



Policy Note

2014 / 6

Γιατί η αύξηση των επιτοκίων μπορεί να επιταχύνει την ανάκαμψη

Του Jan Kregel

Υπάρχουν δύο ειδών επικρίσεις στην «αντισυμβατική» απάντηση της νομισματικής πολιτικής του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού (Fed) των ΗΠΑ στην πρόσφατη χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση (Great Recession). Από τη μια μεριά υποστηρίζεται ότι ο τριπλασιασμός του μεγέθους του ισολογισμού της Fed θα προκαλέσει άνοδο του πληθωρισμού εξαιτίας του ότι η μαζική αύξηση των πλεοναζόντων αποθεματικών θα δαπανηθεί σε αγαθά και υπηρεσίες. Ακόμη χειρότερα, μια τέτοια εξέλιξη θα ισοδυναμούσε με μια προσπάθεια εκ μέρους του κράτους να διαγραφεί μέσω πληθωρισμού ένα τμήμα του χρέους που δημιουργήθηκε από τη στήριξη των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μετά την κατάρρευση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων τον Σεπτέμβριο του 2008. Από την άλλη μεριά προβάλλεται το επιχείρημα ότι η πολιτική των βραχυπρόθεσμων σχεδόν μηδενικών επιτοκίων και τα μέτρα ισοπέδωσης στην καμπύλη αποδόσεων θα στρεβλώσουν την κατανομή και την τιμολόγηση στις αγορές πιστώσεων και κεφαλαίων και θα εγγυηθούν την εμφάνιση μιας ακόμα φούσκας στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, ακόμη και ενώ επικρατούν αποπληθωριστικές τάσεις στις αγορές προϊόντων.

Οι συγκεκριμένες επικρίσεις έχουν οδηγήσει σε εκκλήσεις για επιστροφή προς μια περισσότερο συμβατική νομισματική πολιτική, αν και υπάρχει γενικά συμφωνία ότι κάτι τέτοιο θα είχε αρνητικές επιπτώσεις στην οικονομία, τουλάχιστον σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα. Ωστόσο, δεδομένου ότι και οι δύο προαναφερθέντες μορφές κριτικής εμπεριέχουν λανθασμένες αναλύσεις, είναι πιθανό

Ο Jan Kregel είναι ανώτερος ερευνητής και διευθυντής του προγράμματος Νομισματική Πολιτική και Χρηματοοικονομική Δομή στο Levy Economics Institute. Είναι καθηγητής στο Τεχνολογικό Πανεπιστήμιο του Ταλίν και κατέχει τον τίτλο του Διακεκριμένου Καθηγητή Έρευνας στο Πανεπιστήμιο του Μιζούρι-Κάνσας. © 2014 Levy Economics Institute of Bard College.

ότι οι εκτιμήσεις σχετικά με τις αρνητικές επιπτώσεις που θα μπορούσε να έχει η επιστροφή σε πιο συμβατικές πολιτικές είναι επίσης λανθασμένες.

Ο φόβος του πληθωρισμού

Η άποψη αυτών που καθοδηγείται από τον «φόβο του πληθωρισμού» ενισχύεται από τη δήλωση του πρώην προέδρου του Συμβουλίου των Διοικητών του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού ότι από τη στιγμή που δεν υπάρχει όριο στην ικανότητα της Fed να αυξήσει την προσφορά χρήματος απλά με το πάτημα μερικών πλήκτρων στον υπολογιστή της, υπάρχει πάντα η πιθανότητα να δημιουργηθεί ζήτηση που θα υπερβαίνει την ικανότητα της οικονομίας να παράγει πραγματικά αγαθά και υπηρεσίες, με αποτέλεσμα την αύξηση των τιμών. [1] Πράγματι, ο πληθωρισμός είναι ο διακηρυγμένος στόχος της πολιτικής της Fed και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ).

