



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΡΗΤΗΣ
ΣΧΟΛΗ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ



ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗ ΜΕ ΘΕΜΑ:

Η ΚΑΤΑΡΕΥΣΗ ΤΟΥ BRETTON WOODS ΚΑΙ Ο ΕΠΑΝΑΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ
ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΟΥ FEDERAL RESERVE:
ΜΙΑ ΚΡΙΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΕΣ: Α. ΠΑΠΑΔΟΠΟΥΛΟΣ, Γ. ΑΡΓΕΙΤΗΣ

ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ: ΤΣΑΚΙΡΑΚΗ ΠΕΛΑΓΙΑ

Α.Μ.: 48

ΡΕΘΥΜΝΟ
ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2005

Ευχαριστίες

Με το τέλος αυτού του κύκλου του Μεταπτυχιακού Προγράμματος αισθάνομαι την ανάγκη να ευχαριστήσω τους ανθρώπους χωρίς τους οποίους δεν θα τα κατάφερνα. Το μεγαλύτερο ευχαριστώ πάει στη μητέρα μου Αργυρώ η οποία μου πρόσφερε τα πάντα ώστε να έχω το χρόνο και την άνεση να αποκτήσω τόσο το πτυχίο μου όσο και να συνεχίσω στο μεταπτυχιακό. Ο Δημήτρης είναι αυτός που με στήριζε όλα αυτά τα χρόνια και με εμπύχωνε για να συνεχίσω. Η Δώρα είναι πάντα ο αυστηρός κριτής που τελικά έχει πάντα δίκιο. Ο Περικλής, η Ελένη και ο Γιώργος είναι αυτοί που πίστεψαν σε μένα από πολύ νωρίς και που μου έδωσαν γερές βάσεις. Η ξαδέλφη μου Πέγκυ ήταν πάντα στην άλλη γραμμή του τηλεφώνου για να με παροτρύνει και να με ενθαρρύνει να μην εγκαταλείψω την προσπάθεια μου.

Φυσικά δεν θα είχα την ευκαιρία να ευχαριστώ όλους αυτούς αν δεν μου δινόταν η ευκαιρία να συμμετάσχω στο Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα. Έτσι ένα μεγάλο ευχαριστώ ανήκει στην Επιτροπή Σπουδών αλλά και στον Διευθυντή του Προγράμματος, κ. Ξεπαπαδέα, που μου έδωσαν την ευκαιρία που ζητούσα.

Θέλω ακόμα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα της διπλωματικής μου τον κ. Παπαδόπουλο, αλλά και τον κ. Αργείτη για την σημαντική βοήθεια τους. Βέβαια ευχαριστώ και τους υπόλοιπους καθηγητές μου αυτόν τον ένα χρόνο.

Επίσης, θέλω να ευχαριστήσω όλους τους συμφοιτητές μου που περάσαμε μαζί όλο αυτό το χρόνο, και ιδιαίτερα την Ντίνα και τον Σταμάτη που καθημερινά με βοηθούσαν με ότι χρειαζόμουν.

Τέλος, ένα μεγάλο ευχαριστώ οφείλω και στην Ιωάννα που μου έλυνε όλες τις απορίες ακόμα και σε ώρες που ήταν εκτός υπηρεσίας.

Τσακινάκη Πελαγία

Ρέθυμνο 27-12-2005

Εισαγωγή	2
Federal Reserve System: Η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ	5
Ιστορικό πλαίσιο	6
Η δομή του Fed.....	7
Διοικητικό Συμβούλιο	10
Νομισματική Πολιτική και η Οικονομία	10
<i>Στόχοι της νομισματικής πολιτικής</i>	10
<i>Πώς η νομισματική πολιτική επηρεάζει την οικονομία</i>	11
<i>Περιορισμοί στην νομισματική πολιτική</i>	13
<i>Κατευθυντήριες για τη νομισματική πολιτική</i>	14
<i>Προσφορά του χρήματος</i>	15
<i>Επιτόκια</i>	16
<i>Ο κανόνας του Taylor</i>	16
<i>Ξένες τιμές συναλλάγματος</i>	17
Λειτουργικές προσεγγίσεις κατά τη διάρκεια των ετών	18
Γεγονότα πριν τον Οκτώβρη του 1979	20
Bretton Woods	20
<i>Ο ρόλος του Αμερικάνικου δολαρίου στο σύστημα Bretton Woods</i>	21
<i>Η παρακμή – πτώση του συστήματος Bretton Woods</i>	21
<i>Η κρίση του δολαρίου</i>	27
<i>Η διαφαινόμενη κρίση</i>	28
Ο Μεγάλος Πληθωρισμός.....	28
Γενικές παραδοχές για την έναρξη του πληθωρισμού.....	29
<i>Γιατί ξεκίνησε ο πληθωρισμός;</i>	32
<i>Η προεδρία του Martin και τα πιστεύω του</i>	33
Η μεταρρύθμιση του Οκτωβρίου 1979: Πως συνέβη και γιατί;	34
Πως πραγματοποιήθηκε η μεταρρύθμιση;.....	35
Ποιοι ήταν οι λόγοι για τους οποίους πραγματοποιήθηκε η μεταρρύθμιση;.....	47
Αποτυχία επικοινωνίας	52
Τι συνέβη μετά το '79 και η Πολιτική Greenspan.....	60
Οι επιπτώσεις της μεταρρύθμισης του 1979 στη Διεθνή Οικονομία.....	61
Επίλογος.....	64
Βιβλιογραφία	65

Εισαγωγή

Στόχος της εργασίας αυτής είναι η ανασκόπηση των μέτρων νομισματικής πολιτικής που υλοποίησε το Federal Reserve από τον Οκτώβριο του 1979 μετά την κατάρρευση του Συστήματος των σταθερών Ισοτιμιών, τον Αύγουστο του 1979. Η ανάλυση των γεγονότων βασίζεται σε μεγάλο μέρος της σε πρακτικά των συνεδριάσεων της Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς του Fed (FOMC), του Διοικητικού του Συμβουλίου (BOG), αλλά και σε πρακτικά Συνεδρίου που πραγματοποιήθηκε πρόσφατα και είχε ως θέμα του ακριβώς το υπό εξέταση θέμα.

Η δομή της εργασίας βασίζεται σε πέντε βασικούς άξονες. Αρχικά γίνεται αναφορά στο Federal Reserve, περιγράφεται το ιστορικό πλαίσιο που προηγήθηκε της ίδρυσης του το 1913, περιγράφονται τα βασικά καθήκοντα του, τα οποία εντάσσονται σε τέσσερις γενικές κατηγορίες, αλλά και ο ρόλος που διαδραματίζει στην χάραξη της νομισματικής πολιτικής. Φυσικά για να γίνουν πιο εύκολα κατανοητές οι διαδικασίες που περιγράφονται σε επόμενα μέρη της εργασίας, ήταν απαραίτητη και η αναφορά του τρόπου με τον οποίο είναι δομημένο το Fed, και πιο συγκεκριμένα γίνεται αναφορά στην Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς και στο Διοικητικό Συμβούλιο που διαδραματίζουν τον βασικότερο ρόλο στις διαδικασίες που θα περιγραφούν. Φυσικά παρουσιάζονται αναλυτικά τα μέσα με τα οποία το Fed για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής, και πως χρησιμοποιούνται για να επηρεάσουν την προσφορά χρήματος. Επίσης αναλύονται και κάποιες κατευθυντήριες νομισματικής πολιτικής, οι οποίες έχουν εξεταστεί ως ενδιάμεσοι στόχοι για την επίτευξη των στόχων της. Συγκεκριμένα αναλύονται η προσφορά του χρήματος, τα επιτόκια, ο κανόνας του Taylor και οι συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Το δεύτερο μέρος της εργασίας αναφέρεται στην εποχή που προηγήθηκε της μεταρρύθμισης της νομισματικής πολιτικής την οποία εξετάζουμε, και συγκεκριμένα

περιγράφονται τα δύο σημαντικότερα γεγονότα εκείνης της εποχής. Το πρώτο είναι η κατάρρευση του συστήματος σταθερών ισοτιμιών του Bretton-Woods και το δεύτερο είναι ο Μεγάλος Πληθωρισμός που επικράτησε στις ΗΠΑ από το 1964 έως και το 1984. Μέσα από αυτή την περιγραφή των γεγονότων γίνεται προσπάθεια να γίνουν ξεκάθαρες οι συνθήκες που επικρατούσαν εκείνη την περίοδο και να αρχίσουν να γίνονται ξεκάθαροι οι λόγοι που οδήγησαν στην αλλαγή της πολιτικής.

Το τρίτο και σημαντικότερο μέρος της εργασίας αναφέρεται στην μεταρρύθμιση του Οκτωβρίου του 1979. Αρχικά περιγράφεται ο τρόπος με τον οποίο τα γεγονότα οδήγησαν στην μεταρρύθμιση. Γίνεται εκτεταμένη αναφορά σε παράγοντες που βοήθησαν στην αλλαγή, όπως παραδείγματος χάριν η έλλειψη εμπειρίας των μελών της Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς στο κρίσιμο διάστημα. Παράλληλα γίνεται αναφορά αρκετών συνεδριάσεων της Επιτροπής αλλά και του Διοικητικού Συμβουλίου, και όπου θεωρήθηκε απαραίτητο γίνεται ακριβής παράθεση των φράσεων που χρησιμοποίησε ο Πρόεδρος Volcker. Φυσικά μέσα από όλη την αναφορά αυτή εξάγεται και το κρίσιμο συμπέρασμα ότι ο Πρόεδρος Volcker ήταν ο σωστός άνθρωπος, στο σωστό μέρος, την σωστή στιγμή, μια και η επιμονή του για την καταπολέμηση του πληθωρισμού ήταν στην ουσία ο λόγος για τον οποίο πραγματοποιήθηκε η μεταρρύθμιση. Βέβαια δεν έφτανε μόνο η επιμονή του Προέδρου, αλλά χρειαζόταν και η στήριξη της Επιτροπής. Σε αυτό πάλι το σημείο αξίζει να αναφέρουμε την ικανότητα του Volcker να πείθει τελικά την Επιτροπή να πραγματοποιήσει την βαρυσήμαντη αλλαγή πολιτικών. Ακόμα στο μέρος αυτό γίνεται και παράθεση των λόγων για τους οποίους πραγματοποιήθηκε τελικά η μεταρρύθμιση.

Μετά από την αναλυτική παρουσίαση της διαδικασίας της μεταρρύθμισης των πολιτικών του Fed, θεωρείται σκόπιμο να εξεταστεί, όχι τόσο αναλυτικά βέβαια, η

εποχή που ακολούθησε της μεταρρύθμισης. Είναι ενδιαφέρον να δούμε αν οι νέες λειτουργικές διαδικασίες της μεταρρύθμισης είχαν επιτυχία, αν είχαν διάρκεια και στην ουσία ποια πολιτική ακολουθήθηκε από εκεί και μετά.

Στο τελευταίο μέρος της εργασίας αναφέρονται οι διεθνείς επιπτώσεις που είχε η μεταρρύθμιση των πολιτικών του Fed. Συνοπτικά γίνεται αναφορά σε χώρες που αντιμετώπιζαν το ίδιο πρόβλημα με τις ΗΠΑ – τον πληθωρισμό – και πως είδαν την σύσφιξη της νομισματικής πολιτικής που εφαρμόστηκε.

Η ανάλυση της μεταρρύθμισης του Οκτωβρίου του 1979 και η ανάλυση των πολιτικών που εφαρμόστηκαν παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον, διότι επηρέασαν σε μεγάλο βαθμό τόσο το Διεθνές Νομισματικό Σύστημα όσο και τον τρόπο χάραξης των Νομισματικών Πολιτικών στις μεγάλες ανοικτές οικονομίες.

Federal Reserve System: Η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ

Πριν επιχειρήσουμε την οποιαδήποτε ανάλυση αναφορικά με το Federal Reserve System, θα πρέπει να παραθέσουμε κάποια σημαντικά στοιχεία που θα βοηθήσουν στην κατανόηση του ρόλου του αλλά και της λειτουργίας του. Τι είναι το Federal Reserve ή Fed όπως είναι ευρύτερα γνωστό; Πότε και ποιοι ήταν οι λόγοι για τους οποίους ιδρύθηκε; Ποιοι είναι στόχοι και οι λειτουργίες του; Πως είναι δομημένο το σύστημα διοίκησης του; Δίνοντας απαντήσεις στα παραπάνω ερωτήματα θα μπορούσαμε να κατανοήσουμε καλύτερα τόσο τον τρόπο λειτουργίας του αλλά και γιατί λαμβάνονται οι οποιοσδήποτε αποφάσεις σε κάθε περίπτωση.

Όπως είναι ευρέως γνωστό, το Federal Reserve (Ομοσπονδιακό Αποθεματικό Σύστημα) ή απλά Fed, είναι η κεντρική τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής. Ιδρύθηκε από το Κογκρέσο το 1913 για να παράσχει στην χώρα ένα ασφαλέστερο, πιο ευέλικτο και πιο σταθερό νομισματικό και τραπεζικό σύστημα. Η επέκταση του ρόλου του Fed στο τραπεζικό σύστημα και την οικονομία γενικότερα έγινε σταδιακά με την πάροδο των χρόνων.

Στις μέρες μας τα καθήκοντα του Fed υπάγονται σε τέσσερις γενικές κατηγορίες που έχουν ως εξής:

- Την διεξαγωγή της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ, επηρεάζοντας τις νομισματικές και πιστωτικές συνθήκες που επικρατούν στην οικονομία, με τρόπο τέτοιο ώστε να επιτευχθούν οι στόχοι της μέγιστης απασχόλησης, της σταθερότητας των τιμών και της μετρίασης του μακροχρόνιου επιπέδου του επιτοκίου,
- την επίβλεψη και τον συντονισμό των τραπεζικών θεσμών για την επιβεβαίωση της ασφάλειας του τραπεζικού και οικονομικού συστήματος, αλλά και την προστασία των πιστωτικών δικαιωμάτων των καταναλωτών,

- την διατήρηση της σταθερότητας του οικονομικού συστήματος με τα οποιαδήποτε συστημικά ρίσκα που είναι δυνατόν να υπάρξουν,
- την παροχή οικονομικών υπηρεσιών σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, στην κυβέρνηση και σε ξένα ιδρύματα, παράλληλα με τον σημαντικό του ρόλο στη λειτουργία του συστήματος πληρωμών της χώρας. (BOG, June 2005)

Αξίζει να σημειώσουμε ότι οι περισσότερες αναπτυγμένες χώρες έχουν Κεντρική Τράπεζα με παρόμοιες λειτουργίες με αυτές του Federal Reserve. Η παλιότερη Κεντρική Τράπεζα είναι η Σουηδική Riksbank, η οποία λειτουργεί από το 1668 και η Τράπεζα της Αγγλίας από το 1694. Ο Ναπολέων ο πρώτος ίδρυσε την Banque de France το 1800, και η Τράπεζα του Καναδά ξεκίνησε να λειτουργεί το 1935. Η Γερμανική Bundesbank επαναλειτούργησε μετά το τέλος του Β' Παγκοσμίου Πολέμου και ακολουθεί το μοντέλο του Fed. Η τελευταία τράπεζα που ιδρύθηκε ήταν η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα που ιδρύθηκε το 1998 και αποτελεί την Κεντρική Τράπεζα των χωρών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Ιστορικό πλαίσιο

Κατά τη διάρκεια του δέκατου ένατου αιώνα και στις αρχές του εικοστού, ξέσπασαν στις ΗΠΑ οικονομικές κρίσεις που σαν αποτέλεσμα τους είχαν την πτώχευση τόσο τραπεζών όσο και επιχειρήσεων. Η αδυναμία του τραπεζικού συστήματος στην παροχή πόρων στα κλονισμένα πιστωτικά ιδρύματα ήταν από τους βασικούς παράγοντες που συνέβαλαν στην ευαισθησία της οικονομίας σε κρίσεις. (BOG, June 2005)

Μια πολύ σφοδρή κρίση το 1907 έδωσε κίνητρο στο Κογκρέσο να ιδρύσει την Εθνική Νομισματική Επιτροπή (National Monetary Commission), η οποία με τη σειρά της πρότεινε τη δημιουργία ενός οργανισμού ο οποίος θα βοηθούσε στην πρόληψη της δημιουργίας τέτοιων δυσχερών καταστάσεων.

Το Κογκρέσο εξέδωσε την Πράξη ίδρυσης του Fed «...για την ίδρυση ομοσπονδιακών τραπεζών, για την παροχή ενός ευπροσάρμοστου νομίσματος, ... για την εδραίωση μιας πιο αποτελεσματικής τραπεζικής εποπτείας στις Ηνωμένες Πολιτείες, και για άλλους σκοπούς». Ο Πρόεδρος Woodrow Wilson υπέγραψε τον Νόμο για την ίδρυση στις 23 Δεκεμβρίου 1913. Πολύ σύντομα μετά την ίδρυση του Fed έγινε ξεκάθαρο ότι η Ιδρυτική Πράξη είχε ευρύτερη σημασία για την εθνική οικονομική και νομισματική πολιτική.

Το Federal Reserve System θεωρείται μια ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα επειδή οι αποφάσεις της δεν πρέπει να επικυρώνονται από τον Πρόεδρο των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής ή οποιοδήποτε εκτελεστικό μέρος της κυβέρνησης, αλλά υπόκειται στην επίβλεψη του Κογκρέσου.

Η δομή του Fed

Το Fed είναι ένα ομοσπονδιακό σύστημα, που συνιστάται από μια κεντρική, κυβερνητική αντιπροσωπεία (στην ουσία είναι το Διοικητικό του Συμβούλιο) – The Board of Governors – και 12 περιφερειακές τράπεζες, όπως φαίνονται στον χάρτη.



Οι Περιφέρειες του Federal Reserve:

1. Boston	7. Chicago
2. New York	8. St. Louis
3. Philadelphia	9. Minneapolis
4. Cleveland	10. Kansas City
5. Richmond	11. Dallas
6. Atlanta	12. San Francisco

Το Διοικητικό Συμβούλιο και οι τράπεζες μοιράζονται την ευθύνη της επίβλεψης και ρύθμισης συγκεκριμένων οικονομικών θεσμών και δραστηριοτήτων, για την παροχή τραπεζικών υπηρεσιών σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και την ομοσπονδιακή κυβέρνηση αλλά και για την διαφύλαξη ότι οι καταναλωτές λαμβάνουν αρκετή πληροφόρηση και δίκαιη αντιμετώπιση στις σχέσεις τους με το τραπεζικό σύστημα.

Βασικό μέρος του Fed αποτελεί η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς – Federal Open Market Committee (FOMC)- η οποία αποτελείται από τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, τον πρόεδρο της Federal Reserve της Νέας Υόρκης και τους προέδρους άλλων 4 τραπεζών που υπηρετούν σε κυκλική βάση. Η FOMC επιβλέπει τις διαδικασίες στην ανοιχτή αγορά οι οποίες αποτελούν το βασικό εργαλείο που χρησιμοποιεί το Fed για την επιρροή των γενικότερων νομισματικών και πιστωτικών συνθηκών.

Το Fed υλοποιεί την νομισματική πολιτική μέσω του ελέγχου του federal funds rate ή επιτόκιο των αποθεματικών κεφαλαίων– το επιτόκιο στο οποίο διατίθενται οι καταθέσεις των τραπεζών (fed funds), στην ενδοτραπεζική αγορά. Το επιτόκιο αυτό προσδιορίζεται από το Fed μέσω της αγοραπωλησίας των εντόκων γραμματίων του αμερικανικού δημοσίου. Ο έλεγχος ασκείται με την επιρροή της ζήτησης και της προσφοράς με τους ακόλουθους τρόπους:

- Χειρισμοί τις ανοικτής αγοράς – η αγορά ή η πώληση χρεογράφων, κυρίως κρατικών, στην ανοιχτή αγορά για την επιρροή του επιπέδου των αποθεμάτων που κρατούν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στις Ομοσπονδιακές Τράπεζες.

Όταν το Fed αγοράζει κρατικά ομόλογα από το κοινό, τα χρήματα που δίνει ως αντάλλαγμα αυξάνουν τη νομισματική βάση, ενώ όταν πωλεί κρατικά ομόλογα στο κοινό εισπράττει χρήματα ως αντάλλαγμα και έτσι μειώνει την προσφορά του χρήματος. Οι συναλλαγές της ανοικτής αγοράς είναι το εργαλείο της νομισματικής πολιτικής που το Fed χρησιμοποιεί συχνότερα από κάθε άλλο.

