

Η ΝΕΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΜΕΓΑΛΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008-2009: ΠΟΙΟΙ ΕΙΝΑΙ ΟΙ ΠΙΘΑΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΤΗΣ ΠΟΣΟΤΙΚΗΣ ΧΑΛΑΡΩΣΗΣ;

ΔΕΝΕΛΑΒΑ ΜΑΡΙΝΑ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: Ν. ΠΙΤΤΗΣ

ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗ:
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Ν. ΠΙΤΤΗΣ
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Α. ΑΝΤΖΟΥΛΑΤΟΣ
ΕΠΙΚΟΥΡΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Δ.ΒΟΛΙΩΤΗΣ

ΜΑΙΟΣ 2020
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ



ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

Η εκπόνηση της παρούσας διπλωματικής εργασίας χρηματοδοτήθηκε από το πρόγραμμα του Ιδρύματος Κρατικών Υποτροφιών σε συνεργασία με την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, που αφορά στη χορήγηση υποτροφιών για μεταπτυχιακές σπουδές πρώτου κύκλου στην Ελλάδα με ένταξη στην αγορά εργασίας.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στην προκείμενη διπλωματική διατριβή, θα διενεργηθεί έρευνα που θέτει ως θεματική τη νομισματική πολιτική που μεταδόθηκε μετά την εκδήλωση της κρίσης του 2008-2009. Αναλυτικότερα, θα επικεντρωθεί στην εφαρμογή του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης, το οποίο έδρασε ως ένα επιπρόσθετο και αντισυμβατικό – έως πρότινος – μέτρο για το Ευρωσύστημα και τις Ηνωμένες Πολιτείες.

Στα ακόλουθα χωρία θα αποτυπωθεί η δομή των προγραμμάτων που θεσπίστηκαν από τις κεντρικές τράπεζες στην Ευρώπη, τις Η.Π.Α. και την Ιαπωνία, το περιεχόμενο τους και θα εξετασθούν ενδελεχώς οι επιδράσεις τους σε όλο το φάσμα της οικονομίας, όπως στοιχειοθετούνται κι ερμηνεύονται αυτές. Ιδιαίτερη μνεία θα γίνει στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης που ακολουθήθηκε από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. και πώς αυτό αποτιμάται.

Επιπροσθέτως, θα αναφερθεί κι η εναλλακτική και πιο ανθρωποκεντρική «εκδοχή» της ποσοτικής χαλάρωσης όπως προτάθηκε, θέτοντας στο επίκεντρο την κοινωνική ευημερία, πέρα από το αποτύπωμα στις χρηματαγορές αλλά και υποδεικνύοντας το ρόλο που θα πρέπει λάβουν οι κεντρικές τράπεζες στη δημιουργία χρήματος ώστε να επιτευχθεί ένας ενάρετος οικονομικός κύκλος.

Λέξεις – κλειδιά: *νομισματική πολιτική, κεντρικές τράπεζες, ποσοτική χαλάρωση, επιτόκια, πληθωρισμός, μολόγο, πρόγραμμα αγοράς περιουσιακών στοιχείων, λαϊκό QE, ευρωμολόγο*

ABSTRACT

In this dissertation, a research will be conducted on the monetary policy pursued after the crisis of 2008-2009. More specifically, it will focus on the implementation of the quantitative easing programs, which have acted and have been introduced as an additional and unconventional - until recently - measure for the Eurosystem and the United States.

The following chapters will show the structure of the programs established by the central banks in Eurozone, the USA and Japan, their content and their effects, which will be thoroughly examined across the spectrum of the economy, as they are substantiated and interpreted. Special mention will be made in the quantitative easing program followed by the US Federal Reserve Bank and how this monetary effort is valued upon various factors & aspects.

Moreover, the alternative and more anthropocentric "version" of quantitative easing (based on Modern Monetary Theory) will be mentioned, focusing on social welfare, in addition to the footprint made in the money markets, but also pointing to the role that central banks should play in creating money to achieve a virtuous economic cycle.

Keywords: *monetary policy, central banks, quantitative easing, interest rates, inflation, bonds, asset purchase program, modern monetary theory, Eurobond*

Στη μητέρα μου.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

Πίνακας περιεχομένων	4
1 Εισαγωγή.....	6
1.1 Στρατηγική της νομισματικής πολιτικής	6
1.2 Σταθερότητα των τιμών	6
1.3 Συμβατικά μέτρα άσκησης νομισματικής πολιτικής	7
1.4 Αντισυμβατικά μέτρα άσκησης νομισματικής πολιτικής	8
1.5 QE Tapering (Reverse QE)	8
1.6 Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα – Initiation of APP	8
1.6.1 Η αφετηρία	9
1.6.2 Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTROs).....	10
1.6.3 Ευρωσύστημα και ενιαία νομισματική πολιτική εν έτει 2020	10
1.7 Federal Reserve’s Bank – Initiation of LSAPs.....	11
1.7.1 Το χρονικό.....	12
1.8 Bank of Japan and QE.....	13
2 Παράγωγα της ποσοτικής χαλάρωσης στο Ευρωσύστημα.....	16
2.1 CBPP1 (Covered bond purchase programme)	16
2.2 CBPP2.....	16
2.3 CBPP3.....	16
2.4 SMP (Securities Markets Programme)	17
2.5 ABSPP (Asset-backed securities purchase programme).....	17
2.6 PSPP (Public Sector Purchase Programme).....	17
2.7 CSPP (Corporate Sector Purchase Programme).....	18
2.8 Αγορές APP ανά πρόγραμμα.....	18
2.9 PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme)	19
3 Ο Ευρύτερος Αντίκτυπος ενός Προγράμματος Ποσοτικής Χαλάρωσης.....	20
3.1 Μηχανισμοί μετάδοσης της ποσοτικής χαλάρωσης στην μακροοικονομία	22
3.2 Πώς αναμένεται να επηρεάσει την πραγματική οικονομία.....	23
3.3 Η Εμπειρία της Ευρωζώνης.....	24
3.4 Money supply domino effect	27
3.5 Επίδραση στις συναλλαγματικές ισοτιμίες	29
4 Η δομή και η επίδραση του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης της FED	30
4.1 QE1: Δεκέμβριος 2008 - Ιούνιος 2010	30

4.2 QE2: Νοέμβριος 2010 - Ιούνιος 2011	32
4.3 QE3: Σεπτέμβριος 2012 – Οκτώβριος 2014	34
4.4 Operation Twist	36
5 Εξέταση επίδρασης της ποσοτικής χαλάρωσης στις συνιστώσες του ΑΕΠ.....	37
5.1 Εξέλιξη του ΑΕΠ από τη γέννηση της κρίσης έως τη λήξη της αμερικάνικης QE	37
5.2 Συνιστώσες Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος	40
5.3 Διαμόρφωση μεγεθών κατά τη διάρκεια του QE.....	41
6 Επίδραση στις Χρηματαγορές από την εφαρμογή του αμερικάνικου QE.....	59
6.1 Επίδραση στην πορεία των χρηματοοικονομικών δεικτών	59
6.2 Επίδραση στις αποδόσεις των ομολόγων.....	62
7 Η Διαμόρφωση του πληθωρισμού κατά τη διάρκεια του QE.....	66
8 Επίδραση στον ισολογισμό της FED.....	67
9 QE For People.....	68
9.1 Το χρονικό μιας πειραματικής σκέψης	68
9.2 Αντίρροπες πολιτικές	69
9.3 Debt Monetization	70
9.4 Εναλλακτικό QE στην πράξη;	71
10 Εναλλακτικές πολιτικές αντί της κλασικής QE.....	72
11 Eurobonds: μια από κοινού λύση στο πρόβλημα της Ευρωζώνης	73
12 Η Fed και το QE Σήμερα.....	74
12.1 Δράσεις που εφάρμοσε η Fed για να αντιμετωπίσει την κρίση της νόσου Covid-19	75
12.2 Commercial Paper Funding Facility program	77
12.3 Αποτίμηση δράσεων.....	77
13 Πορίσματα.....	79
14 Βιβλιογραφία	81
14.1 Αρθρογραφία.....	81
14.2 Παραπομπές από ηλεκτρονικές ιστοσελίδες	81

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 Στρατηγική της νομισματικής πολιτικής

Η νομισματική πολιτική συνιστά την κύρια λειτουργία των νομισματικών αρχών μιας οικονομικής περιοχής που εμπίπτει στον επηρεασμό του κόστους δανεισμού και της διαθεσιμότητας του χρήματος σε μια οικονομία. Δομείται, διαμορφώνεται και εφαρμόζεται υπό ένα στρατηγικό άξονα. Ο στρατηγικός αυτός άξονας άπτεται των αποφάσεων που λαμβάνονται από τις κεντρικές τράπεζες για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής και θεμελιώνονται πάνω στην ανάλυση κινδύνων που ανακύπτουν και επηρεάζουν τη σταθερότητα των τιμών. Οι αναλύσεις αυτές δομούνται σε δύο πυλώνες, της οικονομικής και της νομισματικής ανάλυσης.

Ο πρώτος πυλώνας της οικονομικής ανάλυσης αφορά τις οικονομικές εξελίξεις που διαδραματίζονται, τις διακυμάνσεις των τιμών και τις πιθανότητες επηρεασμού του πληθωρισμού. Σχετίζονται επίσης με την πορεία της συνολικής παραγωγής, της συνολικής ζήτησης, τη δημοσιονομική πολιτική που επικρατεί, την κατάσταση στις αγορές κεφαλαίου, τις συναλλαγματικές ισοτιμίες που διαμορφώνονται όπως και με τα ισοζύγια (τρεχουσών συναλλαγών, εμπορικό κ.ο.κ.).

Ο δεύτερος έγκειται στη μελέτη των νομισματικών μεγεθών, δηλαδή τη ρευστότητα, την ποσότητα χρήματος που διοχετεύεται σε μία οικονομία (M3), τις πιστώσεις που παρέχονται σε νοικοκυριά και επιχειρήσεις και διαμορφώνουν ακολούθως τις καταναλωτικές δαπάνες και τις επιχειρηματικές επενδύσεις. Εν ολίγοις, το επίπεδο κατά το οποίο επιτυγχάνεται μεσοπρόθεσμα ο στόχος της σταθερότητας των τιμών.

Οι αποφάσεις αυτές αφορούν επίσης τα βασικά επιτόκια, το βασικό λειτουργικό πλαίσιο εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής, δηλαδή τις κατευθυντήριες γραμμές για την άσκηση νομισματικών μέτρων. Στην Ελλάδα, αρμόδια εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής είναι η Τράπεζα της Ελλάδος, καθότι αυτή ασκείται αποκεντρωμένα στο Ευρωσύστημα έχοντας ως πλαίσιο τη διαμόρφωση της από το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και τη μετάδοση της από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες.

Επιπλέον, η νομισματική πολιτική διακρίνεται σε επεκτατική και συσταλτική. Στην επεκτατική πολιτική αυξάνεται η ποσότητα του χρήματος στην αγορά, ενθαρρύνοντας τη διατηρήσιμη οικονομική ανάπτυξη και την απασχόληση, ενώ στη συσταλτική μειώνεται η ποσότητα χρήματος που κυκλοφορεί στην αγορά.

1.2 Σταθερότητα των τιμών

Όπως έχει αναφερθεί, ακρογωνιαίος λίθος της νομισματικής πολιτικής είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Αυτό ποσοτικά ερμηνεύεται ως η επίτευξη ετήσιου ρυθμού πληθωρισμού πλησίον και κάτω του 2% μεσοπρόθεσμα. Η σταθερότητα των τιμών δύναται να μετρηθεί με τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (CPI) ο οποίος υπολογίζει με τη μεγαλύτερη δυνατή προσέγγιση τις μεταβολές που σημειώνονται στην τιμή ενός αντιπροσωπευτικού καλαθιού καταναλωτικών αγαθών. Επιπλέον, η σταθερότητα αυτή των τιμών θα μπορούσε να ορισθεί ως ο ρυθμός του ετήσιου πληθωρισμού που διαδραματίζεται σε μια νομισματική ένωση και αποτελεί προτεραιότητα της νομισματικής πολιτικής καθώς επικεντρώνεται στην επίτευξη ενός μέσου επιπέδου των επιτοκίων στην αγορά χρήματος. Ακόμη η διατήρηση των επιπέδων αυτών μεσοπρόθεσμα κρίνεται αναγκαία καθώς απώτερος σκοπός των Κεντρικών Τραπεζών συνιστά η διαχρονική διατήρηση των μεγεθών αυτών κι όχι σε βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα.

Δίδεται πάντως ιδιαίτερη βαρύτητα στη σταθερότητα των τιμών καθώς οι μεγάλες διακυμάνσεις – υπερπληθωρισμός & αποπληθωρισμός – επιφέρουν σοβαρές συνέπειες στη χάραξη δημοσιονομικής πολιτικής, την παραγωγική δραστηριότητα, τις καταναλωτικές συνήθειες, αλλά και το σημαντικότερο, στην κοινωνική ευημερία. Συνεπώς, ανάγεται σε πρώτης σημασίας προτεραιότητα για τις Κεντρικές Τράπεζες αλλά και για τις αποφάσεις που λαμβάνονται στο πλαίσιο άσκησης νομισματικής πολιτικής. Ακολουθώντας, οι αποφάσεις αυτές επηρεάζουν βαθύτατα τις τιμές αφού οι Κεντρικές Τράπεζες είναι τα καθ' ύλην αρμόδια όργανα για την έκδοση χρήματος και συνθέτουν τη νομισματική βάση. Θέτουν λοιπόν σε λειτουργία ένα μηχανισμό μετάδοσης νομισματικής πολιτικής, στο πλαίσιο του οποίου οι Κ.Τ. καθορίζουν τα επιτόκια πολιτικής, δηλαδή το κόστος του χρήματος. Εν ολίγοις, τα παραπάνω σχετίζονται τα επιτόκια με τα οποία δανείζονται οι εμπορικές τράπεζες από τις Κ.Τ., τα διατραπεζικά επιτόκια (το κόστος δανεισμού μεταξύ των εμπορικών τραπεζών) και τα επιτόκια που χορηγούν οι εμπορικές τράπεζες προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Δημιουργείται συνεπώς ένας φαύλος κύκλος στον οποίο διαγράφεται η πολιτική καθορισμού επιτοκίων και η επίδραση αυτών στη συνολική ζήτηση.

1.3 Συμβατικά μέτρα άσκησης νομισματικής πολιτικής

Ο πρωταρχικός στόχος των κεντρικών τραπεζών, η διασφάλιση δηλαδή της σταθερότητας των τιμών με άμεσα επακόλουθα την οικονομική ανάπτυξη και την πλήρη απασχόληση, αντικατοπτρίζεται μέσω της άσκησης νομισματικής πολιτικής. Ουσιαστικά επιδίωξη των κεντρικών τραπεζών είναι η διατήρηση της αγοραστικής δύναμης του νομίσματος τους και για αυτόν το λόγο λαμβάνουν αποφάσεις αναφορικά με τον επηρεασμό του κόστους και της διαθεσιμότητας του χρήματος στην οικονομία. Συγκεκριμένα, η νομισματική πολιτική ορίζει τα επίπεδα στα οποία θα κυμανθούν τα επιτόκια δανεισμού και καταθέσεων των εμπορικών τραπεζών στις Κεντρικές Τράπεζες. Η παραδοσιακή άσκηση νομισματικής πολιτικής συναντάται με τα ακόλουθα τρία (3) μέτρα:

- I. **Οι πράξεις ανοικτής αγοράς** κατευθύνουν και συνδράμουν σημαντικά στη νομισματική πολιτική καθώς επηρεάζουν τη ρευστότητα και τα επιτόκια βραχυπρόθεσμα μέσω της αγοράς & πώλησης χρηματοοικονομικών τίτλων, με κυριότερες τις:
 - πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης,
 - πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης,
 - πράξεις εξομάλυνσης βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας,
 - διαρθρωτικές πράξεις
- II. **Οι πάγιες διευκολύνσεις** παρέχουν ή απορροφούν πλεονάζουσα ρευστότητα με διάρκεια μιας ημέρας) και συνιστούν δείκτες μέτρησης του πραγματικού επιτοκίου που επικρατεί στη διατραπεζική αγορά για τοποθετήσεις μιας ημέρας. Διακρίνονται σε:
 - Διευκόλυνση Οριακής Χρηματοδότησης (στην Ευρωζώνη το ESTR)
 - Διευκόλυνση Αποδοχής Καταθέσεων
- III. **Η διατήρηση ελάχιστου αποθεματικού** στοχεύει στη σταθεροποίηση των επιτοκίων βραχυπρόθεσμα αφού οι κεντρικές τράπεζες απαιτούν από τα πιστωτικά ιδρύματα να τηρούν ένα ορισμένο ύψος κεφαλαίων σε λογαριασμούς στις εθνικές κεντρικές τράπεζες.

1.4 Αντισυμβατικά μέτρα άσκησης νομισματικής πολιτικής

Καθότι αρμοδιότητα των κεντρικών τραπεζών είναι η εφαρμογή όλων των μέσων για τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών, σε παρατεταμένες περιόδους δυσλειτουργίας των αγορών χρήματος (λόγου χάριν χαμηλός πληθωρισμός και χαμηλά επιτόκια) - και ιδιαίτερα μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007 - προβαίνουν στη λήψη μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής. Μέλημα τους είναι να παράσχουν ρευστότητα στις τράπεζες και να αποκαταστήσουν τη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος ώστε να αντιμετωπίσουν την επισφάλεια των αντισυμβαλλόμενων στις υποχρεώσεις τους αλλά και την κρίση χρέους. Μάλιστα λόγω του χαμηλού πληθωρισμού που σημειώθηκε, οι κεντρικές τράπεζες μειώνουν τα τρία βασικά τους επιτόκια (Διευκόλυνσης Οριακής Χρηματοδότησης, Κύριας Αναχρηματοδότησης και Διευκόλυνσης Αποδοχής Καταθέσεων), προκειμένου να μειωθεί το κόστος τραπεζικής χρηματοδότησης και να στηριχθούν οι επενδύσεις και η κατανάλωση.

Το Πρόγραμμα Αγοράς Περιουσιακών Στοιχείων - *η λεγόμενη ποσοτική χαλάρωση* - αποτελεί ένα μέσο για τη διατήρηση του πληθωρισμού σε επίπεδα συμβατά με το στόχο των κεντρικών τραπεζών. Πρόκειται για την αγορά τίτλων (κρατικά & εταιρικά ομόλογα, τιτλοποιημένες απαιτήσεις κ.ο.κ.) από τις Κεντρικές Τράπεζες, που αποσκοπεί στην αύξηση της τιμής τους (δηλαδή τη δημιουργία χρήματος) και τη συνακόλουθη πτώση των επιτοκίων τους (των αποδόσεων τους). Συνεπώς ο δανεισμός καθίσταται μεγαλύτερος και η αποπληρωμή των δανείων φθηνότερη, με ώθηση στην κατανάλωση και τις επενδύσεις, τις βασικές δηλαδή συνιστώσες της οικονομικής ανάπτυξης, καθώς η αύξηση αυτή των τιμών προκαλεί μεσοπρόθεσμα το επιθυμητό επίπεδο πληθωρισμού.

Χαρακτηριστικά, το μέτρο αυτό υιοθετήθηκε αρχικά από την Τράπεζα της Ιαπωνίας, ενώ ακολούθησαν η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα μετά την κρίση του 2008, με τους κινδύνους όμως να μην επιμερίζονται σε όλο το Ευρωσύστημα αλλά στις εθνικές τράπεζες, όπως επίσης να μη συμβάλει στη μείωση του χρέους κάποιας συγκεκριμένης χώρας.

1.5 QE Tapering (Reverse QE)

Όταν οι κεντρικές τράπεζες επιθυμούν να αποχωρήσουν από προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης, ακολουθείται το λεγόμενο QE Tapering. Ουσιαστικά η QE αποτελεί μια πληθωριστική πολιτική καθότι αυξάνεται η νομισματική βάση, το QE Tapering βρίσκεται στον αντίποδα αφού συνιστά σταδιακή αποχώρηση από προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης κι επιφέρει αντιπληθωρισμό λόγω μείωσης των διαθεσίμων χρημάτων από το σύστημα, καθιστώντας τις τιμές των αγαθών λιγότερο ακριβές. Όπως είναι αναμενόμενο, η οικονομία οδηγείται σε ύφεση και φέρει όλα τα αντίθετα αποτελέσματα από αυτά της QE.

1.6 Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα – Initiation of APP

Αναφορικά με την Ευρωζώνη, οι Κεντρικές Τράπεζες συμμετέχουν ισότιμα με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα στην άσκηση ενιαίας νομισματικής πολιτικής που στοχεύει στη σταθερότητα των τιμών, δηλαδή στην επίτευξη πληθωρισμού πλησίον και κάτω του 2% μεσοπρόθεσμα, επιδιώκοντας τη διατήρηση της αγοραστικής δύναμης του νομίσματος και ακολούθως στη διατηρήσιμη οικονομική ανάπτυξη και βελτίωση του συνολικού επιπέδου απασχόλησης. Εν ολίγοις αυτός ερμηνεύεται ως ο επηρεασμός του κόστους και της διαθεσιμότητας χρήματος

στην ευρωπαϊκή οικονομία, με οποιαδήποτε μεταβολή στις προαναφερόμενες συνιστώσες να ενεργοποιεί το μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής και στην υιοθέτηση συνεπικουρικών μέτρων.

Κι ενώ μέχρι το 2007, η νομισματική πολιτική διακρινόταν σε περιοριστική και διευκολυντική, οι ταραχώδεις μεταβολές που σημειώθηκαν στο μακροοικονομικό περιβάλλον & στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, κατέστησαν επιτακτική την ανάγκη λήψης δραστικών μέτρων. Για την αντιμετώπιση λοιπόν των αποκλίσεων από τον προδιαγεγραμμένο στόχο για τον πληθωρισμό, η ΕΚΤ προχώρησε σε βαθύτατες μειώσεις των επιτοκίων της, μηδενίζοντας το επιτόκιο κύριας αναχρηματοδότησης και καθορίζοντας αρνητικό επιτόκιο για τα κεφάλαια που καταθέτουν οι εμπορικές τράπεζες στην κεντρική τράπεζα, ενώ παράλληλα διαμόρφωσε τη ληκτότητα τους και προσάρμοσε τις διαδικασίες που ακολουθούσε. Ωστόσο το γεγονός πως η παρατεταμένη μείωση των επιτοκίων, τα οποία προσέγγιζαν το αποτελεσματικό κατώτερο όριο τους (effective lower bound), περιόρισε την αποτελεσματικότητα της κίνησης αυτής καθώς ο μηχανισμός μετάδοσης νομισματικής πολιτικής χώλαινε αρκετά. Για την αποκατάσταση λοιπόν της εύρυθμης λειτουργίας των χρηματαγορών αλλά και την επαναφορά της σταθερότητας των τιμών, πάρθηκε η απόφαση λήψης μιας δέσμης μη συμβατικών μέτρων, τα οποία θα δρούσαν συμπληρωματικά με τα λοιπά συμβατικά μέτρα. Ως εκ τούτου θα ενισχυόταν η δεδομένη νομισματική πολιτική.

Η αντιμετώπιση του κυβερνητικού χρέους αποτέλεσε έναν επιπλέον λόγο για τον οποίο προέβη στη λήψη αυτών των μέτρων καθώς είχε εξαντλήσει όλα τα μέτρα συμβατικής πολιτικής. Στο πλαίσιο αυτό, εισήγαγε το πρόγραμμα αγοράς περιουσιακών στοιχείων (APP), κυρίως κυβερνητικών ομολόγων. Ως εκ τούτου, επηρεάστηκαν οι αποδόσεις των κυβερνητικών ομολόγων, και ιδιαιτέρως των 10ετών, με μείωση του spread τους. Οι ανακοινώσεις αναφορικά με την έναρξη των Outright Monetary Transactions (OMT)* οδήγησαν σε περαιτέρω μείωση των περιθωρίων αποδόσεων των κυβερνητικών ομολόγων στην Ευρωζώνη και ρίχνοντας το επιτόκιο καταθέσεων στο 0. Τελικά, δεν ενεργοποιήθηκε το πρόγραμμα του OMT.

Αυτό το συμπέρασμα εξήχθη μέσω της εξέτασης του δείκτη Κυβερνητικό Χρέος προς Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.

**Τα OMT συνιστούσαν αγορές βραχυπρόθεσμων κρατικών ομολόγων στις δευτερογενείς αγορές που εκδίδονταν από κράτη – μέλη της Ευρωζώνης.*

1.6.1 Η αφετηρία

Τον Ιανουάριο του 2015, το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας ανακοίνωσε ότι θα προχωρήσει σε ένα πρόγραμμα αγοράς κυβερνητικών ομολόγων σε ευρεία κλίμακα. Βάσει αυτού, η ΕΚΤ δεσμεύτηκε να επενδύσει 1 δισεκατομμύριο € στην αγορά χρεογράφων μέχρι το Σεπτέμβριο του 2016, υποκινούμενη από το χαμηλό πληθωρισμό που επικρατούσε τότε – συγκεκριμένα κυμαινόταν σε επίπεδα κάτω του 1%. Ως εκ τούτου, βασικά άξονας της κίνησης αυτής ήταν η επαναφορά του πληθωρισμού σε επίπεδα κάτω ή πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα, στόχος συμβατός με την πολιτική της ΕΚΤ. Τόσο η Federal Reserve, η Bank of England όσο και η ECB, είχαν προβεί στο παρελθόν σε προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης, ωστόσο αυτή τη φορά το εύρος και η κλίμακα του προγράμματος ήταν κατά πολύ υψηλότερα.

1.6.2 Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs)

Οι στοχευμένες πράξεις μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης (targeted longer-term refinancing operations - TLTROs) συνιστούν λειτουργία του Ευρωσυστήματος η οποία παρέχει μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, σε ιδιαίτερα «ελκυστικό» πλαίσιο, καθώς οι τράπεζες δύνανται να δανειστούν σε ευνοϊκές συνθήκες και μέσω αυτού ενθαρρύνουν τον τραπεζικό δανεισμό. Επί της ουσίας, το πόσο που μπορούν να δανειστούν οι τράπεζες είναι συσχετισμένο με τα δάνεια που προσφέρουν προς τα μη χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τα νοικοκυριά.

Πιο συγκεκριμένα, τα TLTROs έδωσαν μια τονωτική ένεση στη νομισματική πολιτική της ΕΚΤ και ισχυροποίησαν τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής μέσω της προσφοράς ισχυρών κινήτρων προς τις τράπεζες για δανεισμό στην πραγματική οικονομία.

Ένας πρώτος γύρος έναρξης των TLTROs ανακοινώθηκε στις 5 Ιουνίου 2014, ενώ το Μάρτιο του 2016 και 2019 ακολούθησαν ο δεύτερος & τρίτος γύρος αντιστοίχως.

Για τα TLTROII και TLTROIII, ισχύει ότι το επιτόκιο που εφαρμόζεται είναι συνάρτηση των προτύπων χρηματοδότησης των τραπεζών που συμμετέχουν – όσα περισσότερα δάνεια προσφέρονται σε μη χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τα νοικοκυριά (εξαιρούνται τα δάνεια για αγορές κατοικιών), τόσο περισσότερο ελκυστικό καθίσταται το επιτόκιο δανεισμού στα TLTROIII.

1.6.3 Ευρωσύστημα και Ενιαία Νομισματική Πολιτική εν έτει 2020

Μετά την εφαρμογή της ποσοτικής χαλάρωσης στο Ευρωσύστημα, η ενιαία νομισματική πολιτική κατέστη περισσότερο διευκολυντική. Το 2019, η επιβράδυνση του ρυθμού εξέλιξης του ΑΕΠ λόγω της πτωτικής πορείας της παγκόσμιας οικονομίας είχε ως απόρροια την εξασθένηση των πληθωριστικών πιέσεων στη νομισματική ένωση του ευρώ γεγονός που επιβεβαιώνεται από τον καταγραφόμενο ρυθμό πληθωρισμού (Σεπτέμβριος 2019) που εξακολουθούσε να υπολείπεται του επιθυμητού στόχου κι από την προς τα κάτω εκτίμηση της πορείας του πληθωρισμού κατά τα επόμενα δύο έτη. Κι αυτό διότι η οικονομική επιβράδυνση στην Ευρωζώνη υπήρξε εντονότερη από τις εκτιμήσεις, με επακόλουθο οι προοπτικές για το ΑΕΠ να καταστούν δυσμενέστερες. Επιπροσθέτως, οι δείκτες αναφορικά με τις πληθωριστικές προσδοκίες διαμορφώθηκαν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, τα οποία, ειδικότερα για ορισμένους δείκτες δεν ήταν δυνατόν να θεωρηθούν συνεπή με τις επιθυμητές τιμές πλησίον του 2%.

Δεδομένων των μακροοικονομικών προβολών του Ευρωσυστήματος (Δεκέμβριος 2019), ο πληθωρισμός θα φτάσει στο 1,0% (κατά μέσο όρο) το 2019 και θα ανέλθει στο 1,3% το 2020, στο 1,4% το 2021 και 1,6% το 2022. Τέλος, ο ετήσιος ρυθμός καταγραφόμενου πληθωρισμού (headline inflation) αναμένεται να διαμορφωθεί σε 1,2% κατά μέσο όρο το 2019, 1,1% το 2020, 1,4% το 2021 και 1,6% το 2022.

Ως εκ τούτου, το Σεπτέμβριο του 2019 αποφασίστηκε η χάραξη μιας νομισματικής πολιτικής περισσότερο διευκολυντικής με την ανακοίνωση της παρακάτω δέσμης μέτρων:

- I. Μειωμένο επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων στο -0,50%.
- II. Επανάρρηση καθαρών αγορών τίτλων στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς τίτλων (APP) ύψους 20 δισεκ. ευρώ μηνιαίως, οι οποίες θα συνεχιστούν μέχρι λίγο πριν από το χρονικό σημείο κατά το οποίο θα αρχίσουν να αυξάνονται τα βασικά επιτόκια.

- III. Θέσπιση δυνατότητας αγοράς τίτλων που έχουν εκδοθεί από τον ιδιωτικό τομέα στη ζώνη του ευρώ και ανήκουν στις κατηγορίες των προϊόντων τιτλοποίησης απαιτήσεων των τραπεζών, καλυμμένων ομολογιών και χρεογράφων μη τραπεζικών επιχειρήσεων ακόμη και με απόδοση περισσότερο αρνητική από το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων του Ευρωσυστήματος.
- IV. Βελτίωση των όρων διεξαγωγής της τρίτης σειράς στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO-III) που αποφασίστηκε το Μάρτιο του 2019, με προσφορά υπό προϋποθέσεις στα πιστωτικά ιδρύματα ακόμη ελκυστικότερου επιτοκίου χρηματοδότησης και επιμήκυνση της διάρκειας των πράξεων από δύο σε τρία έτη, ενώ επιπλέον χορηγήθηκε δικαίωμα πρόωρης εξόφλησης της χρηματοδότησης που θα αντληθεί μέσω αυτών των πράξεων.
- V. Προσφορά μηδενικού επιτοκίου για σημαντικό μέρος των ρευστών διαθεσίμων που τα πιστωτικά ιδρύματα τηρούν στις οικείες εθνικές κεντρικές τράπεζες. Μέχρι τότε τα διαθέσιμα τα οποία κατέθεταν στο Ευρωσύστημα τα πιστωτικά ιδρύματα (πέραν των υποχρεωτικών καταθέσεων) τοκίζονταν με το αρνητικό επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων.

Τα παραπάνω μέτρα αλληλοσυμπληρώνονται και αλληλοενισχύονται, εφόσον λειτουργώντας συνδυαστικά θα συμβάλουν για την περαιτέρω βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης Ευρωζώνη, ώστε τόσο οικονομική δραστηριότητα όσο και πληθωρισμός να ενισχυθούν συμπορευόμενα με το στόχο.

Επιπλέον, από τις 30 Οκτωβρίου του 2019 η ΕΚΤ θέσπισε ένα σύστημα δύο βαθμίδων για τον εκτοκισμό των αποθεματικών, βάσει του οποίου μέρος από τα ως άνω πλεονάζοντα αποθεματικά των πιστωτικών ιδρυμάτων θα εξαιρείται από το αρνητικό επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων και θα εκτοκίζεται με ετήσιο επιτόκιο 0%.

Ωστόσο οι τελευταίες εξελίξεις σχετιζόμενες με την επιθετική διάδοση του ιού Covid-19, ώθησαν την ΕΚΤ στη λήψη μιας δέσμης επεκτατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής που στοχεύουν στη ενίσχυση της ρευστότητας για την αντιμετώπιση του αντίκτυπου της πανδημίας στην Ευρωπαϊκή οικονομία. Συγκεκριμένα, προέβη στην προσωρινή διενέργεια πρόσθετων πράξεων περαιτέρω μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης για την άμεση παροχή στήριξης σε ρευστότητα προς το χρηματοπιστωτικό σύστημα της ζώνης του ευρώ, τη διάθεση ποσού ύψους 120 δις ευρώ για πρόσθετες καθαρές αγορές στοιχείων ενεργητικού μέχρι το τέλος του έτους, διασφαλίζοντας κατά αυτόν τον τρόπο τη δυναμική συμβολή των προγραμμάτων αγοράς περιουσιακών στοιχείων ιδιωτικού τομέα. Μάλιστα, σε συνδυασμό με τα υφιστάμενα προγράμματα αγοράς στοιχείων ενεργητικού (APP) – τα οποία πρόκειται να αναλυθούν στην επόμενη ενότητα, οι αγορές αυτές αποσκοπούν στην υπεράσπιση του ευρώ και στην εδραίωση ευνοϊκών συνθηκών σε μια τέτοια περίοδο αυξημένης βεβαιότητας. Επιπροσθέτως, διευκρινίστηκε πως οι καθαρές αυτές αγορές θα διενεργούνται για όσο χρονικό διάστημα κρίνεται αναγκαίο έως ότου ενισχυθεί η διευκολυντική επίδραση των επιτοκίων πολιτικής και τη λήξη τους πριν την αύξηση των βασικών επιτοκίων, ενώ τα βασικά επιτόκια (επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης, επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα παραμείνουν αμετάβλητα (σε 0,00%, 0,25% και -0,50% αντιστοίχως).

1.7 Federal Reserve's Bank – Initiation of LSAPs

Μετά το ξέσπασμα της κρίσης του 2008, με την κατάρρευση της Leeman Brothers, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών για να αμβλύνει τις αρνητικές συνέπειες που προέκυψαν, προέβη σε χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής της. Συγκεκριμένα, αγόρασε περιουσιακά στοιχεία μεσαίας και μεγάλης ληκτότητας (maturity) σε μια προσπάθεια μείωσης των ιδιωτικών επιτοκίων δανεισμού. Ιδιαίτερη έμφαση δόθηκε στα στοιχεία μεγαλύτερης ληκτότητας, τα οποία θα οδηγούσαν σε αύξηση του μεγέθους του ισολογισμού τους. Αυτό ήταν το λεγόμενο **Large Scale Purchases Assets (LSAPs)**. Το Νοέμβριο του 2008, η FED ανακοίνωσε την

αγορά ιδιωτικού χρέους (νοικοκυριών) και mortgage-backed securities (MBS). Σε συνέχεια της πολιτικής αυτής, το Μάρτιο 2009 έκανε επέκταση των αγορών όπου συμπεριέλαβε agency-related securities και μακροχρόνια κυβερνητικά χρεόγραφα, φτάνοντας στο διπλάσιο της αγοράς της συγκριτικά με το 2008. Η αγορά μακροχρόνιων κυβερνητικών χρεογράφων βελτίωσε τις συνθήκες στις ιδιωτικές πιστωτικές αγορές. Επιπλέον τα LSAPs, μείωσαν την προσφορά για περιουσιακά στοιχεία του ιδιωτικού τομέα με μεγάλο duration και αύξησε την προσφορά των περιουσιακών στοιχείων με μηδενικό duration. Οι εξελίξεις αυτές επηρέασαν την οικονομία μέσω του risk-premium των περιουσιακών στοιχείων που αγοράστηκαν. Με τις αγορές αυτές, η FED κατόρθωσε να μειώσει την ποσότητα που διακρατεί ο ιδιωτικός τομέας και να αυξήσει την ποσότητα των βραχυχρόνιων risk-free διαθεσίμων. Η αναμενόμενη απόδοση των αγορασμένων αξιολογίων μειώθηκε ακολούθως, καθώς οι αγορές έθεσαν υψηλά την τιμή τους με απόρροια την πτώση της απόδοσης τους.

Από το Δεκέμβριο του 2008, το παραδοσιακό όργανο άσκησης νομισματικής πολιτικής, το επιτόκιο ομοσπονδιακών κεφαλαίων βρέθηκε στο χαμηλότερο όριο του 0. Για να χαλαρώσει τη στάση της νομισματικής πολιτικής καθώς οι οικονομικές προοπτικές επιδεινώνονταν, η FED αποφάσισε να προβεί στην αγορά ποσοτήτων περιουσιακών στοιχείων με μεσαία και μεγάλη ληκτότητα. Το LSAP έγινε σε 2 στάδια:

- I. **Νοέμβριος 2008: ανακοίνωση των αγορών**
- II. **Μάρτιος 2009: επέκταση των αγορών.**

Η επιτροπή της FED υποστήριξε πως οι αυξανόμενες αγορές θα πρέπει να προσφέρουν μεγαλύτερη στήριξη στο mortgage lending και στις αγορές ιδιοκτησιών (housing market) καθώς θα βελτίωναν τις συνθήκες στις αγορές ιδιωτικής πίστωσης. Οι μειώσεις στα επιτόκια αντικατοπτρίζουν χαμηλότερα risk-premia παρά χαμηλότερες προσδοκίες για τα μελλοντικά βραχυπρόθεσμα επιτόκια.

