική πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας (Fed).....	14
3.4 Μη συμβατική πολιτική-γενικό πλαίσιο-σχεδιασμός.....	19
4. Επιπτώσεις στη μάκρο- Αμερικανική οικονομία.....	22
4.1 Η ποσοτική χαλάρωση (QE) όχι ως παγίδα ρευστότητας αλλά ως παγίδα ρευστών διαθεσίμων.....	22
4.2 Η Ανεργία ως επίπτωση της νομισματικής πολιτικής.....	28
4.3 Ο Πληθωρισμός ως επίπτωση της νομισματικής πολιτικής.....	31
4.4 «Ανταλλακτική Σχέση» μεταξύ Πληθωρισμού και Ανεργίας.....	33
4.5 Η νομισματική πολιτική και η επίδραση της στα μακροχρόνια επιτόκια και στις αποδόσεις	34
4.6 Η νομισματική πολιτική και οι επιπτώσεις στην Αγορά ακινήτων	42
4.7 Η νομισματική πολιτική και οι επιπτώσεις της στο ΑΕΠ.....	44
5.Συμπεράσματα.....	48
6.Βιβλιογραφική αναφορά.....	50

1.Εισαγωγή

Επίκεντρο των συζητήσεων τα τελευταία έτη αποτελεί η Νομισματική πολιτική σε ότι αφορά στην προώθηση ενός οικονομικού μοντέλου με χαμηλό πληθωρισμό και συγκρατημένη ανάπτυξη. Η Δημοσιονομική πολιτική, ως εργαλείο σταθεροποίησης της οικονομίας, χρησιμοποιείται με δευτερεύοντα ρόλο λόγω αμφιβολιών σχετικά με την ικανότητα χρονικής συσχέτισης των ενεργειών της Δημοσιονομικής πολιτικής με την επίτευξη των επιθυμητών αποτελεσμάτων σταθεροποίησης εντός οριοθετημένου χρονικού πλαισίου. Ως συνέπεια, οικονομολόγοι και πολιτικοί συνηγορούν ότι η σταθερότητα του προϊόντος και του πληθωρισμού επαφίεται στη Νομισματική Πολιτική.

Η ξαφνική και βαθιά Παγκόσμια Οικονομική κρίση ανάγκασε τους δημιουργούς πολιτικής να αντιδράσουν άμεσα και δημιουργικά. Διαθέτοντας μεγάλη ποικιλία μακροοικονομικών εργαλείων έθεσαν σε εφαρμογή το σχέδιο αποφυγής μιας βαθιάς οικονομικής κάμψης και της επανεκκίνησης της παγκόσμιας οικονομίας. Η Κεντρική Τράπεζα της Αμερικής αντέδρασε άμεσα και με οξύτητα υιοθετώντας την πολιτική μείωσης των επιτοκίων πλησίον του μηδενός. Επιπρόσθετα, μέσω της θέσης της ως δανειστής, παρείχε ρευστότητα για να ενισχύσει τη σταθεροποίηση του οικονομικού συστήματος και να υποστηρίξει τη πιστωτική ροή προς νοικοκυριά και επιχειρήσεις.

Δεδομένης της αργής και ασταθούς «ανάρρωσης» η υποστηρικτική πολιτική παρέμεινε αναγκαία. Με τη δημοσιονομική πολιτική να επιβραδύνει την ανάπτυξη και τον ιδιωτικό τομέα να συγκρατεί την κατανάλωση και την επένδυση, η νομισματική πολιτική ανέλαβε την υποστήριξη της οικονομίας. Με τα επιτόκια να αγγίζουν το μηδέν, η Κεντρική Τράπεζα στράφηκε προς μη συμβατικές πολιτικές όπως η ποσοτική χαλάρωση, γνωστή και ως Μεγάλης κλίμακας Αγορές Περιουσιακών Στοιχείων. Η δημιουργική και άμεση αντίδραση απέδειξε ότι τα διδάγματα της περιόδου της Μεγάλης Ύφεσης έχουν εσωτερικευθεί και ενσωματωθεί στους δημιουργούς Νομισματικής Πολιτικής. Ωστόσο, η χρήση μη συμβατικών εργαλείων εξυπηρέτησε στην υποστήριξη και ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης και κατ' επέκταση της οικονομικής ανάπτυξης;

2.Αμερικανική Κεντρική Τράπεζα

Το Federal Reserve System δημιουργήθηκε στις 23 Δεκεμβρίου 1913 όταν ο πρόεδρος Γούντροου Γουίλσον υπέγραψε τον σχετικό νόμο/πράξη. Το σύστημα αποτελείται από ένα ανεξάρτητο κεντρικό κυβερνητικό γραφείο, που εδρεύει στη Ουάσιγκτον και δώδεκα περιφερειακά γραφεία στις μεγαλύτερες πόλεις της χώρας. Σήμερα η Fed, όπως συνήθως αποκαλείται, λειτουργεί ως Κεντρική Τράπεζα της Αμερικής και είναι υπεύθυνη για :

- Διαμόρφωση και εκτέλεση νομισματικής πολιτικής
- Εποπτεία και ρύθμιση ιδρυμάτων θεματοφυλάκων(depositary)
- Παροχή «ελαστικού» νομίσματος
- Συντελεί στις χρηματοοικονομικές λειτουργίες και
 - Λειτουργεί ως τράπεζα για την αμερικανική κυβέρνηση



Επιπρόσθετα, η Fed κατέχει ένα σημαντικό ρόλο στη λειτουργία του συστήματος εθνικών πληρωμών, προστατεύει τα δικαιώματα των καταναλωτών κατά τις συναλλαγές τους με τις τράπεζες και προωθεί την ανάπτυξη και την επανεπένδυση κεφαλαίων.

Το Διοικητικό Συμβούλιο του Federal Reserve System

Το Federal Reserve System έχει σχεδιαστεί για να διασφαλίσει την πολιτική ανεξαρτησία του και την ευαισθησία του σε διαφορετικές οικονομικές ανησυχίες. Ο πρόεδρος και τα άλλα έξι μέλη του Συμβουλίου των Διοικητών που επιβλέπει την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ διορίζονται από τον πρόεδρο των Ηνωμένων Πολιτειών και επιβεβαιώθηκε από τη Γερουσία. Ο πρόεδρος κατευθύνεται από το νόμο για να επιλέξει κυβερνήτες οι οποίοι παρέχουν «μια δίκαιη εκπροσώπηση των οικονομικών, γεωργικών, βιομηχανικών και γεωγραφικών διαμερισμάτων της χώρας». Ένας όρος έχει οριστεί να λήγει η θητεία κάθε δύο χρόνια. Αυτό γίνεται για να αποφευχθεί για κάθε έναν πρόεδρο ο κορεσμός του Διοικητικού Συμβουλίου με τους υποψηφίους του.

Οι ομοσπονδιακές τράπεζες

Οι δώδεκα ομοσπονδιακές τράπεζες αποτελούν τα λειτουργικά «όπλα» της Fed. Επιφορτίζονται με την εποπτεία και τη ρύθμιση των τραπεζικών εταιρειών συμμετοχών καθώς και των κρατικά ναυλωμένων εταιρειών που είναι μέλη του Federal Reserve System. Κάθε τράπεζα προσφέρει τις υπηρεσίες της στα πιστωτικά ιδρύματα της αντίστοιχης περιοχής και λειτουργεί ως φορολογικός εκπρόσωπος της Αμερικανικής Κυβέρνησης.

Ο επικεφαλής κάθε ομοσπονδιακής τράπεζας είναι ο πρόεδρος της, ο οποίος διορίζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο της τράπεζας, το οποίο αποτελείται από εννέα μέλη. Οι τρεις από αυτούς εκλέγονται από τις εμπορικές τράπεζες της αντίστοιχης περιοχής που αποτελούν μέλη της Fed. Οι υπόλοιποι επιλέγονται για να εκπροσωπήσουν το κοινό με δέουσα προσοχή προς τα συμφέροντα της γεωργίας, του εμπορίου, της βιομηχανίας, των υπηρεσιών, της εργασίας και των καταναλωτών.

Πανεπιστήμιο Πειρ

3. Νομισματική πολιτική

3.1 Νομισματική πολιτική-εισαγωγή

Η νομισματική πολιτική θα μπορούσε να οριστεί ως ο τρόπος με τον οποίο οι κεντρικές τράπεζες διαχειρίζονται την προσφορά χρήματος προκειμένου να κατευθυνθούν προς την υγιή οικονομική ανάπτυξη. Η προσφορά χρήματος αποτελείται από την πίστωση, τα μετρητά, τις επιταγές και την αγορά αμοιβαίων. Το σημαντικότερο όλων αποτελεί η πίστωση η οποία περιλαμβάνει δάνεια, ομόλογα, υποθήκες και άλλου είδους συμφωνίες πληρωμής. Η νομισματική πολιτική επίσης ορίζεται ως τα μέτρα που χρησιμοποιούνται από τις κυβερνήσεις για να επηρεάσουν την οικονομική δραστηριότητα, συγκεκριμένα μέσω του χειρισμού της προσφοράς χρήματος και πίστωσης και της τροποποίησης των επιτοκίων.

Σύμβολο	Περιουσιακά στοιχεία που περιλαμβάνονται
C	Νόμισμα
M1	Σύνολο νομίσματος (C) και καταθέσεων όψεως, ταξιδιωτικές επιταγές και άλλοι λογαριασμοί που κινούνται με επιταγές
M2	Σύνολο M1 και καταθέσεις χρηματαγοράς(διαχείριση διαθεσίμων), μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων, καταθέσεις ταμιευτηρίου και βραχυπρόθεσμες προθεσμιακές καταθέσεις
M3	Σύνολο M2 και ευροδολάρια προθεσμιακές καταθέσεις μεγάλης διάρκειας, συμφωνίες επαναγοράς μεσομακροπρόθεσμης διάρκειας και καταθέσεις χρηματαγοράς(θεσμικών)
L	Σύνολο M3 και αποταμιευτικά ομόλογα, έντοκα γραμμάτια δημοσίου και άλλα ρευστοποιήσιμα στοιχεία

Οι συνηθισμένοι στόχοι της νομισματικής πολιτικής είναι η επίτευξη ή διατήρηση της απόλυτης απασχόλησης, η επίτευξη ή διατήρηση ενός υψηλού βαθμού οικονομικής ανάπτυξης καθώς και η σταθεροποίηση τιμών και μισθών. Μέχρι τις αρχές του 20^{ου} αιώνα, η νομισματική πολιτική θεωρείτο από τους περισσότερους ειδικούς ότι είχε περιορισμένη επιρροή στην οικονομία. Οι πληθωριστικές τάσεις μετά το 2^ο Παγκόσμιο Πόλεμο ωστόσο, οδήγησαν τις κυβερνήσεις στην υιοθέτηση μέτρων που θα μείωνε τον πληθωρισμό μέσω περιορισμένης αύξησης της προσφοράς χρήματος. Η νομισματική πολιτική χρησιμοποιείται ως ένα μέσο ελέγχου των διακυμάνσεων των οικονομικών κύκλων της εθνικής οικονομίας.

Η κεντρική τράπεζα της Αμερικής(Fed) κάνει χρήση τριών κυρίως εργαλείων στη ρύθμιση της προσφοράς χρήματος: τις λειτουργίες ανοιχτής αγοράς(open-market operations), του επιτοκίου(discount rate) και των ρευστών διαθεσίμων. Το πρώτο από τα τρία είναι το πιο σημαντικό διότι μέσω της αγοράς ή πώλησης ομολόγων η Fed επηρεάζει την προσφορά χρήματος

και τα επιτόκια. Εάν για παράδειγμα η Fed αγοράσει κυβερνητικά ομόλογα πληρώνει με επιταγή προς την ίδια. Η ενέργεια αυτή δημιουργεί χρήμα με την μορφή επιπρόσθετων καταθέσεων από την πώληση ομολόγων από τις εμπορικές τράπεζες. Με την αύξηση των ρευστών διαθεσίμων των εμπορικών τραπεζών, τους δίνει τη δυνατότητα να αυξήσουν το δανεισμό. Συνεπώς, η επιπρόσθετη ζήτηση για κυβερνητικά ομόλογα αυξάνει την τιμή τους και μειώνει τα επιτόκια. Ο σκοπός αυτής της λειτουργίας είναι να διευκολύνει τη πίστωση και να μειώσει τα επιτόκια, τα οποία ενισχύουν την επενδυτική δραστηριότητα των επιχειρήσεων και την κατανάλωση. Αντίθετα, οι πώληση ομολόγων από την Fed επιφέρει τα ακριβώς αντίθετα αποτελέσματα στην προσφορά χρήματος και στα επιτόκια.

Το δεύτερο εργαλείο είναι το επιτόκιο με το οποίο η Fed δανείζει τις εμπορικές τράπεζες. Μια αύξηση του επιτοκίου μειώνει το ποσό που δανείζονται οι τράπεζες. Στις περισσότερες χώρες το επιτόκιο δανεισμού των εμπορικών τραπεζών από την Κεντρική τράπεζα αποτελεί ένδειξη του επιτοκίου που θα χρεωθεί από την εμπορική τράπεζα προς τους δανειζόμενους.

Το τρίτο εργαλείο αφορά στις αλλαγές των ρευστών διαθεσίμων. Οι εμπορικές τράπεζες βάση νόμου πρέπει να διατηρούν ένα συγκεκριμένο ποσοστό των καταθέσεων και ρευστών διαθεσίμων. Τα συγκεκριμένα διατηρούνται με τη μορφή ρευστών ή ως μη ανατοκιζόμενων καταθέσεων και λειτουργούν ως φρένο στις δανειοδοτικές λειτουργίες των εμπορικών τραπεζών. Αυξάνοντας ή μειώνοντας το ποσοστό διαθεσίμων η Fed επηρεάζει το ποσό χρήματος διαθέσιμου για δανεισμό και συνεπώς και την προσφορά χρήματος.

3.2 Συγκριτική μελέτη Μονεταρισμού- Κεϋνσιανισμού

Κεϋνσιανισμός τονίζει ιδιαίτερος τον ρόλο που μπορεί να διαδραματίσει η δημοσιονομική πολιτική στη σταθεροποίηση της οικονομίας. Ειδικότερα, η κεϋνσιανή θεωρία προτείνει ότι η αύξηση των κρατικών δαπανών σε περίοδο ύφεσης μπορεί να βοηθήσει την οικονομία να ανακάμψει πιο γρήγορα. Θεωρούν ότι η κλασσική οικονομική θεωρεί σφάλει στη πρόταση της σχετικά με την αναμονή για τον καθαρισμό των αγορών. Οι Μονεταριστές δε, τονίζουν τη σημασία του ελέγχου της προσφοράς χρήματος για να ελέγξουν τον πληθωρισμό. Οι Μονεταριστές είναι γενικά επικριτικοί στην επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, υποστηρίζοντας ότι θα προκαλέσει απλώς τον πληθωρισμό ή τον παραγκωνισμό της προσπάθειας ανάκαμψης.

Αρχές του Κεϋνσιανισμού

- Σε μια παγίδα ύφεσης / ρευστότητας, η κυβερνητική παρέμβαση μπορεί να τονώσει τη συνολική ζήτηση και να αυξηθεί το πραγματικό προϊόν μέσω του κυβερνητικού δανεισμού και των αυξημένων κρατικών δαπανών. Ως εκ τούτου, υποστηρίζουν την επεκτατική δημοσιονομική πολιτική σε περιόδους ύφεσης.
- Απορρίπτουν τη θεωρία του «συνωστισμού» όπως παρουσιάζεται από τους Μονεταριστές. Οι Κεϋνσιανιστές λένε ότι αν υπάρχει μια απότομη αύξηση του δανεισμού του ιδιωτικού τομέα, οι κρατικές δαπάνες μπορεί να την αντισταθμίσουν με την αντίστοιχη μείωση στη κατανάλωση.
- Το παράδοξο της λιτότητας. Ένα βασικό στοιχείο στην κεϋνσιανή θεωρία είναι η ιδέα ενός «κατακλυσμού» στην αποταμίευση. Ο Κέυνς υποστήριξε ότι σε ύφεση, οι άνθρωποι ανταποκρίνονται στην απειλή της ανεργίας με την αύξηση της αποταμίευσης και τη μείωση των δαπανών τους. Αυτή ήταν μια ορθολογική επιλογή, αλλά συμβάλλει στην ακόμη μεγαλύτερη μείωση στην σωρευτική ζήτηση(AD) και κατ' επέκταση του ΑΕΠ.
- Οι Κεϋνσιανιστές συνήθως πιστεύουν ότι υπάρχει ένας βαθμός ακαμψίας των μισθών. Σε μια ύφεση, δήλωσε ο Κέυνς, οι μισθοί μπορεί να έχουν «κατώτατο όριο», καθώς τα συνδικάτα αντιστέκονται στις ονομαστικές περικοπές μισθών και οδηγούνται σε ανεργία των πραγματικών μισθών. Επίσης, σε μια ύφεση, όταν η οικονομία έχει πλεονάζουσα παραγωγική ικανότητα, η αύξηση της συνολικής ζήτησης θα έχει μεγάλο αντίκτυπο στο πραγματικό ΑΕΠ και μόνο ελάχιστη επίδραση στο επίπεδο των τιμών.
- Οι Κεϋνσιανιστές πιστεύουν ότι υπάρχει συχνά ένα πολλαπλασιαστικό αποτέλεσμα (ένα είδος μοχλού). Αυτό σημαίνει ότι μια αρχική ένεση στην κυκλική ροή μπορεί να οδηγήσει σε μεγαλύτερη τελική αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ.
- Σε γενικές γραμμές, οι Κεϋνσιανιστές είναι πιο πιθανό να τονίσουν τη σημασία της μείωσης της ανεργίας και του πληθωρισμού.
- Οι Κεϋνσιανιστές απορρίπτουν τις θεωρίες πραγματικών οικονομικών

κύκλων (η κυβέρνηση μπορεί να μην έχει επιρροή στους οικονομικούς κύκλους)

Αρχές του Μονεταρισμού

- Οι Μονεταριστές είναι πιο επικριτικοί στην ικανότητα της δημοσιονομικής πολιτικής για την τόνωση και αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ.
- Οι Μονεταριστές / κλασικοί οικονομολόγοι πιστεύουν ότι οι μισθοί είναι πιο ευέλικτοι και είναι πιθανό να προσαρμοστούν προς τα κάτω για την πρόληψη της ανεργίας των πραγματικών μισθών
- Οι Μονεταριστές τονίζουν τη σημασία του ελέγχου της προσφοράς χρήματος για να διατηρηθεί ο πληθωρισμός σε χαμηλά επίπεδα.
- Οι Μονεταριστές πιο πιθανό να δώσουν έμφαση στη μείωση του πληθωρισμού από τη διατήρηση της ανεργίας σε χαμηλά επίπεδα.
- Μονεταριστές τονίζουν το ρόλο του φυσικού ποσοστού ανεργίας (πλευρά της προσφοράς ανεργίας)

Σύγκλιση του Κεϋνσιανισμού και του Μονεταρισμού

Η διάκριση μεταξύ των θέσεων των Κεϋνσιανιστών και των μονεταριστών είναι λίγο θολή. Για παράδειγμα, πολλοί «Κεϋνσιανιστές» οικονομολόγοι έχουν υιοθετήσει στις ιδέες τους το φυσικό ποσοστό ανεργίας, εκτός από την ανεπάρκεια της ζήτησης ανεργίας. Οι «Νέα Κλασικοί» οικονομολόγοι είναι πιο πιθανό να δεχτούν τις ιδέες των δυσκαμψιών των τιμών και των μισθών.

Οι Κεϋνσιανιστές υποθέτουν ότι η ταχεία ανάπτυξη οδηγεί στην έλλειψη εργατικού δυναμικού και ικανότητας παραγωγής που οδηγούν σε υψηλότερες τιμές. Φυσικά, αν αγνοηθεί ότι η εργασία και η ικανότητα παραγωγής είναι δυναμική και όχι στατική, και ομοίως να αγνοηθούν οι τεχνολογικές βελτιώσεις που επιτρέπουν στις εταιρείες να παράγουν αυξημένες ποσότητες με λιγότερη εργασία και την ικανότητα παραγωγής(capacity),ωστόσο δεν μπορούμε να

αγνοήσουμε ότι οι ΗΠΑ δεν είναι ένα νησί. Υποθέτοντας ότι υπάρχουν ελλείψεις, οι αμερικανοί παραγωγοί έχουν πρόσβαση σε εργατικό δυναμικό παγκοσμίως και σε εργοστάσια του κόσμου, έτσι ώστε η ανάπτυξη να μην μπορεί να επηρεάσει το επίπεδο των τιμών, όπως υπολογίστηκε.