- Υποχρεωτικά διαθέσιμα των τραπεζών – είναι οι ρυθμίσεις του Fed που επιβάλλουν στις τράπεζες την υποχρέωση να διατηρούν ένα ελάχιστο λόγο διαθεσίμων προς καταθέσεις. Μια αύξηση των υποχρεωτικών διαθεσίμων αυξάνει το λόγο των διαθεσίμων προς τις καταθέσεις και επομένως μειώνει τον πολλαπλασιαστή χρήματος και την προσφορά χρήματος.
- Συμβατικά εκκαθαριστικά υπόλοιπα (balances) – ένα ποσό το οποίο ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα συμφωνεί να κρατά στην ομοσπονδιακή του τράπεζα, επιπλέον από κάθε άλλο αναγκαίο αποθεματικό υπόλοιπο
- Discount window lending – επεκτάσεις της πίστωσης στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που γίνονται από τα πρωτεύοντα, δευτερεύοντα ή τα εποχιακά δανειακά προγράμματα. Το προεξοφλητικό επιτόκιο είναι το επιτόκιο που επιβάλλει το Fed όταν χορηγεί δάνεια στις τράπεζες. Οι τράπεζες δανείζονται από το Fed όταν διαπιστώσουν ότι μειώνονται πολύ τα διαθέσιμα τους και δεν μπορούν να καλύψουν τα υποχρεωτικά διαθέσιμα τους. Όσο χαμηλότερο είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο, τόσο φθηνότερος είναι και ο δανεισμός διαθεσίμων και τόσο περισσότερο δανείζονται οι τράπεζες από την «προεξοφλητική θυρίδα» του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού Συστήματος. Μια μείωση λοιπόν του προεξοφλητικού επιτοκίου αυξάνει τη νομισματική βάση και την προσφορά χρήματος. (BOG, June 2005)

Διοικητικό Συμβούλιο

Το Διοικητικό Συμβούλιο του Fed αποτελείται από 7 μέλη, που ορίζονται από τον Πρόεδρο των ΗΠΑ και επικυρώνονται από την Αμερικάνικη Γερουσία. Μια πλήρης θητεία ενός μέλους είναι δεκατέσσερα χρόνια και οι και οι διορισμοί τους είναι ρυθμισμένοι με τρόπο τέτοιο ώστε η μία θητεία να λήγει στις 31 Ιανουαρίου κάθε ζυγού έτους. Μετά την συμπλήρωση μιας πλήρους θητείας το μέλος δεν μπορεί να ξαναδιοριστεί στο συμβούλιο. Αν όμως ένα μέλος παραιτηθεί πριν τη λήξη της θητείας του τότε ο αντικαταστάτης του μπορεί εκτός από το υπόλοιπο της θητείας να ξαναδιοριστεί για πλήρη θητεία.

Νομισματική Πολιτική και η Οικονομία

Στόχοι της νομισματικής πολιτικής

Οι στόχοι της νομισματικής πολιτικής αναφέρονται στην Ιδρυτική Πράξη του Federal Reserve, η οποία συγκεκριμενοποιεί ότι το Διοικητικό Συμβούλιο και η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (FOMC) θα πρέπει να «*προωθούν αποτελεσματικά τους στόχους της μέγιστης απασχόλησης, της σταθερότητας των τιμών και της μετρίασης των μακροχρόνιων επιτοκίων.*» Η σταθερότητα των τιμών μακροχρόνια, αποτελεί προϋπόθεση για την μέγιστη διατηρήσιμη ανάπτυξη της παραγωγής και της απασχόλησης όπως και την μετρίαση των μακροχρόνων επιτοκίων. Όταν οι τιμές είναι σταθερές και θεωρούνται ότι θα παραμείνουν έτσι, οι τιμές των προϊόντων, των υπηρεσιών, των πρώτων υλών και της εργασίας δεν διαστρέφονται από τον πληθωρισμό και έτσι αποτελούν πιο σαφή σήματα και

οδηγούς για την αποτελεσματικότερη κατανομή των πόρων και έτσι να συμβάλουν στην καλύτερη ποιότητα ζωής.

Αν και η σταθερότητα των τιμών μπορεί να συμβάλει στην επίτευξη της μέγιστης διατηρήσιμης ανάπτυξης της παραγωγής και της απασχόλησης μακροχρόνια, βραχυχρόνια μπορεί να υπάρξουν εντάσεις μεταξύ των δύο στόχων. Στις περιπτώσεις όπου υπάρχει σύγκρουση των στόχων, αυτοί που είναι υπεύθυνοι για την νομισματική πολιτική αντιμετωπίζουν ένα δίλημμα και πρέπει να αποφασίσουν αν θα αποκρίνουν τις πιέσεις των τιμών ή αν θα απορροφήσουν την απώλεια της απασχόλησης και της παραγωγής. Αυτό που μπορεί να κάνει την συγκεκριμένη κατάσταση ακόμα πιο δύσκολη είναι η πιθανότητα ότι μια προσδοκία για αυξανόμενο πληθωρισμό μπορεί να ενσωματωθεί στις αποφάσεις για τις τιμές και τους μισθούς, και έτσι να γίνεται δυσκολότερο να επιτευχθεί η σταθερότητα των τιμών. (BOG, June 2005)

Πέρα από την επιρροή του επιπέδου των τιμών και του επιπέδου της παραγωγής, το Fed μπορεί να συμβάλει στην οικονομική σταθερότητα και την καλύτερη απόδοση της οικονομίας, δρώντας για τον περιορισμό των οικονομικών αποδιοργανώσεων και φροντίζοντας να μην επεκταθούν έξω από τον οικονομικό τομέα. Τα σύγχρονα (μοντέρνα) οικονομικά συστήματα είναι ιδιαίτερα σύνθετα και αλληλένδετα και ίσως είναι πιο ευπαθή σε εκτεταμένες συστημικές αναστατώσεις, όπως αυτές που μπορούν να πραγματοποιηθούν από μια δραματική πτώση των τιμών των μετοχών. Το Fed μπορεί να αυξήσει την προσαρμοστικότητα του οικονομικού συστήματος σε τέτοια σοκ μέσω των ρυθμιστικών του πολιτικών για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και των συστημάτων πληρωμών (BOG, June 2005).

Πώς η νομισματική πολιτική επηρεάζει την οικονομία

Ο πρώτος κρίκος στην αλυσίδα που συνδέει την νομισματική πολιτική και την οικονομία είναι η αγορά των διαθεσίμων (market for balances) που πραγματοποιείται

στις Ομοσπονδιακές Τράπεζες. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν λογαριασμούς στην ομοσπονδιακή τους τράπεζα και εμπορεύονται τα υπάρχοντα διαθέσιμα που υπάρχουν σε αυτούς τους λογαριασμούς σε ένα επιτόκιο που είναι γνωστό ως federal funds rate ή επιτόκιο των αποθεματικών κεφαλαίων. Το Fed ασκεί σημαντικό έλεγχο στο επιτόκιο αυτό μέσω τις επιρροής του στην προσφορά και τη ζήτηση των υπαρχόντων διαθεσίμων στις ομοσπονδιακές τράπεζες (BOG, June 2005).

Η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς ορίζει το επιτόκιο αποθεματικών κεφαλαίων σε ένα επίπεδο που πιστεύει ότι θα προσδώσει οικονομικές και νομισματικές συνθήκες συνεπείς με τη επίτευξη των στόχων της νομισματικής πολιτικής και το ρυθμίζει σε συνάφεια με τις διαρκείς οικονομικές εξελίξεις. Μια αλλαγή στο επιτόκιο των αποθεματικών κεφαλαίων, ή ακόμα και μια αλλαγή στις προσδοκίες για το μελλοντικό επίπεδο του, μπορεί να πυροδοτήσει μια αλυσίδα γεγονότων που μπορεί να επηρεάσει τα άλλα μακροχρόνια και βραχυχρόνια επιτόκια, την συναλλακτική αξία του δολαρίου στο εξωτερικό και τις τιμές των μετοχών. Με τη σειρά τους αυτές οι αλλαγές θα επηρεάσουν τις αποφάσεις των νοικοκυριών αλλά και των επιχειρήσεων αναφορικά με την δαπάνη τους, και έτσι θα επηρεαστεί η ανάπτυξη της συνολικής ζήτησης και της οικονομίας.

Τα βραχυχρόνια επιτόκια επηρεάζονται όχι μόνο από το πραγματοποιούμενο επίπεδο του επιτοκίου των αποθεματικών κεφαλαίων, αλλά και από τις προσδοκίες για αυτό κατά την διάρκεια του βραχυχρόνιου συμβολαίου. Σαν αποτέλεσμα αυτού θα ήταν να υπάρξει μείωση των βραχυχρόνιων επιτοκίων αν το Fed ξάφνιαζε τους συμμετέχοντες στην αγορά με μια μείωση του επιτοκίου αποθεματικών κεφαλαίων ή αν κάποια γεγονότα έπειθαν τους συμμετέχοντες ότι το Fed θα κρατήσει το επιτόκιο αυτό σε χαμηλότερα επίπεδα από τα αναμενόμενα. Η αντίστοιχη διαδικασία μπορεί να ακολουθηθεί και με την αύξηση ή την προσδοκία για την αύξηση του επιτοκίου

αυτού. Για αυτό το λόγο άλλωστε οι συμμετέχοντες στην αγορά παρακολουθούν με ενδιαφέρον τα δεδομένα που ανακοινώνονται αλλά και τις δηλώσεις των αξιωματούχων του Fed, ψάχνοντας για ενδείξεις ότι θα συμβεί κάτι διαφορετικό στην οικονομία από αυτό που περιμένουν και που θα έχει επιπτώσεις για την στάση της νομισματικής πολιτικής (BOG, June 2005).

Αν και οι επιλογές για την πολιτική φαίνονται ξεκάθαρες οι σχεδιαστές της νομισματικής πολιτικής αντιμετωπίζουν κάποιες αξιοσημείωτες αβεβαιότητες. Αρχικά, η ακριβής θέση της οικονομίας και της ανάπτυξης της συνολικής ζήτησης σε οποιοδήποτε χρονικό σημείο, είναι μόνο μερικά γνωστά μια και βασικές πληροφορίες όπως η δαπάνη, η παραγωγή και οι τιμές γίνονται γνωστές μόνο με χρονική υστέρηση. Άρα οι σχεδιαστές της πολιτικής θα πρέπει να βασίζονται σε εκτιμήσεις αυτών των οικονομικών μεταβλητών, γνωρίζοντας ότι μπορεί να ενεργούν με βάση παραπλανητικές πληροφορίες. Επίσης, το πώς ακριβώς μια δεδομένη προσαρμογή του επιτοκίου των αποθεματικών κεφαλαίων θα επηρεάσει την ανάπτυξη της συνολικής ζήτησης δεν είναι ποτέ σίγουρο. Τα οικονομικά μοντέλα μπορούν να δίνουν εμπειρικούς κανόνες για το πώς η οικονομία θα αντιδράσει, αλλά αυτοί οι εμπειρικοί κανόνες υπόκεινται σε στατιστικό σφάλμα. Τρίτον, η ανάπτυξη της συνολικής προσφοράς, που συχνά αποκαλείται ανάπτυξη της δυνητικής παραγωγής, δεν μπορεί να μετρηθεί με βεβαιότητα. (BOG, June 2005)

Περιορισμοί στην νομισματική πολιτική

Η νομισματική πολιτική δεν είναι ο μόνος παράγοντας που επιδρά στην παραγωγή, την απασχόληση και τις τιμές. Υπάρχουν πολλοί άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν την συνολική ζήτηση και τη συνολική προσφορά και άρα και την οικονομική κατάσταση των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων. Οι υπόλοιποι αυτοί παράγοντες

που επιδρούν στη συνολική ζήτηση και προσφορά μπορεί να είναι εντελώς απρόβλεπτοι και να επηρεάσουν την οικονομία με εντελώς απρόσμενους τρόπους.

Οι προβλεπόμενοι στόχοι της μέγιστης απασχόλησης και της σταθερότητας των τιμών είναι ευκολότερο να επιτευχθούν αν το κοινό καταλάβει ότι το Fed θα λάβει δραστικά μέτρα για να τους επιτύχει. Για παράδειγμα αν το Fed ανταποκριθεί σε ένα αρνητικό σοκ στη ζήτηση με μια επιθετική χαλάρωση της πολιτικής, οι επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά ίσως πιστέψουν ότι αυτές οι ενέργειες θα επαναφέρουν την οικονομία στην πλήρη απασχόληση και άρα ίσως να μην τείνουν να δαπανούν λιγότερο (BOG, June 2005).

Κατευθυντήριες για τη νομισματική πολιτική

Παρ' όλο που οι στόχοι της νομισματικής πολιτικής είναι ξεκάθαροι, οι τρόποι για να επιτευχθούν δεν είναι. Οι αλλαγές στο επιτόκιο αποθεματικών κεφαλαίων-στόχο, που θέτει η Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (FOMC), παίρνουν κάποιο χρόνο για να επηρεάσουν την οικονομία και τις τιμές και δεν είναι σίγουρο αν το συγκεκριμένο επίπεδο του επιτοκίου αποθεματικών κεφαλαίων θα επιτύχει τους στόχους. Για το λόγο αυτό, κάποιοι έχουν προτείνει ότι το Fed πρέπει να δίνει μεγάλη σημασία σε κατευθυντήριες που είναι ενδιάμεσες μεταξύ του λειτουργικού του στόχου – του επιτοκίου αποθεματικών κεφαλαίων – και την οικονομία.

Από τις πιο συχνά αναφερόμενες είναι τα μέτρα προσφοράς του χρήματος, το επίπεδο και η δομή των επιτοκίων, ο αποκαλούμενος κανόνας του Taylor και οι τιμές του συναλλάγματος. Πολλοί προτείνουν ότι μία από τις παραπάνω κατευθυντήριες μπορεί να χρησιμοποιηθεί σαν ενδιάμεσος στόχος και με τα κατάλληλα εργαλεία της πολιτικής να επιτευχθεί (BOG, June 2005).

Προσφορά του χρήματος

Έχουν συχνά υποστηριχθεί σαν κατευθυντήριες για τη νομισματική πολιτική στη βάση του ότι έχουν μια εντελώς σταθερή σχέση με την οικονομία και μπορούν να ελεγχθούν μέσα σε λογικό πλαίσιο από την κεντρική τράπεζα, είτε με έλεγχο της προσφοράς των υπαρχόντων διαθεσίμων στο Fed ή του επιτοκίου των αποθεματικών κεφαλαίων. Μια αύξηση του επιτοκίου των αποθεματικών κεφαλαίων, για παράδειγμα, θα μειώσει το ενδιαφέρον για τη διακράτηση χρήματος και έτσι θα μειωθεί η ζητούμενη ποσότητα χρήματος και θα επιβραδυνθεί η ανάπτυξη του χρηματικού αποθέματος. Υπάρχουν κάποιοι ορισμοί για τα μέτρα προσφοράς του χρήματος:

M1: Τα κυκλοφορούντα νομίσματα (και οι ταξιδιωτικές επιταγές)

Οι καταθέσεις όψεως

και τώρα και οι παρόμοιοι λογαριασμοί επιταγών που αποφέρουν τόκους

M2: Το M1

Οι λογαριασμοί ταμειυτηρίου και οι καταθετικοί λογαριασμοί της αγοράς που έχει ως αντικείμενο την αγορά και πώληση βραχυπρόθεσμων οικονομικών μέσων.

Οι βραχυπρόθεσμες προθεσμιακές καταθέσεις

Υπόλοιπα αμοιβαίων κεφαλαίων της λιανικής αγοράς χρήματος

M3: M2

Οι προθεσμιακές καταθέσεις μεγάλης διάρκειας

Υπόλοιπα αμοιβαίων κεφαλαίων της οργανωμένης αγοράς χρήματος

Εξαγοραστικές συμφωνίες

Ευρωδολάρια (Eurodollars^{*})

Τα παραπάνω θα τα συναντήσουμε και στην ανάλυση της αλλαγής της πολιτικής που πραγματοποιήθηκε στις 6 Οκτωβρίου 1979

Επιτόκια

Τα επιτόκια έχουν συχνά προταθεί σαν κατευθυντήριες για την πολιτική, όχι μόνο για τον ρόλο που διαδραματίζουν σε μια μεγάλη γκάμα καταναλωτικών αποφάσεων, αλλά και γιατί οι πληροφορίες για τα επιτόκια είναι διαθέσιμες σε πραγματικό χρόνο. Αντίθετα κάποιος μπορεί να θεωρήσει ότι τα επιτόκια δεν πρέπει να έχουν πρωταρχικό ρόλο στην νομισματική πολιτική λόγω της αβεβαιότητας για το ποιο επίπεδο ή ποια πορεία των επιτοκίων είναι συνεπής με τους βασικούς στόχους της νομισματικής πολιτικής. Το κατάλληλο επίπεδο των επιτοκίων θα διαφοροποιείται ανάλογα και με τη θέση της δημοσιονομικής πολιτικής, τις αλλαγές στον τρόπο λήψης αποφάσεων για κατανάλωση των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, την αύξηση της παραγωγικότητας και τις οικονομικές εξελίξεις στο εξωτερικό. Δεν είναι δύσκολο μόνο να εκτιμήσεις τη δύναμη αυτών των παραγόντων, αλλά και να τις «μεταφράσεις» σε μια πορεία για τα επιτόκια.

Ο κανόνας του Taylor

Ο “κανόνας του Taylor”, οποίος ονομάστηκε έτσι εξαιτίας του διακεκριμένου οικονομολόγου John Taylor, είναι μια άλλη κατευθυντήριος για να εκτιμηθεί η κατάλληλη στάση της νομισματικής πολιτικής. Συσχετίζει τον ορισμό του επιτοκίου των αποθεματικών κεφαλαίων με τους πρωταρχικούς στόχους της νομισματικής πολιτικής- δηλαδή, το βαθμό στον οποίο ο πληθωρισμός μπορεί να παρεκκλίνει από μια σχετική σταθερότητα τιμών και το βαθμό στον οποίο το προϊόν και η

^{*} Δολάρια κατατεθειμένα σε ξένη τράπεζα ή σε υποκατάστημα τράπεζας των ΗΠΑ που βρίσκεται εκτός της χώρας.

απασχόληση μπορούν να παρεκκλίνουν από τα μέγιστα επίπεδα που μπορούν να υπάρξουν. Για παράδειγμα, μια εκδοχή του κανόνα θεωρεί ότι το επιτόκιο των αποθεματικών κεφαλαίων πρέπει να τεθεί ίσο με το επιτόκιο που θεωρείται συνεπές μακροχρόνια με την επίτευξη πλήρους απασχόλησης και σταθερότητας των τιμών, συν μια συνιστώσα που βασίζεται στο κενό μεταξύ του τρέχοντα πληθωρισμού και του πληθωρισμού στόχου, και αφαιρώντας μια συνιστώσα που βασίζεται στο κενό μεταξύ του πραγματικού προϊόντος και του προϊόντος υπό πλήρη απασχόληση. Αν ο πληθωρισμός αυξάνεται, ο κανόνας του Taylor υποδεικνύει το ποσό σύμφωνα με το οποίο το επιτόκιο των αποθεματικών κεφαλαίων θα πρέπει να αυξηθεί, ή αν το προϊόν και η απασχόληση αποδυναμωθούν, το ποσό σύμφωνα με το οποίο θα πρέπει να μειωθεί το εν λόγω επιτόκιο. Υπάρχουν βέβαια και αδυναμίες του συγκεκριμένου κανόνα, όπως το γεγονός ότι το τρέχον επίπεδο πληθωρισμού και η θέση της οικονομίας σε σχέση με την πλήρη απασχόληση δεν είναι γνωστά λόγω των χρονικών υστερήσεων των δεδομένων.

Ξένες τιμές συναλλάγματος

Οι κινήσεις των τιμών του συναλλάγματος είναι ένα σημαντικό μέσον με το οποίο η νομισματική πολιτική επηρεάζει την οικονομία και οι συναλλαγματικές ισοτιμίες τείνουν να ανταποκρίνονται άμεσα σε μια αλλαγή του επιτοκίου των αποθεματικών κεφαλαίων. Επιπλέον, όπως συμβαίνει και με τα επιτόκια, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι διαθέσιμες διαρκώς κατά τη διάρκεια μιας μέρας. Η ερμηνεία, όμως, των κινήσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι δύσκολη. Μια μείωση στην τιμή του δολαρίου στο εξωτερικό, για παράδειγμα, μπορεί να υποδηλώνει ότι η νομισματική πολιτική έγινε ή αναμένεται να γίνει πιο εξομαλυντική, με αποτέλεσμα να υπάρχει το ρίσκο του πληθωρισμού. Όμως, οι συναλλαγματικές τιμές αντιδρούν και σε άλλες επιδράσεις όπως είναι σημαντικές εξελίξεις που πραγματοποιούνται στο

εξωτερικό. Έτσι ένα αδύναμο δολάριο στις αγορές συναλλάγματος του εξωτερικού μπορεί αντίθετα να αντικατοπτρίζει υψηλότερα επιτόκια στο εξωτερικό, γεγονός που κάνει άλλα νομίσματα πιο ελκυστικά και να έχει λιγότερες συνέπειες για την στάση της νομισματικής πολιτικής και την απόδοση της οικονομίας των ΗΠΑ. Πολλοί έχουν υπερασπιστεί την προώθηση της κατευθυντήριας των συναλλαγματικών ισοτιμιών ένα βήμα παραπέρα και την χρήση της νομισματικής πολιτικής για την σταθεροποίηση του δολαρίου. Παρ' όλα αυτά, υπάρχει μεγάλη αβεβαιότητα για το πιο επίπεδο της συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι συνεπές με τους στόχους τη νομισματικής πολιτικής και η επιλογή της λάθος τιμής θα μπορούσε να οδηγήσει σε μια παρατεταμένη περίοδο ύφεσης και οικονομικής νωθρότητας. (BOG, June 2005)

Λειτουργικές προσεγγίσεις κατά τη διάρκεια των ετών

Το Fed μπορεί να προσπαθήσει να επιτύχει μια επιθυμητή ποσότητα διαθεσίμων στις ομοσπονδιακές τράπεζες ή μια επιθυμητή τιμή για τα διαθέσιμα αυτά (επιτόκιο των αποθεματικών κεφαλαίων), αλλά ίσως να μην μπορεί να τα επιτύχει και τα δύο ταυτόχρονα. Με το πέρας των χρόνων το Fed έχει χρησιμοποιήσει παραλλαγές και των δύο αυτών λειτουργικών προσεγγίσεων.

Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '70 το Fed στόχευε στην τιμή των αποθεματικών κεφαλαίων. Η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (FOMC) θα επέλεγε ένα επιτόκιο αποθεματικών κεφαλαίων-στόχο, το οποίο θα ήταν συνεπές με τον στόχο για την αύξηση της προσφοράς του M1 χρήματος για μικρά χρονικά διαστήματα. Το επιτόκιο αποθεματικών κεφαλαίων θα αυξανόταν ή θα μειωνόταν ανάλογα αν η αύξηση της προσφοράς του M1 ξεπερνούσε ή ήταν μικρότερη από το επιθυμητό ποσοστό. Κάποιες φορές μεγάλες αλλαγές στο ποσοστό ήταν αναγκαίες για να επανέλθει η μεγέθυνση του χρήματος σε συμφωνία με το στόχο, αλλά η έκταση της προσαρμογής της πολιτικής δεν υπολογιζόταν σωστά. Επιπλέον, παρουσιάζεται να

υπήρχε απροθυμία να επιτρέπονται ουσιώδεις μεταβολές στο επιτόκιο των αποθεματικών κεφαλαίων. Σαν αποτέλεσμα αυτού, η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς δεν είχε μεγάλη επιτυχία στην καταπολέμηση των πληθωριστικών πιέσεων που είχαν προκληθεί από τα σοκ στις τιμές του πετρελαίου και της εκτεταμένης νομισματικής μεγέθυνσης κατά τη διάρκεια της δεκαετίας.

Κοντά στο τέλος του 1979 η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς αναγνώρισε ότι μια αλλαγή στις τακτικές της ήταν απαραίτητη. Το Οκτώβριο το Fed άρχισε να στοχεύει στην ποσότητα των αποθεμάτων - το άθροισμα των διαθεσίμων στο Federal Reserve και τα μετρητά στα χρηματοκιβώτια των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που χρησιμοποιούνται για να καλυφθούν οι απαιτήσεις – για να αποκτήσει μεγαλύτερο έλεγχο του M1 και να μειώσει τον πληθωρισμό. Συγκεκριμένα, ο στόχος ήταν ένα συγκεκριμένο επίπεδο μη δανειζόμενων αποθεμάτων. Αναλυτική αναφορά για αυτό θα ακολουθήσει σε επόμενη ενότητα.

Προς το τέλος του 1982 είχε γίνει ξεκάθαρο ότι ο συνδυασμός της απελευθέρωσης του επιτοκίου και της οικονομικής καινοτομίας, είχαν αποδυναμώσει το σύνδεσμο μεταξύ του M1 και τους οικονομικούς στόχους της νομισματικής πολιτικής. Η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς άρχισε να παίρνει πιο διακριτικές αποφάσεις για τις συνθήκες της αγοράς χρήματος, χρησιμοποιώντας περισσότερες οικονομικές και χρηματιστικές μεταβλητές για να κρίνει την αναγκαιότητα για προσαρμογές στα βραχυχρόνια επιτόκια.

Κατά το μέσο της δεκαετία του '80, διαδεδομένες αμφιβολίες για την οικονομική κατάσταση κάποιων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων οδήγησε σε αυξανόμενη απροθυμία κάποιων ιδρυμάτων να δανείζονται από την «προεξοφλητική θυρίδα» του Fed, και έτσι αποδυνάμωσαν τη σχέση μεταξύ του δανεισμού και του επιτοκίων αποθεματικών κεφαλαίων. Συνεπώς, το Fed επιζητούσε να διατηρήσει ένα

συγκεκριμένο επίπεδο του επιτοκίου των αποθεματικών κεφαλαίων παρά ένα στόχο για την ποσότητα των δανειζόμενων αποθεμάτων. Τον Ιούλιο του 1995, η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς ξεκίνησε να ανακοινώνει τους στόχους της για το επιτόκιο αποθεματικών κεφαλαίων. (BOG, June 2005)

Γεγονότα πριν τον Οκτώβρη του 1979

Είναι σημαντικό να αναφερθούμε εκτενώς στην εποχή πριν την αλλαγή πολιτική του 1979, αφού εξαιτίας της τότε παρούσας κατάστασης έγινε και η τόσο βαρυσήμαντη αλλαγή στην άσκηση πολιτικής του Fed.

Bretton Woods

Από το τέλος του Δεύτερου Παγκοσμίου Πολέμου μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του '70, οι Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής ήταν μέλος του διεθνούς νομισματικού συστήματος, γνωστό και ως σύστημα Bretton Woods. Το σύστημα ήταν σχεδιασμένο για να εδραιώσει οικονομική σταθερότητα για τα έθνη που αναδύονταν από τον όλεθρο του πολέμου, αλλά και για την ενίσχυση του εμπορίου, αυξάνοντας την συνεργασία και την αυτονομία των εθνικών οικονομιών.

Το σύστημα Bretoon Woods, το οποίο ξεκίνησε τη λειτουργία του το 1944 στο Συνέδριο που πραγματοποιήθηκε στο Bretton Woods, δημιούργησε δύο σώματα, την Διεθνή Τράπεζα (World Bank) και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (International Monetary Found) το οποίο ήταν υπεύθυνο για το συντονισμό του διεθνούς νομισματικού συστήματος. Τα έθνη-μέλη συνεισέφεραν στο Ταμείο, από το οποίο μπορούσαν να παίρνουν χρήματα για να ανταπεξέλθουν σε προσωρινά ελλείμματα συναλλάγματος. Το κάθε κράτος έπρεπε να δηλώσει μια ονομαστική αξία του νομίσματος του σε όρους της αξίας του Αμερικάνικου δολαρίου σε χρυσό. Τα κράτη-

μέλη δεν επιτρεπόταν να κάνουν συναλλαγές σε συναλλαγματική τιμή που να αποκλίνει πάνω από 1% από την προκαθορισμένη ισοτιμία.

Ο ρόλος του Αμερικάνικου δολαρίου στο σύστημα Bretton Woods

Οι Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής ήταν η μόνη βιομηχανική χώρα που με το τέλος του Δευτέρου Παγκοσμίου Πολέμου, ήταν δυνατή και αρκετά σταθερή και έτσι είχε σημαντικό ρόλο στο σύστημα Bretoon-Woods. Το αμερικάνικο δολάριο ήταν το νόμισμα που χρησιμοποιούταν πιο συχνά για τις διεθνείς συναλλαγές, και έτσι επιλέχθηκε σαν βάση, σύμφωνα με την οποία θα προσδιορίζονταν οι συναλλαγματικές ισοτιμίες. Το 1949 οι ΗΠΑ συμφώνησαν στο να καθορίσουν και να διατηρήσουν την διεθνή αξία του δολαρίου σε 35 δολάρια ανά ουγγιά χρυσού. Το αμερικάνικο δολάριο ανακηρύχθηκε η μονάδα στην οποία μετριόνταν οι τιμές και το νόμισμα στο οποίο θα διατηρούνταν τα αποθέματα του συστήματος. Έτσι το σύστημα ήταν σαν τροποποιημένος κανόνας χρυσού. Τα ξένα κράτη θα χρησιμοποιούσαν το δολάριο σαν νόμισμα μεσολάβησης και θα κρατούσαν όλα τα αποθέματα συναλλάγματος σε δολάρια ή χρυσό. Οι πιο πολλές κεντρικές τράπεζες διακρατούσαν σαν νομισματικά αποθέματα δολάρια παρά χρυσό, μια και τα δολάρια μπορούσαν να διακρατηθούν και σαν χρεόγραφα της αμερικανικής κυβέρνησης, τα οποία απέφεραν τόκο σε σχέση με τον χρυσό που η διακράτηση του δεν είχε κάποιο όφελος.

Η παρακμή – πτώση του συστήματος Bretton Woods

Το σύστημα Bretton Woods ήταν καλοσχεδιασμένο για την διεθνή οικονομία της εποχής που ακολούθησε αμέσως μετά το τέλος του πολέμου. Με το πέρασμα από τη δεκαετία του '50 στη δεκαετία του '60, η διεθνής οικονομία είχε ξεπεράσει το σύστημα. Οι ευρωπαϊκές οικονομίες αναπτύσσονταν ραγδαία και η δύναμη του

δολαρίου άρχισε να φθίνει. Τα δολάρια εκτός Αμερικής ξοδεύονταν με τη μορφή ξένης βοήθειας, αμυντικών δαπανών, επενδύσεων, εμπορίου και τουρισμού. Αυτό το υπερχέλισμα των δολαρίων στην διεθνή οικονομία δεν αντισταθμίστηκε από μια ίση εισροή νομίσματος και αυτό επέφερε τελικά έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών.

Για τον έλεγχο του ελλείμματος στο ισοζύγιο πληρωμών, η ομοσπονδιακή κυβέρνηση στα τέλη της δεκαετίας του '50 υιοθέτησε ορισμένα μέτρα για να επανέλθει η ισορροπία. Η εξωτερική βοήθεια περιορίστηκε σε αγορά αγαθών και υπηρεσιών στις ΗΠΑ έτσι ώστε οι βοηθητικές εκροές θα μπορούσαν να ματαιωθούν. Οι εκπτώσεις στα αφορολόγητα (Duty-Free) μειώθηκαν για του Αμερικανούς τουρίστες που επέστρεφαν από ταξίδια στο εξωτερικό και το Federal Reserve μείωσε το ανώτατο όριο στα τραπεζικά δάνεια στους ξένους. Μια σειρά μέτρων τέθηκε σε εφαρμογή, ανάμεσα στα οποία συμπεριλαμβανόταν και η δημιουργία από τις κεντρικές τράπεζες αρκετών βιομηχανικών κρατών, μιας «δεξαμενής χρυσού» για να παρέμβει στην αγορά χρυσού του Λονδίνου και να διατηρήσει την επίσημη (προκαθορισμένη) τιμή του χρυσού.

Όταν εξελέγη Πρόεδρος των ΗΠΑ ο John F. Kennedy και η κυβέρνηση του, έθεσαν νέους στόχους: την προώθηση της εγχώριας ανάπτυξης, πέρα από τις συντηρητικές προσπάθειες του Eisenhower, και να την διατήρηση μιας ισχυρής διεθνούς παρουσίας. Δυστυχώς, το έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών δεν διατηρούνταν αλλά γινόταν όλο και μεγαλύτερο και οι αντικειμενικοί στόχοι του Kennedy δεν ήταν συμβατοί με ένα ισοσταθμισμένο ισοζύγιο πληρωμών. Για την προώθηση της ανάπτυξης με την διευκόλυνση των επιχειρηματικών προσπαθειών, τα εγχώρια επιτόκια είχαν διατηρηθεί σε χαμηλά επίπεδα. Αυτό είχε σαν παρενέργεια να κάνει τους επενδυτές να ψάξουν για επενδυτικές ευκαιρίες στο εξωτερικό, όπου θα είχαν μεγαλύτερη απόδοση των χρημάτων τους. Για να καθιερώσουν μια σημαντική

παρουσία στην διεθνή πολιτική και την οικονομική σκηνή, οι ΗΠΑ έπρεπε να διατηρήσουν ένα υψηλό επίπεδο δαπανών στο εξωτερικό, με την μορφή ξένων επενδύσεων και βοήθειας, στρατιωτικών και αμυντικών εξόδων.

Τα αντίμετρα της περιόδου 1950-60 είχαν αποδειχθεί ανεπαρκή για να περιορίσουν το έλλειμμα. Υπήρχαν αρκετές διαθέσιμες εναλλακτικές της βασικής πολιτικής για να φέρουν την ισορροπία στο ισοζύγιο πληρωμών: μείωση των ομοσπονδιακών δαπανών στο εξωτερικό με τη μορφή ξένης βοήθειας, ξένης επένδυσης και στρατιωτικών εξόδων, η αύξηση των επιτοκίων για την προσέλκυση ξένων επενδυτών και την διατήρηση των εγχώριων επενδυτών, ή η προσαρμογή της συναλλαγματικής ισοτιμίας με σκοπό την υποτίμηση του δολαρίου, κάνοντας έτσι τις αμερικανικές εξαγωγές πιο ελκυστικές και βελτιώνοντας τον τρέχον απολογισμό. Παρ' όλα αυτά οι οικονομικοί σύμβουλοι του Kennedy ήταν αντιμέτωποι με ένα σοβαρό δίλλημα. Όλες οι εμφανείς μέθοδοι για την μείωση του ελλείμματος ήταν σε αντίθεση με τους οικονομικούς στόχους που είχε εκφράσει ο Kennedy και η μείωση των ομοσπονδιακών δαπανών θα μπορούσαν να δυσχεράνουν την θέση των ΗΠΑ σαν σημαντικής διεθνούς δύναμης. Επιπλέον τέτοιες περικοπές μπορούσαν να θέσουν σε κίνδυνο την οικονομική και πολιτική θέση κάποιων κρατών που ήταν, έστω και μερικώς, εξαρτημένα από την βοήθεια των ΗΠΑ, την επένδυση κεφαλαίων και την στρατιωτική προστασία. Οι οικονομολόγοι του Kennedy ήταν τόσο απρόθυμοι να αυξήσουν τα επιτόκια, ιδιαίτερα των μακροχρόνιων επενδύσεων, μια και μια τέτοια ενέργεια μπορούσε να αποθαρρύνει τους εγχώριους επενδυτές, και έτσι να μειωνόταν η ανάπτυξη. Η τρίτη τους εναλλακτική, η υποτίμηση του νομίσματος δεν ήταν δυνατή λόγω του συστήματος Bretton Woods, μια και το δολάριο ήταν το μόνο νόμισμα που δεν μπορούσε να υποτιμηθεί ή ανατιμηθεί, ακόμα και σε κατάσταση ουσιαστικής ανισορροπίας.

Η κυβέρνηση Kennedy επέλεξε να αντιμετωπίσει το έλλειμμα του ισοζυγίου πληρωμών προσπαθώντας να επηρεάσει τον ιδιωτικό τομέα να μειώσει τις επενδύσεις στο εξωτερικό, όπως και να δώσει αντικίνητρα στους ξένους επενδυτές να δανείζονται χρήματα από την αμερικανική αγορά κεφαλαίων με τα σχετικά χαμηλά επιτόκια. Οι πολιτικές που ακολουθήθηκαν ήταν οι εξής: η Operation Twist και η Interest Equalization Tax, οι οποίες επιτέθηκαν στο πρόβλημα επηρεάζοντας τα βραχυχρόνια επιτόκια και επιβάλλοντας αποτελεσματική φορολογία στις ξένες μετοχές και ομόλογα αλλά και στα αμερικανικά δάνεια σε ξένους δανειστές.

Υπό τον τίτλο Operation Twist βρισκόταν ένα σετ πολιτικών σχεδιασμένες έτσι ώστε να αναχαιτίσουν την εκροή δολαρίων με τον χειρισμό της δομής των καθοριστικών επιτοκίων, χωρίς τον απ' ευθείας περιορισμό των εκροών κεφαλαίων. Ο στόχος ήταν να δοθεί αυξητική ώθηση στα βραχυχρόνια επιτόκια προς την κατεύθυνση των παγκόσμιων επιπέδων, ενώ τα μακροχρόνια επιτόκια θα κρατούνταν χαμηλά. Για να συμβεί αυτό το Fed έπρεπε να κάνει το αντίθετο από αυτό που συνήθιζε να κάνει. Πούλησε περισσότερα βραχυχρόνια κρατικά ομόλογα από μακροχρόνια κρατικά ομόλογα. Επιπρόσθετα, υπήρξε τροποποίηση στη Ρύθμιση Q, που αφορούσε τα ανώτατα όρια των επιτοκίων στις καταθέσεις τον Ιανουάριο του 1962 και το Νοέμβριο του 1964[†]. Οι αλλαγές επέτρεψαν στις τράπεζες να προσφέρουν υψηλότερα επιτόκια στις αποταμιευτικές καταθέσεις και έτσι να αυξήσουν την εισροή χρήματος στις εμπορικές τράπεζες. Τα επιπλέον αποθέματα θα χρησιμοποιούνταν για υποθήκες και κυβερνητικά ομόλογα, και έτσι θα ασκούνταν μειωτική πίεση στα μακροχρόνια επιτόκια. Το Fed αύξησε ακόμα και τα προεξοφλητικά επιτόκια από 3% τον Ιούλιο του 1963 σε 3.5% και 4% τον Νοέμβριο του 1964, με σκοπό να αυξήσει τα

[†] Η ρύθμιση αυτή αποσύρθηκε σταδιακά, σε μια περίοδο έξι χρόνων, με τελική ημερομηνία απόσυρσης τον Μάρτιο του 1986

βραχυχρόνια επιτόκια και έτσι να βοηθήσει στην εξισορρόπηση του ισοζυγίου πληρωμών.

Ο Φόρος Εξισορρόπησης του Τόκου (Interest Equalization Tax), που είχε προταθεί από τον Kennedy, ήταν βασικά ένας φόρος για την αγορά ξένων μετοχών και ομολόγων στις ΗΠΑ. Σαν σκοπό είχε να μειώσει τις μακροχρόνιες εκροές κεφαλαίου που προκαλούνταν από την αγορά ξένων χρεογράφων. Ο φόρος είχε σαν αποτέλεσμα την αποθάρρυνση των Αμερικανών από την επένδυση στο εξωτερικό (αφού αύξανε το κόστος της επένδυσης), χωρίς όμως να επηρεάζεται το εγχώριο μακροχρόνιο επιτόκιο. Από τον φόρο εξαιρούνταν χρεόγραφα από υπανάπτυκτες χώρες, από τον Καναδά και την Ιαπωνία.

Σύντομα όμως έγινε φανερό ότι οι λύσεις που υλοποιήθηκαν από τους οικονομολόγους του Kennedy για το συγκεκριμένο σκοπό, ήταν ανεπαρκείς. Η εγχώρια οικονομία έσπρωχνε το κράτος προς μία δριμεία οικονομική κρίση. Το έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών σήμαινε ότι οι αξιώσεις από τα αποθέματα του νομίσματος ήταν μεγαλύτερες από τα πραγματικά διαθέσιμα. Αποτέλεσμα μιας τέτοιας ανισορροπίας ήταν οι ξένες τράπεζες αλλά και οι ιδιώτες που είχαν δολάρια, και άρα αξιώσεις στα αποθέματα, να χάσουν την εμπιστοσύνη που είχαν στην αμερικανική νομισματική σταθερότητα και να απαιτήσουν χρυσό σε αντάλλαγμα για δολάρια. Το 1931 μια κατάσταση σαν αυτή πραγματοποιήθηκε στην Αγγλία και οι απαιτήσεις για λίρες, προκάλεσαν μια μεγάλη καταστροφή για την Αγγλική οικονομία.

Το πρόβλημα με το ισοζύγιο πληρωμών γινόταν ολοένα και πιο πιεστικό και η αυξημένες στρατιωτικές δαπάνες στο Βιετνάμ επιδείνωσαν τις ήδη υπάρχουσες δυσκολίες. Παρ' όλα αυτά καμιά από τις πολιτικές που εφαρμόστηκαν δεν κατάφεραν να σταματήσουν την αύξηση του ελλείμματος και πολύ περισσότερο να

αναστρέψουν την τάση. Τόσο τα βραχυχρόνια όσο και τα μακροχρόνια επιτόκια αυξήθηκαν, λόγω της διεθνοποίησης της αμερικανικής αγοράς κεφαλαίου. Όσο υψηλότερα ήταν τα μακροχρόνια επιτόκια είχαν τη δυνατότητα να επιβραδύνουν την εγχώρια ανάπτυξη, και έτσι τα επιτόκια έμεναν χαμηλότερα από τα ευρωπαϊκά, και άρα η εκροή κεφαλαίου συνεχιζόταν. Η κυβέρνηση του Johnson προσπάθησε να δώσει κατευθυντήριες για την μείωση των επενδύσεων στο εξωτερικό, και παρ' όλο που η προσπάθεια αυτή βοήθησε στην μείωση του ελλείμματος του κεφαλαίου, άρχισε ένα εμπορικό έλλειμμα, το οποίο πίεζε το ισοζύγιο πληρωμών από την άλλη πλευρά.

