

*«Η παγκόσμια οικονομική
κρίση σύμφωνα με το
κεϋνσιανό μοντέλο»*



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ
ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: κ. Βαρελάς Ε.

ΜΕΛΕΤΗ: Χάιδω Ζουπούδη

ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2009

ΘΕΜΑ : Η παγκόσμια οικονομική κρίση από άποψη κεϋνσιανής πολιτικής

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Σελ.

| | |
|---|-----------|
| 1. Περίληψη..... | 3 |
| 2. Εισαγωγή και ανάλυση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης - Θεωρητικές προσεγγίσεις..... | 4 |
| ➤ 1. Παγκόσμια Οικονομική Κρίση..... | 4 |
| ➤ 2. Η κατάσταση πριν από την κρίση..... | 5 |
| ➤ 3. Το ξεκίνημα της κρίσης..... | 5 |
| ➤ 4. Οι επιπτώσεις της κρίσης..... | 7 |
| ➤ 5. Τα μέτρα που ελήφθησαν..... | 12 |
| ➤ 6. Η κρίση της Ελληνικής Οικονομίας και η αντιμετώπισή της..... | 13 |
| ➤ 7. Η σχέση των οικονομικών θεωριών με την οικονομική κρίση..... | 19 |
| ➤ 8. Οι Κεϋνσιανοί οικονομολόγοι | 20 |
| ➤ 9. Κριτικές των κεϋνσιανών οικονομικών..... | 21 |
| • 9.1 Η μονεταριστική κριτική των κεϋνσιανών οικονομικών..... | 21 |
| ➤ 10. Τα νεοκεϋνσιανά οικονομικά..... | 23 |
| ➤ 11. Η κεϋνσιανή αναγέννηση του 2008/2009..... | 24 |
| ➤ 12. Ο Keynes και η χρηματοπιστωτική πλευρά της ύφεσης..... | 25 |
| ➤ 13. Η θεωρία της κεντρικής τράπεζας υπό το φώς της οικονομικής κρίσης...27 | |
| ➤ 14. Τρόποι αντιμετώπισης της κρίσης..... | 29 |
| 3. Εμπειρική ανάλυση σύμφωνα με το μακροοικονομικό μοντέλο..... | 31 |
| ➤ 1. Εισαγωγή..... | 31 |
| ➤ 2. Βασικό Μοντέλο..... | 35 |
| • 2.1 Η πλευρά της προσφοράς και οι τιμές..... | 35 |
| • 2.2 Τα νοικοκυριά..... | 37 |
| • 2.3 Οι εμπορικές τράπεζες..... | 38 |
| ▪ 2.3.1 Κανόνες τιμολόγησης επιτοκίου..... | 39 |
| ▪ 2.3.2 Ζήτηση για υπερβολικά αποθέματα..... | 40 |
| ▪ 2.3.3 Δανεισμός από την κεντρική τράπεζα..... | 42 |
| • 2.4 Κεντρική τράπεζα και κυβέρνηση..... | 42 |

| | |
|---|-----------|
| • 2.5 Επενδύσεις και αγορά αγαθών..... | 43 |
| ➤ 3. Η επίλυση του μοντέλου..... | 43 |
| ➤ 4. Η επίδραση της νομισματικής πολιτικής..... | 47 |
| ➤ 5. Η υπερβάλλουσα ρευστότητα και η συμπεριφορά τιμολόγησης..... | 48 |
| • 5.1 Επιτόκια καταθέσεων..... | 50 |
| • 5.2 Ασφάλιστρο κινδύνου και επιτόκια δανεισμού..... | 55 |
| ➤ 6. Συμπεράσματα..... | 57 |
| 4. Επίλογος..... | 60 |
| 5. Βιβλιογραφία..... | 63 |
| 6. Παράρτημα..... | 66 |

1. Περίληψη

Αντικείμενο της μελέτης αποτελεί η διερεύνηση, μέσα από το κεϋνσιανό πρίσμα, των κύριων χαρακτηριστικών και των επιπτώσεων της παρούσας οικονομικής κρίσης, τόσο σε παγκόσμιο όσο και σε εθνικό (Ελληνικό) επίπεδο. Με άλλα λόγια, θα καταβληθεί μέσα από το οπτικό πρίσμα ενός απλού μοντέλου πιστωτικών ατελειών της αγοράς, προσπάθεια επιστημονικής προσέγγισης του ειδικότερου φαινομένου της ρευστότητας (οικονομικών αντοχών σε περιόδους κρίσεων) των τραπεζικών ιδρυμάτων και της επιρροής που αυτά ασκούν στην νομισματική πολιτική κάθε χώρας αλλά και σε παγκόσμιο επίπεδο.

Η μελέτη αυτής της οικονομικής αλληλεπίδρασης, που δημιουργείται από την αδυναμία ρευστότητας των τραπεζικών ιδρυμάτων, οδηγεί στην επιστημονική διαπίστωση ότι τα χρεωστικά επιτόκια τίθενται ως ασφάλιστρο πέραν του κόστους δανεισμού από την κεντρική τράπεζα (το οποίο εξαρτάται από την καθαρή αξία της επιχείρησης), με συνέπεια η ζήτηση για αποθέματα να είναι καθορισμένη από παράγοντες πρόληψης καθώς και από μεταβλητές κόστους ευκαιρίας. Το βασικό πλαίσιο του μοντέλου εξετάζει τις αλλαγές που μπορεί να επιφέρει μια μεταβολή στο επιτόκιο εκκαθάρισης και στην απαραίτητη αναλογία των αποθεματικών. Στη συνέχεια, η μελέτη επεκτείνεται στην έρευνα της σχέσης αλληλεπίδρασης μεταξύ της ρευστότητας των τραπεζικών κανόνων τιμολόγησης και την μακροοικονομική ισορροπία. Οι συμμετρικοί και ασύμμετροι κανόνες υπάρχουν προκειμένου να παρέχουν νέες εξηγήσεις του “prize puzzle”, όπως και του φαινομένου του “στασιμοπληθωρισμού”, το οποίο συνδέεται με την περιοριστική νομισματική πολιτική.

Συμπερασματικά, η δομή της παρούσας έρευνας διαρθρώνεται ως εξής : Στην πρώτη ενότητα παρουσιάζεται ένα ευρύ φάσμα προηγούμενων αναφορών στο συγκεκριμένο θέμα, καθώς και ποικίλες αναλύσεις και συμπεράσματα, στα οποία κατέληξαν προγενέστερες μελέτες (πρώιμες και πλέον πρόσφατες). Περαιτέρω, παρατίθεται η εμπειρική ανάλυση του μοντέλου, το οποίο στηρίζει όλα όσα αναφέρθηκαν προηγουμένως σε θεωρητικό επίπεδο και, τέλος, ακολουθούν τα βασικότερα συμπεράσματα, στα οποία καταλήγει η βιβλιογραφική και εμπειρική αναφορά της παρούσας.

2. Εισαγωγή και ανάλυση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης - Θεωρητικές προσεγγίσεις

1. Παγκόσμια Οικονομική Κρίση

Κατά τον χρόνο που γράφτηκε η παρούσα μελέτη, η παγκόσμια οικονομία κλονίζεται συθέμελα, από μια αιφνίδια οικονομική κρίση, η οποία κατέλυσε μέσα σε χρονικό διάστημα λίγων μόλις μηνών, όλες τις ασφαλιστικές δικλείδες των σύγχρονων παγκόσμιων οικονομικών συστημάτων, διαψεύδοντας πληθώρα οικονομικών αντιλήψεων. Η νέα πραγματικότητα υπήρξε απότοκος συνέπεια των ακόλουθων τριών επιβαρυντικών παραγόντων: 1. Της κρίσης που ξέσπασε στις πιστωτικές αγορές. 2. Της κατάρρευσης των αγορών κατοικίας. Και, 3. Της πτώσης στις αγορές των μετοχών. Η διεθνής αυτή οικονομική κρίση, που πλήττει με ιδιαίτερη σφοδρότητα όλες τις βιομηχανικές χώρες του κόσμου, προκαλεί την προοδευτική κατάρρευση των μεγάλων τραπεζών και την βαθμιαία πτώση των αγορών, απειλώντας με παγκόσμια οικονομική ύφεση. Είναι χαρακτηριστικό ότι, το ισχυρότερο σε διεθνές επίπεδο οικονομικό σύστημα των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής, κλονίστηκε ιεραρχικά πρώτο, μεταξύ άλλων χωρών, τον Δεκέμβριο του 2007. Στην ξέφρενη αυτή κατηφορική πορεία, ακολούθησαν το Νοέμβριο του 2008, η Ευρωπαϊκή Ένωση και η Ιαπωνία. Σύντομα, εξαιτίας της μείωσης της ζήτησης που ακολούθησε στις ανωτέρω προηγμένες οικονομικές δυνάμεις, έγιναν εμφανείς οι επιπτώσεις της ραγδαίας οικονομικής κρίσης και στις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Ειδικότερα, κάθε προοπτική ανάπτυξης και κάθε επενδυτικό σχέδιο ανεστάλη, ακυρώθηκε ή ακόμη παρέλυσε ολοκληρωτικά.

Η εξελισσόμενη αυτή σοβαρή κρίση, την οποία βίωσε και εξακολουθεί να βιώνει το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα, παρόλο που δυναμίτισε αρχικά μόνο τις αγορές των ΗΠΑ, μέσα σε σύντομο χρονικό διάστημα είχε καταφέρει να εξαπλωθεί και να μολύνει όλες τις παγκόσμιες οικονομίες, τις οποίες συμπαρέσυρε λόγω ακριβώς της αλληλεξάρτησης και του αλληλένδετου χαρακτήρα των οικονομικών συστημάτων των κρατών αυτών. Διαπιστώνοντας, επομένως, την στενή σχέση εξάρτησης και επηρεασμού, που έχει διαμορφωθεί μεταξύ των τοπικών οικονομιών, προβάλλει όλο και πιο έντονη, δηλαδή επιτακτική η ανάγκη συνεργασίας των χωρών,

προκειμένου να αντιμετωπισθεί το φαινόμενο της παγκόσμιας, πλέον, οικονομικής κρίσης.

2. Η κατάσταση πριν από την κρίση

Προτού κλονιστούν τα παγκόσμια οικονομικά συστήματα από την κρίση του 2008, το κλίμα στην οικονομία χαρακτηριζόταν από πληθώρα οικονομολόγων ως ελπιδοφόρο. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούσαν δειγματοληπτικά οι κτηματομεσιτικές αγορές, καθώς και οι τιμές πετρελαίου, οι οποίες είχαν ανοδική ξέφρενη πορεία με ασθενικά αυξανόμενες «προοπτικές» ζήτησης. Συγκεκριμένα, τον Ιούλιο του 2007 η τιμή του πετρελαίου ανά βαρέλι είχε φτάσει στη μέγιστη τιμή των 147 δολαρίων. Η αδικαιολόγητη αυτή αύξηση καθώς και η ξηρασία, προκάλεσαν άνοδο στις τιμές των τροφίμων και αποτέλεσαν τον οιωνό της κρίσης. Οι τράπεζες, παρά όλα αυτά, «έβλεπαν» υψηλά κέρδη από τις πιστώσεις που σχεδίαζαν να χορηγήσουν στο κτηματομεσιτικό τομέα, λόγω ακριβώς της πλασματικά ανοδικής πορείας της αγοράς, ενώ από τις πιστώσεις αυτές μπορούσαν να επωφεληθούν και οι πελάτες με χαμηλό εισόδημα. Όταν αυξήθηκαν, ωστόσο, οι αξίες των κατοικιών, οι ιδιοκτήτες που απέκτησαν κατοικίες με στεγαστικά δάνεια, δανειοδοτήθηκαν περαιτέρω υποθηκεύοντας την επιπρόσθετη αξία. Οι τράπεζες χωρίς να περιμένουν την πληρωμή των δανείων και δείχνοντας απλά την αξία των υποθηκευμένων κατοικιών, προωθούσαν στην αγορά ομόλογα χωρίς οικονομικό αντίκρισμα, τα οποία τις απέφεραν νέες πηγές εσόδων, επί τη βάση των οποίων ανίσχυρων ομολόγων, στη συνέχεια δανειοδοτούσαν εκ νέου αφερέγγυους πελάτες. Οι αγοραστές των προαναφερθέντων ομολόγων, εν συνεχεία, τα πωλούσαν στην αγορά σε νέους επενδυτές ως «αξιόπιστα» ομόλογα και «αξιόπιστες» μετοχές.

3. Το ξεκίνημα της κρίσης

Όταν στις ΗΠΑ άρχισε η πτώση της αξίας των κατοικιών, οι δανειολήπτες με χαμηλό εισόδημα αντιμετώπισαν άμεσες δυσκολίες στην αποπληρωμή των δόσεων εξόφλησης, με συνέπεια οι τράπεζες να κατασχέσουν τις κατοικίες τους. Και όταν

αυτές προωθήθηκαν προς πώληση για να αποφέρουν ρευστό στις τράπεζες, τότε αυξήθηκε ακόμη περισσότερο η προσφορά με αποτέλεσμα να σημειωθούν μεγαλύτερες πτώσεις στις αξίες τους. Ως φυσικό επακόλουθο των παραπάνω, ήταν να σημειωθεί προοδευτική ισχυρή πτώση στα ομόλογα που βασίζονταν στα ενυπόθηκα δάνεια, ενώ η κατάσταση αυτή έκρουσε δυνατά για πρώτη φορά τον κώδωνα του κινδύνου σε όλες τις χρηματοοικονομικές εταιρίες. Παρόλο που δεν άλλαζαν οι όροι πληρωμής προς τους καταθέτες, οι τράπεζες βίωσαν προβλήματα κεφαλαίου, επειδή η περιουσία τους έχασε απότομα την αξία της.

Το πρόβλημα ρευστοποίησης που αντιμετώπισαν οι τράπεζες έπρεπε οπωσδήποτε να λυθεί με πίστωση από άλλα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, αλλά η λύση αυτή ήταν ασαφής και περιείχε εγγενή μεγάλο ρίσκο, με συνέπεια να αυξάνει ακόμη περισσότερο το κόστος της πίστωσης. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα, οι τράπεζες να αρνούνται να δανειοδοτήσουν περαιτέρω τους ήδη υπάρχοντες δανειολήπτες, ως αναμενόμενη δε συνέπεια του γεγονότος αυτού, ήταν μία απελπιστική συρρίκνωση του οικονομικού συστήματος. Στις αγορές άρχισε να επικρατεί κλίμα έλλειψης εμπιστοσύνης και οι προβληματικές τράπεζες άρχισαν να καταρρέουν. Τότε ήταν που η οικονομική κρίση άρχισε να επηρεάζει, αισθητά πλέον και τον παραγωγικό τομέα. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα της τιμής του πετρελαίου: Ακριβώς πριν από την κρίση, οι τιμές του πετρελαίου ακολουθώντας μία ανοδική πορεία έφτασαν στα υψηλότερα όρια όλων των εποχών. Τον Ιούνιο η τιμή πετρελαίου ανά βαρέλι έφτασε τα 147 δολάρια. Οι χώρες που το εξήγαγαν ήταν ευχαριστημένες αλλά δεν θα μπορούσε να ειπωθεί το ίδιο και για τους καταναλωτές, οι οποίοι με δυσφορία έβλεπαν τις τιμές να φτάνουν σε επίπεδα ρεκόρ. Οι χώρες αξιολογώντας ότι οι τιμές θα παραμείνουν στα επίπεδα αυτά, διαμόρφωσαν ανάλογους προϋπολογισμούς. Με το ξεκίνημα της χρηματοοικονομικής κρίσης στις αγορές, επικράτησε η άποψη ότι θα μειωθεί η ζήτηση πετρελαίου, προκαλώντας ταχεία πτώση των τιμών και έτσι στα μέσα του Οκτωβρίου η τιμή του βαρελιού του αργού πετρελαίου έπεσε κάτω από τα 70 δολάρια με πτώση της τάξης του 50%. Αντιλαμβάνεται κανείς από τα προαναφερθέντα ότι, η επίδραση των γεγονότων έφερε αρνητική ψυχολογία σε όλα τα επίπεδα των αγορών, η οποία λιμνάζουσα για μακρό χρονικό διάστημα, κατέστρεψε ολοσχερώς κάθε ιδέα οικονομικής ανάκαμψης, ανακυκλώνοντας τον φαύλο κύκλο.

4. Οι επιπτώσεις της κρίσης

Αρχικά στην οικονομία και ιδιαίτερα στους επενδυτές, επικρατούσε μια ανησυχία λόγω της απότομης σμίκρυνσης των αγορών. Το εύρος της χρηματοοικονομικής κρίσης έπειτα ήταν τόσο μεγάλο που επηρέασε εξολοκλήρου τις παγκόσμιες αγορές, ενώ η άνοδος της τιμής του χρυσού ήταν ένας δείκτης του κλίματος ανασφάλειας που επικρατούσε. Η κρίση αυτή παρομοιάστηκε με το οικονομικό κραχ του 1929 που βίωσαν οι ΗΠΑ. Εκείνη την περίοδο η Αμερική υπέστη τεράστιες ζημιές, η ανεργία έφτασε σε επίπεδα ρεκόρ και τα ίχνη της ήταν ορατά για αρκετό καιρό. Για να λυθεί ωστόσο το υπαρκτό δανειοδοτικό πρόβλημα έγιναν σημαντικές παρεμβάσεις ώστε να μην αυξηθεί η ανεργία και η στασιμότητα στις αγορές. Οι ΗΠΑ, γνωστές για την φιλελεύθερη οικονομική πολιτική που ασκούν, κράτησαν τις κρατικές παρεμβάσεις σε χαμηλά επίπεδα. Λόγω της οικονομικής κρίσης, όμως, και στην προσπάθειά τους να επιλύσουν το πρόβλημα, δεν δίστασαν εντούτοις να κρατικοποιήσουν κάποιες τράπεζες, κόντρα στην μέχρι τότε οικονομικοκοινωνική φιλοσοφία της μη παρέμβασης στην αχαλίνωτη εξέλιξη των αγορών.

Η παρούσα χρηματοπιστωτική κρίση ξεκίνησε από τον χρηματοπιστωτικό τομέα με τα λεγόμενα «τοξικά ομόλογα». Στη συνέχεια, ωστόσο, εξαπλώθηκε στον πραγματικό τομέα της διεθνούς οικονομίας, σημειώνοντας μια δραματική μείωση της παγκόσμιας ζήτησης και οπισθοχώρηση της βιομηχανικής παραγωγής, με αποτέλεσμα να υπάρξει περαιτέρω αποδυνάμωση-συρρίκνωση της διεθνούς οικονομίας και ραγδαία αύξηση της ανεργίας. Το πρωτοφανές μέγεθος της διεθνούς οικονομικής κρίσης, οδήγησε σε μια προσπάθεια συντονισμένης αντίδρασης των κυβερνήσεων, των κεντρικών τραπεζών και των διεθνών οργανισμών, προκειμένου να αποτραπεί η περαιτέρω όξυνση της κατάστασης και να υπάρξει σταδιακή αποκατάσταση των συνθηκών ομαλότητας στην οικονομία. Με άλλα λόγια, επικράτησε κλίμα πανικού, ο οποίος επέφερε αναπάντεχες δυσμενείς συνέπειες μόνιμης ανησυχίας τόσο στους πολίτες όσο και στις κυβερνήσεις όλων των κρατών.

Στη ζώνη του ευρώ, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα προχώρησε σε διαδοχικές μειώσεις του βασικού επιτοκίου, ενώ αρκετές κεντρικές τράπεζες προχώρησαν σε παρεμβάσεις στις αγορές ή ακόμη και σε απευθείας χρηματοδοτήσεις των επιχειρήσεων. Επίσης, πάρα πολλές κυβερνήσεις μπροστά στην καλπάζουσα

δυσμενή εξέλιξη των γεγονότων, αναγκάστηκαν, φοβούμενες τα χειρότερα, να χρηματοδοτήσουν με ρευστό κρατικό χρήμα τους τραπεζικούς οργανισμούς, οι οποίοι αδυνατούσαν να ανταπεξέλθουν στην μεγάλη ζήτηση για ρευστότητα στην αγορά.

Στην Ελλάδα, είχαμε το γνωστό «πακέτο των 28 δισ.» για τη στήριξη του εγχώριου πιστωτικού συστήματος, το οποίο επηρεάστηκε από τη διεθνή κρίση, με μικρότερη όμως ένταση σε σχέση με άλλες χώρες. Σε αυτό συνέβαλλαν σε ένα βαθμό το μικρό μέγεθος και η εσωστρέφεια της ελληνικής οικονομίας, καθώς και το γεγονός ότι οι ελληνικές τράπεζες είχαν αποφύγει την έκθεση σε «τοξικά», όπως αποδείχτηκε, προϊόντα, εστιάζοντας σε πιο παραδοσιακές-συντηρητικές δραστηριότητες.

Ωστόσο, ο αντίκτυπος της διεθνούς οικονομικής κρίσης στην εγχώρια ελληνική αγορά, έχει κάνει ήδη την εμφάνισή του, με επιβράδυνση των περισσότερων οικονομικών δεικτών. Το 2009 αποτελεί μία χρονιά αυξημένης αβεβαιότητας, κατά την οποία η εμπιστοσύνη στην οικονομία έχει αποσταθεροποιηθεί, οι επιχειρηματικές προσδοκίες έχουν υποχωρήσει, η παραγωγή έχει μειωθεί, η ανεργία διογκώνεται, τα εισοδήματα περιορίζονται και εντάθηκε η διεύρυνση των κοινωνικών ανισοτήτων. Όλα τα παραπάνω, σε συνδυασμό με τα γνωστά δημοσιονομικά προβλήματα της χώρας, τα οποία προηγούνταν χρονικά της οικονομικής κρίσης, αποτέλεσαν και αποτελούν ένα εκρηκτικό μείγμα για την ανηφορική πορεία προς την ανάπτυξη και την κοινωνική συνοχή.

Σήμερα, μετά την κρατική ενίσχυση των 28 δισ. προς τις τράπεζες, αλλά και τις ενισχυτικές παρεμβάσεις της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα έχει αποκτήσει μία επάρκεια ρευστότητας, την οποία ωστόσο δείχνει δισταγμό να διοχετεύσει στην αγορά. Παρά τις διαδοχικές μειώσεις των βασικών επιτοκίων, οι τράπεζες εξακολουθούν να εφαρμόζουν την πολιτική των χορηγήσεων υψηλών επιτοκίων. Επιπλέον, εφαρμόζοντας πολύ αυστηρότερα κριτήρια στη χορήγηση των πιστώσεων, έχουν περιορίσει τις διευκολύνσεις προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και χορηγούν με αδικαιολόγητη φειδώ στεγαστικά δάνεια, με δυσμενείς συνέπειες για τις κατασκευές και τους άμεσα με αυτές συνδεδεμένους κλάδους, οι οποίοι επηρεάζουν ολόκληρη την αγορά.

Για την επούλωση της οικονομικής αυτής δυσχέρειας που δημιουργήθηκε ως απόρροια της διστακτικότητας των τραπεζών να διοχετεύσουν την κρατική ενίσχυση των 28 δισ. στην αγορά, θεωρήθηκε αναγκαία η υιοθέτηση ενός συστήματος κρατικού παρεμβατισμού με κύριο στόχο την αναβίωση και την επανεκκίνηση της

τελματωμένης παραγωγικής διαδικασίας της αγοράς. Δυστυχώς όμως, η προσδοκία αυτή δεν επιτεύχθηκε διότι τα τραπεζικά ιδρύματα φάνηκαν αδικαιολόγητα διστακτικά απέναντι στην χρηματοδότηση των αγορών, εκμεταλλευόμενες προς ίδιον όφελος τα επιχορηγηθέντα χρήματα και όχι προς όφελος των επιχειρήσεων. Αβίαστα συνάγεται από τα προαναφερθέντα η επιβεβαίωση της οικονομικής αντίληψης του Κένυς σύμφωνα με την οποία θα έπρεπε να παρέμβει το ίδιο το κράτος με την δυναμική και σε ευρύ επίπεδο εκτέλεση δημόσιων δαπανών, δηλαδή την εκτέλεση έργων και δημόσιων επιχειρήσεων, με στόχο την αύξηση των μονάδων εργασίας και παραγωγής και την αναθέρμανση της αγοράς, εν' ανάγκη και με την αύξηση του δημοσίου χρέους. Οι δημόσιες δαπάνες μπορούν επίσης να πάρουν τη μορφή διαφόρων ειδών επιδομάτων και ενισχύσεων με κύριο πάντα στόχο την αναδιανομή και την επανόρθωση της ισορροπίας του συστήματος. Επειδή ακριβώς αγνοήθηκε στην παρούσα οικονομική κρίση, η οικονομική φιλοσοφία της θεωρίας του Κένυς, για το λόγο αυτό και αναγκάστηκαν τα κράτη να υιοθετήσουν μέτρα εποπτικού ελέγχου διαχείρισης του χρήματος εκ μέρους των τραπεζικών ιδρυμάτων, αποδεικνύοντας έτσι την παταγώδη αποτυχία της εσφαλμένης παρέμβασής τους.