Όμως, παρά το γεγονός ότι η Fed διαθέτει την δυνατότητα να δημιουργεί χρήμα ανά πάσα στιγμή απλά με το πάτημα μερικών πλήκτρων στον υπολογιστή της, η προσφορά χρήματος δεν αυξήθηκε και ο πολλαπλασιαστής χρήματος φαίνεται να έχει εξουδετερωθεί. Ακριβώς όπως και στην περίπτωση της Μεγάλης Ύφεσης του '30, η Fed έχει ανακαλύψει ότι είναι αδύνατο να αυξήσει την προσφορά χρήματος μέσω της παροχής αποθεματικών της κεντρικής τράπεζας προς αντάλλαγμα τραπεζικών περιουσιακών στοιχείων. Οι τραπεζικές καταθετικές υποχρεώσεις που αποτελούν την προσφορά χρήματος και παρέχουν την αγοραστική δύναμη του ιδιωτικού τομέα μπορούν να δημιουργηθούν μόνο αν ο ιδιωτικός τομέας είναι διατεθειμένος να εκδώσει υποχρεώσεις για τη χρηματοδότηση νέων παραγωγικών επενδύσεων ή την εξαγορά υφιστάμενων περιουσιακών στοιχείων. Και αυτό μπορεί να συμβεί μόνο αν οι τράπεζες είναι πρόθυμες να αποκτήσουν αυτές τις υποχρεώσεις σε αντάλλαγμα για καταθετικές υποχρεώσεις. Ο ιδιωτικός τομέας είναι αυτός που ελέγχει τον μετασχηματισμό της αποθεματικής βάσης σε χρηματοδότηση.

Αυτό ήταν αυτονόητο στη δεκαετία του 1930: «Η κεντρική τραπεζική πίστωση δεν προορίζεται να περάσει στα χέρια της κοινότητας για αγορές εμπορευμάτων, οπότε η πρώτη ανάγκη είναι να προβληθούν οι επιπτώσεις της πολιτικής της κεντρικής τράπεζας στο μέγεθος της πίστωσης των τραπεζικών μελών» (Dunkman 1933, 166). Περαιτέρω, «προκειμένου να περάσει η τραπεζική πίστωση στα χέρια του κοινού, κάποιος πρέπει να δανειστεί από τις τράπεζες, δεδομένου ότι καμία τεχνική δεν έχει επινοηθεί ώστε να τεθεί η τραπεζική πίστωση απευθείας στη διάθεση της κοινότητας χωρίς τη σύσταση μιας αμοιβαίας απαίτησης» (206).

Κατά τη διάρκεια της περιόδου της Μεγάλης Ύφεσης, η απουσία εμπορικών χρεογράφων λόγω της απροθυμίας των επιχειρήσεων να δανειστούν θεωρείτο ως το κύριο εμπόδιο στην ικανότητα της Fed να επεκτείνει την προσφορά χρήματος. Αλλά είναι εξίσου πιθανό ότι το πρόβλημα ήταν η απροθυμία των τραπεζών να δεχτούν χρεόγραφα που θεωρούνταν ότι είναι αμφίβολης αξίας, προτιμώντας αντ' αυτού το χρέος του δημοσίου, που θεωρείτο λιγότερο επικίνδυνο.

Σήμερα, η ανάγκη της αποπληρωμής του υφιστάμενου χρέους σημαίνει ότι ο ιδιωτικός τομέας καταστρέφει την πίστωση με την εξόφληση δανείων, αντί να επιδιώκει την χρηματοδότηση νέες

δεσμεύσεων. Και αυτή η δράση οδηγεί όχι σε επέκταση αλλά σε μείωση της προσφοράς χρήματος.