Οι ΗΠΑ δεν είναι ένα απόρθητο οικονομικό νησί, οι μονεταριστές θα πρέπει να το λάβουν υπόψη τους, καθώς η θεωρία τους προϋποθέτει το «Φρούριο» των ΗΠΑ. Πιστεύουν ότι το δολάριο ελέγχεται από την Fed μέσω των τραπεζών που ρυθμίζει, σε αντίθεση με την πίστωση για δολάρια που είναι μια μάλλον ευρεία έννοια, έτσι ώστε κάθε συσταλτική πολιτική της Fed να έχει συμψηφιστεί με εισροές δολαρίων από όλο τον υπόλοιπο κόσμο. Οι Μονεταριστές σωστά υποστήριξαν ότι ο πληθωρισμός είναι πάντοτε ένα νομισματικό φαινόμενο, αλλά πρόσφατα αναβίωσε η θεωρία που είχε πριν απορριφθεί ακόμη και από τον ίδιο τον M.Friedman, ότι είναι απλώς μια παραλλαγή της καμπύλης Phillips. Ο μονεταρισμός είναι μια παράλληλη έκδοση της κεϋνσιανής διαχείρισης της ζήτησης.

Ενώ οι Κεϋνσιανιστές πιστεύουν ότι οι κρατικές δαπάνες είναι μια πηγή οικονομικής ανάπτυξης, οι Μονεταριστές πιστεύουν ότι η δημιουργία χρήματος ενισχύει την οικονομία. Όσο η κεϋνσιανή ζήτηση μέσω κρατικών δαπανών αυξάνει τους ισχυρισμούς της ανάπτυξης και το επίπεδο των τιμών, το ίδιο κάνει και η μονεταριστική δημιουργία χρήματος. Η μία σχολή σκέφτεται ότι η κυβερνητική δαπάνη ενισχύει την ανάπτυξη, και η άλλη ότι η δημιουργία χρήματος. Και οι δύο καταλήγουν στο ίδιο συμπέρασμα ότι ο πληθωρισμός μπορεί να είναι το τελικό αποτέλεσμα του κεντρικού σχεδιασμού τους, που φέρεται να οδηγεί στην ευημερία πρώτα. Και οι δύο πλευρές πιστεύουν ότι αν μπορεί να γίνει διαχείριση των δαπανών και της δημιουργίας χρημάτων, ότι η εμπειρία τους μπορεί να τους εξασφαλίσει έλλειψη πληθωρισμού.

Ο μονεταρισμός συνδέεται με τον M.Friedman, και αντιμετωπίζεται από ορισμένους ως «ελεύθερη αγορά» χωρίς απαραίτητα να είναι. Ο Μονεταρισμός, όπως ο Κεϋνσιανισμός το δίδυμό του, είναι κεντρικοί σχεδιασμοί. Η νέα λογική αυτής της σχολής σκέψης είναι ότι όταν «η συνολική ζήτηση» είναι μειωμένη, οι κυβερνήσεις πρέπει να λαμβάνουν κεφάλαια από τον ιδιωτικό τομέα και να τα περάσουν στον δημόσιο χωρίς να λαμβάνεται υπόψη η οικονομική αξία των δαπανών.

Οι Μονεταριστές ομοίως έχουν επικεντρωθεί στη "συνολική ζήτηση", αλλά στην περίπτωση τους, νομίζουν ότι μπορεί να επιτευχθεί μέσω της τύπωσης νέου χρήματος. Πιο ζωντανή οικονομική ανάπτυξη μπορεί να επιτευχθεί με ένα "νέο καθεστώς νομισματικής πολιτικής που κινεί την ονομαστική δαπάνη πίσω προς την τάση πριν από την κρίση του και κρατά σταθερή τη μελλοντική ανάπτυξή της." Και οι δύο πλευρές επικρίνουν την αποταμίευση κατά τη διάρκεια των οικονομικών κρίσεων, αλλά αποτέλεσμα του ότι έχουμε σήμερα - από τα αυτοκίνητα, τα κινητά τηλέφωνα, μέχρι τον υπολογιστή - είναι η εξοικονόμηση. Εάν καταναλώνονται όλα όσα έχουμε κερδίσει εμείς δεν θα ήμασταν μόνο φτωχοί, αλλά δεν θα μπορούσε επίσης να υπάρξει το απαραίτητο κεφάλαιο για τους επιχειρηματίες και η πρόσβαση

τους σε αυτό. Για να τεθεί πιο απλά, δεν υπάρχουν επιχειρηματίες χωρίς κεφάλαιο.

Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο η αποταμίευση είναι τόσο σημαντική κατά τη διάρκεια της οικονομικής ύφεσης, αλλά η ίδια η πράξη του έρχεται σε αντίθεση με το δόγμα των Κεϋνσιανιστών και Μονεταριστών. Δεν είναι μόνο η εξοικονόμηση που ενισχύει το άτομο, αλλά η ίδια η λέξη «ύφεση» που σηματοδοτεί την αποτυχία των προηγούμενων οικονομικών ιδεών, τις οποίες οι ελεύθερες αγορές προσπαθούν να διορθώσουν. Η αποταμίευση είναι αυτό που αναδομεί την κεφαλαιακή βάση ώστε στις νέες ιδέες, που έχουν δυνατότητα να δώσουν ώθηση στην οικονομία, να δοθεί και η αντίστοιχη πίστωση.

Η στροφή στην αποταμίευση δεν παραγκωνίζει τη ζήτηση. Οι Κεϋνσιανιστές υποστηρίζουν τη δαπάνη των πόρων των άλλων από τους πολιτικούς, έτσι ώστε η οικονομία να οδηγηθεί σε ανοδική πορεία ενώ για τους μονεταριστές οι γραμμές είναι πιο λεπτές. Επιδιώκουν τη μαζική δημιουργία χρήματος σε μια εποχή που η παραγωγή είναι τόσο χαμηλή, έτσι ώστε η ζήτηση για τα χρήματα να είναι ακόμα χαμηλότερη - που σημαίνει ότι καλούν ρητά για υποτίμηση - που δημιουργεί κίνητρο μεταξύ εκείνων με τις αποταμιεύσεις για να καταναλώσουν προτού το νόμισμα χάσει την αξία του. Και οι δύο πλευρές επιθυμούν την κατανάλωση παγίου κεφαλαίου/επένδυση από την αποταμίευση διότι διαφορετικά πώς θα κινηθεί η οικονομία προς τα εμπρός. Οι δύο σχολές επιδιώκουν τεχνητά χαμηλό κόστος πίστωσης και προσπαθούν να το πάρουν μέσω της κεντρικής τράπεζας. Η τιμή της πίστωσης, αν λειτουργούσε χωρίς περιορισμούς θα ταίριαζε τις ανάγκες των αποταμιευτών με εκείνων που επιθυμούν την αποταμίευση.

Τα χαμηλότερα εισοδηματικά στρώματα, αν επιλέξουν να αποταμιεύσουν θα μπορέσουν να κερδίσουν κάποια απόδοση για τις αποταμιεύσεις τους και θα βρεθούν γενικότερα σε καλύτερη θέση εάν μειώσουν την κατανάλωση και αυξήσουν την αποταμίευση. Ταυτόχρονα αυτή η θέση έρχεται σε σύγκρουση με τη θεωρία σχετικά με την αύξηση της ζήτησης μέσω της αύξησης της κατανάλωσης. Ωστόσο γίνεται σαφές και από τις δύο σχολές ότι οι τιμές του χρήματος καθορίζονται από κυβερνητικούς σχεδιαστές, οι οποίοι θα πρέπει να προτιμούν τους αποταμιευτές των οποίων το κεφάλαιο δημιουργεί περισσότερες ευκαιρίες απασχόλησης και μείωσης της ανεργίας. Στο σημείο αυτό δημιουργείται σύγχυση σχετικά με την ιδεολογία των δύο σχολών αλλά είναι δεδομένο ότι τα επιτόκια της αγοράς αποτελούν τον τρόπο που δελεάζει τους αποταμιευτές στην αγορά.

Η σκέψη και των δύο σχολών, που ομοιάζει σε μερικά σημεία, ενέχει ατέλειες στη περίπτωση που δεν υπάρχουν επιχειρηματίες που αναζητούν κεφάλαια και τρόπους χρηματοδότησης. Για το λόγο αυτό και οι δύο σχολές, που είναι κατηγορηματικές στο ρόλο που διαδραματίζει η ζήτηση και εν τη απουσία της τα αποταμιευμένα κεφάλαια θα παρέμεναν αδρανή, αναζητούν τη κυβερνητική δαπάνη η μεν και την υποτίμηση η δε.

Το πρόβλημα της θεωρίας και των δύο πλευρών είναι ότι οι τράπεζες και τα άλλα πιστωτικά ιδρύματα δεν πληρώνουν επιτόκια στους αποταμιευτές

έτσι ώστε να «κάθονται» πάνω στα χρήματα. Επιθυμούν το δανεισμό των κεφαλαίων αυτών προκειμένου με τη σειρά του να εισπράξουν το αντίστοιχο επιτόκιο, δηλαδή αποδέχονται τις καταθέσεις ακριβώς επειδή έχουν πελάτες με ανάγκες για δανεισμό-κατανάλωση τις οποίες επιθυμούν να καλύψουν. Με άλλα λόγια καμία ενέργεια αποταμίευσης δε μειώνει τη ζήτηση- όπως υποθέτουν μονεταριστές και Κεϋνσιανιστές - διότι απλά κανένα χρηματοοικονομικό ίδρυμα δεν θα δεχόταν καταθέσεις χωρίς να τις μετατρέψει σε επενδύσεις και δάνεια προς καταναλωτές και επιχειρηματίες.

Σύμφωνα με την κεϋνσιανή άποψη, σε περίπτωση ύφεσης οι κυβερνήσεις είναι υπεύθυνες για να μας βγάλουν από αυτή. Λαμβάνοντας όμως υπόψη τις επιχειρηματικές έννοιες και τις υπάρχουσες επιχειρήσεις, εφόσον οι κυβερνήσεις δε διαθέτουν πηγές κεφαλαίου, η κατανάλωση που καλούνται να κάνουν προέρχεται από το διαθέσιμο κεφάλαιο της οικονομίας που υπό άλλες συνθήκες θα «έρεε» προς τις επιχειρήσεις και φθάνοντας σε αυτές θα ενίσχυε τις θέσεις εργασίας. Ο παραπάνω συλλογισμός αποκαλύπτει ότι αν υπάρχει περισσότερο διαθέσιμο κεφάλαιο σημαίνει αύξηση στην επένδυση και παράλληλα ότι χωρίς το προβάδισμα της επένδυσης δεν θα υπάρχουν ούτε θέσεις εργασίας ούτε μισθοί. Περισσότερο κεφάλαιο σημαίνει περισσότερες επενδύσεις στη βελτίωση της παραγωγικότητας δίνοντας με αυτόν τον τρόπο περισσότερη αξία σε κάθε εργαζόμενο και κάνοντας πιο προσβάσιμη την αύξηση των μισθών. Με άλλα λόγια, η κυβερνητική δαπάνη πιέζει προς τα κάτω τους ονομαστικούς μισθούς και ταυτόχρονα στερεί από τις επιχειρήσεις τις βελτιώσεις παραγωγικότητας που διαφορετικά θα οδηγούσαν αναπόφευκτα σε αύξηση των μισθών.

Από την οπτική αυτή, η μονεταριστική σκέψη είναι εξίσου αμβλεία. Η αναζήτηση της δημιουργίας του χρήματος για το χρήμα ενώ η οικονομική ανάπτυξη θα μπορούσε εύκολα να υιοθετηθεί σε ένα εργαστήριο σχεδιαστών κεντρικής πολιτικής όπου θα έχουν υπό την κατοχή τους μία τυπογραφική μηχανή, επιλέγουν ως οικονομικό πλάνο εκείνο με την υποτίμηση του χρήματος που θα οδηγήσει για μια ακόμα φορά στην αύξηση της κατανάλωσης. Οι επιπτώσεις αυτής της πολιτικής είναι παρόμοιες με εκείνες των υψηλών κρατικών δαπανών.

Θα μπορούσε να θεωρηθεί με βεβαιότητα ότι γνωρίζουν οι ίδιοι οι επενδυτές ότι οι επενδύσεις τους, δημιουργούν νέες θέσεις εργασίας και εισροές εισοδήματος, όταν οι νέες ιδέες δεσμεύονται με τα κεφάλαια. Οι μονεταριστική Σχολή σκέψης ωστόσο προσπαθεί να απαξιώσει τη ροή αυτών των εισοδημάτων που υπό άλλες συνθήκες θα λειτουργούσε ως καρότο για τους επενδυτές. Η αρνητική επίπτωση είναι παρόμοια με εκείνη των υψηλών κρατικών δαπανών. Οι επιχειρήσεις χρειάζονται τις επενδύσεις για να προσφέρουν μισθούς προς τους εργαζομένους και παράλληλα τις χρειάζονται για να προχωρήσουν σε βελτιώσεις που θα αυξήσουν την παραγωγικότητα τους και θα κάνουν κάθε υπάλληλο πιο πολύτιμο. Η υποτίμηση του νομίσματος, αποτέλεσμα της δημιουργίας νέου νομίσματος, αποθαρρύνει

τους επενδυτές από τη δέσμευση των κεφαλαίων τους και τους στρέφει σε επενδύσεις σε γη, έργα τέχνης, σπάνια γραμματόσημα.

Επιθυμούν οι άνθρωποι να εργάζονται περισσότερο και να έχουν περισσότερα στη κατοχή τους, προκειμένου να καταναλώνουν περισσότερο. Το πρόβλημα για τους υποστηρικτές και των δύο σχολών είναι ότι τους διαφεύγει ή επιθυμούν να παραλείψουν ότι η παραγωγή είναι πηγή της Ζήτησης. Ωστόσο, Μονεταριστές και Κεϋνσιανιστές, ταυτίζονται απόλυτα στην επιθυμία τους για την αύξηση της συνολικής ζήτησης.

Οι Μονεταριστές πιστεύουν ότι αύξησης της ποσότητας χρήματος σε κυκλοφορία είναι ο ιδανικός δρόμος, αλλά καθώς η ιδεολογία τους διαστρεβλώνει το σκοπό του χρήματος ως ένα σταθερό μέτρο της αξίας, τα χρήματα σε κυκλοφορία δεν φτάνουν ποτέ τον προκαθορισμένο «στόχο». Όταν αυτή η ιδέα τραβήξει την προσοχή, κυρίως επειδή τα ασταθή χρήματα αποτελούν απωθητικό προς τον επενδυτή, θέτουν περιορισμό για την ίδια την παραγωγή που οδηγεί την προσφορά χρήματος προς τα πάνω. Η ιδέα ότι η δημιουργία χρήματος είναι αυτή που θα μας κάνει πλούσιους ή θα τονώσει την οικονομία είναι η ουσία του μονεταρισμού, αλλά για τους ενήλικες που πιστεύουν ότι η Fed μπορεί να δημιουργήσει περισσότερα αγαθά/υπηρεσίες μέσω της αγοράς κρατικών ομολογών και χρεογράφων ενυπόθηκων δανείων, ο Μονεταρισμός επιδιώκει την ανατροπή του. Σταθερά χρήματα σε όρους αξίας σημαίνει αξιόπιστα, και επειδή είναι αξιόπιστα ζητούνται και κυκλοφορούν ευρέως. Οι Μονεταριστές επιθυμούν ασταθή χρήματα, που σημαίνει χρήμα που στερείται αξιοπιστίας και που δεν έχει μεγάλη ζήτηση. Εν ολίγοις, μονεταρισμός είναι ο χειρότερος εχθρός του εαυτού του.

Οι Μονεταριστές υποστηρίζουν ότι η οικονομία δεν έχει ανακάμψει διότι η κεντρική τράπεζα μας δεν έχει εκτυπώσει αρκετά χρήματά ενώ οι Κεϋνσιανιστές υποστηρίζουν ότι δεν έχουν δαπανηθεί αρκετά ώστε να οδηγηθεί η οικονομία στην ανάκαμψη. Πώς αυτές οι δύο σχολές είναι εχθροί είναι ένα από τα σημαντικότερα μυστήρια δεδομένου ότι και οι δύο τοποθετούν τη **ζήτηση** σε ένα βάθρο πάνω από όλα τα άλλα στοιχεία και ενώ και οι δύο είναι πεπεισμένοι ότι η οικονομική αναγέννηση είναι μόνο ένα τρισεκατομμύριο δολάρια των δαπανών ή πολλά περισσότερα τρισεκατομμύρια δολάρια εκτύπωση μακριά;

3.3 Νομισματική πολιτική της Fed

Η νομισματική πολιτική αναφέρεται στις ενέργειες της Fed να επηρεάσει τη διαθεσιμότητα και το κόστος του χρήματος και να βοηθήσει στην προώθηση του εθνικού οικονομικού στόχου για μη πληθωριστική ανάπτυξη. Η πράξη της Federal Reserve του 1913 έδωσε στο Federal Reserve την ευθύνη για τη χάραξη της νομισματικής πολιτικής.

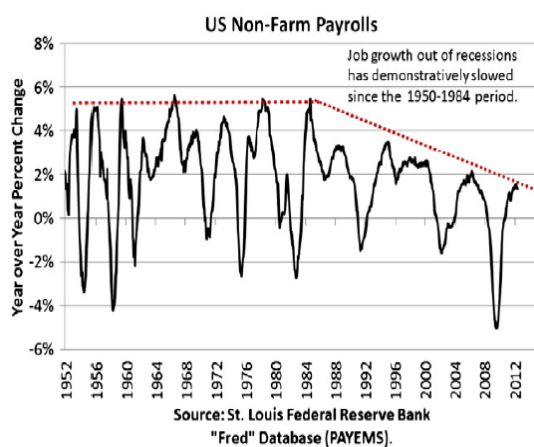
Η επιτροπή ανοιχτής αγοράς της Fed(FOMC), μία ομάδα δώδεκα μελών, η οποία διαμορφώνει τη νομισματική πολιτική για το Federal Reserve System, συγκαλεί συσκέψεις στην Ουάσινγκτον, συνήθως οκτώ φορές το χρόνο. Κατά τη διάρκεια αυτών των συναντήσεων, η επιτροπή προχωράει σε ανασκόπηση των οικονομικών και χρηματοοικονομικών συνθηκών, καθορίζει την απαραίτητη στάση νομισματικής πολιτικής και αξιολογεί τους κινδύνους των μακροπρόθεσμων στόχων που αφορούν στην οικονομική σταθερότητα και τη βιώσιμη οικονομική ανάπτυξη.

Η επιτροπή ανοιχτής αγοράς της Fed(FOMC) είναι αφοσιωμένη στο έργο της, το οποίο αφορά στη μέγιστη μείωση της ανεργίας, στη σταθερότητα των τιμών και στη συγκράτηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων. Η επιτροπή εξηγεί δημόσια με κάθε δυνατό τρόπο τις αποφάσεις που λαμβάνει σχετικά με τη νομισματική πολιτική. Η διαφάνεια διευκολύνει τις αποφάσεις από νοικοκυριά και επιχειρήσεις, ελαττώνει την οικονομική και χρηματοοικονομική αστάθεια, αυξάνει την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής και ενισχύει το δημοκρατικό πολίτευμα.

Ο πληθωρισμός, τα ποσοστά ανεργίας και τα μακροπρόθεσμα επιτόκια κυμαίνονται μέσα στο χρόνο σαν απάντηση των οικονομικών και χρηματοοικονομικών διαταραχών. Επιπρόσθετα, οι ενέργειες της νομισματικής πολιτικής έχουν την τάση να επηρεάζουν την οικονομική δραστηριότητα και το επίπεδο των τιμών με χρονική υστέρηση. Ωστόσο, οι αποφάσεις της επιτροπής αντικατοπτρίζουν τους μακροχρόνιους στόχους της, τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές της και τις εκτιμήσεις της για την εξισορρόπηση των κινδύνων, συμπεριλαμβανομένων των κινδύνων του συστήματος που θα μπορούσαν να εμποδίσουν την επίτευξη των στόχων της.

Το ποσοστό πληθωρισμού στο μακροχρόνιο ορίζοντα καθορίζεται πρωτογενώς από την νομισματική πολιτική και ως εκ τούτου η Επιτροπή έχει τη δυνατότητα να προσδιορίζει έναν μακροπρόθεσμο στόχο για αυτόν. Η Επιτροπή βεβαιώνει την απόφαση της ότι ο πληθωρισμό στο επίπεδο του 2%, όπως μετράται από την ετήσια αλλαγή του δείκτη τιμών του καλαθιού της νοικοκυράς, είναι σχετικά συνεπές μακροπρόθεσμα με την οδηγία της Fed.

Η σαφής και ορθή δημόσια επικοινωνία αυτού του ποσοστού-στόχου-πληθωρισμού βοηθά στη διατήρηση των μακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό σε σταθερό επίπεδο, ενισχύοντας έτσι τη σταθερότητα των τιμών και μετριάζοντας τα μακροπρόθεσμα επιτόκια και να ενθαρρύνοντας την ικανότητα της Επιτροπής να προωθήσει τη μέγιστη απασχόληση για την αντιμετώπιση των σημαντικών οικονομικών διαταραχών.