Έγινε ολοφάνερο πια, ότι η επιχορήγηση οικονομικής βοήθειας προς τις τράπεζες σε περιόδους κρίσεων είναι πλήρως αντίθετη με την πολιτική του Κένυς, ο οποίος επιζητά αύξηση των ελλειμμάτων στις περιόδους κρίσεων, τα οποία και θα χρηματοδοτούνται από τα πλεονάσματα των οικονομικά ευνοϊκότερων περιόδων. Τούτο βέβαια προϋποθέτει την ύπαρξη πλεονασμάτων από άλλες ευνοϊκότερες περιόδους, πράγμα το οποίο είναι αμφίβολο κατά πόσο προϋπήρχε. Με δεδομένο επίσης ότι η ζήτηση είναι περιορισμένη λόγω της συνεχούς μείωσης των εισοδημάτων, ο Κένυς πρότεινε ως τρόπους αντιμετώπισης της κρίσης την αύξηση των κρατικών δαπανών, την επέκταση των δημοσίων έργων και την εξάπλωση του κρατικού παρεμβατισμού σε καίριους για την οικονομία κλάδους, όπως ο κλάδος των υποδομών, ως μορφή πυροδότησης της ζήτησης και ενεργοποίησης του οικονομικού κύκλου. Διεξοδικότερη αναφορά στις ιδέες και την πολιτική της κενυσιακής θεωρίας εκτίθεται σε κύριο μέρος της παρούσας εργασίας

Με δεδομένο ωστόσο το γεγονός ότι δεν υπήρξε επαρκή χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας, αυτό είχε ως αποτέλεσμα την δημιουργία κλίματος ασφυξίας στην αγορά εξαιτίας τόσο της ανυπαρξίας νέων επιχειρήσεων και της αύξησης του κινδύνου επιχειρηματικότητας όσο και λόγω της αύξησης της ανεργίας.

Επιπλέον πολλές επιχειρήσεις είτε κινδυνεύουν να κλείσουν, είτε να περιορίσουν σημαντικά τις δραστηριότητές τους με δυσμενές επακόλουθο για την οικονομία και την κοινωνία. Στο σύνολο της οικονομίας, δηλαδή πλήθος μικρομεσαίων επιχειρήσεων και ελεύθερων επαγγελματιών αντιμετωπίζουν σοβαρότατα προβλήματα επιβίωσης με μη αναστρέψιμες επιπτώσεις στην παραγωγή, την απασχόληση και την ανάπτυξη.

Ήδη υπάρχει μεγάλη αύξηση της ανεργίας, το συνολικό μέγεθος της οποίας δεν αποτυπώνεται λόγω της ιδιότυπης περιοδικότητας, αλλά και της έντασής της στις ελαστικές μορφές απασχόλησης. Παρά τις προβλέψεις για σταδιακή ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας κατά τη διάρκεια του επόμενου έτους, δεν μπορεί να υπάρξει εφησυχασμός. Η ελληνική οικονομία, πέραν των πιέσεων που έχει υποστεί από τη διεθνή κρίση, βρίσκεται αντιμέτωπη με τα γνωστά διαρθρωτικά προβλήματα, όπως αποτυπώνονται και στα δημοσιονομικά μεγέθη (δηλαδή στο έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, το δημοσιονομικό έλλειμμα και το δημόσιο χρέος).

Παρατηρείται:

- συνεχής επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας,
- αναποτελεσματικότητα του φορο-εισπρακτικού μηχανισμού, των δημοσίων δαπανών και του κοινωνικού κράτους,
- μεγάλη εξάρτηση από τον δανεισμό,
- μεγάλη διστακτικότητα, έως αποχή, για επενδύσεις.

Οι κινήσεις πανικού έχουν λιγοστέψει σε σχέση με την περίοδο που ξέσπασε η κρίση, ενώ σιγά σιγά η κατάσταση αρχίζει να εξισορροπείται και η κινητικότητα και οι πτώσεις στα χρηματιστήρια έχουν μειωθεί. Το δολάριο επιπλέον έχει ανατιμηθεί. Δεν προκαλούν πλέον πανικό στις χρηματοοικονομικές αγορές οι ειδήσεις σχετικά με τις ζημιές που έχουν υποστεί κάποιες τράπεζες. Οι ειδικοί ωστόσο διασαφηνίζουν ότι η κρίση θα τελειώσει σε διάστημα δύο ετών. Προβλέπεται ακόμη ότι οι τράπεζες στις όποιες χορηγήθηκαν ενέσεις ρευστότητας να βγουν πιο ισχυρές από την κρίση. Οι ανακοινώσεις πτωχεύσεων που ήρθαν από μεγάλες εταιρίες χειροτέρεψαν την ήδη δυσμενή κατάσταση των αγορών, ενώ οι οικονομικές ενισχύσεις αν και αρχικά προορίζονταν για την τραπεζική αγορά άρχισαν να συμπεριλαμβάνουν και τις εταιρίες του παραγωγικού τομέα οι οποίες αντιμετώπιζαν

δυσκολίες λήψης δανείων. Η Ιαπωνία για παράδειγμα ανακοίνωσε μια οικονομική ενίσχυση για την υποστήριξη των εταιριών του παραγωγικού τομέα.

Μαζί με την κρίση παρουσιάστηκε η ανάγκη παγκόσμιας αναδιοργάνωσης. Η ανακοίνωση οικονομικών ενισχύσεων εξάλειψε την έλλειψη εμπιστοσύνης που επικρατούσε στις χρηματαγορές, ενώ διεθνείς οργανισμοί όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (IMF) και η Παγκόσμια Τράπεζα επεμβαίνοντας προσπάθησαν να εμποδίσουν την διεύρυνση της κρίσης. Η ομοσπονδιακή τράπεζα των ΗΠΑ (FED) μείωσε τα επιτόκια ανακουφίζοντας τις αγορές, ενώ αρκετές είναι οι χώρες που έχουν κατανοήσει ότι πρέπει να κινηθούν από κοινού για την επίλυση των οικονομικών και όχι μόνο προβλημάτων που επέφερε η κρίση.

«Η κρίση δεν έχει τελειώσει ακόμη και θα εξακολουθεί να υφίσταται όσο υπάρχει υψηλή ανεργία και όσο αυτή αυξάνεται. Μπορεί τα χειρότερα να έχουν περάσει, όμως η σταθερή ανάκαμψη αργεί». Αυτά δήλωσε πριν από δέκα μέρες ο πρόεδρος του Eurogroup. Και συνέχισε ότι η πορεία της ανάκαμψης θα εξαρτηθεί και από τη στρατηγική εξόδου των τραπεζών και των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων από τα κρατικά προγράμματα στήριξης, η οποία θα πρέπει να είναι συντονισμένη και να μην γίνει πρόωρα. Εξάλλου, στην έκθεση της Κεντρικής Τράπεζας (FED) που δόθηκε στη δημοσιότητα στις 2 του Σεπτεμβρίου αναγράφεται ότι η καταστροφή αποφεύχθηκε, αλλά η αμερικανική οικονομία δεν μπήκε ακόμη σε πορεία σταθερής ανάκαμψης. Και ως δυσσώονο γεγονός η διοίκηση της FED αναφέρει ότι η ανεργία που πλήττει βίαια ολόκληρη πλέον την αμερικάνικη επικράτεια αναμένεται να επιδεινωθεί. Αναφέρει η έκθεση ότι η FED «από την έναρξη της οικονομικής κρίσης, πριν από δύο χρόνια, χάθηκαν στις ΗΠΑ 6,7 εκατ. θέσεις μόνιμης εργασίας και έτσι σήμερα ο συνολικός αριθμός των ανέργων φτάνει στα 15 εκατ., κάτι που αποτελεί βαθιά πληγή και ντροπή για την οικονομία των ΗΠΑ. Τα ίδια όμως συμβαίνουν και σχεδόν σε όλα τα κράτη της Ευρώπης, με ισχυρές ή ασθενείς οικονομίες αδιάκριτα.

Αντιθέτως, ο πρόεδρος της Παγκόσμιας Τράπεζας Ρόμπερτ Ζέλιτ είναι αισιόδοξος και βλέπει την πιθανότητα μιας πραγματικής ανάκαμψης της παγκόσμιας οικονομίας. Την αισιόδοξη αυτή πρόβλεψη τη στηρίζει στην πολύ ικανοποιητική πορεία που ακολουθεί εσχάτως η οικονομία της Κίνας, καθώς και στη βελτίωση που παρατηρείται και σε άλλες ασιατικές οικονομίες. Εντούτοις, ο οικονομολόγος-αναλυτής καθηγητής Νουριέλ Ρουμπίνι εμφανίζεται έντονα απαισιόδοξος και τονίζει ότι η Κίνα δεν μπορεί να θεωρηθεί ακόμη η ατμομηχανή της παγκόσμιας οικονομίας,

καθώς το ΑΕΠ της χώρας αυτής φτάνει μόλις τα 3 τρισ. δολάρια, έναντι 15 τρισ. δολαρίων του ΑΕΠ των ΗΠΑ. Και η συνολική ετήσια κατανάλωση στο 1 τρισ. δολάρια, έναντι 10 τρισ. δολαρίων στις ΗΠΑ (ακατάσχετη υπερκατανάλωση). Ο Ρουμπίνι συνεχίζει ότι η διεθνής κοινότητα μέχρι σήμερα δεν έκανε τίποτα περισσότερο για την αντιμετώπιση της οικονομικής κρίσης, παρά να κοινωνικοποιήσει τις τραπεζικές ζημιές, δηλαδή να τις φορτώσει στους ώμους των λαών. Και θεωρεί έπειτα ότι η ανάκαμψη εμποδίζεται από δύο «βαρίδια». Από την υψηλή ανεργία αλλά και από τα υπέρογκα χρέη δημοσίου και ιδιωτών, προβλέποντας ότι σύντομα το συνολικό δημόσιο χρέος στην υφήλιο θα φτάσει στα 10 τρισ. δολάρια, ποσό τεράστιο, που ενδέχεται να προκαλέσει μια νέα σοβαρή κρίση, καθώς θα δημιουργηθούν αφάνταστες δυσκολίες στην εξυπηρέτησή του.

5. Τα μέτρα που ελήφθησαν

Χωρίς καμία απολύτως εξαίρεση, η οικονομική κρίση η οποία και ξεκίνησε στις ΗΠΑ, επηρέασε όλες τις οικονομίες των υπολοίπων χωρών. Στη προσπάθειά τους να την μετριάσουν, κρατικοποίησαν κάποιες τράπεζες, ενώ άλλες χώρες, όπως η Ιρλανδία, ανακοίνωσαν κρατική εγγύηση στις καταθέσεις, διάφορες έκτακτες κρατικές ενισχύσεις και ενέσεις ρευστότητας σε τράπεζες που αντιμετώπιζαν δυσκολίες (τα πλέον γνωστά «πακέτα βοήθειας των 28 δις.»). Σε χρηματοοικονομικές κρίσεις είναι φυσικό να επικρατεί πανικός γεγονός το οποίο και ωθεί τους καταθέτες να κάνουν ανάληψη των χρημάτων τους από τις τράπεζες. Ως αποτέλεσμα η τραπεζική αγορά διογκώνει ακόμη περισσότερο το ήδη μεγάλο πρόβλημα της ρευστότητας. Για το λόγο αυτό αρκετές χώρες προτίμησαν να ανακοινώσουν κρατικές εγγυήσεις στις καταθέσεις ή ακόμη και να αυξήσουν τα ποσά των εγγυήσεων.

Από την άλλη αν δεν διασθούν οι τράπεζες που αντιμετωπίζουν πρόβλημα ρευστοποίησης τότε θα αυξηθεί η ανασφάλεια που ήδη επικρατεί στις αγορές, κορυφώνοντας ακόμα περισσότερο την κρίση, ενώ αν αυτές πτωχεύσουν, τότε το προσωπικό που θα μείνει άνεργο θα επηρεάσει αρνητικά τα ιδρύματα των κοινωνικών ασφαλίσεων και την ζήτηση στην αγορά. Για αυτό ακριβώς τον λόγο η καλύτερη επιλογή είναι η κρατικοποίηση των τραπεζών ή οι ενέσεις ρευστότητας.

Είναι σημαντικές οι ενέργειες διάσωσης των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων διότι η καθεμία είναι στενά συνδεδεμένη με την άλλη. Άλλωστε αυτή είναι η πιο δραστική πολιτική σύμφωνα με τις περισσότερες κυβερνήσεις. Παρόλα αυτά δεν πρέπει να μείνει ασχολίαστο το γεγονός ότι οι ενέσεις βοήθειας χρηματοδοτούνται από το ίδιο το φορολογικό σύστημα. Για αυτό το λόγο άλλωστε, υποστηρίζεται από αρκετούς οικονομολόγους η άποψη ότι μπορεί να είναι πιο σωστή η πολιτική της μη διάσωσης των τραπεζών που χρειάζονται υπέρογκα ποσά, διότι αυτό θα έχει επιπτώσεις στο φορολογικό σύστημα και εν συνεχεία στους πολίτες, οι οποίοι θα είναι και αυτοί που τελικά θα τις υποστούν.

6. Η κρίση της Ελληνικής Οικονομίας και η αντιμετώπισή της

Είναι πλέον αναμφισβήτητο γεγονός, ότι η Ελληνική οικονομία ταλανίζεται από μια σειρά παραγόντων τόσο εσωτερικών όσο και διεθνών. Κάθε χώρα της Ευρωπαϊκής Ένωσης βιώνει την οικονομική κρίση με διαφορετικό τρόπο, σε διαφορετική έκταση και ένταση, ανάλογα με τη δομή της οικονομικής της διάρθρωσης. Διαφορετικά βιώνει η Γαλλία και η Γερμανία την κρίση και διαφορετικά οι χώρες του Ευρωπαϊκού Νότου όπως η Πορτογαλία, η Ισπανία και η Ελλάδα. Έτσι, κάθε χώρα δρα στο πλαίσιο των κατευθύνσεων της, στο μέτρο των αναγκών και των προβλημάτων της καθώς και των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της. Η προσέγγιση, λοιπόν, ότι η κρίση είναι διεθνής και ότι τα προβλήματα της οικονομίας είναι απόρροια αυτής, έχει χαρακτηριστεί από πολλούς οικονομολόγους ως αναποτελεσματική, ότι συσκοτίζει τις ευθύνες των κυρίαρχων δυνάμεων, οδηγεί σε λαθεμένες επιλογές και αδιέξοδα και τελικά δεν βοηθά στην ανασυγκρότηση της οικονομίας, στην άμβλυνση των ανισοροπιών και των κοινωνικών προβλημάτων συνοχής που αυτή δημιουργεί.

Οι αρνητικές επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας επιβάλλουν να εντοπίσουμε και να κατανοήσουμε τα αίτια που οδήγησαν στη σημερινή πραγματικότητα για να ασκηθούν κατάλληλες και αποτελεσματικές πολιτικές για την αντιμετώπισή τους. Τα αίτια της κρίσης πρέπει να αναζητηθούν αφενός στα χρόνια διαρθρωτικά προβλήματα και τις πολιτικές που εφαρμόστηκαν, αφετέρου δε, στη διεθνή συγκυρία της χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης που τα ανέδειξε με ιδιαίτερα έντονο και

οξύ τρόπο. Κυρίαρχο χαρακτηριστικό της οικονομίας είναι η ύπαρξη διαρθρωτικών προβλημάτων πολύ πριν την εμφάνιση της χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης, τα οποία διογκώθηκαν τα τελευταία χρόνια με την εμμονή στην άσκηση πολιτικών προς στη κατεύθυνση των αυτορυθμιζόμενων αγορών. Η κρίση στην Ελλάδα αναμένεται να έχει μεγαλύτερο βάθος και διάρκεια από ότι σε άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ακριβώς γιατί η δομή και τα διαρθρωτικά της προβλήματα όχι μόνο είναι διαφορετικά, αλλά διατηρούνται και καθημερινά, κάτω από τις συνθήκες της διεθνούς κρίσης, γίνονται μεγαλύτερα και οξύτερα αντί να αμβλύνονται.

Οι μακροοικονομικές ανισοροπίες της ελληνικής οικονομίας αποτυπώνονται κυρίως στη συνεχή επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης, στα διατηρούμενα και συνεχώς διογκούμενα Ελλείμματα του Δημοσίου και του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών, καθώς και στο ύψος του Δημόσιου Χρέους. Όλα τα παραπάνω έχουν εκτραπεί σε επίπεδα εκτός ελέγχου, γεγονός που καθιστά την οικονομία ακόμη πιο ευάλωτη στους εξωτερικούς παράγοντες της διεθνούς οικονομικής κρίσης, λειτουργούν αποσταθεροποιητικά και περιορίζουν τα αποθέματα ανάπτυξης της χώρας. Η παραγωγική βάση της Ελληνικής Οικονομίας είναι ισχνή καθώς στηρίχθηκε, σε αντίθεση με άλλες ευρωπαϊκές χώρες, σε τομείς όπως ο τουρισμός, η ναυτιλία και η οικοδομή, κλάδοι οι οποίοι επλήγησαν πρώτοι και με ιδιαίτερη ένταση από την κρίση. Επιπλέον οι τράπεζες, το πιο ισχυρό τμήμα του ελληνικού κεφαλαίου, λειτούργησαν με πρωτόγνωρους ρυθμούς πιστωτικής επέκτασης, τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό, με πιο έντονη την επέκταση τους στα Βαλκάνια και τη Νοτιοανατολική Ευρώπη. Το γεγονός αυτό δείχνει να καθιστά όχι μόνο αυτές αλλά και άλλες μεγάλες ελληνικές επιχειρήσεις ιδιαίτερα εκτεθειμένες στην διεθνή κρίση όσον αφορά κυρίως την ανάληψη υψηλών κινδύνων, καθώς η κρίση αυτή πλήττει με ιδιαίτερη σφοδρότητα τις χώρες αυτές.

Η κρίση στη χώρα μας αποτυπώνεται ενδεικτικά σε παράγοντες όπως:

- ♦ Ο δείκτης οικονομικής δραστηριότητας, με τη συνεχή και επιταχυνόμενη επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης του ΑΕΠ. Από 5,6% το 2003 μετατράπηκε σε → 4,9% το 2004 → 4,5% το 2006 → 4% το 2007 → 2,9% το 2008 → ενώ υπάρχει πρόβλεψη για μηδενικό ή και αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης το 2009, σύμφωνα με εκτιμήσεις της ΕΕ. Αντίστοιχα, οι προβλέψεις για το ρυθμό ανάπτυξης της ΕΕ των 27 προβλέπεται να είναι ακόμη χαμηλότερος, και μόλις το 2010 αφήνει να διαφανεί ότι

αναμένεται ανάκαμψη, γεγονός που επιδρά αρνητικά, ως εξωτερικός παράγοντας, στο ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας.

| Έτος | Ρυθμός Ανάπτυξης Ελληνικής Οικονομίας |
|-------|--|
| 2003 | 5.6% |
| 2004 | 4.9% |
| 2005 | 2.9% |
| 2006 | 4.5% |
| 2007 | 4.0% |
| 2008 | 2.9% |
| 2009* | -0.9% |
| 2010* | 0.1% |

(Πηγή: European Commission, Statistical Annex, *πρόβλεψη)

♦ Η αύξηση των τιμών και της ακρίβειας, η οποία έχει οδηγήσει ακόμη περισσότερα νοικοκυριά κάτω από τα όρια της φτώχειας. Ο πληθωρισμός για τα φτωχά νοικοκυριά είναι μεγαλύτερος από τα επίσημα στοιχεία, ενώ η πραγματική αμοιβή των εργαζομένων αυξήθηκε κατά μέσο ετήσιο όρο 2% την περίοδο 2005 – 2008, με αποτέλεσμα το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα να περιοριστεί ακόμη περισσότερο.

♦ Η υπερχρέωση των νοικοκυριών και ιδιαίτερα των ασθενέστερων εισοδηματικών ομάδων επιδεινώνεται. Τα χρέη των νοικοκυριών ως ποσοστό του ΑΕΠ έχουν διπλασιαστεί από 34,7% στο τέλος του 2005 σε 45,3% στο τέλος του 2007 και συνεχίζουν να αυξάνονται με ταχύτερους ρυθμούς. (Πηγή: Υπερχρέωση Νοικοκυριών, Οικονομικό Επιμελητήριο)

♦ Η συνεχής και άνιση φορολογική επιβάρυνση των εισοδημάτων των εργαζομένων καθώς και των συνταξιούχων είναι το βασικό χαρακτηριστικό του φορολογικού συστήματος, το οποίο παραμένει γραφειοκρατικό και

αναποτελεσματικό. Επιπλέον η σχέση αμέσων και εμμέσων φόρων χειροτερεύει από χρόνο σε χρόνο. (Πηγή: ΟΕΕ, Προτάσεις για το Φορολογικό σύστημα)

- ♦ Παρά τη μείωση των Δημόσιων επενδύσεων έχουμε δημοσιονομική εκτροπή, με το Έλλειμμα του Κρατικού Προϋπολογισμού (της Γενικής Κυβέρνησης) από 2,8% του ΑΕΠ το 2006 μετατράπηκε → σε 3,6% το 2007 → σε 5% του ΑΕΠ το 2008 και με πρόβλεψη της ΕΕ για το 2009 σε 5,1% του ΑΕΠ. Αναφορικά, ο επίσημος στόχος που έχει τεθεί είναι 3,7% του ΑΕΠ. (Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή Μάιος 2009).

- ♦ Το Χρέος της Γενικής Κυβέρνησης αυξάνεται σταθερά τα τελευταία χρόνια. Από 98,6% του ΑΕΠ το 2004 αυξήθηκε σε → 95,9% το 2006 → 94,8% το 2007 → 97,6% το 2008 και για όσο αφορά το 2009 οι προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Μάιος 2009) είναι αρνητικές, (103,4% δηλαδή επάνοδο στο επίπεδο του 1999), αν λάβουμε υπόψη μας τις υψηλές δανειακές ανάγκες για το τρέχον έτος και το κόστος δανεισμού του κράτους από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές με την αύξηση των περιθωρίων των επιτοκίων για τη χώρα μας συγκριτικά με άλλες χώρες της ΕΕ. (Πηγή: European Commission, Statistical Annex και Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας, Τεύχος, 110).

Τα ελλείμματα, το δημόσιο χρέος, η άνιση κατανομή των φορολογικών βαρών και του παραγόμενου πλούτου, καθώς και τα άλλα διαρθρωτικά προβλήματα της χώρας δεν είναι μονοσήμαντα. Αποτελούν τα αίτια της κρίσης ως αποτέλεσμα των χρόνιων διαρθρωτικών αδυναμιών και των πολιτικών που εφαρμόστηκαν, τα οποία και την αναπαράγουν. Έτσι, βασικό χαρακτηριστικό της κρίσης είναι η ανατροφοδότησή της, η οποία δημιουργεί νέα προβλήματα και ανισότητες, σε οικονομικό και κοινωνικό επίπεδο. Σε ότι αφορά τη διεθνή κρίση, αυτή δεν οφείλεται σε συγκυριακούς λόγους. Είναι μια κρίση περισσότερο συστημική παρά κυκλική κρίση, που θίγει τα όρια του προτύπου παραγωγής και διανομής του πλούτου και γενικότερα το σύστημα αξιών. Αμφισβητείται δηλαδή η δομή και οι λειτουργίες των επιμέρους συστημάτων και αγορών.

Η κρίση, λοιπόν, παράχθηκε από το ίδιο το σύστημα, είναι το αποκορύφωμα της τριακονταετούς κυριαρχίας, σε παγκόσμιο επίπεδο, μιας οικονομικής θεώρησης και πολιτικής που βασίζεται στις πλήρως απελευθερωμένες και αυτορρυθμιζόμενες αγορές με τη σταδιακή απομάκρυνση του κοινωνικού κράτους και των πολιτών από τις οικονομικές λειτουργίες. Βασισμένη στη λογική ότι η κυβερνητική δραστηριότητα πρέπει να περιοριστεί και να αντικατασταθεί από τις δυνάμεις της αγοράς οι οποίες

και ξέρουν να αυτορυθμίζονται ώστε να δημιουργείται το καλύτερο αποτέλεσμα. Διότι όταν οι δυνάμεις της αγοράς λειτουργούν ανεξέλεγκτα, χωρίς αποτελεσματική ρύθμιση και εποπτεία δύνεται η δυνατότητα μεγαλύτερης ανάπτυξης των μεγάλων συμφερόντων, δημιουργώντας ανισότητες με αποτέλεσμα αντί να διασπείρουν τους κινδύνους αυτές τους αυξάνουν. Οι ακολουθούμενες πολιτικές επιπλέον, οδήγησαν στην οικονομική κρίση, της οποίας ως μοναδική λύση πλέον διαφαίνεται η υιοθέτηση μιας κεϋνσιανής θεώρησης της οικονομίας και η άσκηση όλων εκείνων των ιδεών που την στοιχειοθετούν.