1.7.1 Το χρονικό

Η Federal Open Market Committee της FED αποφάσισε το Νοέμβριο του 2008 να προβεί σε ένα αντισυμβατικό μέτρο συμπληρωματικό της υπάρχουσας νομισματικής πολιτικής. Τα μέχρι πρότινος μέτρα άσκησης νομισματικής πολιτικής ήταν επικεντρωμένα στον καθορισμό του βραχυπρόθεσμου επιτοκίου και στη διαχείριση των προσδοκιών (management of expectations). Εφόσον τα επιτόκια τείνουν στο μηδέν, αυτό το μέτρο κρίνεται αναποτελεσματικό με το ενδεχόμενο υιοθέτησης αρνητικών επιτοκίων ως εναλλακτική να καθίσταται εξίσου αναποτελεσματικό, η κεντρική τράπεζα προέβη στην υποστήριξη της οικονομίας με τις μαζικές αγορές περιουσιακών στοιχείων (assets) ώστε να γίνουν περισσότερο ελκυστικά λόγω της ρευστότητας και των χαμηλών επιτοκίων. Το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της FED απαρτίστηκε από 3 γύρους:

- 1) **QE1:** Αγορά από τη FED \$100 δις ομολόγων δανειακών απαιτήσεων από τη Fannie Mae και τη Freddie Mac καθώς και \$500 δις σε mortgage backed securities (MBS). Το πρόγραμμα αυτό διευρύνθηκε μέχρι το Μάρτιο του 2009 και εκτιμήθηκε ότι μέχρι το Μάρτιο του 2010 η FED είχε αγοράσει \$1,25 τρις σε MBS, \$175 δις σε ομοσπονδιακό χρέος και \$300 δις σε κυβερνητικά ομόλογα.
- 2) **QE2:** Τον Αύγουστο του 2010 ανακοινώθηκε ο 2^{ος} γύρος εφαρμογής του μέτρου, το οποίο επισήμως εφαρμόστηκε τον Νοέμβριο του 2010. Συνολικά αποτελούταν από αγορά \$600 δις σε μακροπρόθεσμα κυβερνητικά ομόλογα.
- 3) **QE3:** Μηνιαία αγορά \$40 δις σε MBS, και \$45 δις σε κυβερνητικά ομόλογα (treasuries) τον Ιανουάριο του 2013 και ολοκληρώθηκε τον Οκτώβριο του 2014. Επιπλέον αγορά κυβερνητικών ομολόγων αξίας \$85 δις και λήξη Operation Twist.

Εκτενέστερη ανάλυση με όλες τις φάσεις και τα αποτελέσματα του QE θα ακολουθήσει σε επόμενο κεφάλαιο.

1.8 Bank of Japan and QE

Η Ιαπωνία συνιστά την χώρα με το υψηλότερο χρέος στον κόσμο, όπως μετράται βάσει του δείκτη χρέους προς ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ΑΕΠ). Το 2018, ο δείκτης αυτός ανήλθε στο 254%, επίπεδο ιδιαίτερος υψηλό, δεδομένου ότι το δημόσιο χρέος προς το ΑΕΠ ήταν κατά μέσο όρο 137,4% από το 1980 έως το 2017. Το χαμηλότερο χρέος της Ιαπωνίας στο ΑΕΠ καταγράφηκε το 1980, όταν ήταν 50,6%.

Η χώρα αποτελεί case study στη σύγχρονη μακροοικονομική πολιτική και εξηγεί γιατί οι κυβερνήσεις και οι κεντρικές τράπεζες δε δύνανται να ελέγξουν την οικονομία με τον τρόπο που υποδεικνύουν οι ακαδημαϊκοί.

Η νομισματική πολιτική που ακολουθείται κατά δεκαετίες από την κεντρική τράπεζα της Ιαπωνίας (Τράπεζα της Ιαπωνίας - BoJ), θεωρείται ιδιαίτερα ασυνήθιστη καθώς ήδη από τα τέλη της δεκαετίας του 1980 έχει αναπτύξει αυστηρή κεϋνσιανή πολιτική, εισάγοντας πρώτη το δεκαετές πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης (QE) ή εναλλακτικά, της αγοράς ιδιωτικών περιουσιακών στοιχείων ώστε να επιτύχει ανακεφαλαιοποίηση των επιχειρήσεων και την προώθηση των τιμών.

Παρά ταύτα, οι πρακτικές αυτές της BoJ αποτελούν ισχυρά ερείσματα για να εκφραστεί ότι οι εύκολες πολιτικές της Ιαπωνίας στον τομέα των χρημάτων παράγουν μόνο μια παράλογη αύξηση και εκτίναξη μεγεθών, ενώ παράλληλα δεν βελτιώνουν και δε θέτουν ένα μηχανισμό υποστήριξης για τα θεμελιώδη στοιχεία ώστε να ενεργοποιηθεί η στάσιμη οικονομία.

Τα χρηματικά αποθεματικά αυξήθηκαν κατά 10,5% ετησίως μεταξύ του 1986 και του 1990, ενώ το προεξοφλητικό επιτόκιο μειώθηκε από 5% το 1985 σε 2,5% το 1987, παρέχοντας μεγάλο δανεισμό καθώς πολλοί Ιάπωνες επενδυτές αγόραζαν περιουσιακά στοιχεία στην ηπειρωτική Ασία & Κορέα. Οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων ανέβηκαν στην Ιαπωνία, ένα φαινόμενο που συμβαίνει όταν τα επιτόκια μειώνονται τεχνηέντως για πολλά χρόνια. Η Ιαπωνία επί της ουσίας εξελίχθηκε σε μια οικονομία - φούσκα, η οποία υποβασταζόταν στην παραγωγή «φθηνού χαρτιού».

Η φούσκα αυτή ξέσπασε το 1989 και το 1990, ενώ το γεγονός ότι η BoJ δεν ήταν ακόμη ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα, οδήγησε στην αύξηση των επιτοκίων από 2,5% σε 6% μεταξύ του 1988 και του 1990. Ίσως αυτή η πολιτική δραστηρικής μείωσης των επιτοκίων να αποτέλεσε το σπινθήρα της έκρηξης και της ανάδυση της φούσκας. Τα απομεινάρια αυτής της έκρηξης ήταν η επιβράδυνση μιας οικονομικής ανάπτυξης, που για έτη ήταν. Η στάση όμως της Ιαπωνίας να αντιδράσει στη βραδεία ανάκαμψη με υιοθέτηση κεϋνσιανών λύσεων όπως εκτύπωση χρήματος, μείωση των επιτοκίων και αύξηση του δημόσιου ελλείμματος, υπήρξε καθοριστική για τις σημαντικές εξελίξεις που διαδραματίστηκαν αργότερα.

Οι προαναφερθείσες εξελίξεις είχαν ως αφετηρία την περικοπή των επιτοκίων μεταξύ του 1991 και του 1995, που διαμόρφωσε το προεξοφλητικό επιτόκιο στο 0,5%, ακριβώς πάνω από το μηδενικό όριο. Παράλληλα, εφαρμόστηκε μια δημοσιονομική πολιτική άκρως επιθετική κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, καθότι η χώρα προχώρησε σε εννέα πακέτα κινήτρων κατά τη διάρκεια της δεκαετίας συνολικού ύψους 140,7 τρισεκατομμυρίων γιεν τα οποία ισοδυναμούσαν σε 1,3 τρισεκατομμύρια δολάρια. Τα ρηξικέλευθα αυτά μέτρα δε συνέβαλαν στην ανάκαμψη μιας βιομηχανικής χώρας όπως η Ιαπωνία.

Ουσιαστικά, η νομισματική και δημοσιονομική πολιτική παρακωλύθηκε από τις ενέργειες αυτές με απόρροια την αδυναμία των τιμών των ιαπωνικών αγαθών και περιουσιακών στοιχείων να διαμορφωθούν σε επίπεδο εκκαθάρισης της αγοράς. Αν και οι φθίνουσες τιμές συνιστούν ένα σχετικά «καλοπροαίρετο» μέρος κάθε ύφεσης καθώς συχνά βοηθούν στην αποκατάσταση της λογικής, ο κίνδυνος αποπληθωρισμού ελλόχευε σε μεγάλο βαθμό με τις τιμές καταναλωτή να αυξάνονται σταθερά μέχρι το 1995. Εκ των πραγμάτων, οι ενθαρρυντικές και πληθωριστικές επιδράσεις των ιαπωνικών κινήτρων έπαψαν να έχουν σημαντικό αντίκτυπο.

Συνεπώς, η ιαπωνική οικονομία χαρακτηρίστηκε από χαμηλή ανάπτυξη, χαμηλά επιτόκια, χαμηλό πληθωρισμό και ένα συσώρευση προβληματικών τραπεζικών δανείων μέχρι και το 1997. Παράλληλα, από το 1995 έως το 1998, οι ιαπωνικές τράπεζες απέσυραν πάνω από 50,8 τρισεκατομμύρια σε γιεν που αφορούσαν επισφαλή δάνεια. Μπορεί ακόμη να ειρήσθη ως «ποσοτική χαλάρωση», αλλά η ΒοJ αποφάσισε να διευκολύνει τις τράπεζες και να προβεί στην αγορά τρισεκατομμύρια γιεν σε εμπορικό χαρτί μεταξύ Οκτωβρίου 1997 και Οκτωβρίου 1998.

Καθότι η οικονομική ανάπτυξη παρέμεινε αναιμική, η ΒΟJ προχώρησε σε αυξημένη αγορά περιουσιακών στοιχείων αφού προηγουμένως είχε ζητήσει τη συμβουλή του Αμερικανού οικονομολόγου Paul Krugman. Μεταξύ Μαρτίου 2001 και Δεκεμβρίου 2004, οι ιαπωνικές τράπεζες έλαβαν 35,5 τρισεκατομμύρια γιέν ως «ενέσεις» ρευστότητας. Η τράπεζα στόχευε επίσης σε αγορές μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων, οι οποίες ακολούθως μείωσαν τις αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων.

Μεταξύ 2002 και 2007, άρχισε να διαφαίνεται πως η οικονομική ανάπτυξη επανερχόταν. Αν και η Ιαπωνία ήταν πιο αργή για να ξεκινήσει ένα νέο γύρο QE από την Ευρώπη ή τις Ηνωμένες Πολιτείες, η ΒοJ ξεκίνησε εκ νέου ποσοτική και ποιοτική νομισματική χαλάρωση (QQE) το 2013. Όπως και με τις περισσότερες επεκτατικές νομισματικές πολιτικές, το QQE απέτυχε να λειτουργήσει.

Όπως ήταν αναμενόμενο, περισσότερο από 80 τρισ. γιεν προς τις αγορές δεν καθίσταντο αρκετά, κι ως εκ τούτου τον Οκτώβριο του 2014 η ΒοJ ανακοίνωσε την εφαρμογή του QQE2. Οι μετοχές των Ιαπωνικών εταιρειών αυξήθηκαν κατά 33% στους επόμενους οκτώ μήνες, αλλά υπήρξαν ελάχιστες ενδείξεις για πραγματική ανάπτυξη. Σε κλίμα «απελπισίας», η Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας ανακοίνωσε την εφαρμογή αρνητικών επιτοκίων τον Ιανουάριο του 2016.

Τα τεράστια δημόσια χρέη της Ιαπωνίας αποτέλεσαν ωστόσο ευνοϊκό σημείο για τους επενδυτές. Στην έκθεσή του για το 2015, ο διευθυντής ενός hedge fund, Ray Dalio, υποστήριξε ότι το πραγματικό χρέος της Ιαπωνίας, συμπεριλαμβανομένων των ιδιωτικών χρεών, σε σχέση με το ΑΕΠ της ήταν περίπου 449%, και συνεπώς την κατέταξε 19^η από τις 20 χώρες που μέτρησε. Το τεράστιο κόστος εξυπηρέτησης του χρέους μείωσε άμεσα τις δυνατότητες εξοικονόμησης ή επενδύσεων, περιορίζοντας τη μελλοντική οικονομική ανάπτυξη και τις τρέχουσες αποδόσεις.

Οι πολιτικές δημιουργίας & διοχέτευσης εύκολου χρήματος από την αποζημίωση των εσωτερικών περιουσιακών στοιχείων της ΒοJ επιστρέφουν καταργώντας τα εγχώρια επιτόκια. Επιπλέον δύνανται να προσδώσουν αρνητικό αντίκτυπο στις αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων στο εξωτερικό, αφού τα ιαπωνικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πρέπει να πληρώσουν περισσότερα για τα αντισταθμιστικά μέσα σε ξένο νόμισμα από ό, τι κερδίζουν από τα ξένα περιουσιακά στοιχεία, όπως τα κρατικά ομόλογα.

ΣΧΗΜΑΤΙΚΗ ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΤΗΣ ΠΟΣΟΤΙΚΗΣ ΧΑΛΑΡΩΣΗΣ

Αγορά τραπεζικών ομολόγων από την Κεντρική Τράπεζα

Αύξηση τιμών ομολόγων και αύξηση ροής χρήματος στο τραπεζικό σύστημα

Μείωση επιτοκίων και προσφορά φθηνότερων δανείων

Η αύξηση κατανάλωσης συνεπάγεται την ενδυνάμωση της οικονομικής ανάπτυξης & τη δημιουργία θέσεων εργασίας

Αύξηση κατανάλωσης & διεύρυνση επενδύσεων

Οι επιχειρήσεις & οι καταναλωτές δανείζονται φθηνότερα και περισσότερα με αποτέλεσμα τη φθηνότερη αποπληρωμή δανείων

Ως εκ τούτου, αυξάνεται η ζήτηση για αγαθά και υπηρεσίες από το καταναλωτικό κοινό με απόρροια την άνοδο του πληθωρισμού σε επιθυμητά επίπεδα πλησίον του 2%.

2 ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΤΗΣ ΠΟΣΟΤΙΚΗΣ ΧΑΛΑΡΩΣΗΣ ΣΤΟ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

Το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης που ακολουθήθηκε στο Ευρωσύστημα περιελάμβανε ένα Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων (Assets Purchase Programme, APP) κι από κοινού με τις Στοχευμένες Πράξεις Μακροπρόθεσμης Χρηματοδότησης (LTROs), αποτελούσε μια δέσμη μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής που δρούσε ως βασικός μηχανισμός μετάδοσης της επεκτατικής νομισματικής πολιτικής αλλά και «όχημα» διασφάλισης σταθερότητας των τιμών. Παρακάτω, θα αναφερθούν επιγραμματικά τα επιμέρους προγράμματα που απαρτίζουν το APP καθώς και το ύψος των συμμετοχών αυτών στο συνολικό πρόγραμμα.

2.1 CBPP1 (Covered bond purchase programme)

Στις 7 Μαΐου 2009, το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) αποφάσισε το Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολόγων (CBPP) και είχε ως αφετηρία τον Ιούλιο του 2009. Το Πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογίων ήταν εστιασμένο στην αγορά καλυμμένων ομολογίων σε ευρώ που έχουν εκδοθεί στην Ευρωζώνη, με σκοπό τη στήριξη ενός συγκεκριμένου τμήματος της χρηματοπιστωτικής αγοράς το οποίο ήταν πολύ σημαντικό για την άντληση ρευστότητας εκ μέρους των τραπεζών και πλήττονταν ιδιαίτερα από τη χρηματοπιστωτική κρίση. Οι αγορές που πραγματοποιήθηκαν στο πλαίσιο του προγράμματος είχαν ονομαστική αξία 60 δισεκατομμύρια ευρώ στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά και ολοκληρώθηκαν στις 30 Ιουνίου 2010, με προτροπή προς τις κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος να διατηρήσουν τα αγορασθέντα καλυμμένα ομόλογα μέχρι τη λήξη τους.

2.2 CBPP2

Τον Οκτώβριο του 2011 αποφασίστηκε από το Δ.Σ. της Ε.Κ.Τ. – και το Νοέμβριο άρχισαν οι αγορές καλυμμένων ομολόγων - η δεύτερη φάση του προγράμματος με στόχο να συμβάλει (α) στη μείωση των συνθηκών χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων και (β) στην ενθάρρυνση των πιστωτικών ιδρυμάτων να διατηρούν και να επεκτείνουν το δανεισμό τους προς τους πελάτες. Το αρχικά στοχευμένο συνολικό ονομαστικό ποσό των αγορών ήταν 40 δισ. Ευρώ. Η ΕΚΤ επιβράδυνε τον ρυθμό των αγορών ανταποκρινόμενο τόσο στην αυξανόμενη ζήτηση των επενδυτών για καλυμμένα ομόλογα της ζώνης του ευρώ όσο και στη μείωση της προσφοράς καλυμμένων ομολόγων. Κατά συνέπεια, αγοράστηκε ονομαστικό ποσό 16,418 δισ. Ευρώ στην πρωτογενή και τη δευτερογενή αγορά μεταξύ Νοεμβρίου 2011 και Οκτωβρίου 2012. Οι κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος σκοπεύουν να διατηρήσουν τα λόγω καλυμμένα ομόλογα μέχρι τη λήξη τους.

2.3 CBPP3

Το πρόγραμμα CBPP3 προγραμματίστηκε αρχικά μέχρι τον Οκτώβριο του 2016 με ενσωμάτωση ενός ευρύτερου προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων (APP), συμπεριλαμβανομένων των κρατικών χρεών καθώς και των διεθνών και υπερεθνικών ιδρύματα και οργανισμούς με μηνιαίο στόχο ύψους 60 δισ. ευρώ

ωστόσο επεκτάθηκε έως τον Μάρτιο του 2017 και ο μηνιαίος όγκος αυξήθηκε σε 80 δισ. ευρώ το Μάρτιο του 2016, συμπεριλαμβανομένων και των εταιρικών ομολόγων από τον Ιούνιο του 2016 και μετά.

Η λογική της ΕΚΤ είναι ότι, παράλληλα με το πρόγραμμα δημόσιου τομέα (PSPP), το πρόγραμμα αγοράς ιδίων κεφαλαίων (ABSPP), το πρόγραμμα αγοράς εταιρικού τομέα (CSPP) και τα TLTROs, το CBPP3 να **διευκολύνει περαιτέρω τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής** και την παροχή πιστώσεων στην οικονομία της ζώνης του ευρώ, να δημιουργήσει θετικές διαρροές σε άλλες αγορές και, ως εκ τούτου, να διευκολύνει τη στάση της ΕΚΤ όσον αφορά τη νομισματική πολιτική και να συμβάλει στην επιστροφή των ποσοστών πληθωρισμού σε επίπεδα πλησιέστερα σε 2%.

Οι αγορές εξακολουθούν να πραγματοποιούνται τόσο στην πρωτογενή όσο και στη δευτερογενή αγορά με ενιαίο και αποκεντρωμένο τρόπο, πράγμα που σημαίνει ότι οι κεντρικές τράπεζες του Ευρωσυστήματος αγοράζουν επιλέξιμα καλυμμένα ομόλογα από τους επιλέξιμους αντισυμβαλλομένους.

2.4 SMP (Securities Markets Programme)

Το Πρόγραμμα Αγορών Τίτλων (SMP) αποτέλεσε ένα πρόγραμμα που αφορούσε παρεμβάσεις της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας στις αγορές χρεογράφων του δημόσιου και ιδιωτικού τομέα της Ευρωζώνης. Στόχευε στην εξασφάλιση ρευστότητας σε τμήματα των αγορών χρεογράφων που δυσλειτουργούν ώστε να αποκατασταθεί η ομαλή λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.

2.5 ABSPP (Asset-backed securities purchase programme)

Το ABSPP, μαζί με το τρίτο πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών (CBPP3), το πρόγραμμα αγοράς δημόσιου τομέα (PSPP) και το πρόγραμμα αγοράς εταιρικού τομέα (CSPP)*, αποτελούν μέρος του προγράμματος αγοράς ιδίων κεφαλαίων της ΕΚΤ. Το ABSPP ενισχύει περαιτέρω τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής, διευκολύνει την παροχή πιστώσεων στην οικονομία της ζώνης του ευρώ, διευκολύνει τις συνθήκες δανεισμού για τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις και συμβάλλει στη διαρκή προσαρμογή των ποσοστών πληθωρισμού σε επίπεδα κάτω, αλλά κοντά στο 2%. Το ABSPP βοηθά επίσης τις τράπεζες να διαφοροποιήσουν τις πηγές χρηματοδότησης και να τονώσει την έκδοση νέων τίτλων. Οι τίτλοι που υποστηρίζονται από στοιχεία ενεργητικού (ABS) μπορούν να βοηθήσουν τις τράπεζες να εκπληρώσουν τον κύριο ρόλο τους: παροχή πίστης στην πραγματική οικονομία. Για παράδειγμα, τα δάνεια τιτλοποίησης και η πώλησή τους μπορούν να παράσχουν στις τράπεζες τα απαραίτητα κεφάλαια για την παροχή νέων δανείων στην πραγματική οικονομία.

**βλ. στη συνέχεια CSPP: Πρόγραμμα Αγοράς Εταιρικού Τομέα*

2.6 PSPP (Public Sector Purchase Programme)

Κατά την εφαρμογή του διευρυμένου προγράμματος αγορών τίτλων του δημόσιου τομέα (PSPP), το Ευρωσύστημα πραγματοποιεί αγορές με προοδευτικό και ευρύ τρόπο, με στόχο την επίτευξη ουδετερότητας στην αγορά, προκειμένου να αποφευχθεί η παρέμβαση του μηχανισμού διαμόρφωσης των τιμών αγοράς.

Κατ' αρχήν, επιτρέπονται οι αγορές ονομαστικών εμπορεύσιμων χρεογράφων με αρνητική απόδοση μέχρι τη λήξη τους. Στις 19 Ιανουαρίου 2017, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε περαιτέρω λεπτομέρειες σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο το Ευρωσύστημα θα αγοράσει τίτλους στο πλαίσιο της APP με απόδοση έως τη λήξη κάτω από το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων της ΕΚΤ (DFR).

Σύμφωνα με τη διαμόρφωση του PSPP, οι αγορές υποκατάστατων πραγματοποιούνται εάν οι αγορές εμπορεύσιμων χρεογράφων που εκδίδονται από την κεντρική κυβέρνηση και τους οργανισμούς πρέπει να συμπληρωθούν για την εφαρμογή του μεριδίου αγοράς των σχετικών Εθνικών Κεντρικών Τραπεζών μέχρι το τέλος της ΕΦΠ, συμπεριλαμβανομένης της φάσης επανεπένδυσης του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων (APP).

Εάν αυτές οι υποκατάστατες αγορές αποτελούν εμπορεύσιμα χρεόγραφα που εκδίδονται από διεθνείς ή υπερεθνικούς οργανισμούς εγκατεστημένους στη ζώνη του ευρώ, οι εν λόγω αγορές θα ενταχθούν στο 10% των πιστώσεων αυτών στο PSPP (από τον Μάρτιο του 2015 έως τον Μάρτιο του 2016, αυτό το ποσοστό ήταν 12%). Οι υπόλοιπες αγορές εμπορεύσιμων χρεογράφων που εκδίδονται από διεθνείς ή υπερεθνικούς οργανισμούς εγκατεστημένους στη ζώνη του ευρώ θα διεξαχθούν για λογαριασμό του Ευρωσυστήματος από τον Banco de España και τη Banque de France.

2.7 CSPP (Corporate Sector Purchase Programme)

Πρόγραμμα αγοράς εταιρικών ομολόγων σε ευρώ επενδυτικής βαθμίδας (investment grade) εκδόσεως εταιριών πλην πιστωτικών ιδρυμάτων. Τα ομόλογα πρέπει να είναι πληρούν τα κριτήρια βάσει των οποίων γίνονται αποδεκτοί εμπορεύσιμοι τίτλοι στο πλαίσιο των πράξεων νομισματικής πολιτικής. Το πρόγραμμα αυτό ξεκίνησε τον Ιούνιο του 2016.

2.8 Αγορές APP ανά πρόγραμμα

Από τον Οκτώβριο του 2014 έως το Δεκέμβριο του 2018, οι καθαρές αγορές αξιολογίων που πραγματοποιήθηκαν στο πλαίσιο του APP, διακρίνονται στις ακόλουθες φάσεις:

▪ €60 δις από το Μάρτιο του 2015 ως το Μάρτιο του 2016
▪ €80 δις από τον Απρίλιο του 2016 ως το Μάρτιο του 2017
▪ €60 δις από τον Απρίλιο του 2017 ως το Δεκέμβριο του 2017
▪ €30 δις από τον Ιανουάριο του 2018 ως το Σεπτέμβριο του 2018
▪ €15 δις από τον Οκτώβριο του 2018 ως το Δεκέμβριο του 2018

Μεταξύ του Ιανουαρίου 2019 και του Οκτωβρίου 2019, το Ευρωσύστημα προέβη στην επανεπένδυση των πληρωμών κεφαλαίου ληξιπρόθεσμων τίτλων που συμπεριλαμβάνονταν στα χαρτοφυλάκια των APP, καθότι το Διοικητικό Συμβούλιο σκόπευε να διατηρήσει το μέγεθος των αθροιστικών καθαρών αυτών αγορών που προήλθαν από κάθε φάση του προγράμματος σε επίπεδα όπως διαμορφώθηκαν στα τέλη του Δεκεμβρίου του 2018.

Στις 12 Σεπτεμβρίου 2019, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε ότι οι καθαρές αγορές θα ξεκινήσουν εκ νέου υπό την ομπρέλα του προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων (ιδίων κεφαλαίων) (APP), με ένα μηνιαίο ρυθμό της τάξεως των €20 δις από την 1^η Νοεμβρίου 2019. Προσδοκία του Δ.Σ. της Ε.Κ.Τ. ήταν να διαρκέσει το APP για όσο χρονικό διάστημα χρειαστεί μέχρις ότου ενισχυθεί ο ευνοϊκός αντίκτυπος των χαμηλών επιτοκίων της πολιτικής της Ε.Κ.Τ. και να τερματιστεί σύντομα πριν αρχίσουν να αυξάνονται τα βασικά επιτόκια.

2.8.1 Συμμετοχές του Ευρωσυστήματος στο πλαίσιο του APP

Οι προσαρμογές αποσβέσεων πραγματοποιούνται στο τέλος κάθε τριμήνου. Η απόσβεση προκύπτει από λογιστική αρχή που συνεπάγεται ότι οι τίτλοι που αγοράζονται σε τιμές χαμηλότερες από την ονομαστική της αξία πρέπει να αναπροσαρμόζονται της τα πάνω με την πάροδο του χρόνου και να αναπροσαρμόζονται της τα κάτω με την πάροδο του χρόνου, εάν αγοραστούν σε τιμές άνω της ονομαστικής αξίας. Οι τιμές STRIPS καταλογίζονται στο τέλος κάθε μήνα .

Changes of holdings (previous month)	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
Holdings* in November 2019	28,178	263,203	183,014	2,096,584	2,570,979
Monthly net purchases	261	865	1,799	12,515	15,441
Quarter-end 19mortization adjustment and redemptions of coupon STRIPS	-4	-457	-307	-6,173	-6,941
Holdings* in December 2019	28,435	263,612	184,505	2,102,927	2,579,478
*At amortised cost, in EUR millions, at month-end. Figures may not add up due to rounding. Figures are preliminary and may be subject to revision.					

Πίνακας με στοιχεία από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

Το απόθεμα των χρεογράφων APP του Ευρωσυστήματος ανήλθε στα 2,689 δις. ευρώ στο τέλος Δεκεμβρίου του 2019. Οι

2.9 PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme)

Το νεώτερο πρόγραμμα αγοράς ομολόγων από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα εδράζεται στο πλαίσιο ετοιμότητας και παροχής μιας γενναίας ένεσης ρευστότητας στο Ευρωσύστημα για να αντιμετωπιστεί η εξαιρετικά κρίσιμη κατάσταση της εξάπλωσης του κορωνοϊού, το οποίο και περιλαμβάνει την αποδέσμευση 750 δις ευρώ για την επαναγορά δημοσίου και ιδιωτικού χρέους. Το νέο πρόγραμμα αγοράς τίτλων PEPP αποτελεί εκταταμένο πρόγραμμα αγοράς τίτλων σε συνέχεια του APP (PSPP, CBPP3, CSPP, ABSPP). Ο σκοπός του προγράμματος αυτού είναι η βελτίωση της μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, η διευκόλυνση της παροχής πίστωσης, η διευκόλυνση των συνθηκών δανειοδότησης και η υποστήριξη της σύγκλισης του πληθωρισμού σε επίπεδα χαμηλότερα αλλά κοντά στο 2% μεσοπρόθεσμα.

3 Ο ΕΥΡΥΤΕΡΟΣ ΑΝΤΙΚΤΥΠΟΣ ΕΝΟΣ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΟΣ ΠΟΣΟΤΙΚΗΣ ΧΑΛΑΡΩΣΗΣ

Γενικά, η ποσοτική χαλάρωση αποτελεί ένα ιδιαίτερα αμφιλεγόμενο μέτρο καθώς ανέκυψαν ρίσκα που σχετίζονταν με τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και τον πληθωρισμό. Ειδικότερα, η QE, παρά την ανακουφιστική ρευστότητα που προσέφερε στις αγορές, δεν λειτούργησε ως πανάκεια καθώς ο αντίκτυπος ήταν έκδηλος και πολύπλευρος, με ενδεικτικά τα ακόλουθα προς ανάλυση σημεία:

1. *Αποδόσεις:* Κατά τη διάρκεια και των τριών φάσεων της ποσοτικής χαλάρωσης από την Fed, παρατηρήθηκε μεγάλη επίδραση στα κυβερνητικά και στα mortgage backed securities (MBS), ιδιαίτερα στα QE1 και QE3. Στο QE2, κορμός του οποίου ήταν η αγορά κυβερνητικών ομολόγων, η επίδραση στις αποδόσεις των ομολόγων ήταν μικρότερη. Επίσης σημειώθηκε μεταβολή στις αποδόσεις των μετοχών, οι τιμές των οποίων ακολούθησαν άνοδο λόγω της ρευστότητας.
2. *Mortgage refinancing:* Η εφαρμογή του μέτρου οδήγησε στην αναχρηματοδότηση των υπαρχόντων υποθηκών των στεγαστικών δανείων. Καθώς μειώνονταν τα επιτόκια, το όριο χρέους μειωνόταν και αυξανόταν η καθαρή αξία του νοικοκυριού. Ως εκ τούτου αυτό συνέβαλε στην αύξηση της κατανάλωσης και επακόλουθα στην αύξηση της ζήτησης καθώς καθίσταται περισσότερο ελκυστική η αναχρηματοδότηση των υποθηκών.
3. *Τραπεζικός δανεισμός:* Οι τράπεζες που είχαν MBS, λόγω του QE διαπίστωσαν πιο γρήγορη ανάπτυξη από αυτές που κατείχαν λιγότερα. Συμπεραίνεται λοιπόν ότι η αγορά MBS ενίσχυσε την πιστωτική ικανότητα των τραπεζών από την FED. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τα περιουσιακά στοιχεία έγιναν περισσότερο ρευστοποιήσιμα λόγω του QE.
4. *Ισολογισμός κεντρικών τραπεζών:* Η υιοθέτηση μιας εναλλακτικής πολιτικής όπως της QE επέφερε είτε επέκταση είτε συρρίκνωση των ισολογισμών των κεντρικών τραπεζών. Παρακάτω και βάσει του γραφήματος αναλύεται η διαμόρφωση των ισολογισμών των Κ.Τ. μετά την εφαρμογή προγραμμάτων QE ως ποσοστό του ΑΕΠ. Πόσο προσοδοφόρα λοιπόν υπήρξε η εφαρμογή προγραμμάτων QE από τις Bank of Japan, Fed, EKT & Bank of England αναφορικά με το μέγεθος των ισολογισμών τους;

BoJ: Η Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας σημείωσε την υψηλότερη επέκταση ισολογισμού ως προς το ΑΕΠ, έπειτα από την εφαρμογή QE, συγκριτικά με υπόλοιπες κεντρικές τράπεζες. Από την έναρξη του προγράμματος το 2000, υπήρξαν μεταβολές στο μέγεθος του ισολογισμού με σημαντικότερη και χαρακτηριστικότερη εκείνη που σημειώθηκε το 2018 καθώς ήταν λίγο πιο κάτω από το 100%.

Fed: Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. έχοντας στο ιστορικό της τρεις εφαρμογές της QE, διαφαίνεται πως ευεργετήθηκε από την επιλογή αυτή με τα θετικά αποτελέσματα στη διαμόρφωση του ισολογισμού της να είναι εμφανή από το 2013 και έπειτα (3^{ος} γύρος QE). Ωστόσο το 2017, η Fed προέβη σε μείωση κατά 10 δισ. δολάρια τον μήνα του ισολογισμού της ο οποίος ανερχόταν στα \$4,5 τρισ., με το μεγαλύτερο μέρος αυτών των assets να αφορά Treasuries και ενυπόθηκα δάνεια, διατηρώντας παράλληλα αμετάβλητα τα επιτόκια στο 1% – 1,25%.

ECB: Στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα λόγω και της φύσεως της (για την άσκηση νομισματικής πολιτικής είναι υπεύθυνες παράλληλα 12 Κεντρικές Τράπεζες, με διαφορετικές οικονομικές συνιστώσες και μεγέθη ισολογισμών, άρα και μεγαλύτερη διασπορά και διαφορετική επίδραση των αποτελεσμάτων που προκύπτουν από την εφαρμογή ενός τέτοιου προγράμματος) είχαν διαδραματιστεί οι περισσότερες μεταβολές στο μέγεθος του ισολογισμού της από το ξέσπασμα της κρίσης το 2008 έως και την έναρξη του προγράμματος QE το 2015. Από το 2015 και μετά, παρατηρείται μια σταδιακή επέκταση του ισολογισμού της, που άγγιξε το 40% το 2018.

BoE: Ελαφρές μεταβολές σημειώθηκαν επίσης και στον ισολογισμό της Κεντρικής Τράπεζας της Αγγλίας, με μια χαμηλή συρρίκνωση να παρατηρείται από το 2016 (δημοψήφισμα περί της εξόδου της χώρας

από την Ευρωπαϊκή Ένωση), ενδεικτικό της περιρρέουσας πολιτικής και οικονομικής κατάστασης που άρχισε να επικρατεί στη χώρα.

	Assets included	Maturities of sovereign bonds purchased	Total amount purchased (sovereign +other)
Federal Reserve			
QE1 12/08-03/10	US Treasuries, agency debt and agency MBS	Focus on 2-10 years	\$1,750bn
QE2 11/10-06/11		Focus on 2-10 years	\$600bn
QE3 09/12-10/14		Focus on 7-10 and 20-30 years	\$1,630bn
Bank of England			
03/09-11/12	UK gilts, corporate bonds and commercial paper	Focus on 5-25 years	£375bn

Πίνακας: Τα προγράμματα QE που ακολούθησαν ΗΠΑ & Βρετανία

5. *Καταθέσεις:* Το waterfall των καταθέσεων στις Η.Π.Α. θα μπορούσε να ερμηνευτεί ως εξής: εν εξελίξει των γύρων QE οι καταθέσεις των νοικοκυρών και των μη κερδοσκοπικών οργανισμών παρατηρούνται με ανοδική πορεία συγκριτικά με τις χρονικές περιόδους προ QE (ιδιαίτερα του ξεσπάσματος της οικονομικής κρίσης το 2008). Η ανοδική αυτή τάση εντοπίζεται και στις συνολικά αποδεκτές καταθέσεις αλλά και στα αποθεματικά των ομοσπονδιακών κεντρικών τραπεζών τα οποία βρέθηκαν λίγο πιο κάτω από \$2.500 δις με τη λήξη του QE3. Άξιο αναφοράς είναι ότι ενώ τα αποθεματικά των Κ.Τ. στις Η.Π.Α. άγγιξαν το μέγιστο σημείο τους με το πέρας του QE3, από το 2015 και μετά ακολουθούν φθίνουσα πορεία, γεγονός που επιβεβαιώνει πλήρως το μηχανισμό λειτουργίας της ποσοτικής χαλάρωσης. Δηλαδή «εφοδίασε με χρήμα» τα ταμεία των κεντρικών τραπεζών κατά τη διάρκεια των προγραμμάτων, ωστόσο η κυκλοφορία αυτή χρημάτων ευεργέτησε προσωρινά τις χρηματαγορές και λειτούργησε αποτρεπτικά κι αμυντικά για την αντιμετώπιση της χρηματοοικονομικής κρίσης.
6. *Ανεργία:* Το φλέγον κι ακανθώδες ζήτημα της ανεργίας που έπληττε όλες τις εν κρίσει οικονομίες, βρέθηκε στο πεδίο δράσης των προγραμμάτων QE. Συγκεκριμένα, στις Η.Π.Α. από την ολοκλήρωση του 2ου γύρου κι έπειτα, τέθηκε στο περιεχόμενο και στους πυλώνες αντιμετώπισης από την Fed. Κατά τη διάρκεια του QE1, ο μέσος ετήσιος δείκτης απασχόλησης άγγιξε και το -6%, μέγεθος άκρως ανησυχητικό και ενδεικτικό της βαθύτατης ύφεσης που επικρατούσε τότε. Εν τούτοις, από τη 2η φάση και μετά, άρχισε να αναστρέφεται το κλίμα και ο δείκτης ξεκίνησε να λαμβάνει θετικό πρόσημο φτάνοντας λίγο πιο πάνω από το 2%. Στο QE3 δε, ο δείκτης σημειώνει σταθερή θετική πορεία, αντικατοπτρίζοντας τη σταδιακή αποκατάσταση του οικονομικού κλίματος. Μάλιστα οι αποκλίσεις μεταξύ των περιοχών που φέρουν έκθεση μεγαλύτερη ή χαμηλότερη σε χρεόγραφα ενυπόθηκων δανείων είναι μικρές.

Το ερώτημα που αναδύεται ευλόγως είναι εάν η ποσοτική χαλάρωση συνεισφέρει ουσιαστικά στην πραγματική οικονομία, πέρα από την τόνωση των χρηματαγορών. Αυτό μπορεί να διερευνηθεί μέσω προσέγγισης και εξέτασης παραμέτρων που απαρτίζουν το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν όπως εργασία (απασχόληση), κατανάλωση και επενδύσεις κι αντικατοπτρίζουν τις πραγματικές οικονομικές συνθήκες.

3.1 Μηχανισμοί μετάδοσης της ποσοτικής χαλάρωσης στην μακροοικονομία

Η ποσοτική χαλάρωση μεταδίδεται τόσο από πιστωτικά όσο κι από χρηματοοικονομικά κανάλια. Εν πρώτοις, όταν μια Κεντρική Τράπεζα αποφασίζει να κάνει έναρξη ενός προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης, εισέρχεται στο πρόγραμμα αγοράς τίτλων, το οποίο και επιδρά μέσω από τρεις μηχανισμούς μετάδοσης κι ακολούθως δύναται να επηρεάσει τοιουτοτρόπως την πραγματική οικονομία. Οι τρεις βασικοί αυτοί μηχανισμοί – οι οποίοι φέρουν μακροοικονομικά αποτελέσματα – είναι:

1. Μηχανισμός ισορροπίας χαρτοφυλακίου (portfolio balance channel),
2. Μηχανισμός τραπεζικού δανεισμού - μέσω των αυξημένων ταμειακών διαθεσίμων (bank lending channel)
3. Μηχανισμός δημιουργίας προσδοκιών και εδραίωση κλίματος εμπιστοσύνης, το οποίο διαμορφώνει ανάλογα τις συναλλαγματικές ισορροπίες.