Το θέμα είναι απλό. Η αύξηση του ισολογισμού της κεντρικής τράπεζας είναι το αποτέλεσμα των συμφωνιών ανταλλαγής περιουσιακών στοιχείων που διακρατούνται σε τραπεζικούς ισολογισμούς για αποθέματα της κεντρικής τράπεζας που διακρατούνται στον ισολογισμό της Fed. Εκτός και αν η Fed αγοράσει νεοσυσταθέντα περιουσιακά στοιχεία από τις τράπεζες, αυτή η πράξη δεν έχει καμία επίπτωση στη σχέση μεταξύ της ζήτησης και της προσφοράς των αγαθών. Είναι αδύνατον να υπάρξει πληθωρισμός έως ότου αρχίσει ο ιδιωτικός τομέας να εκδίδει υποχρεώσεις, οι οποίες θα παρέχουν τα περιουσιακά στοιχεία που διακρατούν οι τράπεζες στους ισολογισμούς τους ως το αντιστάθμισμα της επέκτασης των καταθέσεων που δημιουργούν νέο χρήμα. [2] Επομένως, το μέγεθος του ισολογισμού της Fed δεν έχει άμεση επίπτωση ούτε στην προσφορά χρήματος ούτε στις δαπάνες, δεδομένου ότι η Fed δεν έχει τη δύναμη ούτε να επηρεάσει άμεσα τις αποφάσεις των τραπεζών να αυξήσουν τη χρηματοδότηση των δαπανών του ιδιωτικού τομέα ούτε τις αποφάσεις του ιδιωτικού τομέα να δανειστεί για περαιτέρω δαπάνες.

Έμμεση διαγραφή του χρέους μέσω πληθωρισμού

Πιστεύεται, ωστόσο, ότι ακόμη και αν το μέγεθος του ισολογισμού της Fed δεν έχει καμία επίπτωση στον πληθωρισμό, το απόλυτο μέγεθος του δημοσίου χρέους θα έχει αρνητικό αντίκτυπο στις αγορές κεφαλαίου και στα επιτόκια, αν και δεν υπάρχει κανένα αξιόπιστο στοιχείο που να υποστηρίζει αυτή την άποψη, με την περίπτωση της Ιαπωνίας, η οποία έχει τεράστιο δημόσιο χρέος και σχεδόν μηδενικά επιτόκια, να αποτελεί το κλασικό παράδειγμα. Παρ' όλα αυτά, υποστηρίζεται ότι το κράτος και όχι η κεντρική τράπεζα είναι αυτό που θα προσπαθήσει να μειώσει το χρέος με την δημιουργία πληθωρισμού. Ελλείψει οποιασδήποτε άλλης εύλογης απειλής του πληθωρισμού (η παρούσα ανησυχία είναι η πιθανότητα του αποπληθωρισμού, η οποία αυξάνει την πραγματική αξία του χρέους προς τους πιστωτές), το επιχείρημα αυτό έχει λάβει μια διαφορετική τροχιά. Με βάση την πεποίθηση ότι η Fed θα επιστρέψει σύντομα σε πιο συμβατικές πολιτικές, που σημαίνει ότι τα επιτόκια θα επανέλθουν σε πιο φυσιολογικά επίπεδα, οι κάτοχοι του χρέους (είτε η Fed είτε το κοινό) μπορεί να βιώσουν απώλειες κεφαλαίου (ή μείωση των κεφαλαιακών κερδών) στους υφιστάμενους τίτλους σταθερού επιτοκίου, ανάλογα με την τιμή εξαγοράς.

Η παραπάνω προσέγγιση δεν λαμβάνει υπόψη τις επιπτώσεις της αύξησης των επιτοκίων στην απόδοση των τίτλων σταθερού επιτοκίου. Φυσικά, αληθεύει ότι μια αύξηση των επιτοκίων προκαλεί πτώση στις τρέχουσες τιμές των ομολόγων, ωστόσο αυτό δεν αλλοιώνει το γεγονός ότι η ονομαστική αξία πάντα καταβάλλεται κατά τη λήξη, πράγμα που αντιστρέφει οποιαδήποτε απώλεια κεφαλαίου κατά τη διάρκεια της περιόδου διακράτησης. Επιπλέον, η αύξηση των επιτοκίων δημιουργεί για τον κάτοχο μεγαλύτερη ροή εσόδων από τόκους από την επανεπένδυση των περιοδικών κουπονιών, που σημαίνει ότι η απόδοση των ομολόγων για την περίοδο διακράτησης θα είναι υψηλότερη από την απόδοση τοκομεριδίου σε ένα περιβάλλον αυξανόμενων επιτοκίων. Όπως επισήμανε ο Paul Samuelson (1945) στην ανάλυση του για την αύξηση των επιτοκίων που επιβλήθηκαν από την Fed στην προσπάθεια της να συμβάλει στη χρηματοδότηση του Δευτέρου Παγκοσμίου Πολέμου, τα υψηλότερα ποσοστά δεν είναι