Είναι γνωστό ότι τα μέσα επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής είναι λιγότερα από αυτά του παρελθόντος, λόγω των ελλειμμάτων και του χρέους, ενώ δεν υπάρχουν περιθώρια άσκησης μιας αυτόνομης νομισματικής πολιτικής καθώς αυτή ασκείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα στην οποία συμμετέχει και η Ελλάδα. Ο κρατικός παρεμβατισμός στην προσπάθεια του να ανακόψει την ανατροφοδότηση της κρίσης και την όξυνση των διαρθρωτικών ανισορροπιών με παραγωγικές δημόσιες δαπάνες, μπορεί πρόσκαιρα να οδηγήσει σε αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος. Η ύπαρξη ελλειμμάτων σε περιόδους κρίσεων με μειωμένη συνολική ζήτηση δεν είναι κατά ανάγκη λανθασμένη αλλά επιβάλλεται για την σταθερότητα και την ανάκαμψη της οικονομίας.

Οι διαστάσεις λοιπόν που έχει λάβει η κρίση σε εθνικό, ευρωπαϊκό και παγκόσμιο επίπεδο απαιτούν επαναπροσέγγιση των πολιτικών κατευθύνσεων, των συγκεκριμένων μέτρων και δράσεων. Στο πλαίσιο αυτό γίνεται η αναφορά κάποιων βασικών αξόνων που θα βοηθούσαν στην ανασυγκρότηση της οικονομίας και την εξομάλυνση της τρέχουσας κρίσης:

• **Στήριξη της αγοραστικής δύναμης των μεσαίων στρωμάτων και ενίσχυση των κοινωνικά ευάλωτων ομάδων.** Μείωση της φορολογίας των φυσικών προσώπων με την εφαρμογή περισσότερων κλιμακίων στη βάση μιας προοδευτικής – αναλογικής κλίμακας με τιμαριθμοποίηση της φορολογικής κλίμακας έτσι ώστε να μη δημιουργούνται απώλειες στα εισοδήματα των μισθωτών, των ελεύθερων επαγγελματιών και των συνταξιούχων από την αύξηση του πληθωρισμού.

• **Στήριξη της πραγματικής οικονομίας και των μικρομεσαίων επιχειρήσεων.** Αύξηση των δημόσιων επενδύσεων με κατεύθυνση την παιδεία, τη βιώσιμη ανάπτυξη, τις ανανεώσιμες πηγές ενέργειας, τις παραγωγικές αναδιαρθρώσεις κλάδων και περιοχών που πλήττονται ιδιαίτερα από την κρίση με

στοχευμένα κίνητρα, τη χρηματοδότηση σε δραστηριότητες εξοικονόμησης ενέργειας για την ανάκτηση της βιωσιμότητας τους καθώς και τη στήριξη της επιχειρηματικότητας με απλούστευση των γραφειοκρατικών διαδικασιών και τη χρήση νέων τεχνολογιών.

• **Αντιμετώπιση της ανεργίας με τη στήριξη της απασχόλησης, την επιδότηση των ανέργων καθώς και την επιδότηση της εργασίας γενικότερα.** Στήριξη των επιχειρήσεων που διατηρούν διάφορες θέσεις εργασίας με κίνητρα και χρήση επιδοτήσεων για κάθε νέα θέση εργασίας, καθώς και ενίσχυση της κοινωνικής εργασίας με πλήρη δικαιώματα κοινωνικής ασφάλισης για στήριξη ανέργων και απολυμένων σε τομείς που έχουν ανάγκη από ανθρώπινο δυναμικό.

• **Δημοσιονομική εξυγίανση και σταθερότητα.** Εξορθολογισμό και αναδιάρθρωση των δημοσίων δαπανών. Όσο σημαντική είναι η μείωση των ελαστικών καταναλωτικών δαπανών που οδηγούν σε σπατάλη του δημόσιου χρήματος, τόσο σημαντική είναι και η αύξηση των παραγωγικών επενδύσεων με κατεύθυνση τα συγχρηματοδοτούμενα έργα που δημιουργούν νέες θέσεις εργασίας.

• **Μεταρρύθμιση του Φορολογικού Συστήματος.** Κατάρτιση προγραμματικών προϋπολογισμών ώστε να διασφαλιστεί η αποτελεσματικότητα, η διαφάνεια και η λογοδοσία στη διαχείριση του δημόσιου χρήματος.

• **Κρατικός παρεμβατισμός και δημιουργία αυστηρού πλαισίου εποπτείας και ελέγχου του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς επίσης και ενίσχυση της ρευστότητας στην αγορά.** Ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών με αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου, ενίσχυση της αποτελεσματικότητας του συστήματος εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε ένα νέο διεθνές πλαίσιο, το οποίο θα ρυθμίζει τη χρηματοπιστωτική λειτουργία, καθώς επίσης και ενίσχυση της συμμετοχής του δημοσίου στην Εθνική τράπεζα για τη δημιουργία ισχυρού πυλώνα δημοσίου ενδιαφέροντος στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Οι ροές των κεφαλαίων είναι διεθνείς άρα ένα νέο πλαίσιο κανόνων και αρχών προϋποθέτει διεθνή συνεργασία. Επιπλέον, το μέγεθος και η έκταση της χρηματοπιστωτικής κρίσης επιβάλλει τη συνεργασία για τη δημιουργία ενός ενιαίου εποπτικού πλαισίου όπως και ευρωπαϊκού οργανισμού για τον έλεγχο και την εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

7. Η σχέση των οικονομικών θεωριών με την οικονομική κρίση

Πολλοί θεωρούν ότι η πρωταρχική αιτία της τρέχουσας παγκόσμιας οικονομικής κρίσης είναι η υιοθέτηση του νεοφιλελευθερισμού έπειτα από την κατάρρευση της κυριαρχίας των κεϋνσιανών οικονομολόγων το 1979. Σύμφωνα με αυτό το επιχείρημα οι οικονομίες βρίσκονται σε κρίση λόγω της ύπαρξης εμποδίων για την ελεύθερη λειτουργία της αγοράς. Τα εμπόδια προήλθαν κυρίως από το κράτος των κεϋνσιανών οπαδών, του παρεμβατισμού, της ανακατανομής αλλά και τις επεκτατικές πολιτικές που παραμορφώνουν τα στοιχεία της αγοράς. Η λύση, σύμφωνα με τη νεοφιλελεύθερη σκέψη είναι η απόσυρση του κράτους από την οικονομία και η επανεγκατάσταση της ανεμπόδιστης λειτουργίας της αγοράς¹.

Ο νεοφιλελευθερισμός διέδωσε περαιτέρω ότι η λειτουργία του οικονομικού συστήματος πρέπει να ελευθερωθεί από τον κρατικό παρεμβατισμό και να αφηθεί στην ελεύθερη λειτουργία των δυνάμεων της αγοράς ενώ το επιτόκιο πρέπει να καθορίζεται με ανταγωνιστικό τρόπο. Επιπλέον, η απόσυρση του κράτους από την οικονομία απαίτησε την ιδιωτικοποίηση όλων των δραστηριοτήτων και των επιχειρήσεων που ήταν κρατικές και κατευθυνόμενες, τον περιορισμό όλων των κρατικών κανονισμών και εγγυήσεων για τα δικαιώματα των ιδιοκτησιών, το άνοιγμα των οικονομιών για να φιλελευθεροποιήσει το διεθνές εμπόριο, τις κύριες μετακινήσεις και τις οικονομικές δραστηριότητες συμπεριλαμβανομένου του προσδιορισμού αγοράς της συναλλαγματικής ισοτιμίας μεταξύ των νομισμάτων και τέλος την κατάργηση του προστατευτισμού.

Ο Πρόεδρος Reagan και ο πρωθυπουργός Thatcher ήταν οι πρωταρχικοί οδηγοί της νεοφιλελεύθερης φιλοσοφίας στη δεκαετία του '80. Εντούτοις, υπάρχει μια διαδεδομένη συζήτηση σχετικά με το εάν η νεοφιλελεύθερη οικονομική θεωρία προώθησε την ανάπτυξη ή την εμπόδισε, ειδικά μετά την τρέχουσα παγκόσμια οικονομική κρίση στα μέσα του 2007. Αυτή τη στιγμή πολλοί συμφωνούν ότι η συναίνεση της Ουάσιγκτον και η νεοφιλελεύθερη φιλοσοφία της ήταν μια συνολική αποτυχία. Η νεοφιλελεύθερη οικονομική θεωρία οδήγησε σε συνεχόμενες κρίσεις και στην εξασθένηση πολλών αναπτυσσόμενων και αναπτυσσόμενων χωρών.

Η οικονομική ρευστοποίηση που προκλήθηκε από την υπερβολική πλεονεξία και την κερδοσκοπία, καθώς και η εικονική απουσία οποιασδήποτε σημαντικής

¹ Mavroudeas & Papadatos, 2005

ρυθμιστικής επέμβασης απέδειξαν ότι η οικονομία της ελεύθερης αγοράς δεν έχει κανένα μηχανισμό ο οποίος να διορθώνει μόνος του τις ατέλειες του συστήματος. Η κεϋνσιανή οικονομική θεωρία, λοιπόν, η οποία υποστηρίζει ότι οι αγορές δεν έχουν κανένα αυτόματο μηχανισμό ώστε να διορθώσουν έστω βραχυπρόθεσμα τις ατέλειές τους είναι τώρα αδιαμφισβήτητα αξιόπιστη δεδομένου ότι ίσχυε από τη δεκαετία του '30 και μετά.

8. Οι Κεϋνσιανοί οικονομολόγοι

Οι Κεϋνσιανοί οικονομολόγοι υπογραμμίζουν το ρόλο της συνολικής ζήτησης στον προσδιορισμό της συνολικής παραγωγής. Υποστηρίζουν ότι οι αποφάσεις των ιδιωτικών οικονομικών φορέων μερικές φορές οδηγούν σε ανεπαρκείς μακροοικονομικές εκβάσεις όπως σε μειωμένη απασχόληση και παραγωγή. Κατά τη διάρκεια τέτοιων επιχειρηματικών κύκλων, η κυβέρνηση μπορεί να σταθεροποιήσει την παραγωγή και την απασχόληση μέσω μιας επεκτατικής φορολογικής πολιτικής σε συνδυασμό πάντα με τις κατάλληλες ενέργειες νομισματικής πολιτικής. Η γενική θεωρία του Keynes στο έργο του "Keynes's General Theory of Employment Interest and Money Published" που δημοσιεύτηκε το 1936, θεωρούνται ότι είναι ο θεμέλιος λίθος των μακροοικονομικών.

Σύμφωνα με τα κεϋνσιανά οικονομικά, η συνολική παραγωγή σε μια ανοιχτή οικονομία αποτελείται από τη συνολική κατανάλωση και επένδυση του ιδιωτικού τομέα, τη συνολική κυβερνητική κατανάλωση και επένδυση καθώς και από το συνολικό εμπορικό ισοζύγιο. Τα κεϋνσιανά οικονομικά θέτουν ως αξίωμα ότι μια αύξηση στην κυβερνητική κατανάλωση και επένδυση οδηγεί πάντα σε μια μεγαλύτερη αύξηση στην παραγωγή μέσω μιας επίδρασης ενός πολλαπλασιαστή. Η βασική έννοια αυτού του κεϋνσιανού πολλαπλασιαστή είναι ότι μια αύξηση στις φορολογικές δαπάνες συμβάλλει σε πολλαπλάσια έξοδα τα οποία θα μπορούσαν να χρηματοδοτηθούν με τέτοιο τρόπο ώστε να εξασφαλίζουν υψηλότερη παραγωγή και αυξανόμενη απασχόληση.

Αφότου, λοιπόν, ανέπτυξε ο Hicks (1937) το IS-LM πρότυπο, η κεϋνσιανή μακροοικονομική ανάλυση απέδειξε με τη σειρά της ένα απαραίτητο εργαλείο οικονομικής πολιτικής, αντιπροσωπεύοντας τις σχέσεις επένδυσης-αποταμίευσης και

αντίστοιχα ρευστότητας-ζήτησης χρημάτων. Αυτό το πρότυπο συνδυάζει τις ισορροπίες στην αγορά αγαθών και υπηρεσιών (IS) και στις χρηματοοικονομικές αγορές (LM) με τέτοιο τρόπο που καθιερώνουν ένα κοινό επίπεδο ισορροπίας για την ζήτηση στην οικονομία.

Μια άλλη κεντρική έννοια όσον αφορά τα κεϋνσιανά οικονομικά είναι η έννοια της αβεβαιότητας. Ο Κέυνς υποστήριξε ότι οι οικονομικοί φορείς έρχονται συχνά αντιμέτωποι με την αβεβαιότητα στις καθημερινές διαδικασίες λήψης των αποφάσεών τους. Η ανικανότητα των πρακτόρων να προβλέψουν το μέλλον είναι ακριβώς ένας από τους λόγους για τους οποίους η οικονομία της ελεύθερης αγοράς μπορεί να μην οδηγεί πάντα σε μια βέλτιστη οικονομική έκβαση. Σύμφωνα με τους Perlman και McCain (1996), και σε αντίθεση με την τυχαία ή πραγματική αβεβαιότητα του Knightian, η κεϋνσιανή αβεβαιότητα αναφέρεται στην αβεβαιότητα που υπάρχει εξαιτίας της περιορισμένης ανθρώπινης δυνατότητας να αντιληφθεί πέρα από ένα συγκεκριμένο όριο.

Από το 1941 μέχρι το 1979 τα κεϋνσιανά οικονομικά εξουσίαζαν όχι μόνο τις μακροοικονομικές αναλύσεις αλλά ακόμη και την πολιτική. Με βάση την κεϋνσιανή οικονομική θεωρία, οι κυβερνήσεις στις βιομηχανικές χώρες επενέβησαν στους επιχειρηματικούς κύκλους με την αύξηση των εξόδων, τη μείωση των φόρων και των επιτοκίων στη συνολική ζήτηση κατά τη διάρκεια της ύφεσης. Εντούτοις, η πετρελαϊκή κρίση του 1973 και οι επαναλαμβανόμενες κάμψεις με την αυξανόμενη ανεργία και τον πληθωρισμό (στασιμοπληθωρισμός) υπονόμισαν τη συνταγή της διαχείρισης της ζήτησης. Οι νομισματολόγοι και οι οικονομολόγοι από την πλευρά της προσφοράς άρχισαν να παρέχουν εναλλακτικές οικονομικές απόψεις σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρηματικοί κύκλοι μπορούν να ρυθμιστούν.

9. Κριτικές των κεϋνσιανών οικονομικών

9.1 Η μονεταριστική κριτική των κεϋνσιανών οικονομικών

Η μονεταριστική θεωρία είναι ένας τύπος μακροοικονομικής θεωρίας που εστιάζει στο ρόλο των χρημάτων στην οικονομία. Διαφέρει σημαντικά από τα κεϋνσιανά οικονομικά, τα οποία υπογραμμίζουν κυρίως το ρόλο που διαδραματίζει η κυβέρνηση στην οικονομία μέσω των δαπανών, παρά στο ρόλο των αλλαγών στη

νομισματική πολιτική. Σύμφωνα με τους μονεταριστές, η διαχείριση της προσφοράς χρήματος είναι το κλειδί για την εξασφάλιση της σταθερότητας στην οικονομία. Και έπειτα μόνες τους οι αγορές πρέπει να φροντίσουν τους υπόλοιπους τομείς της οικονομίας. Κατά συνέπεια, σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, οι αγορές είναι πιο αποδοτικές όσον αφορά τον πληθωρισμό και την ανεργία.

Ο κύριος υπερασπιστής του μονεταρισμού ήταν ο Milton Friedman, ένας βραβευμένος με Νόμπελ οικονομολόγος, ο οποίος υποστήριξε ότι οι αγορές κινούνται με φυσικό τρόπο προς ένα σταθερό κέντρο, και ότι η προηγούμενη θεωρία περιείχε μια ανακριβή ομάδα προσφοράς χρήματος που αναγκάζει την αγορά να συμπεριφερθεί με ασταθή τρόπο. Με την κατάρρευση του συστήματος του Bretton Woods στις αρχές της δεκαετίας του '70 και της συνεπακόλουθης αύξησης της ανεργίας και του πληθωρισμού, οι κυβερνήσεις γύρισαν στο μονεταρισμό για να εξηγήσουν αυτές τις δυσάρεστες καταστάσεις και τότε ήταν που αυτό το οικονομικό σχολείο της σκέψης κέρδισε εξέχουσα θέση².

Τα κύρια χαρακτηριστικά του μονεταρισμού είναι τα εξής: **(α)** Ο έλεγχος της προσφοράς χρήματος είναι το κλειδί για τον καθορισμό των επιχειρησιακών προσδοκιών και την εξάλειψη των αποτελεσμάτων του πληθωρισμού, **(β)** Οι προσδοκίες της αγοράς για τον πληθωρισμό επηρεάζουν τα μελλοντικά επιτόκια, **(γ)** Ο πληθωρισμός καθυστερεί πάντα υπό την επίδραση των αλλαγών στην παραγωγή, **(δ)** Οι ρυθμίσεις της φορολογικής πολιτικής δεν έχουν άμεση επίδραση στην οικονομία και **(ε)** Υπάρχει ένα φυσικό ποσοστό ανεργίας το οποίο προσπαθεί να μειώσει το ποσοστό ανεργίας κάτω από το ποσοστό του πληθωρισμού.

Τα οικονομικά από την πλευρά της προσφοράς αντικατοπτρίζουν την οικονομική σκέψη η οποία εστιάζει στο σύστημα της ελεύθερης αγοράς το οποίο ενθαρρύνει την παροχή ή την παραγωγή αγαθών και υπηρεσιών μέσω διαφόρων κινήτρων όπως οι φορολογικές περικοπές και με αυτή τη θεωρία, κατά τη δεκαετία του '80, ανακήρυξαν τον μονεταρισμό ως το εργαλείο των νεοφιλελεύθερων οικονομικών πολιτικών των δυτικών κυβερνήσεων.

² Radcliffe, 2008

10. Τα νεοκεϋνσιανά οικονομικά

Τα νεοκεϋνσιανά οικονομικά προέκυψαν ως απάντηση στις διάφορες κριτικές των κεϋνσιανών οικονομολόγων κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '70. Είναι μια σύγχρονη μακροοικονομική σχολή η οποία εκπροσωπεί τις ιδέες του John Maynard Keynes. Οι κύριες διαφωνίες μεταξύ των νεοκεϋνσιανών οικονομολόγων και μιας ομάδας των κριτικών των κεϋνσιανών οικονομικών, δηλαδή τους νεοκλασικούς οικονομολόγους είναι ότι οι τελευταίοι στηρίζουν τις θεωρίες τους στην υπόθεση ότι οι μισθοί και οι τιμές είναι εύκαμπτες, οι πράκτορες είναι λογικοί και οι τιμές καθαρίζουν την αγορά και ρυθμίζουν την προσφορά και τη ζήτηση πολύ γρήγορα ενώ σύμφωνα με τους κεϋνσιανούς οι τιμές και οι μισθοί είναι στάσιμες και αυτό έχει ως συνέπεια να προκαλείται ακούσια ανεργία³. Οι κεϋνσιανοί καθώς επίσης και οι μονεταριστές θεωρούν ότι η νομισματική πολιτική έχει βραχυπρόθεσμες επιπτώσεις στην απασχόληση και την παραγωγή επειδή οι τιμές ανταποκρίνονται αργά στις αλλαγές της παραγωγής, ενώ αντίθετα οι νεοκλασικοί οικονομολόγοι θεωρούν ότι τα χρήματα είναι ουδέτερα.

Τα στοιχεία των νεοκεϋνσιανών οικονομολόγων όπως οι δαπάνες των καταλόγων, οι κλιμακούμενες τιμές, οι αποτυχίες συντονισμού και η αποτελεσματικότητα των μισθών, αντιπροσωπεύουν ουσιαστικές αποκλίσεις από τις υποθέσεις των νεοκλασικών οικονομολόγων, οι οποίες παρέχουν τη βάση για τη αιτιολόγηση των οικονομικών της ελεύθερης οικονομίας. Σύμφωνα με την νεοκεϋνσιανή θεωρία, οι κάμψεις προκαλούνται από κάποια οικονομική αποτυχία της αγοράς. Κατά συνέπεια, τα νεοκεϋνσιανά οικονομικά παρέχουν μια λογική όσον αφορά την κυβερνητική επέμβαση στην οικονομία, όπως η αντικυκλική νομισματική ή φορολογική πολιτική.

Εντούτοις, η νεοκλασική σύνθεση προσπαθεί να συνδυάσει τις βασικές ιδέες των κεϋνσιανών με αυτές των κλασικών οικονομολόγων. Ο πυρήνας της νέας αυτής σύνθεσης είναι η άποψη ότι η οικονομία είναι ένα δυναμικό γενικό σύστημα ισορροπίας το οποίο βραχυπρόθεσμα παρεκκλίνει από την αποδοτική κατανομή των πόρων, λόγω των σταθερών τιμών αλλά και ίσως ποικίλων άλλων ατελειών της αγοράς. Από πολλές απόψεις, αυτή η νέα σύνθεση διαμορφώνει τη βάση για την

³ Mankiw και Romer, 1991

ανάλυση της νομισματικής πολιτικής της Federal Reserve και άλλων κεντρικών τραπεζών σε ολόκληρο τον κόσμο.

11. Η κεϋνσιανή αναγέννηση του 2008/2009

Η σφαιρική οικονομική κρίση του 2008-2009 έχει τινάξει στον αέρα το ίδρυμα της ελεύθερης αγοράς κυρίως τις τελευταίες δύο δεκαετίες. Διάφορες χώρες, συμπεριλαμβανομένων και των Ηνωμένων Πολιτειών, έχουν αρχίσει ήδη να προσφέρουν ερεθίσματα μέσω των ογκωδών φορολογικών σχεδίων, ώστε να διασώσουν τους οικονομικούς και πραγματικούς τομείς της οικονομίας. Μερικές από τις χώρες της ΕΕ έχουν κάνει κινήσεις πέρα από αυτό το φορολογικό ερέθισμα και έχουν κρατικοποιήσει κάποιες από τις αποτυχημένες τραπεζικές βιομηχανίες τους. Οι αντιδράσεις των κυβερνήσεων σε όλη την υδρόγειο στη παγκόσμια αυτή ύφεση, αναγνωρίζουν πλήρως την κεϋνσιανή άποψη ότι οι αγορές δεν έχουν κάποιο αυτόματο μηχανισμό ώστε να διορθώνονται μόνες τους και ότι η κυβερνητική επέμβαση είναι απαραίτητη ώστε να αναβιώσει η οικονομία. Μεταξύ των αναπτυσσόμενων οικονομιών η Κίνα, ως χαρακτηριστικό παράδειγμα, έχει αρχίσει ήδη προγράμματα με ογκώδη κυβερνητικά έξοδα ώστε να αντισταθμίσει την αιχμηρή πτώση στη συνολική ζήτηση λόγω της συμπίεσης της ζήτησης για εξαγωγές. Η κεϋνσιανή διαχείριση της ζήτησης λοιπόν για ακόμη μία φορά έχει γίνει ένα κρίσιμο πολιτικό όργανο για αναπτυσσόμενες αλλά και αναπτυσσόμενες οικονομίες.

Όπως ο ίδιος ο Κέννυς αναφέρει, μακροπρόθεσμα, οι δυνάμεις της αγοράς θα οδηγήσουν την οικονομία σε ισορροπία, εάν οι κυβερνήσεις λάβουν τα κατάλληλα μέτρα ώστε να διορθώσουν τις βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις μέσω των κατάλληλων μακροπρόθεσμων πολιτικών. Θεωρεί εντούτοις πως μοναδική λύση στο πρόβλημα της οικονομικής κρίσης είναι η αύξηση των κρατικών δαπανών, η επέκταση των δημοσίων έργων και η εξάπλωση του κρατικού παρεμβατισμού. Η τιμή συνεχίζει να παίζει καθοριστικό ρόλο όσον αφορά την κατανομή των πόρων, εάν βέβαια ελαχιστοποιηθεί η πλεονεξία και η κερδοσκοπία και εάν καθοριστεί ένα επαρκές επίπεδο ρυθμιστικών μέτρων.