Ισορροπία Χαρτοφυλακίου

Όταν βραχυπρόθεσμα επιτόκια έχουν αγγίξει το μηδέν, οι αγορές μακροπρόθεσμων τίτλων της Fed επηρεάζουν τους οικονομικούς όρους, μεταβάλλοντας την ποσότητα και το μείγμα των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων που κατέχει το κοινό. Ο μηχανισμός αυτός ο οποίος βασίζεται στις ιδέες πολλών γνωστών νομισματικών οικονομολόγων, συμπεριλαμβανομένων των James Tobin, Milton Friedman, Franco Modigliani, Karl Brunner, και ο Allan Meltzer, βασικό σκεπτικό του οποίου αποτελεί το γεγονός ότι διαφορετικές κατηγορίες χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων δεν συνιστούν τέλεια υποκατάστατα χαρτοφυλακίων επενδυτών. Για παράδειγμα, ορισμένοι θεσμικοί επενδυτές αντιμετωπίζουν ρυθμιστικούς περιορισμούς όσον αφορά τους τύπους τίτλων που μπορούν να κατέχουν, οι μικροεπενδυτές ενδέχεται να είναι απρόθυμοι να κατέχουν ορισμένους τύπους περιουσιακών στοιχείων λόγω υψηλών συναλλαγών ή δαπανών ενημέρωσης και ορισμένα περιουσιακά στοιχεία παρουσιάζουν χαρακτηριστικά κινδύνου που είναι δύσκολα ή δαπανηρά για αντιστάθμιση.

Η εξισορρόπηση των χαρτοφυλακίων έχει ως απόρροια τη δημιουργία πλούτου και τη μείωση του κόστους δανεισμού, το οποίο αυξάνει ακολούθως την κατανάλωση και το διαθέσιμο εισόδημα. Η αύξηση των τραπεζικών διαθεσίμων συντελεί στην αύξηση του τραπεζικού δανεισμού, η οποία επενεργεί κι αυτή στην κατανάλωση. Συμπεραίνουμε ότι όλες οι δράσεις των καναλιών καταλήγουν στην αύξηση της κατανάλωσης & του εισοδήματος, με κοινό επακόλουθο σε όλες την αύξηση του πληθωρισμού.

Ο μηχανισμός εξισορρόπησης χαρτοφυλακίου είναι και ο πιο αποτελεσματικός καθώς επιτυγχάνεται μέσω αυτού η μεγαλύτερη επίδραση στην πραγματική οικονομία. Οι επιδράσεις αυτές διαφαίνονται μέσω των τιμών των μετοχών και των ομολόγων, οι οποίες αυξάνονται περαιτέρω, με αποτέλεσμα την αύξηση της ζήτησης τους, την πτώση των αποδόσεων των ομολόγων και την συνακόλουθη πτώση των επιτοκίων.

Τραπεζικός δανεισμός

Ο μηχανισμός αυτός αντιπροσωπεύει την πιστωτική διάσταση που φέρει η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής. Η άσκηση νομισματική πολιτική επηρεάζει τα τραπεζικά περιουσιακά στοιχεία (δάνεια) και τις υποχρεώσεις των τραπεζών (καταθέσεις), συνεπώς η μετατόπιση της προσφοράς καταθέσεων επιφέρει

μετατόπιση της προσφοράς δανείων. Επί παραδείγματι, η εφαρμογή επεκτατικής νομισματικής πολιτικής που έχει ως απόρροια την αύξηση των τραπεζικών αποθεμάτων & καταθέσεων, συντελεί και στην αύξηση της ποσότητας των δανείων.

$$M \uparrow \rightarrow \text{Τραπεζικές καταθέσεις} \uparrow \rightarrow \text{Τραπεζικά δάνεια} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

(Σημείωση: M = συνιστά μια επεκτατική νομισματική πολιτική που οδηγεί σε αύξηση των τραπεζικών καταθέσεων και των τραπεζικών δανείων, αυξάνοντας έτσι το επίπεδο των συνολικών επενδυτικών δαπανών, ζήτηση και παραγωγή, Y)

Ωστόσο, σε αυτό το σημείο μας ενδιαφέρει η ανταπόκριση των τραπεζών στο δανεισμό κι όχι στη δημιουργία καταθέσεων, που είναι συνέργεια δυο συνισταμένων, πρώτον οι τράπεζες δεν μπορούν να προστατεύσουν τα χαρτοφυλάκια δανείων από τις μεταβολές της νομισματικής πολιτικής, και δεύτερον οι δανειολήπτες δεν μπορούν να απομονώσουν τις πραγματικές δαπάνες από αλλαγές στη διαθεσιμότητα των τραπεζικών πιστώσεων.

Επιπλέον, σε μια κεντρική τράπεζα δημιουργείται χρήμα όταν αγοράζει ομόλογα άλλων τραπεζών. Δεδομένου ότι μια τράπεζα χρειάζεται ένα προκαθορισμένο όριο καταθέσεων ώστε να ικανοποιεί τις ημερήσιες ανάγκες της, θα μπορούσε να ωφεληθεί από μια τέτοια επέκταση του δανεισμού της προς την πραγματική οικονομία βάσει των δικών της κεφαλαιακών απαιτήσεων. Αυτή η ωφέλεια μπορεί να προκύψει ακόμη όταν δανείζει (αγοράζει δηλαδή περιουσιακά στοιχεία) από χρηματοοικονομικά ιδρύματα.

Διαμόρφωση προσδοκιών

Τέλος, το signaling canal λειτουργεί από τη στιγμή που μια Κεντρική Τράπεζα ανακοινώνει ότι την πρόθεση της να επιτύχει πληθωρισμό συμβατό με το στόχο που έχει θέσει. Ένα εδραιωμένο κλίμα βεβαιότητας & αισιοδοξίας για τις οικονομικές προοπτικές από κοινού με χαμηλό επίπεδο επιτοκίων μακροπρόθεσμα, ενθαρρύνει όχι μόνο την κατανάλωση αλλά και τη ζήτηση για χρήμα (credit demand) και επαναφέρει τον πληθωρισμό στα επιθυμητά επίπεδα. Επιπροσθέτως, η αποδυνάμωση (υποτίμηση δηλαδή) του εγχώριου νομίσματος ως επίδραση της εφαρμογής του QE (επενέργεια στις συναλλαγματικές ισοτιμίες), δύναται να συνδράμει στην αύξηση των εξαγωγών και στην επακόλουθη άνοδο των τιμών των εισαγωγών, με τρόπο που να αυξάνει τις προσδοκίες για πληθωρισμό. Οι αυξημένες προσδοκίες για πληθωρισμό λειτουργούν επίσης καταλυτικά στη συμπεριφορά των επιχειρήσεων, οι οποίες αυξάνουν τις τιμές εν αναμονή, οδηγώντας σε πιο άμεσες επιπτώσεις στον πληθωρισμό.

3.2 Πώς αναμένεται να επηρεάσει την πραγματική οικονομία

Το γεγονός ότι τα μέτρα είναι ακόμη σε ισχύ και είχαν σχεδιαστεί ως επιπρόσθετο μέσο άσκησης νομισματικής πολιτικής αλλά και για έκτακτη ανάγκη, υποδεικνύουν ότι η πολιτική αυτή δεν απέβη ιδιαίτερα καρποφόρα δεδομένου ότι τα έσοδα από τις ληξιπρόθεσμες ομολογίες χρησιμοποιούνται για χρηματοδότηση αγορών QE και τα επιτόκια παραμένουν κοντά στο 0%. Κατέληξε δηλαδή σε status quo.

Η εφαρμογή του μέτρου στη Βρετανία υπέδειξε πως είχε θετική επίδραση στη μείωση της ανεργίας συγκριτικά με τις ΗΠΑ, συνέβαλε στη μείωση κόστους δανεισμού (χαμηλότερα επιτόκια) αλλά ανέσυρε στην επιφάνεια μια άλλη πτυχή. Το γεγονός ότι η ευημερία είναι συνισταμένη όχι μόνο της παραγωγής & του πληθωρισμού αλλά και της ανισότητας, εδώ αναδύεται το θέμα της ανισοκατανομής του πλούτου (Gornemannetal, 2017, Bilbiie and Ragot 2017, Bhandari κ.ά., 2017).

Οι παρενέργειες στην ανισότητα είναι εμφανείς κι ισχυρές διότι οι μεταβολές που προκαλεί η QE στη συνολική προσφορά καταθέσεων φέρουν διακυμάνσεις στο βαθμό κατά τον οποίο τα νοικοκυριά δύνανται να μετριάσουν τις διακυμάνσεις του εισοδήματός τους. Αυτό αποδίδεται επίσης στις διακυμάνσεις των κερδών που πηγάζουν από το QE καθώς μεταβάλλεται η αναδιανομή του πλούτου. Ως εκ τούτου, τα νοικοκυριά έρχονται αντιμέτωπα με διακυμάνσεις στην κατανάλωση τους και οδηγούμαστε σε μείωση της κοινωνικής ευημερίας καθώς τείνει να είναι χαμηλότερη από το βέλτιστο QE παρά από τη βέλτιστη συμβατική πολιτική. **Τεκμαίρεται λοιπόν ότι μπορεί να είναι μεν αποτελεσματικό στη σταθεροποίηση μακροοικονομικών διακυμάνσεων.**

Ωστόσο ωφέλησε τα νοικοκυριά που έχουν δανειστεί καθώς μειώθηκαν τα επιτόκια δανεισμού με απόρροια την αύξηση των δαπανών. Αξίζει να σημειωθεί πως ισχυροποιήθηκε η νομισματική πολιτική αλλά ήταν δυσκολότερο να ανέβουν τα επιτόκια ενώ η οικονομική ανάπτυξη ήταν αναιμική. **Επίσης, κατά τους οικονομολόγους, η ποσοτική χαλάρωση έχει απωλέσει την αρχική δυναμική της καθώς νέες εφαρμογές της θα οδηγούσαν σε περαιτέρω ενίσχυση της οικονομικής ανισότητας.**

3.3 Η Εμπειρία της Ευρωζώνης

Η εφαρμογή του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης στο Ευρωσύστημα επέφερε πολυποίκιλες και πολυδιάστατες επιδράσεις, άλλες αναμενόμενες κι άλλες απροσδόκητες. Όπως επίσης, το πρόγραμμα QE διέφερε από εκείνο που ακολουθήθηκε από την Fed, με την επέκταση και τη συρρίκνωση του ισολογισμού να κυμαίνονται σε διαφορετικά επίπεδα. Η EKT προέβη στην αγορά ομολόγων που εκδόθηκαν από 12 χώρες ενώ η Fed μόνο από μια κυβέρνηση. Επιπλέον, η EKT κατέγραψε χαμηλότερη πιστοληπτική ικανότητα από την Fed, που παρέμεινε σε χρεόγραφα AAA. Η εκκίνηση του APP (Assets Purchase Programme) το 2014 συνέπεσε με μια εν εξελίξει ανάκαμψη για την Ευρωζώνη, ωστόσο ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης δεν υπήρξε ανάλογος της αύξησης της αγοράς ομολόγων. Ακόμη όμως και η επιβράδυνση του ρυθμού των αγορών το 2017 δεν επέφερε τον επιθυμητό ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης.

Η διεύρυνση του ισολογισμού δεν θα συνδράμει εφόσον η κεντρική τράπεζα αυξήσει τα επιτόκια, όπως έπραξε η EKT δύο φορές το 2011. Από μακροοικονομικής απόψεως δεν υφίσταται ανησυχία που να απορρέει από την παύση του προγράμματος QE και τη συρρίκνωση του ισολογισμού. Οι αποδόσεις σε ορισμένα κρατικά ομόλογα, κυρίως στο γερμανικό ομόλογο, θα μπορούσαν να αυξηθούν, αλλά αυτό πιθανώς δεν θα ήταν κακό για την οικονομία.

Το μάθημα από την Ευρώπη είναι σαφές: αυτό που έχει σημασία είναι να μηδενίζουμε τα επιτόκια σε μια κρίση και μετέπειτα να τα διατηρούμε χαμηλά ώστε η πολιτική καθορισμού επιτοκίων να είναι αποτελεσματική. Κι αυτό διότι η ποσοτική χαλάρωση συνιστά ένα υποκατάστατο μέτρο συμβατικής νομισματικής πολιτικής.

Ο αντίκτυπος λοιπόν που είχε η λήψη αντισυμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής στο Ευρωσύστημα μπορεί να αποτυπωθεί ως εξής:

✓ Διαμόρφωση προσδοκιών και πεποιθήσεων
✓ Διαμόρφωση επιτοκίων
✓ Έπεσε το spread κυβερνητικών ομολόγων - στα spreads των κυβερνητικών ομολόγων (sovereign bonds) των κρατών που βρίσκονταν σε οικονομική κρίση – εκτός της Ελλάδος
✓ Υψηλότερος πληθωρισμός στην Ευρωζώνη
✓ Ομοίως με το πρόγραμμα της FED είχε αντίστοιχη επίδραση στις αποδόσεις ομολόγων σε αναδυόμενες αγορές
✓ Αρνητική επίδραση στις αποδόσεις Γερμανοιταλικού ομόλογου
✓ Αύξηση αποδόσεων του δείκτη EUROSTOXX 50 – ίδια αποτελέσματα παρουσιάστηκαν και με αντικατάσταση από τον FTSE 100
✓ Αυξήθηκε η αβεβαιότητα και μειώθηκε η αποστροφή κινδύνου
✓ Οι πολιτικές διευρυμένων προγραμμάτων αγοράς περιουσιακών στοιχείων επηρεάζουν τους ισολογισμούς των κεντρικών τραπεζών και τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, και ιδιαίτερα των μακροπρόθεσμων αποδόσεων, τιμές μετοχών και συναλλαγματικές ισοτιμίες. Αξίζει να αναφερθεί ότι σημειώθηκε άνοδος του δείκτης τιμών καταναλωτή (Consumer Prices Index), η οποία είναι διατηρητέα καθώς και στις προσδοκίες για τη διαμόρφωση του πληθωρισμού
✓ Το βασικό κανάλι μετάδοσης δεν είναι ιδιαίτερα δυνατό
✓ Οι τιμές στα νοικοκυριά και στην πίστωση δεν επηρεάστηκαν σημαντικά από την εφαρμογή της ποσοτικής χαλάρωσης καθώς ούτε αυξήθηκαν ούτε μειώθηκαν, όπως επίσης και η μεταβλητότητα στις αγορές μετοχών
✓ Η κατανομή του πλούτου: ενίσχυσε την ανισοκατανομή του πλούτου καθώς η εφαρμογή του μέτρου επηρέασε θετικά τους κατόχους αξιογράφων (μετοχών, ομολόγων), οι οποίοι λόγω των χαμηλότερων επιτοκίων, έλαβαν και υψηλότερη τιμή (υψηλότερη τιμή κουπονιών), αλλά και λόγω των τιμών των μετοχών (χαμηλή μεταβλητότητα αλλά κέρδος) (κοινωνικός αντίκτυπος αλλά θετική επίδραση στις χρηματαγορές)

3.3.1 Ευρήματα QE στην Ευρωζώνη

Οι επιπτώσεις της εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής διακρίνονται σε δύο «τύπους»: το εισόδημα και τον πλούτο. Κι αυτό διότι όταν μια κεντρική τράπεζα προβαίνει σε μείωση επιτοκίων ή αγορά περιουσιακών στοιχείων, μοιραία οδηγούμαστε σε ανακατανομή του χρηματοοικονομικού εισοδήματος μεταξύ των διάφορων τομέων και νοικοκυριών μιας οικονομίας.

Μεταβολή στο καθαρό εισόδημα από τόκους

Η μείωση των επιτοκίων σαφώς και επιδρά στο καθαρό τοκοφόρο εισόδημα αλλά και στον τρόπο που κατανέμεται. Συγκεκριμένα, την περίοδο εφαρμογής του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης, το καθαρό εισόδημα από τόκους αυξήθηκε για τη συνολική οικονομία, ωστόσο αυτό που αφορά τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα είναι αρνητικό.

Συμμετοχή των νοικοκυριών στα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία

Ένας δεύτερος τύπος επίδρασης όπως προαναφέρθηκε είναι οι επιπτώσεις στον πλούτο, οι οποίες αποτυπώνονται μέσω της αξίας των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Έτσι εξάγεται ένα ασφαλές συμπέρασμα για το εάν επέρχεται ανισότητα του πλούτου από την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής.

Η ανισότητα του πλούτου τείνει να αυξάνεται όταν αυξάνονται ιδίως οι τιμές των μετοχών, αλλά τείνει να μειώνεται όταν οι τιμές των κατοικιών ανεβαίνουν – με ανομοιογένεια μεταξύ των χωρών. Η ανισότητα αυτή πέφτει περισσότερο σε εκείνους με υψηλά ποσοστά ιδιοκτησίας σπιτιών, ενώ σε χώρες με χαμηλά ποσοστά ιδιοκτησίας το αποτέλεσμα είναι ασθενέστερο.

Από τα μέσα του 2014, περίοδος που ξεκίνησαν οι αγορές κυρίως περιουσιακών στοιχείων, θεωρείται ότι δημιουργήθηκε ανισότητα στον πλούτο μέσω του πληθωρισμού των τιμών των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων.

Παρατηρείται για την Ευρωζώνη ότι ανέκυψε ένα απόλυτο κέρδος: όλες οι καθαρές ομάδες πλούτου είδαν τον πλούτο τους να αυξάνεται ως μερίδιο του μέσου εισοδήματος τους. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι τιμές των κατοικιών στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκαν κατά την περίοδο, ενώ οι τιμές των ομολόγων αυξήθηκαν κατά μέσον όρο μέτρια και οι τιμές των μετοχών κατά μέσο όρο μειώθηκαν. Τα υψηλότερα καθαρά νοικοκυριά του πλούτου, ωστόσο, επωφελήθηκαν περισσότερο σε σχετικούς όρους .

Τα πιο πλούσια νοικοκυριά λοιπόν έχουν επωφεληθεί σχετικά περισσότερο από τις αυξήσεις των τιμών των περιουσιακών στοιχείων.

Συνεισφορά στο ΑΕΠ

Η μελέτη και εκτίμηση των επιπτώσεων που προέρχονται από ένα ιδιαίζον νομισματικό μέτρο θα πρέπει να επικεντρωθούν και στις μεσοπρόθεσμες μακροοικονομικές επιπτώσεις, πέραν των βραχυπρόθεσμων οικονομικών αποτελεσμάτων.

Μπορεί τα χαμηλά επιτόκια και οι υψηλές τιμές των περιουσιακών στοιχείων να οδηγούν σε επιδείνωση τη βραχυχρόνια ανισότητα, ωστόσο έχουν και θετικές διανεμητικές επιπτώσεις μεσοπρόθεσμα οι οποίες αντανακλώνονται μέσω της ενδυνάμωσης της συνολικής ζήτησης, της ταχύτερης πτώσης της ανεργίας και της μεσοπρόθεσμης σταθερότητας των τιμών. Όλα τα προηγούμενα συντρέχουν και στην καταπολέμηση των ανισοτήτων, όπως προαναφέρθηκε.

Κι όπως αποδεικνύεται όλα είναι ένας φαύλος κύκλος: τα κέρδη που αποδίδονται στις αποδόσεις των assets κατά τη διάρκεια του QE ενισχύουν την κερδοφορία των επιχειρήσεων, η οποία τελικά συνεπάγεται υψηλότερες επενδύσεις. Η ανακατανομή του εισοδήματος στα νοικοκυριά είναι συνήθως επεκτατική, δεδομένου ότι τα νοικοκυριά που υπόκεινται σε περιορισμούς ρευστότητας έχουν μεγαλύτερη οριακή ροπή προς κατανάλωση από ό,τι πιο εύπορα. Και οι επιπτώσεις στον πλούτο της ενισχύουν την οικονομία στο βαθμό που τα νοικοκυριά είναι σε θέση να μετατρέψουν τις αυξήσεις των τιμών των περιουσιακών στοιχείων στην κατανάλωση.

Παράλληλα υπάρχουν και οι επεκτατικές επιδράσεις που δημιουργεί η νομισματική πολιτική μέσω των άλλων διαύλων της: ο δίαυλος συναλλαγματικών ισοτιμιών και η διαχρονική υποκατάσταση. Συγκεκριμένα, τα χαμηλά επιτόκια ενθαρρύνουν τα νοικοκυριά να προωθήσουν τη διαρκή κατανάλωση και τις επενδύσεις των επιχειρήσεων μέσω πιστώσεων.

Αυτό που επέρχεται ως τελικό επιστέγασμα για την αξιολόγηση αυτής της δέσμης μέτρων στο Ευρωσύστημα είναι ότι από τον Ιούνιο του 2014 επωφελήθηκε από μια ευρύτερη ανάκαμψη της εγχώριας ζήτησης – γεγονός που δε σημειώθηκε κατά την ανάκαμψη της περιόδου 2009-11, η οποία βασιζόταν σε μεγάλο βαθμό στις καθαρές εξαγωγές. Επιπλέον, η ενίσχυση αυτή του οικονομικού κλίματος συμπλέει με τη σημαντική μείωση του ρυθμού ανεργίας.

Ισολογισμός

Όπως παρατηρήθηκε και προηγουμένως, η αύξηση των αποθεματικών των κεντρικών τραπεζών λόγω της QE επιδρά και στον τρόπο κατά τον οποίο διαμορφώνεται το μέγεθος των ισολογισμών τους. Η έναρξη του προγράμματος APP στο πλαίσιο της QE το 2015, συνέπεσε με μια συρρίκνωση του ισολογισμού της ΕΚΤ, ο οποίος διαμορφώθηκε στο 20% του ΑΕΠ. Η δέσμη των αντισυμβατικών μέτρων συνέβαλε στη σταδιακή επέκταση του ισολογισμού, όπου και κυμάνθηκε – σχεδόν διπλασιάστηκε συγκριτικά με το 2015 – στο 40% του ΑΕΠ.

3.4 Money supply domino effect

Είναι άξιο απορίας από πού απορρέουν τα κεφάλαια ώστε η κεντρική τράπεζα μιας χώρας να χρηματοδοτεί περιουσιακά στοιχεία. Απλώς η κεντρική τράπεζα τονώνει το κανάλι της ζήτησης παρέχοντας στις επιχειρήσεις χρήματα ώστε να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους και στους ιδιώτες προσφέρουν χρήματα για τη χρηματοδότηση δαπανών όπως κατοικίες, αυτοκίνητα κ.ο.κ Αυξάνοντας λοιπόν την προσφορά χρήματος η ποσοτική χαλάρωση διατηρεί την αξία του εγχώριου νομίσματος χαμηλή καθιστώντας την αξία της μετοχής μιας χώρας περισσότερο ελκυστική προς τους ξένους επενδυτές και τις εξαγωγές της λιγότερο ακριβές. Η διαδοχική αυτή λοιπόν δράση που προκύπτει από την πλεονάζουσα ρευστότητα δύναται να επιβεβαιωθεί και να αποτυπωθεί από τα ακόλουθα γεγονότα:

- Η Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας αποτέλεσε τον εναρκτήριο νομισματικό φορέα για την εφαρμογή της ποσοτικής χαλάρωσης στο πλαίσιο άσκησης νομισματικής πολιτικής από το 2001 ως το 2006. Το μέτρο επαναλήφθηκε το 2012 με στόχο την αναζωογόνηση της οικονομίας.
- Από τις πιο χαρακτηριστικές και πιο επιτυχείς προσπάθειες εφαρμογής της ποσοτικής χαλάρωσης αποτέλεσε εκείνη των Η.Π.Α. από την Federal Reserve καθώς ενίσχυσε την οικονομία της με την προσθήκη σχεδόν \$2 τρισεκατομμυρίων στην προσφορά χρήματος ενώ παράλληλα το χρέος στον ισολογισμό της διπλασιάστηκε από \$2.106 τρις σε \$ 4.486 κατά τη διάρκεια του προγράμματος από το Νοέμβριο του 2008 ως τον Οκτώβριο του 2014. Εκ του αποτελέσματος συνιστά τη μεγαλύτερη επέκταση από εφαρμογή οικονομικού προγράμματος στην ιστορία.
- Για την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα δε, σημειώνεται πως ως πρόσθετο νομισματικό μέτρο υιοθετήθηκε τον Ιανουάριο του 2015, έπειτα από επτά χρόνια επιβολής μέτρων λιτότητας. Στο πλαίσιο αυτό, πραγματοποιήθηκε η αγορά 60 δις σε ευρώ σε ομόλογα, με συνέπεια την υποτίμηση του ευρώ και τη συνακόλουθη αύξηση των εξαγωγών.
- Επιπλέον, ένας άλλος τρόπος με τον οποίο η οικονομία ανορθώνεται μέσω της ποσοτικής χαλάρωσης είναι οι δημοπρασίες μεγάλων ποσοτήτων κυβερνητικών ομολόγων προς αγορά με σκοπό την εφαρμογή επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής. Αυτό οφείλεται στο ότι η αγορά κυβερνητικών ομολόγων από την Κεντρική Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αυξάνει την ζήτηση διατηρώντας τις αποδόσεις αυτών των ομολόγων χαμηλά. Κι αυτό, καθώς τα κυβερνητικά ομόλογα συνιστούν τη βάση για τη διαμόρφωση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων, κι ως εκ τούτου καθιστούν τις αγορές και τα καταναλωτικά δανειακά επιτόκια πιο προσιτά για τους καταναλωτές και αντιστοίχως πιο ελκυστικά τα εταιρικά ομόλογα για τις επιχειρήσεις. Το σημαντικότερο δε, είναι η διατήρηση των μακροπρόθεσμων, σταθερών επιτοκίων των στεγαστικών δανείων σε χαμηλά επίπεδα, γεγονός που διαμορφώνει και ως εκ τούτου ενδυναμώνει την αγορά ακινήτων.
- Ενδεικτική είναι η πολλαπλάσια αύξηση της συνολικής αξίας των κυβερνητικών ομολόγων που διακρατεί η FED, η οποία από \$492,3 εκατομμύρια το Μάρτιο του 2009 ανήλθε σε \$2,095 τρις τον Ιούλιο του 2019.
- Το Δεκέμβριο του 2013, η Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς της FED ανακοίνωσε πως η επίτευξη τριών οικονομικών στόχων, θα συνιστούσε τη μετρίαση των διευρυμένων αυτών αγορών. Συνεπώς το QE συνετέλεσε ισχυρή δίοδο για τα ακόλουθα:

<i>I.</i>	<i>Ο δείκτης ανεργίας διαμορφώθηκε στο 7%</i>
<i>II.</i>	<i>Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ κυμάνθηκε μεταξύ 2% - 3%</i>
<i>III.</i>	<i>Ο δείκτης πληθωρισμού δεν υπερέβη το 2%</i>

Το συμπέρασμα είναι πως αν και το QE συνέδραμε μερικώς στην πραγματοποίηση των στόχων που είχαν τεθεί και οδήγησε σε ορισμένα αμφισβητήσιμα πορίσματα αναφορικά με τα περιουσιακά στοιχεία, παρά ταύτα εν πολλοίς θεωρήθηκε πως πέτυχε το σκοπό του καθώς:

- Οι ισολογισμοί των τραπεζών απελευθερώθηκαν από τα προβληματικά στεγαστικά δάνεια κι ακολούθως επανήλθε η εμπιστοσύνη και η ομαλότητα στη διεξαγωγή των τραπεζικών διαδικασιών
- Η αμερικάνικη οικονομία διέφυγε το κίνδυνο της αναιμικής ανάπτυξης καθώς η προσφορά κεφαλαίων καλλιέργησε εμπιστοσύνη και διέφυγαν μιας επικίνδυνης κρίσης
- Η αγορά ακινήτων αναζωογονήθηκε από τα χαμηλά επιτόκια

- Έθεσε σε λειτουργία ξανά την οικονομία – όχι όμως στο επίπεδο που επιθυμούσε η FED καθώς δεν επετεύχθη τόσο διαθέσιμο χρήμα όσο επεδίωκε. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η πλεονάζουσα ρευστότητα που προέκυψε από την ποσοτική χαλάρωση διοχετεύθηκε στις τράπεζες, οι οποίες όμως την αξιοποίησαν στις αγορές μετοχών καθώς τριπλασίασαν την τιμή τους με την παροχή μερίσματος και την επαναγορά μετοχών. Ενδεικτικό είναι ότι το 2009 είναι το πιο επικερδές έτος για τις τράπεζες.

Στο ακόλουθο κεφάλαιο θα γίνει διεξοδική περιγραφή της δομής του προγράμματος καθώς και της επίδρασης που επεφύλασσε η ποσοτική χαλάρωση που εφαρμόστηκε από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής.

3.5 Επίδραση στις συναλλαγματικές ισοτιμίες

Μια άλλη όψη της επενέργειας του QE συναντάται στη διαμόρφωση των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η πολιτική της αγοράς κυβερνητικών ομολόγων από τις εμπορικές τράπεζες και λοιπούς χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, δρα ως ένεση ρευστότητας στους ισολογισμούς των κεντρικών τραπεζών κι ως εκ τούτου μια αύξηση της ποσοτικής χαλάρωσης αντικατοπτρίζει την επεκτατική νομισματική πολιτική που ακολουθείται ώστε να αυξηθεί το ΑΕΠ και αναποφευχθεί ο αποπληθωρισμός των τιμών. Παράλληλα, η ποσοτική χαλάρωση αυξάνει την προσφορά χρήματος καθότι δημιουργούνται νέες και περισσότερες χρηματικές μονάδες, τις οποίες εισάγει στην αγορά ομολόγων.

Συνεπώς, η αύξηση της τιμής των ομολόγων αλλά και γενικότερα των χρηματοοικονομικών προϊόντων – και η συνακόλουθη μείωση της απόδοσης τους, καθότι δρα αντιστρόφως ανάλογα - αυξάνει την ζήτηση τους. Βέβαια, η κυκλοφορία πολλαπλών χρηματικών μονάδων οδηγεί σε μείωση της αγοραστικής δύναμης ενός νομίσματος στις αγορές συναλλάγματος, εκτός κι αν η πολιτική QE ακολουθείται κι από άλλες οικονομίες. Παραδείγματος χάρη, στην περίπτωση τώρα που τόσο Fed όσο και ΕΚΤ «τρέχουν» παράλληλα προγράμματα QE, το ζεύγος συναλλαγματικής ισοτιμίας USD και Euro, δε θα πληγεί ιδιαίτερα από διακυμάνσεις καθώς η πτώση της αξίας του δολαρίου αντισταθμίζεται από την πτώση της αξίας του ευρώ.

Ιδιαίτερα, στην περίπτωση που σημειωθεί μείωση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων, οι επενδυτές σπεύδουν να μετατρέψουν τα κεφάλαια τους σε άλλο νόμισμα ώστε να επωφεληθούν από υψηλότερες αποδόσεις και οι προκύπτουσες εκροές είναι σαφώς αρκετά υψηλότερες. Εκ των πραγμάτων, διενεργείται μια δυναμική αλλαγή στην προσφορά του εγχώριου νομίσματος από τις αγορές συναλλάγματος που συνεπάγεται την υποτίμηση της αξίας του νομίσματος. Επιπλέον, μέρος αυτής της πλεονάζουσας ρευστότητας δύναται να διοχετευθεί σε άλλες χώρες, γεγονός που συνεπικουρεί στη υποτίμηση του νομίσματος. Πιο συγκεκριμένα,

- οι τιμές των ομολόγων αυξάνονται και οι επενδύσεις σε μία χώρα καθίσταται περισσότερο ελκυστικές (δηλαδή προκύπτει αύξηση της ζήτησης) καθώς οι επενδυτές αναζητούν κεφαλαιακό κέρδος,
- επιδρά στη διαμόρφωση των τιμών των μετοχών οι οποίες αυξάνονται και δημιουργούν θετικές προσδοκίες για αύξηση της αξίας των μετοχών και προσέλκυση βραχυπρόθεσμων μετοχικών κεφαλαίων σε μία χώρα,
- και οι πληθωριστικές πιέσεις ίσως είναι φθίνουσες και δε θα έχουν άμεση επίδραση στο νόμισμα.

4 Η ΔΟΜΗ ΚΑΙ Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΟΣ ΠΟΣΟΤΙΚΗΣ ΧΑΛΑΡΩΣΗΣ ΤΗΣ FED

4.1 QE1: Δεκέμβριος 2008 - Ιούνιος 2010

Στη συνεδρίαση της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς της 25ης Νοεμβρίου 2008, η Fed ανακοίνωσε την εφαρμογή προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης (QE1), με αγορά 800 δισεκατομμυρίων δολαρίων σε τραπεζικό χρέος, αμερικανικές τράπεζες και στεγαστικά χρεόγραφα από τράπεζες-μέλη. Η κίνηση αυτή αποσκοπούσε στην καταπολέμηση της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008, έχοντας μειώσει προηγουμένως δραματικά το επιτόκιο των τρεχούμενων κεφαλαίων σε πραγματικό μηδέν (τα τρέχοντα επιτόκια συνιστούν πάντα ένα σημαντικό δείκτη της οικονομικής κατεύθυνσης του έθνους).

Στην προσπάθεια αυτή, αξιοποιήθηκαν κι άλλα εργαλεία της νομισματικής, ωστόσο το προεξοφλητικό επιτόκιο ήταν σχεδόν μηδέν, πληρώνοντας ακόμη και τόκους από τα αποθεματικά των τραπεζών.

Μέχρι το 2010, η Fed αγόρασε 175 εκατομμύρια δολάρια σε MBS που είχαν προέλθει από τις Fannie Mae, Freddie Mac ή τις Ομοσπονδιακές Τράπεζες Εγχώριων Δανείων, επίσης 1.25 τρισεκατομμύρια δολάρια σε MBS που είχαν εξασφαλιστεί από τους «γίγαντες» υποθηκών. Αρχικά, ο σκοπός ήταν να βοηθηθούν οι τράπεζες από τη λήψη αυτών των subprime MBS από τους ισολογισμούς τους. Σε λιγότερο από έξι μήνες, αυτό το επιθετικό πρόγραμμα προμηθειών είχε υπερδιπλασιαστεί στα χαρτοφυλάκια της κεντρικής τράπεζας. Μεταξύ Μαρτίου και Οκτωβρίου 2009, η Fed αγόρασε επίσης δάνεια ύψους 300 δισεκατομμυρίων δολαρίων μεγαλύτερης διάρκειας (ληκτότητας), όπως δεκαετές νόμισμα.

Η Fed τερμάτισε την QE1 τον Μάρτιο του 2010, επειδή η οικονομία άρχισε να εμφανίζει σημάδια ανάκαμψης. Λίγους μήνες αργότερα, η ανάκαμψη αυτή δε διατηρήθηκε με την οικονομία να παραπαίει, οπότε η Fed ανανέωσε το πρόγραμμα. Αγόρασε 30 δισεκατομμύρια δολάρια το μήνα σε πιο μακροπρόθεσμα Treasuries για να κρατήσει τα χαρτοφυλάκιά της σε περίπου 2 τρισεκατομμύρια δολάρια. Παρόλο που υπήρχαν κάποιες αδυναμίες, το QE1 ήταν αρκετά επιτυχημένο για να βοηθήσει να στηρίξει την υποβαθμισμένη αγορά κατοικιών με χαμηλά επιτόκια.

Αποτίμηση QE1:

- Η Fed αντλούσε ρευστότητα στις τράπεζες.
- Η προστιθέμενη ρευστότητα της QE1 δεν ήταν αρκετή ώστε να αναγκάσει τις τράπεζες να προσφέρουν περισσότερα δάνειά τους.
- Η Fed «δημιούργησε χρήματα» τα οποία επέτρεψαν στις τράπεζες να αντιμετωπίσουν την κρίση των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων (mortgage loans).
- Η προσφορά χρήματος δεν αυξήθηκε σημαντικά.
- Το QE1 μείωσε σημαντικά τα επιτόκια.
- Η ζήτηση των καταναλωτών δεν αυξήθηκε αρκετά για να ενισχύσει την οικονομία.
- Στην αγορά κατοικίας επικράτησαν χαμηλά ποσοστά.

- Οι επενδυτές προβληματίστηκαν για το ενδεχόμενο να προκληθεί πληθωρισμός λόγω της QE

Το QE1 είχε μερικά σημαντικά «μελανά σημεία»: Το πρώτο πρόβλημα, όπως αναφέρθηκε, ήταν ότι **δεν ήταν αποτελεσματικό ώστε να πιέσει τις τράπεζες να αυξήσουν το δανεισμό τους**. Εάν το 1 δισεκατομμύριο δολάρια ή το άλλο που η Fed είχε αντλήσει σε τράπεζες είχε δανειστεί, θα ενίσχυε την οικονομία κατά 10 τρισεκατομμύρια δολάρια. Δυστυχώς, η Fed δεν είχε την εξουσία να κάνει τις τράπεζες να τις δανείσουν, και έτσι δεν λειτούργησε όπως αναμενόταν.

Μια τράπεζα πρέπει μόνο να κρατήσει το 10% του συνόλου των περιουσιακών της στοιχείων σε αποθεματικό. Αυτή είναι η υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών. Μπορεί να δανείσει το υπόλοιπο, το οποίο στη συνέχεια κατατίθεται σε άλλες τράπεζες. Διατηρούν μόνο το 10% στο αποθεματικό, δανείζοντας το υπόλοιπο. Αυτός είναι ο τρόπος με τον οποίο το 1 δισεκατομμύριο δολάρια στην πίστωση της Fed μπορεί να γίνει 10 τρισεκατομμύρια δολάρια στην οικονομική ανάπτυξη.

Το QE1 οδήγησε στο δεύτερο πρόβλημα. Η Fed είχε τώρα **ένα ρεκόρ υψηλού επιπέδου δυνητικά επικίνδυνα περιουσιακά στοιχεία στον ισολογισμό της**. Ορισμένοι εμπειρογνώμονες ανησύχησαν ότι η Fed είχε απορροφήσει την κρίση των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων και ότι το τεράστιο ποσό των «τοξικών» δανείων θα μπορούσε να το παρασύρει όπως και οι τράπεζες.

Αλλά η Fed έχει απεριόριστη ικανότητα να δημιουργήσει μετρητά για να καλύψει κάθε τοξικό χρέος καθώς ήταν σε θέση να διατηρήσει το χρέος έως ότου η αγορά κατοικίας ανακάμψει. Σε εκείνο το σημείο, αυτά τα «κακά» δάνεια έγιναν καλά, παρείχαν αρκετή ασφάλεια για να τα στηρίξουν.