απαραίτητως αρνητικά για τους ομολογιούχους ή για το επίπεδο της συνολικής ζήτησης. Πράγματι, ελλείψει αποδεικτικών στοιχείων για πιέσεις σε μισθούς ή τιμές, τα υψηλότερα επιτόκια θα αυξήσουν τα εισοδήματα και θα βελτιώσουν τα συστήματα χρηματοδότησης των συντάξεων και, ως εκ τούτου, μπορεί να έχουν θετικά αποτελέσματα στη συνολική ζήτηση.

Ο φόβος των «φουσκών»

Για όσους δεν φοβούνται τον πληθωρισμό και τα υψηλότερα επιτόκια, υπάρχει ο φόβος ότι οι αντισυμβατικές πολιτικές έχουν θέσει τις βάσεις για μια άλλη φούσκα στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Αλλά αυτό ακριβώς έχει θέσει ως στόχο η μη-συμβατική νομισματική πολιτική. Η Fed προσπαθεί να απομακρύνει τους επενδυτές από τα ακίνδυνα ομόλογα του Δημοσίου και να τους οδηγήσει προς περιουσιακά στοιχεία υψηλότερων αποδόσεων (αλλά και υψηλότερου κινδύνου), που θα είναι πιο πιθανό να χρηματοδοτήσουν την επέκταση της παραγωγής και των επενδύσεων. Το πρόβλημα, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, είναι ότι με την εμπλοκή του στην αποπληρωμή του χρέους, ο ιδιωτικός τομέας (και ιδίως τα νοικοκυριά) είναι διστακτικός να αναλάβει νέες υποχρεώσεις. Μάλιστα, επιδιώκει την αποπληρωμή υφιστάμενων υποχρεώσεων, που συνεπάγεται ότι οποιαδήποτε τόνωση στη διάθεση των επενδυτών για ανάληψη κινδύνου θα βρεθεί αντιμέτωπη με ένα περιβάλλον μειωμένης προσφοράς περιουσιακών στοιχείων, που θα οδηγήσει στην αύξηση των τιμών τους. Έτσι, η κύρια επίπτωση της μη-συμβατικής νομισματικής πολιτικής είναι η σταθερή αύξηση στις τιμές των μετοχών, η οποία εντατικοποιήθηκε από την απότομη αύξηση των εταιρικών επαναγορών, υποδηλώνοντας την αποτυχία του εντοπισμού νέων κερδοφόρων επενδυτικών ευκαιριών.

Πράγματι, η άνοδος των τιμών των μετοχών ήταν προβλέψιμη και προοριζόταν στο να οδηγήσει τους επενδυτές σε πιο ριψοκίνδυνα περιουσιακά στοιχεία, προκειμένου να δημιουργηθεί απόκλιση μεταξύ της τιμής για την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων που αποφέρουν εισόδημα (δηλαδή από την αγορά μετοχών) και του δανεισμού για επενδύσεις σε νέες παραγωγικές μονάδες. [3] Με τους όρους του Τζον Μείναρντ Κέυνς, η συγκεκριμένη πολιτική επιδιώκει να δημιουργήσει μια κατάσταση αντεστραμμένων τιμών («backwardation») όπου θεωρείται ότι είναι πιο κερδοφόρα η διαδικασία της δημιουργίας νέων παραγωγικών μονάδων για την εξυπηρέτηση της μελλοντικής ζήτησης από την αγορά της υπάρχουσας παραγωγικής ικανότητας μέσω της απόκτησης εταιρικών μετοχών ή συγχωνεύσεων. [4]