Το ελάχιστο επίπεδο ανεργίας καθορίζεται σε μεγάλο βαθμό από μη νομισματικούς παράγοντες που επηρεάζουν τη δομή και τη δυναμική της αγοράς εργασίας. Οι παράγοντες αυτοί μεταβάλλονται μέσα στο χρόνο και είναι δυνατό να μην είναι μετρήσιμοι. Συνεπώς, δεν θα ήταν συνετό να καθοριστεί ένας παγιοποιημένος στόχος για την ανεργία αλλά οι αποφάσεις της Επιτροπής να περιλαμβάνουν τις εκτιμήσεις για το μέγιστο ποσοστό απασχόλησης, αναγνωρίζοντας ότι αυτές οι εκτιμήσεις ενέχουν αβεβαιότητα και αποτελούν αντικείμενο προς αναθεώρηση. Η επιτροπή λαμβάνει υπόψη της ένα ευρύ φάσμα δεικτών προκειμένου να προχωρήσει σε αυτές τις εκτιμήσεις.

Κατά τον σχεδιασμό της νομισματικής πολιτικής, η Επιτροπή επιδιώκει να αμβλύνει τις αποκλίσεις του πληθωρισμού από τον στόχο της και τις αποκλίσεις της απασχόλησης από τις εκτιμήσεις της Επιτροπής. Οι στόχοι αυτοί είναι γενικά συμπληρωματικοί. Πάραυτα, υπό ορισμένες συνθήκες για τις οποίες η Επιτροπή αποφασίζει ότι οι στόχοι δεν είναι συμπληρωματικοί, ακολουθεί μια ισορροπημένη προσέγγιση στην προώθηση τους, λαμβάνοντας υπόψη το μέγεθος των αποκλίσεων και τους πιθανούς διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες στους οποίους η απασχόληση και ο πληθωρισμός αναμένονται να επιστρέψουν στα επίπεδα που κρίνονται σύμφωνες με την οδηγία της.

Η Επιτροπή προτίθεται να επιβεβαιώσει αυτές τις αρχές και να προχωρήσει σε όποιες προσαρμογές κρίνονται απαραίτητες στο ετήσιο συνέδριο της που πραγματοποιείται κάθε Ιανουάριο. Η Federal Reserve επηρεάζει την οικονομία μέσω της αγοράς για τα υπόλοιπα του αποθετηρίου ιδρύματα (depository) διατηρούν σε λογαριασμούς τους σε τράπεζες Federal Reserve. Οι τράπεζες διατηρούν διαθέσιμα σε τράπεζες Federal Reserve για να καλύψουν τις απαιτήσεις για διαθέσιμα και για το συμψηφισμό των οικονομικών συναλλαγών.

Οι συναλλαγές στην αγορά κεφαλαίων επιτρέπει στα ιδρύματα θεματοφυλάκων (depository) με λογαριασμούς διαθέσιμων που υπερκαλύπτουν τις ανάγκες διαθέσιμων να πωλούν διαθέσιμα σε ιδρύματα με ελλείμματα σε διαθέσιμα σε ένα επιτόκιο γνωστό και ως επιτόκιο κεφαλαίων Fed. Η επιτροπή ανοιχτής αγοράς του Fed (FOMC), προσδιορίζει το στόχο αυτού του επιτοκίου και ως ένα επίπεδο, θεωρεί ότι περικλείει τις χρηματοοικονομικές και νομισματικές συνθήκες που συνάδουν με την επίτευξη των στόχων της νομισματικής πολιτικής και προσαρμόζει το στόχο σύμφωνα με τις επερχόμενες οικονομικές εξελίξεις.

Η Fed χρησιμοποιεί τρία εργαλεία για να εφαρμόσει την οικονομική πολιτική από τα οποία το πιο σπουδαίο είναι οι λειτουργίες ανοικτής αγοράς. Μέσω της λειτουργίας της ανοικτής αγοράς, η Fed προχωράει σε κινήσεις αγοροπωλησίας αμερικανικών χρεογράφων σε δευτερογενή αγορά με στόχο να δημιουργήσει το επιθυμητό επίπεδο αποθεμάτων στις τράπεζες. Τα συγκεκριμένα αξιόγραφα παραμένουν στο χαρτοφυλάκιο που είναι γνωστό ως "SOMA" (System Open Market Account). Η Fed δημιουργεί επιπρόσθετη

πίστωση στο τραπεζικό σύστημα όταν αγοράζει τα αξιόγραφα και μειώνει την πίστωση όταν τα πωλεί. Καθώς τα αποθέματα υπάγονται στους νόμους της προσφοράς και της ζήτησης, το κόστος των κεφαλαίων για τα εναπομείναντα αποθέματα αντικατοπτρίζεται στο επιτόκιο κεφαλαίων της Fed.

Discount window operation (λειτουργία έκπτωσης), ένα δεύτερο εργαλείο νομισματικής πολιτικής της Fed, είναι η παροχή δανείων μικρής διάρκειας σε ιδρύματα θεματοφυλάκων (depository) τα οποία προσωρινά βρίσκονται σε κατάσταση με μη επαρκή κεφάλαια. Καθεμιά από τις δώδεκα τράπεζες αποθεμάτων δανείζει τα ιδρύματα θεματοφυλάκων (depository) της περιοχής της. Υπό τη διοίκηση της Discount window operation (λειτουργία έκπτωσης) ένα ίδρυμα δεν χρειάζεται να εξαντλήσει άλλες πηγές χρηματοδότησης πριν έρθει στο «παράθυρο της έκπτωσης», ούτε υπάρχουν περιορισμοί στο λόγο για τον οποίο ο οφειλέτης θα χρησιμοποιήσει την αρχική πίστωση τράπεζες δανείζονται με τον τρόπο αυτό στο επιτόκιο το οποίο έχει τεθεί από κάθε τράπεζα αποθεμάτων αλλά απαιτείται η έγκριση του Διοικητικού Συμβουλίου. Ενίοτε το επιτόκιο προσαρμόζεται για να καθρεφτίσει τις αλλαγές των συνθηκών της αγοράς και των στόχων της νομισματικής πολιτικής.

Αποθεματικές απαιτήσεις καθορίζουν αναλογίες των καταθέσεων της ζήτησης (έλεγχος), τους λογαριασμούς και τις καταθέσεις προθεσμίας, που πρέπει να θεωρηθούν ως μη τοκοφόρα αποθέματα σε Federal Reserve Banks ή ως αποθηκευμένα μετρητά. Οι αναλογίες των αποθεματικών σπάνια έχουν αλλάξει, καθώς κάθε σημαντική προσαρμογή θα μπορούσε να θεωρηθεί ως μια πολύ σημαντική δράση της νομισματικής πολιτικής. Η αύξηση των υποχρεωτικών αποθεματικών θα πρέπει να θεωρηθεί ως μια προσπάθεια να περιοριστούν οι τραπεζικές πιστώσεις και να συγκρατηθεί η οικονομική δραστηριότητα. Η μείωση του συντελεστή ελάχιστων αποθεματικών θα μπορούσε να θεωρηθεί ως μια αυξητική κίνηση νομισματικής πολιτικής.

Οι πράξεις ανοικτής αγοράς του Federal Reserve, ο δανεισμός από το «παράθυρο» έκπτωσης και από άλλες πηγές, καθώς και η υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών από κοινού καθορίζουν τη συνολική ποσότητα των αποθεματικών που είναι διαθέσιμα στο αποθετήριο ιδρύματα (depository institutions). Τα αποθεματικά αυτά επηρεάζουν την ικανότητα του τραπεζικού συστήματος να "δημιουργήσει" νέο χρήμα με τη θέσπιση ενός ανώτατου ορίου για την ποσότητα των καταθέσεων που οι τράπεζες μπορούν να υποστηρίξουν. Αυτό θέτει ένα μέγιστο όριο για το ποσό των χρημάτων που οι τράπεζες μπορούν να δανείζουν και να επενδύσουν. Επηρεάζοντας την προσφορά χρήματος με τη σειρά του επηρεάζεται το κόστος και η διαθεσιμότητα της πίστωσης, παρατηρείται ότι οι δράσεις της Fed επηρεάζουν την οικονομική δραστηριότητα και τις τιμές.

Εποπτεία και ρύθμιση

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ είναι μία από τις πολλές κυβερνητικές τραπεζικές ρυθμιστικές αρχές που μοιράζονται την ευθύνη για την εποπτεία και την εξέταση αποθετηρίου ιδρύματα (depository institutions). Ο στόχος των δραστηριοτήτων τους είναι να εξασφαλίσουν την οικονομική ευρωστία και τη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος της χώρας.

Η New York Fed διεξάγει επί τόπου και εκτός τόπου εξετάσεις του θεματοφύλακα ιδρυμάτων-μελών, καθώς και των υποκαταστημάτων και πρακτορείων των ξένων τραπεζών στη Δεύτερη Συνοικία. Οι ευθύνες της Fed επεκτείνονται σε όλες τις κρατικές τράπεζες που είναι μέλη του Federal Reserve System, σε όλες τις αμερικανικές τραπεζικές εταιρείες συμμετοχών και πολλές από τις επιχειρήσεις των αμερικανικών ξένων τραπεζικών οργανισμών. Επιπλέον, η Fed είναι έτοιμη να παράσχει προσωρινή ή μακροπρόθεσμη ρευστότητα σε κάθε αποθετήριο ίδρυμα (depository institutions) που πληροί τα κριτήρια του για έκπτωση «παράθυρο» δανεισμού.

Η Fed είναι υπεύθυνη για την εφαρμογή της νομοθεσίας και τη θέσπιση κανόνων για την προστασία των πελατών των πιστωτικών ιδρυμάτων. Επίσης, διασφαλίζει ότι οι τράπεζες προσπαθούν να καλύψουν τις πιστωτικές ανάγκες των κοινοτήτων τους παρατηρώντας τους νόμους της κοινότητας επανεπένδυσης και τους νόμους που εξασφαλίζουν στους καταναλωτές δίκαιη και αμερόληπτη πρόσβαση στην πίστωση.

Διεθνείς Λειτουργίες

Η New York Fed, αντιπροσωπεύοντας το Ομοσπονδιακό Αποθεματικό Σύστημα και το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ, είναι επίσης υπεύθυνη για την παρέμβαση στις αγορές συναλλάγματος για την επίτευξη των στόχων της πολιτικής της συναλλαγματικής ισοτιμίας του δολαρίου και την αντιμετώπιση ανώμαλων συνθηκών στις αγορές συναλλάγματος. Τέτοιες συναλλαγές γίνονται σε στενό συντονισμό με το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ και το Διοικητικό Συμβούλιο, και τις περισσότερες φορές είναι συντονισμένα με τις πράξεις συναλλάγματος των άλλων κεντρικών τραπεζών. Τα δολάρια πωλούνται σε αντάλλαγμα για ξένο νόμισμα, αν ο στόχος είναι η αντιμετώπιση των ανοδικών πιέσεων του δολαρίου. Αν ο στόχος είναι η αντιμετώπιση των καθοδικών πιέσεων, τα δολάρια αγοράζονται μέσω της πώλησης του ξένου συναλλάγματος.

Μια άλλη ευθύνη της Fed Νέας Υόρκης είναι να χρησιμεύσει ως δημοσιονομικός αντιπρόσωπος στις Ηνωμένες Πολιτείες για τις ξένες κεντρικές τράπεζες και τους επίσημους διεθνείς χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Ενεργεί ως πρωταρχική επαφή με άλλες ξένες κεντρικές τράπεζες. Οι υπηρεσίες που παρέχονται από τα ιδρύματα αυτά περιλαμβάνουν την παραλαβή και την πληρωμή των κεφαλαίων σε δολάρια ΗΠΑ, αγορά και πώληση συναλλάγματος και ομόλογα και αποθήκευση του νομισματικού χρυσού.

Χρηματοοικονομικές λειτουργίες

Η New York Fed και οι άλλες τράπεζες αποθεματικών παρέχουν πολλές σημαντικές υπηρεσίες στην ομοσπονδιακή κυβέρνηση και αποθετήρια ιδρύματα (depository institutions), τα οποία χρεώνονται με μια αμοιβή για αυτές τις υπηρεσίες.

Ως τραπεζίτης για την ομοσπονδιακή κυβέρνηση, η Fed «καθαρίζει» επιταγές που σύρονται σε λογαριασμό του Δημοσίου. Ενεργώντας ως δημοσιονομικοί αντιπρόσωποι για την κυβέρνηση, οι Reserve τράπεζες πωλούν, εξυπηρετούν και εξαργυρώνουν ομόλογα. Περαιτέρω, τα νόμισμα τα τοποθετούνται μέσα ή αποσύρονται από την κυκλοφορία σε απάντηση στις εποχιακές και κυκλικές αλλαγές της ανάγκης του κοινού για τα μετρητά. Σχεδόν ολόκληρη η αμερικανική νομισματική κυκλοφορία αποτελείται πλέον από εκείνα τα νομίσματα που εκδόθηκαν για πρώτη φορά το 1914.

3.4 Μη συμβατική πολιτική-γενικό πλαίσιο-σχεδιασμός

Κατανοώντας την ποσοτική «χαλάρωση»

Η ποσοτική «χαλάρωση» (QE) είναι γνωστή και ως προσωρινές λειτουργίες της Ανοιχτής Αγοράς ή ως Μεγάλης κλίμακας Αγορές Περιουσιακών Στοιχείων. Η ποσοτική «χαλάρωση» (QE) είναι μια μορφή λειτουργία της Ανοιχτής Αγοράς η οποία λειτουργεί επικουρικά, βοηθώντας τη Fed να επιτύχει τους στόχους της. Όταν ακούγεται ότι η Fed αλλάζει το στόχο – επιθυμητό επιτόκιο, αυτό συμπεριλαμβάνει λειτουργίες της Ανοιχτής Αγοράς οι οποίες μεταβάλλουν τα διαθέσιμα του τραπεζικού συστήματος προκειμένου να φτάσουν στο επιτόκιο στόχος που έχει τεθεί. Η αποτελεσματικότητα της ποσοτικής «χαλάρωσης» (QE) είναι αντιφατική καθώς ο μηχανισμός μετάδοσης της εναπόκειται σε αποτελέσματα τα οποία διαφέρουν από την άσκηση μιας τυπικής Νομισματικής Πολιτικής.

Για την ορθότερη κατανόηση της ποσοτικής «χαλάρωσης» (QE), θα θεωρήσουμε ένα συμπυκνωμένο μοντέλο της οικονομίας με τους δύο βασικούς τρόπους που πραγματοποιούνται οι συναλλαγές. Στο πρώτο σενάριο ένας τραπεζικός οργανισμός πωλεί κυβερνητικά ομόλογα (t-bonds) στη Fed ενώ στο δεύτερο ένας μη κυβερνητικός οργανισμός πωλεί κυβερνητικά ομόλογα (t-bonds) και η τράπεζα λειτουργεί ως μεσάζοντας.

1° Σενάριο – Τράπεζα πωλεί \$100 σε t-bonds στη Fed

Federal Reserve ισοζύγιο:

Αλλαγή στο Ενεργητικό= +\$100

Αλλαγή στο Παθητικό= +\$100

Αλλαγή στη Καθαρή Αξία= \$0

Banks ισοζύγιο:

Αλλαγή στο Ενεργητικό= \$0 (t-bond is swapped for reserves)

Αλλαγή στο Παθητικό= \$0

Αλλαγή στη Καθαρή Αξία= \$0

2° σενάριο – μη κυβερνητικός οργανισμός πωλεί \$100 t-bonds στη Fed και η τράπεζα λειτουργεί ως μεσάζοντας

Federal Reserve ισοζύγιο:

Αλλαγή στο Ενεργητικό= +\$100

Αλλαγή στο Παθητικό= +\$100

Αλλαγή στη Καθαρή Αξία= \$0

Banks ισοζύγιο:

Αλλαγή στο Ενεργητικό= +\$100 (reserve assets increase)

Αλλαγή στο Παθητικό= +\$100 (deposit liabilities increase)

Αλλαγή στη Καθαρή Αξία= \$0

Non-bank public ισοζύγιο:

Αλλαγή στο Ενεργητικό= \$0 (non-bank sells t-bond and obtains deposit)

Αλλαγή στο Παθητικό= \$0

Αλλαγή στη Καθαρή Αξία= \$0

Και στα δύο παραπάνω σενάρια ο ιδιωτικός τομέας διατηρεί τα ίδια οικονομικά περιουσιακά στοιχεία πριν και μετά την άσκηση της ποσοτικής «χαλάρωσης». Η ποσοτική «χαλάρωση» θα μπορούσε να θεωρηθεί σαν μια ανταλλαγή περιουσιακών στοιχείων η οποία τροποποιεί τη σύνθεση των περιουσιακών στοιχείων του ιδιωτικού τομέα χωρίς ωστόσο να προσθέτει αξία σε αυτά. Ουσιαστικά, μέσω της Fed και των λειτουργιών ανοιχτής αγοράς η δομή των στοιχείων(Assets) του Ιδιωτικού τομέα από ομόλογα σε τραπεζικές καταθέσεις/διαθέσιμα.

Με αυτά τα παραδείγματα γίνεται αντιληπτό ότι η Fed μέσω των λειτουργιών της Ανοικτής Αγοράς, μεταβάλλει τη σύνθεση των περιουσιακών στοιχείων του ιδιωτικού τομέα από ομόλογα σε διαθέσιμα τραπεζών. Ωστόσο, δεν θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως αύξηση του πλούτου της χώρας διότι θα ήταν σαν να θεωρείται κάποιος πλουσιότερος όταν μετατρέψει τον λογαριασμό του από ταμειευτήριο σε όψεως. Τεχνικά, θα μπορούσε να περιγραφεί ως αυξημένης ρευστότητας αλλά όχι ως πλουσιότερος. Συνεπώς

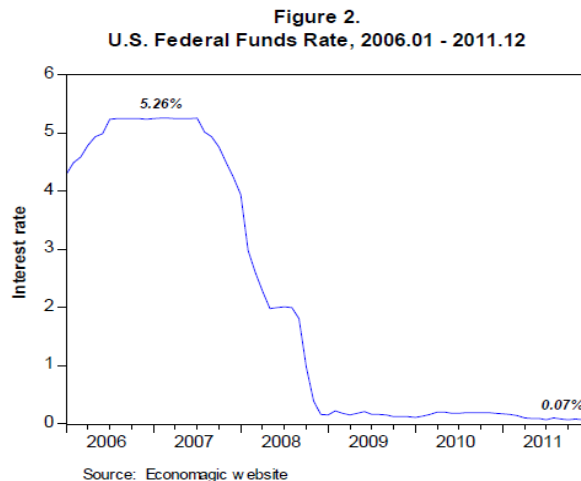
ως κύρια συνέπεια του QE θεωρείται η μεταβολή των στοιχείων του ιδιωτικού τομέα.

Ταυτόχρονα η μείωση στην προσφορά των Αμερικανικών Ομολόγων δημιουργεί πιέσεις για άνοδο του επιτοκίου και αυξημένη ζήτηση άλλων ομολόγων. Ως αποτέλεσμα, είναι δυνατό να αυξησει τις τιμές (Wealth Effect) και να επιτύχει την εξισορρόπηση του πορτοφολίου (Portfolio Rebalancing) το οποίο δυνητικά θα μπορούσε να οδηγήσει αύξηση της αξίας των στοιχείων (Assets) χωρίς όμως να υπάρχει βεβαιότητα. Το κανάλι των επιτοκίων θα μπορούσε να συντελέσει στην αύξηση των επενδύσεων βοηθώντας στη διατήρηση μίας δομής ενός προσαρμοσμένου επιτοκίου.

Μια από τις πιο αμφιλεγόμενες επιπτώσεις του QE είναι μέσω του καναλιού των προσδοκιών. Το QE έχει τόσο ισχυρή ψυχολογική επίδραση που θα μπορούσε δυνητικά να κατευθύνει προς μία αύξηση των τιμών της αγοράς στοιχείων (Assets) και με αυτό τον τρόπο να συντελέσει στη διατήρηση ενός περιβάλλοντος όπου οι επιχειρήσεις και οι καταναλωτές συνεχίζουν να επενδύουν και να καταναλώνουν επειδή πιστεύουν ότι η Fed θα συνεχίζει να τους διευκολύνει.