Η τρέχουσα κατάσταση είναι σχεδόν το αντίθετο από αυτό που εξέτασε ο Keynes στο έργο του “*General Theory*”. Το υπόβαθρο της μεγάλης οικονομικής

κρίσης στη Μεγάλη Βρετανία, όπως το είδε ο Keynes, ήταν η φθίνουσα τάση που επικρατούσε στα κέρδη των επενδύσεων από το τέλος του πρώτου παγκοσμίου πολέμου και μετά. Η Μεγάλη Βρετανία είχε στραφεί προς το χρυσό και συγκεκριμένα σε μια υπερεκτιμημένη αξία αυτού, με αποτέλεσμα στην προσπάθειά της να υπερασπιστεί την συναλλαγματική ισοτιμία, αναγκάστηκε να διατηρήσει ένα πάρα πολύ υψηλό επίπεδο επιτοκίων. Ο συνδυασμός, λοιπόν, από τη μία μεριά μιας φθίνουσας οριακής αποδοτικότητας κεφαλαίου και των επιτοκίων που δεν μειώνονταν από την άλλη, ώθησε τη χώρα σε ύφεση που ήταν ακόμη πιο έντονη από αυτή των Ηνωμένων Πολιτειών.

Η διαδικασία μέσω της οποίας καταλήξαμε στη σημερινή αμερικανική οικονομική κρίση ήταν ότι η συναλλαγματική ισοτιμία του δολαρίου υποστηρίζονταν από τις ξένες κεντρικές τράπεζες οι οποίες και εξήγαγαν το κεφάλαιο στις Ηνωμένες Πολιτείες. Η τιμή της ελαστικότητας των εξαγωγών από τις χώρες που απέτρεψαν την ανατίμηση των νομισμάτων τους με αυτό τον τρόπο, κράτησε τις τιμές των αγαθών των καταναλωτών της Αμερικής μακριά από μια ενδεχόμενη αύξηση. Το αποτέλεσμα ήταν ο πληθωρισμός των τιμών των ακινήτων να συνδυαστεί με μια γενική επιδείνωση της πιστωτικής ποιότητας⁴.

12. Ο Keynes και η χρηματοπιστωτική πλευρά της ύφεσης

Τα διάφορα έγγραφα του Keynes από τις αρχές της δεκαετίας του '30 και μετά, στρέφονται περισσότερο στην οικονομική κρίση, σε αντίθεση με το βιβλίο του “*General Theory*“, όπου υποστηρίζεται ότι το πρόβλημα είναι ο συντονισμός της οικιακής αποταμίευσης και της επιχειρησιακής επένδυσης. Το βιβλίο “*Treatise on Money*“ ασχολείται με την οικονομική πλευρά μιας επιχειρησιακής ύφεσης. Ο Keynes υποθέτει ότι υπάρχει μια αρχική ισορροπία η οποία διαταράσσεται από μία πτώση στα αναμενόμενα μελλοντικά εισοδήματα σε σχέση με την παρούσα συσσώρευση κεφαλαίου. Εταιρίες που έκαναν περικοπές στις επενδύσεις τους και μείωσαν τα επίπεδα της δραστηριότητάς τους, κατευθύνουν κάποιο μέρος των ταμειακών τους ροών στην επιστροφή των εμπορικών πιστώσεων και των τραπεζικών δανείων τους. Δεδομένου ότι τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια μειώνονται, οι τράπεζες δεν επιλέγουν να

⁴ Leijonhufvud 2007

δανείσουν ξανά όλα αυτά τα κεφάλαια, αλλά αντίθετα προτιμούν να βελτιώσουν τα αποθέματά τους. Κατά συνέπεια το σύστημα συνολικά παρουσιάζει μια αυξανόμενη ζήτηση για χρήματα και ταυτόχρονα μια μείωση στον όγκο των χρημάτων των τραπεζών που δεσμεύονται από το μη τραπεζικό τομέα. Η προτίμηση του Keynes στην φράση "ρευστότητα" παρά "ζήτηση για χρήματα" γίνεται κατανοητή μιας και μια αύξηση στη ρευστότητα αποτελεί αύξηση της ζήτησης για εξωτερικά χρήματα, γεγονός το οποίο οδηγεί επίσης σε μια μείωση του όγκου των εσωτερικών χρημάτων.

Αυτό που καθιστά την προηγούμενη ανάλυση σχετική με τη σημερινή οικονομική κατάσταση είναι ότι περιγράφει μια διαδικασία γενικής απομόχλευσης ως τμήμα μιας επιχειρησιακής ύφεσης. Οι τράπεζες δηλαδή κρατάνε μεγαλύτερα αποθεματικά και δανείζουν/επενδύουν μικρότερο ποσοστό των καταθέσεών τους. Συνεπώς, είναι η πτώση των προσδοκιών για επενδύσεις και η επακόλουθη συστολή της παραγωγής που προτρέπει τέτοιου είδους απομόχλευση. Σήμερα, βρισκόμαστε αντιμέτωποι με το αντίστροφο ερώτημα, εάν ή όχι, δηλαδή, η απομόχλευση του οικονομικού τομέα στην προσπάθειά του να τα φέρει εις πέρας, θα επιφέρει αναγκαστικά μια σοβαρή κάμψη. Για πολλούς μήνες τώρα, έχουμε αντιμετωπίσει τις γενναίες διακηρύξεις από όλων των ειδών τις πηγές, ότι η πραγματική οικονομία είναι ισχυρή και δεν θα επηρεαστεί πολύ από την χρηματοπιστωτική κρίση. Ακόμα, είναι σαφές ότι, σε ένα κλειστό σύστημα, θα θεωρούνταν λάθος της ίδιας του της σύνθεσης να υποθέσει κανείς ότι αυτή η γενική απομόχλευση μπορεί να πραγματοποιηθεί χωρίς πτώση των τιμών και χωρίς την ύπαρξη υπερβολικής προσφοράς αγαθών και υπηρεσιών γενικότερα⁵. Φυσικά, ο αμερικάνικος ιδιωτικός τομέας δεν είναι ένα κλειστό σύστημα. Η ρευστότητα λοιπόν μπορεί να βελτιωθεί και η μόχλευση να μειωθεί με το να εγγυηθεί η κυβέρνηση ορισμένα χρέη ιδιωτικού τομέα ή ακόμη με το να ανταλλάξει τα ασφαλή κυβερνητικά χρέη με επικίνδυνα ιδιωτικά χρέη.

⁵ Leijonhufvud 2007

13. Η θεωρία της κεντρικής τράπεζας υπό το φώς της οικονομικής κρίσης

Στις 8 Απριλίου 2009, ο Paul Volcker, δημοσίευσε το άρθρο του για την τρέχουσα κρίση στην οικονομική λέσχη της Νέας Υόρκης. Η Federal Reserve, όπως αυτός υποστήριξε, είχε φτάσει σε οριακό επίπεδο όσον αφορά την οικονομική της κατάσταση. Η εγγύηση των 29 δισεκατομμυρίων δολαρίων των κεφαλαίων της Bear Stearns, τα οποία και δόθηκαν στην JP Morgan, στόχευε στο να μεταλλάξει την ριψοκίνδυνη κατάσταση σε μια ακίνδυνη αγορά και να λειτουργήσει έτσι ώστε να αποκαταστήσει την ρευστότητα στις "παγωμένες" αγορές. Όπως στην περίπτωση της Ιαπωνίας, το μάθημα της ύφεσης ήταν ότι μια κατάρρευση της πιστωτικής διαδικασίας δεν μπορεί να αντιστραφεί και ότι οι συνέπειες συνεχίζουν να υπάρχουν για πολύ μεγάλο χρονικό διάστημα.

Υπάρχουν δύο πτυχές των επιπτώσεων από την τρέχουσα κρίση που δεν έχουν προσελκύσει μέχρι τώρα, όσο θα έπρεπε, την προσοχή των οικονομολόγων. Η μία αφορά τα συντρίμια αυτής που αποτελούσε μέχρι πριν από ένα έτος την ευρέως αποδεκτή κεντρική τραπεζική θεωρία, ενώ η άλλη είναι η ζημιά που υπέστη η μακροοικονομική θεωρία. Κρίσιμο σημείο της θεωρίας των κεντρικών τραπεζικών εργασιών ήταν η πρόταση ότι η νομισματική πολιτική είναι κατά βάση μόνο για να ελέγχει το επίπεδο των τιμών. Χρησιμοποιώντας τη δύναμη των τραπεζών πάνω από τις ονομαστικές τιμές και στη προσπάθειά τους να επηρεάσουν τα πραγματικά μεγέθη, όπως είναι η απασχόληση και η παραγωγή, αποδείχτηκε ότι αυτού του είδους οι ενέργειες είχαν μόνο παροδικά και ανεπιθύμητα αποτελέσματα για την γενικότερη ισορροπία. Ο στόχος της νομισματικής πολιτικής, επομένως, θα μπορούσε να είναι μόνο η σταθεροποίηση του επιπέδου των τιμών, ενώ θα γινόταν πιο αποτελεσματικός αν συμπεριλαμβάνονταν και ο πληθωρισμός, μια προσαρμοστική στρατηγική η οποία απαιτεί από την τράπεζα να ανταποκριθεί σε οποιαδήποτε απόκλιση του επιπέδου τιμών από τον στόχο της, με το να κινεί το επιτόκιο στην αντίθετη κατεύθυνση.

Αυτή η στρατηγική, παρόλα αυτά όμως, απέτυχε στις Ηνωμένες Πολιτείες. Η Federal Reserve μείωσε το ποσοστό του κεφαλαίου δραστικά σε μια προσπάθεια να αντιμετωπίσει τα αποτελέσματα της κρίσης. Σε αυτόν τον τομέα τουλάχιστον, η Federal Reserve λειτούργησε με επιτυχία. Έπειτα όμως διατήρησε το επιτόκιο σε ένα εξαιρετικά χαμηλό επίπεδο, κυρίως λόγω του πληθωρισμού, διατηρώντας το έτσι για

αρκετό καιρό χαμηλό και σταθερό. Στην παρούσα περίπτωση, εντούτοις, οι τιμές των καταναλωτικών αγαθών στις ΗΠΑ, σταθεροποιούνταν από τον ανταγωνισμό όσον αφορά τις εισαγωγές και τις πολιτικές συναλλαγματικών ισοτιμιών των χωρών προέλευσης. Η αμερικάνικη νομισματική πολιτική ωστόσο ήταν πάρα πολύ εύθραυστη και αυτό οδήγησε στη δημιουργία ενός σοβαρού “price bubble” κυρίως στην ακίνητη περιουσία και μια σχετική γενική επιδείνωση στην ποιότητα της πίστωσης. Τα προβλήματα που αντιμετωπίζει τώρα οφείλονται αναμφισβήτητα κατά ένα μεγάλο μέρος στην αποτυχία αυτής της πολιτικής.

Μια δεύτερη αρχή της θεωρίας των κεντρικών τραπεζών είναι η ανεξαρτησία τους. Από τη στιγμή που η χρησιμοποίηση των δυνάμεων των τραπεζών με σκοπό την πραγματοποίηση προσωρινών αλλαγών στις πραγματικές μεταβλητές κρίθηκε δυσλειτουργική, η κεντρική τράπεζα έπρεπε να μείνει ανεξάρτητη από τις πολιτικές πιέσεις. Αυτή η αρχή υποστηρίχθηκε από την θεωρία ότι η πολιτική της σταθεροποίησης των ονομαστικών τιμών θα ήταν πολιτικά ουδέτερη και ότι αυτό θα μπορούσε να επιτευχθεί με μια στοχοθέτηση του πληθωρισμού. Η νομισματική πολιτική θα ήταν έπειτα ένα καθαρά τεχνικό θέμα και θα ήταν σε θέση να εκτελέσει καλύτερα το στόχο της, απαλλαγμένο από την παρέμβαση των πολιτικών.

Ας πάρουμε για παράδειγμα δύο μελέτες που έχουν δημοσιευτεί στο περιοδικό της Wall Street στις τελευταίες εβδομάδες. Η μία, με συγγραφέα τον John Makin, υποστήριξε ότι αφήνοντας τις τιμές των σπιτιών να επιστρέψουν στο αρχικό τους επίπεδο και όντας στην παρούσα κατάσταση, οδηγούμαστε σε μια καταστρεπτική ύφεση. Η μορφή της πολιτικής, επομένως, θα πρέπει να είναι τέτοια ώστε να τις διογκώσει και να τις σταθεροποιήσει κάπου κοντά στα παρόντα επίπεδα. Εάν η Fed θέλει να πετύχει κάτι τέτοιο, τότε ίσως να μην είναι εύκολο να επανακτήσει τον έλεγχο του πληθωρισμού, ιδιαίτερα από τη στιγμή που μερικές χώρες που υποστηρίζουν το δολάριο θα αποφασίσουν σίγουρα να αποσυρθούν. Η άλλη μελέτη, με συγγραφέα τον Martin Feldstein υποστηρίζει ότι η Fed έχει ήδη πάει πάρα πολύ μακριά όσον αφορά την μείωση των επιτοκίων και “φλερτάρει” με τον πληθωρισμό. Είναι υπέρ των προσπαθειών της Fed να ξεπαγώσει τις παρεμποδισμένες αγορές και να αποκαταστήσει τη ρευστότητα με τα ανορθόδοξα μέσα, τα οποία και είχε αναφέρει ο Volcker. Η πιθανή προοπτική για τις Ηνωμένες Πολιτείες, λοιπόν, είναι η περίοδος στασιμότητας. Το ζήτημα, οπότε, είναι πόσο πληθωρισμό, πόση ανεργία και πόση στασιμότητα θα έχουμε.

14. Τρόποι αντιμετώπισης της κρίσης

Το ερώτημα, επομένως, που τίθεται είναι ποιες θα πρέπει να είναι οι παρεμβάσεις προκειμένου να ξεπεραστεί η κρίση και η χώρα να ανακάμψει μπαίνοντας σε μία νέα αναπτυξιακή πορεία με ισχυρή προοπτική. Όπως υποστηρίχθηκε και παραπάνω, η ιδανικότερη λύση πλέον διαφαίνεται να είναι η υιοθέτηση της κεϋνσιανής θεωρίας καθώς και η χάραξη μιας πολιτικής σύμφωνης με τις ιδέες και τις αρχές του Κέυνς. Η ενίσχυση της ρευστότητας αλλά και η διευκόλυνση της πρόσβασης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων σε σύγχρονα χρηματοδοτικά εργαλεία αποτελούν βασικές προτεραιότητες, μαζί με την ανάγκη διατήρησης της απασχόλησης σε αυτή την ιδιαίτερα δύσκολη περίοδο. Επιπλέον, η έξοδος από την κρίση απαιτεί ριζικές μεταβολές στο αναπτυξιακό μοντέλο που έως τώρα ακολουθεί η χώρα. Η κρίσιμη αυτή περίοδος για την οικονομία αλλά και για την κοινωνία, αποτελεί πρόκληση και ευκαιρία για τομές και αλλαγές στο διοικητικό, παραγωγικό και αναπτυξιακό μοντέλο. Στόχος θα πρέπει να είναι η στροφή σε ένα πιο εξωστρεφές μοντέλο ανάπτυξης, το οποίο θα περιλαμβάνει επενδύσεις στην ποιότητα, στην καινοτομία και στην πράσινη οικονομία, την ενίσχυση της επιχειρηματικότητας, την τόνωση της εγχώριας παραγωγής, την ενίσχυση της μακροχρόνιας αποταμίευσης, καθώς και μέσα από ουσιαστικές αλλαγές εκσυγχρονισμού και αναδιοργάνωσης στο δημόσιο τομέα.

Επιδίωξη θα είναι η ανάκτηση της ανταγωνιστικότητας και η ενίσχυση της εξωστρέφειας της οικονομίας, αλλά και η οικοδόμηση ενός αποτελεσματικού κοινωνικού κράτους που θα διασφαλίζει την πρόσβαση όλων των πολιτών σε ποιοτικά προϊόντα και υπηρεσίες κοινωνικού χαρακτήρα. Τόσο οι άμεσες παρεμβάσεις για την αντιστροφή του κλίματος ασφυξίας στην αγορά, όσο και η υιοθέτηση ενός νέου αναπτυξιακού μοντέλου για τη χώρα, προϋποθέτουν την ύπαρξη και την αποτελεσματική λειτουργία ενός δυναμικού και υπεύθυνου τραπεζικού και χρηματοπιστωτικού συστήματος, το οποίο θα μπορεί να ανταποκριθεί ικανοποιητικά στις νέες αυξημένες εσωτερικές και εξωτερικές απαιτήσεις και να παίξει ισχυρό ρόλο στην ευρύτερη περιοχή.

Ως εκ τούτου, απαιτούνται μεταρρυθμίσεις στο πλαίσιο λειτουργίας των τραπεζών και των κεφαλαιαγορών, προκειμένου να διαμορφωθούν συνθήκες αυστηρότερης εποπτείας, αυστηρότερων δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας, καλύτερης

διαχείρισης των κινδύνων, ευνοϊκότερης χρηματοδότησης των υγιών επιχειρήσεων, ιδιαίτερα των μικρών και μεσαίων και βέβαια μεγαλύτερης διαφάνειας και ενημέρωσης των συναλλασσόμενων με αυτές. Ο τραπεζικός τομέας τέλος, πρέπει να συμβάλει στην ομαλή λειτουργία της οικονομίας, προκειμένου να αντιμετωπιστεί το μεγάλο πρόβλημα της ρευστότητας και να υπάρξει ανατροπή στο αρνητικό κλίμα και στη στασιμότητα των επενδύσεων.

Το κύριο στοιχείο της διαφυγής από την παρούσα κρίση είναι η ανάγκη για τη χάραξη μίας νέας αναπτυξιακής πορείας της οικονομίας. Ελοχεύει όμως ο κίνδυνος, ο οποίος είναι υπαρκτός, να ξεχαστούν οι αιτίες της κρίσης και να μην αντιμετωπισθεί η κρίση ως ευκαιρία για τομές και αλλαγές στο διοικητικό, παραγωγικό και αναπτυξιακό μοντέλο. Γιατί το έως τώρα μοντέλο που βασιζόταν κυρίως στην αύξηση της εγχώριας ζήτησης και της ιδιωτικής κατανάλωσης δεν φαίνεται να μπορεί να συνεχίσει. Η επίτευξη ανάπτυξης θα πρέπει πλέον να βασιστεί σε ένα πιο εξωστρεφές μοντέλο βασισμένο στην κεϋνσιανή πολιτική, το οποίο μέσα από επενδύσεις στην ποιότητα και την καινοτομία, την ενίσχυση της επιχειρηματικότητας, την τόνωση της εγχώριας παραγωγής, την ενίσχυση της μακροχρόνιας αποταμίευσης καθώς και μέσα από ουσιαστικές αλλαγές εκσυγχρονισμού και αναδιοργάνωσης στο δημόσιο τομέα, θα στοχεύει στην ανάκτηση της ανταγωνιστικότητας και την ενίσχυση της εξωστρέφειας της οικονομίας, αλλά και στην οικοδόμηση ενός αποτελεσματικού κοινωνικού κράτους που θα διασφαλίζει την πρόσβαση όλων των πολιτών σε ποιοτικά προϊόντα και υπηρεσίες κοινωνικού χαρακτήρα.

Στο πλαίσιο αυτό, απαιτείται η χάραξη και η εφαρμογή μιας συνολικής συνεκτικής πολιτικής με βασική στόχευση στα ακόλουθα θέματα:

- Δημιουργία σταθερού και δίκαιου φορολογικού συστήματος.
- Καταπολέμηση της φοροδιαφυγής, της παραοικονομίας και του παραεμπορίου.
- Βελτίωση των υποδομών.
- Εξορθολογισμό και αποτελεσματικότητα των δημοσίων δαπανών.
- Αντιμετώπιση της γραφειοκρατίας.
- Ενίσχυση του ανταγωνισμού στις αγορές.
- Αποτελεσματικότητα των κοινωνικών δαπανών.

Βασικό παράγοντα στήριξης ενός τέτοιου μοντέλου βιώσιμης και εξωστρεφούς ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας αποτελεί η ύπαρξη και η αποτελεσματική λειτουργία ενός δυναμικού και υπεύθυνου χρηματοπιστωτικού συστήματος, το οποίο θα μπορεί να ανταποκριθεί ικανοποιητικά στις νέες αυξημένες εσωτερικές και εξωτερικές απαιτήσεις και να παίζει ισχυρό ρόλο στην ευρύτερη περιοχή.

Ως εκ τούτου, απαιτούνται μεταρρυθμίσεις στο πλαίσιο λειτουργίας των τραπεζών και των κεφαλαιαγορών, προκειμένου να διαμορφωθούν συνθήκες αυστηρότερης εποπτείας, αυστηρότερων δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας, καλύτερης διαχείρισης των κινδύνων, ευνοϊκότερης χρηματοδότησης των υγιών μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων και βέβαια μεγαλύτερης διαφάνειας και ενημέρωσης των συναλλασσόμενων με αυτές. Η Τράπεζα της Ελλάδος με την ενίσχυση του ρόλου της, εποπτικού, ελεγκτικού, ρυθμιστικού αλλά και παρεμβατικού, μπορεί και πρέπει να είναι καταλύτης αυτής της προοπτικής.

Τέλος, πρέπει να γίνει κατανοητό ότι στη σημερινή κρίσιμη στιγμή, ευθύνη των τραπεζών είναι να συμβάλουν ουσιαστικά στην εύρυθμη λειτουργία της οικονομίας, με τη χρηματοδότηση επιχειρήσεων και πολιτών, τη στήριξη των επενδύσεων, την αποτελεσματική διαχείριση της εθνικής αποταμίευσης. Επιπλέον, οι τράπεζες έχουν να αντιμετωπίσουν μία σημαντικότερη πρόκληση: την ανάγκη να αποκαταστήσουν τις σχέσεις τους με τον επιχειρηματικό κόσμο και την κοινωνία, με την εκλογίκευση των περιθωρίων κέρδους, με την αποστροφή του μοντέλου της αλόγιστης κατανάλωσης που έως τώρα συντηρούσαν και βέβαια με τη στήριξη των παραγωγικών επενδύσεων.

3. Εμπειρική ανάλυση σύμφωνα με το μακροοικονομικό μοντέλο

1. Εισαγωγή

Κατόπιν όλων των ανωτέρω θεωρητικών προσεγγίσεων της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, είναι απαραίτητη, η ανάλυση του φαινομένου μέσα από το οπτικό πρίσμα ενός οικονομετρικού μοντέλου, το οποίο θα τεκμηριώνει με συγκεκριμένα στοιχεία τα συμπεράσματα των θεωρητικών αναλύσεων. Οι κεντρικές τράπεζες έχουν εκφράσει συχνά την ανησυχία τους, ότι μια διαταραχή στη

ρευστότητα του συστήματος, μπορεί να προκαλέσει σειρά οικονομικών διαταραχών, όπως αδυναμία επέμβασης και επηρεασμού της οικονομικής δραστηριότητας και του πληθωρισμού. Για τα περισσότερα χρηματοοικονομικά συστήματα, η υπερβολική ρευστότητα μπορεί να προσδιοριστεί ως η ακούσια συσσώρευση ρευστών αποθεμάτων από τις εμπορικές τράπεζες. Έτσι, παρόλο που οι τράπεζες μπορούν να επιλέξουν να κρατήσουν αποθέματα πέρα από αυτό που απαιτείται από τη νομοθεσία (για να ικανοποιήσουν, για παράδειγμα, τις απροσδόκητες αναλήψεις από τους πελάτες τους ή λόγω μιας αύξησης της αστάθειας), η υπερβολική ρευστότητα επικρατεί μόνο εάν αυτές κρατούν ακούσια περισσότερα μετρητά από όσα επιθυμούν.

Σε ένα περιβάλλον ιδιαίτερα υψηλής αστάθειας ή κάποιας κρίσης, η ζήτηση για αποθέματα μπορεί να αυξηθεί αισθητά για «προληπτικούς» λόγους, για το λόγο ότι οι τράπεζες θεωρούν πολύ επικίνδυνο να δανείσουν. Αυτή η παρατήρηση, όπως υποστηρίζεται από τους Agénor, Aizenman, και Hoffmaister (2004), παρέχει μια χρήσιμη αφετηρία σε μια μεθοδολογία που στοχεύει στον προσδιορισμό της πηγής μιας πιστωτικής κρίσης. Εάν οι τράπεζες είναι απρόθυμες, παρά ανίκανες, να επεκτείνουν τα δάνεια, μια αντίφαση στη πίστωση μπορεί να αποδοθεί κυρίως στους παράγοντες της προσφοράς παρά της ζήτησης. Το πρώτο βήμα επομένως για αυτή τη μεθοδολογία, είναι να υπολογιστεί μια συνάρτηση ζήτησης για τα υπερβάλλοντα ρευστά κεφάλαια των εμπορικών τραπεζών και να εξεταστεί έπειτα η ικανότητά της να προβλέπει.