Αυτό, φυσικά, οδήγησε στο τρίτο πρόβλημα με την ποσοτική χαλάρωση και **δεν ήταν άλλο από τη δημιουργία πληθωρισμού ή ακόμα και υπερπληθωρισμού**. Όσο περισσότερα δολάρια έδινε προς κυκλοφορία η Fed, τόσο μειωνόταν με την πάροδο του χρόνου η αξία όλων των δολαρίων, τα οποία στη συνέχεια αγοράζουν λιγότερα δολάρια. Το αποτέλεσμα δηλαδή είναι ο πληθωρισμός.

Αλλά η Fed αποσκοπούσε να δημιουργήσει ήπιο πληθωρισμό διότι αντιστάθμισε τον αποπληθωρισμό στις κατοικίες, όπου οι τιμές είχαν πέσει κατά 30% από την αιχμή τους το 2006. Η Fed αντιμετώπιζε την άμεση κρίση ωστόσο δεν ανησυχούσε για τον πληθωρισμό. Κι αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι ο πληθωρισμός δεν συμβαίνει μέχρι να αναπτυχθεί η οικονομία. Αυτό είναι ένα πρόβλημα που η Fed θα καλούταν να αντιμετωπίσει. Εκείνη την περίοδο, τα περιουσιακά στοιχεία στα βιβλία της Fed είχαν επίσης αυξηθεί σε αξία και δεν θα είχε κανένα πρόβλημα να τα πουλήσει. Η πώληση περιουσιακών στοιχείων θα συνέβαλε επίσης στη μείωση της προσφοράς χρήματος και θα εξέλειπε κάθε πληθωρισμό.

Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο τελικά το QE1 αποδεικνύεται **μερικώς επιτυχημένο λόγω των αμφισβητήσιμων ευρημάτων που δημιουργήθηκαν**: επετεύχθη η μείωση των επιτοκίων σχεδόν κατά μια ποσοστιαία μονάδα και οι τιμές μειώθηκαν από 6,33% τον Νοέμβριο του 2011 σε 5,23% τον Μάρτιο του 2010 για ένα τριετές στεγαστικό δάνειο (υποθήκη) σταθερού επιτοκίου.

Αυτά τα χαμηλά ποσοστά κατάφεραν να διατηρήσουν βιώσιμη την αγορά κατοικιών και να στρέψουν τους επενδυτές σε εναλλακτικές λύσεις. Δυστυχώς, κάποιες από αυτές υπήρξαν το πετρέλαιο και το χρυσό, των οποίων οι τιμές εκτοξεύθηκαν, όμως τα ιστορικά χαμηλά επιτόκια λειτούργησαν ευεργετικά στην επανεκκίνηση της αμερικάνικης οικονομίας.

Το συμπέρασμα είναι πως αν και το QE δεν συνέβαλε στη ολική πραγματοποίηση των στόχων που είχαν οριστεί και δημιούργησε κάποια αμφισβητήσιμα ευρήματα στα περιουσιακά στοιχεία, εν πολλοίς κρίθηκε πετυχημένο καθώς:

- | |
|---|
| <ul style="list-style-type: none">▪ Οι ισολογισμοί των τραπεζών απελευθερώθηκαν από τα προβληματικά στεγαστικά δάνεια κι ακολούθως επανήλθε η εμπιστοσύνη και η ομαλότητα στη διεξαγωγή των τραπεζικών διαδικασιών |
| <ul style="list-style-type: none">▪ Η αμερικάνικη οικονομία διέφυγε το κίνδυνο της αναμικτής ανάπτυξης καθότι η προσφορά κεφαλαίων καλλιέργησε εμπιστοσύνη και διέφυγαν μιας επικίνδυνης κρίσης |
| <ul style="list-style-type: none">▪ Η αγορά ακινήτων αναζωογονήθηκε από τα χαμηλά επιτόκια |
| <ul style="list-style-type: none">▪ Έθεσε σε λειτουργία ξανά την οικονομία – όχι όμως στο επίπεδο που επιθυμούσε η FED καθώς δεν επετεύχθη τόσο διαθέσιμο χρήμα όσο επεδίωκε. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η πλεονάζουσα ρευστότητα που προέκυψε από την ποσοτική χαλάρωση διοχετεύθηκε στις τράπεζες, οι οποίες όμως την αξιοποίησαν στις αγορές μετοχών καθώς τριπλασίασαν την τιμή τους με την παροχή μερίσματος και την επαναγορά μετοχών. Ενδεικτικό είναι ότι το 2009 είναι το πιο επικερδές έτος για τις τράπεζες. |

Μεταξύ άλλων, ο πληθωρισμός δεν εκτινάχθηκε όπως αναμενόταν από πολλούς καθότι η ρευστότητα του QE δε διοχετεύθηκε από τις τράπεζες προς τις επιχειρήσεις για την αύξηση του κύκλου εργασιών τους και την πρόσληψη εργαζομένων. Ένα τέτοιο ενδεχόμενο θα πυροδοτούσε την ζήτηση με αύξηση των τιμών, όμως κάτι τέτοιο δε συνέβη καθώς ο δείκτης τιμών καταναλωτή κυμάνθηκε υπό του 2%, στόχο που είχε θέσει η Ομοσπονδιακή Τράπεζα.

4.2 QE2: Νοέμβριος 2010 - Ιούνιος 2011

Πρόκειται για τη δεύτερη φάση του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης που ακολουθήθηκε από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Αμερικής και διήρκησε από το Νοέμβριο του 2010 ως τον Ιούνιο του 2011. Κατά την ανακοίνωση της δεύτερης αυτής φάσης, γνωστοποιήθηκε η αγορά \$600 δις σε κυβερνητικά χρεόγραφα & έντοκα γραμμάτια μέχρι το Μάρτιο του 2011, καθιστώντας το χαρτοφυλάκιο της FED στα \$3 τρις. Το γεγονός πως ο πρώτος γύρος του QE δεν απέδωσε τόσο όσο σχεδιάστηκε, κατέστησε επιτακτική την ανάγκη για τη λήψη επιπρόσθετων μέτρων, επονομαζόμενων κι ως QE2, τα οποία στόχευαν στην αγορά αξιολογίων από τις τράπεζες ώστε να διατηρήσουν τα επιτόκια χαμηλά και να δανείσουν ευκολότερα χρήματα, με αποτέλεσμα την αύξηση της προσφοράς χρήματος και την αναπτέρωση της οικονομίας. Όμως, οι τράπεζες δεν έδρασαν κατά αυτόν τον τρόπο, δηλαδή δεν αύξησαν το δανεισμό τους αλλά διατηρήσαν αυτή την επιπλέον ρευστότητα για δικούς τους σκοπούς, με το πρόσχημα ότι ήταν δύσκολη η εύρεση αξιόπιστων και φερέγγυων δανειοληπτών. Για αυτό η FED προέβη στην αγορά 10ετούς κυβερνητικού ομολόγου, αποσκοπώντας με την

κίνηση αυτή να διατηρήσει σε χαμηλά επίπεδα τα επιτόκια για να καταστήσει πιο προσεγγίσιμη την αγορά ακινήτων και να ωθήσει τους επενδυτές στην αγορά ενυπόθηκων δανείων.

Αποτίμηση QE2:

- Διατήρηση σε χαμηλά επίπεδα των επιτοκίων για ενθάρρυνση του δανεισμού
- Η δεύτερη φάση της ποσοτικής χαλάρωσης δε στάθηκε επαρκής να ενθαρρύνει τον τραπεζικό δανεισμό
- Αποφυγή αποπληθωρισμού και ύπαρξη ήπιου πληθωρισμού
- Οι τράπεζες χρησιμοποίησαν την επιπλέον ρευστότητα για τη διαγραφή των προβληματικών δανείων
- Δημιουργήθηκαν «φούσκες» σε περιουσιακά στοιχεία (assets) όπως ο χρυσός

4.3 QE3: Σεπτέμβριος 2012 – Οκτώβριος 2014

Στις 13 Σεπτεμβρίου 2012, η Fed προχώρησε στην τρίτη φάση του προγράμματος, η οποία έθεσε νέα δεδομένα στην εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής. Στην προσπάθεια μιας επεκτατικής νομισματικής πολιτικής που θα συνέβαλε στην ομαλοποίηση της οικονομίας, δόθηκε ιδιαίτερο βάρος στην απασχόληση & την ανεργία – εν αντιθέσει με τον προηγούμενο κύκλο όπου η διατήρηση του πληθωρισμού στα επιθυμητά επίπεδα υπήρξε βασική συνιστώσα του – με ενέργειες που εστίασαν στην ανάπτυξη και στη διεύρυνση της αγοράς εργασίας. Από κοινού, στόχευε στην ευρύτερη οικονομική αναπτέρωση, θέτοντας τη δημοσιονομική πολιτική σε δευτερεύον πεδίο. Παράλληλα συμπεριελάμβανε τη διατήρηση του επιτοκίου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων στο 0% μέχρι το 2015, διαγράφοντας μια ιδιαίτερως συνολικά διαφοροποιημένη στρατηγική μέχρι πρότινος.

Ο κύκλος αυτός περιλάμβανε την αγορά \$40 δις σε υποθηκευμένους τίτλους (mortgage backed securities) από τράπεζες που εποπτεύονται από τη FED, δράση που απελευθέρωσε τις εμπορικές τράπεζες από επισφαλή assets και αύξησε το δανεισμό τους, ενεργοποιώντας παράλληλα την προσφορά χρήματος. Ως εκ τούτου, ενεργοποιήθηκε ο οικονομικός κύκλος, με επακόλουθη αύξηση της ζήτησης καθώς δόθηκε ισχυρό κίνητρο στις επιχειρήσεις να διευρύνουν την οικονομική τους δραστηριότητα και στους ιδιώτες να αυξήσουν τις προσωπικές δαπάνες τους έχοντας μεγαλύτερο εισόδημα. Επιπλέον συνεχίστηκε η πώληση βραχυπρόθεσμων κυβερνητικών έντοκων γραμματίων, όπου με την αξιοποίηση των προκυπτόντων κεφαλαίων αγοράστηκαν 10ετή ομόλογα Δημοσίου, προσφέροντας ρευστότητα ύψους \$85 δις στην οικονομία (Operation Twist, πρόγραμμα το οποίο ξεκίνησε το Σεπτέμβριο του 2011).

Τον Ιανουάριο του 2013 πραγματοποιήθηκε αγορά κυβερνητικών ομολόγων αξίας \$85 δις από τις τράπεζες, χρησιμοποιώντας τη ρευστότητα που είχε ήδη αντλήσει από τους προηγούμενους κύκλους του προγράμματος. Η φάση αυτή υπήρξε καθοριστικής σημασίας για την πολιτική της Fed καθότι επετεύχθη ο στόχος μείωσης του δείκτη ανεργίας με τη διαμόρφωση του υπό το 6,5%, ενώ παράλληλα ο πληθωρισμός άγγιξε το 2,5%.

Αποτίμηση QE3

- Χαμηλότερα μακροπρόθεσμα επιτόκια λόγω των χαμηλότερων ομολογιακών αποδόσεων
- Φθηνότερα δάνεια λόγω χαμηλότερων επιτοκίων

<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ένταξη του Operation Twist
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Υποτίμηση του δολαρίου, η οποία ενδυνάμωσε τις επενδύσεις σε αμερικάνικες μετοχές και αύξησε τις εξαγωγές των ΗΠΑ (το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών βελτιώθηκε)
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Τόνωση των δημοσίων δαπανών που υποστήριξαν την οικονομία
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ελλοχεύει κίνδυνος πληθωρισμού
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Χαμηλότερο εισόδημα για τους καταθέτες
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Κρίση χρέους και δημοσιονομικό έλλειμμα
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Όπως και στις προηγούμενες φάσεις, το QE προσέφερε επιπρόσθετη ρευστότητα που πυροδότησε την προσφορά χρήματος καθώς η πώληση των εντόκων γραμματίων των τραπεζών προς την Fed, έδωσε ώθηση στο δανεισμό τους σε συνδυασμό με την προσφορά χαμηλότερων επιτοκίων, όπου οι τράπεζες συναγωνίζονταν για το πως θα επιτύχουν να προσφέρουν χαμηλότερα επιτόκια για να καταστήσουν ελκυστικότερα τα δάνεια τους προς τους καταναλωτές.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Αυτό ακολούθως, προκάλεσε αύξηση την κατανάλωση των ιδιωτών με την αγορά αγαθών όπως αυτοκίνητα, κατοικίες, ενώ οι επιχειρήσεις προσελάμβαναν περισσότερους εργαζομένους ώστε να ικανοποιήσουν αυτή τη ζήτηση.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Οι χαμηλότερες αποδόσεις των κυβερνητικών ομολόγων ώθησαν σε χαμηλότερα επίπεδα τα επιτόκια των υποθηκών, έτσι ενδυναμώθηκε η αγορά ακινήτων.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Η αξία του δολαρίου διατηρήθηκε χαμηλή λόγω του πλεονάζοντος χρήματος, και το χρήμα που διακινούνταν και ήταν εκφρασμένο σε δολάριο και οδήγησε σε υποτίμηση του δολαρίου. Αυτό είχε ως παράγωγο την καλύτερη πορεία των αμερικάνικων μετοχών καθώς κόστιζαν λιγότερο στους ξένους επενδυτές και η αγορά μετοχών σημείωσε αύξηση 30% μέσα στο 2013.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ως απόρροια του προηγούμενου, η υποτίμηση του δολαρίου αύξησε τις εξαγωγές και έφερε θετικό πρόσημο στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Τα αμερικανικά αγαθά υπήρξαν φθηνότερα προς τους ξένους αγοραστές, οι οποίοι αύξησαν την κατανάλωση τους, και η αυξημένη αυτή ζήτηση αγαθών λειτούργησε ευεργετικά για τη δημιουργία θέσεων εργασίας στις Η.Π.Α.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Λήξη του Operation Twist, το οποίο υπήρξε ιδιαίτερα αποτελεσματικό καθώς τα κεφάλαια που προήλθαν από την πώληση βραχυπρόθεσμων κυβερνητικών εντόκων γραμματίων αξιοποιήθηκαν στην αγορά μακροπρόθεσμων κυβερνητικών ομολόγων. Έτσι ανέβηκαν τα επιτόκια των πρώτων κι αντίστοιχα ανέβηκαν εκείνα των δεύτερων. Ωστόσο το πρόγραμμα αυτό έληξε λόγω της ολικής πώλησης των βραχυπρόθεσμων Treasuries που κατείχε η Fed.

- Όλη αυτή η πλεονάζουσα ρευστότητα που δημιούργησε το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης καθ' όλη τη διάρκεια των τριών φάσεων του, αύξησε την πιθανότητα κινδύνου για αναζωπύρωση του πληθωρισμού, κι αυτή αποτελεί μια από τις γενεσιουργούς αιτίες του πληθωρισμού.
- Στην πράξη η αυτοεκπληρούμενη προφητεία του πληθωρισμού δεν πραγματοποιήθηκε. Τα υπερβάλλοντα αποθεματικά των τραπεζών περιορίστηκαν λόγω της μεταφοράς των Treasuries από τη Fed σε αυτές. Οι τράπεζες θα επιθυμούσαν τη μεταφορά των υπερβάλλοντων αποθεματικών τους εφόσον αποκομούσαν κέρδος από τα υψηλότερα επιτόκια. Ακόμη, τα κυβερνητικά ομόλογα συνιστούν επενδύσεις που δε φέρουν ρίσκο κι αυτό γιατί αποτελούν χρηματοοικονομικό αγαθό που είναι πάντα σε ζήτηση από τις κυβερνήσεις, τα συνταξιοδοτικά ταμεία αλλά κι από επενδυτές που επιθυμούν να εξασφαλίσουν ασφαλείς κι όχι επισφαλείς επενδύσεις & κέρδος.

4.4 Operation Twist

Στις προηγούμενες υποενότητες έγινε αναφορά στο Operation Twist που εντάχθηκε στο πρόγραμμα της αμερικάνικης QE και διήρκησε από το Σεπτέμβριο του 2011 έως το Δεκέμβριο του 2012, αποτελώντας μία πράξη αξιοποίησης των εσόδων που προέρχονται από τις πωλήσεις βραχυπρόθεσμων κυβερνητικών ομολόγων ώστε να αγοραστούν μακροπρόθεσμα κυβερνητικά έντοκα γραμμάτια. Η ληκτότητα αυτών των βραχυπρόθεσμων χρηματοοικονομικών προϊόντων προσδιορίζεται στα τρία χρόνια ή λιγότερο, ενώ τα μακροπρόθεσμα έντοκα γραμμάτια και ομόλογα από 6 έως 30 χρόνια. Η σκοπιμότητα αυτού του μέτρου έγκειται στην περαιτέρω μείωση του μακροπρόθεσμων επιτοκίων μέσω της αγοράς αυτών των μακροπρόθεσμων χρεογράφων, με συνακόλουθες την αύξηση της ζήτησης των κυβερνητικών εντόκων γραμματίων και της τιμής τους, που αντισταθμίζεται με χαμηλότερες αποδόσεις για τους επενδυτές. Επέρχεται λοιπόν μείωση των επιτοκίων λόγω των μεταβολών της απόδοσης του δεκαετούς κυβερνητικού ομολόγου, το οποίο συνιστά σημείο αναφοράς για τη διαμόρφωση των επιτοκίων στα δάνεια σταθερού τοκοχρεολυσίου, όπως στεγαστικά, αυτοκινήτων κ.α. Τα φθίνοντα επιτόκια επιτρέπουν στις επιχειρήσεις να επεκτείνουν περαιτέρω τις δραστηριότητες τους, με ακόλουθο την επέκταση της οικονομίας και την εξισορρόπηση ζήτησης και προσφοράς.

Το πρόγραμμα του Operation Twist περιλάμβανε \$400 δις σε έντοκα κυβερνητικά γραμμάτια και ομόλογα, και αγορές νέων ενυπόθηκων χρεογράφων (MBS) αλλά και παλαιότερων. Στόχευε κατά βάση στην αποκατάσταση της ζημίας που προήλθε από την κρίση των υποθηκευμένων στεγαστικών δανείων, στη «μετακίνηση» των επενδυτών από ασφαλή επενδυτικά προϊόντα σε δάνεια με περισσότερο ρίσκο αλλά μεγαλύτερη απόδοση ώστε να ομαλοποιηθεί η οικονομία. Η αγορά των ακινήτων τονώθηκε όμως επιδεινώθηκε η ανεργία, παρά την προσπάθεια εφαρμογής μιας επεκτατικής νομισματικής πολιτικής. Κι αυτό γιατί δεν αποδίδεται σε πρόβλημα ρευστότητας αλλά σε περιορισμένη εμπιστοσύνη που επικρατούσε στους εργοδότες. Αποδεικνύεται λοιπόν ότι η αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής περιορίζεται όταν ανακύπτουν θέματα που υπόκεινται σε δημοσιονομική διαχείριση, θεσμικό πλαίσιο και βελτίωση υποδομών.

5 ΕΞΕΤΑΣΗ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΤΗΣ ΠΟΣΟΤΙΚΗΣ ΧΑΛΑΡΩΣΗΣ ΣΤΙΣ ΣΥΝΙΣΤΩΣΕΣ ΤΟΥ ΑΕΠ

Προκειμένου να εξεταστεί η αποτελεσματικότητα της ποσοτικής χαλάρωσης καθ' όλη τη διάρκεια του προγράμματος (QE1, QE2 & QE3) της FED, καθίσταται να κρίσιμο να αναλυθεί και να διερευνηθεί το τρίπτυχο ανάπτυξη, χρηματαγορές και πληθωρισμός. Εν αρχή, θα εστιάσουμε σε όλες οι συνιστώσες που απαρτίζουν το ΑΕΠ των ΗΠΑ, ώστε να δούμε την εξέλιξη και τη διαμόρφωση αυτών των μεγεθών πριν και μετά την εφαρμογή του QE. Εν πολλοίς, θα εξετασθεί η ποσοστιαία μεταβολή των μεγεθών αυτών από έτος σε έτος (growth rate) και η συμπεριφορά τους κατά τη διάρκεια της QE, σε σύγκριση με την εξέλιξη τους κατά τη διάρκεια του ξεσπάσματος της οικονομικής κρίσης κύκλου στην Αμερική, ώστε να εξαχθούν ασφαλή κι ορθά συμπεράσματα αναφορικά με την απόδοση και την επίδραση του προγράμματος στην πραγματική οικονομία.

Οι συνιστώσες που πρόκειται να εξετασθούν, αφορούν:

- Δημόσιες Επενδύσεις
- Business Investments
- Ιδιωτική κατανάλωση
- Καθαρές εξαγωγές
- Ανεργία
- Housing

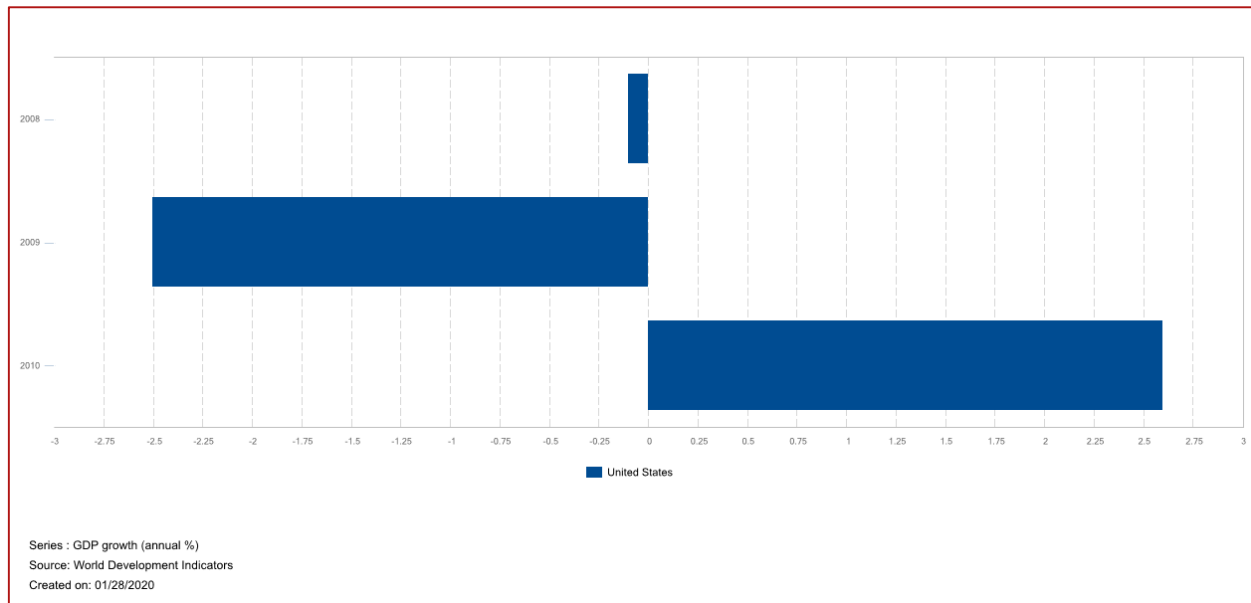
Επιπλέον, η διαδικασία αυτή θα ακολουθηθεί αντίστοιχα και για τις αγορές μετοχών κι ομολόγων, εξετάζοντας το δείκτη S&P και την απόδοση του 10ετούς κυβερνητικού ομολόγου αντίστοιχα.

5.1 Εξέλιξη του ΑΕΠ από τη γέννηση της κρίσης έως τη λήξη της αμερικάνικης QE

Αρχικά θα γίνει αναφορά στο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης (Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν) που σημειώθηκε στις Η.Π.Α. τις χρονικές περιόδους που εφαρμόστηκε το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης ώστε να εξαχθεί ένα ορθό συμπέρασμα για την αποτελεσματικότητα του εν λόγω μέτρου στην οικονομία των Η.Π.Α. Από μια ευρύτερη σκοπιά, παρατηρείται ότι τις περιόδους που εφαρμόστηκε το QE, ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης που σημειώνεται δεν είναι τόσο υψηλός όσο τις περιόδους που δεν εφαρμόζεται το πρόγραμμα.

QE1

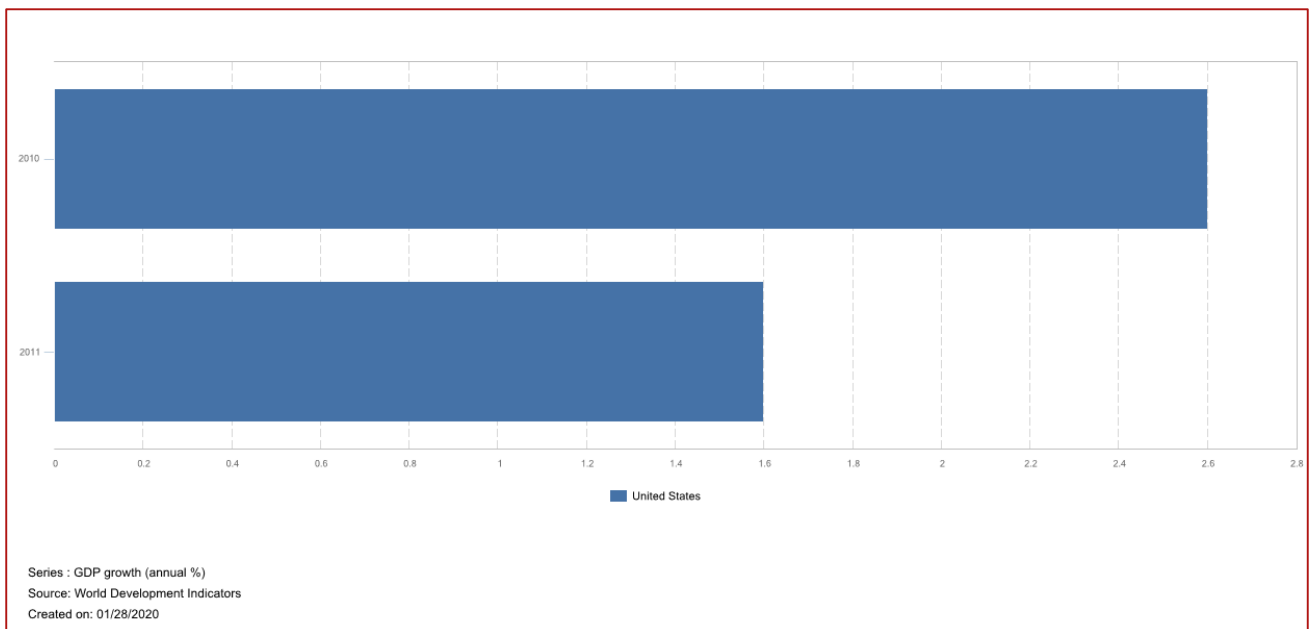
Παρατηρείται ότι το 2008 – έτος εφαρμογής του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης – ο δείκτης του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος διαμορφώθηκε στο -0,1%. Παρότι διοχετεύθηκε χρήμα στις αγορές και αυξήθηκε η ρευστότητα, ο ίδιος δείκτης επιδεινώθηκε το 2009 καθώς μειώθηκε στο -2,5%, γεγονός που ενισχύει τον ισχυρισμό ότι η πλεονάζουσα ρευστότητα που προήλθε από το QE αξιοποιήθηκε για την ενδυνάμωση των χρηματαγορών παρά για την ενίσχυση του συνόλου της οικονομίας. Ωστόσο το 2010, απέκτησε θετικό πρόσημο και ανήλθε στο 2,6%, και η αντισυμβατική αυτή νομισματική πολιτική εκ των πραγμάτων ανέστρεψε τα πράγματα και συνέβαλε στην αποτροπή της οικονομικής αναίμιας των Η.Π.Α. που είχε ξεκινήσει από το φθινόπωρο του 2007.



ΑΕΠ 2008, 2009 & 2010

QE2

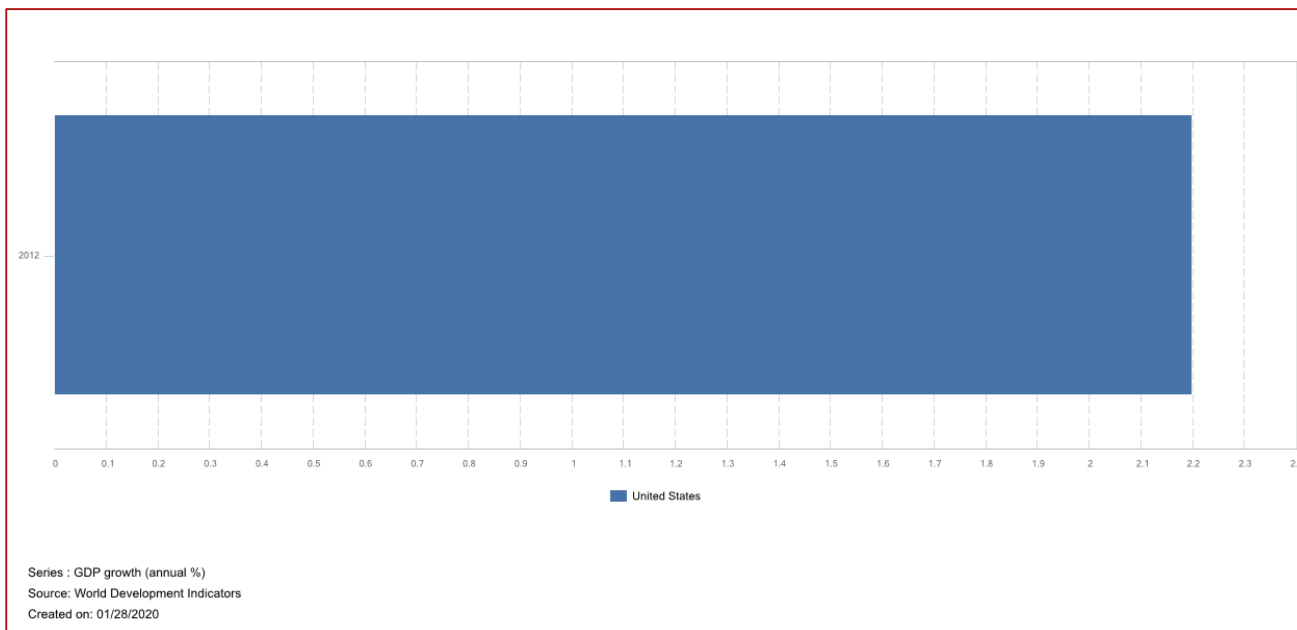
Ο δεύτερος σύντομος γύρος του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης δεν καθίστατο το ίδιο ευεργετικός όσον αφορά την εξέλιξη του ΑΕΠ καθώς το 2011 η ανάπτυξη του ΑΕΠ διαμορφώθηκε στο 1,6% από 2,6% το 2010.



Ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ 2010 & 2011

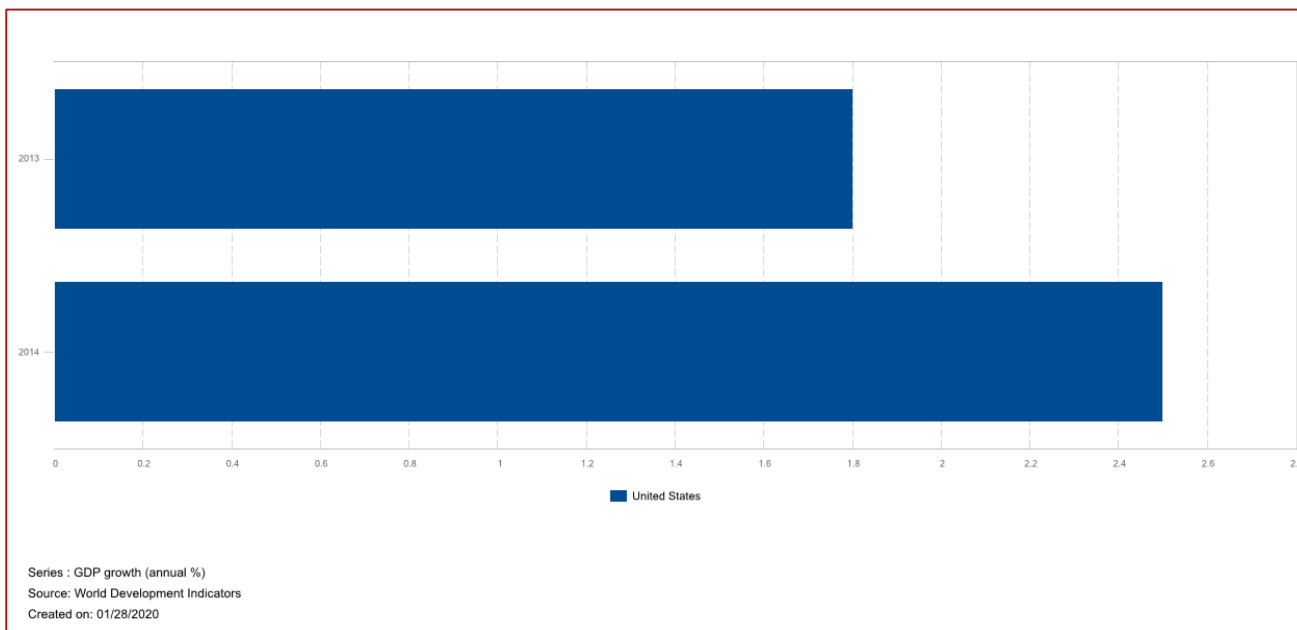
QE3

Ο ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ των Η.Π.Α. ανήλθε στο 2,2%, ένδειξη ότι οι Η.Π.Α. είχαν επιτύχει να εξέλθουν σταδιακά από την κρίση.



Ρυθμός ανάπτυξης ΑΕΠ 2012

Για το έτος 2013, το ΑΕΠ διαμορφώθηκε στο 1,8% (μειούμενο κατά 0,04% συγκριτικά με το 2012) ωστόσο το 2014 ανήλθε στο 2,5%. Χρήζει αναφοράς ότι στο τελευταίο γύρο έληξε το Operation Twist αλλά και δόθηκε ιδιαίτερο βάρος στην εξάλειψη της ανεργίας και στην ανάπτυξη της αγοράς εργασίας, πολιτική που αντανακλάται στην εξέλιξη του ΑΕΠ.



Ανάπτυξη ΑΕΠ 2013 & 2014

5.2 Συνιστώσες Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος

Ως σημείο αναφοράς και εξέτασης της επίδρασης της ποσοτικής χαλάρωσης - ως μέτρο που εφαρμόστηκε από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. – έχει επιλεγεί η ανάλυση του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος στα επιμέρους στοιχεία που το απαρτίζουν. Κύριος άξονας της ανάλυσης αυτής συνιστά το γεγονός ότι το ΑΕΠ αποτελεί άμεση αντανάκλαση του συνολικού μεγέθους μιας οικονομίας. Επιπροσθέτως, η ανάπτυξη ειδικών συνιστωσών του ΑΕΠ και συναφών δεικτών, όπως οι δείκτες οικονομικής απόδοσης, εισαγωγών και εξαγωγών, εγχώριας (ιδιωτικής και δημόσιας) κατανάλωσης ή επενδύσεων, καθώς και στοιχείων για την κατανομή του εισοδήματος και των αποταμιεύσεων, μπορεί να παράσχει πολύτιμες πληροφορίες για τις βασικές κινητήριες δυνάμεις της οικονομικής δραστηριότητας και, συνεπώς, να αποτελέσει τη βάση για τον σχεδιασμό, την παρακολούθηση και την αξιολόγηση συγκεκριμένων πολιτικών.

Μάλιστα σχετική αναφορά στο ΑΕΠ και στον τρόπο που η άσκηση της νομισματικής πολιτικής επιδρά στη διαμόρφωση του, συναντάται και στα πρακτικά της συνόδου της FOMC (Federal Open Market Committee) το Σεπτέμβριο του 2019. Πιο συγκεκριμένα, στις προβλέψεις που διατυπώθηκαν από τα μέλη της Επιτροπής αναφορικά με τις πιο πιθανές επιδράσεις του πραγματικού ΑΕΠ (αποπληθωρισμένου), του δείκτη ανεργίας και πληθωρισμού, με χρονικό ορίζοντα από το 2019 έως το 2022 αλλά και μακροπρόθεσμα, ελήφθη υπόψη και η αξιολόγηση τους για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής:

«Κατάλληλη νομισματική πολιτική ορίζεται ως η μελλοντική πορεία της πολιτικής που κάθε συμμετέχων θεωρεί ότι είναι πιθανότερο να προάγει τα αποτελέσματα για την οικονομική δραστηριότητα και τον πληθωρισμό ώστε να ανταποκρίνονται καλύτερα στην ατομική ερμηνεία της νόμιμης εντολής για την προώθηση της μέγιστης απασχόλησης και της σταθερότητας των τιμών.»

Χρήζει αναφοράς η διατύπωση ότι η χάραξη κατάλληλης νομισματικής πολιτικής θα συμβάλλει ελαφρώς στην άνοδο του ΑΕΠ για το 2019.