4.Οι Επιπτώσεις στη μακρο- Αμερικανική οικονομία

4.1 Η ποσοτική χαλάρωση (QE) όχι ως παγίδα ρευστότητας αλλά ως παγίδα ρευστών διαθεσίμων



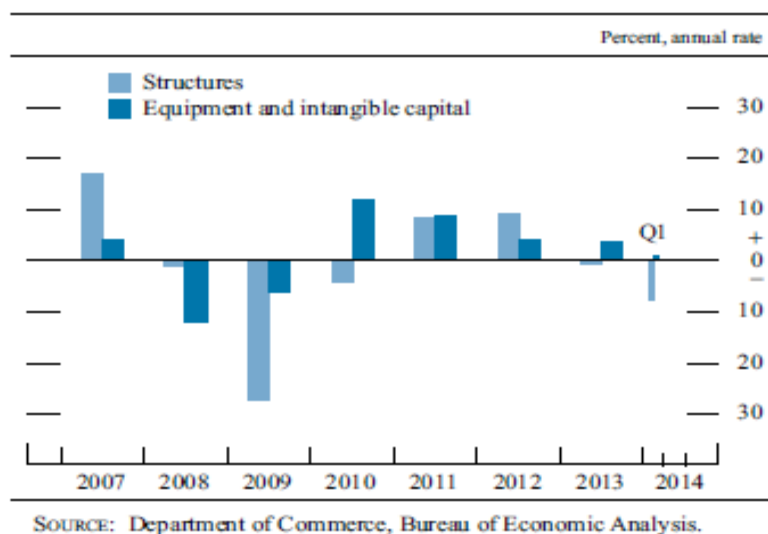
Από την αρχή της μεγάλης Ύφεσης του 2008, οι εμπορικές τράπεζες της Αμερικής ξεκίνησαν να συσσωρεύουν μεγάλα ποσά ρευστών διαθεσίμων στους λογαριασμούς της Fed. Οι τράπεζες απέκτησαν τα κεφάλαια αυτά μέσω του δανεισμού τους από την αγορά κεφαλαίων της Fed σχεδόν δωρεάν εφόσον το επιτόκιο

δανεισμού -στόχος πλησίαζε το μηδέν ήδη από το Δεκέμβριο του 2008. Ο B. Bernanke είχε ανακοινώσει ότι η Fed σχεδιάζει να διατηρήσει το επιτόκιο δανεισμού κεφαλαίων κοντά στο μηδέν τουλάχιστον μέχρι το τέλος του 2014.

Την περίοδο αυτή οι τράπεζες σχημάτιζαν τεράστια ποσά ρευστών Διαθεσίμων ενώ η ροή της πίστωσης σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις είχε σταματήσει και για τις μικρές επιχειρήσεις σημειώθηκε αισθητή πτώση. Η πρακτική αυτή είναι ιδιαίτερα καταστροφική ειδικά σε περιόδους υψηλής ανεργίας όπως αυτής που δημιουργήθηκε από την Ύφεση διότι κατά μέσο όρο η μικρότερες επιχειρήσεις είναι εντάσεως εργασίας και τυπικά λειτουργούν ως μια μεγάλη μηχανή δημιουργίας θέσεων εργασίας κατά τις περιόδους οικονομικής ανάκαμψης.

Η σύγχρονη αυτή κατάσταση αναπαριστά την πιο πρόσφατη παραλλαγή του κλασσικού προβλήματος στις υφέσεις όπου οι τράπεζες προτιμούν να κρατήσουν ρευστά διαθέσιμα από το να δανειοδοτήσουν επιλογές υψηλού κινδύνου και ταυτόχρονα οι επιχειρήσεις δεν έχουν την πρόθεση να αποδεχτούν νέες επενδύσεις με υψηλό κίνδυνο, ανεξάρτητα από το κόστος δανεισμού το οποίο στις περιόδους αυτές είναι εξαιρετικά χαμηλό. Υπό αυτές τις συνθήκες, η Fed και η συμβατική λειτουργία Ανοιχτής Αγοράς εξασθενεί ως εργαλείο για να «βγάλει» την οικονομία από την Ύφεση και να τη στρέψει προς την υγιή ανάκαμψη .

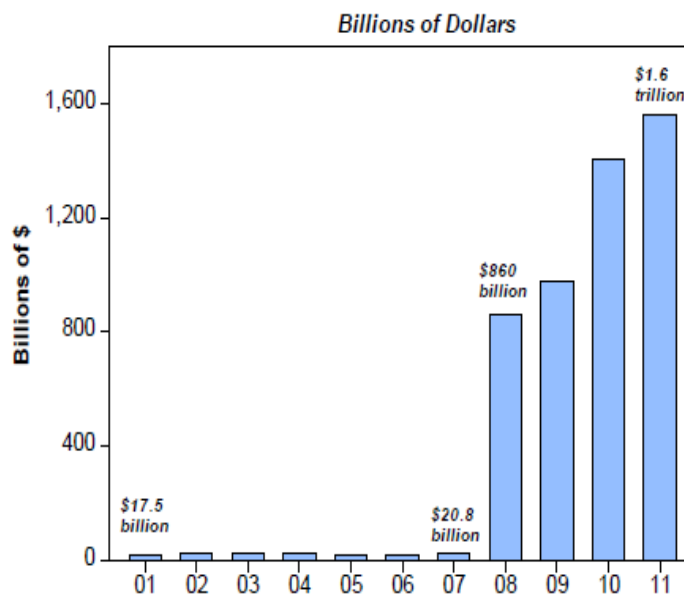
20. Change in real business fixed investment



Η παγίδα ρευστότητας που επικρατεί από την Ύφεση του 2008 λειτουργεί ως ένδειξη, αντισταθμίζοντας τις επιπτώσεις που θα είχε επιφέρει θεωρητικά μια ισχυρή επεκτατική μακροοικονομική πολιτική υπό το πρίσμα της πτώσης του Χρηματιστηρίου και της Ύφεσης. Συμπληρωματικά της πολιτικής της Fed, μείωσης του επιτοκίου κοντά στο μηδέν, ο τότε πρόεδρος B.Bernanke επέκτεινε δραστικά τα όρια της σχετικά με το δανεισμό προκειμένου να συμπεριλάβει αμοιβαία κεφάλαια, μεσίτες υποθηκών και ασφαλιστικές εταιρείες. Τελικά η Fed δεσμεύτηκε για ποσοτική χαλάρωση ξεκινώντας από το Νοέμβριο 2008, η οποία περιελάμβανε την αγορά κυβερνητικών ομολόγων στα πλαίσια της προσπάθειας της άμεσης και απευθείας μείωσης των επιτοκίων του μακροχρόνιου δανεισμού.

Η επεκτατική νομισματική πολιτική είναι αναποτελεσματική αν «πέσει» στην παγίδα ρευστότητας. Με άλλα λόγια, η αύξηση της προσφοράς χρήματος παγιδεύεται στα τραπεζικά αποθέματα και δεν υπάρχει πιστωτική επέκταση μέσω του τραπεζικού συστήματος. Σε αυτή την περίπτωση, QE δεν θα δώσει ώθηση της πίστωσης στον πραγματικό τομέα της οικονομίας προκειμένου να επέλθει η ανάκαμψή της. Για να αναλυθεί η παγίδα ρευστότητας τροποποιήθηκε ένα μοντέλο ανοιχτής οικονομίας προκειμένου να συμπεριληφθούν πολλαπλά επιτόκια. Το εμπόριο έχει συμπεριληφθεί στην ανάλυση επειδή οι εξαγωγές έχουν τη δυνατότητα να χρηματοδοτηθούν εξωτερικά ακόμα και κατά την περίοδο όπου επικρατεί εγχώρια πιστωτική στενότητα.

Figure 1.
Cash Reserve Holdings by U.S. Commercial Banks, 2001 - 2011



Source: Flow of Funds Accounts of U.S. Federal Reserve System

Οι κεντρικές τράπεζες χρησιμοποιούν την πολιτική επιτοκίων προκειμένου να προωθήσουν το δανεισμό, να αυξήσουν το επίπεδο της οικονομικής κινητικότητας με απώτερο στόχο να αποφύγουν την ύφεση. Ωστόσο, μερικές φορές η πολιτική αυτή μπορεί μην είναι επαρκώς αποτελεσματική ακόμα και το επίπεδο των επιτοκίων έχει μειωθεί σε τέτοιο βαθμό που να πλησιάζει το μηδέν. Οι κεντρικές τράπεζες προχωρούν σε αύξηση της νομισματικής κυκλοφορίας, «σπρώχνοντας» χρήμα απευθείας στην οικονομία. Αυτό ονομάζεται Quantitative Easing, του οποίου τα αποτελέσματα διαφέρουν από την άσκηση μίας συμβατικής πολιτικής που επεκτείνει την πίστωση, διότι ωθεί τα τραπεζικά διαθέσιμα και όχι την επέκταση της τραπεζικής πίστωσης στην πραγματική οικονομία.

Στο ερώτημα ποιο θα ήταν το ιδανικό ποσό ρευστών διαθεσίμων που θα έπρεπε να διατηρούν οι τράπεζες δεν δίνεται σαφής απάντηση. Παρατηρώντας όμως το παρακάτω πίνακα με ιστορικά στοιχεία που αφορούν οικονομικές κρίσεις της Αμερικανικής Οικονομίας και στοιχεία των επόμενων δύο ετών περίπου που ακολούθησαν την εκάστοτε κρίση, γίνεται σαφές ότι τόσο ως απόλυτα νούμερα αλλά και ως ποσοστά σε σχέση με το Παθητικό των τραπεζών και ως ποσοστά σε σχέση με το ΑΕΠ, στη κρίση του 2008 τα ποσά αποκλίνουν δραματικά.

Table 1. U.S. commercial bank cash reserves relative to bank liabilities and GDP during six economic recovery period

Figures are for two years into economic recoveries

	Commercial Bank Reserves <i>Billions \$</i>	Reserves as % of Bank Liabilities	Reserves as % of GDP
1973: <i>following 11/70 recession trough</i>	27.1	3.6%	1.9%
1977: <i>following 3/75 recession trough</i>	26.9	2.9%	1.3%
1985: <i>following 11/82 recession trough</i>	28.6	1.4%	0.7%
1993: <i>following 3/91 recession trough</i>	35.0	1.2%	0.5%
2004: <i>following 11/01 recession trough</i>	24.0	0.4%	0.2%
2011: <i>following 6/09 recession trough</i>	1,595.9	15.3%	10.5%

Source: Flow of Funds Accounts of Federal Reserve System

Η παραπάνω κατάσταση περιγράφει αυτό που συνέβη μετά την Παγκόσμια Οικονομική Κρίση 2008. Η αύξηση της προσφοράς χρήματος παγιδεύτηκε στα τραπεζικά διαθέσιμα, μέσα στη τραπεζική διαδικασία διατήρησης διαθεσίμων. Η παγίδα διαθεσίμων είναι δυνατόν να συμβεί είτε διότι σχεδιάστηκε από την κεντρική τράπεζα, είτε διότι οι τράπεζες είναι απρόθυμες να δανείσουν είτε λόγω ακούσιων συνεπειών της τακτικής που ακολουθήθηκε.

Μετά την οικονομική κρίση του 2008, συνδυάστηκε η πολιτική Quantitative Easing με τη μείωση των επιτοκίων που έθεταν ως στόχο. Η ποσοτική χαλάρωση(QE) πήρε κυρίως τη μορφή της «ένεσης» διαθεσίμων στο τραπεζικό σύστημα και περιελάμβανε την αγορά τίτλων υψηλού κινδύνου όπως τα ενυπόθηκα δάνεια (Mortgage-Backed Securities (MBS)) και άλλα χρέη των τραπεζών. Με τον τρόπο αυτό ο τραπεζικός τομέας ενδυναμωνόταν, καθώς διέθετε επαρκή διαθέσιμα, και παράλληλα «ξεφορτωνόταν» κίνδυνο. Ουσιαστικά, οι ενέργειες αυτές αποτελούν ανταλλαγές τίτλων μεταξύ της κεντρικής τράπεζας και του τραπεζικού τομέα, το οποίο ενώ είχε θετικό αποτέλεσμα στη σταθεροποίηση του τραπεζικού τομέα, δεν προωθούσε την επένδυση στα απαραίτητα επίπεδα για να επέλθει η οικονομική ανάπτυξη. Στην πραγματικότητα, η αντίδραση των τραπεζών στην χρηματοοικονομική κρίση ήταν στο να στραφούν στην αποτροπή του κινδύνου και στον περιορισμό του δανεισμού.

Από την περίοδο της οικονομικής κρίσης και του υψηλού αποπληθωρισμού της Ιαπωνίας τη δεκαετία του 90, πολλοί έχουν αναζητήσει να εξηγήσουν τις αιτίες της παγίδας ρευστότητας και εν συνεχεία να βρουν την πολιτική εκείνη η οποία θα συντελέσει στην αποφυγή της. Ως κύρια αίτια της παγίδας ρευστότητας θεωρούνται τα παρακάτω:

- Έλλειψη ζήτησης
- Υψηλό ποσοστό αιτήσεων δανείων μικρών και μικρομεσαίων επιχειρήσεων που απερρίφθησαν

Η κυριότερη βιβλιογραφία, σύμφωνα με το παρακάτω σχόλιο του Alan Blinder(2000), επικεντρώνεται στις συνθήκες κατά την περίοδο που επικρατεί το ίδιο το όριο του μηδενικού επιτοκίου ενώ αντιθέτως θα έπρεπε να αναζητηθούν οι ευρύτερες συνθήκες που επικράτησαν και «έσπρωξαν» την οικονομία στην περίοδο του μηδενικού επιτοκίου και στην παραμονή σε αυτή.

«Βασικά, το θέμα είναι το εξής: Μια οικονομία με μηδενικό ονομαστικό επιτόκιο ακολουθεί λίγο πολύ τους ίδιους οικονομικούς νόμους όπως συμβαίνει σε κανονικές συνθήκες, εκτός από το ότι μία μεταβλητή έχει κολλήσει στο μηδέν; Ή μήπως η κατάσταση μοιάζει περισσότερο με τη φυσική σε περιβάλλον μηδενικής βαρύτητας, ή κοντά στο απόλυτο μηδέν θερμοκρασίας, όπου η συμπεριφορά είναι θεμελιωδώς διαφορετική, ακόμα και παράξενη; Νομίζω ότι το συμπέρασμα στο οποίο φαίνεται να έχουμε προσεγγίσει... είναι ότι μπορεί πράγματι να πρόκειται για ένα νέο κόσμο ...», (Alan Blinder,2000)

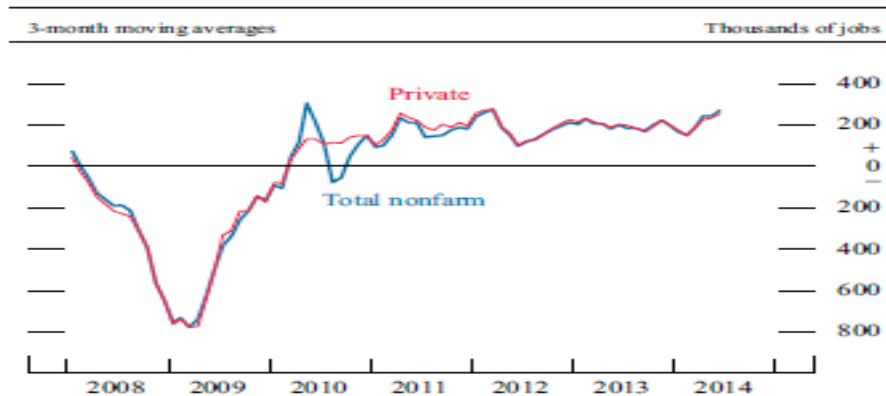
Μία εναλλακτική προσέγγιση παρουσιάζει το συγκεκριμένο φαινόμενο ενός επικρατούντος μηδενικού επιτοκίου και του γενικότερων συνθηκών που έσπρωξαν τις οικονομικές αγορές στη παγίδα ρευστότητας ως αποτέλεσμα τριών κυρίως παραγόντων.

- Χαμηλή απόδοση κεφαλαίου
- Ασθενείς προσδοκίες
- Αβεβαιότητα σχετικά με τα τις αναμενόμενες αποδόσεις

Ο πρώτος παράγοντας είναι η συνεχής ασθενική σωρευμένη ζήτηση, η οποία δημιουργεί περιορισμό στην ανάκαμψη. Η χαμηλή κερδοφορία του παρόντος και η χαμηλή προσδοκώμενη κερδοφορία του μέλλοντος είναι πιθανό να απορρέουν ως αποτελέσματα για εταιρείες που είτε αντιμετωπίζουν υψηλό κόστος παραγωγής είτε ασθενή ζήτηση στην αγορά των προϊόντων τους. Κατά την περίοδο της ύφεσης το πιο σημαντικό επιχειρηματικό κόστος,

το εργατικό, δεν αυξήθηκε σημαντικά γεγονός που μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η κερδοφορία περιορίστηκε από τη μειωμένη ζήτηση στην αγορά. Ως δεύτερος παράγοντας θεωρείται η λανθασμένη λειτουργία της πιστωτικής/χρηματοοικονομικής αγοράς η οποία αναχαίτισε την ανάκαμψη.

1. Net change in payroll employment



NOTE: The data extend through June 2014.

SOURCE: Department of Labor, Bureau of Labor Statistics.

Έλλειψη στη ζήτηση

Ο απώτερος στόχος και ο λόγος λειτουργίας μιας επιχείρησης είναι η κερδοφορία. Εάν οι τραπεζικοί οργανισμοί επιλέγουν να διατηρήσουν ρευστά από το να τα διοχετεύσουν μέσω των καναλιών στις αποδοτικές επενδύσεις, αυτό πιθανότατα οφείλεται ως ένα βαθμό στο ότι δεν «βλέπουν» ευκαιρίες κέρδους ώστε να μεταφέρουν τα κεφάλαια τους. Πιο συγκεκριμένα, αναζητούν τον συνδυασμό των πραγματοποιημένων κερδών κατά την περίοδο της ύφεσης, της ασθενούς προοπτικής για ευκαιρίες υγιούς κερδοφορίας κατά την περίοδο της ανάκαμψης καθώς και το επίπεδο αβεβαιότητας γύρω από τέτοιου είδους ευκαιρίας κερδοφορίας και υπολογίζουν ότι η διατήρηση ρευστών αποδίδει περισσότερο στα κεφάλαια τους.

Ο μοναδικός πιο σημαντικός λόγος για τον οποίο δεν «βλέπουν» αντίστοιχες ευκαιρίες κέρδους για τις νέες επενδύσεις είναι τα ανεπαρκή επίπεδα της ζήτησης στην οικονομία. Το χαμηλό επίπεδο ζήτησης είναι άμεση επίπτωση των τριών παραγόντων

- Συνδυασμό υψηλής ανεργίας και έντονης ανισότητας
- Η κατάρρευση των νοικοκυριών και του πλούτου του που ήταν άρρηκτα συνδεδεμένη με τη φούσκα που έσκασε το 2008

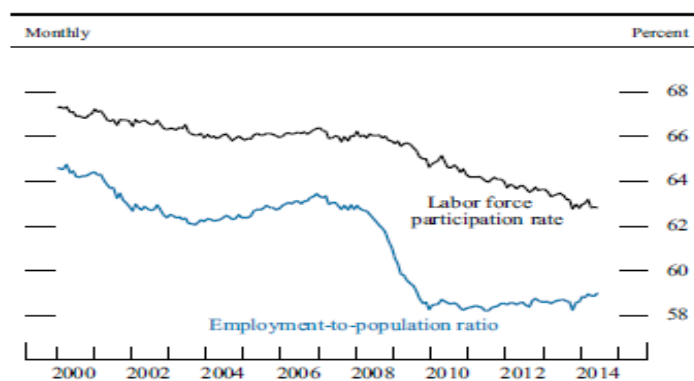
- Τα μέτρα λιτότητας που επιβλήθηκαν από την κυβέρνηση και τις κοινοτικές διοικήσεις

4.2 Η Ανεργία ως επίπτωση της νομισματικής πολιτικής

Κατά τη διάρκεια του τελευταίου μισού του περασμένου αιώνα το ποσοστό ανεργίας στις ΗΠΑ δεν ήταν σταθερό. Για τις δεκαετίες 1950 και 1960 ο μέσος όρος ανεργίας ήταν αρκετά χαμηλότερος του 5% ενώ στις δεκαετίες 1970 και 1980 αυξήθηκε αρκετά πάνω από 6% και υποχώρησε πάλι στη δεκαετία 1990.