Από μια πιο αναλυτική σκοπιά, είναι χρήσιμο να ταξινομηθούν οι παράγοντες που οδηγούν στην υπερβολική ρευστότητα σε δομικούς και κυκλικούς. Ο πρώτος δομικός παράγοντας που αναγνωρίζεται συνήθως είναι ένας χαμηλός βαθμός οικονομικής ανάπτυξης. Σε χώρες με λιγότερο ανεπτυγμένα οικονομικά συστήματα, οι τράπεζες θα τείνουν να έχουν μεγαλύτερη ζήτηση για υπερβάλλουσα ρευστότητα. Αυτό είναι και μια κύρια εξήγηση για τα υψηλά και μόνιμα επίπεδα των τραπεζικών αποθεμάτων (πάνω και πέρα από αυτά που απαιτούνται από το νόμο) στις χαμηλού εισοδήματος χώρες της κεντρικής Αφρικής, όπου οι ευκαιρίες για την κατανομή του χαρτοφυλακίου είναι περιορισμένες)⁶. Ένας δεύτερος δομικός παράγοντας είναι ο υψηλός βαθμός αποστροφής κινδύνου, ο οποίος οδηγεί σε υψηλά ασφάλιστρα κινδύνου και σε χαμηλή ζήτηση για μετρητά. Ο βαθμός αποστροφής κινδύνου, στη συνέχεια, μπορεί να είναι άμεσα σχετιζόμενος με τη χρόνια μακροοικονομική

⁶ Saxegaard, 2006

αστάθεια, και αυτό μπορεί να εξηγήσει τον θετικό συσχετισμό μεταξύ υψηλού πληθωρισμού και υπερβολικής ρευστότητας.

Όσον αφορά τους κυκλικούς παράγοντες, ο πληθωρισμός αντιπροσωπεύει έναν από αυτούς, είναι μια κυκλική αιτία δηλαδή της υπερβολικής ρευστότητας. Στο βαθμό που αυτός συνοδεύεται από υψηλή μεταβλητότητα στις σχετικές τιμές (και έτσι με μια αύξηση στην επικινδυνότητα των επενδυτικών προγραμμάτων), μια αναταραχή στον πληθωρισμό μπορεί να αυξήσει την αβεβαιότητα σχετικά με την αξία των τραπεζών και αυτό θα έχει ως επακόλουθο είτε να χρεώσουν ένα υψηλότερο ασφάλιστρο κινδύνου είτε να αυξήσουν το πιστωτικό μέρος (παρουσία δυσμενών προβλημάτων επιλογής). Επειδή, στην προηγούμενη περίπτωση, ένα υψηλότερο επιτόκιο δανεισμού μπορεί να οδηγήσει σε μια συμπίεση της πιστωτικής ζήτησης, και οι δύο απαντήσεις μπορούν να μεταφραστούν σε μια ακούσια συσσώρευση υπερβολικών αποθεμάτων.

Ένας άλλος σημαντικός κυκλικός παράγοντας είναι η μεγάλη εισροή κεφαλαίου, η οποία μπορεί να σχετίζεται με τη μεγάλη φιλελευθεροποίηση του κεφαλαίου. Τα τελευταία χρόνια, ένας αριθμός χωρών, με παρόμοιο χαμηλό ή μεσαίο εισόδημα, έχει εφαρμόσει μέτρα για να ενθαρρύνει ένα ασύμμετρο άνοιγμα του κεφαλαίου (με την ανύψωση δηλαδή των περιορισμών στις μετακινήσεις κεφαλαίου για τους μη κατοίκους) και έχει αντιμετωπίσει μεγάλες εισροές κεφαλαίου, συχνά συνδεδεμένες με την ιδιωτικοποίηση των επιχειρήσεων μεγάλης κρατικής εμβέλειας. Στη Γουιάνα για παράδειγμα, τα υπερβολικά αποθέματα έχουν αυξηθεί εντυπωσιακά από τα τέλη της δεκαετίας του '90)⁷. Στο Μαρόκο, ένας αριθμός μεγάλων διαδικασιών ιδιωτικοποίησης και αυξανόμενα ποσά ξένης άμεσης επένδυσης έχουν επίσης οδηγήσει τα τελευταία χρόνια σε μια απότομη αύξηση της ρευστότητας στις εργασίες του τραπεζικού συστήματος, η οποία οδηγεί την κεντρική τράπεζα να αυξήσει αισθητά τις απαιτήσεις αποθεμάτων ώστε να αποφύγει την ανάπτυξη πληθωριστικών πιέσεων⁸.

Προς κατάπληξη όλων, και παρά τη σημασία του ζητήματος για τις κεντρικές τράπεζες, έχουν γίνει ορισμένες προσπάθειες να ερευνηθούν αναλυτικά οι επιπτώσεις από τη ρευστότητα, όσον αφορά την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής. Αυτή η μελέτη προσπαθεί να γεφυρώσει αυτό το χάσμα προτείνοντας ένα

⁷ Khemraj, 2007

⁸ Agénor and EL Aynaoui, 2007

απλό μακροοικονομικό μοντέλο όπου εξηγεί με σαφή τρόπο τη συμπεριφορά των τραπεζών σχετικά με την τιμολόγηση καθώς και τις αποφάσεις για τα χαρτοφυλάκια. Λαμβάνοντας υπόψη τη στατική φύση του μοντέλου, δεν προσδιορίζει συγκεκριμένα την πηγή (δομική ή κυκλική) της ρευστότητας αλλά αντί αυτού, εστιάζει στην περίπτωση όπου η κινητήριος δύναμη για την παρακράτηση υπερβολικών αποθεμάτων είναι η αβεβαιότητα σχετικά με τις αναλήψεις μετρητών από το κοινό, και καθορίζει στη συνέχεια την υπερβολική ρευστότητα ως μια κατάσταση όπου τα πραγματικά υπερβολικά αποθέματα υπερβαίνουν την επιθυμητή αξία.

Παρόλο που το μοντέλο είναι αρκετά γενικό, οι χώρες στις οποίες αναφέρεται είναι μεσαίου εισοδήματος χώρες όπου το οικονομικό σύστημα αναπτύσσεται αρκετά έτσι ώστε να επιτρέψει τη νομισματική πολιτική να λειτουργήσει μέσω του χειρισμού ενός βραχυπρόθεσμου επιτοκίου, του οποίου η "pass-through" επίδραση στα επιτόκια της αγοράς είναι γρήγορη, όπως ακριβώς και στις περισσότερες ανεπτυγμένες χώρες. Αντίθετα, σε πολλές χαμηλού εισοδήματος χώρες, η νομισματική πολιτική είναι συχνά βασισμένη σε πιο έμμεσες διαδικασίες. Συγχρόνως, γίνεται η υπόθεση ότι το οικονομικό σύστημα εξουσιάζεται από τις τράπεζες και ότι το κεφάλαιο των αγορών είναι είτε υποανάπτυκτο είτε ρευστά καθορισμένο, σύμφωνα με τα στοιχεία των μεσαίου εισοδήματος χωρών. Κατά συνέπεια, εταιρίες σε αυτές τις χώρες (σε αντίθεση με τις πανομοιότυπές τους στις αναπτυγμένες χώρες) δεν έχουν καμία πραγματική εναλλακτική λύση εάν πρέπει να καλύψουν δαπάνες παραγωγής πριν από την πώληση του προϊόντος, εκτός από το να χρησιμοποιήσουν είτε ήδη διατηρημένα κέρδη είτε να δανειστούν από τις εμπορικές τράπεζες.

Αρχικά παρουσιάζεται το μοντέλο το οποίο είναι βασισμένο στη βραχυπρόθεσμη ανάλυση της νομισματικής πολιτικής που αναπτύχθηκε από τους Aginor και Montiel (2006, 2008). Επειδή οι εκτιμήσεις της ανοικτής οικονομίας είναι δύσκολο να προσαρμοστούν στο μοντέλο, σκόπιμα απλοποιήσαμε την προσέγγισή τους με την εστίαση σε μια κλειστή οικονομία. Όπως και σε αυτά τα αρχικά άρθρα, οι ατέλειες της αγοράς μετρητών εισάγονται υποθέτοντας ότι οι εμπορικές τράπεζες θέτουν και επιτόκια καταθέσεων αλλά και δανεισμού, έτσι και στην τελευταία περίπτωση τίθεται ένα ασφάλιστρο πέρα από το κόστος από την κεντρική τράπεζα. Το ίδιο το ασφάλιστρο εξαρτάται από την καθαρή αξία των εταιριών, σύμφωνα με τους Bernanke και Gertler (1989). Επιπλέον, δημιουργείται μια συνάρτηση ζήτησης για τα υπερβολικά αποθέματα. Στη συνέχεια, το βασικό μοντέλο χρησιμοποιείται για

να εξετάσει τις οικονομικές και πραγματικές επιδράσεις μιας αλλαγής στο επίσημο κόστος δανεισμού και την απαιτούμενη αναλογία αποθεμάτων. Η ανάλυση επεκτείνεται έπειτα στην εισαγωγή μιας ασύμμετρης επίδρασης της υπερβολικής ρευστότητας στους κανόνες τιμολόγησης των τραπεζών και καθορίζεται πώς αυτές οι ασυμμετρίες έχουν επιπτώσεις στην αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής. Έχει υποστηριχθεί και παραπάνω, ότι η ρευστότητα υπάρχει περίπτωση να παράγει μια ασύμμετρη συμπεριφορά τιμολόγησης, αλλά αυτό δεν έχει αναλυθεί από προγενεστέρους ερευνητές. Τέλος γίνονται μερικές τελικές παρατηρήσεις, προτείνονται ενδιαφέρουσες κατευθύνσεις για μελλοντική έρευνα και συνοψίζονται τα βασικότερα συμπεράσματα στα οποία κατέληξε τόσο η βιβλιογραφική όσο και η εμπειρική αναφορά.

2. Βασικό Μοντέλο

Αρχικά γίνεται η υπόθεση ότι μια κλειστή οικονομία παράγει ένα ενιαίο, ομοιογενές αγαθό. Υπάρχουν πέντε αγορές στην οικονομία (νομίσματος, τραπεζικών καταθέσεων, μετρητών, ομολογιών και αγαθών), και πέντε κατηγορίες πρακτόρων: εταιρίες, νοικοκυριά, εμπορικές τράπεζες (ή τράπεζες εν συντομία), η κυβέρνηση και η κεντρική τράπεζα.

2.1 Η πλευρά της προσφοράς και οι τιμές

Για να χρηματοδοτήσουν τις ανάγκες του κεφαλαίου κίνησης, το οποίο αποτελείται αποκλειστικά από τις δαπάνες εργασίας, οι εταιρίες (που δεν έχουν κανένα διατηρημένο κέρδος) πρέπει να δανειστούν από την τράπεζα. Οι συνολικές δαπάνες παραγωγής που αντιμετωπίζει η αντιπροσωπευτική εταιρία είναι ίσες με το λογαριασμό των αμοιβών συν τις πληρωμές των επιτοκίων από τα τραπεζικά δάνεια. Πιο απλά, γίνεται η υπόθεση ότι τα δάνεια που συνάπτονται με σκοπό τη χρηματοδότηση του κεφαλαίου κίνησης (το οποίο είναι βραχυπρόθεσμης φύσεως), γίνονται με μία σταθερή αύξηση των τιμών πέρα από το κόστος δανεισμού από την κεντρική τράπεζα, δηλαδή με επιτόκιο i_R . Οι εταιρίες ξεπληρώνουν τα δάνεια, με το επιτόκιο, στο τέλος μιας περιόδου, αφότου τα αγαθά έχουν παραχθεί και έχουν πωληθεί. Ως εκ τούτου, τα δάνεια παρέχονται και ξεπληρώνονται εντός μιας περιόδου

και δεν συσσωρεύονται. Έτσι λοιπόν, τα κέρδη μεταφέρονται στο τέλος κάθε περιόδου στους ιδιοκτήτες των εταιριών, δηλαδή στα νοικοκυριά.

Τυπικά, το πρόβλημα μεγιστοποίησης που αντιμετωπίζει η αντιπροσωπευτική εταιρία μπορεί να γραφεί ως εξής:

$$\max_y PY - W \cdot N - i_R L^F \quad (1)$$

όπου το P δείχνει την τιμή του αγαθού, το Y την παραγωγή (το προϊόν), το W την ονομαστική αμοιβή, το N την ποσότητα εργασίας που απασχολείται, το i_R το επίσημο επιτόκιο που χρεώνεται από την κεντρική στην εμπορική τράπεζα και L^F το ονομαστικό ποσό των δανείων που διατίθενται από την τράπεζα.

Η συνάρτηση παραγωγής λαμβάνει τη μορφή:

$$Y = N^\alpha K_0^{1-\alpha} \quad (2)$$

όπου K_0 είναι το απόθεμα αρχικής περιόδου του φυσικού κεφαλαίου (που είναι επομένως προκαθορισμένο), και $\alpha \in (0, 1)$. Ο οικονομικός περιορισμός της εταιρίας δίνεται από:

$$L^F \geq W \cdot N + P \cdot I \quad (3)$$

όπου το I δείχνει την πραγματική ιδιωτική επένδυση. Ο περιορισμός (3) υποθέτουμε ότι είναι δεσμευτικός πάντα, επειδή ο μόνος λόγος για τις εταιρίες να ζητήσουν δάνειο είναι για να χρηματοδοτήσουν τις δαπάνες εργασίας και την συσσώρευση κεφαλαίου.

Μεγιστοποιώντας την εξίσωση (1) υπό τον όρο (2), παίρνοντας i_R και I όπως δίνονται, παράγονται οι συνθήκες πρώτης τάξεως:

$$\alpha P N^{\alpha-1} K_0^{1-\alpha} - (1+i_R)W = 0$$

Αυτές οι συνθήκες παράγουν τη συνάρτηση ζήτησης εργασίας:

$$N^d = \left[\frac{\alpha K_0^{1-\alpha}}{(1+i_R)(W/P)} \right]^{1/(1-\alpha)} \quad (4)$$

η οποία μπορεί να ενσωματωθεί στην σχέση (2) και να μας δώσει:

$$Y^s = \left[\frac{\alpha}{(1+i_R)(W/P)} \right]^{a/(1-a)} K_0 \quad (5)$$

Αυτές οι εξισώσεις δείχνουν ότι η προσφορά εργασίας και η ζήτηση του αγαθού είναι αντιστρόφως συσχετιζόμενες με το αποτελεσματικό κόστος εργασίας, $(1+i_R)(W/P)$.

Λαμβάνοντας υπόψη τη βραχυπρόθεσμη φύση του μοντέλου, η ονομαστική αμοιβή θεωρείται ότι είναι σταθερή σε \bar{W} . Αυτό συνεπάγεται, από τις σχέσεις (4) και (5), ότι

$$N^d = N^d(P; i_R), \quad Y^s = Y^s(P; i_R), \quad (6)$$

Με $N^d_1, Y^s_1 > 0$ και $N^d_2, Y^s_2 < 0$. Μια αύξηση στο δανεισμό των δαπανών ή μια μείωση των τιμών (που αυξάνει την πραγματική αμοιβή) ασκεί μια περιοριστική επίδραση στην παραγωγή και την απασχόληση.

Χρησιμοποιώντας τις εξισώσεις (3) και (6), η συνολική ζήτηση των εταιριών για μετρητά δίνεται από την παρακάτω σχέση:

$$L^F = \bar{W}N^d(P; i_R) + PI \quad (7)$$

2.2 Τα νοικοκυριά

Τα νοικοκυριά προσφέρουν εργασία με ανελαστικό τρόπο, καταναλώνουν αγαθά, και κρατούν δύο κατηγορίες από τα ατελή υποκατάστατα κεφάλαια: το νόμισμα (που δεν έχει κανένα ενδιαφέρον) σε ονομαστική ποσότητα $BILL$, και τις τραπεζικές καταθέσεις σε ονομαστική ποσότητα D .

Ο οικιακός πλούτος A^H , ορίζεται ως εξής:

$$A^H = BILL + D \quad (8)$$

Η σχετική απαίτηση για τις καταθέσεις υποτίθεται ότι σχετίζεται θετικά με το ποσοστό επιστροφής του:

$$\frac{D}{BILL} = v(i_D) \quad (9)$$

όπου i_D είναι το επιτόκιο στις τραπεζικές καταθέσεις και $v' > 0$. Συνδυασμός αυτών των δύο εξισώσεων παράγει:

$$D = \frac{v(i_D)}{1 + v(i_D)} A^H = \kappa(i_D) A^H \quad (10)$$

όπου $\kappa' > 0$.

Οι πραγματικές δαπάνες κατανάλωσης από τα νοικοκυριά C , εξαρτώνται θετικά από το εισόδημα της εργασίας WN , και την πραγματική αξία του πλούτου (που συλλαμβάνει μια επίδραση πραγματικής ισορροπίας), καθώς επίσης εξαρτώνται αρνητικά από το πραγματικό ποσοστό κατάθεσης (που συλλαμβάνει διαχρονικά αποτελέσματα). Έτσι, τα έξοδα κατανάλωσης μπορούν να γραφτούν ως εξής:

$$C = a_1 \frac{\bar{WN}}{P} - a_2 (i_D - \pi^a) + a_3 \left(\frac{A_0^H}{P} \right) \quad (11)$$

Όπου π^a είναι το εξωγενές αναμενόμενο ποσοστό πληθωρισμού, $a_1 \in (0, 1)$ και είναι η οριακή ροπή προς κατανάλωση σε σχέση με το διαθέσιμο εισόδημα, A_0^H είναι η αξία του οικονομικού πλούτου την αρχική περίοδο, και $a_2, a_3 > 0$. Η θετική επίδραση του κυκλοφορούντος εισοδήματος στην κατανάλωση είναι σύμφωνη με τα στοιχεία που υπάρχουν σχετικά με τη διεισδυτικότητα των περιορισμών της ρευστότητας σε χαμηλού και μεσαίου εισοδήματος χώρες (όπως υποστηρίζουν οι Aginor και Montiel (2008)) και με την υπόθεση ότι οι οικογένειες δεν μπορούν να δανειστούν άμεσα από τις τράπεζες στην περίοδο ομαλής κατανάλωσης. Εξάγεται το συμπέρασμα λοιπόν στο ότι η αξία a_2 πρέπει να είναι σχετικά μικρή, ένα γεγονός το οποίο επιβεβαιώνεται και από τα διαθέσιμα στοιχεία.

2.3 Οι εμπορικές τράπεζες

Τα προτερήματα της εμπορικής τράπεζας προέρχονται από τα μετρητά που παρέχονται στις εταιρίες (L^F), τα υποχρεωτικά αποθέματα που παρακρατούνται στην κεντρική τράπεζα (RR), τα υπερβολικά αποθέματα που βρίσκονται τοποθετημένα ως μετρητά στο θησαυροφυλάκιο (V) και τα κυβερνητικά ομόλογα (B^B). Τα στοιχεία του παθητικού της τράπεζας διαμορφώνονται από τις καταθέσεις των νοικοκυριών, (D), και από το δανεισμό από την κεντρική τράπεζα (L^B). Η ισορροπία της αντιπροσωπευτικής εμπορικής τράπεζας μπορεί επομένως να γραφτεί ως εξής:

$$L^F + RR + V + B^B = D + L^B \quad (12)$$

όπου όλες οι μεταβλητές μετριούνται σε ονομαστικούς όρους. Τα αποθέματα που βρίσκονται στην κεντρική τράπεζα δεν πληρώνουν κανέναν τόκο και τίθενται αναλογικά προς τις καταθέσεις:

$$RR = \mu D \quad (13)$$

όπου $\mu \in (0, 1)$.

Για μεγαλύτερη ευκολία, η συμπεριφορά της τράπεζας διαμοιράζεται σε δύο στάδια: εξετάζεται αρχικά ο προσδιορισμός των επιτοκίων και έπειτα παράγεται το επιθυμητό επίπεδο των αποθεμάτων.

2.3.1 Κανόνες τιμολόγησης επιτοκίου

Η τράπεζα θέτει ταυτόχρονα και επιτόκια καταθέσεων αλλά και δανεισμού, λαμβάνοντας υπόψη της το επίπεδο των αποθεμάτων όπως ακριβώς αυτό δίνεται. Θεωρεί τις καταθέσεις των νοικοκυριών και τα δάνεια από την κεντρική τράπεζα ως τέλεια υποκατάστατα και είναι αδιάφορη ως προς τη σύνθεση των στοιχείων του παθητικού της. Συνεπώς, το (ακαθάριστο) επιτόκιο των καταθέσεων πρέπει να είναι ίσο με το (ακαθάριστο) κόστος των κονδυλίων που χορηγούνται από την κεντρική τράπεζα, "διορθωμένο" με το απαιτούμενο κόστος παρακράτησης των αποθεμάτων των καταθέσεων:

$$1 + i_D = (1 + i_R)(1 - \mu) \quad (14)$$

Εκτός από την κεντρική τράπεζα, η (εμπορική) τράπεζα είναι ο μόνος κάτοχος του κυβερνητικού χρέους. Το επιτόκιο που απαιτείται για τα κυβερνητικά ομόλογα i_B , τίθεται ως ασφάλιστρο πέρα από την οριακή δαπάνη των κεφαλαίων. Λαμβάνοντας υπόψη ότι η ρευστότητα των κεντρικών τραπεζών είναι τελείως ελαστική ως προς το τρέχον επιτόκιο αναχρηματοδότησης, αυτό το κόστος είναι απλά i_R :

$$1 + i_B = (1 + \theta_B)(1 + i_R) \quad (15)$$

όπου θ_B είναι το ασφάλιστρο κινδύνου στα κυβερνητικά ομόλογα. Υποθέτουμε ότι αυτό το ασφάλιστρο αυξάνεται σε αναλογία χρέους - προϊόντος, η οποία μετρά την ικανότητα υποστήριξης του δημόσιου χρέους:

$$\theta_B = \theta_B (B^B/Y) \quad (16)$$

όπου $\theta'_B > 0$.

Το συμβατικό επιτόκιο δανεισμού i_L , τίθεται ως ασφάλιστρο και πέρα από το ισχύον επιτόκιο για τα κυβερνητικά ομόλογα, το οποίο αντιπροσωπεύει το ποσοστό επιστροφής των εναλλακτικών κεφαλαίων:

$$1 + i_L = (1 + \theta_L)(1 + i_B) \quad (17)$$

όπου το ασφάλιστρο κινδύνου θ_L , λαμβάνεται ως αντιστρόφως ανάλογο με το λόγο κεφαλαίων των εταιριών (η αξία του φυσικού μετοχικού κεφαλαίου στην αρχή της περιόδου K_0 , μετριέται σε P , την τιμή του αγαθού) και πέρα από τα στοιχεία του παθητικού τους, δηλαδή την αρχική περίοδο δανεισμού, L_0^F , ισχύει:

$$\theta_L = \theta_L \left(\frac{P \cdot K_0}{L_0^F} \right) \quad (18)$$

όπου $\theta'_L < 0$. Κατά συνέπεια, μια αύξηση στις τιμές, με τη βελτίωση της καθαρής αξίας των εταιριών, τείνει να μειώσει το ασφάλιστρο κινδύνου που απαιτείται από την τράπεζα. Στο βαθμό που το $P \cdot K_0$ ερμηνεύεται ως ένα μέτρο του κεφαλαίου το οποίο οι δανειστές μπορούν να λάβουν σε περίπτωση αθέτησης, η προδιαγραφή αυτή είναι σύμφωνη με τα πιο περίπλοκα μοντέλα, υπογραμμίζοντας το ρόλο της επιβιοθητικής εγγύησης στη μείωση των ηθικών κινήτρων – τα κίνητρα δηλαδή για την ανάληψη υπερβολικού κινδύνου – όπως αναπτύσσεται και από τους Boot, Thakor, και Udell (1991) και Bester (1994).

2.3.2 Ζήτηση για υπερβολικά αποθέματα

Παράγεται έπειτα η συνάρτηση ζήτησης για υπερβολικά αποθέματα, παίρνοντας τα επιτόκια ως έχει και χρησιμοποιώντας ένα απλό μοντέλο. Υποθέτουμε ότι με πιθανότητα q τα νοικοκυριά αντιμετωπίζουν ένα σοκ ρευστότητας, το οποίο οφείλεται παραδείγματος χάριν σε μια απροσδόκητη ανάγκη ανάληψης χρημάτων. Αυτή η ανάγκη ρευστότητας είναι ανάλογη με το επίπεδο των καταθέσεων στην αρχή της περιόδου, D_0 . Κατά συνέπεια, η τράπεζα πρέπει να παρέχει ρευστό γD_0 , όπου $\gamma \in (0, 1)$, με πιθανότητα q .

Η εμπορική τράπεζα μπορεί να έχει πρόσβαση στη ρευστότητα είτε με το να κρατάει απλήρωτα υπερβολικά αποθέματα V , ως μετρητά στο θησαυροφυλάκιο, είτε με το να δανείζεται από την κεντρική τράπεζα, με ένα σταθερό (οριακό) επιτόκιο i_R , επειδή ο ανεφοδιασμός της κεντρικής τράπεζας με ρευστό είναι τελείως ελαστικός με

αυτό το επιτόκιο. Εντούτοις, αυτές οι δύο πηγές ρευστότητας δεν είναι ίδιες επειδή οι άμεσες και έμμεσες δαπάνες διαφέρουν. Ειδικότερα, λαμβάνοντας υπόψη τη δομή των κεφαλαίων της τράπεζας και το γεγονός ότι η ποσότητα των τραπεζικών δανείων καθορίζεται από τη ζήτηση, τότε το κόστος ευκαιρίας για την παρακράτηση των αποθεμάτων είναι i_B .