Όμως, η εταιρική απομόχλευση και η αύξηση των κερδών από την υπερπόντια παραγωγή έχουν κάνει τις εταιρείες πλούσιες σε μετρητά, χωρίς επιθυμία ή ανάγκη να χρηματοδοτήσουν νέες παραγωγικές μονάδες, πράγμα που εξηγεί εν μέρει την αποτυχία του τραπεζικού δανεισμού και την αδυναμία στην αύξηση της προσφοράς χρήματος. Στο βαθμό που οι επιχειρήσεις δεν βλέπουν τον λόγο να επεκτείνουν την παραγωγική τους ικανότητα, είναι λογικό να συνεχίσουν την επαναγορά μετοχών και οι επενδυτές την αγορά μετοχών.

Υπάρχει όντως ο κίνδυνος ότι η ενδεχόμενη επιστροφή προς μια πολιτική με περισσότερο κανονικά επιτόκια θα επιφέρει μια προς τα κάτω προσαρμογή στις τιμές των μετοχών. Όμως, αυτό που προκύπτει με βάση τους υπολογισμούς της αξίας των αβέβαιων μελλοντικών κερδών (όπως επισήμανε ο Κέυνς) είναι ότι η προσδοκία της αύξησης των εσόδων από υψηλότερες

αναμενόμενες πωλήσεις και του κέρδους από την αύξηση της οριακής αποδοτικότητα του κεφαλαίου είναι πολύ πιο σημαντική από την επίδραση των χαμηλών επιτοκίων στην προεξόφληση των μελλοντικών κερδών. Το τρέχον επίπεδο των τιμών των μετοχών συγκροτεί επομένως μια φούσκα μόνο αν δεν υπάρχει ανάκαμψη στην αναμενόμενη μελλοντική ζήτηση. [5] Τέλος, δεν υπήρξαν ποτέ πειστικές αποδείξεις ότι τα χαμηλότερα επιτόκια οδηγούν σε αύξηση των επενδύσεων. Ο ευκολότερος τρόπος για να αυξηθούν οι επενδύσεις είναι μέσω της επέκτασης των εισοδημάτων των νοικοκυριών για την ενίσχυση των καταναλωτικών δαπανών, οι οποίες αντιπροσωπεύουν πάνω από το 60% του εθνικού εισοδήματος. Όμως, ο τομέας των νοικοκυριών συμμετέχει σε μια διαδικασία υπερβολικής απομόχλευσης που μπορεί να επιλυθεί μόνο μέσω της αύξησης της αποταμίευσης, πράγμα που σημαίνει ότι δεν μπορεί να αποτελεί την πηγή της απαιτούμενης αύξησης στην οριακή αποδοτικότητα του κεφαλαίου.

Αυτό καθιστά σαφές ότι η σημερινή πολιτική, με έμφαση τη σταθεροποίηση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, αποτελεί μόνο ένα μέρος της συνταγής για την ανάκαμψη της οικονομίας και δεν μπορεί να είναι επιτυχής όσο δεν υπάρχει μια πολιτική για τη στήριξη των προσδοκίων της αύξησης των πωλήσεων και της απασχόλησης. Για ακόμα μια φορά, ο ευκολότερος τρόπος να δημιουργηθούν οι προσδοκίες για υψηλότερα μελλοντικά κέρδη που θα προκαλέσουν αύξηση της προσφοράς χρήματος είναι η μείωση του χρέους των νοικοκυριών ή οι άμεσες κρατικές δαπάνες. [6]