Οι ερμηνείες που έχουν δοθεί για τις μεταβολές αυτές βασίζονται κυρίως σε δύο υποθέσεις. Η πρώτη εξήγηση αφορούσε τη μεταβαλλόμενη σύνθεση του εργατικού δυναμικού και ειδικότερα την αύξηση των αριθμών γεννήσεων (baby boom) και τη δημογραφική αλλαγή. Η δεύτερη εξήγηση βασιζόταν σε αλλαγές που σημειώνονταν στους κλάδους εργασίας με κυριότερο παράδειγμα την μεταβολή της τιμής του πετρελαίου από το διεθνές καρτέλ, τον ΟΠΕΚ. Αυτό που θεωρείται δεδομένο ωστόσο είναι ότι η ανεργία αντιπροσωπεύει σπατάλη παραγωγικών πόρων διότι οι άνεργοι μπορούν να

2. Labor force participation rate and employment-to-population ratio



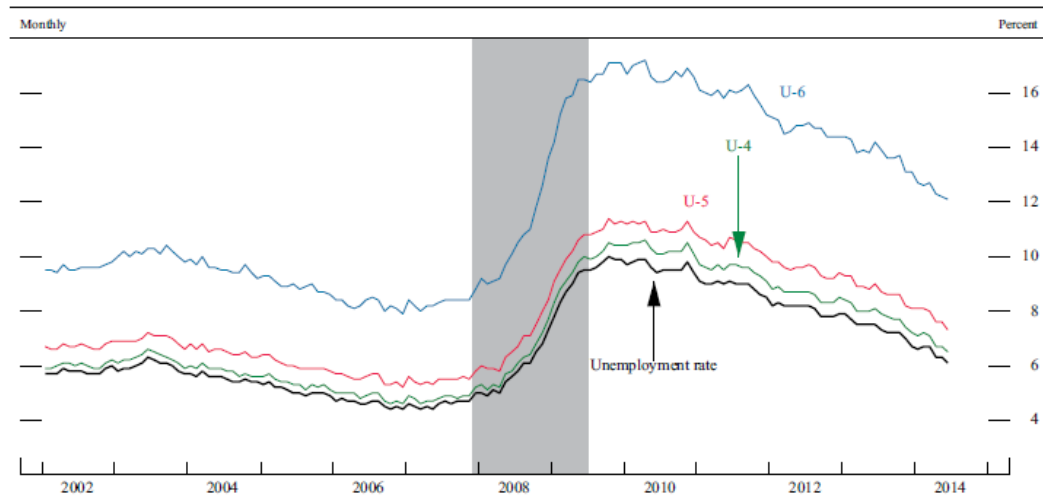
Note: Both series are a percent of the population aged 16 and over.
SOURCE: Department of Labor, Bureau of Labor Statistics.

συνεισφέρουν στο εθνικό εισόδημα αλλά αδυνατούν να το πράξουν. Οι πολιτικές που χαράζονται μπορούν να συμβάλλουν στη μείωση της αλλά θα πρέπει να γίνει αντιληπτό ότι σε μια οικονομία ελεύθερης αγοράς η μηδενική ανεργίας δεν είναι λογικός στόχος.

Σύμφωνα με το Κευνσιανό μοντέλο, η υψηλή ανεργία τροφοδοτεί ένα φαύλο κύκλο. Επιπρόσθετα, δημιουργεί ένα μεταδιδόμενο συναίσθημα άγχους για το μέλλον ακόμα και ανάμεσα σε αυτούς που εργάζονται. Οι προσδοκίες για το μέλλον μειώνουν περισσότερο την κατανάλωση των νοικοκυριών και η ζήτηση εξασθενεί ακόμα περισσότερο. Το υψηλό επίπεδο ανισότητας συνεισφέρει ακόμα περισσότερο στην εξασθένηση της ζήτησης, διότι οι διαφορές στις συναρτήσεις κατανάλωσης των εύπορων και μη εύπορων νοικοκυριών. Τα μη εύπορα νοικοκυριά πραγματικά διαθέτουν όλο το εισόδημα τους στην αγορά

αγαθών και υπηρεσιών ενώ τα εύπορα χρησιμοποιούν ένα ποσοστό των υψηλών εισοδημάτων τους στο σπεκουλάρισμα των χρηματοοικονομικών αγορών.

4. Measures of labor underutilization



NOTE: U-4 measures total unemployed plus discouraged workers, as a percent of the labor force plus discouraged workers. Discouraged workers are a subset of marginally attached workers who are not currently looking for work because they believe no jobs are available for them. U-5 measures total unemployed plus all marginally attached to the labor force, as a percent of the labor force plus persons marginally attached to the labor force. Marginally attached workers are not in the labor force, want and are available for work, and have looked for a job in the past 12 months. U-6 measures total unemployed plus all marginally attached workers plus total employed part time for economic reasons, as a percent of the labor force plus all marginally attached workers. The shaded bar indicates a period of business recession as defined by the National Bureau of Economic Research.

SOURCE: Department of Labor, Bureau of Labor Statistics.

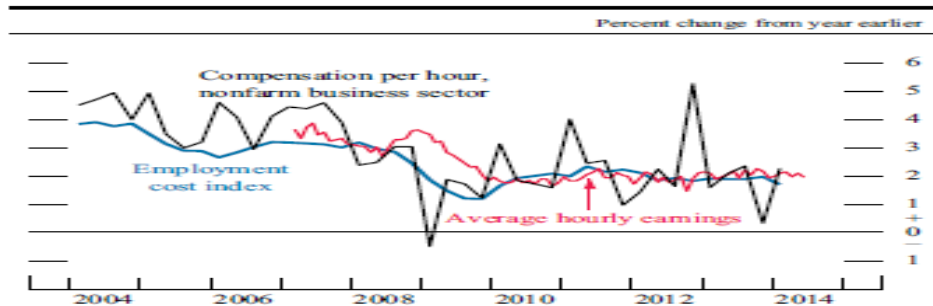
Όπως φαίνεται και από το παραπάνω διάγραμμα, παρά τις βελτιώσεις που έχουν σημειωθεί συγκριτικά με τα προηγούμενα έτη η αγορά εργασίας εξακολουθεί να πλήττεται. Οι Δείκτες απασχόλησης και ανεργίας ότι ένας σημαντικός βαθμός στασιμότητας παραμένει σε σχέση με την αξιοποίηση του εργατικού δυναμικού. Μέτρα σχετικά με την ευρύτερη αναξιοποίηση του εργατικού δυναμικού εξακολουθούν να παραμένουν στα επίπεδα των ετών πριν την Ύφεση. Τα ποσοστά των εργαζομένων που εργάζονται με μερική απασχόληση, διότι αδυνατούν να βρουν εργασία πλήρους απασχόλησης, έχουν μειωθεί μεν αλλά παραμένουν αυξημένα ενώ οι δείκτες κινητικότητας προσωπικού-προσλήψεις και απολύσεις- βρίσκονται στα χαμηλότερα από τα επίπεδα-πρότυπα της προ κρίσης περιόδου. Επιπλέον, ο μέσος χρόνος παραμονής στην ανεργία είναι μεγαλύτερος από το μακροχρόνιο μέσο όρο.

Η πτώση του ποσοστού συμμετοχής του εργατικού δυναμικού τα τελευταία χρόνια, στα πλαίσια ενίσχυσης της αγοράς, αποτελεί μία επιπρόσθετη ένδειξη της συνεχιζόμενης υποτονικής κατάστασης που επικρατεί στην αγορά εργασίας. Οι μεταβολές στο ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό καθρεφτίζει μερικώς τη δημογραφική αλλαγή στη σύνθεση του πληθυσμού. Ορισμένες από τις εξόδους από την αγορά εργασίας κατά πάσα πιθανότητα θα είχαν συμβεί ακόμα και σε μία πιο δυνατή αγορά

εργασίας ωστόσο δεν είναι δυνατόν να παραβλεφθεί το φαινόμενο της μακροχρόνιας ανεργίας, η οποία έχει οδηγήσει ορισμένα άτομα στην εγκατάλειψη της αναζήτησης εργασίας. Μία τέτοια δυναμική είναι πολύ πιθανό να έχει επιβλαβείς συνέπειες για τη μακροπρόθεσμη οικονομική δραστηριότητα.

Η σταθερά αργή αύξηση στα περισσότερα μέτρα που αφορούν στην αποζημίωση της εργασίας αποτελεί μία επιπλέον ένδειξη της υποτονικής κατάστασης που επικρατεί στην αγορά εργασίας. Ο δείκτης κόστους εργασίας για εργαζόμενους του ιδιωτικού τομέα αυξήθηκε κατά 1,75% κατά την ίδια περίοδο ενώ οι μέσες ωριαίες αποδοχές αυξήθηκαν κατά περίπου 2%. Τα τελευταία πέντε χρόνια, τα διάφορα μέτρα ονομαστικής ωριαίας αποζημίωσης έχουν αυξηθεί 2% κατά μέσο όρο και μετά την αντίστοιχη προσαρμογή με τον πληθωρισμό φαίνεται ότι η πραγματική αύξηση των αμοιβών έχει μειωθεί.

5. Measures of change in hourly compensation

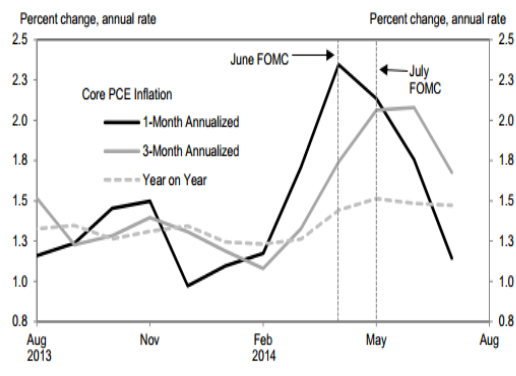


NOTE: For nonfarm business compensation, change is over four quarters; for the employment cost index, change is over the 12 months ending in the last month of each quarter; for average hourly earnings, change is over the 12 months ending in June. The average hourly earnings data series begins in March 2007.

SOURCE: Department of Labor, Bureau of Labor Statistics.

4.3 Ο πληθωρισμός ως επίπτωση της νομισματικής πολιτικής

Exhibit 4: Inflation Has Fallen Back



Source: Department of Commerce.

αυξάνουν την προσφορά χρήματος γεγονός που βραχυπρόθεσμα δεν δημιουργεί πληθωριστικές πιέσεις, ωστόσο δημιουργεί ερωτήματα κατά πόσο και τότε η υπερβολική ρευστότητα υπονομεύει τη σταθερότητα των τιμών.

Μετά την κατάρρευση της εταιρείας Lehman, η νομισματική βάση αυξήθηκε κατά 50% μέσα σε ένα τρίμηνο. Ενώ η επίδραση M2 που παραδοσιακά χρησιμοποιείται για να αναλύσει τη σχέση μεταξύ χρήματος και τιμών είναι αισθητά μικρότερη, ο ρυθμός ανάπτυξης στο τελευταίο τρίμηνο του 2008 και στο πρώτο τρίμηνο του 2009 (3% και 3,5% αντίστοιχα) είναι στα υψηλότερα επίπεδα που έχει παρατηρηθεί από τη δεκαετία του εβδομήντα.

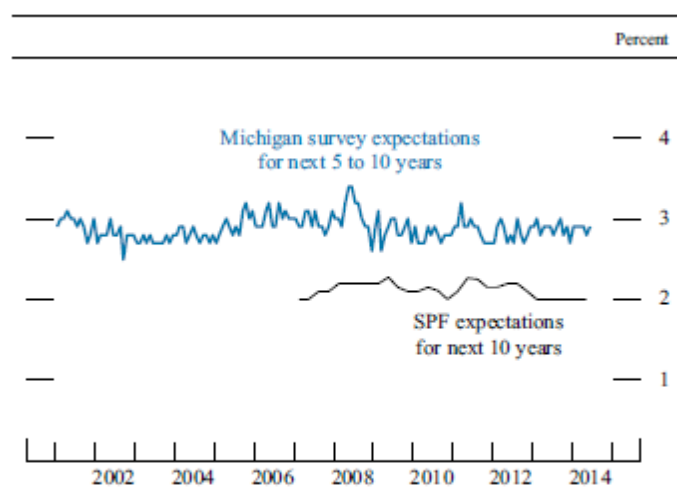
Ο πληθωρισμός κινήθηκε ανοδικά το 2014 σε σχέση με τα επίπεδα του 2013. Ο δείκτης καταναλωτικών δαπανών (PCE) αυξήθηκε μέσα στο τελευταίο δωδεκάμηνο. Ο PCE χωρίς δαπάνες για διατροφή και ενέργεια αυξήθηκε κατά 1,5% το τελευταίο έτος, ελάχιστα χαμηλότερα από το συνολικό δείκτη. Η επιτροπή εξακολουθεί να κρίνει ότι το ποσοστό 2% του πληθωρισμού, όπως μετράται από την ετήσια μεταβολή του Δείκτη τιμών είναι πιο κοντά στο μακροχρόνιο στόχο της ωστόσο παραμένει εκτός του στόχου που είχε τεθεί από την Επιτροπή. Ορισμένοι από τους παράγοντες που συνέβαλλαν στα ασυνήθιστα χαμηλά επίπεδα του πληθωρισμού του 2013, όπως οι τιμές μη πετρελαϊκών ειδών, άρχισαν να μεταβάλλονται με αποτέλεσμα τη μικρή άνοδο του πληθωρισμού. Γενικότερα, όμως, με τους μισθούς να αυξάνονται αργά και τις τιμές των πρώτων υλών γενικά σε σταθερά επίπεδα ή ανοδικά, οι επιχειρήσεις που δεν αντιμετωπίζουν πολύ με τον τρόπο των πιέσεων στο κόστος ώστε να προσπαθήσουν να το μετακυλήσουν.

Ένα μέρος της πρόσφατης αύξησης του πληθωρισμού αντανακλά τις κινήσεις στον τομέα της ενέργειας και των τροφίμων που εμφανίζονται παροδικά. Οι τιμές ενέργειας για τον καταναλωτή αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό περίπου 6%

Σε μακροχρόνιο ορίζοντα, η σχέση μεταξύ χρήματος και πληθωρισμού είναι σταθερά εδραιωμένη. «Πάντα και παντού, ο πληθωρισμός είναι ένα νομισματικό φαινόμενο» (Μ.Φρήντμαν, 1963). Η ποσοτική θεωρία καταδεικνύει ότι η αύξηση της ποσότητας του χρήματος είναι ο κυριότερος καθοριστικός παράγοντας του ρυθμού πληθωρισμού. Ως αντίδραση στην τρέχουσα οικονομική κατάσταση-κρίση, οι κεντρικές τράπεζες

κατά τη διάρκεια των 12 μηνών που λήγει το Μάιο, εν μέρει λόγω της ισχυρής ζήτησης για ηλεκτρική ενέργεια και φυσικού αερίου κατά τη διάρκεια του κρύου χειμώνα. Παγκοσμίως η τιμή του πετρελαίου έχει παραμείνει αξιοσημείωτα σταθερή, με τις τιμές του πετρελαίου να κυμαίνεται ως επί το πλείστον σε ένα στενό εύρος μεταξύ περίπου 105 δολάρια και 110 δολάρια το βαρέλι, κινούμενη ανοδικά μόνο προσωρινά ως αντίδραση στα γεγονότα στο Ιράκ και στη Λιβύη. Εν τω μεταξύ, τόσο στις Ηνωμένες Πολιτείες όσο και στο εξωτερικό, βρίσκονται σε άνοδο οι τιμές χονδρικής για διάφορα τρόφιμα και εμπορεύματα, συμπεριλαμβανομένων καλαμποκι, σιτάρι, και καφέ, και οι υψηλότερες σε κόστος πρώτες ύλες έχουν οδηγήσει σε μεγαλύτερες αυξήσεις στις λιανικές τιμές τροφίμων.

8. Median inflation expectations



Note: The Michigan survey data are monthly. The SPF data for inflation expectations for personal consumption expenditures are quarterly and extend from 2007:Q1 through 2014:Q2.

SOURCE: Thomson Reuters/University of Michigan Surveys of Consumers; Survey of Professional Forecasters (SPF).

Έρευνα και μετρήσεις της αγοράς σχετικά με τις προσδοκίες του πληθωρισμού τόσο σε μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο ορίζοντα δείχνουν ότι παραμένουν σταθερές αυτή τη περίοδο. Ακόμα και οι ενδείξεις για τις πληθωριστικές προσδοκίες για τα επόμενα πέντε με δέκα χρόνια, όπως αναφέρονται σε μελέτες/ έρευνες καταναλωτών των Thomson Reuters / Πανεπιστημίου του Michigan συνεχίζουν να δείχνουν ότι θα κινηθούν μέσα σε ένα στενό εύρος, όπως δείχνει το παραπάνω σχήμα. Στην έρευνα των Επαγγελματικών Προβλέψεων που διενεργείται από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Φιλαδέλφειας η μέση ετήσια προσδοκία κατά το δεύτερο τρίμηνο για τον ετήσιο ρυθμό αύξησης του Καταναλωτικού Δείκτη PCE για την επόμενη δεκαετία ήταν 2%, παρόμοιο με το επίπεδο που επικρατεί τα τελευταία έτη.

Εν τω μεταξύ, με βάση την αγορά και τις μετρήσεις της μεσοπρόθεσμου (5 ετών) και μακροπρόθεσμης (5-σε-10-χρόνια-μπροστά) αποζημίωση πληθωρισμού που προέρχονται από τις διαφορές μεταξύ των αποδόσεων των ονομαστικών ομολόγων και των έντοκων ομολόγων-Προστατευμένων από τον πληθωρισμό των κινητών αξιών επίσης παραμένουν στο πλαίσιο των αντίστοιχων περιοχών τους που παρατηρείται τα τελευταία χρόνια .

4.4 «Ανταλλακτική Σχέση» μεταξύ Πληθωρισμού και Ανεργίας

Η πολιτική που ασκείται από την Κεντρική Τράπεζα έχει σκοπό τη χαμηλή ανεργία και το χαμηλό πληθωρισμό. Η καμπύλη Philips περιγράφει τη σχέση ανάμεσα στο πληθωρισμό και την ανεργία. Εάν υποθέσουμε ότι u είναι το ποσοστό ανεργίας, u_n το φυσικό ποσοστό ανεργίας, π ο ρυθμός πληθωρισμού και π_ε ο προσδοκώμενος ρυθμός πληθωρισμού, τότε η ανεργία θα μπορούσε να οριστεί από τη παρακάτω σχέση:

$$u = u_n - a(\pi - \pi_\varepsilon)$$

Σύμφωνα με τη παραπάνω σχέση, η ανεργία κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα όταν ο πληθωρισμός υπερβαίνει τον προσδοκώμενο πληθωρισμό ενώ κυμαίνεται σε υψηλά επίπεδα όταν ο πληθωρισμός μειώνεται κάτω από τον προσδοκώμενο πληθωρισμό.

Η Fed μέσω του ελέγχου που ασκεί στη προσφορά χρήματος ελέγχει τον πληθωρισμό αλλά για την παρακάτω ανάλυση θα δημιουργήσουμε μία συνάρτηση απώλειας που θα συνδέει το κόστος της ανεργίας και το κόστος του πληθωρισμού.

$$L(u, \pi) = u + \gamma\pi^2$$

όπου η παράμετρος γ δείχνει το πόσο η Fed αποστρέφεται τον πληθωρισμό σε σχέση με την ανεργία. Στόχος της Fed είναι η κατά το δυνατόν μικρότερη απώλεια. Από τις δύο παραπάνω σχέσεις προκύπτει το ιδανικό επίπεδο του πληθωρισμού που είναι το μηδενικό προκειμένου να επιτύχουμε το φυσικό ποσοστό ανεργίας και να μειώσουμε τη συνάρτηση απώλειας. Από τη καμπύλη Philips όμως προκύπτει ότι η ανεργία θα βρίσκεται στο φυσικό ποσοστό της όταν ο προσδοκώμενος πληθωρισμός ισούται με τον πραγματικό πληθωρισμό. Επομένως, θα πρέπει ο προσδοκώμενος και πραγματικός πληθωρισμός να ισούται με μηδέν για να βρεθούμε στο άριστο σημείο.

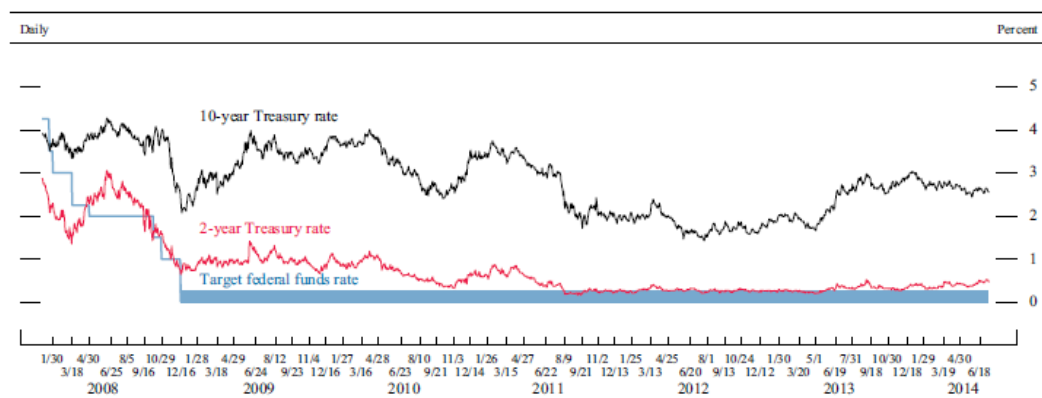
Μέσα σε μια οικονομία ωστόσο, οι δρώντες ιδιώτες διαμορφώνουν τις προσδοκίες τους για τον προσδοκώμενο πληθωρισμό και εφόσον λειτουργούν με ορθολογισμό στις αποφάσεις τους δεν θα επιλέξουν τον προσδοκώμενο πληθωρισμό να ισούται με το μηδέν παρά μόνο εάν υπήρχε τέτοια απόλυτη δέσμευση από τη Fed. Κάτι τέτοιο όμως δεν είναι δυνατόν να

συμβεί διότι η Fed ελέγχει μόνο ατελώς τον πληθωρισμό μέσω της νομισματικής πολιτικής και έτσι μία τέτοια δήλωση από πλευράς της δεν θα θεωρείται αξιόπιστη γεγονός που γίνεται αντιληπτό από τους ιδιώτες και αντιστοίχως διαμορφώνουν προσδοκίες για μη μηδενικό πληθωρισμό.