5.3 Διαμόρφωση μεγεθών κατά τη διάρκεια του QE

1. Πραγματικό ΑΕΠ (2008 -2019)

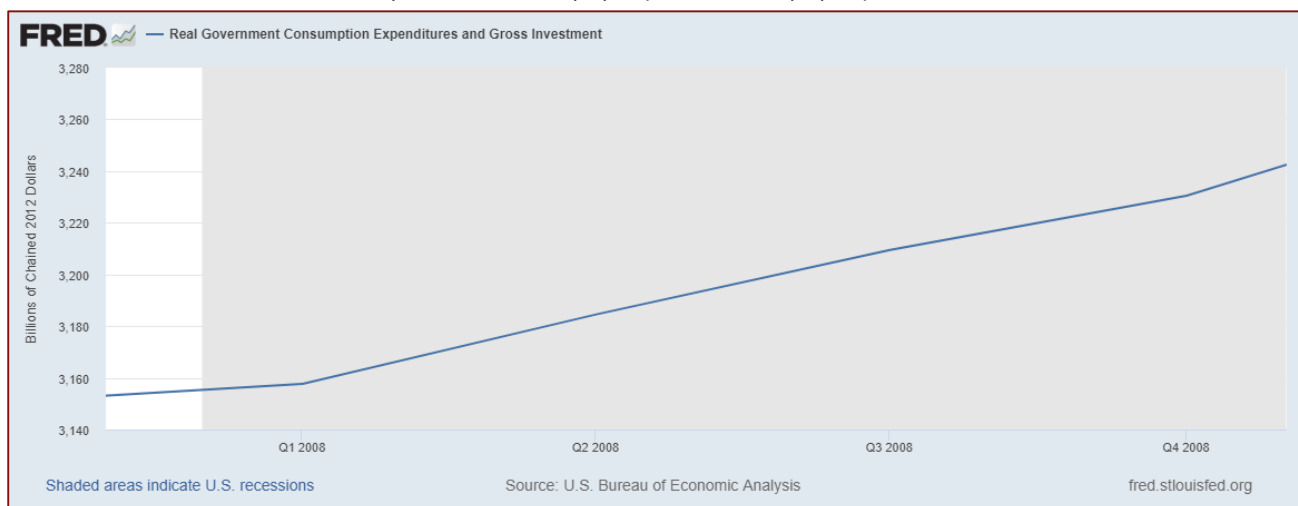


Το πραγματικό ακαθάριστο εγχώριο προϊόν είναι η προσαρμοσμένη από τον πληθωρισμό αξία των αγαθών και των υπηρεσιών που παράγονται από την εργασία και την περιουσία που βρίσκονται στις Ηνωμένες Πολιτείες. Τα δεδομένα αφορούν τη χρονική περίοδο από Νοέμβριο του 2008 (έναρξη QE1) έως τον Οκτώβριο του 2019 (ώστε να φανεί η επενέργεια του προγράμματος μετά την εφαρμογή του), είναι σε τριμηνιαία βάση. Συγκεκριμένα, το Q1 του 2009 το ύψος του πραγματικού ΑΕΠ διαμορφώθηκε στα \$15,155.940 δις ενώ το Q4 του 2019 \$19,219.767 δις. Εάν εξετασθεί η ποσοστιαία μεταβολή του πραγματικού ΑΕΠ, βρίσκεται 25%, δηλαδή τεκμαίρεται ότι επέδρασε θετικά στην εξέλιξη του το εν λόγω πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης.

$$\% \text{ Change: } \left[\frac{19219,767 - 15328,027}{15328,027} \right] * 100 = 25,38969954\%$$

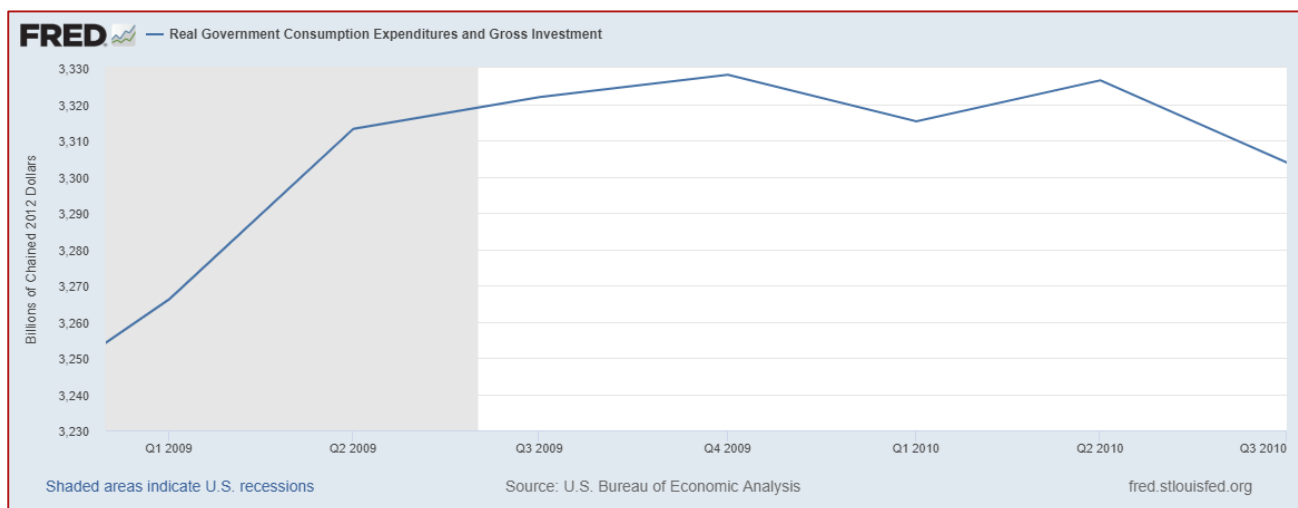
2. Δαπάνες πραγματικής κατανάλωσης & ακαθάριστες επενδύσεις

Πριν το QE1: Νοέμβριος 2007 – Νοέμβριος 2008



Παρά την ύφεση που πλήττει την αμερικάνικη οικονομία, διαφαίνεται πως οι πραγματικές δημόσιες δαπάνες & οι ακαθάριστες επενδύσεις λίγο πριν την υιοθέτηση της ποσοτικής χαλάρωσης διαγράφουν μια ανοδική πορεία, συγκριτικά με την περίοδο του ξεσπάσματος της κρίσης. Έχει ενδιαφέρον να παρακολουθήσουμε στη συνέχεια εάν ο δείκτης παρουσιάζει διακυμάνσεις.

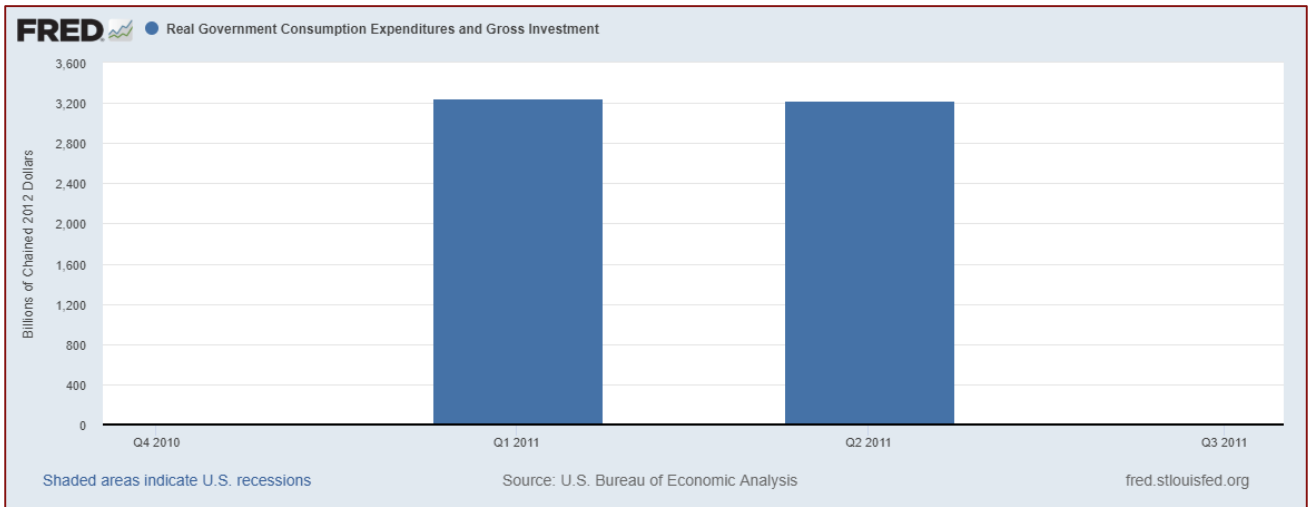
QE1: Δεκέμβριος 2008 - Ιούνιος 2010



2008-10-01	3230,492
2009-01-01	3266,177
2009-04-01	3313,168
2009-07-01	3321,897
2009-10-01	3328,046
2010-01-01	3315,216
2010-04-01	3326,546
2010-07-01	3303,891

% Change: **2,272069%**

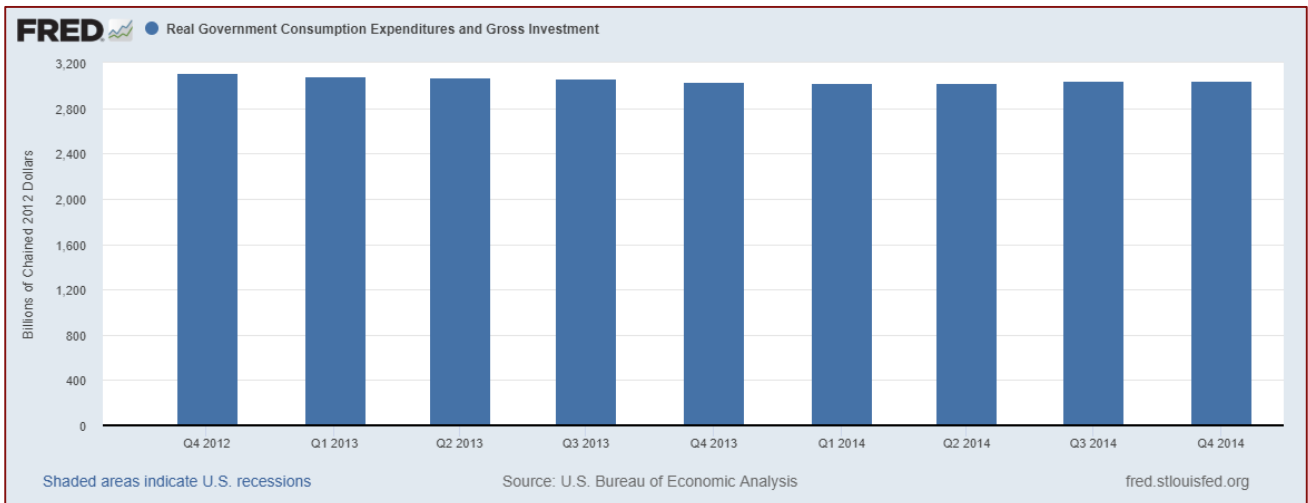
QE2: Νοέμβριος 2010 – Ιούνιος 2011



Q2 2011:	3,221.366
Q1 2011:	3,243.232
Q4 2010:	3,283.262
Q3 2010:	3,303.891
Q2 2010:	3,326.546

% Change: $((3221,366-3283,262)/3283,262)*100= -1,8852\%$

QE3: Σεπτέμβριος 2012 – Οκτώβριος 2014



2012-07-01	3138,209
2012-10-01	3107,233
2013-01-01	3079,392
2013-04-01	3073,951
2013-07-01	3057,412
2013-10-01	3033,402

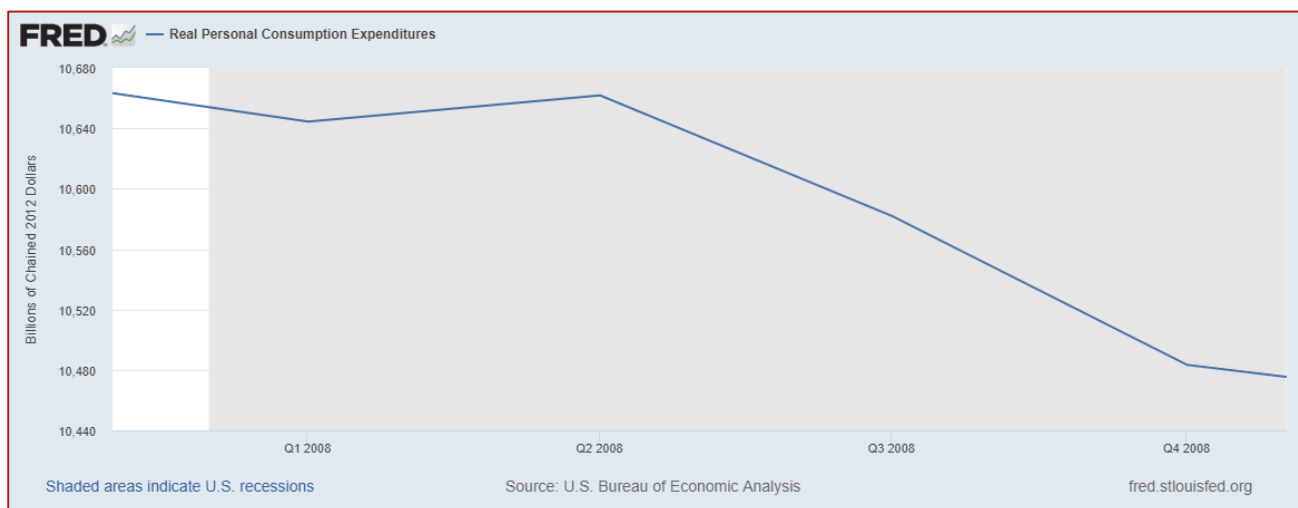
2014-01-01	3020,848
2014-04-01	3024,639
2014-07-01	3044,883
2014-10-01	3043,414

% Change: **-2,05389%**

Η δημόσια κατανάλωση το πρώτο τρίμηνο του 2009, δηλαδή λίγο αφότου εφαρμόστηκε το QE1, παρουσιάζεται εμφανώς αυξημένη, συγκριτικά με την περίοδο πριν την εφαρμογή του μέτρου, γεγονός που οφείλεται στην παροχή επιπλέον ρευστότητας και την ώθηση σε επενδύσεις και κατανάλωση. Ωστόσο η θετική ποσοστιαία μεταβολή που σημειώθηκε στον πρώτο γύρο, δεν ακολουθήθηκε και στους δύο επόμενους. Πιθανώς οι δημόσιες επενδύσεις δεν αυξήθηκαν όσο αναμενόταν και η ρευστότητα διοχετεύθηκε κυρίως στις τράπεζες για την αντιμετώπιση της κρίσης των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων και το πλήγμα που αυτά είχαν δημιουργήσει στους ισολογισμούς των τραπεζών. Ενδεχομένως, το κακό οικονομικό κλίμα που επικρατούσε αμέσως μετά το ξέσπασμα της κρίσης το φθινόπωρο του 2007 να αντιστράφηκε με την ανακοίνωση του προγράμματος αγορών (δηλαδή λειτούργησε ο παράγων της προσδοκίας), εν τούτοις, η αλληπάλληλη εφαρμογή αυτού του μέτρου κατά τα έτη 2011 έως 2014 να μην έδρασε πλήρως ως πανάκεια για την ενδυνάμωση των εγχώριων επενδύσεων & της δημόσιας κατανάλωσης, μιας συνιστώσας με ιδιαίτερη επίδραση για το σχηματισμό του ΑΕΠ αλλά και για την αντιμετώπιση του δημοσιονομικού ελλείμματος.

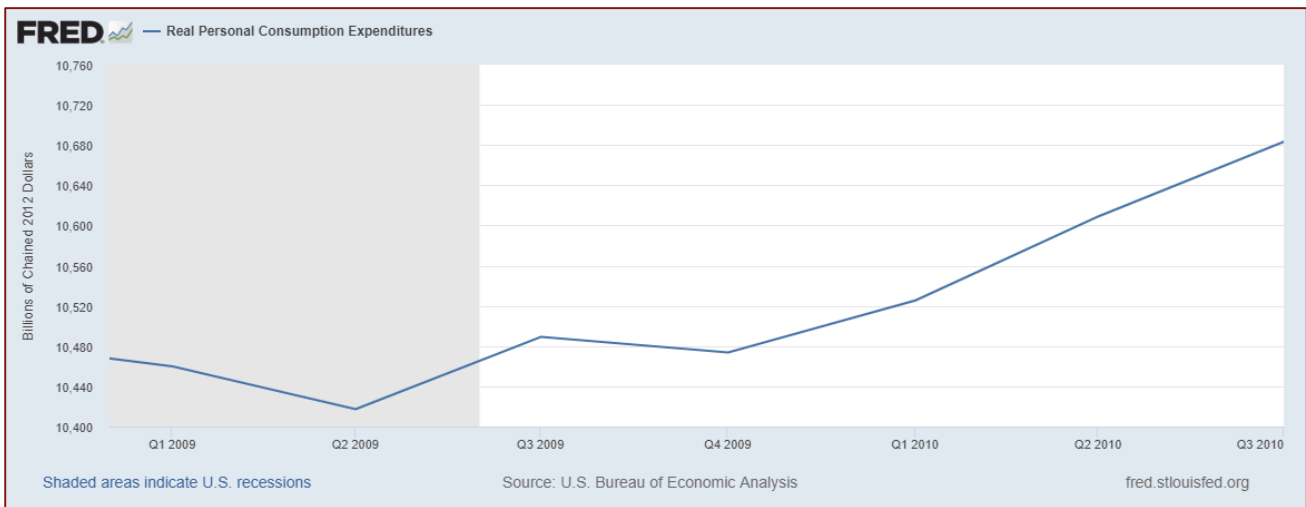
3. Ιδιωτική κατανάλωση

Νοέμβριος 2007 – Νοέμβριος 2008



Η πραγματοποίηση των πραγματικών ιδιωτικών δαπαπών αποτελούν μία αντανάκλαση της εγχώριας ζήτησης για αγαθά και υπηρεσίες και είναι χαρακτηριστικό πως από την περίοδο του ξεσπάσματος της κρίσης μέχρι και την εφαρμογή των μέτρων ποσοτικής χαλάρωσης ακολουθούν μία φθίνουσα πορεία, η οποία ποσοστιαίως διαμορφώθηκε στο -1,841019065%.

QE1: Δεκέμβριος 2008 - Ιούνιος 2010



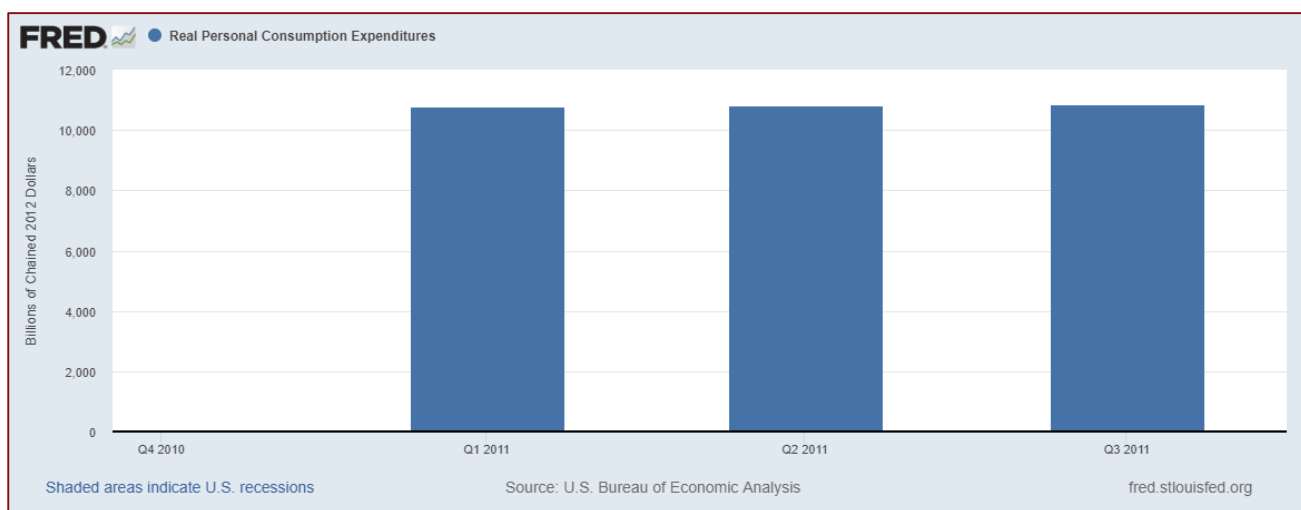
Unit: Change, billions of dollars

Παρατηρείται ανάκαμψη στην ιδιωτική κατανάλωση μετά την ανακοίνωση και εφαρμογή του μέτρου, με μια όμως αισθητά αρνητική μείωση λίγο πριν την επέκταση του προγράμματος το Μάρτιο του 2010 (βλ. Q4 2009). Η λήξη της πρώτης φάσης του QE συνοδεύεται από άνοδο στην ιδιωτική κατανάλωση, με τις ιδιωτικές δαπάνες να διαμορφώνονται σε \$83.716 δις και μέσα σε αυτό το διάστημα να έχουν αυξηθεί κατά **1,19%**.

Frequency: Quarterly	Real Personal Consumption Expenditures, Billions of Chained 2012 Dollars, Quarterly, Seasonally Adjusted Annual Rate	
observation_date	PCEC96	
2008-10-01	10483,4	1,199678
2009-01-01	10459,7	
2009-04-01	10417,3	
2009-07-01	10489,2	
2009-10-01	10473,6	
2010-01-01	10525,4	
2010-04-01	10609,1	

*Chained dollars: είναι μια μέθοδος προσαρμογής των πραγματικών ποσών δολαρίου για τον πληθωρισμό με την πάροδο του χρόνου, έτσι ώστε να επιτρέπεται η σύγκριση αριθμών από διαφορετικά έτη.

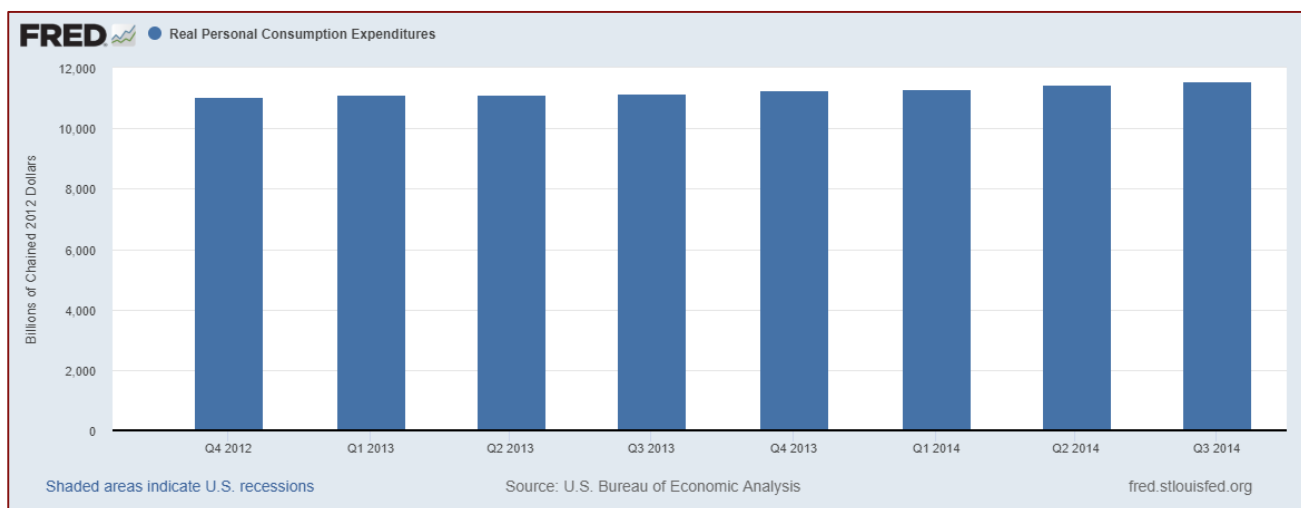
QE2: Νοέμβριος 2010 – Ιούνιος 2011



Q3 2011:	10,866.0
Q2 2011:	10,823.6
Q1 2011:	10,799.7
Q4 2010:	10,754.0
Q3 2010:	10,683.3

$$\% \text{ Change: } (10823,6-10754)/10754*100 = 0,647201\%$$

Q3: Σεπτέμβριος 2012 – Οκτώβριος 2014



2012-07-01	11007,5
2012-10-01	11056,8
2013-01-01	11114,2
2013-04-01	11122,2
2013-07-01	11167,4
2013-10-01	11263,7

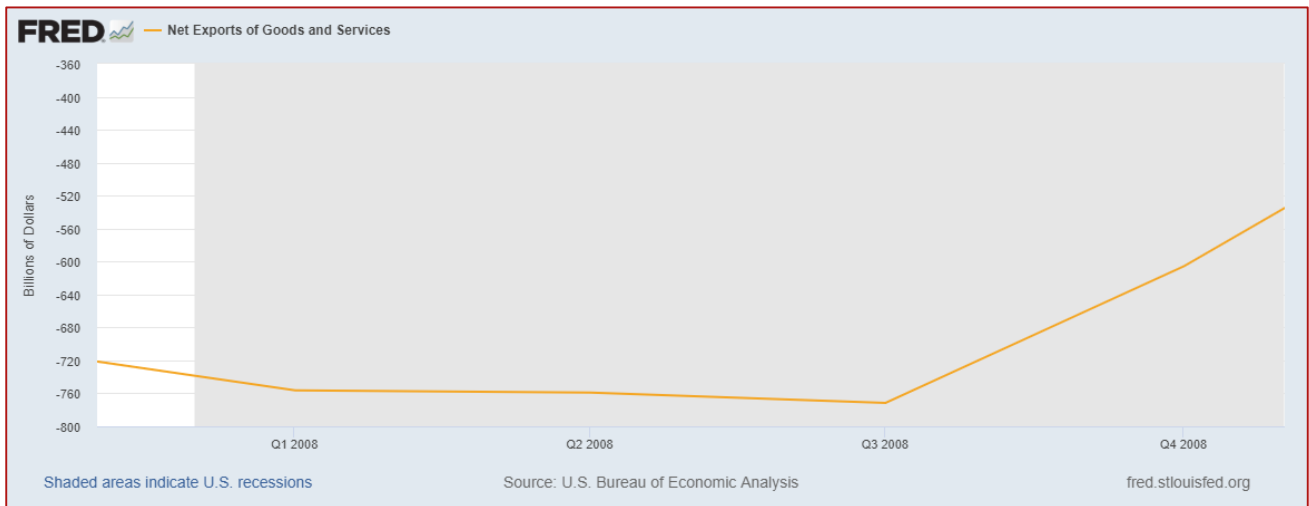
2014-01-01	11308,0
2014-04-01	11431,8
2014-07-01	11554,8

% Change: **4,504016%**

Αναφορικά λοιπόν με την ιδιωτική κατανάλωση, απεδείχθη και κατά τους δύο τελευταίους γύρους QE ότι σημειώθηκε άνοδος και πως η ρευστότητα που διοχετεύθηκε στην αγορά, είχε ως απόρροια την αύξηση της ζήτησης λόγω της αυξημένης κατανάλωσης & δαπανών.

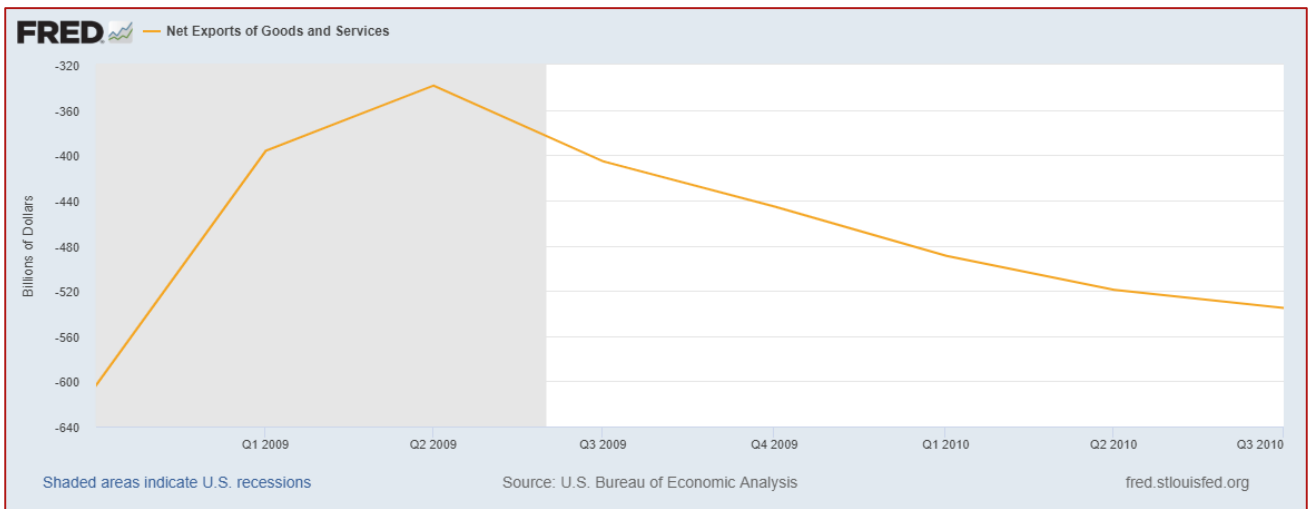
4. Καθαρές Εξαγωγές

Νοέμβριος 2007 – Νοέμβριος 2008



Ένα ιδιαίτερα μακροοικονομικό μέγεθος και σημαντική συνιστώσα του ΑΕΠ που χρήζει σχολιασμού & ανάπτυξης, είναι οι Καθαρές Εξαγωγές (Εξαγωγές - Εισαγωγές) κι όπως διαπιστώνεται διαδραματίζουν μια εξαιρετικά φθίνουσα πορεία που αντικατοπτρίζει πλήρως την ύφεση που έπληττε την Αμερική καθώς και το μέγεθος αυτής. Μάλιστα το γ' τρίμηνο του 2008 διαμορφώθηκαν στο χαμηλό \$ -771.564 δις.

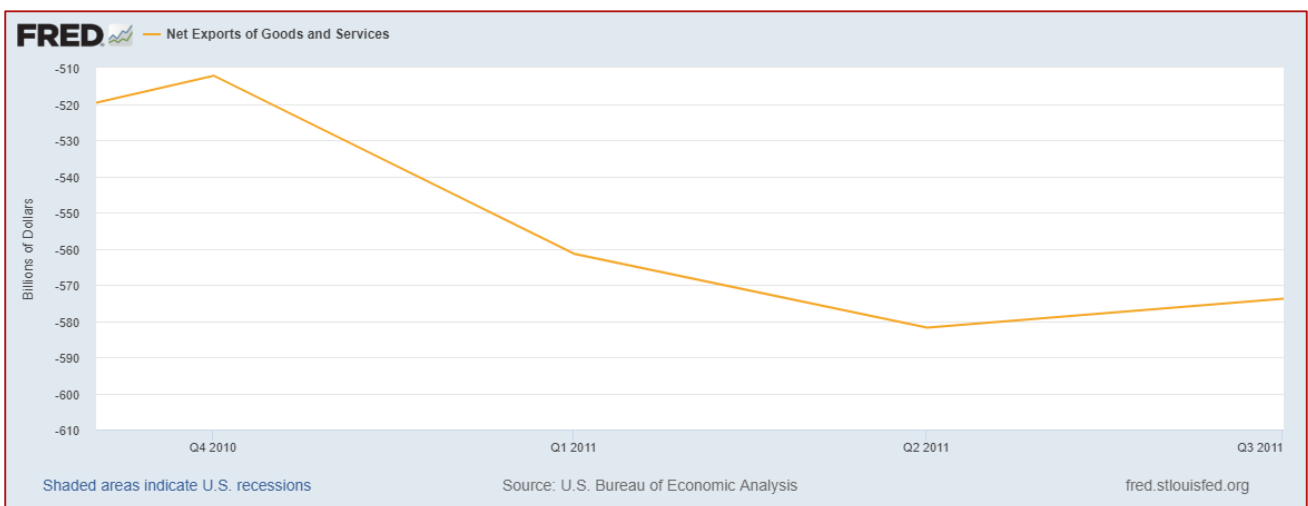
QE1: Δεκέμβριος 2008 – Ιούνιος 2010



2008-10-01	-605,663
2009-01-01	-396,112
2009-04-01	-338,611
2009-07-01	-405,497
2009-10-01	-445,584
2010-01-01	-489,179
2010-04-01	-519,127
2010-07-01	-535,095

% Change: $((-535,095 - -605,663) / -605,663) * 100 = -11,65136388\%$

QE2: Νοέμβριος 2010 – Ιούνιος 2011

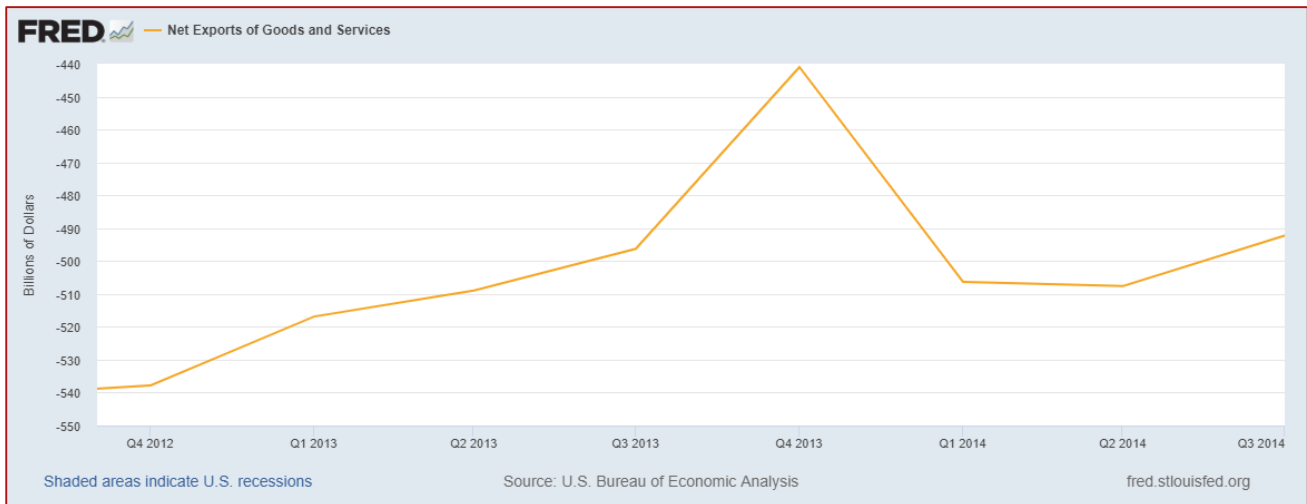


2010-10-01	-512,210
2011-01-01	-561,474
2011-04-01	-581,865

2011-07-01	-573,850
------------	----------

% Change: **12,03412663%**

QE3: Σεπτέμβριος 2012 – Οκτώβριος 2014



2012-10-01	-537,839
2013-01-01	-516,863
2013-04-01	-508,931
2013-07-01	-496,282
2013-10-01	-441,051
2014-01-01	-506,318
2014-04-01	-507,643
2014-07-01	-492,266
2014-10-01	-524,406

% Change: **--2,497587568%**

Διαπιστώνεται λοιπόν ότι η πορεία των Καθαρών Εξαγωγών βελτιώθηκε μερικώς καθ' όλη τη διάρκεια των τριών φάσεων όμως δεν αναστράφηκε καθώς εξακολούθησαν να είναι ελλειμματικές. Επιπλέον, η ποσοστιαία μεταβολή τους από το Νοέμβριο του 2007 έως το Δεκέμβριο 2019 καταγράφεται στο **-4,589350844%**.

5. Housing*

S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index (CSUSHPISA)

Νοέμβριος 2007 – Νοέμβριος 2008:



Q4 2008:	156.03433
Q3 2008:	161.96467
Q2 2008:	166.67667
Q1 2008:	171.57900
Q4 2007:	175.37767

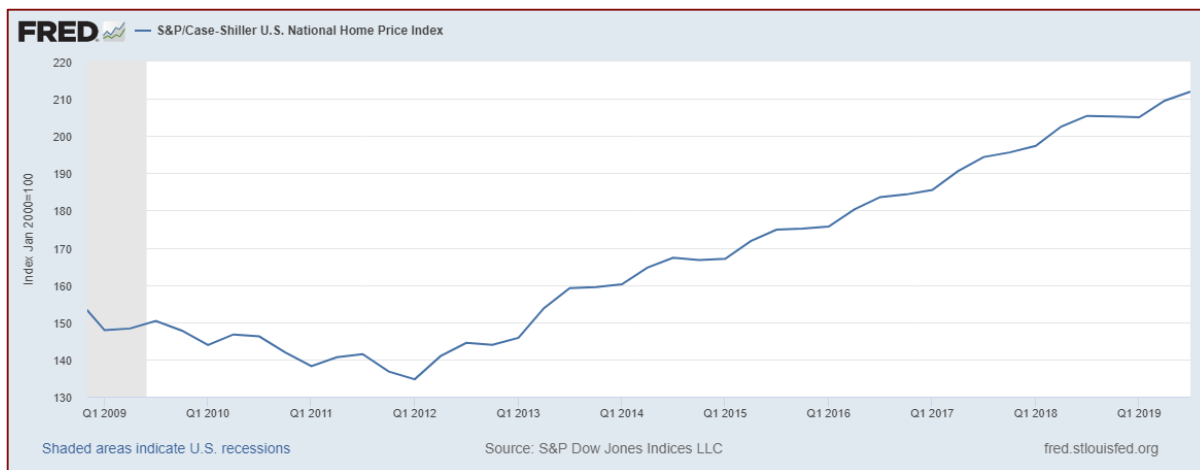
Λίγο μετά την έναρξη της ύφεσης στις ΗΠΑ μέχρι και την έναρξη του QE1, παρατηρείται μια ήπιας μεγέθους μείωση στο housing, με τη μέση τιμή να διαμορφώνεται στα \$166,32.