Τίποτα δεν τελειώνει μέχρι να τελειώσει

Ένα μεγάλο μέρος του φόβου γύρω από τον πιθανό αρνητικό αντίκτυπο της μείωσης του ισολογισμού της Fed και την απομάκρυνση από την πολιτική των μηδενικών επιτοκίων στην διαφαινόμενη ανάκαμψη πηγάζει από την αντίδραση της αγοράς στην ένδειξη του ενδεχομένου που υπήρξε τον Μάιο ότι η Fed μπορεί να περιορίσει την πολιτική της ποσοτικής χαλάρωσης. Η ποσοτική χαλάρωση της Fed έχει πλέον λήξει, χωρίς καμία παρόμοια αντίδραση της αγοράς, έτσι η προσοχή έχει επικεντρωθεί στον αντίκτυπο των πιθανών μέτρων για τη μείωση του μεγέθους του ισολογισμού της Fed. Όμως δεν υπάρχει καμία ιδιαίτερη ανάγκη να αντιμετωπιστεί το μέγεθος του ισολογισμού, διότι, όπως τόνισε ο Bernanke (2003), «θα μπορούσε κανείς να προβάλει το οικονομικό επιχείρημα ότι ο ισολογισμός της κεντρικής τράπεζας θα πρέπει, στην καλύτερη περίπτωση, να είναι περιθωριακής σημασίας για τον καθορισμό της νομισματικής πολιτικής». Με το τέλος της ποσοτικής χαλάρωσης, το μέγεθος του ισολογισμού θα καθοδηγείται από τις προσδοκίες του ιδιωτικού τομέα για την ανάκαμψη της οικονομίας. Όπως ήδη επισημάνθηκε, η αύξηση των επιτοκίων μπορεί να εξελιχθεί σε θετικό στοιχείο για τη στήριξη της ανάκαμψης και η επιστροφή στην «κανονική» νομισματική πολιτική να ερμηνευθεί ως ένα ισχυρό σημάδι για τη βελτίωση του επενδυτικού κλίματος. Ο ισολογισμός της Fed μπορεί να μειωθεί μόνο όταν αυξηθεί από τις επιχειρήσεις και τον χρηματοπιστωτικό τομέα η ζήτηση για τα περιουσιακά στοιχεία που κατέχει σήμερα η Fed, και αυτό μπορεί να συμβεί μόνο όταν τα επιτόκια επιστρέψουν σε ένα περισσότερο μόνιμο επίπεδο (βλ. Kregel 2014), συμβάλλοντας στις προσδοκίες του ιδιωτικού τομέα για τη βελτίωση των συνθηκών, η οποία θα αυξήσει τη δημιουργία των ιδιωτικών υποχρεώσεων που συμφωνούν οι τράπεζες να διακρατήσουν με τη δημιουργία των καταθέσεων, που με τη σειρά τους θα μειώσουν την ποσότητα των πλεοναζόντων αποθεματικών και το μέγεθος του ισολογισμού της Fed.