Από τη παραπάνω ανάλυση συνάγεται ένα σημαντικό συμπέρασμα σχετικά τη θεωρία της νομισματικής πολιτικής και τη σχέση ανεργίας και πληθωρισμού. Αν η Fed προτιμούσε την ύπαρξη ανεργίας από τον πληθωρισμό τότε η πολιτική που θα ασκούταν θα ήταν πολιτική μηδενικού πληθωρισμού αφού με αυτό τον τρόπο θα μειωνόταν η απώλεια της.

4.5 Η νομισματική πολιτική και η επίδραση της στα μακροχρόνια επιτόκια και τις αποδόσεις

41. Selected interest rates



NOTE: The 2-year and 10-year Treasury rates are the constant-maturity yields based on the most actively traded securities. The dates on the horizontal axis are those of regularly scheduled Federal Open Market Committee meetings.
SOURCE: Department of the Treasury; Federal Reserve Board.

Μία σύνοψη του παραδοσιακού Κεϋνσιανού Μοντέλου ISLM αποτελεί το παρακάτω σχήμα που επιδεικνύει τα αποτελέσματα της νομισματικής επέκτασης:

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Όπου η αύξηση του **M** δείχνει την επεκτατική νομισματική πολιτική που οδηγεί στην πτώση των πραγματικών επιτοκίων i_r και που με τη σειρά τους μειώνουν το κόστος του κεφαλαίου, επιφέροντας μια αύξηση των επενδύσεων **I** που στη συνέχεια θα επιφέρει αύξηση στη ζήτηση και άνοδο του προϊόντος **Y**. Η αρχική τοποθέτηση του Κέυνς σχετικά με το παραπάνω κανάλι που απεικονίζεται σχηματικά αφορούσε στην επένδυση όπως λειτουργεί μέσα από επιχειρηματικές αποφάσεις ενώ στη συνέχεια μετέπειτα

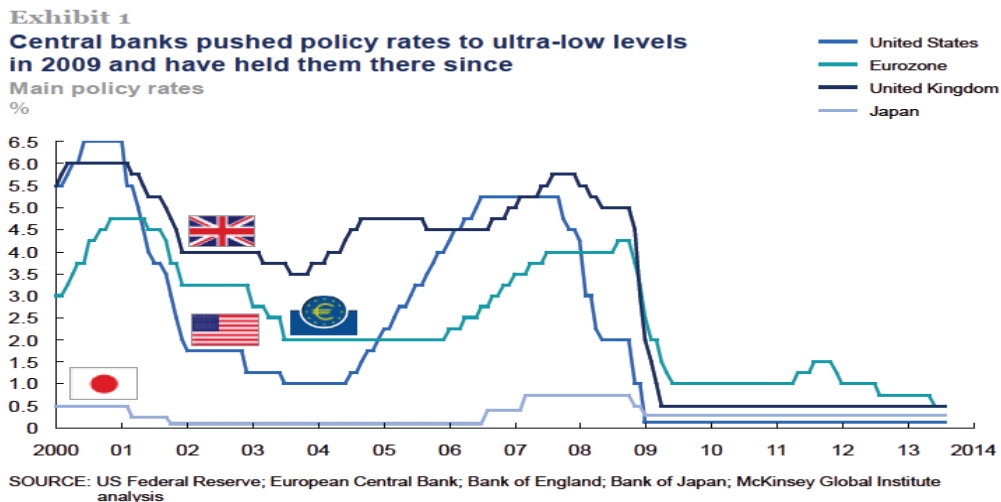
μελέτες έδειξαν ότι αφορά και στις καταναλωτικές αποφάσεις, που σχετίζονται με την αγορά ακινήτων και την κατανάλωση διαρκών αγαθών.

Ένα ιδιαίτερα σημαντικό χαρακτηριστικό της θεωρίας αυτής σε σχέση με το μηχανισμό μετάδοσης των επιτοκίων είναι η έμφαση που αποδίδεται στο πραγματικό επιτόκιο σε σύγκριση με το ονομαστικό ως στοιχείο που επηρεάζει τόσο τις καταναλωτικές αποφάσεις όσο και τις επιχειρηματικές. Επιπρόσθετα, συχνά είναι το μακροχρόνιο επιτόκιο και όχι το βραχυχρόνιο εκείνο που θεωρείται ότι έχει τη μεγαλύτερη επίδραση στην κατανάλωση. Το κλειδί στη παραπάνω ανάλυση είναι οι σταθερές τιμές έτσι ώστε η επεκτατική νομισματική πολιτική η οποία σε βραχυχρόνια περίοδο μειώνει το ονομαστικό επιτόκιο, να μειώνει και το πραγματικό επιτόκιο, ακόμα και σε μια οικονομία ορθολογικών προσδοκιών.

$$M \uparrow \Rightarrow P^e \uparrow \Rightarrow \pi^e \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Με τα ονομαστικά επιτόκια σε μηδενικό επίπεδο, μια αύξηση στη προσφορά χρήματος M μπορεί να αυξήσει το επίπεδο των προσδοκώμενων τιμών P_e και ουσιαστικά τον προσδοκώμενο πληθωρισμό π_e , μειώνοντας τα πραγματικά επιτόκια ακόμα και όταν το ονομαστικό ισούται με μηδέν, και με τον τρόπο αυτό να τονωθεί η κατανάλωση μέσω του καναλιού των επιτοκίων. Σύμφωνα με το παραπάνω μηχανισμό, η νομισματική πολιτική είναι δυνατόν να είναι αποτελεσματική ακόμα και όταν τα ονομαστικά επιτόκια έχουν οδηγηθεί στο μηδέν από τις νομισματικές αρχές. Στη συγκεκριμένη τοποθέτηση οι απόψεις δίστανται καθώς σύμφωνα με έρευνα του Taylor(1995) αυτός ο μηχανισμός έχει δυνατή επιρροή ενώ σε αντίστοιχη μελέτη τους ο Bernanke & Gertler παρουσιάζουν διαφορετική άποψη.

Ένα από τα σημαντικότερα αποτελέσματα των εξαιρετικά χαμηλών επιτοκίων αποτελεί η αναδιανομή πλούτου. Οι κυβερνήσεις έφεραν σημαντικό κόστος που δημιουργήθηκε από την οικονομική κρίση και τη μετέπειτα Ύφεση, ωστόσο τα εξαιρετικά χαμηλά επιτόκια που επιβλήθηκαν από τη νομισματική πολιτική μείωσαν σημαντικά το κόστος δανεισμού, δίνοντας με τον τρόπο αυτό τη δυνατότητα για τη χρηματοδότηση υψηλότερης δημόσιας κατανάλωσης με στόχο την ενίσχυση της οικονομικής ανάπτυξης. Οι μη χρηματοοικονομικοί οργανισμοί επίσης επωφελήθηκαν καθώς το κόστος του χρέους μειώθηκε παρόλο που σε αρκετές περιπτώσεις δε μεταφράστηκε σε αυξημένη επένδυση, ίσως διότι η Ύφεση μείωσε τις προσδοκίες τους για τη μελλοντική ζήτηση. Τα νοικοκυριά, αθροιστικά, δεν επωφελήθηκαν από τα χαμηλά επιτόκια αλλά το αποτέλεσμα διαφέρει ανά δημογραφική ομάδα.



Οι κεντρικές κυβερνήσεις έχουν βιώσει σημαντικές δαπάνες εξαιτίας της χρηματοπιστωτικής κρίσης, τόσο άμεσα λόγω του κόστους διάσωσης του χρηματοπιστωτικού τομέα και τόνωσης των δαπανών, όσο και έμμεσα μέσω των χαμένων φορολογικών εσόδων και της αύξησης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων κατά τη διάρκεια της Ύφεσης. Σε γενικές γραμμές όμως έχουν ωφεληθεί γιατί είχαν τη δυνατότητα με εξαιρετικά χαμηλό κόστος να χρηματοδοτήσουν τις πρόσθετες δαπάνες και τον τρέχοντα δανεισμό. Στις ΗΠΑ, το ποσοστό-επιτόκιο που καταβάλλεται για τα εκκρεμή χρέη προς το δημόσιο μειώθηκε από 4,8% που ήταν το 2007 σε 2,4% το 2012. Εκτιμάται ότι ακόμα και αν το χρέος είχε παραμείνει στα ίδια επίπεδα, μειώνοντας τα πραγματικά επιτόκια μειώνουν οι κυβερνήσεις από μόνες τους τις πληρωμές για την εξυπηρέτηση του χρέους.

Οι Κεντρικές τράπεζες αν συνέχιζαν επ' αόριστο την αγορά περιουσιακών στοιχείων στα πλαίσια των εργασιών QE, η συσσώρευση κερδών από τους τόκους θα ήταν μια συνεχής πηγή εσόδων για τις κυβερνήσεις τους. Η παρούσα αξία αυτής της ροής τόκων θα αποτυπωθεί στους ισολογισμούς της κεντρικής τράπεζας λόγω της αγοράς των περιουσιακών στοιχείων, με την προϋπόθεση ότι αυτά είχαν αποτιμηθεί στην αξία της αγοράς. Στις ΗΠΑ, η Fed αγόρασε 2.100δισ δολάρια πρόσθετων περιουσιακών στοιχείων μεταξύ 2007 και 2012. Στη περίπτωση που οι τράπεζες μετακυλήσουν τα περιουσιακά στοιχεία ,επιτρέποντας με αυτό τον τρόπο τη παραμονή της επέκτασης του ισολογισμού της κεντρικής τράπεζας, θα ισοδυναμούσε με τη μείωση του κυβερνητικού χρέους των ΗΠΑ κατά 20%. Ωστόσο αν οι κεντρικές τράπεζες διατηρήσουν στους ισολογισμούς τα χρεόγραφα μέχρι τη λήξη τους χωρίς να τα αντικαταστήσουν, τότε το όφελος από τη πρόσθετη αγορά περιουσιακών στοιχείων θα είναι μόνο προσωρινό για την κυβέρνηση.

Οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις έχουν μεγάλα ποσά εντόκων υποχρεώσεων με τη μορφή ομολόγων ή τραπεζικών δανείων από ότι σε τοκοφόρα περιουσιακά στοιχεία. Στις ΗΠΑ οι εταιρείες αυτές είχαν 15τρς

δολάρια σε δανειακές υποχρεώσεις το 2012 σε σύγκριση με μόνο τρεις σε τοκοφόρα περιουσιακά στοιχεία. Από τα παραπάνω στοιχεία γίνεται αντιληπτό ότι τα εξαιρετικά χαμηλά επιτόκια είχαν θετική επίπτωση στις εταιρείες αυτού του τύπου διότι τα χαμηλά επιτόκια συντέλεσαν σημαντικά στη μείωση του κόστους του χρέους αυτών ενώ παράλληλα έδωσε τη δυνατότητα να εκδώσουν νέα ομόλογα με πολύ χαμηλά επιτόκια.

Ωστόσο, δεν επωφελήθηκαν όλες οι εταιρείες αυτού του τύπου ούτε επωφελήθηκαν όλες στον ίδιο βαθμό. Οι μεγάλες εταιρείες έχουν εξασφαλίσει ιδιαίτερος μεγάλα προνόμια γιατί έχουν τη δυνατότητα ταυτόχρονα να έχουν πρόσβαση σε τραπεζικά δάνεια, ακόμα και σε περιόδους ύφεσης και δανειακών περιορισμών, και να εκδίδουν ομόλογα στις αγορές δανειακών κεφαλαίων.

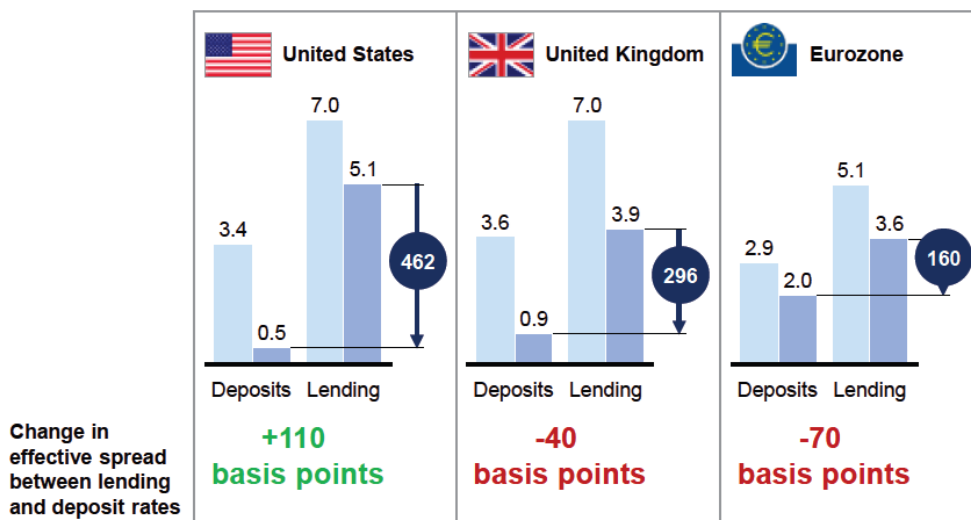
Exhibit 8

US bank effective lending margins have improved, but those of the United Kingdom and Eurozone have fallen

Effective rates paid/received on deposits and loans

%

■ 2007
■ 2012
● Spread (basis points)



SOURCE: US Federal Reserve; Federal Deposit Insurance Corporation; Bankrate; McKinsey Corporate Performance Analysis Tool; Bank of England; Eurostat; European Central Bank; Bloomberg; McKinsey Global Institute analysis

Στις ΗΠΑ, η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου που καταβάλλεται επί των τραπεζικών υποχρεώσεων (καταθέσεις & χρέος) και το επιτόκιο των τόκων από τραπεζικά στοιχεία (κυρίως δάνεια και άλλα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία που αναγράφονται στον ισολογισμό), το αποτελεσματικό καθαρό περιθώριο επιτοκίου αυξήθηκε κατά 63 μονάδες βάσης μεταξύ των ετών 2007 και 2012. Αυτό αντικατοπτρίζει μια ραγδαία πτώση στο επιτόκιο που καταβάλλεται στους καταθέτες το οποίο από 3.4 που

ήταν κατά μέσο όρο το 2007, μειώθηκε στο 0.5 το 2012 όπως φαίνεται και στο παραπάνω σχήμα (exhibit 8).

Ουσιαστικά, οι τράπεζες των ΗΠΑ θα μπορούσαν να έχουν μειώσει το προσφερόμενο επιτόκιο σε λογαριασμούς όψεως και ταμειευτηρίου σε σχεδόν μηδενικό επίπεδο και παρ' όλα αυτά να διατηρούν επαρκείς καταθέσεις. Στη πραγματικότητα, το σύνολο των καταθέσεων σε τράπεζες των ΗΠΑ αυτήν την περίοδο, πιθανότατα λόγω της στροφής προς την ασφάλεια σε μια άστατη χρονική στιγμή για τη χρηματοδότηση καθώς και λόγω της αύξησης της αποταμίευσης των νοικοκυριών. Οι Αμερικάνικες τράπεζες επωφελήθηκαν επιπλέον από το γεγονός ότι μετέτρεπαν σε τίτλους το μεγαλύτερο μέρος των δανείων τους και των κερδών τους από τη δανειοδότηση αντί να τα διατηρούν ως δάνεια στους ισολογισμούς τους. Με τον τρόπο αυτό μείωναν τη γενικότερη ευαισθησία τους προς τις μεταβολές του επιτοκίου.

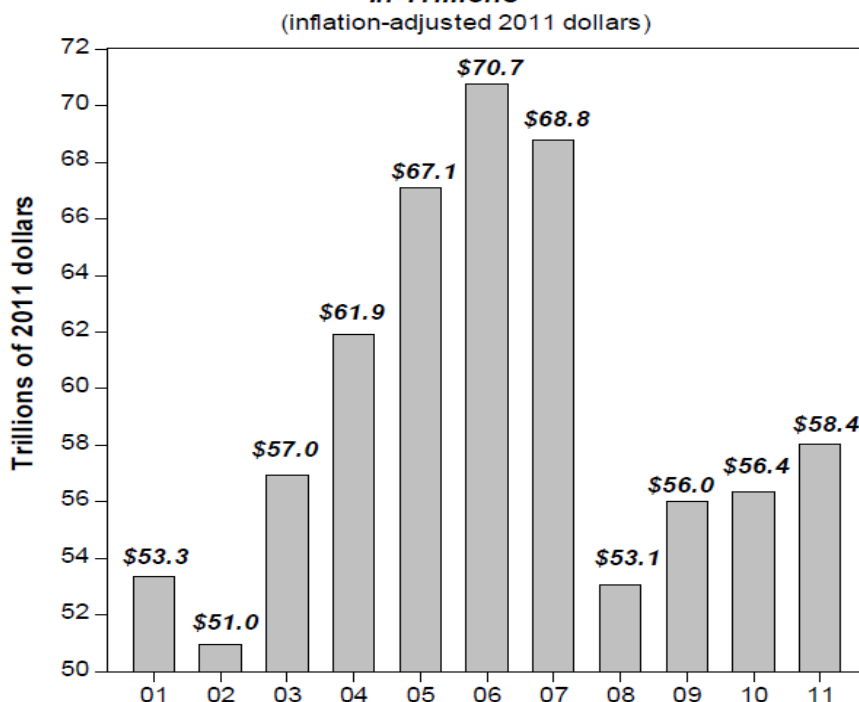
Οι ασφαλιστικές εταιρείες σε γενικές γραμμές προσφέρουν δύο είδη προϊόντων αποταμίευσης: κυμαινόμενου επιτοκίου και σταθερού. Ως κυμαινόμενου επιτοκίου θεωρούνται εκείνες στις οποίες ο πελάτης καταθέτει χρήματα σε λογαριασμό και κατά τη συνταξιοδότηση του εισπράττει ένα ποσό του οποίου η αξία συνδέεται με την μεταβολή της αξίας ενός υποκείμενου τίτλου στον οποίο έχει επιλέξει να επενδύσει. Στη περίπτωση του σταθερού ή εγγυημένης απόδοσης, η ασφαλιστική εταιρεία προσφέρει στον πελάτη ένα σταθερό επιτόκιο στα χρήματα που έχει επενδύσει.

Λόγω των χαμηλών επιτοκίων, οι ασφαλιστικές εταιρείες που στηρίζονταν κυρίως σε προϊόντα σταθερού επιτοκίου αντιμετώπισαν ισχυρές πιέσεις καθώς είχαν δεσμευτεί προς τους πελάτες τους για συγκεκριμένες αποδόσεις ενώ εκείνες λάμβαναν από την αγορά πολύ χαμηλότερες από τις επενδύσεις τους. Επιπλέον, δεδομένου ότι η πλειοψηφία των στοιχείων του ενεργητικού τους είναι τίτλοι σταθερού επιτοκίου με την αξία τους να «παίζεται» στην αγορά, είναι αντιληπτό ότι είναι εξαιρετικά ευαίσθητες σε μια απότομη αύξηση των επιτοκίων γιατί οι τίτλοι τους, που αποδίδουν με σταθερό επιτόκιο θα υποστούν ισχυρό πλήγμα στην αγοραία αξία τους.

Τα νοικοκυριά ανήκουν στη κατηγορία των αποταμιευτών σε αθροιστικά και αν αυτό εκφραστεί σε όρους ισολογισμού, το ενεργητικό τους, δηλαδή οι αποταμιεύσεις και τα χρεόγραφα τους επηρεάζονται ισχυρά από τα επιτόκια και όχι τόσο το παθητικό τους, δηλαδή οι υποχρεώσεις τους. Αυτό γίνεται αντιληπτό κατά τη σύγκριση της αξίας των νοικοκυριών σε αποταμιευτικούς λογαριασμούς, σε αμοιβαία κεφάλαια και σε άλλα είδη οικονομικών προϊόντων, με την αξία που οφείλουν σε υποθήκες, πιστωτικές κάρτες και άλλες μορφές χρέους. Τα νοικοκυριά επιπλέον διατηρούν

σημαντικό μέρος του πλούτου τους σε συνταξιοδοτικά προγράμματα, σε κυμαινόμενου επιτοκίου ασφαλιστικά προγράμματα και ετησίων εισοδημάτων. Λαμβάνοντας υπόψη όλα τα παραπάνω καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι τα νοικοκυριά διατηρούν περισσότερη περιουσία, είτε πρόκειται για καταθέσεις, ομόλογα, αξιόγραφα και ασφαλιστικά προγράμματα, από ότι αυτή που οφείλουν, δάνεια, πιστωτικές κάρτες και άλλα χρέη και συνεπώς η μείωση των επιτοκίων συνέβαλλε περισσότερο στη μείωση του εισοδήματος τους παρά στην ελάφρυνση των χρεών τους και των αντιστοιχών αποπληρωμών τους.