Οι βέλτιστες παρακρατήσεις των αποθεμάτων, καθορίζονται έτσι από το ακόλουθο πρόβλημα ελαχιστοποίησης κόστους, στο οποίο η τράπεζα σταθμίζει το κόστος ευκαιρίας του να κρατά αποθέματα $i_B V$, με αυτό του δανεισμού της από την κεντρική τράπεζα:

$$\min_v U[i_B V, q(\gamma D_0 - V)i_R] \quad (19)$$

όπου $\gamma D_0 - V$ δείχνει το καθαρό ποσό των ρευστών που παρέχεται από την κεντρική τράπεζα σε περίπτωση ελλείμματος αποθεμάτων. Για την καλύτερη κατανόηση του μοντέλου, υποθέτουμε ότι και οι δύο όροι στην αντικειμενική συνάρτηση U εισάγονται με δευτεροβάθμιο τρόπο και έτσι η ελαχιστοποίηση του προβλήματος γίνεται:

$$\min_v \left\{ \frac{1}{2} (i_B V)^2 + \frac{\chi}{2} [q(\gamma D_0 - V)i_R]^2 \right\} \quad (20)$$

όπου $\chi > 0$ και μετρά τις σχετικές προτιμήσεις.

Η επίλυση της σχέσης (20) παράγει τον πρώτης τάξεως όρο:

$$i_B^2 V - \chi (q i_R)^2 (\gamma D_0 - V) = 0 \quad (21)$$

ο οποίος υπονοεί ότι:

$$\frac{V^d}{\gamma D_0} = \frac{\chi (q i_R)^2}{i_B^2 + \chi (q i_R)^2} = u(i_B, i_R, q) \quad (22)$$

με $v_1 < 0$, και $v_2, v_3 > 0$. Ένα υψηλότερο κόστος δανεισμού από την κεντρική τράπεζα ή μια αύξηση της πιθανότητας απροσδόκητων αναλήψεων, αυξάνει τα υπερβάλλοντα αποθέματα, ενώ μια αύξηση στο επιτόκιο των ομολογιών τείνει να τα μειώσει.

2.3.3 Δανεισμός από την κεντρική τράπεζα

Δεδομένου ότι η ζήτηση των εταιριών για μετρητά καθορίζει την πραγματική προσφορά των δανείων, ότι η εμπορική τράπεζα απορροφά όλα τα ομόλογα που δεν παρακρατούνται από την κεντρική τράπεζα, και ότι τα απαιτούμενα αποθέματα καθορίζονται από την κυβέρνηση, η συνθήκη ισορροπίας (12) μπορεί να λυθεί με δανεισμό από την κεντρική τράπεζα:

$$L^B = L^F + RR + V + B^B - D \quad (22)$$

Χρησιμοποιώντας τις σχέσεις (7), (10), και (38), η παραπάνω εξίσωση γίνεται:

$$L^B = \bar{W}N^d(P; i_R) + PI + \gamma D_0 u(i_B; i_R) + B^B - (1 - \mu) \kappa(i_D) A^H \quad (23)$$

2.4 Κεντρική τράπεζα και κυβέρνηση

Η σχέση ισορροπίας του ενεργητικού της κεντρικής τράπεζας, από την πλευρά των κεφαλαίων, αποτελείται από τα δάνεια προς τις εμπορικές τράπεζες L^B , και τα κυβερνητικά ομόλογα B^C . Το παθητικό, αποτελείται μόνο από τη νομισματική βάση, MB:

$$B^C + L^B = MB, \quad (24)$$

με τη νομισματική βάση στη συνέχεια, να δίνεται από το ποσό του νομίσματος που κυκλοφορεί και από τα αποθέματα:

$$MB = BILL + RR + V, \quad (25)$$

Επειδή η προσφορά ρευστών από την κεντρική τράπεζα είναι τελείως ελαστική με το επιτόκιο i_R , η νομισματική βάση είναι ενδογενής, το οποίο και υπονοεί, χρησιμοποιώντας τη σχέση (13), ότι η προσφορά νομίσματος είναι

$$BILL = MB - \mu D - V. \quad (26)$$

Η κυβέρνηση ξοδεύει για αγαθά, ποσότητα G . Το σημαντικό απόθεμα από τα ομόλογα B λαμβάνεται ως εξής: $B = B^C + B^B$.

2.5 Επενδύσεις και αγορά αγαθών

Συνήθως, η πραγματική επένδυση θεωρείται ότι σχετίζεται αρνητικά με το πραγματικό επιτόκιο δανεισμού $i_L - \pi^a$:

$$I = I(i_L - \pi^a) \quad (27)$$

όπου $I' < 0$. Όπως γίνεται ήδη αντιληπτό από την (7), όλες οι επενδύσεις χρηματοδοτούνται από τραπεζικά δάνεια.

Τέλος, η συνθήκη ισορροπίας της αγοράς αγαθών δίνεται από τη σχέση:

$$Y^s(P; i_R) = C + I + G \quad (28)$$

3. Η επίλυση του μοντέλου

Η λύση του μοντέλου ακολουθεί μια παρόμοια λογική με τους Aginor και Montiel (2006, 2008). Ουσιαστικά, η μακροοικονομική ισορροπία απαιτεί ταυτόχρονη ισότητα μεταξύ της προσφοράς και της ζήτησης στις αγορές και των πέντε οικονομικών κεφαλαίων (νομίσματος, καταθέσεων των τραπεζών, κυβερνητικών ομολόγων, δανείων των τραπεζών και μετρητών των κεντρικών τραπεζών), καθώς επίσης και στην αγορά αγαθών. Από το νόμο του Walras, οι συνθήκες ισορροπίας για την αγορά κεφαλαίου δεν είναι ανεξάρτητες η μία από την άλλη και αυτό έχει ως αποτέλεσμα κάθε μία εξίσωση να μπορεί να προέλθει από τις άλλες.

Η αγορά για τις τραπεζικές καταθέσεις είναι πάντα σε ισορροπία, για το λόγο ότι η τράπεζα δέχεται όλες τις καταθέσεις που τα νοικοκυριά επιθυμούν να κάνουν με επιτόκιο i_D . Η αγορά τραπεζικών δανείων είναι επίσης πάντα σε ισορροπία, επειδή η τράπεζα παρέχει όλα τα μετρητά που ζητούν οι εταιρίες με επιτόκιο i_L . Παρόμοια, η αγορά δημοσίων ομολογιών είναι πάντα σε ισορροπία δεδομένου ότι η εμπορική τράπεζα είναι πρόθυμη να κρατήσει όλο το κυβερνητικό χρέος που η κεντρική τράπεζα δεν κρατά, με επιτόκιο i_B . Και η αγορά τέλος για τα μετρητά της κεντρικής τράπεζας είναι επίσης πάντα σε ισορροπία, λαμβάνοντας υπόψη την υπόθεση ότι η κεντρική τράπεζα καθορίζει το επιτόκιο i_R και προμηθεύει όλο το ρευστό που απαιτεί

η εμπορική τράπεζα με αυτό το επιτόκιο. Μπορούμε επομένως να περιορίσουμε κάπως την αγορά νομίσματος.

Το επόμενο βήμα είναι να λύσουμε ως προς το επιτόκιο δανεισμού. Οι εξισώσεις (6) και (15) έως (18) παράγουν:

$$i_L = \left[1 + \theta_L \left(\frac{PK_0}{L_0^F} \right) \right] \left[1 + \theta_B \left\{ \frac{B^B}{Y^s(P; i_R)} \right\} \right] (1 + i_R) - 1$$

το οποίο μπορεί να γραφτεί ως:

$$i_L = FF(P; i_R, \mu) \quad (29)$$

όπου

$$\frac{\partial i_L}{\partial P} = FF_1 = \left\{ \left(\frac{K_0}{L_0^F} \right) \theta'_L (1 + \theta_B) - (1 + \theta_L) \theta'_B \frac{B^B}{Y^{s2}} Y_1^s \right\} (1 + i_R) < 0$$

$$\frac{\partial i_L}{\partial i_R} = FF_2 = (1 + \theta_L) \left\{ (1 + \theta_B) - \theta'_B \frac{B^B}{Y^{s2}} Y_2^s \right\} > 0$$

$$\frac{\partial i_L}{\partial \mu} = 0$$

Μια άνοδος στις τιμές μειώνει το επιτόκιο ισορροπίας δανεισμού, ενώ μια αύξηση στο αναχρηματοδοτούμενο επιτόκιο αυξάνει το επιτόκιο δανεισμού, όχι μόνο άμεσα αλλά και έμμεσα. Καλό είναι επίσης να σημειωθεί ότι μια αλλαγή στην απαιτούμενη αναλογία αποθεμάτων μ , δεν έχει καμία άμεση επίδραση στο επιτόκιο δανεισμού. Με την οριακή δαπάνη κεφαλαίου να καθορίζεται από το αναχρηματοδοτούμενο επιτόκιο, αυτή η μεταβλητή επηρεάζει άμεσα μόνο το επιτόκιο κατάθεσης.

Γυρίζοντας στον πραγματικό τομέα, χρησιμοποιώντας τις εξισώσεις (6), (11), και (27), και θέτοντας $\pi^a = 0$, μπορούμε να γράψουμε την σχέση ισορροπίας στην αγορά αγαθών, την εξίσωση (28) δηλαδή ως:

$$Y^s(P; i_R) = \left\{ \alpha_1 \frac{\bar{W}}{P} N^d(P; i_R) - \alpha_2 i_D + \alpha_3 \left(\frac{A_0^H}{P} \right) \right\} + I(i_L) + G$$

Χρησιμοποιώντας την (14) για να εξαλείψουμε το i_D , η εξίσωση αυτή καθορίζει ένα σύνολο συνδυασμών του επιτοκίου δανεισμού και του επιπέδου τιμών που είναι σύμφωνο με την ισορροπία στην αγορά αγαθών. Αυτό το σύνολο δίνεται από:

$$i_L = GG(P; i_R, \mu), \quad (30)$$

όπου

$$\frac{\partial i_L}{\partial P} = GG_1 = \frac{1}{I'} \left\{ Y_1^s - \alpha_1 \left(\frac{\bar{W}}{P^2} \right) (PN_1^d - N^d) + \alpha_3 \left(\frac{A_0^H}{P^2} \right) \right\} > < 0$$

$$\frac{\partial i_L}{\partial i_R} = GG_2 = \frac{1}{I'} \left\{ Y_2^s - \alpha_1 \left(\frac{\bar{W}}{P} \right) N_2^d + \alpha_2 (1 - \mu) \right\} > < 0$$

$$\frac{\partial i_L}{\partial \mu} = GG_3 = -\frac{\alpha_2 (1 + i_D)}{I'} > 0$$

Μια άνοδος στις τιμές έχει επιπτώσεις στην ισορροπία της αγοράς αγαθών (και έτσι και στο επιτόκιο δανεισμού) με τρεις διαφορετικούς τρόπους. Κατ' αρχάς, τείνει να μειώσει την κατανάλωση, μέσω μιας αρνητικής επίπτωσης στην πραγματική ισορροπία. Δεύτερον, τείνει να μειώσει την πραγματική αμοιβή και να ενισχύσει τη συνολική προσφορά. Τρίτον, η αύξηση στη ζήτηση εργασίας τείνει να αυξήσει το εισόδημα από τους μισθούς, ενώ η αύξηση στις τιμές τείνει να το μειώσει. Η καθαρή επίδραση στο εισόδημα που προέρχεται από τις αμοιβές είναι γενικά διφορούμενη και εξαρτάται από το πρόσημο του $PN_1^d - N^d$ ή ισοδύναμα από την ελαστικότητα των τιμών της ζήτησης εργασίας, PN_1^d / N^d . Εάν αυτή η ελαστικότητα, σε απόλυτη τιμή, είναι χαμηλότερη από τη μονάδα, τότε το διανεμημένο εισόδημα θα αυξηθεί και με αυτόν τον τρόπο θα υποκινηθεί η κατανάλωση. Η καθαρή επίδραση στο επιτόκιο δανεισμού είναι γενικά διφορούμενη και εξαρτάται από τις σχετικές μετατοπίσεις της προσφοράς (που σαφώς αυξάνεται) και από την συνολική ζήτηση (που μπορεί είτε να αυξηθεί είτε όχι, ανάλογα με τη συμπεριφορά των ιδιωτικών εξόδων).

Μια αύξηση στο αναχρηματοδοτούμενο επιτόκιο μειώνει τη συνολική ζήτηση μέσω μιας αρνητικής προσωρινής επίπτωσης του επιτοκίου καταθέσεων στην κατανάλωση. Ταυτόχρονα, αυτό μειώνει την προσφορά αγαθών (μέσω της επίδρασής του στο αποτελεσματικό κόστος εργασίας, το οποίο και αποτυπώνεται στο Y_2^s) και επομένως μειώνει και τον παράγοντα εισόδημα. Η δεύτερη επίδραση (που γίνεται αντιληπτή από τον όρο $\alpha_1 \bar{W} N_2^d$) περικλείει την άμεση αρνητική επίπτωση στη ζήτηση. Επειδή η συνολική προσφορά και η συνολική ζήτηση πέφτουν, το επιτόκιο δανεισμού μπορεί είτε να αυξηθεί είτε να μειωθεί για να διατηρήσει την ισορροπία

στην αγορά αγαθών. Σε αντίθετη περίπτωση, μια αύξηση στο λόγο των απαιτούμενων αποθεμάτων μειώνει το επιτόκιο καταθέσεων, το οποίο τείνει να αυξήσει την παρούσα κατανάλωση. Για να διατηρηθεί η ισορροπία στην αγορά αγαθών στο αρχικό επίπεδο τιμών, η επένδυση πρέπει να μειωθεί και αυτό απαιτεί μια άνοδο στο επιτόκιο δανεισμού.

Οι εξισώσεις (29) και (30) μπορούν να λυθούν μαζί με τις τιμές ισορροπίας του επιτοκίου δανείου i_L και της τιμής αγαθών P . Η λύση απεικονίζεται γραφικά στο σχήμα 1⁹. Στο βορειοανατολικό τεταρτημόριο, η καμπύλη FF αντιπροσωπεύει την καμπύλη ισορροπίας στην χρηματοοικονομική αγορά (29), ενώ η καμπύλη GG αντιπροσωπεύει την καμπύλη ισορροπίας της αγοράς αγαθών (30). Όπως αναφέρθηκε και νωρίτερα, η FF έχει αρνητική κλίση, ενώ η GG μπορεί να έχει είτε θετική είτε αρνητική κλίση. Στην περίπτωση που παρουσιάζεται στο σχήμα, υποτίθεται η ύπαρξη αρνητικής κλίσης. Κάτω από τυποποιημένες υποθέσεις και για να υπάρξει σταθερότητα ενδείκνυται η GG να είναι πιο απότομη από την FF. Στο νοτιοανατολικό τεταρτημόριο υπάρχει μια κοίλη καμπύλη που αντιπροσωπεύει την προσφορά αγαθών Y^s , ως αυξανόμενη συνάρτηση των τιμών. Στο βορειοδυτικό τεταρτημόριο, παρουσιάζεται η αρνητική σχέση (27) μεταξύ της επένδυσης και του (πραγματικού) επιτοκίου δανεισμού. Χρησιμοποιώντας μια γραμμή 45 μοιρών επεκτείνουμε τις καμπύλες Y^s και I στο νοτιοδυτικό τεταρτημόριο και έτσι παρουσιάζεται και το ποσό των ιδιωτικών και δημόσιων εξόδων, $C + G$. Η ισορροπία της οικονομίας είναι καθορισμένη στα σημεία E D, H, και J.

Αξίζει να σημειωθεί ότι, σε αυτό το βασικό μοντέλο, τα υπερβολικά αποθέματα ρευστών δεν διαδραματίζουν κανέναν άμεσο ρόλο στον προσδιορισμό της μακροοικονομικής ισορροπίας. Όπως φαίνεται από την εξίσωση (23), έχουν επιπτώσεις μόνο στο δανεισμό της εμπορικής τράπεζας από την κεντρική τράπεζα. Με επαγωγικό τρόπο, λαμβάνοντας υπόψη ότι η προσφορά ρευστών είναι τελείως ελαστική με το ισχύον αναχρηματοδοτούμενο επιτόκιο, δεν υπάρχει σε αυτήν την σχέση κανένα κανάλι "υπερβολικών αποθεμάτων" όσον αφορά τη νομισματική πολιτική.

⁹ Τα σχήματα 1, 2 και 3 παρατίθενται στο παράρτημα.

4. Η επίδραση της νομισματικής πολιτικής

Για την ακριβή εξήγηση της λειτουργία του βασικού μοντέλου, γίνεται η υπόθεση της ύπαρξης μιας αύξησης στο ποσοστό των απαιτούμενων αποθεμάτων μ και μιας ανόδου του αναχρηματοδοτούμενου επιτοκίου i_R . Μια αύξηση μ προτρέπει την τράπεζα να μειώσει το επιτόκιο καταθέσεων, το οποίο με τη σειρά του αποθαρρύνει την αποταμίευση και υποκινεί την τρέχουσα κατανάλωση. Η υπερβολική ζήτηση για αγαθά οδηγεί σε μια αύξηση στις τιμές (και έτσι σε υψηλότερη αξία των συμπληρωματικών αγαθών), η οποία προτρέπει την τράπεζα να χρεώσει ένα χαμηλότερο ασφάλιστρο. Το χαμηλότερο επιτόκιο δανεισμού υποκινεί την επένδυση. Συγχρόνως, με τη μείωση του κόστους εργασίας, η αύξηση στις τιμές αυξάνει και την παραγωγή. Η διαδικασία προσαρμογής συνοψίζεται στο σχήμα 2. Η καμπύλη GG μετατοπίζεται προς τα επάνω στο βορειοανατολικό τεταρτημόριο, αλλά επειδή η αύξηση μ δεν έχει καμία επίδραση στο οριακό κόστος των κεφαλαίων της τράπεζας, η FF δεν αλλάζει. Η νέα ισορροπία (σημείο E') χαρακτηρίζεται επομένως από ένα χαμηλότερο επιτόκιο δανεισμού και υψηλότερες τιμές.

Μια αύξηση στο αναχρηματοδοτούμενο επιτόκιο αυξάνει τις δαπάνες δανεισμού της τράπεζας, οι οποίες στη συνέχεια την προτρέπουν να αυξήσει το επιτόκιο δανεισμού. Γραφικά, όπως απεικονίζεται και στο σχήμα 3, αυτό οδηγεί σε μια ανοδική μετατόπιση της FF. Συγχρόνως, η αύξηση στο i_R αυξάνει άμεσα το επιτόκιο κατάθεσης, το οποίο προτρέπει πλέον τις οικογένειες να αποταμιεύσουν περισσότερο και να ξοδέψουν λιγότερο. Επιπλέον, η αύξηση στο αποτελεσματικό κόστος εργασίας μειώνει τη συνολική προσφορά και το εισόδημα. Όπως αναφέρθηκε και νωρίτερα, η αρνητική επίδραση του εισοδήματος, δημιουργεί μια δυσμενή διαχρονική επίδραση υποκατάστασης των ιδιωτικών δαπανών. Αλλά επειδή η συνολική προσφορά και η συνολική ζήτηση πέφτουν και οι δύο, το επιτόκιο δανεισμού μπορεί είτε να αυξηθεί είτε να μειωθεί (στο αρχικό επίπεδο τιμών) για να διατηρήσει την ισορροπία στην αγορά αγαθών. Στο βορειοανατολικό τεταρτημόριο του σχήματος 3, η GG μπορεί είτε να μετατοπιστεί στα αριστερά, που οδηγεί σε ένα νέο σημείο ισορροπίας E', είτε στα δεξιά, που οδηγεί σε μια νέα ισορροπία E''. Και στις δύο περιπτώσεις, η καθαρή επίδραση είναι μια αύξηση στο εξισορροπημένο επιτόκιο δανεισμού, αλλά με τη διαφορά ότι στην πρώτη περίπτωση οι τιμές πέφτουν, ενώ στη δεύτερη αυξάνονται.

Όπως φαίνεται στο νοτιοανατολικό τεταρτημόριο, η αύξηση του i_R μετατοπίζει την καμπύλη προσφοράς προς τα μέσα. Ανεξάρτητα από το εάν το P αυξάνεται ή μειώνεται, στην περίπτωση που παρουσιάζεται, δημιουργείται μια αντίφαση στη προσφορά αγαθών (από H σε H' , ή από H σε H''), η οποία οφείλεται όχι μόνο στην άμεση αύξηση του κόστους κεφαλαίου κίνησης, αλλά ενδεχομένως και σε μια αύξηση των πραγματικών αμοιβών. Οι επενδύσεις πέφτουν από το D είτε στο D' είτε στο D'' , ενώ η καθαρή επίδραση στην κατανάλωση είναι διφορούμενη – η άμεση επίδραση του υψηλότερου επιτοκίου κατάθεσης είναι το ότι μειώνει τα ιδιωτικά έξοδα αλλά η μείωση των τιμών οδηγεί σε μια θετική επίδραση στην πραγματική ισορροπία. Κατά συνέπεια, ένα κύριο χαρακτηριστικό του μοντέλου είναι ότι μια διφορούμενη νομισματική πολιτική είναι σε θέση να δημιουργήσει "στασιμοπληθωριστική" επίδραση.

Αξίζει να σημειωθεί ότι η αύξηση της ισορροπίας στο επιτόκιο δανεισμού μπορεί να διαχωριστεί σε δύο επιδράσεις. Η πρώτη είναι μια άμεση "pass-through" επίδραση, η οποία αντιπροσωπεύεται από τη μετακίνηση από το E στο B στο βορειοανατολικό τεταρτημόριο. Η δεύτερη είναι είτε μια οικονομική επίδραση "accelerator" (μετακίνηση από το B στο E'), εάν οι τιμές στην ισορροπία πέφτουν, είτε μια οικονομική επίδραση "decelerator" (μετακίνηση από το B' στο E''), εάν οι τιμές αυξάνονται. Και στις δύο περιπτώσεις, η δεύτερη επίδραση προκύπτει από μια βαθμιαία αλλαγή στο ασφάλιστρο κινδύνου, ως απάντηση για τις αλλαγές στην αξία της επιβληθητικής εγγύησης που δεσμεύεται από τις εταιρίες. Αυτό είναι σύμφωνο και με την Bernanke-Gertler επίδραση της νομισματικής πολιτικής, η οποία κυριαρχεί σε ένα μεγάλο μέρος της πρόσφατης λογοτεχνίας¹⁰.

5. Η υπερβάλλουσα ρευστότητα και η συμπεριφορά τιμολόγησης

Στις προηγούμενες αναφορές, τα υπερβολικά αποθέματα δεν διαδραμάτιζαν κανένα ρόλο στον προσδιορισμό της μακροοικονομικής ισορροπίας και στη διαδικασία μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Η τράπεζα έχει στην κατοχή της

¹⁰ Gertler, Gilchrist, και Natalucci, 2007

το επιθυμητό επίπεδο αποθεμάτων (πάνω και πέρα από εκείνο που απαιτείται από το νόμο) για να προστατευθεί από τις απροσδόκητες αναλήψεις, λαμβάνοντας υπόψη το κόστος ευκαιρίας του να κρατάει μετρητά. Κατά συνέπεια, τα επιθυμητά αποθέματα αντιπροσωπεύουν την εθελοντική παρακράτηση ρευστού.

Εντούτοις, όπως αναφέρεται και στην εισαγωγή, οι τράπεζες μπορούν να βρεθούν με περισσότερο ρευστό από ότι επιθυμούν. Καθορίζεται η υπερβολική ρευστότητα ως την κατάσταση όπου το πραγματικό μέγεθος των υπερβολικών αποθεμάτων (στην αρχή της περιόδου) υπερβαίνει το επιθυμητό επίπεδο, δηλαδή $V_0 > V^d$. Κατά συνέπεια, από μία άποψη, το $V_0 - V^d$ μετρά την ακούσια συσσώρευση της ρευστότητας. Εξετάζεται έπειτα ο τρόπος με τον οποίο η υπερβολική ρευστότητα έχει επιπτώσεις στη συμπεριφορά τιμολόγησης των τραπεζών, με την μελέτη των επιτοκίων δανεισμού και καταθέσεων.