Σημειώσεις

1. «Οι νομισματικές αρχές μπορούν να εκδίδουν όσο χρήμα τους αρέσει. Ως εκ τούτου, εάν το επίπεδο των τιμών ήταν πραγματικά ανεξάρτητο από την έκδοση του χρήματος, τότε οι νομισματικές αρχές θα μπορούσαν να χρησιμοποιήσουν το χρήμα που δημιουργούν για να αποκτήσουν απεριόριστες ποσότητες αγαθών και περιουσιακών στοιχείων. Αυτό είναι προφανώς αδύνατο σε μια κατάσταση ισορροπίας. Ως εκ τούτου, η έκδοση χρήματος πρέπει τελικά να αυξήσει το επίπεδο των τιμών, ακόμη και αν τα ονομαστικά επιτόκια οριοθετηθούν στο μηδέν. Αυτό είναι ένα στοιχειώδες επιχείρημα, αλλά, όπως θα δούμε, διαβρώνει τους ισχυρισμούς περί νομισματικής ανικανότητας» (Bernanke 2000, 158).
2. Για ακόμα μια φορά, ένα σημείο που ήταν απολύτως κατανοητό στην κρίση της δεκαετίας του 1930: «Η τράπεζα δεν δημιουργεί πίστωση αλλά δημιουργεί υποχρεώσεις εναντίον του εαυτού της, που τίθενται σε κυκλοφορία λόγω του γεγονότος ότι η τράπεζα έχει πίστωση. Από πού, λοιπόν, εμφανίζεται η πίστωση για την κοινωνία; Προκύπτει από τα μελλοντικά πλεονάσματα κερδών των επιχειρήσεων και των ιδιωτών. Η τραπεζική πίστωση είναι μια αντανάκλαση της πίστωσης των φορέων στους οποίους έχει επεκταθεί η αγοραστική δύναμη» (Whitney 1934, 20–21).
3. Ο Κέυνς όντως προέβλεψε από τη δεκαετία του 1930 τις δικές του προτάσεις για ποσοτική χαλάρωση και μηδενικά επιτόκια. Βλ. Kregel (2011).
4. Όπως τονίστηκε, η Fed έχει περιορισμένο άμεσο έλεγχο επί των αποφάσεων του ιδιωτικού τομέα. Στη δεκαετία του 1920, σε ένα περιβάλλον όπου επικρατούσαν χαμηλά επιτόκια, η Fed έστειλε οδηγίες προς τις τράπεζες να περιορίσουν τις συναλλαγές που λαμβάνουν χώρα μόνο σε συγκεκριμένους χρόνους («call market») και τον δανεισμό ιδίων κεφαλαίων, χωρίς καμία επίπτωση στην επέκταση της χρηματοδότησης για κερδοσκοπικές μετοχές. Επομένως, δεν υπάρχει εγγύηση ότι η αύξηση της προσφοράς χρήματος και του πληθωρισμού θα παράγει την αναμενόμενη αύξηση των παραγωγικών δαπανών.
5. Θα μπορούσε κανείς να πει ότι η αγορά βασίζεται σε μια «put ανάκαμψη» και όχι στο «put των Greenspan-Bernanke-Yellen» για τη στήριξη των τιμών των μετοχών.
6. Η περίπτωση της ΕΚΤ είναι ελαφρώς διαφορετική, όπου οι πολιτικές έχουν οδηγήσει σε τραπεζικό δανεισμό από την ΕΚΤ για την χρηματοδότηση της εξαγοράς υποβαθμισμένου δημόσιου χρέους, προκαλώντας μείωση των spreads των ομολόγων για ορισμένες υπερχρεωμένες χώρες της περιφέρειας σε σχέση με τα επιτόκια για τα γερμανικά ομόλογα. Αυτό αποτελεί παρέμβαση με την αγοραία αξιολόγηση του ρίσκου, αλλά ήταν εσκεμμένη και υπήρξε μία από τις πιο επιτυχημένες πολιτικές της ΕΚΤ όσον αφορά τη μείωση της μετακύλισης των επιτοκίων για τις υπερχρεωμένες χώρες της ευρωζώνης και ως εκ τούτου περιορίσε αποτελεσματικά τον κίνδυνο αθέτησης.

Πηγές

Bernanke, B. S. 2000. "Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?" In R. Mikitani and A. Posen, eds. *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience*. Special Report 13. Washington, D.C.: Institute for International Economics.

———. 2003. "Some Thoughts on Monetary Policy in Japan." Remarks by Governor Ben S. Bernanke Before the Japan Society of Monetary Economics, Tokyo, Japan, May 31.

Dunkman, W. E. 1933. *Qualitative Credit Control*. New York: Columbia University Press.

Kregel, J. 2011. *Was Keynes's Monetary Policy, à Outrance in the Treatise, a Forerunner of ZIRP and QE? Did He Change His Mind in the General Theory?* Policy Note 2011/4. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. May.

———. 2014. *Liquidity Preference and the Entry and Exit to ZIRP and QE*. Policy Note 2014/5. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. November.

Samuelson, P. 1945. "The Effect of Interest Rate Increases on the Banking System." *The American Economic Review* 35 (1): 16–27.

Whitney, C. 1934. *Experiments in Credit Control: The Federal Reserve System*. New York: Columbia University Press.