Figure 4. U.S. Household Net Worth, 2001--2011
In Trillions



Source: Balance Sheets of U.S. Economy

Note: Inflation adjustment with CPI-U.

Στο παραπάνω σχήμα φαίνονται οι διακυμάνσεις του καθαρού πλούτου των νοικοκυριών για τη περίοδο 2001-2011. Σύμφωνα με το στοιχείο η αξία τους αυξήθηκε σημαντικά κατά την περίοδο 2002-2006 από τα 51 τρις δολάρια στα 70.7τρις δολάρια παράλληλα με την οικονομική φούσκα και κατάρρευσε τη διετία 2006-2008 επίσης παράλληλα με τη φούσκα στα 53.1 τρις δολάρια. Ωστόσο το αποτέλεσμα αυτό είναι αθροιστικό και η επίδραση του εξαρτάται από δημογραφικούς παράγοντες όπως το ηλικιακό προφίλ και το ύψος του εισοδήματος τους.

Η επίδραση των χαμηλών επιτοκίων διαφέρει αισθητά ανάμεσα σε διαφορετικές ηλικιακές ομάδες. Στις ΗΠΑ, παρατηρήθηκε ότι τα νοικοκυριά

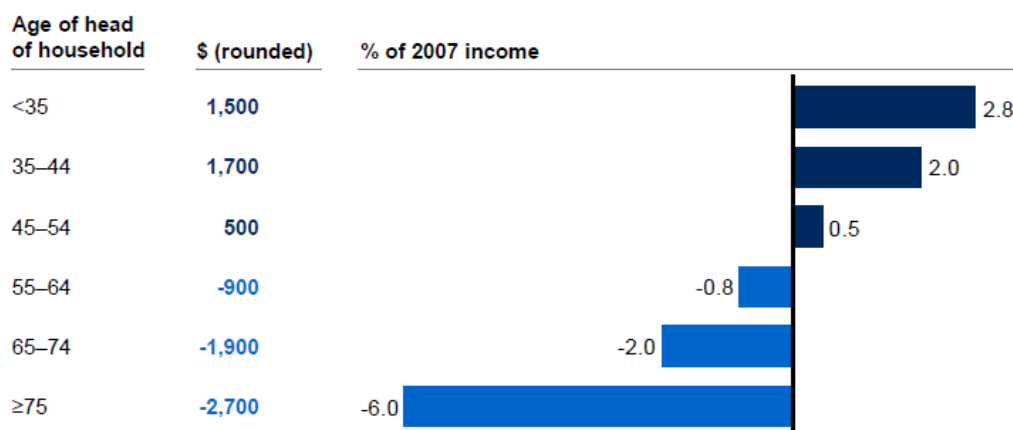
που αποτελούνται από νεότερους ανθρώπους (μέχρι την ηλικία των 45) είναι οφειλότες, συνήθως χρεωμένα και έτσι έχουν ευεργετηθεί από τη μείωση των επιτοκίων. Νοικοκυριά αυτής της κατηγορίας είχαν κατά μέσο όρο περισσότερο εισόδημα για κατανάλωση κάθε χρόνο εξαιτίας των μειωμένων επιτοκίων (Exhibit 10). Τα νοικοκυριά δε που ανήκουν σε μεγαλύτερη ηλικιακή ομάδα είναι γενικά κάτοχοι περιουσιακών στοιχείων από τα οποία εισπράττουν τόκους και έτσι μία μείωση των επιτοκίων επιδρά αρνητικά στο εισόδημα τους. Νοικοκυριά ηλικίας 75 ετών και άνω υπέστησαν κατά μέσο όρο μειώσεις στο εισόδημα τους της τάξεως των 2.700 δολαρίων το χρόνο. Στις ΗΠΑ το 10% των πλουσιότερων ανθρώπων κατέχουν το 90% των καθαρών οικονομικών στοιχείων, δηλαδή τα περιουσιακά τους στοιχεία αφαιρώντας τις υποχρεώσεις τους. Αυτή η ομάδα υπέστη μεγάλη απώλεια εισοδήματος ενώ σε άλλες εισοδηματικές ομάδες οι αλλαγές ήταν ελάχιστες.

Exhibit 10

In the United States, the net interest impact has been positive for younger households but negative for older households



Annual net interest impact for average household

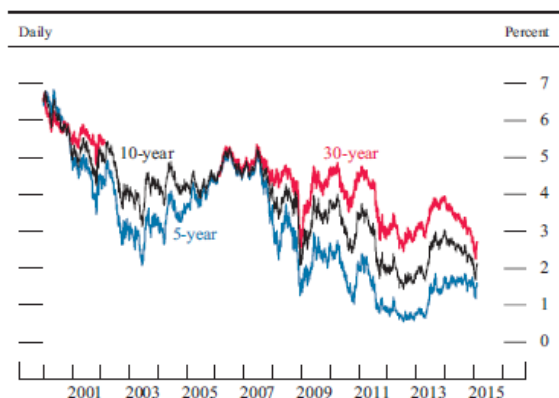


NOTE: Because data are based on reported measures of assets from consumer surveys, totals do not fully align with those reported in aggregate US Flow of Funds data and do not include non-profits and other personal businesses incorporated into the household measure in Flow of Funds data.

SOURCE: US Federal Reserve Survey of Consumer Finances and Flow of Funds; Bankrate; Federal Deposit Insurance Corporation; US Treasury Department; Bloomberg; McKinsey Global Institute analysis

Η άμβλυνση της καμπύλης των αποδόσεων υπήρξε ένας από τους πρωταρχικούς στόχους της ποσοτικής χαλάρωσης. Οι αλλαγές στο κόστος κεφαλαίου σε μακροχρόνιο ορίζοντα θα τροποποιήσουν το σχήμα των καμπυλών των αποδόσεων, το οποίο με τη σειρά του θα επηρεάσει τις χρηματοοικονομικές ροές ακόμα και σε περιόδους μη συνηθισμένης άσκησης νομισματικής πολιτικής. Οι υποστηρικτές των οικονομικών δεικτών της οικονομίας θεωρούν ότι οι χρηματοοικονομικές αγορές αποτελούν «καλούς» συσσωρευτές πληροφοριών εξαιτίας της εκτενούς συμμετοχής στις αγορές. Οι άνθρωποι χαρακτηρίζονται από ισχυρά κίνητρα στην απόδοση αξίας στους τίτλους, η οποία να προσεγγίζει τις θεμελιώδεις αξίες.

29. Yields on nominal Treasury securities



NOTE: The Treasury ceased publication of the 30-year constant maturity series on February 18, 2002, and resumed that series on February 9, 2006.

SOURCE: Department of the Treasury.

Η κλίση της καμπύλης των αποδόσεων των ομολόγων έχει θεωρηθεί από πολλούς μελετητές ως ισχυρή πρόβλεψη για τις μελλοντικές οικονομικές εξελίξεις. Οι διακυμάνσεις στα ασφάλιστρα (premiums) κινδύνου των επιτοκίων θεωρούνται ότι είναι σχετικά μικρές, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα, επομένως οι αλλαγές στις προσδοκίες των επενδυτών από την αγορά για

τα μελλοντικά βραχυπρόθεσμα επιτόκια εξακολουθούν να θεωρούνται ο πρωταρχικός καθοριστικός παράγοντας στις αλλαγές της κλίσης της καμπύλης των αποδόσεων.

Οι αποδόσεις εξακολουθούν να έχουν καθοδική τάση από τα μέσα του 2014. Οι μειώσεις αυτές είναι αποτέλεσμα των μειώσεων των μακροπρόθεσμων forwards rates. Κυρίαρχο σημείο αναφοράς αποτελούν οι αποδόσεις των ξένων αναπτυσσόμενων οικονομιών, οι οποίες ακολουθούν πτωτική τάση ως απάντηση της απογοητευτικής ανάπτυξης και των χαμηλών επιπέδων πληθωρισμού σε χώρες του εξωτερικού, καθώς και των είτε πραγματοποιημένων είτε αναμενόμενων αλλαγών στη νομισματική τους πολιτική.

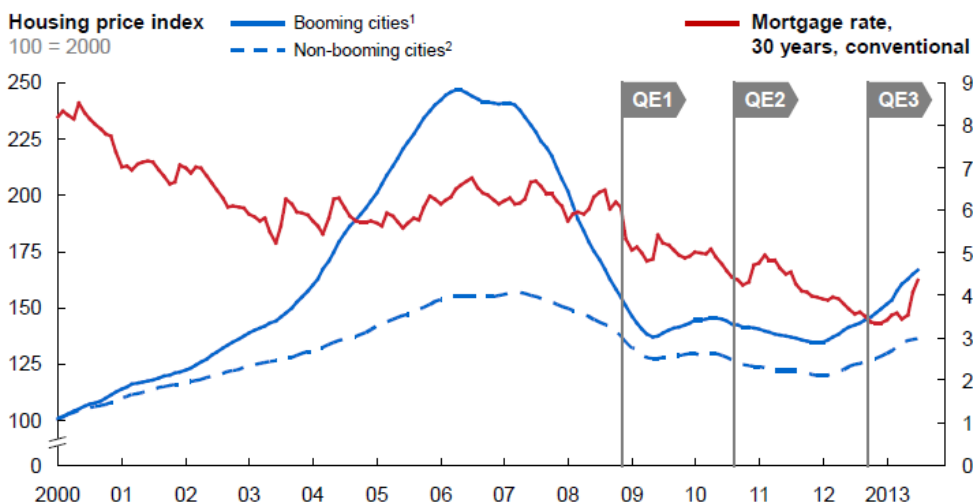
Οι μειώσεις στις μακροπρόθεσμες αποδόσεις των κρατικών ομολόγων καθώς και των μακροπρόθεσμων προθεσμιακών επιτοκίων αντανακλώνται σε μεγάλο βαθμό στις μειώσεις των ασφαλίσεων (premiums), δηλαδή της επιπλέον απόδοσης που οι επενδυτές αναμένουν από τη διατήρηση τίτλων μακράς διάρκειας σε σχέση με την διατήρηση τίτλων βραχυπρόθεσμης διάρκειας για την ίδια περίοδο. Οι συμμετέχοντες στην αγορά επισημάνουν διάφορους παράγοντες που είναι δυνατόν να εξηγήσουν τη μείωση αυτή. Ανάμεσα σε αυτούς είναι η επιδείνωση της οικονομίας των άλλων χωρών, η απότομη πτώση της τιμής του πετρελαίου και οι αυξημένες πιθανότητες παραμονής της Αμερικανικής οικονομίας για εκτεταμένη χρονική περίοδο σε εξαιρετικά χαμηλό πληθωρισμό. Ακολουθώντας τις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων, οι αποδόσεις των τριακονταετούς λήξης τίτλων ενυπόθηκων δανείων (Mortgage Backed Securities-MBS) μειώνονται, σημαντικό παράγοντα διαμόρφωσης των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων.

4.6 Η νομισματική πολιτική και οι επιπτώσεις στην Αγορά ακινήτων

Ένα καίριο στοιχείο στη συνολική πτώση του πλούτου των νοικοκυριών ήταν η πτώση στην αγορά κατοικίας. Η μείωση στις τιμές ακινήτων μεταξύ 2006 και 2011 ανέρχονταν στα 6.8 τρις δολάρια. Η πτώση στις αξίες ακινήτων ήταν από τις πιο σημαντικές συνέπειες για την πλειοψηφία των νοικοκυριών στις ΗΠΑ. Ειδικότερα, για τα νοικοκυριά που δεν ανήκουν στα υψηλά εισοδηματικά στρώματα, το μοναδικό περιουσιακό τους στοιχείο είναι τα ίδια τα σπίτια τους σε αντίθεση με εκείνα των υψηλών εισοδηματικών στρωμάτων που διαθέτουν και περιουσία σε μορφή χαρτοφυλακίου. Η κατάρρευση στην αγορά ακινήτων ώθησε το 23% των ιδιοκτητών στην Αμερική στα όρια της φτώχειας. Η αξία της υποθήκης των σπιτιών τους είχε αποκτήσει μεγαλύτερη αξία από ότι τα ίδια τα σπίτια με αποτέλεσμα να τους δημιουργεί επιπρόσθετες οικονομικές δυσκολίες. Ένας ιδιοκτήτης σπιτιού είχε πλέον περιορισμένη δυνατότητα να δανειστεί ενώ ταυτόχρονα δυσκολευόταν να προχωρήσει και στη πώληση του αφού η αγορά ακινήτων είχε «παγώσει». Τέλος, κάτι πολύ σύνηθες για το εργατικό δυναμικό στην Αμερική, η μετακίνηση σε άλλη πολιτεία για ανεύρεση εργασίας είχε πλέον γίνει εξαιρετικά δύσκολη λόγω της αδυναμίας πώλησης του σπιτιού.

Exhibit 16

In the United States, the typical inverse relationship between mortgage rates and house prices broke down after 2004



¹ Las Vegas; Tampa; Miami; Washington DC; San Francisco; San Diego; Los Angeles; and Phoenix.

² Seattle, Dallas, Portland (Oregon), Cleveland, New York, Charlotte, Minneapolis, Detroit, Boston, Chicago, Atlanta, and Denver.

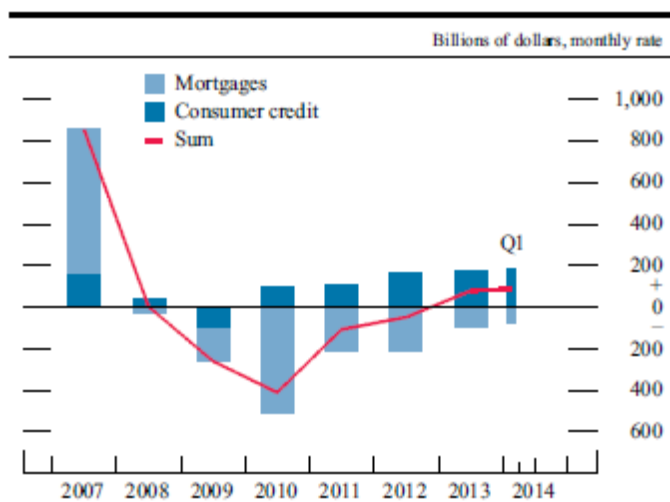
SOURCE: Standard & Poor's; US Federal Reserve; McKinsey Global Institute analysis

Οι βελτιώσεις στο ισοζύγιο των νοικοκυριών συνοδεύτηκαν από τη σταδιακή χαλάρωση των περιορισμών στο δανεισμό. Σύμφωνα με σχετικές

έρευνες (έρευνα του SLOOS), οι μεγάλες εμπορικές τράπεζες δηλώνουν τη χαλάρωση των προδιαγραφών τους σε ότι αφορά στο δάνεια για αγορά κατοικίας σε προνομιακούς πελάτες. Σύμφωνα με την ίδια έρευνα, υπάρχει σχετική χαλάρωση ακόμα και προς τους δανειολήπτες καταναλωτικών δανείων ενώ για τα ενυπόθηκα δάνεια οι περιορισμοί παρέμειναν το ίδιο αυστηροί και σε ορισμένες περιπτώσεις ακόμα αυστηρότεροι.

Όπως φαίνεται και στο παρακάτω διάγραμμα (Διάγραμμα 18), η πρόθεση για δανεισμό έχει σταθερά αυξηθεί εστιάζοντας όμως στα καταναλωτικά δάνεια σε αντίθεση με τα ενυπόθηκα όπου φαίνεται ότι να εξακολουθούν να επικρατούν οι αυστηροί περιορισμοί. Ωστόσο, για δανειστές που κρίθηκαν κατάλληλοι για τη λήψη ενυπόθηκου δανείου, το κόστος δανεισμού είναι χαμηλό. Κατά το 2014, το επιτόκιο του τριαντακονταετούς ενυπόθηκου δανείου μειώθηκε κατά εξήντα μονάδες βάσης.

18. Changes in household debt

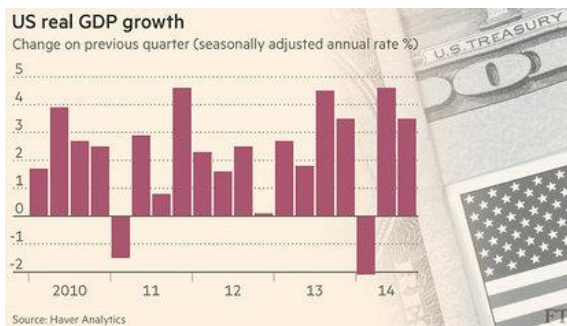


NOTE: Changes are calculated from year-end to year-end.

SOURCE: Federal Reserve Board, Statistical Release Z.1, "Financial Accounts of the United States."

Μετά από σχετικά ικανοποιητικούς ρυθμούς ανάπτυξης της αγοράς κατοικίας, το 2012 και το πρώτο εξάμηνο του 2013, η ανάκαμψη στην κατασκευή κατοικίας έπεσε κατακόρυφα. Η πραγματική επένδυση σε κατοικίες μειώθηκε για δύο διαδοχικά τρίμηνα αλλά τελικά έκλεισε το 2014 με αύξηση κατά 2,5% αλλά συνεχίζει να παραμένει πολύ πίσω σε σχέση με το ύψος της προ κρίσεως.

4.7 Η νομισματική πολιτική και οι επιπτώσεις της στο ΑΕΠ



Μία από τις αναμενόμενες επιπτώσεις και στόχος της ποσοτικής χαλάρωσης αποτελεί η οικονομική ανάπτυξη. Για τη μέτρηση της υπάρχουν διάφορες μέθοδοι, ωστόσο για την παρακάτω ανάλυση θα χρησιμοποιηθεί ο δείκτης του ΑΕΠ, ο οποίος θεωρείται αποδεκτός δείκτης μέτρησης και από την ίδια τη Fed. Υπενθυμίζοντας τα

στοιχεία που συνθέτουν το ΑΕΠ

$$Y = C + I + G + NX$$

Όπου με **C** συμβολίζεται η κατανάλωση, με **I** η επένδυση, με **G** οι κρατικές δαπάνες και **NX** οι καθαρές εξαγωγές. Με την ποσοτική χαλάρωση, η Κεντρική Τράπεζα αποσκοπεί στην ενίσχυση της επένδυσης (I) στην οικονομία. Γίνεται αντιληπτό, ότι προκειμένου μέσω της ποσοτικής χαλάρωσης, η Κεντρική Τράπεζα να φθάσει στο στόχο της περνάει μέσα από διάφορα κανάλια. Η αγορά κρατικών ομολόγων, γνωστά και ως T-bonds, είναι ένα από τα κανάλια μέσω του οποίου επιτυγχάνει τη μείωση των επιτοκίων.

Η βιωσιμότητα και η πιθανή μελλοντική ανάπτυξη της Αμερικανικής Οικονομίας είναι ισχυρά εξαρτημένα από την κατανάλωση καθώς αυτή θεωρείται ο ισχυρότερος μηχανισμός της προς την ανάπτυξη. Το ηθικό τους σχετικά με την οικονομική τους ευρωστία δεν έχει πλήρως ανακάμψει παρόλο που γνωρίζουν ότι η Ύφεση έχει ξεπεραστεί. Το συναίσθημα της ανασφάλειας σχετικά με την εργασία, τη διαθεσιμότητα ρευστών και τη δύναμη της οικονομίας αντικατοπτρίζεται στην πρόθεση τους για κατανάλωση. Ο αριθμός των καταναλωτών που μείωναν την κατανάλωση έχει σταθεροποιηθεί σε ένα ποσοστό της τάξεως του 55% δηλώνει ότι εξακολουθεί να αναζητά τρόπους εξοικονόμησης χρημάτων μέσα από προσφορές και δίνοντας μεγαλύτερη προσοχή στις τιμές και αποφεύγοντας τις ακριβές επιλογές.