Οι περιορισμοί στην κυκλοφορία του ιδιωτικού κεφαλαίου βοήθησαν στην ενθάρρυνση των επενδυτών να μουν στην αγορά των Ευρωδολαρίων. Η αγορά των Ευρωδολαρίων είναι ένα αποκεντρωμένο σύστημα στο οποίο οι καταθέσεις δολαρίων που υπάρχουν σε Ευρωπαϊκές τράπεζες ξαναδανείζονται στο εξωτερικό χωρίς να μετατρέπονται σε άλλο νόμισμα. Κατά τη δεκαετία του '60 το σύστημα αυτό έδωσε σε ξένους πρόσβαση σε αμερικάνικο κεφάλαιο χωρίς να υποστούν περιορισμούς. Αντίθετα με τις τράπεζες, η αγορά των Ευρωδολαρίων δεν είχε απαιτούμενα αποθέματα μέχρι και τη δεκαετία του '70. Έτσι ένα ποσό δολαρίων μπορούσε να κυκλοφορήσει στο σύστημα και να αυξηθεί αρκετά σε σχέση με την αρχική πίστη. Δεν ήταν ξεκάθαρο πόσο μεγάλο ήταν το σύστημα των Ευρωδολαρίων την δεκαετία του '60 αλλά μεγάλωσε δραματικά τα τελευταία χρόνια της δεκαετίας και τα πρώτα της δεκαετίας του '70. Με το σύστημα αυτό τα ξένα κράτη μπορούσαν να διατηρούν τα αποθέματα δολαρίων τους απλά δανειζόμενα από το σύστημα των Ευρωδολαρίων, γεγονός που τους διευκόλυνε απίστευτα. Επιτρέποντας το σύστημα των Ευρωδολαρίων στα ξένα κράτη να έχουν ένα εξισορροπημένο εθνικό λογαριασμό, μπορεί να συνέβαλε στην αναπόφευκτη πτώση του συστήματος Bretton Woods. Αυτή

η κρίση του δολαρίου κατά τη δεκαετία του '60 επέφερε περεταίρω αδυναμία στο διεθνές νομισματικό σύστημα του Bretton Woods.

Η κρίση του δολαρίου

Το γεγονός ότι μεγαλύτερη ποσότητα νομίσματος έφευγε από τις ΗΠΑ σε σχέση με την ποσότητα δολαρίων που εισερχόταν, σήμαινε ότι τα αποθέματα ξένου νομίσματος του Fed αντιμετώπιζαν τον κίνδυνο να εξαντληθούν. Μια και η διακράτηση ενός δολαρίου αντιπροσώπευε μια εγγύηση ότι κάποιος μπορούσε να το ανταλλάξει για ξένο νόμισμα ή για χρυσό σε οποιαδήποτε στιγμή, μια τέτοια μείωση νομίσματος θα μπορούσε να προκαλέσει κρίση εμπιστοσύνης και μαζικό πανικό.

Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '60 πραγματοποιήθηκαν δύο κρίσεις του αμερικανικού δολαρίου. Η πρώτη έγινε τους πρώτους μήνες του 1965. Ανάμεσα στους συντελεστές που προκάλεσαν την κρίση ήταν και η επιδείνωση της κατάστασης στο Βιετνάμ, η φήμη ότι οι ΗΠΑ σκόπευαν να εξαλείψουν τα αποθέματα χρυσού έναντι καταθέσεων και χαρτονομισμάτων για το Fed και οι φραστικές επιθέσεις των Γάλλων για τον ρόλο του δολαρίου στο διεθνές νομισματικό σύστημα. Στις 5 Μαρτίου του 1965 η τιμή του χρυσού έφτασε στα 35.17 δολάρια η ουγγιά και οι ΗΠΑ έπρεπε να βρουν τρόπο να επαναφέρουν την τιμή στα 35 δολάρια για να διατηρηθεί η αξία του δολαρίου στο σύστημα Bretton Woods. Σύμφωνα με την Ιδρυτική Πράξη του, το Fed έπρεπε να κρατάει ένα απόθεμα πιστοποιητικών χρυσού τουλάχιστον 25% των υπαρχόντων καταθέσεων των τραπεζών. Το Κογκρέσο ψήφισε την κατάργηση αυτής της υποχρέωσης και έτσι να απελευθερώσει χρυσό αξίας περίπου 4.9 δισεκατομμυρίων δολαρίων για να μπορεί να αντιμετωπίσει δυνατές διεθνείς αξιώσεις για αμερικανικά αποθέματα χρυσού.

Η δεύτερη κρίση πραγματοποιήθηκε το 1968, όταν υπήρξε μια δραστική αύξηση των αγορών χρυσού. Οι επτά μεγάλες βιομηχανικές χώρες δεν μπόρεσαν να κρατήσουν

την τιμή του χρυσού στα 35 δολάρια ανά ουγγιά, και έτσι σταμάτησαν τις προσπάθειες, όλες εκτός των ΗΠΑ που συμφώνησαν να συνεχίσουν να πωλούν χρυσό στις κυβερνήσεις στα 35 δολάρια. Για να μπορέσει να υποστηρίξει αυτή την δέσμευση το Κογκρέσο απελευθέρωσε περισσότερο χρυσό από τα νομισματικά αποθέματα.

Η διαφαινόμενη κρίση

Με το τέλος της δεκαετίας του '60 ήταν ξεκάθαρο ότι οι δυσκολίες που μάστιζαν το διεθνές νομισματικό σύστημα και το αμερικανικό δολάριο θα έπρεπε να αντιμετωπιστούν σε θεμελιώδες στάδιο. Παρ'όλες τις προσπάθειες που είχαν γίνει το ισοζύγιο πληρωμών δεν ήταν σε ισορροπία, το δολάριο ήταν υπερτιμημένο, ο πληθωρισμός ανέπτυξε ταχύτητα και οι ΗΠΑ δεν μπορούσαν να κάνουν πολλά για να επαναφέρουν την οικονομική τάξη.

Ο Μεγάλος Πληθωρισμός

Ο «Μεγάλος Πληθωρισμός» (Great Inflation) που επικράτησε στις ΗΠΑ από το 1965 έως το 1984 θεωρείται από τα σημαντικότερα νομισματικά γεγονότα του τελευταίου μέρους του 20^{ου} αιώνα. Οι επιπτώσεις του στην οικονομία ήταν σημαντικές και το οικονομικό κόστος μεγάλο. Αφού οδήγησε σε παρακμή το σύστημα των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, Bretton Woods, οδήγησε σε πτώχευση την αναπτυσσόμενη βιομηχανία, επέβαλε βαριά φορολογία στο Αμερικανικό μετοχικό κεφάλαιο και αυθαίρετα αναδιανέμεινε το εισόδημα και τον πλούτο (Meltzer, 2005).

Γενικές παραδοχές για την έναρξη του πληθωρισμού

Ο πληθωρισμός άρχισε σε μια οικονομία που βρισκόταν κοντά στην σταθερότητα των τιμών. Το ετήσιο ποσοστό αύξησης του δείκτη τιμών καταναλωτή αυξήθηκε από 1,07 τοις εκατό που ήταν τον Ιανουάριο του 1965 σε 13,70 τοις εκατό τον Μάρτιο του 1980 πριν αρχίσει η πτώση το 1983. Πρέπει να επισημανθεί ότι ο τρόπος μέτρησης του πληθωρισμού, ενώ είναι ο πιο ευρέως διαδεδομένος, είναι και αποπροσανατολιστικός (Meltzer, 2005).

Το φαινόμενο του «Μεγάλου Πληθωρισμού» προκαλεί τρία βασικά ερωτήματα: Γιατί άρχισε ο πληθωρισμός; Γιατί είχε διάρκεια σχεδόν είκοσι χρόνια; Γιατί σταμάτησε την συγκεκριμένη χρονική στιγμή και όχι νωρίτερα ή αργότερα; Στο σημείο αυτό θα επικεντρωθούμε βασικά στους λόγους που προκάλεσαν αυτό το φαινόμενο. Οι εξηγήσεις που δίνουν οι οικονομολόγοι συγκλίνουν σε τρεις κατηγορίες.

Η πρώτη κατηγορία εξηγήσεων αναφέρεται σε θεωρητικά σφάλματα: οι σχεδιαστές των πολιτικών χρησιμοποίησαν λάθος μοντέλο για να επιλέξουν τις ενέργειες τους αλλά και για να ερμηνεύσουν τα δεδομένα. Υπάρχουν πολλές αποδείξεις για να υποστηρίξουν το συμπέρασμα ότι στο τέλος της δεκαετίας του '60 οι αρμόδιοι για την άσκηση της πολιτικής βασίζονταν πάρα πολύ σε ένα απλό Κευνσιανικό μοντέλο με μία μη κάθετη καμπύλη Phillips. Μια άλλη εξήγηση που βασίζεται στην ίδια λογική είναι η παρερμηνεία των επιτοκίων ή η παράβλεψη της διαφοροποίησης μεταξύ των πραγματικών και ονομαστικών επιτοκίων. Αυτό ήταν ένα πρόβλημα υπαρκτό από παλιά στο Fed. Σύμφωνα με πολλούς οικονομικούς ερευνητές, ανάμεσα τους και ο Taylor, το Fed μέχρι το 1981 δεν είχε αυξήσει αρκετά το επιτόκιο της αγοράς σε ανταπόκριση στον πληθωρισμό και για να αντισταθμίσει τις επιπτώσεις του στα πραγματικά επιτόκια και στα αναμενόμενα μελλοντικά επιτόκια. Αν υποθέσουμε ότι δεχόμαστε την ερμηνεία του Taylor και καταλήξουμε στο

συμπέρασμα ότι το Fed δεν αύξησε αρκετά τα ονομαστικά επιτόκια, τότε πρέπει να διερωτηθούμε δύο πράγματα. Δεν αναγνώρισε η αγορά το σφάλμα ώστε να αυξήσει τα μακροπρόθεσμα επιτόκια; Δεν είδε η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοιχτής Αγοράς ότι οι πράξεις τις ήταν ανεπαρκείς να επιβραδύνουν ή να σταματήσουν τον πληθωρισμό, παρόλο που είχε στη διάθεση της πολλές διαφορετικές πηγές δεδομένων; (Meltzer, 2005).

Από τα παραπάνω μπορούμε να καταλήξουμε ότι μέρος της εξήγησης για την έναρξη του πληθωρισμού ήταν ότι η πολιτική βασίστηκε στο απλό Κευνσιανικό μοντέλο. Βέβαια η αιτία δεν μπορεί να βρίσκεται μόνο σε αυτή την εξήγηση.

Η δεύτερη κατηγορία εξηγήσεων αναφέρεται στην παραπληροφόρηση: οι σχεδιαστές των πολιτικών θεωρούσαν ότι οι ενέργειες τους θα μείωναν ή θα εξάλειφαν τον πληθωρισμό, αλλά τα δεδομένα τους παραπλάνησαν. Όπως αναφέρει ο Meltzer (2005), ο Orphanides σε μια σειρά άρθρων του απέδειξε ότι οι πληροφορίες που είχαν στη διάθεση τους οι ασκούντες τις πολιτικές από το 1987 έως το 1992 διέφεραν, σε κάποιες περιπτώσεις οι διαφορές ήταν σημαντικές, σε σχέση με τα δεδομένα που δημοσιεύονταν μετέπειτα για το προϊόν και τον πληθωρισμό. Συγκεκριμένα σε ένα άρθρο του ο Orphanides (2003) δείχνει ότι το output gap, όπως αυτό καταμετρήσιον την περίοδο εκείνη, ήταν συνήθως μεγαλύτερο από αυτό που καταγραφόταν στους αναθεωρημένους εθνικούς λογαριασμούς. Η διαφορά αυτή ήταν συνήθως αρκετή για να παραπλανήσει τους ασκούντες την πολιτική, ώστε να την προσαρμόσουν στο output gap και τον πληθωρισμό. Το πιο γενικό σημείο που βασίζεται στη δουλειά του Orphanides είναι ότι το Federal Reserve κατά τη διάρκεια του Μεγάλου Πληθωρισμού υποτίμησε τον πραγματοποιούμενο πληθωρισμό. Όμως η επιμονή του λάθους εγείρει την απορία γιατί τα μέλη της FOMC δεν συνειδητοποίησαν το λάθος μετά από λίγα χρόνια και να προσαρμόσουν τις διαδικασίες τους;

Η τρίτη κατηγορία εξηγήσεων αναφέρεται στο γεγονός ότι οι υπεύθυνοι της δεκαετίας του 1960 παραμέλησαν ή απέρριψαν την αύξηση της προσφοράς του χρήματος (money growth) σαν σημαντικό παράγοντα για τον πληθωρισμό. Μια αξιοπρόσεκτη αλλαγή διαδραματίστηκε κατά τη δεκαετία του '60. Μέχρι το 1960-61, η εφαρμοζόμενη πολιτική είχε οδηγήσει τον πληθωρισμό του δείκτη τιμών του καταναλωτή από ένα ετήσιο ποσοστό 3.5 τοις εκατό το 1958 σε 1 τοις εκατό ή και λιγότερο κατά το διάστημα 1959-61. Κάτω από την επιρροή του Wielfied W. Rielfer, γραμματέα της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς, και σημαντικού συμβούλου, ο Πρόεδρος Martin κάποιες φορές συνηγόρησε στο να κρατηθεί το μέσο ποσοστό της νομισματικής μεγέθυνσης κοντά στο μέσο ποσοστό της μεγέθυνσης του προϊόντος. (Meltzer, 2005) Μετά την αποχώρηση του Rielfer στο τέλος του 1958, αυτό το μοντέλο του πληθωρισμού εξαφανίστηκε από την επιτροπή και τα μέλη της, παρά κάποιες προσπάθειες μελών της να την επαναφέρουν το 1960, που δεν είχαν όμως αποτέλεσμα. Ο Πρόεδρος Martin σε αυτή τη περίοδο απέρριπτε την νομισματική μεγέθυνση, ισχυριζόμενος ότι δεν αντιλαμβανόταν την προσφορά του χρήματος. Ο κυβερνήτης Sherman Maisel, μέλος της Επιτροπής από το 1965 έως και το 1972, είναι μια εξαίρεση. Συχνά προέτρεπε στην εφαρμογή μιας πολιτικής ελέγχου της νομισματικής μεγέθυνσης. Παρ' όλα αυτά, δεν ήταν πρόθυμος να ελέγξει τον πληθωρισμό στην περίπτωση που θα επιβαλλόταν κάτι περισσότερο από μια μικρή αύξηση στο ποσοστό ανεργίας.

Η υπερβάλλουσα αύξηση της νομισματικής βάσης θα ήταν χρήσιμη για τον μελλοντικό πληθωρισμό, αλλά όμως τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου του Federal Reserve έδωσαν μικρή ή και καθόλου βαρύτητα σε αυτό το γεγονός.

Οι οικονομολόγοι της κυβέρνησης του Nixon δεν αγνόησαν την νομισματική μεγέθυνση, αντίθετα την παρακολουθούσαν και έδιναν μεγάλη έμφαση στην

επίδραση των βραχυχρόνιων αλλαγών. Το μεγαλύτερο τους σφάλμα ήταν ότι τις περισσότερες φορές ήθελαν να αυξήσουν την προσφορά χρήματος για να μειώσουν το ποσοστό ανεργίας (Meltzer, 2005).

Από όλα τα παραπάνω που αναφέρθηκαν μπορούμε να καταλήξουμε στο γενικότερο συμπέρασμα ότι οι ασκούντες αλλά και οι σχεδιαστές των πολιτικών αγνόησαν τις οικονομικές θεωρίες που ήταν διαθέσιμες. Αυτό που είναι δύσκολο να εξηγηθεί είναι γιατί συνέβαινε αυτό. Γιατί το Fed απέρριπτε για χρόνια την μακροχρόνια κάθετη καμπύλη Phillips και την επίδραση του πληθωρισμού στα ονομαστικά επιτόκια, τους μισθούς και τις προσδοκίες γενικότερα; Παρατηρούσαν το φαινόμενο του μεγάλου Πληθωρισμού αλλά μέχρι το 1979-82 δεν επέμειναν να τον τερματίσουν με τις κατάλληλες πολιτικές.

Γιατί ξεκίνησε ο πληθωρισμός;

Η έναρξη του φαινομένου του Μεγάλου Πληθωρισμού τοποθετείται χρονικά στην προεδρία του William McChesney Martin Jr.. Ο Martin ήταν σύμβολο της συντηρητικής δημοσιονομικής πολιτικής και των «ασφαλών» οικονομικών. Είχε δώσει πολλές ομιλίες στις οποίες κατήγγειλε ελλειμματικούς ομοσπονδιακούς προϋπολογισμούς, ελλείμματα στο ισοζύγιο πληρωμών και δημοσιονομική σπατάλη. Ο Martin φαίνεται σαν το πιο απίθανο άτομο που μπορούσε να είναι στην προεδρία για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής κατά την έναρξη του Μεγάλου Πληθωρισμού. Παρ' όλα αυτά ενώ μέχρι τον Ιανουάριο του 1970 ήταν σε θέση να αντιστρέψει την κατάσταση, αλλά δεν τα κατάφερε. Ο πληθωρισμός δεν ήταν κάτι νέο στο έτος 1965 και δεν ήταν κάτι νέο και για τον Martin, ο οποίος είχε αντιμετωπίσει αποτελεσματικά τον πληθωρισμό που ακολούθησε του πολέμου της Κορέας (Meltzer, 2005).

Η έναρξη του Μεγάλου Πληθωρισμού – η διατηρούμενη αύξηση του επιπέδου των τιμών – ήταν ένα νομισματικό γεγονός. Η νομισματική πολιτική θα μπορούσε να είχε μετριάσει ή να εμποδίσει την εμφάνιση του πληθωρισμού αλλά δεν το πέτυχε. Δύο ερωτήματα ανακύπτουν: Γιατί το Fed επέτρεψε την επιστροφή του πληθωρισμού το 1965; Γιατί δεν επανέλαβε τις ενέργειες που τερμάτισαν – δύο φορές μάλιστα – τον πληθωρισμό κατά τη δεκαετία του 1950; Τρεις είναι οι σημαντικότεροι λόγοι κατά τον Meltzer (2005). Πρώτος και αρκετά βασικός ήταν η ηγεσία / προεδρία του Martin και οι αντιλήψεις του. Δεύτερος και εξίσου σημαντικός λόγος είναι ότι ούτε ο Martin ούτε οι συνάδελφοι του στην Επιτροπή (FOMC), ούτε και το προσωπικό είχαν κάποια βάσιμη θεωρία για τον πληθωρισμό ή θεωρία για το οτιδήποτε. Δεν είχαν καν κοινές αντιλήψεις για το πώς δουλεύει η οικονομία, αλλά και κάποιες από τις βασικές ιδέες τους ήταν εσφαλμένες. Τρίτος λόγος είναι ότι θεσμικές ενέργειες δυσχέραιναν ή απέτρεπαν την λήψη αποτελεσματικών ενεργειών και έτσι οδήγησαν στην αύξηση του πληθωρισμού.

Η προεδρία του Martin και τα πιστεύω του

Ο Martin ήταν ένα πρόσωπο που το εκτιμούσαν πολύ. Ήταν ένθερμος υποστηρικτής της ανεξαρτησίας του Fed και είχε και το θάρρος να επιμείνει στην ανεξαρτησία του ακόμα και όταν δεχόταν τις πιέσεις του Προέδρου των Ηνωμένων Πολιτειών, Johnson και των προεδρικών αξιωματούχων.

Κάποιες φορές όμως, ο Martin αντιδρούσε στην πίεση της διοίκησης, απρόθυμα ή με καθυστερημένη αντίδραση. Παρ' όλο που είχε κάνει μια εκτεταμένη ομιλία στο Πανεπιστήμιο της Columbia τον Ιούνιο του 1965 για τους κινδύνους του πληθωρισμού, το Fed δεν αύξησε τα επιτόκια πριν από τον Δεκέμβριο. Ο λόγος τον οποίο ανέφερε ο Martin για την καθυστέρηση αυτή ήταν η έλλειψη συντονισμού.

Όπως ανέφερε στην FOMC «...είχε την αρμοδιότητα για να διατηρήσει τις σχέσεις του Fed με την κυβέρνηση...και την αρμοδιότητα αυτή την είχε κάνει μια από της βασικές ευθύνες του για το διάστημα της προεδρίας του» (FOMC, Πρακτικά 12 Οκτωβρίου 1965, σ.68-69).

Δεν ήταν άνθρωπος των αντιπαραθέσεων, δογματικός ή απρόθυμος να αλλάξει τη γνώμη του. Είχε παραδεχτεί λάθη και πάντα σεβόταν μέλη του Συμβουλίου που διαφωνούσαν μαζί του. Αν μια πλειοψηφία δεν συμφωνούσε μαζί του για την αλλαγή μιας πολιτικής θα περίμενε, αν ήταν απαραίτητο ακόμα και για μήνες ώστε να σχηματιστεί μια πλειοψηφία.