Σε γενικές γραμμές, στο μοντέλο, τα αποθέματα ρυθμίζονται στο τέλος κάθε περιόδου. Εντούτοις, με σκοπό να αξιολογηθούν οι επιπτώσεις της υπερβολικής ρευστότητας στην ενδιάμεση περίοδο ισορροπίας, πρέπει να αλλάξει αυτή η υπόθεση όσον αφορά το χρόνο ζήτησης της τράπεζας για αποθέματα. Συγκεκριμένα, (κατά τρόπο παρόμοιο με τη μελέτη των Aginor και Montiel (2007) για τη συμπεριφορά των καταθέσεων ξένου νομίσματος που παρακρατείται στο εξωτερικό), γίνεται η υπόθεση ότι οι τράπεζες ρυθμίζουν την επιθυμητή αξία των πραγματικών υπερβολικών αποθεμάτων τους συνεχώς (αντί στο τέλος κάθε περιόδου), ακολουθώντας μια διαδικασία προσαρμογής της μορφής:

$$V - V_0 = \lambda(V^d - V_0)$$

όπου $\lambda \in (0, 1)$ και είναι η ταχύτητα προσαρμογής. Κατά συνέπεια το σωστό μέτρο για την υπερβολική ρευστότητα πρέπει να είναι, αντί για το V_0/V^d , το παρακάτω:

$$\frac{V}{V^d} = \frac{\lambda V^d + (1 + \lambda)V_0}{V^d} = \lambda + (1 - \lambda)\left(\frac{V_0}{V^d}\right)$$

Εντούτοις, εφ' όσον το λ είναι σταθερός αριθμός, αυτό δεν επηρεάζει ποιοτικά τα αποτελέσματα που ακολουθούν, επειδή χρησιμοποιούνται μόνο οι γενικές λειτουργικές μορφές. Έτσι, για περισσότερη ευκολία, θα χρησιμοποιείται και στη συνέχεια η μορφή V_0/V^d .

5.1 Επιτόκια καταθέσεων

Στο παρόν μοντέλο, υπάρχουν δύο επιπτώσεις στον προσδιορισμό του επιτοκίου καταθέσεων, λόγω του προβλήματος της ρευστότητας. Η πρώτη είναι ότι το επιτόκιο κατάθεσης μπορεί να γίνει λιγότερο ευαίσθητο στις αλλαγές των πολιτικών αναλογιών. Αυτό μπορεί να γίνει αντιληπτό με το να αντικατασταθεί η εξίσωση (14) με την:

$$1+i_D = (1+i_D)(1-\mu)f\left(\frac{V_0}{V^d}\right) \quad (31)$$

όπου f είναι μια συνάρτηση που ικανοποιεί τα εξής:

$$f(x) = \begin{cases} 1 & \text{για } 0 < x \leq 1, \\ 0 < f(x) < 1 & \text{για } x > 1, \end{cases} \quad (32)$$

και $f'(x) < 0$ για $x > 1$, και $\lim_{x \rightarrow \infty} f(x) \rightarrow 0$. Αυτοί οι περιορισμοί στην f υπονοούν ότι μια αύξηση της ρευστότητας μεταδίδει μεγαλύτερη ακαμψία στο επιτόκιο καταθέσεων. Στο όριο, εάν ο βαθμός της υπερβολικής ρευστότητας είναι πολύ υψηλός, το επιτόκιο καταθέσεων τείνει στο μηδέν. Από μία άποψη, η υπερβολική ρευστότητα προτρέπει τις τράπεζες να αποθαρρύνουν τις καταθέσεις με το να μην προσφέρουν καμία επιστροφή τόκου στους καταθέτες τους. Έτσι, ο αντίκτυπος μιας αλλαγής στα όργανα της νομισματικής πολιτικής (i_R ή μ) είναι ουσιαστικά συμμετρικός. Η υπερβολική ρευστότητα συνοδεύεται με τη λιγότερο αποδοτική τιμολόγηση. Ένας λόγος για αυτό είναι ότι η υπερβολική ρευστότητα συνοδεύεται (ή προκύπτει) από μια αύξηση στην αστάθεια. Οι τράπεζες επομένως όταν προκαλούν τη μετατόπιση των χαρτοφυλακίων μπορούν να είναι πιο προσεκτικές στην αλλαγή των επιτοκίων κατάθεσης, προκειμένου να αποφύγουν τους παράγοντες αστάθειας που ελλοχεύουν.

Μια εναλλακτική λύση, και ίσως η πιο λογική επίπτωση της υπερβολικής ρευστότητας, είναι ότι η τράπεζα μπορεί να ανταποκριθεί με ασύμμετρο τρόπο όταν ρυθμίζει τα επιτόκια καταθέσεων. Συγκεκριμένα, μπορεί να ανταποκριθεί λιγότερο στις αυξήσεις του αναχρηματοδοτούμενου επιτοκίου ή στις μειώσεις της απαραίτητης αναλογίας των αποθεμάτων, επειδή η αύξηση του επιτοκίου καταθέσεων μπορεί να προτρέπει τις οικογένειες να μετατοπίσουν περισσότερα από τα κεφάλαιά τους σε

τραπεζικές καταθέσεις. Με αυτό τον τρόπο αυξάνουν το πραγματικό όγκο των αποθεμάτων στην αρχή της επόμενης περιόδου και επομένως ισοσταθμίζουν το αρχικό πρόβλημα της υπερβολικής ρευστότητας. Για τον αντίθετο ακριβώς λόγο, η τράπεζα τείνει να ανταποκριθεί πλήρως στις μειώσεις του αναχρηματοδοτούμενου επιτοκίου, ή τις αυξήσεις της απαραίτητης αναλογίας αποθεμάτων, όπως προβλέπεται από την εξίσωση (14).

Αυτά τα ασύμμετρα αποτελέσματα μπορούν να γίνουν πλήρως αντιληπτά αν λάβουμε υπόψη μας ότι το επιτόκιο κατάθεσης με μια αλλαγή στο επίσημο επιτόκιο δίνεται από τη σχέση:

$$\frac{di_D}{di_R} = \begin{cases} 1 - \mu & \text{αν } d_{iR} < 0 \\ (1 - \mu)f(V_0 / V^d) & \text{αν } d_{iR} > 0 \end{cases} \quad (33)$$

ενώ η απάντηση σε μια αλλαγή στην απαραίτητη αναλογία αποθεμάτων μπορεί να δοθεί από τη σχέση:

$$d_{iD} / d_{\mu} = \begin{cases} -(1 + i_R) & \text{αν } d_{\mu} > 0 \\ -(1 + i_R)f(V_0 / V^d) & \text{αν } d_{\mu} < 0 \end{cases} \quad (34)$$

Κατά συνέπεια, η υπερβολική ρευστότητα μεταδίδει μόνο ανοδική ακαμψία ως απάντηση του επιτοκίου κατάθεσης στην αλλαγή των οργάνων της νομισματικής πολιτικής. Η εξίσωση (33) είναι σύμφωνη με τα οικονομετρικά στοιχεία που παρέχονται από τους Gropp, Sorensen, και Lichtenberg (2007) για τις χώρες του ευρώ. Αν και δεν προσδιορίζουν ρητά την υπερβολική ρευστότητα ως τον πιθανό ένοχο, διαπιστώνουν ότι μια αύξηση στα τακτικά επιτόκια έχει μια πιο αργή "pass-through" επίδραση στα επιτόκια καταθέσεων των τραπεζών. Είναι επίσης σύμφωνοι με την ανοδική ακαμψία στα επιτόκια καταθέσεων που βρίσκονται από τους Chong, Liu, και Shrestha (2006) για τη Σιγκαπούρη. Το πιο σημαντικό άρθρο, του Lebedenski (2007) παρέχει στοιχεία για το Μαρόκο και δείχνει ότι το επιτόκιο καταθέσεων είναι πιο άκαμπτο υπό την παρουσία της υπερβολικής ρευστότητας.

Για να εξεταστούν οι επιπτώσεις αυτών των κανόνων τιμολόγησης για τη νομισματική πολιτική, χρησιμοποιούνται αρχικά οι σχέσεις (6), (15) και (16):

$$i_B = \left\{ 1 + \theta_B \left[\frac{B^B}{Y^s(P; i_R)} \right] \right\} (1 + i_R) - 1$$

όπου, όπως σημειώνεται και παραπάνω, $\theta'_B > 0$. Αυτή η εξίσωση μπορεί να ξαναγραφεί ως εξής:

$$i_B = J^B(P; i_R) \quad (35)$$

με

$$\frac{\partial i_B}{\partial P} = J_1^B = (1 + i_R) \theta'_B B^B \frac{Y_1^s}{Y^{s2}} < 0$$

$$\frac{\partial i_B}{\partial i_R} = J_2^B = (1 + \theta_B) - (1 + i_R) \theta'_B B^B \frac{Y_2^s}{Y^{s2}} > 0$$

Μια αύξηση στις τιμές μειώνει το επιτόκιο των ομολογιών, επειδή οδηγεί σε χαμηλότερες πραγματικές αμοιβές και υψηλότερη δραστηριότητα και με αυτόν τον τρόπο μειώνεται η αναλογία χρέους-παραγωγής καθώς και το ασφάλιστρο κινδύνου. Σε αντίθεση, μια αύξηση στο αναχρηματοδοτούμενο επιτόκιο αυξάνει τα επιτόκια των ομολογιών μέσω μιας άμεσης επίδρασης στην οικονομική πρόκριση συναλλαγής, μέσω του ασφάλιστρου υψηλότερου κινδύνου αλλά και ως αποτέλεσμα της μείωσης της παραγωγής.

Συνδυάζοντας τη σχέση (21) με την (31) και (35) έχουμε:

$$i_D = J^D(P; i_R, \mu) \quad (36)$$

όπου

$$\frac{\partial i_D}{\partial P} = -(1 + i_R)(1 - \mu) f' \left(\frac{u_1 J_1^B}{u^2} \right) > 0$$

$$\frac{\partial i_D}{\partial i_R} = (1 - \mu) \left\{ f(\cdot) - (1 + i_R) \left(\frac{f'}{V^d} \right) \left(\frac{V_0}{V^d} \right) (u_1 J_2^B + u_2) \right\} > < 0$$

$$\frac{\partial i_D}{\partial \mu} = -(1 + i_R) f(\cdot) < 0$$

Μια αύξηση στις τιμές, με μείωση του επιτοκίου των ομολογιών (το κόστος ευκαιρίας δηλαδή των μετρητών εκμετάλλευσης), μειώνουν την υπερβολική

ρευστότητα και αυξάνουν το επιτόκιο κατάθεσης. Μια υψηλότερη αναλογία απαραίτητων αποθεμάτων μειώνει το επιτόκιο κατάθεσης, σε τέτοιο βαθμό που εξαρτάται από το αρχικό επίπεδο των υπερβολικών αποθεμάτων. Μια αύξηση στο αναχρηματοδοτούμενο επιτόκιο, εντούτοις, έχει τώρα μια διαφορούμενη επίδραση. Η άμεση επίδραση είναι θετική, αλλά η έμμεση επίδραση της "υπερβολικής ρευστότητας", είναι διαφορούμενη. Λαμβάνοντας υπόψη ότι $f' < 0$, το πρόσημο αυτού εξαρτάται από το $u_1 J_2^B + u_2$, όπου $u_1 < 0$ και J_2^B , $u_2 > 0$. Επιπλέον, εάν ο αρχικός βαθμός της υπερβολικής ρευστότητας είναι σχετικά μικρός, με την έννοια ότι το V_0/V^d είναι κοντά στη μονάδα, αυτός ο όρος ασκεί περιορισμένη επίδραση στο $\partial i_D/\partial i_R$, και επομένως μπορεί να παραμείνει θετικός.

Άρα θα εξετάσουμε χωριστά τις δύο περιπτώσεις, $\partial i_D/\partial i_R > 0$ (χαμηλή υπερβολική ρευστότητα) και $\partial i_D/\partial i_R < 0$ (υψηλή υπερβολική ρευστότητα). Η πρώτη περίπτωση αντιστοιχεί ουσιαστικά στο σενάριο που αναλύεται προηγουμένως. Η διαφορά τώρα είναι ότι η προς τα κάτω πίεση που δημιουργείται στις τιμές από την αρχική υπερβολική ζήτηση αγαθών, οδηγεί σε μια περαιτέρω μείωση του i_D , όπως υπονοείται και από τη σχέση (36). Αυτό επιδεινώνει τη συμπίεση της συνολικής ζήτησης. Ποιοτικά, εντούτοις, τα αποτελέσματα είναι παρόμοια με εκείνα που διευκρινίζονται στο σχήμα 3, με μια μετατόπιση της ισορροπίας από το E στο E' εάν η προσφορά δεν ανταποκρίνεται πλήρως.

Εξετάζεται στη συνέχεια η περίπτωση όπου $\partial i_D/\partial i_R < 0$. Οι διαχρονικές επιδράσεις τώρα οδηγούν σε μια αύξηση στην κατανάλωση και τη συνολική ζήτηση. Κατά συνέπεια, ακόμα κι αν η αύξηση στο αναχρηματοδοτούμενο επιτόκιο δεν ασκεί καμία άμεση περιοριστική επίδραση στην παραγωγή (αυτό συμβαίνει ακόμα και με την έλλειψη ενός καναλιού δαπανών), μια περιοριστική νομισματική πολιτική μπορεί να οδηγήσει σε μια αύξηση των τιμών. Γραφικά, επομένως η καμπύλη GG μπορεί να μετατοπιστεί στα αριστερά, όπως φαίνεται στο σχήμα 3, με τη νέα ισορροπία που είναι στο σημείο E'' . Ακόμα και με την έλλειψη ενός καναλιού δαπανών, με την παραγωγή δηλαδή συνολικά αδιάφορη στις αλλαγές του αναχρηματοδοτούμενου επιτοκίου ($Y_2^s = 0$), η καμπύλη στο νοτιοανατολικό τεταρτημόριο του σχήματος δεν μετατοπίζεται ως αποτέλεσμα μιας αύξησης του i_R . Στη προσφορά θα αυξανόταν ακόμα περισσότερο, λόγω της μείωσης των πραγματικών αμοιβών που προκαλούνται από τις υψηλότερες τιμές. Η συμπεριφορά της τράπεζας κάτω από την υπερβολική

ρευστότητα μπορεί επομένως να οδηγήσει σε ένα "price puzzle" σε συνδυασμό με μια σύσφιξη της νομισματικής πολιτικής¹¹.

Έπειτα μελετάται η ασύμμετρη περίπτωση, όπως γίνεται αντιληπτή από τις εξισώσεις (33) και (34). Η βασική διαφορά είναι ότι η τράπεζα είναι δυνατό να επιλέξει να μην αλλάξει τελείως το επιτόκιο καταθέσεων της ως απάντηση σε μια αύξηση του αναχρηματοδοτούμενου επιτοκίου. Σε αυτή την περίπτωση $di_D/di_R = 0$ και η νομισματική πολιτική που βασίζεται στις ρυθμίσεις του κόστους δανεισμού, γίνεται τελείως αναποτελεσματική. Το ίδιο αποτέλεσμα μπορεί να υπάρξει όσον αφορά μια μείωση της απαραίτητης αναλογίας αποθεμάτων. Αντίθετα, με την υπερβολική ρευστότητα, η τράπεζα μπορεί να είναι πιο πρόθυμη να μειώσει τα επιτόκια καταθέσεων που θα έχει ως αποτέλεσμα είτε μια μείωση του αναχρηματοδοτούμενου επιτοκίου είτε μια αύξηση της απαραίτητης αναλογίας αποθεμάτων, δεδομένου ότι και οι δύο πολιτικές (όπως αναφέρθηκε προηγουμένως) οδηγούν σε μια μείωση της προσφοράς των καταθέσεων από τα νοικοκυριά. Από μία άποψη, το μοντέλο παρέχει μια μικροοικονομική λογική για να αυξήσει τις απαιτούμενες αναλογίες αποθεμάτων ώστε να "αποστειρώσει" την υπερβολική ρευστότητα.

Φυσικά, εάν οι τράπεζες επιλέξουν να μην ρυθμίσουν καθόλου τα επιτόκια καταθέσεων, ακολουθώντας μόνο μια αύξηση στο αναχρηματοδοτούμενο επιτόκιο, η ιδιωτική κατανάλωση δεν θα αλλάξει αρχικά (επειδή δεν θα υπήρχε κανένα κίνητρο για να μετατοπίσει τα έξοδα ανά τις περιόδους), και έτσι η συνολική ζήτηση θα μειωνόταν μόνο μέχρι το σημείο που η επένδυση θα έπεφτε (λόγω της άμεσης "pass-through" επίδρασης στο επιτόκιο δανεισμού). Στο βαθμό που η αντίστροφη συνέπεια από τη πλευρά της προσφοράς εξουσιάζει την αντίδραση στην επένδυση, η καθαρή επίδραση θα είχε υψηλότερες τιμές από κάθε άλλη φορά. Με αυτόν τον τρόπο, έχουμε μια αρχική πτώση στην παραγωγή μέσω μιας περικοπής στην πραγματική αμοιβή. Κατά συνέπεια, όπως διευκρινίζεται στο σχήμα 3, η επίδραση του "στασιμοπληθωρισμού" που συνδέεται με μια σκληρή νομισματική πολιτική και παρουσία ενός καναλιού δαπανών, χαρακτηρίζεται από μια υψηλότερη επίδραση τιμών και μια μικρότερη επίδραση παραγωγής, παρουσία πάντα της υπερβολικής ρευστότητας.

¹¹ Castelnuovo και Surico, 2006

5.2 Ασφάλιστρο κινδύνου και επιτόκια δανεισμού

Όσον αφορά τον αντίκτυπο της υπερβολικής ρευστότητας στο σχηματισμό των επιτοκίων δανεισμού, υπάρχουν συμμετρικά αλλά και ασύμμετρα αποτελέσματα. Στην πρώτη περίπτωση, η υπερβάλλουσα ρευστότητα μπορεί να προτρέψει την τράπεζα να διευκολύνει τις έμμεσες απαιτήσεις της ή γενικότερα να ευκολύνει τα πιστωτικά πρότυπα (τα κριτήρια δηλαδή που εφαρμόζονται κατά την αξιολόγηση της δανειοληπτικής ικανότητας των οφειλετών), προκειμένου να υποκινηθεί η ζήτηση για δάνεια και να προσελκύσει πελάτες. Αν τεθεί διαφορετικά, όσο μεγαλύτερος είναι ο βαθμός της υπερβάλλουσας ρευστότητας, τόσες περισσότερες τράπεζες θα είναι πρόθυμες να διευκολύνουν τις διαδικασίες τις οποίες συνήθως χρησιμοποιούν για τον έλεγχο της δανειοληπτικής ικανότητας των πιθανών οφειλετών, όπως οι δείκτες απόδοσης (κέρδη και στοιχεία πωλήσεων, οικονομικές αναλογίες βιωσιμότητας, κ.λπ.), τα όρια της πιστωτικής έκθεσης, και άλλους τυποποιημένους όρους συμβάσεων ή συμβόλαια δανείου (σχετικά, παραδείγματος χάριν, με τις απαιτήσεις ασφάλειας και τις εγγύησης κινδύνου) για το λόγο ότι τα δάνεια προσελκύουν το ενδιαφέρον ενώ τα υπερβολικά αποθέματα όχι.

Τυπικά, αυτή η επίδραση μπορεί να γίνει πιο κατανοητή με την υπόθεση ότι το ασφάλιστρο κινδύνου καθορίζεται, αντί από τη σχέση (18) από την:

$$\theta_L = \theta_L \left(\frac{PK_0}{L^F}, \frac{V_0}{V^d} \right) \quad (37)$$

όπου, όπως πριν, $\theta_{L1} < 0$, και $\theta_{L2} < 0$. Σημειώνεται στο σημείο αυτό ότι ένας άλλος τρόπος για να εσωκλειστεί η πιθανότητα ότι η τράπεζα θα ανταποκριθεί στην υπερβολική ρευστότητα με το να διευκολύνει την επιβιοθητική εγγύηση και τα πιστωτικά πρότυπα, είναι να επιτραπεί η μερική παράγωγος θ_{L1} να εξαρτάται θετικά από το V_0/V^d , για $V_0/V^d > 1$.

Κάτω από τέτοιες συνθήκες, η τράπεζα θα ήταν πρόθυμη να μειώσει πιο πολύ το ασφάλιστρο ώστε να βελτιώσει την καθαρή αξία των οφειλετών. Πιο απλά, δύναται έμφαση στην περίπτωση όπου το θ_{L1} είναι σταθερό. Οι επιπτώσεις αυτής της αλλαγής στη συμπεριφορά των τραπεζών είναι διπλής φύσεως. Κατ' αρχάς, μετριάζει

το ρόλο των εκτιμήσεων των καθαρών αξιών. Με όλα τα άλλα σταθερά και παρουσία της υπερβολικής ρευστότητας, το ασφάλιστρο κινδύνου (και έτσι το επιτόκιο δανεισμού) θα έτεινε επομένως να είναι χαμηλότερο. Δεύτερον, μια αύξηση στο αναχρηματοδοτούμενο επιτόκιο έχει τώρα γενικά μια διαφορούμενη επίδραση στο επιτόκιο δανεισμού. Για να υποστηριχτεί αυτή η άποψη, από τη σχέση (21) έχουμε:

$$\frac{\partial V^d}{\partial i_R} = u_1 \left(\frac{\partial i_B}{\partial i_R} \right) + u_2$$

με $u_1 < 0$ και $u_2 > 0$. Από την (35), έχουμε $\partial i_B / \partial i_R > 0$. Κατά συνέπεια ενώ μια αύξηση στο αναχρηματοδοτούμενο επιτόκιο τείνει από την μία πλευρά να αυξήσει τη ζήτηση για αποθέματα μέσω μιας άμεσης επίδρασης κόστους, από την άλλη τείνει να την μειώσει, μέσω μιας θετικής επίδρασης στο κόστος ευκαιρίας των αποθεμάτων (δηλαδή στο επιτόκιο των ομολογιών). Εάν η δεύτερη επίδραση υπερτερεί, με τις εθελοντικές παρακρατήσεις μετρητών να πέφτουν και την υπερβολική ρευστότητα V_0/V^d να αυξάνεται, τότε θα υπάρξει μια μείωση του ασφάλιστρου κινδύνου, στο αρχικό επίπεδο των τιμών.

Από τις σχέσεις (17) και (37), βγαίνει το συμπέρασμα ότι εάν η μείωση του ασφάλιστρου ξεπερνά την άμεση επίδραση της οριακής δαπάνης από την κεντρική τράπεζα, η καθαρή επίδραση από μια αύξηση του αναχρηματοδοτούμενου επιτοκίου μπορεί να είναι μια πτώση στο επιτόκιο δανεισμού. Σε αυτή την περίπτωση, ο αντίκτυπος του πολιτικού σοκ μπορεί να μετατραπεί σε στασιμοπληθωρισμό επειδή υπάρχει μια αντίφαση στη προσφορά (στην αρχική πραγματική αμοιβή): ενώ οι επενδύσεις δηλαδή ανεβαίνουν, η κατανάλωση πέφτει. Για να συμβεί αυτό, οι τιμές πρέπει να αυξηθούν, έτσι ώστε η διαχρονική επίδραση υποκατάστασης να συμπληρώνεται με μια αρνητική επίδραση πλούτου. Παρόλο που η αύξηση στις τιμές υποκινεί την παραγωγή μειώνοντας την "ακαθάριστη" πραγματική αμοιβή, η καθαρή επίδραση στο αποτελεσματικό κόστος της εργασίας μπορεί ακόμα να είναι θετική, γεγονός το οποίο υπονοεί ότι η παρουσία ενός καναλιού δαπανών είναι αυτή που κάνει τη γενική επίδραση στην παραγωγή πιο περιοριστική.

6. Συμπεράσματα

Συχνά παρατηρείται ότι όταν παρακρατούν οι τράπεζες ρευστά κεφάλαια πάνω από το επιθυμητό επίπεδο, ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής μπορεί να είναι αρκετά διαφοροποιημένος. Ο σκοπός αυτής της μελέτης ήταν να προταθεί ένα απλό μακροοικονομικό μοντέλο που να επιτρέπει μια επίσημη αναλυτική εξερεύνηση των επιπτώσεων της ρευστότητας των τραπεζών στην αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής. Στο μοντέλο αυτό, εισάγεται ένα κανάλι δαπανών το οποίο υποθέτει ότι οι εταιρίες, πριν από την πώληση των προϊόντων τους, πρέπει να δανειστούν για να πληρώσουν τις αμοιβές τους. Οι τράπεζες θέτουν και τα επιτόκια καταθέσεων αλλά και δανεισμού, και πιο συγκεκριμένα στην τελευταία περίπτωση θέτουν ως ασφάλιστρο κάτι πέρα από το κόστος τους από την κεντρική τράπεζα. Το ίδιο το ασφάλιστρο εξαρτάται από την καθαρή αξία των εταιριών, όπως υποστηρίζουν και οι Bernanke και Gertler. Οι εταιρίες δεν πτοούνται από τους δεσμευτικούς πιστωτικούς περιορισμούς αλλά είναι σε θέση να δανειστούν με κάθε υψηλότερο επιτόκιο ώστε να αποκτήσουν νέο κεφάλαιο. Παράγεται επίσης μια συνάρτηση ζήτησης για τα υπερβάλλοντα αποθέματα, η οποία είναι σύμφωνη με την υπόθεση ότι οι τράπεζες είναι αβέβαιες για τις αναλήψεις μετρητών από το κοινό.