Τα τελευταία χρόνια λιτότητα τροποποίησαν τις επιλογές των καταναλωτών και ένα ποσοστό 40% δηλώνει ότι δεν θα επανέλθει στην προ υφέσεως προσέγγιση του σχετικά με την κατανάλωση ενώ εκείνοι που επιθυμούν να επιστρέψουν στις παλιές τους συνήθειες δηλώνουν ότι είτε θα πρέπει πρώτα να αποπληρώσουν μέρος του χρέους τους είτε να αναδομήσουν τις αποταμιεύσεις τους είτε να ανακάμψει το εισόδημα τους. Ωστόσο, το συναίσθημα και η αντίστοιχη συμπεριφορά προς την κατανάλωση διαφέρει όχι μόνο εισοδηματικά αλλά και δημογραφικά. Σε γενικές γραμμές η τάση που έχει επικρατήσει είναι η επιφυλακτική κατανάλωση η οποία πιθανότητα δεν θα μεταβληθεί στο προσεχές μέλλον.

Feelings of economic pressure have stabilized.

Consumers agreeing or strongly agreeing
Percent

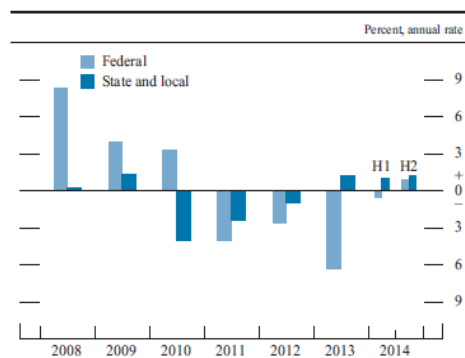
	Sept 2014	Sept 2013	Sept 2012	Sept 2011	Mar 2011	Sept 2010	Mar 2010	Sept 2009
Optimistic about our country's economy	23%	19%	23%	18%	20%	21%	21%	27%
Decreased ability to make ends meet	34%	32%	27%	41%	44%	46%	43%	52%
Living paycheck to paycheck	40%	36%	31%	41%	42%	48%	42%	51%
Somewhat or very worried about losing job	39%	40%	40%	51%	45%	53%	54%	50%
Not making some purchases as a result of uncertainty about economy	31%	40%	29%	39%	40%	45%	N/A	N/A



SOURCE: McKinsey Consumer Sentiment Survey (Sept 2009–Sept 2014)

Οι κρατικές δαπάνες όπως δείχνει και το διάγραμμα 25 είχαν παραμείνει σε χαμηλά επίπεδα τα τελευταία έτη, καθιστώντας ανασταλτικό παράγοντα στην αύξηση του ΑΕΠ. Το έλλειμμα συρρικνώθηκε ακόμα περισσότερο το τελευταίο έτος, αντικατοπτρίζοντας τον περιορισμό στις κρατικές δαπάνες αλλά και την αύξηση των φόρων που αποτελούν προϊόν της οικονομικής επέκτασης. Για το οικονομικό έτος 2014 το έλλειμμα ανήλθε στο 2.75% του ΑΕΠ και οι προβλέψεις για το 2015 είναι ευοίωνες, υπολογίζοντας ότι θα ανέλθει στο 2,5%. Αποτέλεσμα όλων αυτών αποτελεί η σταθεροποίηση του ελλείμματος ως ποσοστό του ΑΕΠ, επαναφέροντας τις κρατικές δαπάνες σε ένα υψηλότερο επίπεδο και αποδεικνύοντας μια τάση για σταθερότητα ως προς το δημοσιονομικό τομέα.

25. Change in real government expenditures on consumption and investment



SOURCE: Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

Η επιχειρηματική επένδυση παραμένει περιορισμένη και σε γενικές γραμμές συνάδει με τον βραδύ ρυθμό αύξησης της παραγωγής των επιχειρήσεων την περίοδο αυτή. Η πτώση της τιμής του πετρελαίου, ωστόσο επηρέασε την επένδυση στο τομέα ενέργειας. Μολοταύτα, διάφοροι μελλοντικοί δείκτες, όπως το επιχειρηματικό κλίμα και οι προσδοκίες κερδών

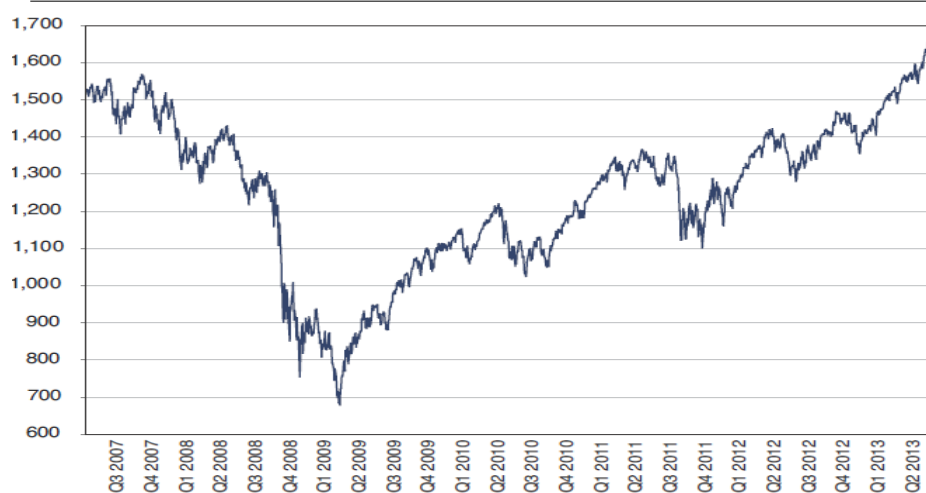
από τους παραγωγούς κεφαλαιουχικών αγαθών, δίνουν μία αισιόδοξη εικόνα και σημείο προς ανάπτυξη της επένδυσης σε κεφαλαιουχικό και άυλο εξοπλισμό. Η επιχειρηματική επένδυση σε κατασκευές είναι σχετικά αδύναμη καθώς η ζήτηση εξακολουθεί να είναι συγκρατημένη.

Η οικονομική κατάσταση των μεγάλων επιχειρήσεων, μη χρηματοοικονομικές, σε γενικές γραμμές έχει παραμείνει σταθερή. Η κερδοφορία μέσα στο 2014 έχει παραμείνει υψηλή και τα ποσοστά αθέτησης των ομολόγων τους ήταν χαμηλή. Οι επιχειρήσεις αυτού του τύπου συνέχισαν να αντλούν κεφάλαια από τις χρηματαγορές με έντονο ρυθμό, δεδομένου των ιστορικά χαμηλών επιτοκίων σε εταιρικά ομόλογα τις πρόσφορες συνθήκες δανεισμού τις περισσότερες από αυτές. Η έκδοση ομολόγων και ο κοινοπρακτικός δανεισμός παρέμειναν ισχυροί.

Η αδύναμη ανάπτυξη στα δάνεια μικρών επιχειρήσεων, οι οποίες αποτελούν τη ραχοκοκαλιά της οικονομίας, φαίνεται σε μεγάλο βαθμό λόγω της υποτονικής ζήτησης. Ωστόσο, τα κριτήρια των τραπεζών για τη χορήγηση δανείων σε μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις εξακολουθούν να είναι αυστηρότερα από το μέσο όρο δανειοδότησης κατά τη τελευταία δεκαετία παρά τη σημαντική χαλάρωση κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών.

Όλα τα παραπάνω στοιχεία, κατανάλωση, κρατικές δαπάνες, καθαρές εξαγωγές και επένδυση συνθέτουν την εικόνα του ΑΕΠ της Αμερικανικής οικονομίας που δείχνει να αυξάνεται αλλά καθώς η ανάπτυξη δεν έχει προέλθει από τη βάση, η ανάπτυξη του είναι ασθενική.

FIGURE 1
S&P 500



Source: Bloomberg

Κάθε επενδυτής διαθέτει ένα μίγμα ανοχής ως προς το κίνδυνο και την επιθυμία του για καλές αποδόσεις. Η αγορά κρατικών ομολόγων αποτελεί μία ασφαλή επιλογή αλλά με δεδομένο ότι τα επιτόκια αγγίζουν το μηδέν είναι φανερό ότι δεν θα λάβει την επιθυμητή απόδοση. Στην πραγματικότητα, εάν υπήρχε πληθωρισμός, ακόμα και σε χαμηλά ποσοστά, θα σήμαινε την απώλεια των χρημάτων του. Καθώς ένας επενδυτής λειτουργεί ορθολογικά και οι επιλογές τους είναι απόρροια της επιθυμίας του για μέγιστο όφελος, θα

στραφεί προς περισσότερο αποδοτικές λύσεις. Προς την ίδια κατεύθυνση κινήθηκαν και οι εμπορικές τράπεζες της Αμερικής θέλοντας να αυξήσουν την απόδοση των ρευστών που τους διέθετε η Fed μέσω της ποσοτικής χαλάρωσης. Η συνεχόμενη αύξηση του S&P 500 δεν αποτελεί έκπληξη.

Οι καθοδικοί κύκλοι του S&P 500 υπήρξαν πολύ μεγαλύτεροι τόσο σε βάθος όσο και σε διάρκεια κατά τις περιόδους που δεν «έτρεχε» το πρόγραμμα της ποσοτικής χαλάρωσης. Ο δείκτης αυξήθηκε σταδιακά σε ιστορικά επίπεδα, όπως απεικονίζεται και από το παραπάνω διάγραμμα, από την εκκίνηση της ποσοτικής χαλάρωσης. Η χρηματιστηριακή αγορά αντιδρά δυνατά ανταποκρινόμενη σε κάθε επιβολή ή ανακοίνωση μίας ακόμη δόσης ποσοτικής χαλάρωσης. Ωστόσο, η οικονομική ανάπτυξη δεν ανταποκρίνεται με τον ίδιο ρυθμό και σταδιακά η συσσωρευμένη απογοήτευση θα οδηγήσει σε ασθενέστερη χρηματιστηριακή αγορά.

Πανεπιστήμιο Πειρ

5. Συμπεράσματα

Το εξουθενωτικό χρέος, η σφιχτή πιστωτική πολιτική, οι μειωμένες αξίες των ακινήτων, οι στάσιμοι μισθοί και η επίμονη ανεργία συνθέτουν την εικόνα του πάζλ της Αμερικανικής Οικονομίας κατά την εκκίνηση της οικονομικής κρίσης. Τα παραπάνω στοιχεία αποτελούν μέρος της επερχόμενης και διαρκώς αυξανόμενης οικονομικής ανισότητας, η οποία έχει μειώσει την Ιδιωτική Κατανάλωση, το μεγαλύτερο «εργαλείο» για την ανάπτυξη της Αμερικανικής Οικονομίας.

Σημάδια αλλαγής φαίνονται στον ορίζοντα όπως η αύξηση του πληθωρισμού και η στενότητα στην αγορά εργατικού δυναμικού που δίνουν ώθηση προς του υψηλότερους μισθούς για τους Αμερικανούς της εργατικής τάξης. Παράλληλα, νοικοκυριά δείχνουν τάση προς ανεύρεση της οικονομικής τους σταθερότητας μέσα από τον έλεγχο του προϋπολογισμού τους και την αποπληρωμή του χρέους τους.

Η ανισότητα δεν αποτελεί νέο φαινόμενο. Οι δομικές του ρίζες της Αμερικανικής ανισότητας είναι βαθιές. Υπήρχε πριν την κρίση του 2008 και θα υπάρχει. Κατά τη διάρκεια των δύο τελευταίων οικονομικών κύκλων, η τάση που επικράτησε ήταν η αύξηση των χαμηλόμισθων θέσεων εργασίας και η επιβράδυνση της αύξησης των μισθών, γεγονότα που όξυναν την οικονομική ανισότητα. Τα νοικοκυριά της εργατικής τάξης που στήριζαν περισσότερο το εισόδημα τους στο μισθό, βίωσαν το μεγαλύτερο πλήγμα.

Το μέσο Αμερικανικό νοικοκυριό, για πολλές δεκαετίες, δανειζόταν όλο και περισσότερο για να συμπληρώσουν την έλλειψη στην αύξηση των μισθών τους. Η φούσκα όμως που έσπασε στην αγορά ακινήτων και στη συνέχεια η οικονομική κρίση που ξέσπασε στο τέλος του 2008, μείωσαν τη ροή της πίστωσης. Στη πορεία, η άνιση ανάκαμψη της οικονομίας πέτυχε τη περαιτέρω διεύρυνση του χάσματος μεταξύ των εχόντων και των μη εχόντων.

Η οικονομική κρίση και η μεγάλη Ύφεση άγγιξε όλους ανεξάρτητα του κοινωνικοοικονομικού τους επιπέδου αλλά κάθε έναν σε διαφορετικό βαθμό. Τα νοικοκυριά ένιωσαν ισχυρή οικονομική πίεση με τη βαρύτερη μείωση της αξίας των ακινήτων και το «πάγωμα» της αγοράς ακινήτων. Η ιδιωτική κατανάλωση που αριθμεί περίπου τα 2/3 της Αμερικανικής Οικονομίας πλήγηκε με οξύτατη μείωση σε αυτή την Ύφεση και ήδη έχει αισθητά καθυστερήσει να ανακάμψει και να βρεθεί στα επίπεδα της προηγούμενης αιχμής της.

Τα νοικοκυριά επλήγησαν με δυσανάλογο τρόπο. Για την εργατική τάξη, η υψηλή ανεργία, οι στάσιμοι μισθοί και η περιορισμένη έως ανύπαρκτη πρόσβαση σε πίστωση ήταν από τα χαρακτηριστικά της περιόδου αυτής. Τα δε νοικοκυριά της Μεσαίας τάξης βίωσαν τον έντονο περιορισμό στη κατανάλωση ακόμα και για τα αναγκαία όπως φαγητό, στέγαση, ιατρική περίθαλψη και εκπαίδευση. Οι παραπάνω καταστάσεις αφορούν το 60% των συνολικών νοικοκυριών και αριθμούν περίπου το 40% της συνολικής ιδιωτικής κατανάλωσης, γεγονός που οδηγεί σήμερα στην Ασθενική Ανάρρωση της Αμερικανικής Οικονομίας.

Στα θετικά αυτής της πολιτικής είναι η επιτυχία της στη σταθεροποίηση του τραπεζικού τομέα και του γενικότερου χρηματοοικονομικού συστήματος

για να αποφευχθούν τα χειρότερα. Ωστόσο, οι απόψεις δίστανται ως προς την αποτελεσματικότητα της ποσοτικής χαλάρωσης και ενός επερχόμενου πιθανού υψηλού πληθωρισμού σε μακροχρόνιο ορίζοντα.

Καταλήγοντας, η μη συμβατική νομισματική πολιτική της Fed, δεν πέτυχε ως προς τη διοχέτευση των κεφαλαίων σε επενδύσεις στην πραγματική οικονομία, Επιχειρηματικά και Καταναλωτικά δάνεια, κατ' επέκταση στη τόνωση της ιδιωτικής κατανάλωσης για μη ανάπτυξη προερχόμενη από τη βάση της οικονομίας αλλά αντιθέτως τα κεφάλαια εγκλωβίστηκαν στην κεφαλαιαγορά και στο χρηματιστήριο, εντείνοντας την ανισοκατανομή του πλούτου.

Τελευταίο αλλά εξίσου σημαντικό δίδαγμα της Ύφεσης αποτελεί η ανάγκη για βελτίωση των δομών της Δημοσιονομικής πολιτικής, σε περιόδους «παχιών αγελάδων» προκειμένου να υπάρχει ο χώρος για να παρέχει φορολογικά κίνητρα κατά τις περιόδους των υφέσεων. Η δημοσιονομική πολιτική, όταν τα επιτόκια πλησιάζουν το μηδέν θα μπορούσε να είναι εξίσου αποτελεσματική στην ενίσχυση της συνολικής ζήτησης γιατί με τον τρόπο αυτό θα επιτύχει την αποφυγή της αύξησης των πραγματικών επιτοκίων.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

6.Βιβλιογραφική Αναφορά

Άρθρα

Anthony F.Herbst, Joseph S.K. Wu, Chi Pui Ho (2014) “Quantitative Easing in an open-economy-Not a liquidity but a reserve trap”, *Global Finance Journal* 25(2014) 1-16

Arvind Krishnamurthy, Annette Vissing-Jorgensen (2011), “The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2011

Edward Nelson, Anna J. Schwartz (2008), “The impact of Milton Friedman on modern monetary economics: Setting the record straight on Paul Krugman’s “who was Milton Friedman?””, *Journal of Monetary Economics* 55 (2008) 835–856

Franco Fiordelisi, Giuseppe Galloppo, Ornella Ricci (2013), “The effect of monetary policy interventions on interbank markets, equity indices and G-SIFIs during financial crisis”, *Journal of Financial Stability* 11 (2014) 49–61

Cullen O. Roche (2014), “Understanding Quantitative Easing”, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2397992>

Bluford H. Putnam (2012), “Essential concepts necessary to consider when evaluating the efficacy of quantitative easing”, *Review of Financial Economics* 22 (2013) 1–7

Makram El-Shagi, Sebastian Giesen (2013), “Money and inflation: Consequences of the recent monetary policy”, *Journal of Policy Modeling* 35 (2013) 520–537

Frederic S. Mishkin, (1996), “The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy”, NBER Working Paper 5464, February 1996

John C. Bluedorn, Christopher Bowdler (2010), “The open economy consequences of U.S. monetary policy”, *Journal of International Money and Finance* 30 (2011) 309–336

Georgios Karras (2013), “Asymmetric effects of monetary policy with or without Quantitative Easing: Empirical evidence for the US”, *The Journal of Economic Asymmetries* 10 (2013) 1–9

Stefan Mittnik, Willi Semmler (2013), “The real consequences of financial stress”, *Journal of Economic Dynamics & Control* 37(2013)1479–1499

Ansgar Belke , Jens Klose (2013), “Modifying Taylor reaction functions in the presence of the zero-lower-bound — Evidence for the ECB and the Fed”, *Economic Modelling* 35 (2013) 515–527

Financial Times, “End of an era: Fed turns off the QE faucet”, October 2014
<http://www.ft.com/intl/fastft/228062>

Financial Times, “From September to October: Fed statement changes”, October 2014
<http://www.ft.com/intl/fastft?q=topic%3A%22Fed%20tapering%22>

Heidi Moore, The Guardian, “The Fed has quietly ended its stimulus. Now the hard work really begins”, October 2014
<http://www.theguardian.com/business/2014/oct/29/fed-quietly-ends-stimulus-hard-work>

<http://econ.economicshelp.org>

Sam Ro, Business Insider, “The Absence Of QE In The Markets Has Been Palpable”
<http://www.businessinsider.com/sp-500-maximum-drawdowns-and-qe-2015-1#ixzz3Sn6Xc5ha>

Robert Lezner, Forbes, “The Bull Market Will be Over When QE Ends”
<http://www.forbes.com/sites/robertlenzner/2014/06/20/the-fading-out-of-the-feds-qe-bond-buying-may-mean-the-end-of-a-5-year-bull-market/>

John H. Makin
http://www.aei.org/wp-content/uploads/2013/05/-the-fed-cant-save-the-stock-market-again_155234751079.pdf

Fed’s Monetary Policy Report , July 15th 2014

Fed’s Monetary Policy Report , February 24th 2015

Anne Martinez, Rukhshana Motiwala, and Ali Sher, “America the frugal, US consumer sentiment survey”

Paul Mouchakkaa “Frozen on the Rates: Impact of Interest Rates on Capitalization Rates”

Christian Hott and Terhi Jokipii, “Housing Bubbles and Interest Rates”

Sedat KUSGOZOGLU, M. Sakir Başaran, Selcuk KENDIRLI, “ Expansion for Who, Markets or The Poor?”, Journal of Economic Development, Environment and People Volume 3, Issue 4, 2014

Richard Dobbs, Susan Lund, Tim Koller, Ari Shwayder, “QE and ultra-low interest

Rates: Distributional effects and risks”, November 2013

Michael E. Feroli , Ethan S. Harris , Amir Sufi , Kenneth D. West “Housing, Monetary Policy, and the Recovery”, April 2012, *Electronic copy available at* <http://ssrn.com/abstract=2056313>

Jamus Jerome Lim , Sanket Mohapatra, Marc Stocker “Tinker, Taper, QE, Bye? The Effect of Quantitative Easing on Financial Flows to Developing Countries”, March 2014

Michael J. Dueker, “Strengthening the Case for the Yield Curve as a Predictor of U.S. Recessions”, March/April 1997

Robert Pollin, “The Great U.S. Liquidity Trap of 2009-11: Are We Stuck Pushing on Strings?”, June 2012

Maria A. Arias and Yi Wen, “ The Liquidity Trap: An Alternative Explanation for Today’s Low Inflation”

Signe Krogstrup, Samuel Reynard and Barbara Sutter, “Liquidity Effects of Quantitative Easing on Long-Term Interest Rates”, January 2012

Βιβλία

N.Gregory Mankiw, «Μακροοικονομική θεωρία», εκδόσεις Gutenberg

J.M.Keynes, «Η γενική θεωρία της Απασχόλησης, του Τόκου και του Χρήματος», εκδόσεις Παπαζήση

D.Begg, S.Fischer, R. Dornbusch, «Εισαγωγή στην οικονομική», τόμος Β΄, εκδόσεις Κριτική