QE1: Δεκέμβριος 2008 – Ιούνιος 2010



Q2 2010:	146.16667
Q1 2010:	146.29433
Q4 2009:	147.97467
Q3 2009:	148.23733
Q2 2009:	147.91767

Διαπιστώνεται πως η εφαρμογή του QE1 συνετέλεσε στη μείωση των τιμών του housing. Μπορεί λοιπόν να συμπεραθεί ότι κατά τη διάρκεια αυτή δεν υπήρξε ιδιαίτερα αυξημένη ζήτηση ώστε να ανέβουν οι τιμές, παρά την αυξημένη ρευστότητα. Ακόμη, αυτό αντανακλάται στην ποσοστιαία μεταβολή που σημειώθηκε από το Νοέμβριο του 2008 έως το Δεκέμβριο του 2019.



$$\% \text{ Change: } \left[\frac{211,91966666666700 - 155,93233333333300}{155,93233333333300} \right] * 100 = 35,90489037\%$$

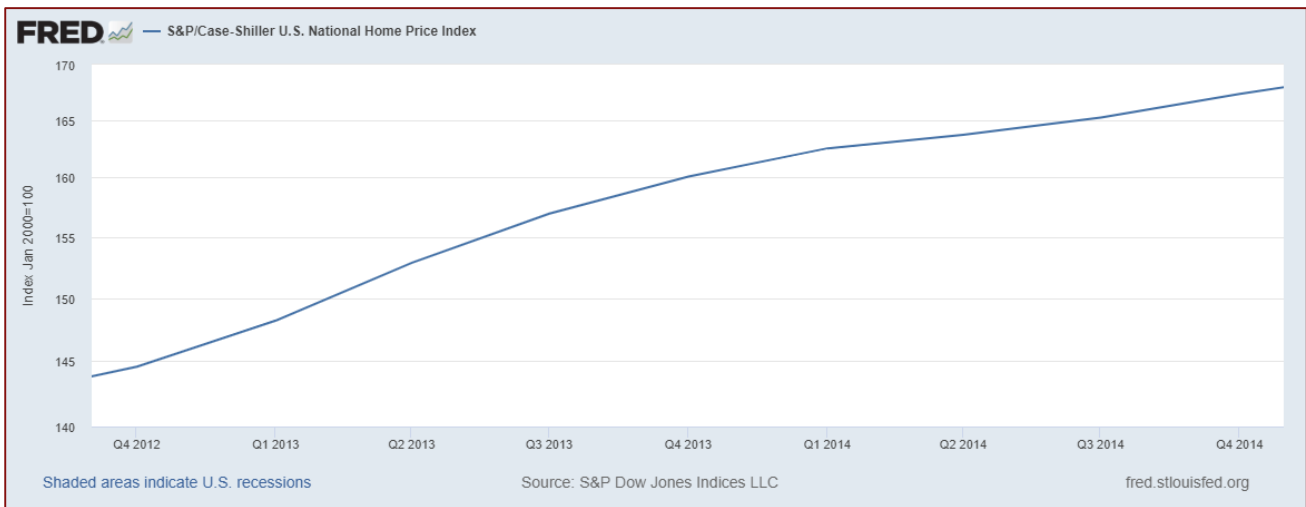
QE2: Νοέμβριος 2010 – Ιούνιος 2011



Q3 2011	139.23133
Q2 2011	139.92033
Q1 2011	140.62033
Q4 2010	142.25200
Q3 2010	143.97000

$$\% \text{ Change: } -1,63911\%$$

QE3: Σεπτέμβριος 2012 – Οκτώβριος 2014

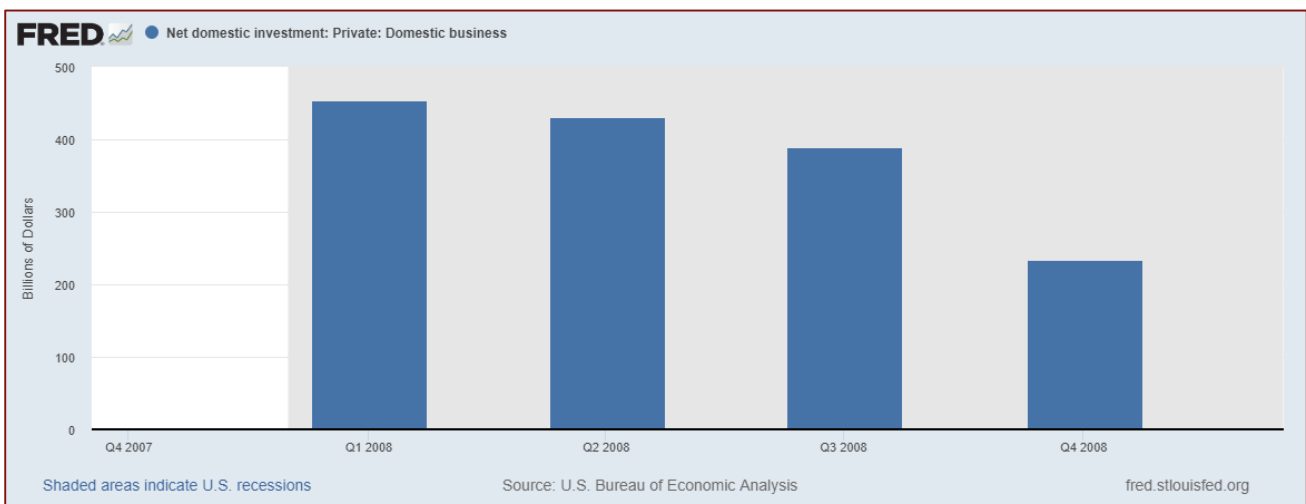


$$\% \text{ Change: } \left[\frac{167,349 - 142,908}{142,908} \right] * 100 = 17,10261147\%$$

Για τον κλάδο λοιπόν του housing, συνάγεται ότι αν και παρουσίασε μια ελαφρά πτωτική πορεία στις πρώτες εφαρμογές της QE, ο τρίτος γύρος επιβεβαιώνει το γεγονός πως η μείωση των ενυπόθηκων δανείων, των επιτοκίων δανεισμού από τις ιδιωτικές τράπεζες αλλά και η πρόσθετη κυκλοφορία χρήματος έδρασαν σημαντικά για τη σταθερή επάνοδο της αγοράς ακινήτων.

6. Ιδιωτικές επενδύσεις (Net domestic investment: Private; Domestic business)

Νοέμβριος 2007 – Νοέμβριος 2008

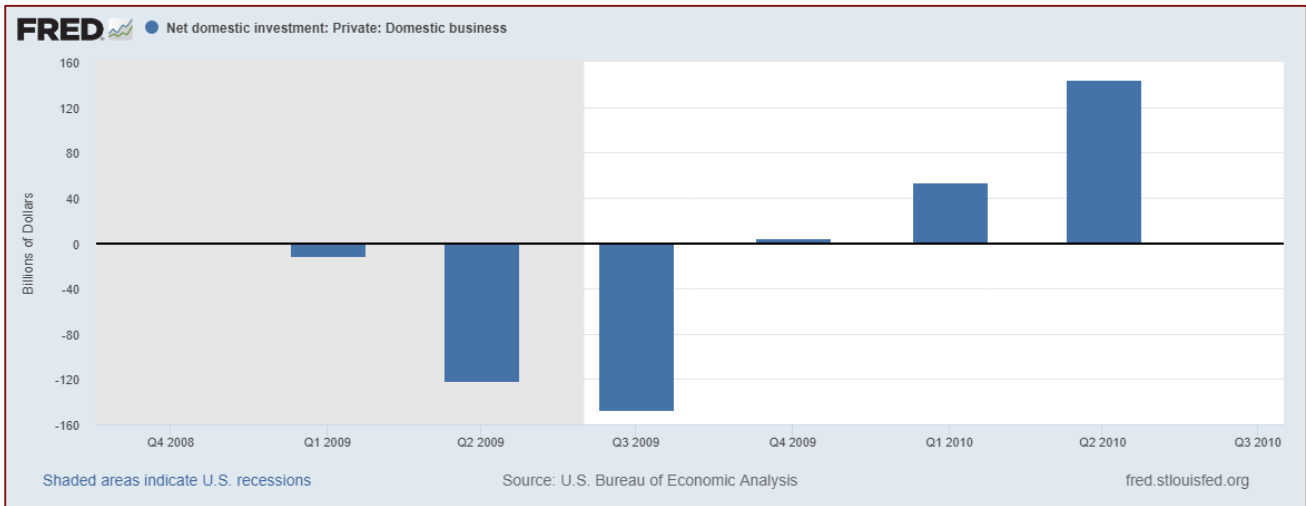


Q4 2008:	233.582
Q3 2008:	389.041

Q2 2008:	430.645
Q1 2008:	453.758
Q4 2007:	512.035

Κατά τη διάρκεια της ύφεσης, οι εγχώριες καθαρές επενδύσεις από επιχειρήσεις είναι μειούμενες, γεγονός ενδεικτικό του κλίματος ανασφάλειας που επικρατούσε.

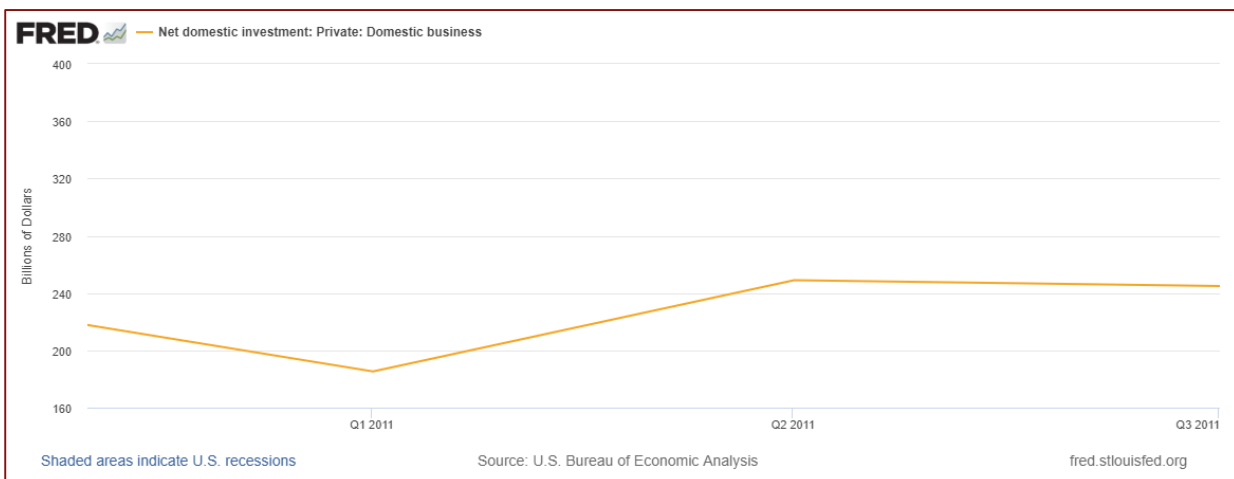
QE1: Δεκέμβριος 2008 - Ιούνιος 2010



Q2 2010:	144.603
Q1 2010:	53.646
Q4 2009:	4.416
Q3 2009:	-147.195
Q2 2009:	-121.936

Διαφαίνεται ότι η ποσοτική χαλάρωση δεν συνέβαλε σθεναρά στην τόνωση των εγχώριων επενδύσεων των επιχειρήσεων (domestic business) καθώς μειώθηκαν αισθητά, λαμβάνοντας αρνητικό πρόσημο. Ωστόσο ο μέσος όρος διαμορφώθηκε στα \$22,201 δις.

QE2: Νοέμβριος 2010 – Ιούνιος 2011

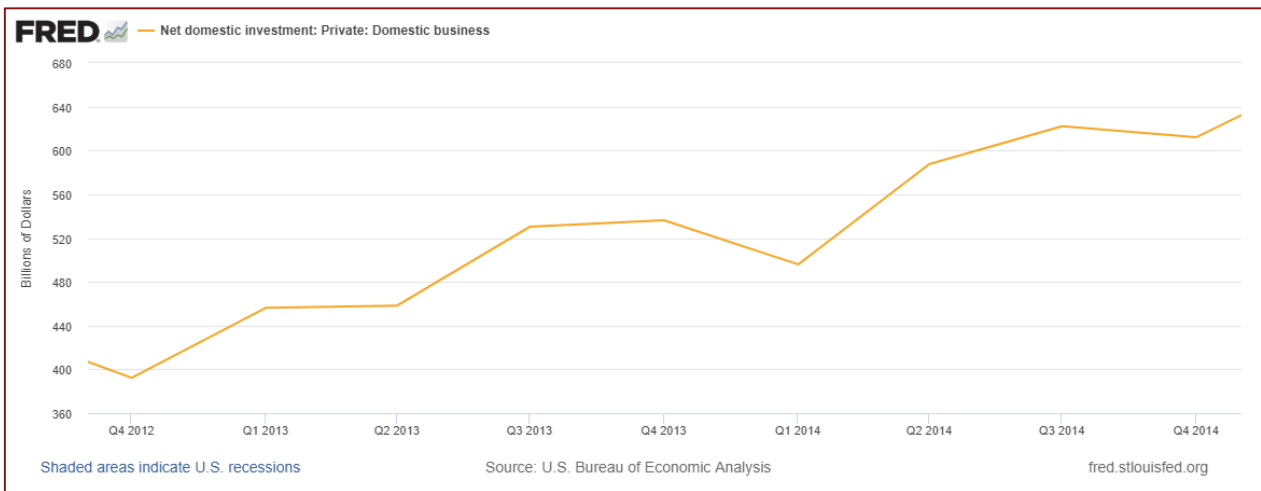


Q3 2011:	245.006
Q2 2011:	248.990
Q1 2011:	185.387
Q4 2010:	234.148
Q3 2010:	254.532

$$\% \text{ Change: } \left[\frac{245,006 - 234,148}{234,148} \right] * 100 = 4,431728203\%$$

Συγκριτικά με τον πρώτο γύρο του προγράμματος, αρχίζει να διαφαίνεται μια ανάκαμψη στις δημόσιες επενδύσεις αλλά και η θετική επίδραση του QE καθώς από το αρνητικό πρόσημο της προηγούμενης περιόδου είχαν αύξηση 4,43%. Ευλόγως λοιπόν, σταδιακά επανέρχεται η ομαλότητα στον τομέα των επενδύσεων, γεγονός που προμηνύει και μια καλύτερη εξέλιξη του ρυθμού ανάπτυξης του ΑΕΠ.

QE3: Σεπτέμβριος 2012 – Οκτώβριος 2014



Frequency: Quarterly	
observation_date	W790RC1Q027SBEA
2012-07-01	437,099
2012-10-01	392,318
2013-01-01	456,355
2013-04-01	458,270
2013-07-01	530,233
2013-10-01	536,237
2014-01-01	495,925
2014-04-01	587,608
2014-07-01	622,190
2014-10-01	612,030

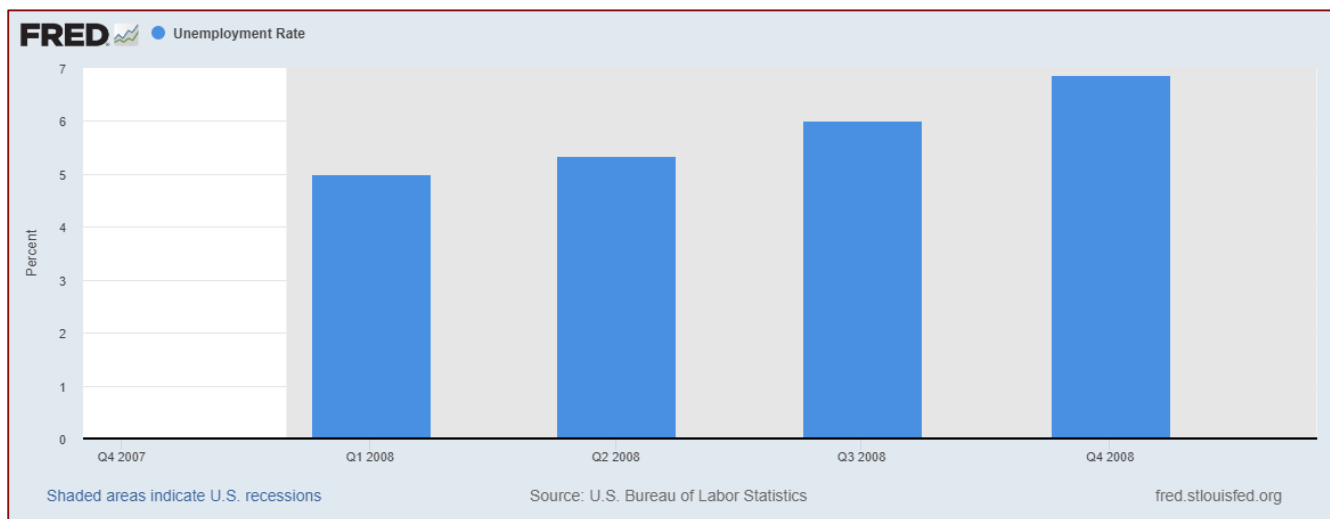
$$\% \text{ Change: } \left[\frac{612,030 - 437,099}{437,099} \right] * 100 = 40,02091059\%$$

Τεκμαίρεται λοιπόν, ότι το η τελευταία φάση του QE κλείνει με θετικό πρόσημο όσον αφορά τις δημόσιες επενδύσεις καθότι παρουσιάζουν σχεδόν δεκαπλάσια αύξηση με τη λήξη του

προγράμματος και συγκριτικά με την προηγούμενη φάση, αποδεικνύοντας ότι η ρευστότητα που διοχετεύθηκε λειτούργησε εξαιρετικά ευεργετικά για το κομμάτι των επενδύσεων.

7. Ανεργία

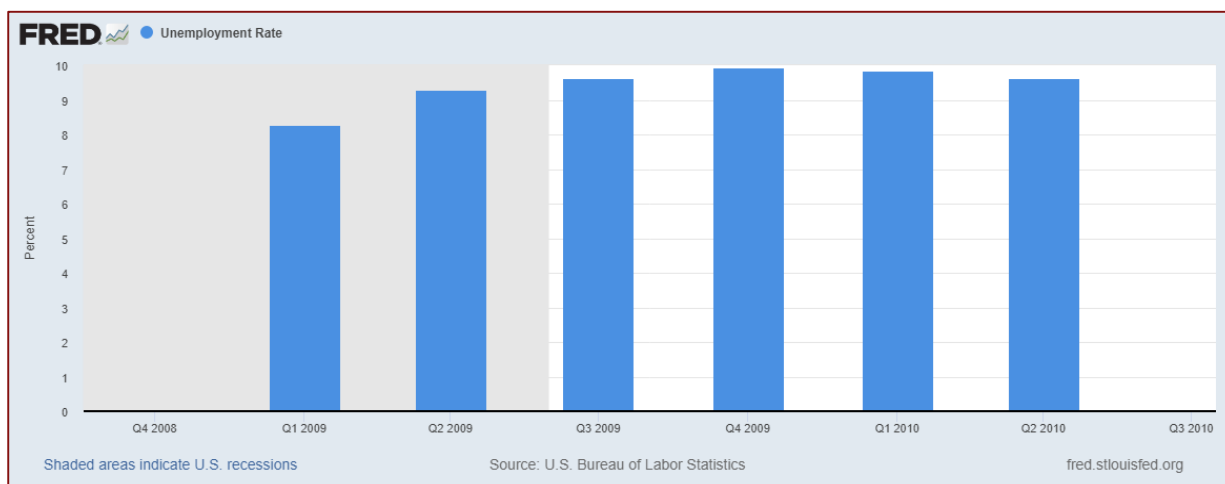
Πριν το QE: Nov 2007 – Nov 2008



Λίγο πριν την έναρξη του προγράμματος, η ανεργία έφτασε στο 6,9% από 4,8%, ποσοστά ενδεικτικά της κρίσης που ταλάνιζε την Αμερικανική οικονομία εκείνη την περίοδο.

Q4 2008:	6.9
Q3 2008:	6.0
Q2 2008:	5.3
Q1 2008:	5.0
Q4 2007:	4.8

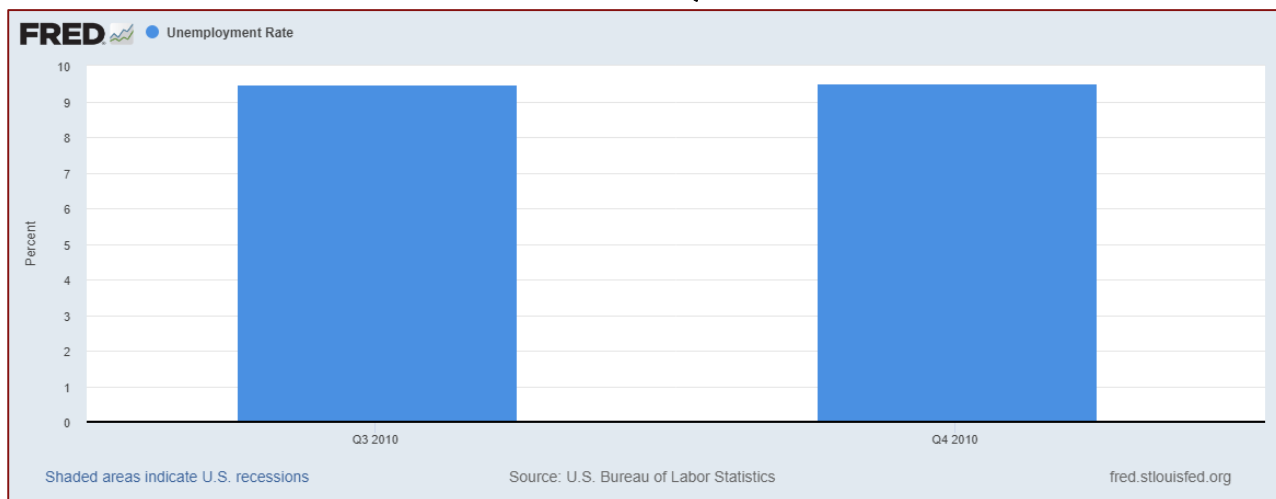
QE1: Δεκέμβριος 2008 – Ιούνιος 2010



Παρότι εφαρμόστηκε το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης και δόθηκε μια ανακουφιστική ρευστότητα στη

οικονομία, η ανεργία άγγιξε το 9,3% (έχοντας προηγηθεί ένα 9,9% το τελευταίο τρίμηνο του 2009. Επιβεβαιώνεται λοιπόν ο ισχυρισμός ότι η ανάσα αυτή ρευστότητας δε διοχετεύθηκε στην πραγματική οικονομία αλλά κατά βάση στις χρηματαγορές και δε συνέβαλε στην αντιμετώπιση του ακανθώδους ζητήματος της ανεργίας.

Μετά το QE1:



Q4 2010:	9.5
Q3 2010:	9.5
Q2 2010:	9.6
Q1 2010:	9.8
Q4 2009:	9.9

Q2 2010:	9.6
Q1 2010:	9.8
Q4 2009:	9.9
Q3 2009:	9.6
Q2 2009:	9.3

QE2: Νοέμβριος 2010 – Ιούνιος 2011

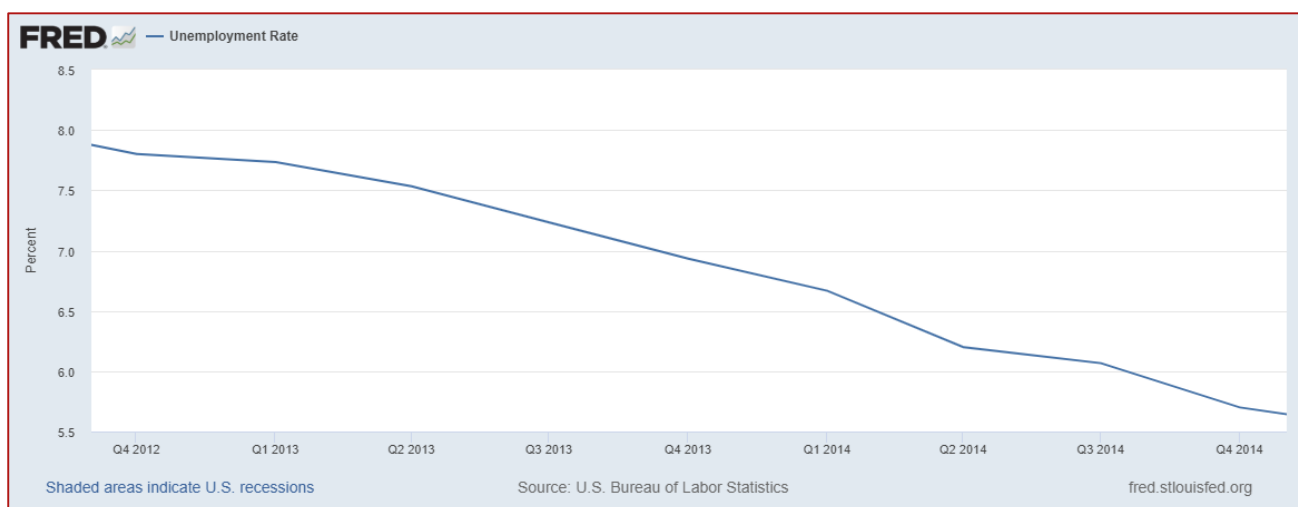
Q2 2011:	9.1
Q1 2011:	9.0
Q4 2010:	9.5
Q3 2010:	9.5
Q2 2010:	9.6

Η λήξη του QE2 επέφερε μία μείωση στο δείκτη ανεργίας ωστόσο παρατηρείται ότι γίνεται ένα άλμα με αποτέλεσμα να διαμορφώνεται στο 9% λίγο πριν την έναρξη της τρίτης φάσης. Από τον τρίτο γύρο κι έπειτα η Fed αποφάσισε η δέσμη αυτών των αντισυμβατικών μέτρων να συμβάλει στην καταπολέμηση της ανεργίας, ανοίγοντας περισσότερες θέσεις εργασίας λόγω της επερχόμενης αύξησης στην ζήτηση, και ευρύτερα στην ομαλοποίηση της οικονομίας. Καταλυτική ήταν και η συμβολή του Operation Twist όπως αναφέρθηκε παραπάνω.



Q3 2012:	8.0
Q2 2012:	8.2
Q1 2012:	8.3
Q4 2011:	8.6
Q3 2011:	9.0

QE3



Το τελευταίο τρίμηνο του 2012, η προσπάθεια του προγράμματος να επικεντρωθεί στην άμβλυση της ανεργίας, χαρακτηρίζεται μετριοπαθής καθώς μειώθηκε μεν αλλά η μείωση αυτή ήταν της τάξεως του 0,2%. Στην υπόλοιπη διάρκεια της QE3 σημειώνονται μειώσεις στο δείκτη ανεργίας, με αξιοσημείωτη εκείνη στο γ' τρίμηνο του 2014 όπου και έφτασε στο 5,7% (τότε έληξε τυπικά το πρόγραμμα), καθιστώντας το πρόγραμμα επιτυχές υπό αυτό το πρίσμα. Μάλιστα ο μέσος της ανεργίας σε αυτόν το γύρο **διαμορφώθηκε στο 7%**.

Frequency: Quarterly	
observation_date	UNRATE
2012-07-01	8,0
2012-10-01	7,8
2013-01-01	7,7
2013-04-01	7,5

2013-07-01	7,2
2013-10-01	6,9
2014-01-01	6,7
2014-04-01	6,2
2014-07-01	6,1
2014-10-01	5,7
Average	7,0

6 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΕΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ ΑΜΕΡΙΚΑΝΙΚΟΥ QE

6.1 Επίδραση στην πορεία των χρηματοοικονομικών δεικτών

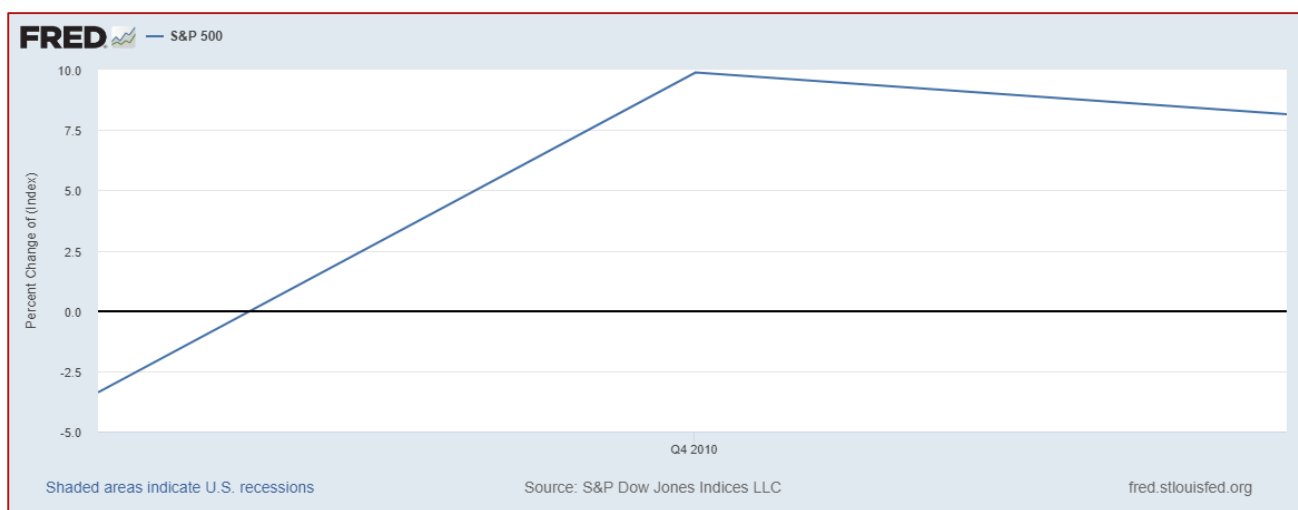
Στην προκείμενη εξέταση θα παρθεί ως benchmark ο **S&P 500**. Ο S&P 500 θεωρείται ως δείκτης της μεγάλης κεφαλαιοποίησης των αμερικανικών ΣΣΣΝ μετοχικών αγορών και περιλαμβάνει 500 κορυφαίες εταιρείες σε βιομηχανίες της αμερικανικής οικονομίας, οι οποίες ανήκουν δημόσια είτε στο NYSE είτε στο NASDAQ και καλύπτουν το 75% των αμερικανικών μετοχών, ενώ οι παρατηρήσεις του αντιπροσωπεύουν την ημερήσια τιμή του δείκτη στην αγορά κοντά. Δεδομένου ότι πρόκειται για δείκτη τιμών και όχι δείκτη συνολικής απόδοσης, ο δείκτης S&P 500 εδώ δεν περιέχει μερίσματα.



Όπως ήταν αναμενόμενο, η ανακοίνωση του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης πυροδότησε τις αγορές χρήματος και οδήγησε σε άνοδο τις τιμές των μετοχών, εν τούτοις καθ' όλο το διάστημα της πρώτης φάσης σημειώθηκαν διακυμάνσεις του δείκτη, με ενδεικτικές την πτώση του το Μάρτιο του 2009 και χαρακτηριστική ποσοστιαία μεταβολή στο -29,46%, ενώ τον Απρίλιο του 2010 να διαμορφώνει ποσοστιαία μεταβολή 25,65%.

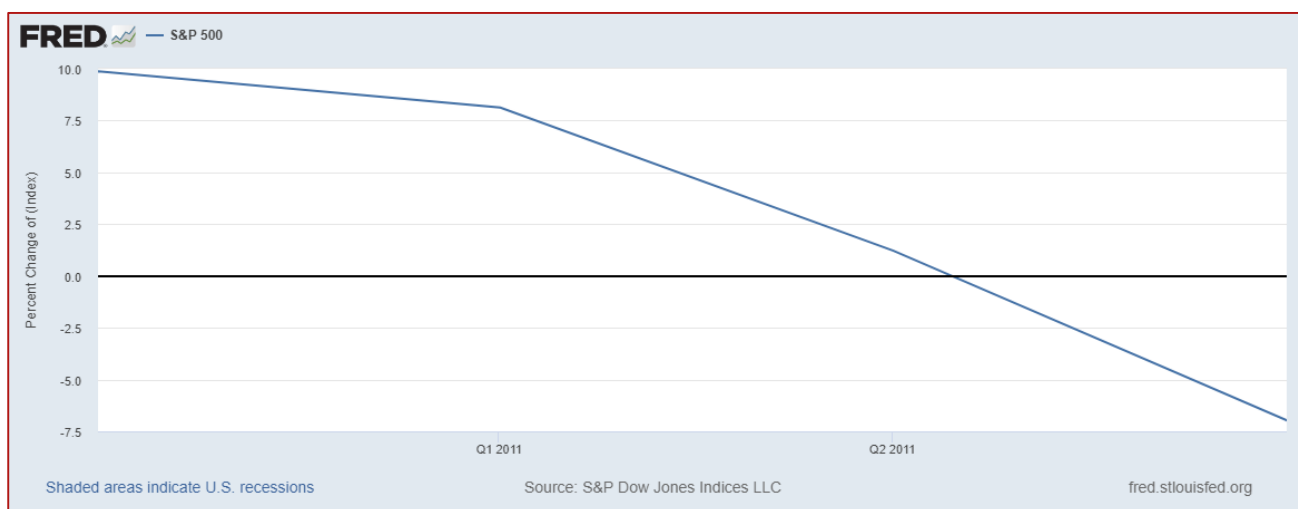


QE2: Νοέμβριος 2010 – Ιούνιος 2011



Q4 2010

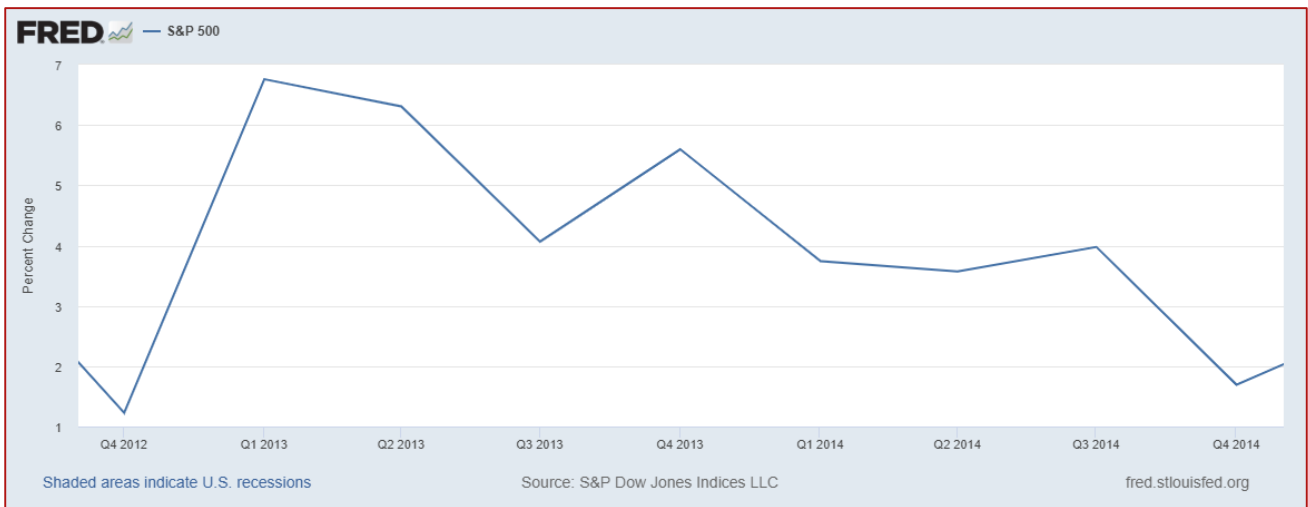
Συγκριτικά με το τρίτο τρίμηνο του 2010 – όπου έληξε η πρώτη φάση του QE1 (Ιούνιος 2010) – παρατηρείται άνοδος του δείκτη S&P 500 φτάνοντας στο **9,88%** στο τέταρτο τρίμηνο του έτους. Καθότι ο δείκτης S&P συνιστά ένα μέτρο αντανάκλασης του επιπέδου της οικονομίας, μπορεί συναχθεί ότι η θετική ποσοστιαία αύξηση του δείκτη ερμηνεύεται ως μια θετική τροχιά που είχε λάβει η αμερικανική οικονομία μετά την εφαρμογή του μέτρου.



Q1, Q2 2011

Ωστόσο η θετική πορεία του δείκτη δε φαίνεται να ακολουθείται και κατά το δεύτερο γύρο του προγράμματος. Ο δείκτης ενώ αρχικά σημείωσε 8,13% το πρώτο τρίμηνο του 2011, το δεύτερο τρίμηνο του έτους (λήξη QE2) σημείωσε πτώση στο 1,21%. Γεγονός που πιθανώς οφείλεται στην πολιτική των τραπεζών να αξιοποιήσουν την προερχόμενη ρευστότητα στη μείωση των προβληματικών δανείων και στη μείωση του τραπεζικού δανεισμού.

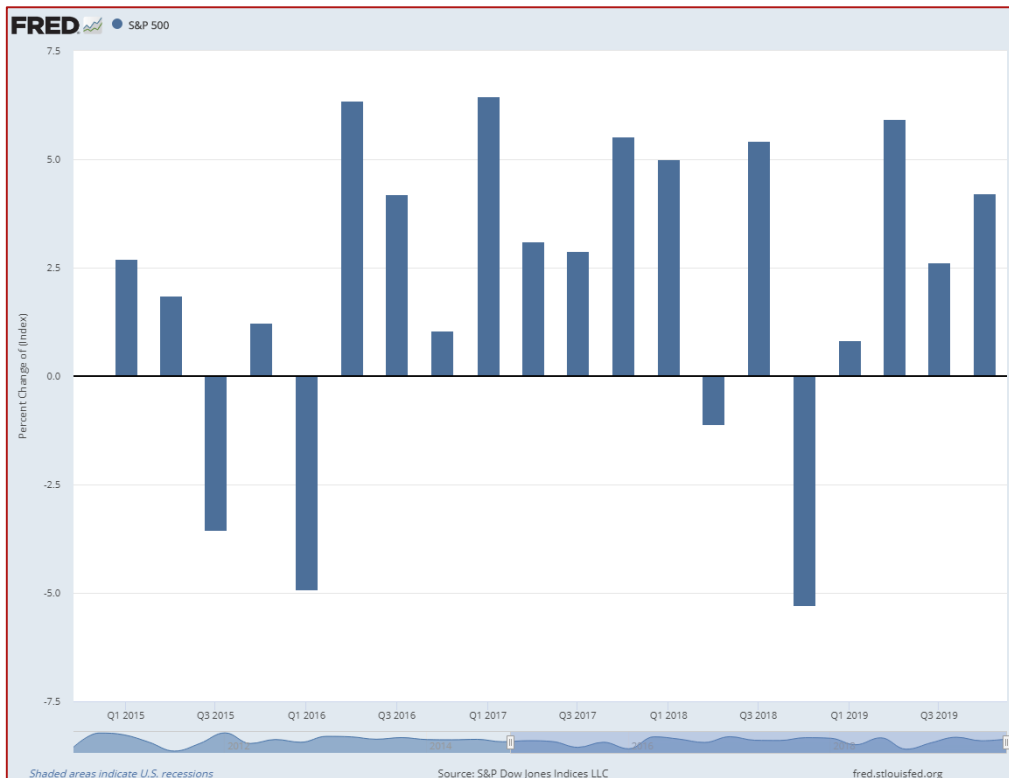
QE3: Σεπτέμβριος 2012 – Οκτώβριος 2014



Κατά την έναρξη του τρίτου προγράμματος QE, ο δείκτης S&P ακολουθεί μια ιδιαίτερα ανοδική πορεία, η οποία στη συνέχεια σημειώνει ορισμένες κάμψεις αλλά στη λήξη χαρακτηρίζεται από φθίνοντα ρυθμό. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η ποσοτική χαλάρωση κλείνοντας τον κύκλο της οδηγεί σε συρρίκνωση τις χρηματιστηριακές αγορές διότι απορροφώνται λιγότερα χρήματα & η ζήτηση περιορίζεται.

Η μετά – QE εποχή: Νοέμβριος 2014 – Δεκέμβριος 2019

Έπειτα από την τυπική ολοκλήρωση του προγράμματος, σημειώνονται ανοδικές φάσεις στην πορεία των χρηματιστηριακών αγορών, χωρίς ωστόσο να παραλείπονται και φθίνουσες. Είναι δεδομένο πως ο «απόλυτα» κερδισμένος του εγχειρήματος της ποσοτικής χαλάρωσης είναι οι χρηματαγορές και πιο συγκεκριμένα οι κάτοχοι των χρηματιστηριακών προϊόντων, οι οποίοι ευνοούνται από τις νέες συνθήκες που διαμορφώνονται.



6.2 Επίδραση στις αποδόσεις των ομολόγων

Βάσει των ακόλουθων διαγραμμάτων, θα εξετασθεί κατά πόσο επηρέασε η επιβολή του προγράμματος της ποσοτικής χαλάρωσης από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ τις αποδόσεις του μακροπρόθεσμου δεκαετούς αμερικάνικου κυβερνητικού ομολόγου για τις ΗΠΑ, καθ' όλη τη διάρκεια των τριών φάσεων.