Αξίζει να σημειωθεί ότι ο Martin συχνά ξεκινούσε μια συζήτηση αναφέροντας ότι δεν είναι οικονομολόγος. Δεν είχε ιδιαίτερο ενδιαφέρον για τις οικονομικές εξηγήσεις του πληθωρισμού, ισχυριζόταν ότι δεν «καταλάβαινε», δεν αντιλαμβανόταν το απόθεμα χρήματος και δεν είχε εμπιστοσύνη στην ακρίβεια των οικονομικών δεδομένων.

Ίσως αυτά τα δύο χαρακτηριστικά του Martin που αναφέρονται έπαιξαν σημαντικό ρόλο στην έναρξη και διατήρηση του πληθωρισμού, υπό την έννοια ότι από τη μία ο Martin δεν είχε τη γνώση και την εμπειρία αλλά δεν ήταν και διατεθειμένος να κάνει κάτι για να διορθώσει την κατάσταση αφού περίμενε πάντα να κερδίσει την συναίνεση όλης της Επιτροπής (FOMC) και δεν λάμβανε δραστικά μέτρα (Meltzer 2005).

Η μεταρρύθμιση του Οκτωβρίου 1979: Πως συνέβη και γιατί;

Είκοσι πέντε χρόνια μετά την μεταρρύθμιση της νομισματικής πολιτικής από τον Πρόεδρο Volcker, η σημαντικότητα της επαναφοράς της σταθερότητας των τιμών για την οικονομική άνθιση των ΗΠΑ, είναι κοινά αποδεκτή από όλους. Η χαλιναγώγηση

του προβλήματος του πληθωρισμού της δεκαετίας του '70 έθεσε τη βάση για μια μακρά περίοδο ευημερίας, όπως επιθυμούσε ο Volcker και πολλοί άλλοι.

Το σημαντικό μέρος της μεταρρύθμισης ήταν η εγκατάλειψη της στόχευσης του επιτοκίου των ομοσπονδιακών χρεογράφων υπέρ της στόχευσης των μη δανειζόμενων αποθεμάτων σαν την λειτουργική διαδικασία για τον έλεγχο της προσφοράς χρήματος της χώρας. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα την μη επιθυμητή αύξηση της μεταβλητότητας του επιτοκίου των ομοσπονδιακών χρεογράφων για μια περίοδο μετά την μεταρρύθμιση. Όμως στο τότε ισχύων περιβάλλον του υψηλού και ασταθής πληθωρισμού, μικρές προσαρμογές των επιτοκίων είχαν αποδειχθεί ανεπαρκείς για τον έλεγχο της νομισματικής ανάπτυξης (Lindsey, Orphanides, Rasche, 2005).

Η μεταρρύθμιση του Οκτώβρη του 1979 πάει πιο βαθιά από τις τεχνικές λεπτομέρειες που προϋποθέτει μια απλή αλλαγή στις διαδικασίες που ακολουθούνταν. Μέχρι το τέλος της δεκαετίας του '70 το πλαίσιο των πολιτικών του Fed είχε ακούσια συμβάλει σε μακροοικονομική αστάθεια.

Πως πραγματοποιήθηκε η μεταρρύθμιση;

Κατά τη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου του 1979, το Διοικητικό Συμβούλιο του Federal Reserve υπό την προεδρία του G. William Miller, ήταν άπειρο, και ταυτόχρονα η FOMC ήταν διαιρεμένη σε σχέση με την οικονομική προοπτική, τον κύριο σκοπό της πολιτικής της και τις κατάλληλες τακτικές της (Lindsey, Orphanides, Rasche, 2005).

Στην αρχή του χρόνου υπήρξαν δύο κενά στο Διοικητικό Συμβούλιο μια και ο διοικητής Jackson είχε παραιτηθεί στις 17 Νοεμβρίου 1978 και δύο μέρες αργότερα

πέθανε ο αντιπρόεδρος Gardner. Οι δύο κενές θέσεις παρέμειναν σε αυτή την κατάσταση μέχρι τον διορισμό του Διοικητή Rice στις 20 Ιουνίου 1979.

Από τα πέντε μέλη του Συμβουλίου στις 31 Ιανουαρίου 1979 ο Διοικητής Wallich, ο οποίος είχε αναλάβει το Μάρτιο του 1974, ήταν αυτός με την μεγαλύτερη θητεία. Δύο άλλα μέλη του Συμβουλίου, ο πρόεδρος Miller και ο Διοικητής Teeters, είχαν λιγότερο από ένα χρόνο θητείας ο καθένας. Η μέση θητεία εκείνη την εποχή ήταν γύρω στα 2.7 χρόνια, που αποτελεί την μικρότερη που έχει καταγραφεί. Από την αναφορά αυτή στις θητείες των μελών του συμβουλίου καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι τα μέλη του δεν είχαν ιδιαίτερη εμπειρία ούτε αρκετή τριβή με τα κρίσιμα και σημαντικά θέματα τα οποία καλούνταν να αντιμετωπίσουν (Lindsey, Orphanides, Rasche, 2005).

Αν και στην πρώτη συνεδρία της επιτροπής (FOMC) τον Φεβρουάριο του 1979, τα περισσότερα μέλη της επιτροπής προέβλεπαν μείωση του πληθωρισμού και μόνο έξι από αυτούς αισθάνονταν ότι ήταν πιθανή μια οικονομική ύφεση μέσα στο 1979, κατά την συνεδρίαση του Μαρτίου εννέα μέλη της επιτροπής προέβλεπαν πια, μια οικονομική ύφεση μέχρι το τέλος του χρόνου. Μέχρι τη συνεδρίαση του Μαΐου οκτώ μέλη της επιτροπής πίστευαν ότι η οικονομία βρισκόταν ήδη σε ύφεση ή κοντά σε μια κυκλική κορυφή. Σύμφωνα με τα στοιχεία του Ιουλίου, η οικονομική ύφεση είχε ξεκινήσει από το δεύτερο τρίμηνο και εκτιμιόταν ότι θα συνέχιζε και μέχρι το τέλος του χρόνου. Ταυτόχρονα ο πληθωρισμός γινόταν ολοένα χειρότερος, εξαιτίας και των ταχύτατα αυξανόμενων ενεργειακών τιμών. Οι προβλέψεις για την οικονομική δραστηριότητα δεν ήταν πια αισιόδοξες (Lindsey, Orphanides, Rasche, 2005).

Η επιδεινωμένη κατάσταση του πληθωρισμού και η αυξανόμενη απαισιοδοξία για την προοπτική της πραγματικής ανάπτυξης, προκάλεσαν διαφορετικές απόψεις μεταξύ των μελών της Επιτροπής (FOMC) αναφορικά με την κατάλληλη εστίαση της

πολιτικής. Η μία ομάδα επέμενε ότι προτεραιότητα έπρεπε να δοθεί στην αντιμετώπιση του πληθωρισμού, ενώ η άλλη ομάδα υποστήριζε ότι αντίθετα προτεραιότητα έπρεπε να δοθεί στην άμβλυνση του ρίσκου της οικονομικής αδυναμίας. Η αντίθεση αυτή μεταξύ των δύο ομάδων έθεσε μια δύσκολη κατάσταση για τον Πρόεδρο Miller, ο οποίος έβλεπε τον ρόλο του σαν αυτόν που θα έπρεπε να βρει μια κοινή συναίνεση μεταξύ των αξιωματούχων της Επιτροπής (FOMC). Ο τρόπος λειτουργίας του ήταν να διατυπώσει μια κατευθυντήρια (σε σχέση με τα ποσοστά των M1 και M2 αλλά και το φάσμα του επιτοκίου) και έπειτα να σφυγμομετρήσει τις αντιδράσεις ώστε να δει πόση υποστήριξη θα λάμβανε (FOMC Πρακτικά, 20-3-1979). Σε κάποιες συνεδρίες ο Πρόεδρος Miller δεν διατύπωνε καν τη δική του άποψη για την μελλοντική εξέλιξη της οικονομίας ή μια κατάλληλη διατύπωση για την κατευθυντήρια πολιτική.

Οι διαφωνίες σε σχέση με την κατευθυντήρια πολιτική ήταν σύνηθες φαινόμενο, και αρκετά συχνό, σε κάποιες από τις συνεδρίες του πρώτου εξαμήνου του 1979. Οι διαφωνούντες ήταν υπέρ μιας πιο σφικτής πολιτικής, και με βάση τα σχόλια του, ο Πρόεδρος Miller ήταν αρκετά απογοητευμένος από τις διαφωνίες αυτές.

Αναφορικά με την πραγματική στάση της πολιτικής, η θητεία του προέδρου Miller κατά το 1979 συμπεριελάμβανε μικρές μόνο συσφίξεις, υπολογισμένες από τον αντικειμενικό σκοπό της αξίας των χρηματικών διαθεσίμων. Δύο συσφίξεις πραγματοποιήθηκαν χωρίς την επίσημη ψήφο της Επιτροπής, και ήταν σε συμφωνία με τις οδηγίες της κατευθυντήριας για μικρές αναπροσαρμογές του επιτοκίου προς τα πάνω (ή κάτω) μέσα σε ένα συγκεκριμένο φάσμα, για την αποτροπή της εμφάνισης ταχύτερης (ή πιο αργής) από της αναμενόμενης αύξησης των χρηματικών συνόλων. Η πρώτη αναπροσαρμογή πραγματοποιήθηκε στις 27 Απριλίου, όπου το επιτόκιο-στόχος από 10 εως 10 και 1/8 τοις εκατό πήγε μέχρι 10 και 1/4 τοις εκατό, και η

δεύτερη πραγματοποιήθηκε στις 19 Ιουλίου όπου η Επιτροπή ανέβασε τον στόχο στο 10 και ½ (Lindsey, Orphanides, Rasche, 2005).

Η μετακίνηση του Προέδρου Miller από το Fed στο Υπουργείο Οικονομικών ανακοινώθηκε στις 19 Ιουλίου και πραγματοποιήθηκε όταν ορκίστηκε ο επόμενος Πρόεδρος και μέχρι τότε Αντιπρόεδρος Volcker, στις 6 Αυγούστου. Η εντύπωση του Αντιπροέδρου Volcker για τα αναδύομενα μακροοικονομικά προβλήματα, παρέμενε αξιοσημείωτα σταθερή κατά τη διάρκεια της θητείας του Προέδρου Miller το 1979. Αυτό το συμπέρασμα μπορεί να εξαχθεί πολύ εύκολα από την ανάγνωση των πρακτικών των συνεδριάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου από τον Φεβρουάριο έως και το Μάιο, στα οποία αποτυπώνονται και τα σχόλια του Volcker. Στην συνεδρίαση του Φεβρουαρίου ο Volcker συγκεκριμένα αναφέρει: *«.....εξακολουθώ να αισθάνομαι ότι θα μπορούσαμε να έχουμε μια ύφεση, αλλά αυτό δεν είναι με κανένα τρόπο σίγουρο.»*. Στην συνεδρίαση του Μαρτίου το θεωρεί πάνω από πενήντα τις εκατό σίγουρο ότι μέχρι το τέλος του 1979 η χώρα θα βρεθεί σε οικονομική ύφεση.

Κατά τη διάρκεια της αντιπροεδρίας του, ο Volcker εξέφραζε σκεπτικισμό για την ικανότητα των οικονομολόγων να κάνουν ακριβείς και σωστές προβλέψεις. Με δεδομένη την άποψη του για τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό και παρά τις πιο αισιόδοξες προβλέψεις που έκαναν οι υπόλοιποι, ο Volcker υπερασπιζόταν την σύσφιξη της νομισματικής πολιτικής νωρίτερα από ότι αυτή πραγματοποιήθηκε. Χαρακτηριστικά έλεγε: *«.....νομίζω ότι είμαστε σε ένα σημαντικό σημείο του πληθωριστικού προγράμματος με το ρεύμα να είναι εναντίον μας. Αν δεν δείξουμε κάποια αντίδραση, κατά την κρίση μου, δείχνουμε ένα αρνητικό σημάδι.»* (FOMC, 20/3/79).

Οι διορατικές απόψεις του Volcker ήταν γνωστές τόσο εντός όσο και εκτός του Fed, κατά την εποχή που ο Πρόεδρος των ΗΠΑ Carter, του έπαιρνε συνέντευξη για τη

θέση του Προέδρου του Fed. Ο Volcker από αυτή τη συνέντευξη θυμάται ότι είπε στον Carter: *«Του είπα ότι το Fed θα πρέπει να είναι πιο αυστηρό και ότι είναι πολύ σημαντικό να διατηρήσει την ανεξαρτησία του»*. Παρ' όλο που ο Volcker φανταζόταν ότι αυτές οι ιδέες του ίσως εμπόδιζαν τον διορισμό του στην Προεδρία του Fed, ο Πρόεδρος Carter τον διέψευσε, παρά τις διαφωνίες κάποιων συμβούλων του (Lindsey, Orphanides, Rasche, 2005). Ο διορισμός του Volcker ανακοινώθηκε στις 25 Ιουλίου. Η συναλλαγματική αξία του δολαρίου σταθεροποιήθηκε μετά από αυτή την ανακοίνωση, αλλά σε μια τηλεφωνική συνεδρία στις 27 Ιουλίου, η Επιτροπή ψήφισε να αυξήσει όχι το πραγματικό επιτόκιο-στόχο, αλλά το ανώτατο όριο το οποίο μπορεί να φτάσει στο 10 και $\frac{3}{4}$ τοις εκατό, δημιουργώντας ένα εύρος τιμών από 10 και $\frac{1}{2}$ έως 10 και $\frac{3}{4}$, επιτρέποντας μια μεγάλη αύξηση της προσφοράς του χρήματος. (FOMC, 1979, pp.1-2)

Ο διορισμός του Volcker έτυχε μεγάλης αποδοχής στο πολιτικό φάσμα, και η πρώτη του ομιλία στις 30 Ιουλίου πραγματοποιήθηκε χωρίς επεισόδια. Στην ομιλία αυτή ο Volcker επανέλαβε τις ήδη πολύ γνωστές απόψεις του για την συγκράτηση του πληθωρισμού και τόνισε ότι *«αν πρόκειται να έχουμε σταθερότητα των τιμών»* είναι *«απόλυτα αναγκαίο»* να καταρριφθεί η αύξηση της προσφοράς χρήματος (Lindsey, Orphanides, Rasche, 2005).

Ο Volcker ορκίστηκε στις 6 Αυγούστου και προέδρευσε στην συνεδρία της Επιτροπής στις 14 Αυγούστου. Σε αυτή τη συνεδρία η Επιτροπή συνέχισε την πρόσφατη στροφή της προς την σύσφιξη της πολιτικής και αύξησε το επιτόκιο στόχο. Χαρακτηριστικά είναι τα σχόλια του Volcker : *«...φαίνεται ότι βρισκόμαστε σε ύφεση. Υποθέτω ότι πρέπει να σκεφτόμαστε ότι η ύφεση θα μπορούσε να είναι χειρότερη από ότι δείχνουν οι προβλέψεις»*. (FOMC 14/8/1979, σ. 20-22) Πρότεινε ότι κάτι έπρεπε να γίνει αν και η στιγμή δεν ήταν κατάλληλη για διαδικαστικές αλλαγές, *«...δεν*

έχουμε πολύ περιθώριο για ελιγμούς και νομίζω ότι δεν θέλουμε να χρησιμοποιήσουμε όλα τα πυρομαχικά μας τώρα σε δραματικές ενέργειες...» (14/8/1979, σ. 22-23)

Στις 16 Αυγούστου το Διοικητικό Συμβούλιο ομόφωνα ψήφισε την αύξηση του προεξοφλητικού επιτοκίου κατά μισή ποσοστιαία μονάδα, σε 10 και ½ τοις εκατό. Σε ανταπόκριση στην μεγάλη αύξηση της προσφοράς χρήματος και την αδυναμία του δολαρίου, η Επιτροπή αύξησε το επιτόκιο-στόχο με δύο βήματα, στο 11 και 3/8 τοις εκατό, ποσοστό που διατηρήθηκε μέχρι τη συνεδρίαση της Επιτροπής στις 18 Σεπτεμβρίου. Το Διοικητικό Συμβούλιο εξέταζε και την περίπτωση της περαιτέρω αύξησης του προεξοφλητικού επιτοκίου στα τέλη Αυγούστου και αρχές Σεπτεμβρίου αλλά υπήρξε διχογνωμία στο αν αυτό ήταν αναγκαίο. Στα τέλη του Αυγούστου το Διοικητικό συμβούλιο καταψήφισε αυτές τις αυξήσεις και στις αρχές του Σεπτεμβρίου έθεσε επί τάπητος πολλαπλά αιτήματα για επιπλέον δράση, αναβάλλοντας με αυτό τον τρόπο την λήψη μιας απόφασης μέχρι και μετά τη συνεδρίαση που είχε προγραμματιστεί για τις 18 Σεπτεμβρίου. (Πρακτικά, BOG, 7/9/1979, σ. 4 και 14/9/1979 σ.3)

Στην συνεδρίαση της 18^{ης} Σεπτεμβρίου, ο πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας του St. Luis, ο Roos, έθεσε το ερώτημα αν οι λειτουργικές διαδικασίες της Επιτροπής θα έπρεπε να επανεξεταστούν. Ο Πρόεδρος Volcker του απάντησε ότι οι αποφάσεις τις συγκεκριμένης ημέρας θα έπρεπε να κινούνται μέσα στην παραδοσιακή προσέγγιση, αλλά και ότι η συγκεκριμένη ερώτηση που τέθηκε θα έπρεπε να επανεκτιμηθεί σύντομα από την Επιτροπή.

Στην ίδια συνεδρίαση ο Πρόεδρος Volcker εκθέτοντας τις επιλογές που υπήρχαν για την εφαρμογή πολιτικής, ξανασημείωσε τις δύο πτυχές του διλήμματος. «.....Από την άλλη πλευρά υπάρχει μια πολύ μεγάλη πιθανότητα για ύφεση. Έχουμε αυτήν την πιθανότητα εδώ και έξι μήνες και ακόμα έχουμε το ποσοστό ανεργίας στο επίπεδο που

κάποιοι θεωρούν ως το φυσικό ποσοστό ανεργίας.....Και εμφανώς έχουμε πληθωρισμό, μεγαλύτερο από ποτέ.....Επίσης συμμερίζομαι την άποψη που έχει διατυπωθεί ευρέως ότι πρέπει να αντισταθούμε στην ανάπτυξη της προσφοράς χρήματος». Πρότεινε μόνο περιορισμένη περεταίρω σύσφιξη της πολιτικής: «....όπως άκουσα, τουλάχιστον από τα μέλη της επιτροπής που έχουν δικαίωμα ψήφου, ότι υπάρχει μια επιθυμία από την πλειοψηφία, αλλά όχι ομόφωνη, να κάνουμε μια μικρή ρύθμιση στο επιτόκιο. Έτσι θα πρότεινα 11 με 11 και ½ τοις εκατό σε αυτή τη φάση.» (FOMC 18/9/1979, σ.35). Η ψηφοφορία είχε ως αποτέλεσμα 8 υπέρ και τέσσερις κατά.

Μετά το τέλος της συνεδρίασης της Επιτροπής συνήλθε το Διοικητικό Συμβούλιο για να εξετάσει το εκκρεμές αίτημα για την αύξηση του προεξοφλητικού επιτοκίου. Οι απόψεις του Συμβουλίου σε αυτό το ζήτημα εξακολουθούσαν να είναι διχασμένες. Τα μέλη που υποστήριζαν την αύξηση του επιτοκίου έδιναν έμφαση στη δριμύτητα του πληθωρισμού και στις προσδοκίες που υπήρχαν για αυτόν, ενώ τα μέλη που ήταν αντίθετα στην αύξηση του επιτοκίου τόνιζαν την αδυναμία της οικονομικής δραστηριότητας και τα στερητικά αποτελέσματα της νομισματικής πολιτικής. Τελικά με ψήφους τέσσερις υπέρ και τρεις κατά το προεξοφλητικό επιτόκιο αυξήθηκε στο 11 τοις εκατό (Lindsey, Orphanides, Rasche, 2005).

Η διαφωνία αυτή για την αύξηση του προεξοφλητικού επιτοκίου αλλά και η απόφαση της Επιτροπής να μην προβεί σε δραματικές αλλαγές, έδωσε την εντύπωση ότι η αντίσταση του Fed στον πληθωρισμό δεν θα ήταν επαρκής και έτσι επέφερε σύγχυση στις αγορές. Χαρακτηριστικά το Wall Street Journal ανέφερε: «Ο διαχωρισμός υποδεικνύει ότι η παρότρυνση του κ. Volcker για μια περιοριστική νομισματική πολιτική μπορεί να συναντήσει αυξανόμενη αντίσταση από το επταμελές Συμβούλιο.» (WSJ, 1979, p.2)

Τα γεγονότα της 18^{ης} Σεπτεμβρίου είχαν άμεσες αποσταθεροποιητικές επιδράσεις στις αγορές που έδιναν το ρυθμό ανάπτυξης για τις επόμενες τρεις εβδομάδες. Οι αγορές των αγαθών συγκεκριμένα, έγινα εξαιρετικά ασταθής, γεγονός που προκάλεσε ανησυχία στους ασκούντες την πολιτική (Lindsey, Orphanides, Rasche, 2005).

Με το τέλος του Σεπτεμβρίου η κρίση για την οποία μιλούσε ο Πρόεδρος Volcker στην συνεδρίαση του Αυγούστου, τελικά είχε αρχίσει και η ανάγκη για μια δραματική ανακοίνωση αναφορικά με την νομισματική πολιτική ήταν επιτακτική. Ο Volcker ήταν πεπεισμένος ότι μια τέτοια ενέργεια θα έπρεπε να συμπεριλαμβάνει αλλαγή στις λειτουργικές διαδικασίες, με το να μην δίνετε έμφαση τόσο στο επιτόκιο αλλά στα αποθέματα σαν λειτουργικό εργαλείο. Ζήτησε από τον Steven Axilrod, οικονομολόγο της Επιτροπής και από τον Peter Sternlight, Διευθυντή των Εγχώριων Επιχειρήσεων, να προετοιμάσουν ένα υπόμνημα που να σκιαγραφεί τα γενικά στοιχεία μιας τέτοιας νέας προτεινόμενης προσέγγισης. Συζήτησε το ενδεχόμενο μιας τέτοιας αλλαγής και με τα υπόλοιπα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου για να συγκεντρώσει την υποστήριξη τους από νωρίς και βρήκε υποστήριξη τόσο από τον Αντιπρόεδρο Schoultz, αλλά και από τα μέλη που είχαν καταψηφίσει την αύξηση του προεξοφλητικού επιτοκίου. Τους άρεσε ο αυτοματισμός μια τεχνικής βασιζόμενης στα αποθέματα μια και με αυτό τον τρόπο δεν θα επέλεγε η Επιτροπή το επιτόκιο.

Στις 29 Σεπτεμβρίου ο πρόεδρος Volcker αναχώρησε για την ετήσια συνάντηση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (International Monetary Fund – IMF), που εκείνη την χρονιά πραγματοποιήθηκε στο Βελιγράδι. Κατά τη διάρκεια της πτήσης προς την Ευρώπη ο Volcker βρήκε την ευκαιρία να ενημερώσει δύο κορυφαίους κυβερνητικούς αξιωματούχους, τον G. William Miller, πρώην πρόεδρο του Fed και νυν Γραμματέα του Υπουργείου Οικονομικών, αλλά και τον Charles Schultze Πρόεδρο της Επιτροπής Οικονομικών Συμβούλων. Αυτοί δεν ήταν και πολύ

ενθουσιώδεις με την ιδέα νέων διαδικασιών- τεχνικών και έκαναν γνωστές τις απόψεις τους στον Volcker. Επιπλέον, στις μεταγενέστερες συζητήσεις τους με τον Πρόεδρο Carter είναι πιθανόν και αυτός να εξέφρασε παρεμφερείς ανησυχίες με αυτούς. Ο Volcker από την πλευρά του θεώρησε ιδιαίτερα σημαντικό ότι ο Πρόεδρος Carter δεν εξέφρασε ευθέως την αποδοκιμασία του σε αυτόν αυτοπροσώπως, αλλά ούτε και δημόσια.

Κατά τη διάρκεια της παραμονής του στο Βελιγράδι επεδίωξε και την συμβουλή ξένων ηγετών αλλά και κεντρικών τραπεζιτών, συμπεριλαμβανομένου και των Γερμανών Helmut Schmidt και Otmar Emminger. Τα σχόλια τους ήταν ενθαρρυντικά και ενίσχυσαν την πρόθεση του να υλοποιήσει το σχέδιο του. Όταν η παρουσία του δεν ήταν πλέον αναγκαία στις διαδικασίες της συνάντησης επέστρεψε στις Ηνωμένες Πολιτείες, στις 2 Οκτωβρίου. Η απροσδόκητη επιστροφή του Volcker στις ΗΠΑ τροφοδότησε τις φήμες ότι οι ενέργειες που θα αντιμετώπιζαν την κρίση θα πραγματοποιούνταν άμεσα. Αυτό είχε σταθεροποιητικές επιδράσεις στην αγορά των αγαθών (Lindsey, Orphanides, Rasche, 2005).

Η επόμενη τακτική συνεδρίαση της FOMC είχε προγραμματιστεί για τις 16 Οκτωβρίου. Όμως, υπό το φως της κρισιμότητας της κατάστασης μετά την 18^η Σεπτεμβρίου, ο Volcker αποφάσισε να συγκαλέσει μια ειδική συνεδρίαση νωρίτερα τον ίδιο μήνα. Η ειδική αυτή συνεδρίαση προγραμματίστηκε με μυστικότητα για την 6^η Οκτωβρίου και τα μέλη ειδοποιήθηκαν την τελευταία στιγμή.

Δύο μέρες πριν από τη συνεδρίαση αυτή, στις 4 Οκτωβρίου, συνεδρίασε το Διοικητικό Συμβούλιο για να συζητήσει τις πιθανές δράσεις της νομισματικής πολιτικής που βρίσκονταν υπό σκέψη. Τα πρακτικά της συνεδρίασης αυτής μαρτυρούν ότι τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου συμφώνησαν για την σοβαρότητα της κατάστασης και για την ανάγκη για δράση, αλλά ανέβαλαν την λήψη

αποφάσεων για τα αναγκαία διαθέσιμα και το προεξοφλητικό επιτόκιο για την ειδική συνεδρίαση της FOMC.

Την ίδια μέρα με τη συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου, περατώθηκε και το υπόμνημα των Axilrod και Sternlight αναφορικά με τις νέες λειτουργικές διαδικασίες, και στάλθηκε ηλεκτρονικά στα μέλη της FOMC. Το υπόμνημα αυτό οραματιζόταν ότι η FOMC θα προσδιόρισε το επιθυμητό βραχυχρόνιο ρυθμό αύξησης του χρήματος M1 αλλά και των υπόλοιπων. Το προσωπικό μετά θα δημιουργούσε την πορεία για τα συνολικά διαθέσιμα και τη νομισματική βάση.

Η FOMC είχε μια τηλεφωνική συνδιάσκεψη την παραμονή της συνεδρίας της 6^{ης} Οκτωβρίου για την ανταλλαγή πληροφοριών της τελευταίας στιγμής.

Η βαρυσήμαντη ειδική συνεδρίαση συνήλθε στις 10.10 π.μ. του Σαββάτου. Ο πρόεδρος Volcker διατύπωσε τα θέματα: «.....Δεν θα ήμασταν σήμερα εδώ αν δε είχαμε πρόβλημα με την κατάσταση των αγορών, είτε διεθνών είτε εγχώριων.....», αλλά τόνισε ότι τα δεδομένα για τον πληθωρισμό δεν ήταν ανησυχητικά ακόμα: «...Αν και τα νέα για τις τιμές είναι άσχημα, δεν αντανακλούν, κατά τη γνώμη μου, μια εξάπλωση της πληθωριστικής δύναμης εκτός του ενεργειακού τομέα.....Αντιμετωπίζουμε μια κατάσταση όπου υπάρχει ένας επικείμενος κίνδυνος από τη μια πλευρά όπως είναι και η πιθανότητα μιας ύφεσης από την άλλη πλευρά».

Ο Volcker έπειτα εξέθεσε τις συγκεκριμένες επιλογές: «.....Όσον αφορά την δράση μας, θεωρώ ότι έχουμε, γενικά, δύο δυνατότητες. Η μία είναι να είναι να λάβουμε μέτρα που μπορούν να θεωρηθούν παραδοσιακού τύπου. Αυτή η δυνατότητα θα περιλάμβανε μια κίνηση του προεξοφλητικού επιτοκίου προς μια κατεύθυνση και μια σημαντική αύξηση του επιτοκίου. Το Διοικητικό Συμβούλιο θα μελετήσει κάποιες αλλαγές στα αναγκαία διαθέσιμα αργότερα σήμερα.....Η άλλη δυνατότητα είναι μια αλλαγή στην έμφαση που δίνεται στους χειρισμούς μας, όπως περιγράφονται στο υπόμνημα που

μοιράστηκε, το οποίο είχατε ελπίζω όλοι τη δυνατότητα να διαβάσετε. Αυτό περιλαμβάνει το χειρισμό των λειτουργιών από εβδομάδα σε εβδομάδα, ουσιαστικά, με μια μεγαλύτερη προσπάθεια να προσδιοριστεί μια πορεία για τα διαθέσιμα (αποθέματα), η οποία με τη σειρά της θα επιτυγχάνει μια προσφορά χρήματος – στόχο, την οποία θα πρέπει να συζητήσουμε, γνωρίζοντας ότι αυτό θα απαιτεί ευρύτερο φάσμα για το επιτόκιο και θα συνεπάγεται μια πιο ενεργητική διαχείριση του προεξοφλητικού επιτοκίου.» (Lindsey, Orphanides, Rasche, 2005).

Κατά την παρουσίαση των προτερημάτων και των μειονεκτημάτων της κάθε περίπτωσης, ο πρόεδρος Volcker πρώτα ανέφερε ότι οι νέες λειτουργικές διαδικασίες είχαν περάσει από το μυαλό του αρκετό καιρό πιο πριν: *«Πρέπει να πω ότι η σκέψη της αλλαγής της μεθόδου των λειτουργικών μας διαδικασιών γεννήθηκε, στο μυαλό μου τουλάχιστον, πριν την η νευρική ψυχολογία της αγοράς φτάσει στο μέγιστο σημείο της, την προηγούμενη περίπου εβδομάδα.»*

Ακόμα, ο Πρόεδρος Volcker ξεκαθάρισε ότι θα μπορούσε να αποδεχτεί και τις δύο επιλογές, αλλά επίσης δήλωσε ότι στο μυαλό του η υιοθέτηση της δεύτερης επιλογής θα ήταν προσωρινή. Η Επιτροπή συζήτησε αν μια αλλαγή των διαδικασιών θα διατηρούνταν για ένα σημαντικό χρονικό διάστημα. Συγκεκριμένα εκφράστηκαν ανησυχίες για το πρόβλημα αξιοπιστίας που θα δημιουργούνταν αν ακολουθούσαν τις νέες μεθόδους και μετά από ένα μικρό χρονικό διάστημα επέστρεφαν στις παλιές. Ο Volcker όμως δεν πίστευε αυτό, θεωρούσε ότι αν ακολουθούσαν τις νέες τεχνικές δεν θα ήταν δεσμευμένοι να τις διατηρήσουν. Σημείωσε επίσης στη συνέχεια ότι προτιμούσε μια τέτοια απόφαση να ξανασυζητηθεί κοντά στο τέλος του χρόνου, σκέψη που προερχόταν από την αίσθηση που είχε ότι η ζήτηση για χρήμα, ιστορικά, μαστιζόταν από αστάθεια.

Μετά τη συζήτηση των μελών της Επιτροπής ακολούθησε μια ανεπίσημη ψηφοφορία ανάμεσα σε όλους τους διοικητές και προέδρους. Την παραμονή στις παρούσες διαδικασίες υπερψήφισαν πέντε από αυτούς που ήταν παρόντες. Όμως η πλειοψηφία προτίμησε την στροφή στην νέα τεχνική, και η τελική επίσημη ψηφοφορία ήταν ομόφωνη (Lindsey, Orphanides, Rasche, 2005).

Αμέσως μετά την συνεδρίαση της Επιτροπής, ακολούθησε συνάντηση του Διοικητικού Συμβουλίου για να εξετάσει τις ενέργειες που θα έπρεπε να γίνουν για το προεξοφλητικό επιτόκιο και τα αναγκαία διαθέσιμα. Ομόφωνα αποφασίστηκε μια αύξηση της τάξης της μίας εκατοστιαίας μονάδας στο προεξοφλητικό επιτόκιο, μια παρεμφερής αύξηση στα βοηθητικά επιτόκια, και μια οριακή απαίτηση για διαθέσιμα στο 8 τοις εκατό των οφειλών.

Το Διοικητικό Συμβούλιο εξέδωσε δελτίο τύπου το οποίο περιέγραφε όλες αυτές τις ενέργειες. Το δελτίου τύπου τόνιζε ιδιαίτερα ότι οι ψήφοι τόσο της Επιτροπής όσο και του Διοικητικού Συμβουλίου, ήταν ομόφωνες. Στην περιγραφή της ανάγκης για νέα τεχνική, το δελτίο τύπου τόνιζε και την προσωρινή λογική της.

Πέρα από το δελτίου τύπου προγραμματίστηκε και συνέντευξη τύπου για το ίδιο απόγευμα. Στη συνέντευξη αυτή ο Πρόεδρος Volcker τόνισε ότι σκοπός των νέων τεχνικών ήταν να χτυπήσουν τις διακυμάνσεις της προσφοράς χρήματος για εκείνον το χρόνο. Ο πρόεδρος Volcker ρωτήθηκε και για τις πραγματικές επιπτώσεις των νέων πρωτοβουλιών, αν θα επιβράδυναν την οικονομική ανάπτυξη της χώρας και απάντησε ότι δεν νόμιζε ότι θα είχαν τέτοιες επιπτώσεις, αλλά και ότι δεν μπορεί κανείς να προβλέψει απόλυτα το αποτέλεσμα στα οικονομικά δρώμενα.

Την ίδια ημέρα πραγματοποιήθηκε συνέντευξη τύπου και στον Λευκό Οίκο, όπου η δήλωση του Προέδρου που αναγνώστηκε από αξιωματούχο, εξέφραζε την υποστήριξη του στις αποφάσεις που είχε πάρει το Fed: «*Η κυβέρνηση πιστεύει ότι οι*

ενέργειες που αποφασίστηκαν σήμερα από το Federal Reserve θα βοηθήσουν στην μείωση των πληθωριστικών προσδοκιών, θα συμβάλουν σε ένα δυνατότερο δολάριο στο εξωτερικό και θα συγκρατήσουν την επικίνδυνη κερδοσκοπία στην αγορά των αγαθών...» (Lindsey, Orphanides, Rasche, 2005).

Μετά τα γεγονότα της 6^{ης} Οκτωβρίου, ο πρόεδρος Volcker έκανε κάποιες επιπλέον δημόσιες εμφανίσεις για να δώσει εξηγήσεις για τις διάφορες ενέργειες, οι οποίες αντιμετωπίζονταν με σκεπτικισμό. Ακόμα και αξιωματούχοι του Fed δεν ήταν σε θέση να δώσουν πλήρεις απαντήσεις σε ερωτήσεις που προέκυπταν, μια και βρίσκονταν σε πειραματικό στάδιο.

Ποιοι ήταν οι λόγοι για τους οποίους πραγματοποιήθηκε η μεταρρύθμιση;

Αν θελήσουμε να δούμε από μια βαθύτερη οπτική, από αυτή της απλής παράθεσης γεγονότων, τους λόγους για τους οποίους η FOMC υιοθέτησε της νέες λειτουργικές διαδικασίες, πρέπει να αναρωτηθούμε «Γιατί;». Οι λόγοι σύμφωνα με τους Lindsey, Orphanides, Rasche, (2005) είναι οι ακόλουθοι:

1. Η επαναφορά της εμπιστοσύνης του κοινού για το Federal Reserve

Από τα ιστορικά γεγονότα που παρατέθηκαν, είδαμε τις αντιδράσεις τόσο των μέσων μαζικής ενημέρωσης όσο και της αγοράς εμπορευμάτων, στην αποκάλυψη της ψηφοφορίας για το προεξοφλητικό επιτόκιο στις 18 Σεπτεμβρίου (τέσσερις έναντι τριών). Τα γεγονότα αυτά έπληξαν την αξιοπιστία της FOMC σαν του προμαχώνα για την καταπολέμηση του πληθωρισμού. Η επαναφορά της εμπιστοσύνης του κοινού προς το Fed έγινε υπέρτατος σκοπός για τις οποιοσδήποτε ενέργειες που θα σχεδίαζε η FOMC.

2. Η επίτευξη αποτελεσματικότερων περιοριστικών πολιτικών ελέγχου του μακροχρόνιου πληθωρισμού

Από την ανάλυση που έχει προηγηθεί στα προηγούμενα μέρη μπορούμε να αντιληφθούμε ότι η FOMC έβλεπε τον πληθωρισμό και τις πληθωριστικές προσδοκίες ως το πιο σοβαρό πρόβλημα που έπρεπε να αντιμετωπιστεί, και χρειαζόταν άμεση δράση. Η οποιαδήποτε ενέργεια που θα γινόταν για την αντιμετώπιση του προβλήματος θα έπρεπε να διατηρηθεί αρκετά ώσπου να μειωθεί ο πληθωρισμός αρκετά αλλά και να περάσει στο κοινό η αποφασιστικότητα της κεντρικής τράπεζας να το αντιμετωπίσει το πρόβλημα.

3. Η εγκατάλειψη της στρατηγικής της «βαθμιαίας προσαρμογής»

Η στρατηγική της «βαθμιαίας επίλυσης» είχε χαρακτηρίσει την νομισματική πολιτική της FOMC κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '70, αλλά η ακαταλληλότητα αυτής της στρατηγικής έγινε ξεκάθαρη με την πάροδο του 1979. Η Επιτροπή είχε ενοχληθεί από την ανοδική πορεία του πληθωρισμού παρά την στρατηγική της βαθμιαίας επίλυσης του προβλήματος που είχε χρησιμοποιηθεί.

4. Η απόκτηση αποτελεσματικότερου ελέγχου της μεσοπρόθεσμης αύξησης της προσφοράς του χρήματος

Οι αξιωματούχοι του Fed είχαν αποδώσει ένα σημαντικό ρόλο για την πληθωριστική διαδικασία, στο νομισματικό κίνητρο, ταυτόχρονα με τις σημαντικές επιδράσεις που μεταδίδονται από «εξωγενείς παράγοντες» που επίσης επηρέαζαν τον πληθωρισμό. Αξιωματούχος του Fed είχε αμφισβητήσει την ικανότητα της νομισματικής πολιτικής να αντιστέκεται σε διάφορες πιέσεις που δρούσαν ενάντια στον επαρκή νομισματικό περιορισμό για την διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Σε αντίθεση με αυτή την άποψη, η άποψη των μονεταριστών ήταν ότι ο πληθωρισμός πάντα και παντού ήταν ένα νομισματικό φαινόμενο. Αυτό το επιχείρημα διέλυε όλες τις άλλες επιδράσεις στον μακροχρόνιο πληθωρισμό, εκτός από την αύξηση της προσφοράς του χρήματος. Και η σημαντική αύξηση του πληθωρισμού σε συνδυασμό με την συχνά

υπερβάλλουσα προσφορά χρήματος, ενίσχυε το επιχείρημα των μονεταριστών ότι ο ένοχος δεν ήταν κανένας άλλος εκτός του Federal Reserve. Σύμφωνα με αυτά ήταν ακόμα πιο αντιληπτό ότι ο έλεγχος της προσφοράς του χρήματος ήταν προαπαιτούμενο για τον έλεγχο του πληθωρισμού.

5. Η ξεκάθαρη στροφή από το επιτόκιο από την πλευρά ζήτησης χρήματος, στα μη δανεισμένα αποθέματα στην πλευρά της προσφοράς χρήματος σαν τον βραχυχρόνια λειτουργικό στόχο

Ένα άλλο επιχείρημα του μονεταρισμού ήταν για το πώς θα γινόταν ο έλεγχος της αύξησης της προσφοράς του χρήματος, επιβεβαιώνοντας ότι η νομισματική βάση ή τα συνολικά διαθέσιμα θα έπρεπε να χρησιμοποιούνται σαν λειτουργικός στόχος. Αυτό το μονεταριστικό επιχείρημα το απέρριπτε η FOMC, που προσέγγιζε μια διαφορετική βιβλιογραφία για να προτείνει τα μη δανεισμένα διαθέσιμα σαν τον βασικό εναλλακτικό λειτουργικό στόχο έναντι του επιτοκίου. Αυτό που επέδρασε αποφασιστικά υπέρ των μη δανειζόμενων διαθέσιμων ήταν η πρακτική παρατήρηση ότι η νομισματική αρχή θα ήταν απίθανο να διαλέξει το επιτόκιο αυτό που θα έδινε το επιθυμητό απόθεμα χρήματος.