Long-Term Government Bond Yields: 10-year: Main (Including Benchmark) for the United States

QE1: Δεκέμβριος 2008 – Ιούνιος 2010



Q2 2010:	3.49000
Q1 2010:	3.71667

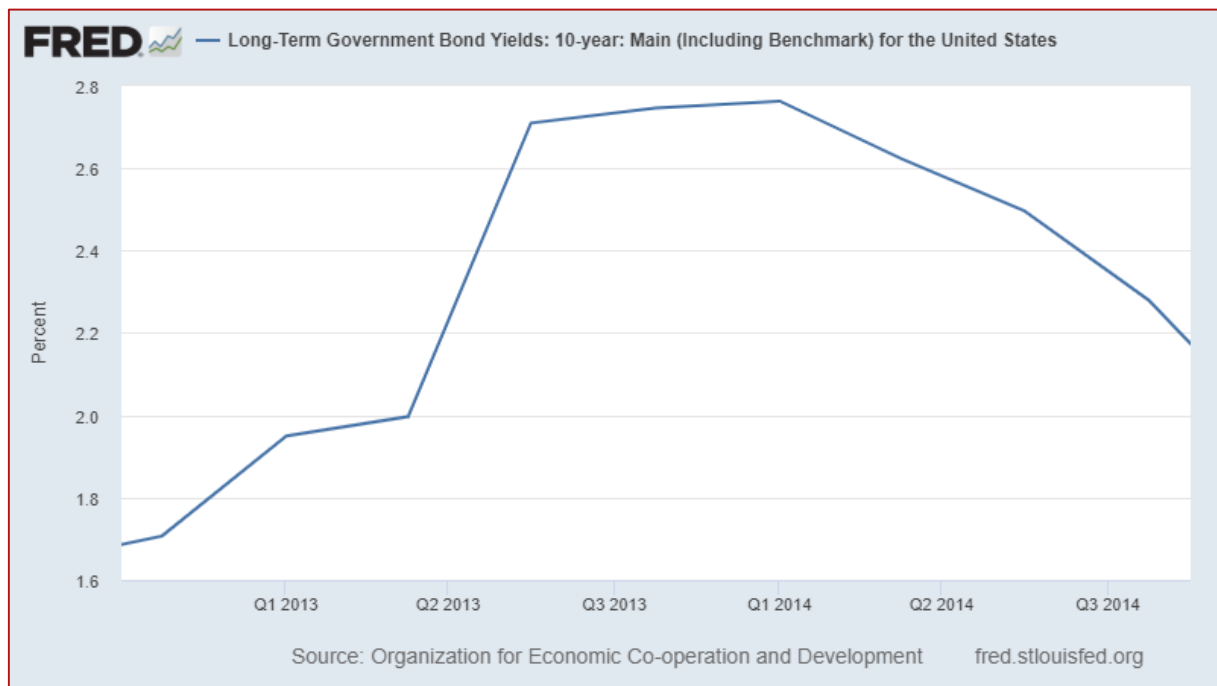
Q4 2009:	3.46000
Q3 2009:	3.51667
Q2 2009:	3.31333

QE2: Νοέμβριος 2010- Ιούνιος 2011



Q2 2011:	3.21000
Q1 2011:	3.46000
Q4 2010:	2.86333
Q3 2010:	2.78667
Q2 2010:	3.49000

QE3: Σεπτέμβριος 2012 – Οκτώβριος 2012



2012-07-01	1,64
2012-10-01	1,71
2013-01-01	1,95
2013-04-01	2,00
2013-07-01	2,71
2013-10-01	2,75
2014-01-01	2,76
2014-04-01	2,62
2014-07-01	2,50
2014-10-01	2,28

Κατά γενική ομολογία, η αμεσότερη επίδραση που φέρει ένα πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης είναι η αυξημένη ζήτηση στην αγορά κρατικών ομολόγων κι αυτό διαφαίνεται και στις τρεις φάσεις.

Οι αγορές ομολόγων σε όλο τον κόσμο και ιδιαίτερα αυτές που πραγματοποιούνται στις ΗΠΑ και την Ευρώπη, αντιμετωπίζουν τον πιο άμεσο αντίκτυπο των πολιτικών ποσοτικής χαλάρωσης που δρομολογούνται από τις κεντρικές τράπεζες σε όλο τον κόσμο.

1. *Αυξημένη ζήτηση:* Αυτό συμβαίνει διότι η ποσοτική χαλάρωση, εξ' ορισμού, αναφέρεται στην αγορά κρατικών ομολόγων με χρήματα που έχουν δημιουργηθεί πρόσφατα από τις κεντρικές τράπεζες. Οι τράπεζες στην πραγματικότητα δημιουργούν νέα χρήματα τα οποία και διοχετεύουν στο τραπεζικό σύστημα, με επακόλουθο η ζήτηση για ομόλογα που απορροφούν αυτό το «νεοδημιουργημένο» χρήμα να αναμένεται να αυξηθεί. Εξ' αυτού τα χρήματα ποσοτικής χαλάρωσης χρησιμοποιούνται μόνο για την αγορά κρατικών ομολόγων, εξασφαλίζοντας έτσι ότι κανένα ιδιωτικό μέρος δεν θα αποκομίσει κέρδη ως αποτέλεσμα αυτής της κυβερνητικής πολιτικής. Επομένως, η κυβέρνηση των ΗΠΑ λέγεται ότι έχει έναν ευκολότερο χρόνο για να χρηματοδοτήσει την απαιτούμενη απαίτηση ύψους 2 δισεκατομμυρίων δολαρίων την ημέρα, χάρη στην πολιτική ποσοτικής χαλάρωσης που εισήγαγε.
2. *Δημιουργία φούσκας:* Όταν ένας τεράστιος όγκος επενδύσεων ορίζεται νόμιμα για ένα μεμονωμένο εύρος περιουσιακών στοιχείων, υπάρχει κάποια μορφή δημιουργίας φούσκας. Επί παραδείγματι, τα κρατικά ομόλογα είναι η μοναδική κατηγορία περιουσιακών στοιχείων στα οποία οι τράπεζες δύνανται να επενδύσουν τα «νεοουσταθέντα» χρήματα. Συνεπώς, οι κυβερνήσεις θα πρέπει να εκδώσουν περισσότερα ομόλογα και οι τράπεζες πρέπει να εκτυπώσουν περισσότερα χρήματα για να διατηρήσουν το σύστημα σε λειτουργία. Ως εκ τούτου, το πραγματικό κόστος χρηματοδότησης των ομολόγων κρύβεται. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι όταν πολλοί αγοραστές κυνηγούν περιορισμένο αριθμό ομολόγων, η απόδοση των ομολόγων παραμένει μικρότερη. Οι κυβερνήσεις μπορούν να αντέξουν οικονομικά το ενδιαφέρον τους και να πουλήσουν τα ομόλογα τους λόγω του αυξημένου ανταγωνισμού μεταξύ των επενδυτών.
3. *Κερδοσκοπία:* Η ανάδυση πολλών κερδοσκοπικών δραστηριοτήτων στην αγορά ομολόγων υπήρξε άλλο ένα αποκύημα της πολιτικής QE. Στην ιδανική περίπτωση, η αγορά ομολόγων υποτίθεται ότι κινείται με βάση τα βασικά στοιχεία που υπαγορεύονται από τις μεταβολές των επιτοκίων και οι μεταβολές αυτές είναι μικρές και δεν σημειώνονται εν μια νυκτί. Για αυτό και πάλαι ποτέ οι αγορές ομολόγων θεωρούνταν ασφαλή καταφύγια για επενδύσεις, όμως οι επενδύσεις στο χρέος θα έχουν μικρότερες αλλά σταθερές αποδόσεις.

Ωστόσο, το πρόσφατο παρελθόν έχει αποδείξει πως η αγορά ομολόγων καθοδηγείται από τις προσδοκίες που διαμορφώνονται όσον αφορά την πολιτική ποσοτικής χαλάρωσης, η οποία καθίσταται ιδιαίτερα απρόβλεπτη,

με αποτέλεσμα οι αγορές ομολόγων να κυμαίνονται άγρια προτού προβεί σε οποιαδήποτε σημαντική ανακοίνωση η Fed (ή κάποια άλλη κεντρική τράπεζα).

7 Η ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΟΥ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ ΚΑΤΑ ΤΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΤΟΥ QE

Είναι θεμελιώδης αρμοδιότητα των Κεντρικών Τραπεζών η διατήρηση του πληθωρισμού σε επίπεδα πλησίον του 2%. Ωστόσο αρκετά έχουν λεχθεί για τους κινδύνους που ελλοχεύουν αναφορικά με το πώς εξελίσσεται ο πληθωρισμός κατά τη διάρκεια εφαρμογής ενός προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης.

Τα αναμενόμενα μελλοντικά δημοσιονομικά πλεονάσματα συνήθως δεν επαρκούν για την αποπληρωμή του δημοσίου χρέους, όταν μια οικονομία πλήττεται από κρίση. Για αυτό και είθισται μια κυβέρνηση να δύναται της αθέτησης των υποχρεώσεων της δεδομένου ότι έχει το δικό της νόμισμα καθώς ο πληθωρισμός μπορεί να μειώσει την πραγματική αξία του ονομαστικού χρέους. Δηλαδή η επίδραση της ποσοτικής χαλάρωσης έγκειται σε δημοσιονομικό επίπεδο, κι αυτό επειδή η κεντρική τράπεζα δεν μπορεί να αποφύγει τη συνολική αύξηση του επιπέδου των τιμών.

Ο ρόλος εδώ της νομισματικής πολιτικής είναι καταλυτικός διότι αποτελεί διάυλος επηρεασμού της χρονικής πορείας του πληθωρισμού. Η ευαισθησία της πραγματικής αξίας του ονομαστικού χρέους έχει ως συνιστώσες την ωριμότητα του χρέους και την παραμονή κινδύνου του πληθωρισμού. Συνεπώς η κεντρική τράπεζα χρησιμοποιεί το ονομαστικό επιτόκιο προκειμένου να ελέγξει την πορεία του αναμενόμενου πληθωρισμού.

Η πραγματική ληκτότητα των κυβερνητικών υποχρεώσεων ελέγχεται μέσω της ποσοτικής χαλάρωσης διότι διενεργείται εμπορία των μακροπρόθεσμων ομολόγων και των βραχυπρόθεσμων αποθεματικών. Καταλήγουμε λοιπόν στο συμπέρασμα ότι ο συνδυασμός της πολιτικής επιτοκίων, η εφαρμογή της QE και η συνεργασία συμβάλλουν στην εξομάλυνση της πορείας του πληθωρισμού όταν υφίσταται δημοσιονομική κρίση. Το γεγονός πως ο πληθωρισμός συνιστά ένα μέγεθος που εξελίσσεται με το χρόνο, η χρονική πορεία του απροσδόκητου πληθωρισμού αποτελεί γενεσιουργό αίτιο των στρεβλώσεων των τιμών που καθορίζουν τις πιο σημαντικές δαπάνες του. Σε αυτό διαδραματίζει σημαντικό ρόλο η κεντρική τράπεζα όπου αναλαμβάνει την κοινωνική ευθύνη της μείωσης του κόστους του πληθωρισμού και το επιτυγχάνει μέσω της ποσοτικής χαλάρωσης.

8 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΣΤΟΝ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟ ΤΗΣ FED

Η εφαρμογή της ποσοτικής χαλάρωσης - όπως προαναφέρθηκε εν συντομία - συνέδραμε και στην διαμόρφωση του ισολογισμού της Ομοσπονδιακής Τράπεζας. Η Fed ξεκίνησε την ποσοτική χαλάρωση (QE), αγοράζοντας τελικά τρισεκατομμύρια δολάρια κρατικών ομολόγων και τίτλων που εξασφαλίζονται με υποθήκες. Άξιο αναφοράς είναι ότι η αγορά μεγάλης ποσότητας ομολόγων, συμπεριλαμβανομένων των ενυπόθηκων χρεογράφων "subprime" και άλλων μορφών χρεοκοπίας, κατά την ανακοίνωση και έναρξη της πρώτης φάσης του QE, αναγνωρίστηκε ως αγορά περιουσιακών στοιχείων στον ισολογισμό της.

Μεταξύ του 2008 και του 2015, ο ισολογισμός της και ιδιαίτερα το σύνολο του ενεργητικού της, διογκώθηκε από 900 δισεκατομμύρια έως 4,5 τρισεκατομμύρια δολάρια, καθότι απορροφήθηκαν τα ρισκοφόρα στοιχεία που είχε αγοράσει η Fed. Προκλήθηκε εν ολίγοις στον ισολογισμό της το επονομαζόμενο «μπαλόκι». Τα γεγονότα μιλούν από μόνα τους. Τον Αύγουστο του 2007, λίγο πριν της έλευση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, ο ισολογισμός της ανήλθε σε περίπου 870 δισεκατομμύρια δολάρια. Μέχρι τον Ιανουάριο του 2015, μετά την πραγματοποίηση των εν λόγω αγορών ενεργητικού μεγάλης κλίμακας, ο ισολογισμός της ανήλθε στα 4,5 τρισεκατομμύρια δολάρια, κάτι που ερμηνεύεται ως περισσότερο από πενταπλάσια αύξηση.

Μέχρι τη στιγμή της ολοκλήρωσης της διαδικασίας κανονικοποίησης, ο ισολογισμός της ανήλθε στα 3,78 τρισεκατομμύρια δολάρια.

Βάσει των χαμηλών επιτοκίων της Ομοσπονδιακής Τράπεζας, επικρατεί η αντίληψη ότι υφίσταται υψηλός φραγμός στις μελλοντικές αυξήσεις και στην επέκταση του ισολογισμού της, που ακολούθως συμβάλλουν στην άνοδο των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, δεδομένων των όσων υποστηρίζει ο Πρόεδρος της Federal Reserve Bank of Dallas, Robert Kaplan.

Εν πολλοίς οι δράσεις αυτές συμβάλλουν στην αύξηση των αποτιμήσεων των περιουσιακών στοιχείων που υπόκεινται σε κίνδυνο. Τα επιτόκια μίας ημέρας αυξήθηκαν απότομα, αφού τα αποθέματα στο σύστημα έγιναν σπάνια καθώς η κεντρική τράπεζα σταδιακά επέτρεψε τη συρρίκνωση του ισολογισμού της. Η Fed ανταποκρίθηκε διαθέτοντας δισεκατομμύρια δολάρια πρόσθετης ρευστότητας στην αγορά μέσω πράξεων επαναγοράς ή repos. Επανάλαβε επίσης την αύξηση του ισολογισμού για να αποκαταστήσει μόνιμα το επίπεδο των αποθεματικών ανακοινώνοντας τις αγορές του λογαριασμού T σε 60 δισεκατομμύρια δολάρια, τουλάχιστον μέσα στο δεύτερο τρίμηνο. Αυτό λειτούργησε ως παράγωγο του QE καθώς η επιπλέον ρευστότητα που παρέχεται μέσω αγοράς λογαριασμών, επιδρά στα τα περιουσιακά στοιχεία κινδύνου.

Ενώ η Fed μειώνει βαθμιαία την κλίμακα των πράξεων μίας ημέρας στην αγορά repos, εμμένει με τις αγορές T-Bill με αμετάβλητο ρυθμό, αντιστρέφοντας σχεδόν το 40% της κανονικοποίησης του ισολογισμού.

9 QE FOR PEOPLE

Οι κίνδυνοι που ελλοχεύουν από την εφαρμογή της ποσοτικής χαλάρωσης (ανισοκατανομή πλούτου από τη δημιουργία χρήματος, χρηματοοικονομική αστάθεια) ώθησαν μερίδα οικονομολόγων στη διατύπωση και ανάλυση ενός εναλλακτικού μέτρου ποσοτικής χαλάρωσης, που θα στόχευε στην ενίσχυση της κοινωνικής ευημερίας και την ενεργοποίηση ενός ενάρτετου κύκλου ανάπτυξης παρά στη διοχέτευση νέου χρήματος στις χρηματαγορές και στους κατόχους αξιογράφων. Αυτό είναι το επονομαζόμενο Modern Monetary Policy ή QE For People (βιβλιογραφικά αναφέρεται επίσης κι ως «helicopter money» – θα αναλυθεί εν συνεχεία). Μάλιστα η προτεινόμενη αυτή νομισματική πολιτική αναδύθηκε εντονότερα ενόψει του βρετανικού δημοψηφίσματος και της επικείμενης εξόδου της Βρετανίας από την Ε.Ε., όταν υποστηρίχθηκε η άποψη η Κεντρική Τράπεζα της Αγγλίας να δημιουργεί χρήμα ώστε να χρηματοδοτεί κυβερνητικές/δημόσιες δαπάνες μέσω της δημιουργίας μιας εθνικής τράπεζας επενδύσεων.

Αναλυτικότερα, ο κεντρικός άξονας του MMT έγκειται ουσιαστικά στον αντίποδα της «κλασσικής» ποσοτικής χαλάρωσης, με τις χώρες που έχουν το δικό τους νόμισμα και δεν ανήκουν σε νομισματική ένωση, να μπορούν να εκδίδουν χρήμα τέτοιο που να είναι επαρκές για επένδυση σε μεγάλης κλίμακος δημόσιες δαπάνες. Στοχεύει εν ολίγοις στη διοχέτευση χρημάτων στην πραγματική οικονομία και την ενδυνάμωση της μέσω των δαπανών αυτών και τις περικοπές φόρων. Το QE for People αποβλέπει δηλαδή στη θεσμοθέτηση και αναγνώριση κοινωνικών δαπανών υψηλού κόστους (π.χ. προγράμματα περίθαλψης) όπου έχουν μεγάλο αντίκτυπο στην κοινή ωφέλεια, για τις οποίες οι κυβερνήσεις ισχυρίζονται πως δε μπορούν να επενδύσουν τα μέγιστα σε αυτές. Θα μπορούσε επίσης να συμβάλει στη μείωση του χρέους των νοικοκυριών, με αποτέλεσμα την αύξηση της ρευστότητας των δαπανών και την αύξηση της οικονομικής ασφάλειας.

Ωστόσο μια τέτοιου είδους νομισματική πολιτική μπορεί να φέρει τα αντίθετα αποτελέσματα καθότι δύναται να προκαλέσει εκτόξευση του πληθωρισμού και του δημοσίου χρέους & σε γενικές γραμμές να αποτελέσει μια δημοσιονομικά ανεύθυνη νομισματική πολιτική λόγω των παραπάνω πιθανών συνεπειών της. Επιπρόσθετα, θα μπορούσε να περιορίσει την ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών και να αποτελέσει αίτιο για υψηλό πληθωρισμό.

**Εφεξής MMT: Modern Monetary Policy*

9.1 Το χρονικό μιας πειραματικής σκέψης

Το 1969 διατυπώθηκε για πρώτη φορά ο ορισμός του «helicopter money» από τον Milton Friedman, και βάσει αυτού φανταζόμαστε ότι μια μέρα ένα ελικόπτερο πετά πάνω από μία κοινότητα και ρίχνει \$1000 σε λογαριασμούς των μελών μιας κοινότητας, τα οποία βιαστικά σπεύδουν να τα συλλέξουν. Το συμβάν όμως αυτό θα αποτελεί μοναδικό γεγονός και δεν πρόκειται να επαναληφθεί. Η σκέψη αυτή του Friedman φάνταζε ιδιαίτερα ρηξικέλευθη, δίχως να έχει προβλέψει την επερχόμενη κρίση της δεκαετίας του 2000 και την πιθανή εφαρμογή αυτής ως μια εναλλακτική νομισματική πολιτική. Ουσιαστικά στόχευε να μεταδώσει την πεποίθηση περί ουδετερότητας των χρημάτων και πώς μόνο εάν ο καθένας από εμάς διαθέσει ένα περισσευούμενο δωμάτιο, θα μπορέσει να χωρέσει περισσότερα χρήματα. Εάν λοιπόν, διοχετευθούν σε μια κοινωνία ελεύθερα χρήματα όπως πρεσβεύει ο Friedman, άμεση απόρροια συνιστά η άνοδος του πληθωρισμού καθώς η αυξημένη προσφορά χρήματος οδηγεί σε ανάλογη αύξηση των τιμών καταναλωτή. Αυτό λοιπόν το πείραμα σκέψης συνάγει το συμπέρασμα ότι οι κεντρικές τράπεζες θα μπορέσουν να αποφύγουν τον αποπληθωρισμό εάν δημιουργούν χρήμα και ακολούθως το διοχετεύουν στην οικονομία.

Σε μία πρώιμη διατύπωση του «helicopter money» είχε προβεί ο Clifford Hugh Douglas το 1924, ο οποίος μίλησε για «social credit», δηλαδή τη διανομή ενός μηνιαίου εθνικού μερίσματος που θα προέρχεται από τη δημιουργία χρήματος και θα ποικίλει ανάλογα με την εθνική παραγωγή.

Ωστόσο για helicopter money μιλήσει και ο διοικητής της FED το 2002, Ben Bernanke, καθώς μια τέτοιου είδους πολιτική θα συνέβαλε στην αντιμετώπιση του αποπληθωρισμού ώστε να αποφευχθούν δυσμενείς συνέπειες ανάλογες με εκείνες που βίωσε η Ιαπωνία και να επιτευχθεί ο στόχος της διατήρησης του πληθωρισμού πλησίον του 2%.

Ωστόσο, οι αντίμαχοι της συγκεκριμένης ιδέας, θεωρούν πως έχει καθαρά θεωρητικό υπόβαθρο και πως δε δύναται να εφαρμοσθεί πρακτικά καθώς ο πρεσβευτής της (Friedman) δε σκόπευε να την εφαρμόσει. Παρά ταύτα, μια μορφή της που θα μπορούσε να βρει πρόσφορο έδαφος εφαρμογής, είναι η δημιουργία χρήματος που δεν θα βασίζεται σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία (assets) και θα αξιοποιείται με σκοπό να κατανεμηθεί στους πολίτες. Μια πιο διαδεδομένη αλλά ξεπερασμένη εκδοχή της είναι η αποπληρωμή του δημοσίου χρέους.

Συνεπώς, πρόκειται για μία εναλλακτική μορφή δημιουργίας χρήματος η οποία διαφέρει από την αυστηρή εκδοχή της, δηλαδή την παροχή χρήματος μέσω των λειτουργιών έκδοσης από τις κεντρικές τράπεζες.

9.2 Αντίρροπες πολιτικές

Βασικός άξονας του εναλλακτικού αυτού σκεπτικού είναι η παράκαμψη των τραπεζών ως δημιουργούς χρημάτων, διατηρώντας έτσι την προσφορά χρήματος ανεξάρτητα από το ρόλο τους ως προμηθευτές χρημάτων στην οικονομία. Επιπλέον, παρότι στοχεύει στο ίδιο rationale με την ποσοτική χαλάρωση, δηλαδή την ενίσχυση της προσφοράς χρήματος αποφεύγοντας τις πληθωριστικές πιέσεις, το χρήμα στο οποίο αναφέρεται το QE for People διαφοροποιείται εκ των πραγμάτων από την ποσοτική χαλάρωση. Η ποσοτική χαλάρωση ως γνωστόν, αξιοποιεί και κινητοποιεί τα χρηματικά της αποθέματα για την αγορά χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα με σκοπό να ενθαρρύνει και να εξυγιάνει το χρηματοπιστωτικό τομέα υπό το πρίσμα της εξισορρόπησης χαρτοφυλακίου. Εν ολίγοις αυτός ο τύπος δημιουργίας χρήματος εστιάζει στο χρηματοπιστωτικό τομέα, θέτοντας περιουσιακά στοιχεία ως εγγύηση στον ισολογισμό της κεντρικής τράπεζας και συνιστά μια προσωρινή πράξη καθώς τα χρήματα αυτά «καταστρέφονται» όταν οι ομολογίες φτάσουν σε λήξη.

Λόγω των αντιφατικών αποτελεσμάτων που φέρει η εφαρμογή της ποσοτικής χαλάρωσης σε Ιαπωνία & Η.Π.Α., με εξαίρεση την Ευρωζώνη όπου σημειώθηκε πρόοδος και η κρίση της ελληνικής οικονομίας αποτέλεσε έναυσμα και επιτακτική ανάγκη για την εφαρμογή του, αναδύθηκε εντονότερα αυτή η εναλλακτική πολιτική. Οι παγίδες που φέρει το QE, όπως η ταχύτητα αντίδρασης του καναλιού μετάδοσης του μέτρου (δηλαδή η πρόσβαση στο δανεισμό δεν είναι τόσο άμεση και τα νοικοκυριά & οι επιχειρήσεις δεν επιθυμούν να φέρουν το ρίσκο της ανάληψης του χρέους), η «παγίδα ρευστότητας» δηλαδή η αδυναμία των κεντρικών τραπεζών να τονώσουν το ιδιωτικό τραπεζικό σύστημα παρέχοντας ρευστότητα, συνέστησαν κινητήριους μοχλούς για να συζητηθεί σοβαρά το «helicopter money». Η σημαντικότερη όμως επένεργεια του QE ήταν η δημιουργία φούσκας στα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και η αύξηση της οικονομικής ανισότητας. Παρατηρήθηκε ότι η μαζική εισροή χρημάτων κινήθηκε προς τα περιουσιακά στοιχεία, με επακόλουθο την άνοδο του πλούτου όσων τα κατέχουν. Αυτό επιβεβαιώνεται κι από το γεγονός ότι το πρόγραμμα στη Μεγάλη Βρετανία αύξησε κατά 40% τον πλούτο των πλουσιότερων ανθρώπων.

9.3 Debt Monetization

Ως «νομισματοποίηση του χρέους θα μπορούσε να ορισθεί η δημιουργία χρημάτων ως μόνιμη πηγή χρηματοδότησης των κρατικών δαπανών, με τα πραγματικά έσοδα που απορρέουν από την αγορά δημοσίου χρέους (μέσω πράξεων ανοικτής αγοράς ή αγοράς δημοσίων τίτλων δηλ. QE) - μειώνοντας τα επιτόκια της – να διοχετεύονται στην αγορά βάσει του σκοπού αξιοποίησης του χαρτοφυλακίου μιας κεντρικής τράπεζας μακροπρόθεσμα.

Εν ολίγοις, το debt monetization συνιστά τη μετατροπή του κρατικού χρέους σε πίστωση ή μετρητά, απελευθερώνοντας κεφάλαιο το οποίο εμπεριέχεται στο χρέος και κατόπιν τίθεται σε κυκλοφορία. Αποτελεί μία μορφή αύξησης της ρευστότητας χωρίς να απαιτείται η έκδοση & κυκλοφορία νέου χρήματος. Οι κεντρικές τράπεζες αναλαμβάνουν τη διενέργεια αυτών των αγορών κυβερνητικού χρέους. Πιο συγκεκριμένα, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. χρηματοδοτεί το χρέος των Η.Π.Α. αγοράζοντας κρατικά ομόλογα, εταιρικά ομόλογα και νόμισμα δίχως να χρειαστεί να εκτυπώσει χρήμα, εκδίδοντας απλώς πίστωση στις τράπεζες μέλη που διακρατούν τα ομόλογα και εν συνεχεία τα «τοποθετεί» στο δικό της ισολογισμό. Η πίστωση λειτουργεί ακριβώς όπως τα μετρητά, ενώ οι αγορές αυτές αυξάνουν την προσφορά.

Αυτά τα κρατικά ομόλογα υψηλότερης αξίας δεν χρειάζεται να πληρώσουν τόσα χρήματα για να αποκτήσουν αγοραστές και αυτή η χαμηλότερη απόδοση οδηγεί σε μείωση των επιτοκίων στο χρέος των ΗΠΑ. Τα χαμηλότερα επιτόκια σημαίνουν ότι η κυβέρνηση δεν χρειάζεται να ξοδέψει τόσο πολύ για να εξοφλήσει τα δάνειά της, και αυτό είναι τα χρήματα που μπορεί να χρησιμοποιήσει για άλλα προγράμματα.

Η διαδικασία του debt monetization διαχειρίζεται τα κρατικά ομόλογα που αγοράζονται από την Fed να μην υπάρχουν αλλά εξακολουθούν να εμφανίζονται στον ισολογισμό της και από τεχνικής άποψης τα Treasuries θα πρέπει να πληρώσουν μια ημέρα την Fed. Μέχρι εκείνο το σημείο, η Fed έχει δώσει στην ομοσπονδιακή κυβέρνηση περισσότερα χρήματα για να ξοδέψει, αυξάνοντας την προσφορά χρήματος και κερδίζοντας το χρέος.

Ωστόσο τίθεται το ερώτημα εάν αυτή η τακτική πρέπει να έχει παροδικό – δηλαδή να δρά ως έκτακτος υποστηρικτικός μηχανισμός ρευστότητας – ή μόνιμο χαρακτήρα. Στην πρώτη περίπτωση η νομισματική βάση καθίσταται διευρυμένη, έχουμε εν ολίγοις μόνιμωσ συσσωρευμένο δημόσιο χρέος με μόνιμη προσφορά κυκλοφορούντος χρήματος είτε με μορφή χρήματος είτε με μορφή τραπεζικών αποθεματικών και συνεπώς η δημιουργία χρήματος καθίσταται μόνιμη πηγή χρηματοδότησης κρατικών δαπανών. Δεδομένου όμως ότι η κατοχή αυξημένης ποσότητας χρεογράφων του Δημοσίου από την κεντρική τράπεζα είναι προσωρινή, αναμένεται ότι η νομισματική βάση θα επιστρέψει στα πρότερα κανονικά επίπεδα όταν τα χρεόγραφα αυτά πωληθούν ή αφεθούν να «ωριμάσουν» μέχρι τη λήξη τους δίχως να αντικατασταθούν.

Ο βασικός λόγος που η Fed έχει εντάξει την αγορά χρέους είναι η απροθυμία ή η αδυναμία των ιδιωτικών αγορών χρήματος να πράξουν αντίστοιχα δίχως να πέσουν οι αποδόσεις των χρεογράφων στα επιθυμητά επίπεδα. Οι εταιρείες έχουν χρέος χαμηλής αξίας από το οποίο προσπαθούν να απαλλάξουν τους ισολογισμούς τους, ενώ η κυβέρνηση χρειάζεται κεφάλαιο ώστε να χρηματοδοτήσει κάποιο έλλειμμα στον προϋπολογισμό της. Συνεπώς, εάν δεν επέλθει η αγορά χρέους από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα, οι αποδόσεις των χρεογράφων θα ανέβουν και αυτό θα σηματοδοτήσει μια σημαντική επιβράδυνση στην ανάκαμψη της οικονομίας.

Η τρέχουσα παγκόσμια οικονομική και υγειονομική κρίση που προκάλεσε η πανδημία της νόσου Covid-19 αποτελεί μία αφορμή για να επανεξεταστεί ευρύτερα η πολιτική του debt monetization και σε άλλες

οικονομίες πέραν των Η.Π.Α. καθώς η διατάραξη της παγκόσμιας οικονομίας επιτάσσει την εφαρμογή μέτρων με τις λιγότερες δυνατές συνέπειες για την εξασφάλιση επιπλέον ρευστότητας και τη χρηματοδότηση των κρατικών δαπανών.

9.4 Εναλλακτικό QE στην πράξη;

Οι υποστηρικτές λοιπόν της ανατρεπτικής αυτής νομισματικής πολιτικής, διατείνονται πως οι κεντρικές τράπεζες θα πρέπει οι ίδιες να μεταδώσουν νομισματική πολιτική κι όχι να επαφίονται στον τραπεζικό τομέα. Εφόσον βασική αρμοδιότητα των κεντρικών τραπεζών είναι η διαμόρφωση του πληθωρισμού σε επίπεδα του 2%, θα πρέπει να παρέχουν οι ίδιες χρήματα στους πολίτες ώστε να κινητοποιηθούν να τα δαπανήσουν και να διοχετευθούν στην οικονομία. Για την εγκαθίδρυση όμως ενός τέτοιου πλαισίου, θα πρέπει να υφίσταται και η αντίστοιχη θεσμική & δημοσιονομική υποδομή. Αυτό το πλαίσιο πρεσβεύει τη διανομή ενός μηνιαίου μερίσματος σε κάθε πολίτη κάποιας τάξεως, απηλλαγμένο από λοιπές επιβαρύνσεις και φόρους. Αυτό επίσης χρήζει συζήτησης από τους φορείς όπως και την ύπαρξη του κατάλληλου χρηματικού υποβάθρου ώστε να μπορέσουν οι κεντρικές τράπεζες να υποστηρίξουν ένα τέτοιο μέτρο. Σε αυτό συντρέχει και η δυσαναλογία μεταξύ των παρεμβάσεων στον ισολογισμό των Κ.Τ. και της προοπτικής της οικονομίας. Η αλήθεια είναι πως το QE For People αποτελεί μια ιδιαίτερα τολμηρή ιδέα που δύναται να ταράξει το υπάρχον status quo της νομισματικής πολιτικής και να υιοθετηθεί μελλοντικά ως μια μετάβαση της κεντρικής τράπεζας στη διανομή ενός μόνιμου και βιώσιμου βασικού εισοδήματος.

10 ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΑΝΤΙ ΤΗΣ ΚΛΑΣΙΚΗΣ QE

Δεδομένου ότι η ποσοτική χαλάρωση συνιστά μια δέσμη συμπληρωματικών και επεκτατικών μέτρων που δρουν συνεπικουρικά για την άσκηση νομισματικής πολιτικής, σχεδιασμένων ώστε να εφαρμόζονται για ένα συγκεκριμένο χρονικό εύρος που όμως δε δύνανται να αποσοβήσουν δια παντός τους οικονομικούς τριγμούς που δημιουργούνται σε ένα οικονομικό σύστημα, προτείνονται κι άλλες εναλλακτικές πολιτικές που έχουν κοινό πεδίο δράσης με την QE.

1. Λαϊκό QE / Helicopter Money / QE For People

Έγινε λόγος για αυτού του είδους την πολιτική στην προηγούμενη ενότητα και κατά πόσο εδραιώνεται αυτή η άποψη σε ένα πραγματιστικό πλαίσιο. Φέρει τις ρίζες της στον Αμερικάνο οικονομολόγο Milton Friedman και πλέον συζητείται περισσότερο από κάθε άλλο λόγω της κοινωνικής και ανθρωπιστικής κρίσης που πλήττει τον πλανήτη. Αναπάντεχες κοινωνικές εξελίξεις - όπως η πρόσφατη μετάδοση του ιού Covid19 - φέρνουν στο προσκήνιο το «λαϊκό» QE καθώς μια πολιτική που θα αποσκοπούσε στη δημιουργία χρημάτων από τις κυβερνήσεις και τη διοχέτευση αυτών στον νεοδημιουργηθέντων χρημάτων στους πολίτες προς κατανάλωση, θα επέφερε την αύξηση της ζήτησης για αγαθά και υπηρεσίες και τη συνακόλουθη τόνωση της οικονομίας. Αυτός ο διαμερισμός χρημάτων θα είχε τη μορφή κοινωνικού επιδόματος και δε θα έδιδε το μέγιστο πλεονέκτημα πλέον στις τράπεζες να λαμβάνουν πρώτες τα χρήματα που πηγάζουν από την QE αλλά θα οδηγούσε σε μια δίκαια κατανομή χρηματικών πόρων.

2. Χαμηλότερα τραπεζικά επιτόκια δανεισμού

Επί της ουσίας, η QE αξιοποιεί τα πλεονάσματα των αποθεματικών των κεντρικών τραπεζών ώστε να δημιουργηθούν περισσότερα δάνεια στην ελεύθερη αγορά. Συνεπώς ένα χαμηλό επιτόκιο λειτουργεί όπως η πολιτική της QE. Ωστόσο, τα χαμηλά επιτόκια προσελκύουν δανειολήπτες τους οποίους δεν επιθυμούν τα τραπεζικά ιδρύματα καθώς είναι επισφαλείς και προσπαθούν να επωφεληθούν από τα φθηνότερα δάνεια.

3. Φορολογικές ελαφρύνσεις

Οι φορολογικές ελαφρύνσεις αποτελούν ένα μέτρο που εμπίπτει στη χάραξη επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής. Η QE έχει ως επίκεντρο το δανεισμό είτε για παραγωγικούς σκοπούς είτε για αύξηση κατανάλωσης, εν τούτοις, μια πολιτική με γνώμονα τις φορολογικές ελαφρύνσεις με σκοπό την αύξηση της παραγωγής καθίσταται περισσότερο προσοδοφόρα γιατί λειτουργεί ως μοχλός δημιουργίας κινήτρων αλλά και ελέγχου των νεοδημιουργηθέντων χρημάτων. Οι μειωμένοι φόροι θα επέτρεπαν στους παραγωγούς να παράγουν περισσότερο και να επενδύσουν πιο στρατηγικά τα χρήματα που θα προέρχονταν από την QE, ενώ για τους ιδιώτες ο μειωμένος φόρος εισοδήματος θα συνέβαλε στην αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης. Όλα αυτά συνθέτουν έναν ενάρετο οικονομικό κύκλο με την ζήτηση και την προσφορά να βρίσκονται σε ισορροπία.

4. Αύξηση κρατικών δαπανών

Κινούμενοι προς την ίδια κατεύθυνση με την προηγούμενη πρόταση, οι κυβερνητικές δαπάνες συνιστούν επενδύσεις σε έργα υποδομών και ανάπτυξης, με σκοπό να χρηματοδοτήσουν χρέος ή να δημιουργήσουν επιπρόσθετη χρηματοδότηση. Αυτό που προκύπτει είναι δημιουργία προσφοράς χρήματος και συνολικού παραχθέντος αποτελέσματος, όπως αντίστοιχα συμβαίνει με την QE. Κατά το σύνηθες όμως, το δημόσιο έλλειμμα υπερβαίνει τα έσοδα κατά τη διάρκεια ενός έτους δεδομένου να τηρούνται συγκεκριμένα ποσοτικά όρια και ο πληθωρισμός που ελλοχεύει να βρίσκεται ένα ελεγχόμενο πλαίσιο.