6. Σύμφωνα με τα προηγούμενα δίνονταν στο επιτόκιο μεγαλύτερη βραχυχρόνια ευελιξία για να διατηρήσει το αναγκαίο επίπεδο σε όρους τόσο νομισματικών όσο και πληθωριστικών εξελίξεων

Η Επιτροπή αναγνώριζε ότι η μεταστροφή σε πολιτική που βασιζόταν στα αποθέματα για τον νομισματικό έλεγχο θα ήταν πιο πιθανό να επιτρέψει στο επιτόκιο βραχυχρόνια να κινείται σε οποιοδήποτε επίπεδο θα αποδεικνυόταν συνεπές με πιο περιοριστική αύξηση του χρήματος και μικρότερο πληθωρισμό. Αλλά με δεδομένο ότι το κατάλληλο επίπεδο, όπως και η αυτόματη κίνηση δεν μπορούσαν εκ των προτέρων να είναι γνωστά στην νομισματική αρχή, και το επιτόκιο για να μπορεί να

είναι πιο ευμετάβλητο, η Επιτροπή θα έπρεπε να καθιερώσει μια μεγαλύτερη επιτρεπτή περιοχή στην οποία θα κινούνταν το επιτόκιο.

7. Έτσι πιο ξεκάθαρα απομακρύνεται η FOMC από τον καθορισμό του καθημερινού επιπέδου του επιτοκίου

Ο Πρόεδρος Volcker εξήγησε το 1992 ότι δεν πίστευε ότι θα μπορούσε να πείσει την FOMC να αποδεχτεί την αύξηση του επιτοκίου που τελικά αποδείχτηκε αναγκαία για τον περιορισμό της πληθωριστική νομισματικής ανάπτυξης: «Το γενικό επίπεδο των επιτοκίων έφτασε υψηλότερα επίπεδα από αυτά που εγώ ή οι συνάδελφοι μου περιμέναμε. Αυτό, κατά παράξενο τρόπο, ήταν ένα όφελος από την νέα τεχνική. Υποθέτοντας ότι αυτά τα επίπεδα επιτοκίου ήταν απαραίτητα για την διαχείριση της προσφοράς του χρήματος, δεν θα είχα υποστήριξη στην προμελετημένη αύξηση των βραχυχρόνιων επιτοκίων, τόσο πολύ».

8. Η απομάκρυνση από μια επιφυλακτική προσαρμογή του επιτοκίου

Ο Stephen Axilrod εξήγησε την εισαγωγή της ιδέας της FOMC να απαρνηθεί την εξομάλυνση των επιτοκίων δεκαπέντε χρόνια μετά την υιοθέτηση των νέων διαδικασιών: «Ο Μεγάλος Πληθωρισμός της δεκαετίας του '70 συνέβη λόγω της αλληλεπίδρασης μιας κουλτούρας με πολιτική μεγάλης προσοχής και μιας σειράς απρόσμενων αλλαγών στο οικονομικό περιβάλλον. Δηλαδή, στην κουλτούρα εκείνης της εποχής, το όργανο της πολιτικής, το επιτόκιο, ρυθμιζόταν πολύ προσεκτικά – αργά και με μικρές αυξήσεις....Σε αυτό το γενικό πλαίσιο μπορείς να σκεφτείς για την πολιτική του 1979-82, σαν μια προσπάθεια για την διάσπαση της κουλτούρας της πολιτικής της υπερβάλλουσας προσοχής.»

9. Η αποφυγή της εξάρτησης από τις αβέβαιες εκτιμήσεις της FOMC για το δυνητικό προϊόν

Μετά τον Οκτώβριο του 1979, η FOMC καθόρισε και εξέδωσε, βραχυχρόνιους στόχους για την αύξηση του χρήματος για τους τρεις τελευταίους μήνες του τριμήνου. Με την πορεία των μη δανειζόμενων αποθεμάτων να καθορίζεται από αυτούς τους στόχους, σε συνάρτηση και με την αρχική υπόθεση της Επιτροπής για το δανεισμό, η εξέλιξη του πραγματικού επιτοκίου στο ενδιάμεσο των συνεδριάσεων της Επιτροπής, θα εξαρτιόταν βασικά από τις εξελίξεις στο χρηματικό απόθεμα σε σχέση με αυτούς του στόχους. Αυτή η διαδικασία ξεκάθαρα δεν είχε να κάνει με τις εκτιμήσεις της Επιτροπής για τον NAIRU ή με τις σχετικές εκτιμήσεις του δυνητικού προϊόντος, και δεν έχει να κάνει με χάσματα στην ανεργία, ή στο προϊόν από το επίπεδο της πλήρους απασχόλησης. Όπως έχει τονίσει ο Orphanides, οι λανθασμένες εκτιμήσεις του NAIRU και του δυνητικού προϊόντος και οι σχετικές λανθασμένες εκτιμήσεις της ανεργίας και του χάσματος του προϊόντος, ήταν οι βασικές αιτίες για τον πληθωρισμό της δεκαετίας του '70.

10. Η αποφυγή οποιασδήποτε εξάρτησης από τις αβέβαιες προβλέψεις της FOMC για το προϊόν, την απασχόληση και τον πληθωρισμό

Η διαδικασία της νομισματικής πολιτικής της στόχευσης του βραχυχρόνιου χρήματος δεν εξαρτάτε ξεκάθαρα από τις μακροχρόνιες προβλέψεις των μελών του Διοικητικού συμβουλίου ή των Προέδρων των τραπεζών του Fed. Αν και η αίσθηση τους για τις μελλοντικές εξελίξεις θα μπορούσαν να επηρεάσουν τους στόχους της Επιτροπής, η αρχική υπόθεση για το δανεισμό, και η επιλογή του εύρους του επιτοκίου, η επιρροή των απόψεων για την εξέλιξη της οικονομίας σε σχέση με την ακριβή πορεία του επιτοκίου, είναι ξεκάθαρα λιγότερο άμεση από ότι με ένα λειτουργικό στόχο των αποθεμάτων στο οποίο η επιτροπή θέτει το στόχο με βάση στην γνώμη του για τις εξελίξεις.

11. Για την ανάληψη της ευθύνης για την μακροχρόνια σταθερότητα των τιμών από την κεντρική τράπεζα

Με την ενέργεια της 6^{ης} Οκτωβρίου, η Επιτροπή ουσιαστικά διατύπωσε ότι ήταν η μόνη υπεύθυνη για την διατήρηση μιας μακροχρόνιας σταθερότητας των τιμών. Για να γίνει αντιληπτή η φύση αυτής της αλλαγής είναι απαραίτητο να σχολιαστεί η συμπεριφορά της Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς στο παρελθόν. Συγκεκριμένα πριν την υπό εξέταση εποχή υπήρχαν και άλλη παράγοντες που μαζί με την πολιτική του Fed μοιράζονταν την ευθύνη για την απότομη αύξηση των τιμών. Κάποιοι παράγοντες που θεωρούνταν ότι επηρέαζαν τον πληθωρισμό, ταυτόχρονα με τις πολιτικές του Fed και τις αποφάσεις της Επιτροπής, ήταν τα μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα, η επιρροή των διαπραγματεύσεων των εργατικών σωματείων για τον καθορισμό των μισθών αλλά και οι τιμές του πετρελαίου. Άρα ήταν σημαντικό να γίνει η διατύπωση ότι την μοναδική ευθύνη για τον πληθωρισμό έφερε η Κεντρική Τράπεζα (Lindsey, Orphanides, Rasche, 2005).

Αποτυχία επικοινωνίας

Αναμφισβήτητα, οι συμμετέχοντες στην αγορά ήταν αρκετά μπερδεμένοι, ειδικά στην αρχή, από τι ήταν οι νέες διαδικασίες τι προμηνούσανε για τα νομισματικά μεγέθη και την αγορά χρήματος, χωρίς να αναφέρουμε για τα μακροχρόνια επιτόκια, τα πραγματικά μεγέθη και τον πληθωρισμό. Μια άποψη θα ήταν να τονιστεί μια αποτυχία από την πλευρά του Fed να μεταδώσει τη φύση αυτής της νέας προσέγγισης της πολιτικής, στην αρχή ειδικά, και να ικανοποιήσει την επιθυμία του κοινού, και ιδιαίτερα των συμμετεχόντων στην αγορά, για να μάθει. Συγκεκριμένα, μεταξύ τις 6 Οκτωβρίου 1979 και 1 Φεβρουαρίου 1980, η FOMC δεν είχε εκδώσει καμιά λεπτομερή περίληψη της νέας τεχνικής (Lindsey, Orphanides, Rasche, 2005).

Μπορεί αυτή επιφυλακτικότητα με την οποία λειτουργούσε η FOMC υπό καθεστώς μυστικότητας, να αποδοθεί στην παράδοση που υπήρχε από της θητείες των Προέδρων Martin, Burns και Miller; Μπορούσε αυτή η παράδοση να χρησιμοποιηθεί για να εξηγήσει τουλάχιστον ένα κατά ένα μέρος γιατί, για παράδειγμα, το υπόμνημα των Axilrod και Sterlight δεν δόθηκε στην δημοσιότητα αμέσως; Η άμεση δημοσιοποίηση του υπομνήματος σύντομα μετά την 6^η Οκτωβρίου θα είχε αποκαλύψει σε όλο τον κόσμο μια συστηματική και προσεκτική προσέγγιση της πολιτικής.

Μια εναλλακτική άποψη θα ήταν υπάρχοντα απρόοπτα, αναπόφευκτες περιπλοκές, το κοινό στο οποίο απευθυνόταν αλλά και αβεβαιότητες, όλα μαζί έθεταν προκλήσεις για διαυγή επικοινωνία, οι οποίες μπορούσαν να ξεπεραστούν μόνο με τον καιρό. Όπως είδαμε και στην ιστορική παράθεση των γεγονότων, η νέες λειτουργικές διαδικασίες είχαν υιοθετηθεί από την FOMC σε μια προσωρινή βάση, περιμένοντας αποδείξεις για το πόσο αποτελεσματικά θα λειτουργούσαν με δεδομένες όλες τις αβεβαιότητες που περιλαμβάνονταν, μαζί και αυτές που αφορούσαν τη ζήτηση χρήματος. Όπως είχε τονίσει η «επανάσταση» των ορθολογικών προσδοκιών μια μόνιμη δέσμευση έχει πιο ισχυρά αποτελέσματα στις προσδοκίες από μια προσωρινή. Για σιγουριά, η FOMC δεν τόνισε δημοσίως την αβέβαιη φύση της υιοθέτησης των νέων λειτουργικών τεχνικών. Επιπλέον η Επιτροπή δεν συζήτησε την επιβεβαίωση της δοκιμαστικής του απόφασης για εφαρμογή της νέας προσέγγισης μέχρι τη συνεδρίαση της 8^{ης} Ιανουαρίου 1980, μόνο μετά την οποία ο Πρόεδρος Volcker ήταν έτοιμος να δώσει στη δημοσιότητα την τεχνική περιγραφή των νέων διαδικασιών, που πραγματοποιήθηκε τη 1^η Φεβρουαρίου 1980 (Lindsey, Orphanides, Rasche, 2005).

Επιπροσθέτως, οι νέες διαδικασίες ήταν χωρίς αμφιβολία πολύπλοκες. Το υπόμνημα που περιγράφει την ουσία των νέων διαδικασιών, είχε συνταχθεί σαν κείμενο που

έδειχνε την δυνατότητα επιλογών που είχε η FOMC. Έτσι μπορούμε να καταλάβουμε ότι δεν ήταν γραμμένο με την απλότητα και τη σχολαστικότητα που θα χρειαζόταν αν απευθυνόταν εξ' αρχής στο κοινό. Ακόμα και αν οι συμμετέχοντες στην αγορά κατανοούσαν τον τρόπο λειτουργίας των νέων τεχνικών, θα μπορούσαν να αφομοιώσουν τα κύρια χαρακτηριστικά της μόνο σταδιακά και μετά από πρακτική εμπειρία.

Πρέπει επίσης να αναφέρουμε ότι κάποια χαρακτηριστικά δεν μπορούσαν να είναι γνωστά στο Fed εκ των προτέρων. Αν και οι βασικές διαδικασίες είχαν εξεταστεί πριν την έγκριση τους στις 6 Οκτωβρίου, κάποια στοιχεία δεν μπορούσαν να είχαν τακτοποιηθεί εκτός με την πάροδο του χρόνου. Αρχικά αυτά τα αβέβαια στοιχεία, και άρα ατελώς διατυπωμένα, συμπεριελάμβαναν:

1. πόσο επιθετική θα ήταν η FOMC στον καθορισμό και στην τροποποίηση της πορείας των νομισματικών στόχων, την αρχική υπόθεση για δανεισμό και η περιοχή για την επιτρεπτή εκμετάλλευση των αποθεμάτων,
2. πόσο εκτεταμένες προσαρμογές σχετικές με την πολιτική θα γίνονται μέσα στις συνεδριάσεις, αναφορικά με το στόχο των μη δανειζόμενων αποθεμάτων,
3. πόσο εκτεταμένες θα ήταν οι πολλαπλασιαστικές τεχνικές προσαρμογές του στόχου των μη δανειζόμενων αποθεμάτων,
4. πόσο ευαίσθητα θα ήταν τα νομισματικά μεγέθη, η πραγματική οικονομία και ο πληθωρισμός σε αυτές τις διάφορες βοήθειες.

Η Επιτροπή είχε σαν υποχρέωση την επιδίωξη της μέγιστης διαύγειας και σαφήνειας αναφορικά με την ενημέρωση για τις νέες τεχνικές.

Θεωρία και Εμπειρία μετά το 1979

Αν το δούμε εκ των υστέρων, η σύσφιξη της νομισματική πολιτικής του Fed υπό την προεδρία του Volcker τον Οκτώβριο του 1979, αποτελεί ένα σημείο καμπής στην μεταπολεμική νομισματική ιστορία των ΗΠΑ. Το Fed του Volcker έριξε τον πληθωρισμό στο 4% περίπου μέχρι το 1984 μετά από μια δύσκολη περίοδο διατηρούμενης αποπληθωριστική πολιτικής. Τις επόμενες δύο δεκαετίες που ακολούθησαν ο πληθωρισμός μειώθηκε σε επίπεδα τέτοια που ο πρόεδρος Greenspan χαρακτήρισε ως «αποτελεσματική σταθερότητα τιμών», χάρη στις συνεπείς ενέργειες κατά του πληθωρισμού από μέρους του Fed (Goodfriend, 2005).

Ο αποπληθωρισμός και η σταθεροποίηση του πληθωρισμού που επιτεύχθηκε από τον Volcker είχε μεγάλη επιρροή στην θεωρία και την άσκηση της νομισματικής πολιτικής.

Εμπειρία και θεωρία από τον Οκτώβρη του 1979

Νομισματική Πολιτική πριν το 1979 (σκόπιμες εναλλαγές πληθωρισμού – αποπληθωρισμού)

Ένας συνδυασμός παραγόντων εξηγεί τον πρωτοφανή για περίοδο ειρήνης πληθωρισμό, οποίος τριπλασίασε το γενικό επίπεδο των τιμών στις δύο δεκαετίες πριν τον αποπληθωρισμό του Volcker. Ο πιο σημαντικός ήταν η προθυμία για την ανοχή κάθε ξέσπασμα του πληθωρισμού με την προσδοκία ότι θα υποχωρήσει. Εκ των υστέρων, η προθυμία του κοινού να δεχτεί την ανοδική κίνηση του επιπέδου τιμών μετά τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο ήταν πιθανόν η αφετηρία για την απώλεια της αξιοπιστίας για χαμηλό πληθωρισμό που σταδιακά βοήθησε στον κλονισμό των προσδοκιών για τον πληθωρισμό από τη δεκαετία του '60 και μετά. Η

ιδέα ότι ο πληθωρισμός μπορούσε προσωρινά να μειώσει την ανεργία έδωσε το περιθώριο για κάποιο πληθωρισμό.

Όταν κάποιος σκεφτεί τις παραπάνω απόψεις και τις πεποιθήσεις ότι το Fed ασκούσε τη νομισματική πολιτική σε διακριτική βάση, μπορεί να καταλάβει την πολιτική της σκόπιμης εναλλαγής από πληθωρισμό σε αποπληθωρισμό, που χαρακτήριζε τις δεκαετίες πριν την 6^η Οκτωβρίου 1979. Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου το Fed έτεινε να αιτιολογεί περιοδικές ενέργειες για να συμπεριλαμβάνει τον πληθωρισμό για την επίτευξη του στόχου της χαμηλής ανεργίας. Ο πληθωρισμός θα αυξανόταν με αργό ρυθμό και με το που το Fed και το κοινό θα άρχιζαν να ανησυχούν για την αύξηση του έτσι ώστε να χρησιμοποιηθεί η νομισματική πολιτική για την αντιμετώπιση του, οι προσδοκίες για υψηλότερα επίπεδα πληθωρισμού είχαν ήδη ενσωματωθεί. Σε αυτό το σημείο, για ένα δεδομένο επίπεδο συγκράτησης του πληθωρισμού ήταν αναγκαία μια πιο επιθετική αύξηση στα βραχυχρόνια επιτόκια, με μεγαλύτερο το ρίσκο της ύφεσης (Goodfriend, 2005).

Η αυστηρότερη πολιτική του Fed γινόταν ευρέως αποδεκτή από το κοινό σε περιόδους όπου η αύξηση του πληθωρισμού θεωρούνταν το μεγαλύτερο πρόβλημα, ενώ αντίθετα δεν ήταν αποδεκτή όταν άρχιζε η αύξηση στο ποσοστό της ανεργίας.

Η ανοχή για τον αυξανόμενο πληθωρισμό και η ευαισθησία στην ύφεση είχαν σαν αποτέλεσμα ο κάθε κύκλος που επαναλαμβάνονταν να είναι όλο και πιο πληθωριστικός. Και το μέσο ποσοστό ανεργίας άξιζε επίσης, ίσως επειδή η αντιμετώπιση του πληθωρισμού χρειαζόταν ολοένα και αυστηρότερη πολιτική (Goodfriend, 2005).

Η Θεωρία της Νομισματικής Πολιτικής από τον Οκτώβρη του 1979 και μετά.

Η ανασκόπηση της σταθεροποιητικής πολιτικής που έγραψε ο James Tobin (1980), περιέχει μια καλή περίληψη της μακροοικονομικής θεωρίας σε σχέση με τη νομισματική πολιτική, την ανεργία και τον πληθωρισμό εκείνης της εποχής. Τα πέντε βασικά σημεία αυτού που αποκαλεί συναίνεση του μακροοικονομικού πλαισίου είναι τα εξής:

1. Οι τιμές είναι αυξημένα κόστη εργασίας, συνήθως προσαρμοσμένες στα μέσα λειτουργικά ποσοστά και στις τάσεις της παραγωγικότητας...και τα ποσοστά αύξησης των τιμών και των μισθών εξαρτώνται μερικώς από τις πρόσφατες τάσεις τους, μερικώς από τις προσδοκίες για την μελλοντική πορεία τους και μερικώς από την στενότητα των αγορών προϊόντων και εργασίας.
2. Μεταβολές στην συνολική ζήτηση, είτε σαν αποτέλεσμα των πολιτικών είτε άλλων γεγονότων, επηρεάζουν την πορεία των τιμών και της παραγωγής, τους μισθούς και την απασχόληση, με την αλλαγή της πίεσης των αγορών εργασίας και προϊόντων και με κανένα άλλο τρόπο.
3. Η σύσφιξη των αγορών μπορεί να σχετιστεί με την εκμετάλλευση παραγωγικών πόρων, αναφερθέντα ή προσαρμοσμένα ποσοστά ανεργίας. Για κάθε επίπεδο εκμετάλλευσης το πραγματικό προϊόν αυξάνεται με σταθερό ρυθμό. Σύμφωνα με τον νόμο του Okun, στις κυκλικές διακυμάνσεις, κάθε ποσοστιαία μονάδα ανεργίας αντιστοιχεί σε 3 τοις εκατό του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος.
4. Ο πληθωρισμός επιταχύνεται σε υψηλά επίπεδα απασχόλησης επειδή οι σφιχτές αγορές συστηματικά και επαναλαμβανόμενα δημιουργούν αυξήσεις στους μισθούς και τις τιμές επιπρόσθετα από αυτές που έχουν ενσωματωθεί στις προσδοκίες. Σε μικρά ποσοστά εκμετάλλευσης, ο πληθωρισμός επιβραδύνεται, αλλά σε ασύμμετρα αργό ρυθμό. Στο φυσικό επίπεδο ανεργίας

ο βαθμός εκμετάλλευσης των πόρων δεν δημιουργεί πιέσεις, ούτε ανοδικές ούτε καθοδικές, στις τιμές και στους καθαρούς μισθούς. Έτσι έγινε αποδεκτή η αντίληψη για ένα ποσοστό ανεργίας που δεν επιταχύνει τον πληθωρισμό (NAIRU) σαν πρακτικός περιορισμός για κάθε πολιτική, ακόμα και αν κάποιοι υποστηριχτές του δεν το όριζαν σαν το άριστο επίπεδο απασχόλησης ή το επίπεδο ισορροπίας.

5. Για τα εργαλεία της διαχείρισης της ζήτησης δεν υπήρξε πλήρης συναίνεση. Η μονεταριστική αντεπανάσταση είχε τροφοδοτήσει δημόσια συζήτηση για την αποτελεσματικότητα των νομισματικών και των δημοσιονομικών μέτρων και τους σωστούς δείκτες και στόχους της νομισματικής πολιτικής.

Αξίζει να σημειωθεί ότι το μεγαλύτερο μέρος αυτής της συναίνεσης παραμένει στον πυρήνα των μοντέρνων συμβατικών μοντέλων της νομισματικής πολιτικής (Goodfriend, 2005).

Ο Tobin ήταν ο πιο απαισιόδοξος από άλλους Κευνσιανιστές οικονομολόγους, όπως ο Okun (1978), αναφορικά με το ότι η αποπληθωριστική νομισματική πολιτική από μόνη της θα μπορούσε να μειώσει τον πληθωρισμό με ένα αποδεχτό κόστος ανεργίας. Οι απόψεις του Tobin είναι άξιες αναφοράς επειδή αντικατοπτρίζουν τις πιο απαισιόδοξες αντιλήψεις για την δύναμη της νομισματικής πολιτικής να ελέγξει τον πληθωρισμό.

Οι Μονεταριστές, Milton Friedman, Karl Brunner και Alan Meltzer, ήταν αισιόδοξοι ότι το Fed θα μπορούσε και θα έπρεπε να χρησιμοποιήσει μόνο τη νομισματική πολιτική για να περιορίσει τον πληθωρισμό. Η Μονεταριστική θεωρία και οι οδηγίες τις για τη νομισματική πολιτική βασίζονταν στην ποσοτική θεωρία του χρήματος, σε αποδείξεις από πολλές χώρες που αποδείκνυαν ότι ένας διατηρούμενος πληθωρισμός σχετιζόταν με υπέρμετρη αύξηση της προσφοράς του χρήματος, και αποδείξεις ότι ο

πληθωρισμός θα μπορούσε να αντιμετωπιστεί με την επιβράδυνση της προσφοράς του χρήματος (Goodfriend, 2005).

Συγκεκριμένα οι μονεταριστές κατάφεραν να αποδείξουν ικανοποιητικά ότι η ζήτηση χρήματος στις ΗΠΑ ήταν αρκετά σταθερή ώστε να επιτρέψει στην κεντρική τράπεζα να μειώσει το ποσοστό του πληθωρισμού με την μείωση του ποσοστού της προσφοράς χρήματος. Με την στοιχειοθέτηση θεωρίας και εμπειρίας για την ανάγκη του ελέγχου της προσφοράς του χρήματος για τον έλεγχο του πληθωρισμού και ότι μια κεντρική τράπεζα θα μπορούσε να ελέγξει την προσφορά χρήματος, οι μονεταριστές έβαλαν τα θεμέλια για το Fed του Volcker να αναλάβει την ευθύνη για τον πληθωρισμό μετά τον Οκτώβρη του '79 και να τον μειώσει.

Οι μονεταριστές όμως, όπως οι κενσσιανιστές, πίστευαν ότι ένας αποπληθωρισμός θα είχε μεγάλο κόστος. Η προηγούμενη εμπειρία με τις σκόπιμες εναλλαγές πληθωρισμού – αποπληθωρισμού το είχε κάνει ξεκάθαρο ότι υπήρχε βραχυχρόνιο κόστος από την πλευρά της ανεργίας για την καταπολέμηση του πληθωρισμού και ότι κάθε φορά που γινόταν προσπάθεια αποπληθωρισμού το κόστος γινόταν ολοένα και μεγαλύτερο. Έτσι τόσο οι κενσσιανιστές όσο και οι μονεταριστές αντιλήφθηκαν ότι το κόστος σε ανεργία για μόνιμο αποπληθωρισμό θα μειωνόταν σημαντικά αν το Fed μπορούσε να αποκτήσει αξιοπιστία για χαμηλό πληθωρισμό. Σε έναν αξιόπιστο αποπληθωρισμό, η προσφορά χρήματος και ο πληθωρισμός θα μειώνονταν ταυτόχρονα, με μια μικρή αύξηση της ανεργίας.

Οι μονεταριστές έτειναν να είναι πιο αισιόδοξοι από τους κενσσιανιστές για τον εν δυνάμει ρόλο της αξιοπιστίας γιατί έβλεπαν ένα σημαντικότερο ρόλο για τις προσδοκίες στον καθορισμό των μισθών και των τιμών και ένα μικρότερο ρόλο για αδράνεια. Εν πάσει περιπτώσει, τον Οκτώβριο του '79 δεν ήταν καθόλου ξεκάθαρο πόσο σύντομα το Fed του Volcker θα μπορούσε να αποκτήσει αξιοπιστία για χαμηλό

πληθωρισμό, πόσο δαπανηρός θα ήταν ένας αποπληθωρισμός ή ακόμα αν θα ήταν επιτυχημένος, με δεδομένη την πίεση που θα ασκούσαν στο Fed σαν αποτέλεσμα της επακόλουθης ύφεσης (Goodfriend, 2005).

Τι συνέβη μετά το '79 και η Πολιτική Greenspan

Όπως ήδη αναφέρθηκε, τα τρία πρώτα χρόνια ο πληθωρισμός μειώθηκε από 10% σε 4%. Ακολούθησε ύφεση με πτώση του ρυθμού ανάπτυξης του ΑΕΠ και αύξηση της ανεργίας στα μέγιστα επίπεδα μετά το τέλος του Δεύτερου Παγκοσμίου Πολέμου (Goodfriend, 2005).

Προς το τέλος όμως, του '82 η έμφαση που είχε δοθεί στη στόχευση του M1, έδειχνε να μην εξυπηρετεί τους αντιπληθωριστικούς στόχους και ο έλεγχος του σαν ενδιάμεσου στόχου στην άσκηση της πολιτικής σιγά σιγά αποδυναμώθηκε (Thorton, 2004). Έτσι το Fed αλλάζει ξανά πολιτική το '82 και στρέφει την προσοχή του στα δανειζόμενα αποθέματα, αλλά δεν ανακοινώνει ποτέ επίσημα την αλλαγή αυτή. Στην ουσία όμως επανέρχεται στην τεχνική που χρησιμοποιούσε πριν το '79, τη στόχευση του επιτοκίου των αποθεματικών κεφαλαίων, αλλά τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου πίστευαν ότι θα ήταν άσχημο να θεωρηθεί ότι επιστρέφουν σε μια αποτυχημένη πολιτική και έτσι δεν ανακοίνωναν ότι στόχευαν το επιτόκιο των αποθεματικών κεφαλαίων.

Η αποκαλούμενη πολιτική των δανειζόμενων αποθεμάτων, διατηρήθηκε μέχρι το 1997, οπότε και χρησιμοποιήθηκε ξανά η στόχευση του επιτοκίου των αποθεματικών κεφαλαίων. Μόνο στις 22 Δεκεμβρίου του '99 ανακοινώθηκε επίσημα ότι «η *FOMC* δεν έκανε σήμερα αλλαγή του στόχου του επιτοκίου» (Thorton, 2004).

Ο Πρόεδρος Greenspan ανέλαβε θητεία το 1987 και συνέχισε το αποπληθωριστικό έργο του Volcker με μεγάλη επιτυχία. Επί της προεδρίας του χρησιμοποιήθηκε η

αποκαλούμενη πολιτική των δανειζόμενων αποθεμάτων, η οποία ήταν στην ουσία η πολιτική στόχευσης του επιτοκίου των αποθεματικών κεφαλαίων.

Κατά τη διάρκεια της προεδρίας του Greenspan ο πληθωρισμός αυξήθηκε μόνο μία φορά, το 1990-91, και η αύξηση αυτή ήταν μικρή. Αντίθετα με τον Volcker, ο οποίος αντιμετώπισε μόνο το πρόβλημα του πληθωρισμού, ο Greenspan ήρθε αντιμέτωπος με διαφορετικού περιεχομένου προβλήματα, όπως δύο σοβαρές χρηματιστηριακές κρίσεις και τις κυλιόμενες διεθνείς οικονομικές διεθνείς κρίσεις του 1997 και 1998 (Blinder, 2005).

Όπως χαρακτηριστικά αναφέρει ο Blinder (2005), ο Greenspan δεν θα μείνει στην ιστορία σαν ο άνθρωπος που κατάφερε σε δεκαεπτά χρόνια να μειώσει τον πληθωρισμό από 4% σε 2%. Αντίθετα θα τον αναφέρει σαν τον Πρόεδρο του Fed ο οποίος αντιμετώπισε μια αξιοσημείωτα μεγάλη ποικιλία δύσκολων προκλήσεων για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα.

Οι επιπτώσεις της μεταρρύθμισης του 1979 στη Διεθνή Οικονομία

Οι Ηνωμένες Πολιτείες δεν ήταν μόνη χώρα με υψηλό ρυθμό πληθωρισμού στα τέλη της δεκαετίας του '70. Ο πληθωρισμός είχε φτάσει σε διψήφια ποσοστά στην Αγγλία, την Ιταλία, τη Γαλλία, τον Καναδά και ήταν υψηλός ακόμα και στη Γερμανία (Taylor, 2005).

Αμέσως μετά τις ΗΠΑ και η Αγγλία υιοθέτησε ανάλογες πολιτικές το Μάρτιο του 1980. Το ίδιο έκαναν σταδιακά και όλες οι ανεπτυγμένες αλλά και οι αναπτυσσόμενες οικονομίες, ακόμα και αν αρχικά πολλοί πίστευαν ότι η νομισματική πολιτική δεν ήταν αποτελεσματική στην αντιμετώπιση του πληθωρισμού και ακολουθούσαν πολιτικές που στόχευαν στον έλεγχο των μισθών και των τιμών.

Για να κατανοήσουμε την διάχυση της γνώσης πρέπει να σημειώσουμε δύο νομισματικές αρχές που εμφανίστηκαν από τα μέτρα που εφαρμόστηκαν τον Οκτώβρη του 199, έστω και αν τα μέτρα καταργήθηκαν το 1982. Αυτές οι αρχές ήταν που διαδόθηκαν σε όλο τον κόσμο.

Η πρώτη ήταν η δέσμευση που πρέπει να γίνεται στη σταθερότητα των τιμών. Μέχρι το 1998, 54 Κεντρικές Τράπεζες είχαν θέσει πληθωριστικούς στόχους (Taylor, 2005).

Η δεύτερη αρχή που προέκυψε από τον Οκτώβρη του '79 ήταν η εστίαση των κεντρικών τραπεζών σε πιο συστηματικές και διαυγείς διαδικασίες για τον καθορισμό των εργαλείων της πολιτικής που θα αποφέρουν τον στόχο της σταθερότητας των τιμών. Τόσο η θεωρία όσο και η εμπειρία έχουν αποδείξει ότι ο έλεγχος της νομισματικής πολιτικής είναι πιο εύκολος όταν υπάρχει διαφάνεια των λειτουργιών.

Αξίζει στο σημείο να αναφερθεί ότι το αξιοσημειώτο αναφορικά με το Fed και τις υπόλοιπες τράπεζες που εφάρμοσαν τις σχετικές πολιτικές, είναι το γεγονός ότι το Fed κατάφερε να μειώσει τον πληθωρισμό, χωρίς να έχει σημαντικές επιπτώσεις στην ανεργία (Ball, 2005).

Διδάγματα από τον αποπληθωρισμό του Volcker

Μέχρι τον Οκτώβρη του 1979 το επίπεδο και η μεταβλητότητα των πληθωρισμού και τον προσδοκιών για πληθωρισμό, που είχαν προκληθεί από δύο δεκαετίες με πολιτικές σκόπιμων εναλλαγών πληθωρισμού – αποπληθωρισμού, έκαναν την επιδίωξη για σταθεροποιητική πολιτική ακόμα πιο μπερδεμένη. Για την σταθεροποίηση της οικονομίας ήταν απαραίτητη μια πολιτική με μεγάλα πραγματικά επιτόκια. Επιπλέον, έγινε πολύ δύσκολο να ανιχνευτούν οι πληθωριστικές προσδοκίες του κοινού για να καταλάβουν πως οι ενέργειες της πολιτικής του επιτοκίου των ομοσπονδιακών αποθεμάτων μεταφραζόταν σε ενέργειες για το πραγματικό επιτόκιο.

Το κοινό διέκρινε δύσκολα τις προθέσεις για πολιτική του Fed, και το Fed δυσκολευόταν να εκτιμήσει την κατάσταση της οικονομίας και πως αυτή θα αντιδρούσε στις ενέργειες του. Η κατάσταση ήταν τέτοια που οι πιθανότητες για λάθη στην εφαρμογή πολιτικής ήταν πολύ μεγάλες. Εν συντομία, υπήρξε μια αμοιβαία διακοπή κατανόησης μεταξύ του Fed και του κοινού (Goodfriend 2005).

Το Fed σπάνια ζητούσε δημοσιότητα για τις ενέργειες της νομισματικής πολιτικής του. Όμως, η εμπιστοσύνη του κοινού είχε φθαρεί τόσο πολύ μέχρι τον Οκτώβρη του '79, που το Fed έσπασε την παράδοση και ανακοίνωσε την αλλαγή στις λειτουργικές διαδικασίες του μέσω του έντυπου τύπου. Αυτή η ανακοίνωση μέσω του τύπου εξυπηρετούσε τρεις βασικούς σκοπούς: i) συσχέτισε το Fed με τους μονεταριστές και έτσι εξαγόρασε κάποια αξιοπιστία έναντι του πληθωρισμού, ii) επέτρεψε στο Fed να κατηγορήσει την πιο σφιχτή πολιτική για τα υψηλά επιτόκια και iii) έδινε το σήμα ότι το Fed θα αναλάμβανε την ευθύνη για τον πληθωρισμό. Ακολουθεί αναφορά στα βασικά σημεία του αποπληθωρισμού του Volcker και τα διδάγματα για τη νομισματική πολιτική (Goodfriend 2005).

Εξίσου σημαντικά, σύμφωνα με τον Blinder (2005) είναι και τα ακόλουθα διδάγματα που προκύπτουν από τις πολιτικές τόσο του Volcker, όσο και του Greenspan:

- Μια σφιχτή νομισματική πολιτική μπορεί να μειώσει τον πληθωρισμό με ένα σημαντικό αλλά όχι και καταστροφικό κόστος,
- Η κεντρική τράπεζα πρέπει να είναι προσηλωμένη στην καταπολέμηση του πληθωρισμού,
- Η προσαρμοστικότητα είναι πολύ σημαντική για την νομισματική πολιτική.

Επίλογος

Στόχος της εργασίας ήταν η παρουσίαση των γεγονότων που οδήγησαν στην μεταρρύθμιση της πολιτικής του Federal Reserve των Οκτώβριο του 1979, πως πραγματοποιήθηκε η μεταρρύθμιση, ποιοι ήταν οι λόγοι που πραγματοποιήθηκε και τι την ακολούθησε. Η ανάλυση αυτή είχε μεγάλο ενδιαφέρον γιατί σε αρκετά μεγάλο βαθμό βασίστηκε σε πρακτικά συνεδριάσεων της Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς του Fed, άρα σε κείμενα αυτούσια από την συγκεκριμένη κρίσιμη ημέρα.

Η περιγραφή της κατάρρευσης του Συστήματος Σταθερών Ισοτιμιών του Bretton-Woods και των συνθηκών που επικρατούσαν κατά την περίοδο του Μεγάλου Πληθωρισμού, δίνουν το κατάλληλο υπόβαθρο για να γίνει ακόμα πιο κατανοητή η ανάγκη για νέες λειτουργικές διαδικασίες στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής του Fed.

Από την ανάλυση που προηγήθηκε προβλήθηκε και η προσωπικότητα του Προέδρου Volcker, ο οποίος έχει μείνει πια στην ιστορία σαν ο άνθρωπος που χαλιναγώγησε τον πληθωρισμό στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής.

Η ανάλυση της μεταρρύθμισης του Οκτωβρίου του 1979 και η ανάλυση των πολιτικών που εφαρμόστηκαν παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον, διότι επηρέασαν σε μεγάλο βαθμό τόσο το Διεθνές Νομισματικό Σύστημα όσο και τον τρόπο χάραξης των Νομισματικών Πολιτικών στις μεγάλες ανοικτές οικονομίες όπως παρουσιάστηκε στο τελευταίο μέρος της εργασίας.

Βιβλιογραφία

Axilrod, Stephen H. and Sternlight, Peter, “Proposal for Reserve Aggregates as Guide to Open Market Operations”, October 4, 1979, Memorandum to the Federal Open Market Committee, Transcript, Conference Call. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System, October 5, 1979.

Ball, Laurence, “Commentary” Federal Reserve Bank of St. Luis *Review*, March/April 2005, 87 (2, Part 2), pp. 263-68

Black, Robert, “Reflections on the October 6, 1979, Meeting of FOMC” Federal Reserve Bank of St. Luis *Review*, March/April 2005, 87 (2, Part 2), pp. 307-09

Blinder, Alan, “What Have We Learned Since October 1979?” Federal Reserve Bank of St. Luis *Review*, March/April 2005, 87 (2, Part 2), pp. 283-86

Board of Governors of the Federal Reserve System, “The Federal Reserve System: Purposes and Functions”, Ninth Edition, June 2005

Federal Open Market Committee, Πρακτικά, Washington DC: Board of Governors of the Federal Reserve System: various dates

Freedman, Charles, “Reflections on October 6, 1979, and Its Aftermath” Federal Reserve Bank of St. Luis *Review*, March/April 2005, 87 (2, Part 2), pp. 317-22

Friedman, Milton, “The Role of Monetary Policy” *American Economic Review*, March 1968, 58(1), pp.1-17.

Friedman, Milton, “Lessons from the 1979-82 Monetary Policy Experiment” *American Economic Review*, May 1984, 74(2), pp. 397-400.

Friedman, Benjamin, “What remains from the Volcker Experiment?” Federal Reserve Bank of St. Luis *Review*, March/April 2005, 87 (2, Part 2), pp. 323-27

Gavin, T. William, and Kydland, Finn E., “Nominal Facts and The October 1979 Policy Change” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 82(6), November/December 2000, pp. 39-61

Goodfriend, Marvin, “The Monetary Policy Debate Since October 1979: lessons for Theory and Practice” *Federal Reserve Bank of St. Luis Review*, March/April 2005, 87 (2, Part 2), pp. 243-62

Issing, Otmar, “Why Did the Great Inflation Not Happen in Germany?” *Federal Reserve Bank of St. Luis Review*, March/April 2005, 87 (2, Part 2), pp. 329-35

McCallum, Bennett T. “Recent Developments in Monetary Policy Analysis: The Role of Theory and Evidence” *Journal of Economic Methodology*, July 1999, 6(2), pp. 171-98

Meltzer, Alan, “Origins of the Great Inflation”, *Federal Reserve Bank of St. Luis Review*, March/April 2005, 87 (2, Part 2), pp. 145-75

Lindsey, D, Orphanides A, and Rasche R., “The Reform of October 1979: How it Happened and Why” *Federal Reserve Bank of St. Luis Review*, March/April 2005, 87 (2, Part 2), pp. 187-235

O’Brien, James, “The Information Value of the FOMC Policy Directive under the New Operating Procedures”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol 16, No.2, May 1984, pp. 151-64.

Okun, Arthur M, “Efficient Disinflation Policies” *American Economic Review*, May 1978, 68, pp. 348-52

Orphanides, Athanasios, “Monetary Policy Rules Based on Real Time data” *American Economic Review*, September 2001, 91(4) pp. 964-85

Orphanides, Athanasios, "Monetary Policy and the Great Inflation" *American Economic Review*, May 2002 92(2), pp. 115-20

Orphanides, Athanasios, "The Quest for Prosperity Without Inflation" *Journal of Monetary Economics*, April 2003, 50(3) pp. 633-63.

Orphanides, Athanasios, "Monetary Policy Rules, Macroeconomic Stability and Inflation: A View from the Trenches" *Journal of Money, Credit, and Banking*, April 2004, 36(2), pp. 151-75

Poole, William, "Federal Reserve Operating Procedures: A Survey and Evaluation of the Historical Record since October 1979" *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 14, No. 4, Part 2: The Conduct of U.S. Monetary Policy, November 1982, pp. 575-96

Rich, Georg, "The International Consequences of the 1979 U.S. Monetary Policy Switch: The Case of Switzerland" *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, March/April 2005, 87 (2, Part 2), pp. 337-41

Sternlight, P.D. "Monetary Policy and Open Market Operations during 1991," *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, 1992 17(1), 72-95.

Schultz, Frederick, "The Changing Role of the Federal Reserve" *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, March/April 2005, 87 (2, Part 2), pp. 343-48

Schwartz, Anna, "Aftermath of the Monetarist Clash with the Federal Reserve Before and During the Volcker Era" *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, March/April 2005, 87 (2, Part 2), pp. 349-51

Taylor, John, "The International Implications of October 1979: Toward a Long Boom on a Global Scale" *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, March/April 2005, 87 (2, Part 2), pp. 269-75

Tobin, James, “Stabilization Policy Ten Years After” *Brookings Papers on Economic Activity*, 1980, 1, pp.19-71

Thorton, Daniel, “When did the FOMC Begin Targeting the Federal Funds Rate? What the Verbatim Transcripts Tell Us” *Working Paper Series*, Federal Reserve Bank of St. Luis, August 2004