11 EURO BONDS: ΜΙΑ ΑΠΟ ΚΟΙΝΟΥ ΛΥΣΗ ΣΤΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ

Προέκυψε από το ιδιωτικό χρέος από ασφαλή περιουσιακά στοιχεία, κυρίως κρατικά ομόλογα από χώρες που θεωρούνται ότι παρέχουν ασφάλεια (ΗΠΑ, Γερμανία, Γαλλία). Σε ευάλωτες χώρες, όπως εκείνες της Νότιας Ευρώπης (Ελλάδα, Ισπανία) και την Ιρλανδία, τα επιτόκια αυξήθηκαν σημαντικά. Ωστόσο οι αγορές κρατικών ομολόγων στην Ευρωζώνη επλήγησαν λόγω του flight of safety, προκαλώντας spread. Σε αυτό συνέβαλε κι ο αυξημένος κίνδυνος αθέτησης. Χώρες της Νότιας Ευρώπης που υποφέρουν από την κρίση, αντιμετωπίζουν τις μεγαλύτερες διαφορές επιτοκίων κι αυτό δε δημιουργεί κίνητρα τόνωσης των οικονομιών τους. Αντιθέτως, οι πρόσθετες δαπάνες οδηγούν σε μεγαλύτερα ελλείμματα, ενισχύοντας το κόστος επιτοκίων. Κρίνεται λοιπόν αναγκαίο να γίνουν προσπάθειες αντιστάθμισης των στρεβλωτικών αυτών επιπτώσεων. Ο πρώτος τρόπος είναι τα προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης, για τα οποία έχει διεξοδική ανάλυση το μηχανισμού τους και της διόδου με την οποία δύνανται να αναστρέψουν τις δυσμενείς οικονομικές συνθήκες – μέχρι ενός σημείου. Ο δεύτερος όμως τρόπος διαφοροποιείται και εστιάζει στην έκδοση ομολόγων σε ευρώ, τα οποία θα μπορούσαν να εγγυηθούν συλλογικά όλες οι κυβερνήσεις στην Ευρωζώνη. Η έκδοση αυτών των ομολόγων θα πραγματοποιούνταν από ένα ευρωπαϊκό θεσμικό όργανο όπως η Ευρωπαϊκή Επενδυτική Τράπεζα ή τις ίδιες τις κυβερνήσεις, και στις δύο περιπτώσεις οι εγγυήσεις θα δίδονται από τις κυβερνήσεις. Το πλεονέκτημα αυτής της πολιτικής επικεντρώνεται στο γεγονός ότι οι χώρες που αντιμετωπίζουν υψηλά spreads θα έχουν ευκολότερη και φθηνότερη πρόσβαση στη χρηματοδότηση των προγραμμάτων δημοσιονομικών κινήτρων. Ωστόσο σε μια τέτοιου είδους πολιτική θα αντίβαιναν χώρες που παρουσιάζουν χαμηλότερες διαφορές επιτοκίων, όπως η Γερμανία, διότι θα αναδυόταν του πρόβλημα του «freerider» και επιπλέον μέλη της Ευρωζώνης που χαρακτηρίζονται από υψηλά spreads θα έβρισκαν λιγότερα κίνητρα για να ακολουθήσουν μια βιώσιμη δημοσιονομική πολιτική. Για αυτούς τους λόγους, θα έπρεπε να τεθούν κάποια κριτήρια ώστε να χαραχθεί και να εφαρμοστεί αυτή η λύση.

1. Ορισμός ενός συγκεκριμένου αριθμού μεριδίου που θα διαθέτει κάθε κυβέρνηση στην Ευρωπαϊκή Επενδυτική Τράπεζα
2. Ορισμός ομολογιακού επιτοκίου βάσει του σταθμισμένου όρου των αποδόσεων που θα παρατηρούνται σε κάθε αγορά κρατικών ομολόγων τη στιγμή της έκδοσης
3. Τα έσοδα από την έκδοση των ομολόγων θα διοχετεύονται στην κάθε κυβέρνηση με βάση τα βάρη που τέθηκαν προηγουμένως για τη διαμόρφωση του ομολογιακού επιτοκίου. Εναλλακτικά θα μπορούσαν να οριστούν ως συντελεστές στάθμισης ο αριθμός των μεριδίων που διαθέτει η κάθε χώρα στην ΕΤΕ.
4. Κάθε κυβέρνηση θα καταβάλει το ετήσιο επιτόκιο από την πλευρά του ομολόγου, χρησιμοποιώντας τα ίδια εθνικά επιτόκια για να υπολογίσει το μέσο επιτόκιο του ομολόγου ευρώ.

12 Η FED ΚΑΙ ΤΟ QE ΣΗΜΕΡΑ

Η Fed ανακοίνωσε το Σεπτέμβριο του 2019 ότι θα αγόραζε \$60 δις βραχυπρόθεσμων κυβερνητικών εντόκων γραμματίων. Η «επένδυση» στην αγορά των repos (repurchase agreements) είχε ως άξονα το γεγονός ότι τράπεζες και επενδυτές δανείζονται βραχυπρόθεσμα σε αντάλλαγμα εγγυήσεις υψηλής ποιότητας όπως τα Treasuries καθώς είναι risk-free και ότι αποτελούσε μια δίοδο ενίσχυσης ρευστότητας και αποφυγής αύξησης των επιτοκίων μιας ημέρας. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την άνοδο του κόστους δανεισμού κι ακολούθως η Fed έπρεπε να διαχειριστεί την κατάσταση διότι ο έλεγχος των βραχυπρόθεσμων αγορών δανεισμού είναι απαραίτητος για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής και επηρεάζει τη διαμόρφωση επιτοκίων. Επιπλέον τα ρευστά διαθέσιμα (ύψος) είχαν μειωθεί τόσο ώστε ήταν δύσκολο να διοχετευθούν χρήματα στις αγορές επαναγορών. Εν τω μεταξύ η αγορά των treasuries θεωρήθηκε ως προσπάθεια επανέναρξης του QE όμως αυτή δεν επηρέασε τα επιτόκια. Αναμενόμενη απόρροια ήταν η αγορά των ομολόγων από την Fed να οδηγήσει σε άνοδο της τιμής των μετοχών. Ωστόσο την παρούσα φάση, η Fed ανακοίνωσε τη μείωση των επιτοκίων των ομοσπονδιακών κεφαλαίων στο 0,00%-0,25% από 1,25-1,50% (αντίστοιχο της ΕΚΤ) που ήταν το προηγούμενο εύρος – στόχος προκειμένου να ανταπεξέλθει στις εξελίξεις που διαδραματίζονται λόγω της εξάπλωσης του κορωνοϊού και να πετύχει το διττό στόχο της πλήρους απασχόλησης και της σταθερότητας των τιμών. Παράλληλα, προχώρησε στην ενεργοποίηση προγράμματος αγοράς ομολόγων \$700 δις, αποτελούμενο από \$200 δις σε διασφαλισμένους από ενυπόθηκα δάνεια και \$500 δις σε κρατικά ομόλογα. Επιπλέον θα προβεί σε κατάργηση του ελάχιστου απαιτούμενου ορίου αποθεματικών -την ποσότητα ρευστών διαθεσίμων που οι τράπεζες οφείλουν να διακρατούν κάθε δεδομένη στιγμή- αρχής γενομένης από τις 26 Μαρτίου και ενθάρρυνε τις τράπεζες να αξιοποιήσουν το "παράθυρο" του discount που ανοίγει για να αποκτήσουν πρόσβαση σε γρήγορη χρηματοδότηση. Και οι δύο κινήσεις έχουν σχεδιαστεί για να διασφαλίσουν ότι οι τράπεζες έχουν αρκετή ρευστότητα ανά χείρας για να δανείσουν σε καταναλωτές κι επιχειρήσεις και δικαιολογούνται λόγω των ραγδαίων εξελίξεων:

- **Limit down:** Τα futures του Dow Jones βρέθηκαν να υποχωρούν κατά περισσότερες από 1.000 μονάδες - πυροδοτώντας το σύστημα "limit down" που αποτρέπει τις τιμές από το να υποχωρήσουν περαιτέρω - αμέσως μετά την ανακοίνωση της Fed, δείχνοντας έτσι ότι ακόμη και τα ακραία μέτρα μπορεί να μην είναι αρκετά για να ηρεμήσουν την αγορά, η οποία μόλις βίωσε τόσο τη χειρότερη εβδομάδα της από τη χρηματοπιστωτική κρίση όσο και την μεγαλύτερη ημερήσια πτώση από εκείνη την περίοδο.
- **Υπόβαθρο:** Η κίνηση της Fed, που είχε στόχο να σταθεροποιήσει μια αγορά που βίωσε ραγδαία μεταβλητότητα τις τελευταίες εβδομάδες εξαιτίας των διογκούμενων επενδυτικών ανησυχιών για την πανδημία του κορωνοϊού, ακολουθεί μετά από δύο άλλες μεγάλες παρεμβάσεις στην αμερικανική οικονομία. Λιγότερο από δύο εβδομάδες πριν, η Fed παρενέβη εκτάκτως για τη μείωση των επιτοκίων - μια κίνηση που απέτυχε να ηρεμήσει τις νευρικές αγορές, απουσία άλλων μεγάλων πολιτικών παρέμβασης.

Επίσης, στις 12 Μαρτίου η Fed ανακοίνωσε ότι θα διοχετεύσει 1,5 τρισ. δολάρια στην αγορά των διατραπεζικών repo - μια προσπάθεια διατήρησης της ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα - καθώς οι επενδυτές συνέχισαν να βρίσκονται σε πανικό.

12.1 Δράσεις που εφάρμοσε η Fed για να αντιμετωπίσει την κρίση της νόσου Covid-19

Η κρίση της εξάπλωσης της νόσου Covid-19 προκάλεσε μια παγκόσμια οικονομική ύφεση αβέβαιης διάρκειας. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα έδρασε άμεσα & επιστράτευσε μια «φαρέτρα» όπλων νομισματικής πολιτικής με σκοπό να ενισχύσει το χρηματοπιστωτικό σύστημα, τις επιχειρήσεις, τα νοικοκυριά, τον κρατικό & δημοτικό δανεισμό.

Επιτόκια ομοσπονδιακών κεφαλαίων: Η Fed έχει μειώσει τον στόχο της για το επιτόκιο ομοσπονδιακών κεφαλαίων, το διατραπεζικό επιτόκιο μιας ημέρας, συνολικά 1,5 ποσοστιαίες μονάδες από τις 3 Μαρτίου, με εύρος 0% έως 0,25%. Το επιτόκιο ομοσπονδιακών κεφαλαίων αποτελεί σημείο αναφοράς για άλλα βραχυπρόθεσμα επιτόκια και επηρεάζει επίσης τα μακροπρόθεσμα επιτόκια, οπότε αυτή η κίνηση στοχεύει στη μείωση του κόστους δανεισμού σε στεγαστικά και μη δάνεια, αλλά θα επίσης να μειώσει το εισόδημα από τόκους που αποκτούν οι αποταμιευτές.

Forward Guidance: Χρησιμοποιώντας ένα εργαλείο που πρωτοεισήχθη κατά την ύφεση του 2007-2009, η Fed καθορίζει τη μελλοντική πορεία του βασικού επιτοκίου της, λέγοντας ότι τα επιτόκια θα παραμείνουν χαμηλά «έως ότου είναι βέβαιο ότι η οικονομία έχει ξεπεράσει τα πρόσφατα γεγονότα και βρίσκεται σε καλό δρόμο για την επίτευξη των στόχων της μέγιστης απασχόλησης και σταθερότητας των τιμών». Ακολουθώντας, μία τέτοια καθοδήγηση του επιτοκίου μιας ημέρας θα ασκήσει πτωτική πίεση στα μακροπρόθεσμα επιτόκια.

Δανεισμός σε εταιρείες χρεογράφων: Μέσω του προγράμματος Primary Dealer Credit Facility (πιστωτική διευκόλυνση του κύριου αντιπροσώπου), ένα πρόγραμμα που αναβίωσε από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, η Fed θα προσφέρει δάνεια χαμηλού επιτοκίου (επί του παρόντος 0,25%) έως και 90 ημέρες σε 24 μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα γνωστά ως primary dealers. Οι έμποροι θα παρέχουν στην Fed μετοχές και χρεωστικούς τίτλους επενδυτικού βαθμού, συμπεριλαμβανομένων εμπορικών ομολόγων και δημοτικών ομολόγων, ως ασφάλεια. Ο στόχος είναι να διατηρηθεί η λειτουργία των πιστωτικών αγορών σε μια περίοδο κρίσης, όταν τα ιδρύματα και τα άτομα τείνουν να αποφεύγουν τα επικίνδυνα περιουσιακά στοιχεία και να συσσωρεύουν μετρητά και οι έμποροι ενδέχεται να αντιμετωπίσουν εμπόδια στη χρηματοδότηση των αυξανόμενων αποθεμάτων των τίτλων που μπορούν να συσσωρεύονται καθώς κάνουν αγορές.

Backstopping αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς: Η Fed ξεκίνησε εκ νέου τη Διευκόλυνση Ρευστότητας Αμοιβαίων Κεφαλαίων της χρηματαγοράς, η οποία δανείζει σε τράπεζες έναντι εξασφαλίσεων που αγοράζουν από κεφάλαια πρωτογενούς αγοράς χρήματος, αυτά που επενδύουν σε εταιρικά βραχυπρόθεσμα IOU γνωστά ως commercial paper καθώς και σε τίτλους του Δημοσίου. Κατά το ξέσπασμα του Covid-19, οι επενδυτές αποσύρθηκαν από τα κεφάλαια της χρηματαγοράς μαζικά, για να καλύψουν τις εκροές, αυτά τα κεφάλαια πούλησαν τίτλους, αλλά οι διαταραχές στις χρηματοπιστωτικές αγορές καθιστούσαν δύσκολη την πώληση, ακόμη και αν οι τίτλοι ήταν υψηλής ποιότητας και πολύ μικρής διάρκειας. Η Fed είπε ότι η διευκόλυνση «θα βοηθήσει τα κεφάλαια της χρηματαγοράς στην ικανοποίηση των απαιτήσεων για αξιοποίηση από τα νοικοκυριά και άλλους επενδυτές, ενισχύοντας τη συνολική λειτουργία της αγοράς και την παροχή πιστώσεων στην ευρύτερη οικονομία».

Συμφωνίες επαναγοράς: Η Fed έχει επεκτείνει σε μεγάλο βαθμό το πεδίο εφαρμογής των συμφωνιών επαναγοράς (repo) σε διοχετεύσεις μετρητών σε χρηματαγορές και τώρα προσφέρει ουσιαστικά απεριόριστο χρηματικό ποσό. Η διευκόλυνση της Fed καθιστά διαθέσιμα μετρητά στους κύριους αντιπροσώπους σε αντάλλαγμα για χρεόγραφα και άλλους τίτλους που υποστηρίζονται από την κυβέρνηση. Πριν από την πανδημία του Covid-19, η Fed προσέφερε \$100 δις σε ένα repo και \$20 δις σε ένα repo δύο εβδομάδων. Έχει επεκτείνει σημαντικά το πρόγραμμα - τόσο στα ποσά που προσφέρονται όσο και στη

διάρκεια των δανείων. Προσφέρει \$1 τρις ημερησίως *per* και 500 δισεκατομμύρια δολάρια σε ένα μήνα και 500 δισεκατομμύρια δολάρια σε τρίμηνες *per*os.

Άμεσος δανεισμός προς τις τράπεζες: Η Fed μείωσε το επιτόκιο που χρεώνει στις τράπεζες για δάνεια μέσω του *discount* κατά 1,5 ποσοστιαίες μονάδες, από 1,75% σε 0,25%, χαμηλότερα από ό,τι κατά την κρίση του 2007. Οι τράπεζες δεσμεύουν ένα μεγάλο εύρος εξασφαλίσεων (χρεόγραφα, δάνεια κ.λπ.) στην Fed σε αντάλλαγμα με μετρητά, επομένως η Fed δεν αναλαμβάνει μεγάλο κίνδυνο για αυτά τα δάνεια. Τα μετρητά επιτρέπουν στις τράπεζες να συνεχίσουν να λειτουργούν, δηλαδή οι καταθέτες μπορούν να συνεχίσουν να αποσύρουν χρήματα και οι τράπεζες μπορούν να κάνουν νέα δάνεια.

Προσωρινή «χαλάρωση» του κανονιστικού πλαισίου: Η Fed ενθαρρύνει τις τράπεζες ελέγξουν τα εποπτικά τους κεφάλαια και τα αποθέματα ρευστότητας, ώστε να μπορούν να αυξήσουν τον δανεισμό κατά τη διάρκεια της ύφεσης. Οι μεταρρυθμίσεις που ξεκίνησαν μετά την οικονομική κρίση απαιτούν από τις τράπεζες να διατηρούν πρόσθετο κεφάλαιο απορρόφησης ζημιών για να αποτρέψουν μελλοντικές διασώσεις. Ωστόσο, αυτά τα αποθέματα κεφαλαίων μπορούν να χρησιμοποιηθούν κατά τη διάρκεια της ύφεσης για την τόνωση του δανεισμού και η Fed ενθαρρύνει αυτό τώρα, ενώ εξάλειψε επίσης την απαίτηση των αποθεματικών των τραπεζών (το ποσοστό των καταθέσεων που οι τράπεζες πρέπει να διατηρούν ως αποθεματικά για να καλύψουν τη ζήτηση σε μετρητά).

Άμεσος δανεισμός σε μεγάλους εταιρικούς εργοδότες: Εντάχθηκαν επιπλέον δύο νέες διευκολύνσεις για την υποστήριξη εταιρειών των ΗΠΑ με υψηλή αξιολόγηση. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα δύναται να δανείζει απευθείας σε εταιρείες αγοράζοντας νέες εκδόσεις ομολόγων και παρέχοντας δάνεια. Οι οφειλέτες μπορούν να αναβάλουν τις πληρωμές τόκων και κεφαλαίων για τουλάχιστον τους πρώτους έξι μήνες, έτσι ώστε να έχουν μετρητά για να πληρώσουν υπαλλήλους και προμηθευτές. Ωστόσο, κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, οι δανειολήπτες ενδέχεται να μην πληρώνουν μερίσματα ή να αγοράσουν μετοχές. Αυτές οι διευκολύνσεις «θα επιτρέψουν στις εταιρείες την πρόσβαση σε πίστωση, ώστε να είναι σε θέση να διατηρήσουν τις επιχειρησιακές λειτουργίες κατά την περίοδο των εξάρσεων που σχετίζονται με την πανδημία», δήλωσε η Fed. Αρχικά η χρηματοδότηση περιελάμβανε \$100 δις, ενώ αργότερα \$750 δις εταιρικού χρέους.

Υποστήριξη μικρομεσαίων επιχειρήσεων: Ένα πρόγραμμα τριών σκελών που θα χρηματοδοτήσει έως \$600 δις σε τετραετή δάνεια. Στις δύο πρώτες διευκολύνσεις, οι δανειστές διατηρούν το 5% των δανείων. Το τρίτο και νεότερο από τα προγράμματα, το Priority Loans Facility, επιτρέπει σε εταιρείες που κινδυνεύουν να δανειστούν, αλλά απαιτεί από τους δανειστές να διατηρήσουν το 15% των δανείων. Οι δανειολήπτες υπόκεινται σε περιορισμούς στην επαναγορά των μετοχών, στα μερίσματα και στην αποζημίωση των στελεχών.

Υποστήριξη νοικοκυριών και καταναλωτών: Μέσω αυτής της διευκόλυνσης, η Fed υποστηρίζει το δανεισμό σε νοικοκυριά, καταναλωτές και μικρές επιχειρήσεις, δανείζοντας σε κατόχους τίτλων που υποστηρίζονται από περιουσιακά στοιχεία που εξασφαλίζονται με νέα δάνεια. Αυτά τα δάνεια περιλαμβάνουν φοιτητικά δάνεια, δάνεια αυτοκινήτων, δάνεια πιστωτικών καρτών και δάνεια που εγγυάται η SBA. Επιπροσθέτως επεκτάθηκαν οι επιλέξιμες εξασφαλίσεις ώστε να συμπεριληφθούν οι υπάρχοντες εμπορικοί τίτλοι που υποστηρίζονται από ενυπόθηκα δάνεια και οινπρόσφατα εκδοθείσες δανειακές υποχρεώσεις υψηλής ποιότητας. Αρχικά πρόκειται να δοθούν έως και 100 δισεκατομμύρια δολάρια σε νέα πίστωση.

Υποστήριξη ρευστότητας δημοτικών ομολόγων: Στην τρέχουσα κρίση, η Fed δανείζει απευθείας σε κρατικές και τοπικές κυβερνήσεις μέσω της Δημοτικής Διευκόλυνσης Ρευστότητας. Η αγορά δημοτικών ομολόγων δέχθηκε μεγάλη πίεση τον Μάρτιο καθότι οι κυβερνήσεις δυσκολεύτηκαν όλο και περισσότερο να δανειστούν. Οι δράσεις θα επιτρέψουν στις τράπεζες να διοχετεύουν μετρητά στην αγορά δημοτικού χρέους, όπου εντοπίζεται έλλειψη ρευστότητα.

Προστασία των χρηματαγορών των Η.Π.Α. από τις διεθνείς πιέσεις: Χρησιμοποιώντας ένα άλλο εργαλείο που αξιοποιήθηκε κατά τη διάρκεια της ύφεσης του 2007, η Fed διαθέτει δολάρια ΗΠΑ σε άλλες κεντρικές

τράπεζες, ώστε να μπορούν να δανείζουν σε τράπεζες που τα χρειάζονται. Η Fed παίρνει ξένα νομίσματα σε αντάλλαγμα και χρεώνει τόκους στις ανταλλαγές. Η Fed μείωσε το επιτόκιο που χρεώνει σε αυτές τις ανταλλαγές με κεντρικές τράπεζες στον Καναδά, την Αγγλία, την Ευρωζώνη, την Ιαπωνία και την Ελβετία, και επέκτεινε τη διάρκεια αυτών των ανταλλαγών. Έχει επεκτείνει επίσης τις ανταλλαγές στις κεντρικές τράπεζες της Αυστραλίας, της Βραζιλίας, της Δανίας, της Κορέας, του Μεξικού, της Νέας Ζηλανδίας, της Νορβηγίας, της Σιγκαπούρης και της Σουηδίας. Η Fed προσφέρει επίσης δολάρια σε κεντρικές τράπεζες που δεν έχουν καθιερωμένη γραμμή ανταλλαγής μέσω μιας νέας εισαγωγής γερο που ονομάζεται FIMA. Η Fed θα χορηγήσει δάνεια μιας ημέρας στις κεντρικές τράπεζες, λαμβάνοντας το χρέος του των ΗΠΑ ως εγγύηση.

12.2 Commercial Paper Funding Facility program

Στο πλαίσιο υποστήριξης των επιχειρήσεων, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα ενέταξε στις δράσεις αντιμετώπισης της κρίσης του κορωνοϊού το Commercial paper funding facility (CPFF). Αποτελεί μια αγορά ύψους \$1,2 τρις στην οποία οι εταιρείες εκδίδουν ακάλυπτο βραχυπρόθεσμο εταιρικό χρέος για την εξασφάλιση κεφαλαίων καθώς και για τη χρηματοδότηση καθημερινών πράξεων. Εν ολίγοις, μέσω του CPFF, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα αγοράζει τα εν λόγω commercial papers ώστε να δανείσει τις εταιρείες για διάστημα έως και 3 μήνες, με επιτόκιο 1%-2% υψηλότερο από το αντίστοιχο επιτόκιο δανεισμού μιας ημέρας. Σκοπός αυτού του προγράμματος είναι η εξάλειψη του ρίσκου αθέτησης πληρωμής από τους εκδότες προς τους επενδυτές μέχρις ότου επέλθει η λήξη των υποχρεώσεων τους και η ενθάρρυνση των επενδυτών να συμμετάσχουν σε δανεισμό μέσω commercial papers..

Εν πολλοίς, η σύσταση του CPFF είναι επικεντρωμένη στην υποστήριξη της ροής των πιστώσεων προς τα νοικοκυριά & τις επιχειρήσεις και αποβλέπει στη χρηματοδότηση ενός ευρέος φάσματος οικονομικής δραστηριότητας, παρέχοντας πίστωση για στεγαστικά και μη δάνεια, καθώς και ρευστότητα για την κάλυψη των λειτουργικών αναγκών μιας σειράς εταιρειών. Εξασφαλίζοντας την ομαλή λειτουργία αυτής της αγοράς, η Fed θα αποσκοπεί στην οικονομική ενδυνάμωση των οικογενειών, των επιχειρήσεων και της αγοράς εργασίας ιδιαίτερα σε περιόδους έντασης και θα παράσχει ρευστότητα στους εκδότες των αμερικάνικων commercial papers μέσω ενός οχήματος ειδικού σκοπού (SPV) το οποίο θα πραγματοποιεί αγορές μη ασφαλών & υποκείμενων σε περιουσιακά στοιχεία commercial papers απευθείας από επιλέξιμες εταιρείες.

Μια βελτιωμένη αγορά commercial papers θα επιχειρήσει να δώσει ώθηση στην αγορά και να βελτιώσει την ικανότητα των επιχειρήσεων να διατηρήσουν την απασχόληση & τις επενδύσεις τους, ενόψει της διαχείρισης της υγειονομικής κρίσης από την πολιτεία. Ως εκ τούτου, θα ενθαρρυνθούν οι επενδυτές να συμμετάσχουν και πάλι στο δανεισμό μέσω των commercial papers.

Το Υπουργείο Οικονομικών θα παρέχει 10 δισεκατομμύρια δολάρια πιστωτικής προστασίας στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα σε σχέση με το CPFF από το Ταμείο Σταθεροποίησης Συναλλαγών του Ταμείου και στη συνέχεια, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα θα παρέχει χρηματοδότηση στο SPV στο πλαίσιο του CPFF, όπου τα δάνεια της θα εξασφαλιστούν από όλα τα περιουσιακά στοιχεία του SPV.

12.3 Αποτίμηση δράσεων

Από τα παραπάνω, τεκμαίρεται πως η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. εξάντλησε όλα τα μέσα της προκειμένου να περιορίσει τις οικονομικές συνέπειες από την εξάπλωση του ιού και να αποφευχθεί ο κίνδυνος του περιορισμού των δαπανών & των εισοδημάτων. Προτεραιότητα της Fed είναι η διασφάλιση της ροής της

πίστωσης και η αποσόβηση μιας μόνιμης ζημιάς στην οικονομία, η οποία μετά την υποχώρηση της πανδημίας θα μπορέσει να αναπτυχθεί εκ νέου και να παρέχει αγαθά & υπηρεσίες για την κάλυψη της ζήτησης. Η Fed παρέχει απεριόριστη ρευστότητα στις τράπεζες, ώστε να μπορούν να καλύψουν τις αναλήψεις πιστώσεων και να ανακουφίσουν οποιοδήποτε μελανό σημείο του ισολογισμού. Δεν πρέπει να διαφύγει προσοχής ότι η ροή της πίστωσης στην Αμερική εδράζεται εκ των τραπεζών – όπως συναντάται σε πολλές χώρες – και στις κεφαλαιαγορές, και ιδιαίτερα η χρηματιστηριακή αγορά που θεμελιώνει τη διαπραγμάτευση στις αγορές κινητών αξιών στις Η.Π.Α. κι όχι μόνο. Επιπροσθέτως, επικεντρώνεται στη βελτίωση των αγορών των Treasuries & των MBS. Ωστόσο, ένα εργαλείο που θα μπορούσε να αξιοποιηθεί κι χρήζει ενδιαφέροντος όμως δεν είναι εφικτό μέχρι στιγμής είναι η «νομισματοποίηση του χρέους» όπως προαναφέρθηκε σε προηγούμενη ενότητα. Δηλαδή, η αγορά δημοσίου χρέους απευθείας από την κυβέρνηση σε αντίθεση με την αγορά στη δευτερογενή αγορά (όπως η Τράπεζα της Αγγλίας έχει συμφωνήσει να κάνει, προσωρινά).

13 ΠΟΡΙΣΜΑΤΑ

Όπως παρατηρήθηκε κι από την προηγηθείσα ανάλυση, καθ' όλη τη διάρκεια της εφαρμογής της QE, το πρόγραμμα οδήγησε σε αστάθεια τη χρηματιστηριακή αγορά με τις τιμές να αυξάνονται και να μειώνονται στο άκουσμα της ανακοίνωσης αυτού του είδους πολιτικής. Όμως η QE υπήρξε *tabula rasa* για τους επενδυτές λόγω της σύντομης ιστορίας της και δεν γνώριζαν τι μπορεί να επιφέρει και για ποιους λόγους. Το μόνο σίγουρο είναι ότι σε μια ανακοίνωση μιας επεκτατικής νομισματικής πολιτικής όπως η QE, η αγορά γίνεται δημοφιλής με τις τιμές των μετοχών να αρχίζουν να ανεβαίνουν. Από την άλλη πλευρά του νομίσματος, όταν η QE οδηγεί σε συρρίκνωση την οικονομία, οι αγορές γίνονται πτωτικές και τα αποθέματα τείνουν να μειώνονται σε αξία.

Κατά τους κύριους οικονομολόγους, μια εφαρμογή της QE **προκαλεί αύξηση της ύφεσης της οικονομίας**: οι επενδυτές **πρόσκυνται θετικά** σε μια κίνηση επεκτατικής νομισματικής πολιτικής διότι **μεταφράζεται ως μια ένδειξη καλύτερων εποχών** και διαμορφώνουν μια καμπύλη για να αγοράσουν τα αποθέματα που αναμένουν ανάπτυξη στις αγορές. Αντίστοιχα, **θα αντιδρούσαν αρνητικά σε ένα πρόγραμμα μείωσης της ποσοτικής χαλάρωσης** γιατί είναι πιθανό **να προκαλέσει δραστική πτώση της αξίας των μετοχών** καθώς προσβλέπουν σε περιόδους που είναι δύσκολο για τις επιχειρήσεις να αναπτυχθούν. Βραχυπρόθεσμα, **η ποσοτική χαλάρωση προκαλεί μια έκρηξη**, δεδομένου όμως ότι συνιστά συμπληρωματικό μέτρο δεν μπορεί να συνεχιστεί για πάντα, κι έτσι αργά ή γρήγορα ολοκληρώνει την πορεία της, προκαλώντας τριγμούς στην οικονομία.

Κατά μια όμως άλλη προσέγγιση, η QE εισφέρει χρήματα στο σύστημα, με τα νέα χρήματα να αποκτούν την αξία τους λόγω της απώλειας αγοραστικής δύναμης των παλαιών χρημάτων που κυκλοφορούσαν. Οι αγορές προσαρμόζουν τις τιμές τους ώστε να αντικατοπτρίζουν αυτό το φαινόμενο και ανταποκριθούν στις νέες συνθήκες: επί παραδείγματι, τα αποθέματα αυξάνονται όταν αποτιμάται η είδηση της ποσοτικής χαλάρωσης διότι τα χρήματα χάνουν την αξία τους και εύλογα απαιτούνται περισσότερα χρήματα για να αγοραστούν τα ίδια αγαθά. Από την άλλη πλευρά, όταν παρατηρείται μείωση της ποσοτικής χαλάρωσης, η αξία των αποθεμάτων φθίνει, καθώς μειώνεται η προσφορά χρήματος και αυξάνεται η πραγματική αξία του χρήματος. Συνεπώς, η άνοδος και η πτώση στη χρηματιστηριακή αγορά οφείλεται στην κυμαινόμενη αξία του χρήματος και δεν σχετίζεται με την αξία των μετοχών.

Θέτοντας ως άξονα τις επιδράσεις που προκαλούνται στην πραγματική οικονομία, η QE «ανυψώνει» την οικονομία ενώ η έλλειψη της την καθιστά σπειροειδή προς τα κάτω. Εν ολίγοις, η κυκλοφορία περισσότερων χρημάτων στο οικονομικό σύστημα ενεργοποιεί τους ανθρώπους να αγοράσουν περισσότερα αγαθά και υπηρεσίες, γεγονός που ερμηνεύεται ως υψηλότερη ζήτηση και μεγαλύτερη ευημερία των επιχειρήσεων και ακολούθως της χρηματιστηριακής αγοράς. Αναλόγως, με τη μείωση των τιμών των αποθεμάτων λόγω μειωμένης QE, απορροφώνται λιγότερα χρήματα από το σύστημα με φθίνουσα ζήτηση και μείωση της απασχόλησης, έτσι η οικονομική αναμία επέρχεται και η χρηματιστηριακή αγορά συρρικνώνεται.

Αποτέλεσμα της διευκολυντικής νομισματικής πολιτικής, τόσο με τις εκτεταμένες αγορές χρεογράφων όσο και με τον καθορισμό χαμηλών επιτοκίων δανεισμού, υπήρξε το πολύ χαμηλό κόστος δανεισμού για τις επιχειρήσεις (σε μηδενικά επίπεδα). Τα χαμηλά επιτόκια δανεισμού που επικρατούν για τις εταιρείες έχουν διευκολύνει στην απόκτηση κεφαλαίων με χαμηλό κόστος. Μεγάλο πρόβλημα ωστόσο αποτελεί η χρήση αυτών των κεφαλαίων. Σύμφωνα με έρευνα για τις εταιρείες του S&P 500 γίνεται φανερό ότι τα κεφάλαια αυτά δεν χρησιμοποιούνται για την παραγωγή αξίας μεσομακροπρόθεσμα με την επένδυσή τους παραγωγικά, είτε μέσω της αγοράς φυσικών περιουσιακών στοιχείων που θα αυξήσουν την παραγωγική δυναμικότητα, είτε μέσω επένδυσης στην εκπαίδευση και επιμόρφωση του προσωπικού και στην έρευνα και την ανάπτυξη (R&D). Επομένως, καθίσταται δύσκολη η σύλληψη νέων επιχειρηματικών ιδεών και η υλοποίησή τους, που θα

βελτιώνουν την ποιότητα ζωής του ανθρώπου και θα μπορέσουν να στηρίξουν μεσομακροπρόθεσμα την κερδοφορία των εταιρειών. Αντιθέτως, η φθηνή χρηματοδότηση κατευθύνεται προς την επαναγορά ιδίων μετοχών, με αποτέλεσμα να προκαλείται άνοδος των τιμών των μετοχών και να αποφέρει τεράστιες αμοιβές μέσω bonus από stock options στα διοικητικά στελέχη των εταιρειών.

Τέλος, η πτώση των επιτοκίων στην πραγματική οικονομία επιφέρει αυξημένη ζήτηση και απασχόληση και συνεπώς ανύψωση των χρηματιστηριακών αγορών. Εντούτοις, ορίζει ότι τα επιτόκια μειώνονται ως ο κρίσιμος παράγοντας στη φάση της ανάπτυξης.

Ωστόσο, οι τωρινές εξελίξεις γενομένων στο υγειονομικό πεδίο επιτάσσουν αναπροσαρμογή της νομισματικής πολιτικής και λήψη μέτρων δυνατών να αποσοβήσουν την επερχόμενη παγκόσμια οικονομική κρίση. Ήδη, η ποσοτική χαλάρωση επιστρατεύτηκε άμεσα για την άμβλυση και αντιμετώπιση της δυσμενούς κατάστασης που έχει ήδη διαμορφωθεί και έχει ενδιαφέρον να παρακολουθήσουμε πως πρόκειται να εξελιχθεί το οικονομικό σκηνικό μετά την ομαλοποίηση της παρούσας κατάστασης. Παράλληλα, η ιδέα του «helicopter money» καθίσταται πιο επίκαιρη από ποτέ διότι πέραν της αντιμετώπισης μιας οικονομικής κρίσης, βρισκόμαστε αντιμέτωποι κι με την κοινωνική.

14 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

14.1 Αρθρογραφία

- Joseph Gagnon, Matthew Raskin, Julie Remache and Brian Sack, “The Financial Market Effects of the Federal Reserve’s Large-Scale Asset Purchases”, Peterson Institute for International Economics Federal Reserve Bank of New York
- Peter Dunne, Mary Everett and Rebecca Stuart (July 2015), Bank of Ireland, “Quarterly Bulletin”
- Jannik Jäger, Theodor Grigoriadis (2017), “The effectiveness of the ECB’s unconventional monetary policy: Comparative evidence from crisis and non-crisis Euro-area countries”, Journal of International Money and Finance 78
- Paul De Grauwe & Wim Moesen, “Gains for all: A proposal for a common euro bond” (2009), University of Leuven
- Giavazzi, Francesco and Marco Pagano (1996), “Non-Keynesian effects of fiscal policy changes: international evidence and the Swedish experience”, Swedish Economic Policy Review,
- Spring., May. Gros, D., and Micossi, S. (2009), “A bond-issuing EU stability fund could rescue Europe, Europe’s World”,
- Colombia University Graduate School of Business, Volume 23, Issue 3 (2019) “Mind the Gap: Disentangling Credit and Liquidity in Risk Spreads”
- Matthias Melms, NordLB, Franz Rudolf, UniCredit and Maureen Schuller (2019), “The ECBC European Covered Bond Fact Book” ING BANK
- Florin Bilbiie & Xavier Ragot (2017), “Optimal Monetary Policy and Liquidity with Heterogeneous Households”, Sciences Po Economics Discussion Papers, Sciences Po Departement of Economics

14.2 Παραπομπές από ηλεκτρονικές ιστοσελίδες

- www.bankofgreece.gr
- <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/monetary20200317a1.pdf>
- <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/index.en.html>
- <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2019/05/ten-years-laterdid-qe-work.html>
- <https://voxeu.org/article/fiscal-crisis-quantitative-easing-works-theory-too>
- <https://www.investopedia.com/articles/markets/052516/japans-case-study-diminished-effects-qe.asp>
- <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100630.en.html>
- <https://hypo.org/ecbc/publication-news/covered-bond-purchase-programme-3-implications-primary-secondary-markets/>
- <https://voxeu.org/article/powers-and-pitfalls-quantitative-easing>
- <https://www.ussc.edu.au/analysis/lessons-from-quantitative-easing-in-the-united-states-a-guide-for-australian-policymakers>
- <https://www.theguardian.com/business/2019/mar/08/the-verdict-on-10-years-of-quantitative-easing>
- <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2019/05/ten-years-laterdid-qe-work.html>
- <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp161025.en.html>
- <https://www.cmegroup.com/education/featured-reports/did-quantitative-easing-help-spur-growth.html>
- <https://www.thebalance.com/what-is-qe3-pros-and-cons-3305533>
- <https://www.cmegroup.com/education/featured-reports/did-quantitative-easing-help-spur-growth.html>

- www.brookings.edu
- <https://group.bnpparibas/en/>
- St Fred Data Bank
- World Bank Database
- Bankrate.com
- <https://voxeu.org/article/fiscal-crisis-quantitative-easing-works-theory-too>
- <http://www.europesworld.org/NewEnglish/Home/Article/tabid/191/ArticleType/articleview/ArticleID/21306/Default.aspx> Schwarz, K., (2008),
- <https://www.managementstudyguide.com/effect-of-quantitative-easing-on-stock-markets.htm>
- <https://www.managementstudyguide.com/quantitative-easing-tapering.htm>