Το βασικό μοντέλο χρησιμοποιήθηκε για να εξετάσει τα οικονομικά και πραγματικά αποτελέσματα μιας αλλαγής στο κόστος δανεισμού από την κεντρική τράπεζα και την απαραίτητη αναλογία αποθεμάτων, σε μια "τυποποιημένη" περίπτωση όπου η υπερβολική ρευστότητα (η οποία ορίζεται ως μια κατάσταση όπου τα πραγματικά υπερβολικά αποθέματα υπερβαίνουν την επιθυμητή αξία) δεν ασκεί καμία άμεση επίδραση στη συμπεριφορά τιμολόγησης των τραπεζών. Υποστηρίχθηκε, ειδικότερα, ότι επειδή η συνολική προσφορά και η συνολική ζήτηση πέφτουν, οι τιμές μπορούν είτε να αυξηθούν είτε να μειωθούν. Προσδιορίστηκε επιπλέον μια οικονομική επίδραση, σύμφωνη με τη γνωστή Bernanke – Gertler "accelerator" επίδραση, ως αποτέλεσμα των ενδογενών αλλαγών στην καθαρή αξία του ασφάλιστρου κινδύνου και έγινε αντιληπτό πώς μια οικονομική επίδραση "decelerator" μπορεί να έχει κυρίαρχη θέση στο μοντέλο.

Η ανάλυση επεκτάθηκε έπειτα ώστε να εξετάσει την περίπτωση της ρευστότητας η οποία ευθύνεται για τα συμμετρικά και ασύμμετρα αποτελέσματα που

μπορεί να ασκήσει επάνω στους κανόνες τιμολόγησης των τραπεζών. Στη πρώτη περίπτωση, τα επιτόκια κατάθεσης υποτίθεται ότι ανταποκρίθηκαν συμμετρικά στις αλλαγές των οργάνων της νομισματικής πολιτικής, ενώ στη δεύτερη περίπτωση υποτίθεται ότι παρουσίασαν μια ανοδική ακαμψία μόνο ως απάντηση σε αυτές τις αλλαγές. Σύμφωνα με τα συμμετρικά αποτελέσματα, διαπιστώθηκε ότι η υπερβολική ρευστότητα μπορεί να οδηγήσει σε ένα "price puzzle," δηλαδή μια πληθωριστική επίδραση περιοριστικής νομισματικής πολιτικής. Με τα ασύμμετρα αποτελέσματα ωστόσο, οι τράπεζες μπορούν να είναι πιο πρόθυμες να μειώσουν τα επιτόκια καταθέσεων, γεγονός το οποίο οδηγεί είτε σε μια μείωση του αναχρηματοδοτούμενου επιτοκίου είτε σε μια αύξηση της απαραίτητης αναλογίας αποθεμάτων, δεδομένου ότι και οι δύο πολιτικές οδηγούν σε μια μείωση της προσφοράς καταθέσεων από τα νοικοκυριά. Το μοντέλο επομένως παρέχει μια λογική υποστήριξη της απόφασης της τράπεζας να αυξήσει τις απαιτούμενες αναλογίες αποθεμάτων ώστε να "αποστειρώσει" την υπερβολική ρευστότητα. Επιπλέον, υποστηρίχθηκε ότι ακόμα κι αν οι τράπεζες, υπό την ύπαρξη της υπερβολικής ρευστότητας, δεν επιλέξουν να ρυθμίσουν καθόλου τα επιτόκια κατάθεσης, ακολουθώντας μια αύξηση του αναχρηματοδοτούμενου επιτοκίου, η διαχρονική επίδραση που συνδέεται με μια σκληρή νομισματική πολιτική και υπό την παρουσία ενός καναλιού δαπανών, μπορεί να γίνει πιο έντονη και περισσότερο αισθητή.

Διερευνήθηκε επίσης η περίπτωση όπου η υπερβολική ρευστότητα οδηγεί σε ασύμμετρη συμπεριφορά όσον αφορά τον καθορισμό των επιτοκίων δανεισμού, με το να παρακινούνται οι τράπεζες να μειώσουν τα πιστωτικά πρότυπα (σε μία προσπάθεια να υποκινήσουν την απαίτηση για μετρητά). Υποστηρίχθηκε ότι τέτοιου είδους συμπεριφορά μπορεί να επιφέρει μια μείωση στο ασφάλιστρο κινδύνου που χρεώνεται από τις τράπεζες και το οποίο μπορεί να είναι αρκετά μεγάλο ώστε να αντισταθμίσει την άμεση (θετική) επίδραση μιας αύξησης του αναχρηματοδοτούμενου επιτοκίου στο επιτόκιο δανεισμού. Κάτω από αυτές τις συνθήκες, και εφ' όσον οι αποτελεσματικές πραγματικές αμοιβές αυξηθούν, η περιοριστική νομισματική πολιτική είναι πιθανό να είναι πάλι στασιμοπληθωριστική. Κατά συνέπεια, η ανάλυσή παρουσιάζει ότι η αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής μπορεί πράγματι να περιοριστεί σε ένα περιβάλλον όπου επικρατεί η υπερβολική ρευστότητα στο οικονομικό σύστημα. Επιπλέον, δείχνει ότι θα μπορούσαν πραγματικά να υπήρχαν πολύ πιο δυσμενή αποτελέσματα. Η νομισματική

πολιτική δηλαδή, θα μπορούσε να υπονομεύσει τη μακροοικονομική σταθερότητα και να οδηγήσει σε υψηλότερο πληθωρισμό και σε επιδείνωση των περιοριστικών αποτελεσμάτων στην παραγωγή.

Η ανάλυση που παρουσιάζεται σε αυτή τη μελέτη μπορεί να επεκταθεί προς αρκετές καρποφόρες κατευθύνσεις. Αρχικά, αν και οι αυξήσεις στο ποσοστό των απαιτούμενων αποθεμάτων παρουσιάζονται ως ένα αποτελεσματικό όργανο νομισματικής πολιτικής, υπό το καθεστώς της υπερβολικής ρευστότητας, η χρησιμοποίηση αυτής της μεθόδου μπορεί να περιοριστεί εάν τα αποθέματα που παρακρατούνται στην κεντρική τράπεζα πληρωθούν ακόμη και μέσω πολύ χαμηλών επιτοκίων. Επιπλέον, εάν η αύξηση στη ρευστότητα οφείλεται σε κυκλικούς παράγοντες (όπως οι μεγάλες αυξήσεις στις κύριες εισροές, παραδείγματος χάριν), η πιθανή δυσμενής μακροπρόθεσμη συνέπεια των υψηλότερων απαραίτητων αναλογιών των αποθεμάτων στην οικονομική διαμεσολάβηση, είναι να δημιουργήσουν δυναμικά trade-off και περαιτέρω περιορισμούς στη χρήση αυτών των αναλογιών ως οργάνων βραχυπρόθεσμης μακροοικονομικής διαχείρισης.

Δεύτερον, η χαλάρωση των πιστωτικών προτύπων, η οποία και θα υποκινήσει τη ζήτηση για δάνεια, μπορεί επίσης να μειώσει την ποιότητα των χαρτοφυλακίων των τραπεζών κάνοντάς τα περισσότερο τρωτά. Υπό αυτή την έννοια, η υπερβολική ρευστότητα καθιστά το οικονομικό σύστημα ευάλωτο στην κρίση. Ένα σημαντικό ζήτημα επομένως είναι να αναλυθούν ποιες πολιτικές θα μπορούσαν αποτελεσματικά να μετριάσουν αυτή την αυξανόμενη ευπάθεια. Αυτό μπορεί να προσφέρει μια διαφορετική προοπτική στο ρόλο των απαιτήσεων των αποθεμάτων. Τρίτον, θα μπορούσαν να υποστηριχθούν ευρύτερες επιλογές βοηθητικών κεφαλαίων στην οικονομία, έτσι ώστε να χρησιμοποιηθούν καλύτερα στις πιθανές μετατοπίσεις του χαρτοφυλακίου που προκαλούνται από την υπερβολική ρευστότητα. Όπως σημειώθηκε προηγουμένως, η υπερβολική ρευστότητα μπορεί να ωθήσει τις τράπεζες προς μια περισσότερο ριψοκίνδυνη χρήση των καταθέσεων – και όχι μόνο στο δανεισμό των εταιριών (όπως συζητήθηκε προηγουμένως), αλλά και στην επένδυση κεφαλαίων των οποίων η συμπληρωματική αξία μπορεί να είναι ιδιαίτερα ευμετάβλητη, όπως για παράδειγμα, η ακίνητη περιουσία. Η μεγαλύτερη έκθεση στον κίνδυνο θα μπορούσε να αποδυναμώσει τους ισολογισμούς των τραπεζών και να αυξήσει την ευπάθειά τους σε μια μείωση.

Συγχρόνως, είναι σημαντικό να επεκταθεί η εμπειρική έρευνα, με το να μελετηθούν ευρύτερες ομάδες χωρών στις οποίες υπάρχουν στοιχεία ότι η υπερβολική ρευστότητα πράγματι οδηγεί σε ασύμμετρη συμπεριφορά τιμολόγησης των τραπεζών. Συγκεκριμένα, είναι σημαντικό να διευκρινιστεί πότε η ταχύτητα προσαρμογής των επιτοκίων των καταθέσεων είναι σημαντικά διαφοροποιημένη, γεγονός το οποίο εξαρτάται από το εάν τα υπερβολικά αποθέματα ρευστών είναι πάνω ή κάτω από μια κατ' εκτίμηση (επιθυμητή) τιμή ισορροπίας. Όπως γίνεται αναφορά και νωρίτερα, έχουμε στοιχεία για μια μόνο μελέτη, για το Μαρόκο, η οποία υποστηρίζει ρητά αυτό το συμπέρασμα¹². Η προσέγγιση διόρθωσης λαθών που χρησιμοποιείται από τον Scholnick (1996) και τους Sander και Kleimeier (2000) θα μπορούσε με ωφέλιμο τρόπο να προσαρμοστεί σε αυτό το σκοπό. Τέτοιες μελέτες είναι σημαντικές έτσι ώστε να γίνει πλήρως κατανοητό πώς η ασύμμετρη συμπεριφορά τιμολόγησης των τραπεζών έχει επιπτώσεις στο μηχανισμό της νομισματικής μετάδοσης.

4. Επίλογος

Οι τρέχουσες εξελίξεις στις διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές καταδεικνύουν έντονα την ανάγκη για πιο αποτελεσματική ρύθμιση και εποπτεία. Παρόλο που δεν είναι εύκολο να καθοριστεί το ιδεώδες επίπεδο ρύθμισης και εποπτείας, εντούτοις, τα γεγονότα που βιώνει η ανθρωπότητα από την έναρξη της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής αναταραχής τον Αύγουστο του 2007, υποδηλώνουν ότι η μέχρι σήμερα εφαρμοσθείσα εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος εμπειρείχε σοβαρά κενά. Η εμπειρία, όχι μόνο της σημερινής χρηματοοικονομικής κρίσης, αλλά και η ιστορική οικονομική εξέλιξη των τελευταίων αιώνων, καταδεικνύουν ότι είναι αδύνατο να προβλεφθούν και να αποτραπούν πλήρως οι μελλοντικές κρίσεις. Υπάρχει, όμως, δυνατότητα να γίνουν διάφορες προσπάθειες για τον περιορισμό του μεγέθους και της συχνότητάς τους. Συνεπώς, θα πρέπει να αναδιαμορφωθεί το διεθνές εποπτικό πλαίσιο επί των τραπεζικών ιδρυμάτων. Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 90, μέχρι και το καλοκαίρι του 2007, υπήρξε μία παγκόσμια τάση προς την απομάκρυνση της εποπτικής αρμοδιότητας από τις

¹² Lebedenski, 2007

Κεντρικές Τράπεζες και την ανάθεσή της σε άλλους εποπτικούς φορείς. Παράδειγμα αποτελεί το εποπτικό μοντέλο που ίσχυε στο Ηνωμένο Βασίλειο όταν έλαβε χώρα το “banking run”, δηλαδή την απότομη απόσυρση καταθέσεων λόγω κατάρρευσης της εμπιστοσύνης προς την Northern Rock και την συνεπακόλουθη κατάρρευση της ίδιας της τράπεζας το Σεπτέμβριο του 2007. Κατά την άποψη πολλών οικονομολόγων, το παραπάνω μοντέλο έχει αποδειχθεί ανεπαρκές κατά τη διάρκεια της παρούσας κρίσης και η ανακάλυψη μιας νέας εναλλακτικής προσέγγισης είναι πλέον αναγκαία.

Μέσα στα πλαίσια του όλου προβληματισμού για το μέλλον του χρηματοοικονομικού συστήματος, πρέπει να τονιστεί η σημασία δύο ιδιαίτερα σημαντικών βασικών παραγόντων: Ο πρώτος είναι η άσκηση στενής τραπεζικής εποπτείας από τις Κεντρικές Τράπεζες. Η χρηματοοικονομική κρίση έχει αποδείξει ότι εκείνες οι χώρες, των οποίων οι Κεντρικές Τράπεζες είχαν άμεση πρόσβαση και ενδελεχή γνώση των εποπτικών δεδομένων ολόκληρου του τραπεζικού τομέα, τόσο σε μακροοικονομικό όσο και σε μικροοικονομικό επίπεδο, ήταν σε καλύτερη θέση να αντιμετωπίσουν με επιτυχία τις επιπτώσεις της κρίσης. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι Κεντρικές Τράπεζες ασκούσαν τόσο μικροπροληπτική όσον και μακροπροληπτική εποπτεία. Η εν λόγω πολιτική επέτρεπε τη λήψη έγκαιρων και ολοκληρωμένων αποφάσεων σε θέματα ενίσχυσης της ρευστότητας και της φερεγγυότητας της κάθε τράπεζας ξεχωριστά, αλλά και του συνόλου του τραπεζικού συστήματος. Η ανάγκη για στενότερη συνεργασία στην ανταλλαγή οικονομικών και εποπτικών πληροφοριών μεταξύ της Κεντρικής Τράπεζας και του Εποπτικού Φορέα τονίζεται και σε πανευρωπαϊκό επίπεδο στην πρόσφατη έκθεση του Jacques de Larosiere που, μεταξύ άλλων, προτείνει τη δημιουργία ενός Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου, υπό την αιγίδα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, δίνοντας με αυτόν τον τρόπο κάποιο εποπτικό ρόλο στο ευρωσύστημα.

Ο δεύτερος παράγοντας είναι ότι η άσκηση της τραπεζικής εποπτείας πρέπει να διέπεται από τεχνοκρατικά και ορθολογιστικά κριτήρια, απόλυτα ανεξάρτητα και απαλλαγμένα από οποιεσδήποτε πρόσκαιρες πολιτικές σκοπιμότητες και επιδράσεις. Η εμπειρία των τελευταίων μηνών υποδεικνύει ότι χώρες και τομείς όπου η αρμοδιότητα της εποπτείας δεν εξασκείτο από ουσιαστικά ανεξάρτητους φορείς και ήταν επιρρεπής σε πολιτικές επιδράσεις και παρεμβολές ενίσχυσαν την παρούσα κρίση.

Κύριος στόχος, λοιπόν, των οικονομιών ολόκληρης της υφελίου θα πρέπει να είναι πλέον η υιοθέτηση ενός μοντέλου οικονομικής πολιτικής εμπνευσμένου από τις αρχές και τους κανόνες της κεϋνσιανής θεωρίας, γεγονός το οποίο και θα αποτελέσει την αρχή της λήξης της οικονομικής κρίσης που πλήττει με ιδιαίτερη σφοδρότητα το σύνολο των οικονομιών παγκοσμίως. Με γνώμονα, λοιπόν, τη θεωρία του Κέυνς, στόχος όλων των οικονομικών πολιτικών θα πρέπει να είναι η περιφρούρηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Προβάλλει επιτακτική όσο ποτέ, η ανάγκη να μην επαναληφθούν τα πρόσφατα παραδείγματα κατάρρευσης των οικονομικών συστημάτων, καθώς η σύγχρονη επίκαιρη πραγματικότητα κατέδειξε έντονα τις δραματικές επιπτώσεις αυτής της κατάρρευσης, σε κάθε επίπεδο, τοπικό και διεθνές, οικονομικό και διαπροσωπικό. Είναι πλέον πασιφανές, ότι η οικονομική κρίση δεν αφορά μόνο τράπεζες και μεγάλους οικονομικούς παράγοντες, δεν μένει σε πρωτοσέλιδα εφημερίδων και στατιστικούς πίνακες, αλλά, αντίθετα, εξαπλώνεται στην καθημερινότητα του καθενός, αφορά ανθρώπους που μένουν βουβοί θεατές του εκμηδενισμού της περιουσίας τους και της κατάρρευσης της ίδια τους της ζωής.

5. Βιβλιογραφία

- Agénor, Pierre-Richard, and Peter Montiel, (September 2008), “*Monetary Policy Analysis in a Small Open Credit-Based Economy*” Open Economies Review, No. 19, pp. 423-55.
- Ali J. Al-Eyd and Stephen G. Hall, (April 2006), “*Financial Crisis, Effective Policy Rules and Bounded Rationality in a New Keynesian Framework*”, National Institute of Economic and Social Research and University of Leicester, NIESR Discussion Paper, No. 272.
- Argitis George, “*Finance, Instability and Economic Crisis: The Marx, Keynes and Minsky Problems in Contemporary Capitalism*”.
- Axel Leijonhufvud, (May 2008) “*Keynes and the crisis*”, University of Trento, No. 23.
- Barrell Ray and Dawn Holland, (October 2007) “*Banking Crisis and Economic Growth*”, National Institute Economic Review, No. 202.
- Barrell Ray, Ian Hurst and Simon Kirby, (October 2008) “*Financial Crises, Regulation and Growth*”, National Institute Economic Review, No. 206.
- Barrell R., (2008), “*Financial crises and global prospects*”, National Institute Economic Review, No. 204, pp. 9–13.
- Barrell R., Hurst I. and Kirby S. (2008), “*Financial crises, regulation and growth*”, National Institute Discussion Paper, No. 313.
- Borio Claudio (October 2007): “*Change and Constancy in the financial system: Implications for financial distress and policy*”, BIS Working Paper Series, No. 237.
- Boris N. Mamlyuk, (2008), “*Crisis Averted, Transition Ended?: Russia’s Response to the 2008 Financial Crisis as the End of Russia’s “Transition”*”, Cornell Law School, Working Papers Series, No. 46
- Buitier W. H., (August 2008) “*Central Banks and Financial Crises*”, Paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City’s symposium on “Maintaining Stability in a Changing Financial System.” Jackson Hole, pp. 21–23.
- Cecchetti G. Stephen, (April 2008), “*Monetary Policy and the Financial Crisis of 2007-2008*”.

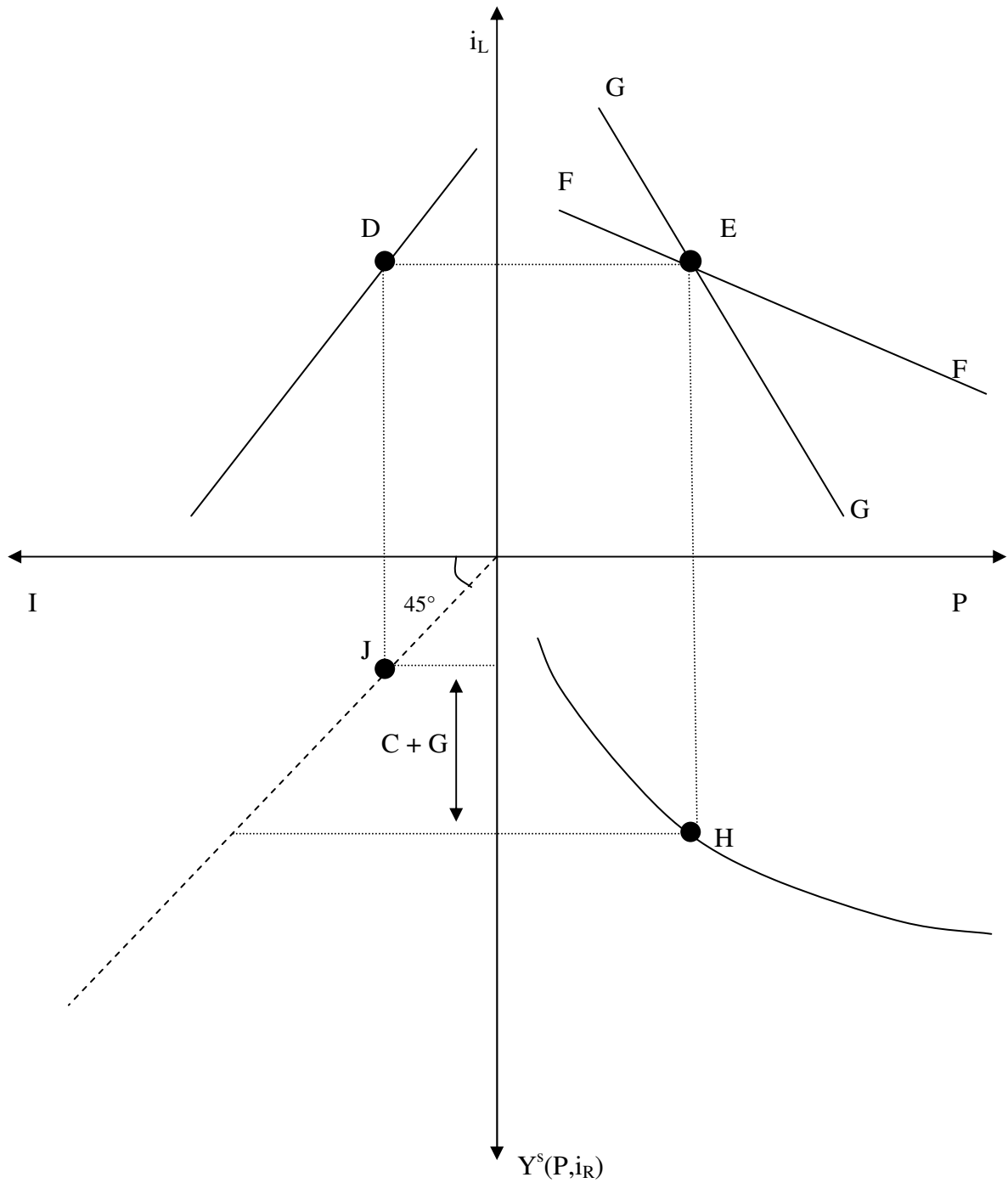
- Choi W.G, S. Sharma and M. Strömquist (2007). “*Capital Flows, Financial Integration, and International Reserve Holdings: The Recent Experience of Emerging Markets and Advanced Economies*” Working Paper 07/151, IMF.
- Colignatus Thomas, (September 2008), “*A note on competing economic theories on the 2007-2008+ financial crisis: The case for (hidden) stagflation*”, MPRA Paper, No. 10831.
- Gerald P. O’Driscoll Jr, (Winter 2009), “*Money and the Present Crisis*”, Cato Journal, Vol.29, No.1.
- Helleiner Eric, (January 2009) “*Crisis and Response: Five Regulatory Agendas in Search of an Outcome*”.
- Jonathan Kirshner, (Autumm 1999), “*Keynes, capital mobility and the crisis of embedded liberalism*”, Department of Government, Cornell University, pp. 313-337.
- Khemraj Tarron, (June 2007), “*Why do Banks Demand Excess Liquidity? Evidence from Guyana*” MPRA, University of Munich, Paper No. 4721.
- Leijonhufvud A., (1968) “*On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*”, New York: Oxford University Press.
- Mankiw, N. Gregory and David Romer, (1991), “*New Keynesian Economics*”, Cambridge: MIT Press, Vol. 2.
- Michel Aglietta, (2008), “*La Crise*”, Éditions Michalon, Paris.
- Muchlinski E., (2005), “*The Lucas Critic and Keynes’ Response – Considering the History of Macroeconomics*”, Freie Universitat Berlin, Department of Economics, Institute for Economic History and Economic Policy.
- Pierre-Richard Agénor and Karim El Aynaoui, (September 2008), “*Excess Liquidity, Bank Pricing Rules, and Monetary Policy*”, Centre for Growth and Business Cycle Research, Economic Studies, University of Manchester, No. 105.
- Saxegaard Magnus, (May 2006), “*Excess Liquidity and Effectiveness of Monetary Policy: Evidence from Sub-Saharan Africa*”, International Monetary Fund, Working Paper No. 06/115.
- Wade Robert, (July 2008) “*The First-World Debt Crisis of 2007–2010 in Global Perspective*”, Challenge, Vol. 51, No. 4, pp. 23-54.

- Wolassa L. Kumo, (February 2009), “*The Global Economic Crisis and the Resurgence of Keynesian Economics*”.
- Yilmaz Akyüz, (February 2008), “*Managing Financial Instability in Emerging Markets: A Keynesian Perspective*”, METU Studies in Development.
- Οικονομικό Επιμελητήριο Θεσσαλονίκης.

6. Παράρτημα

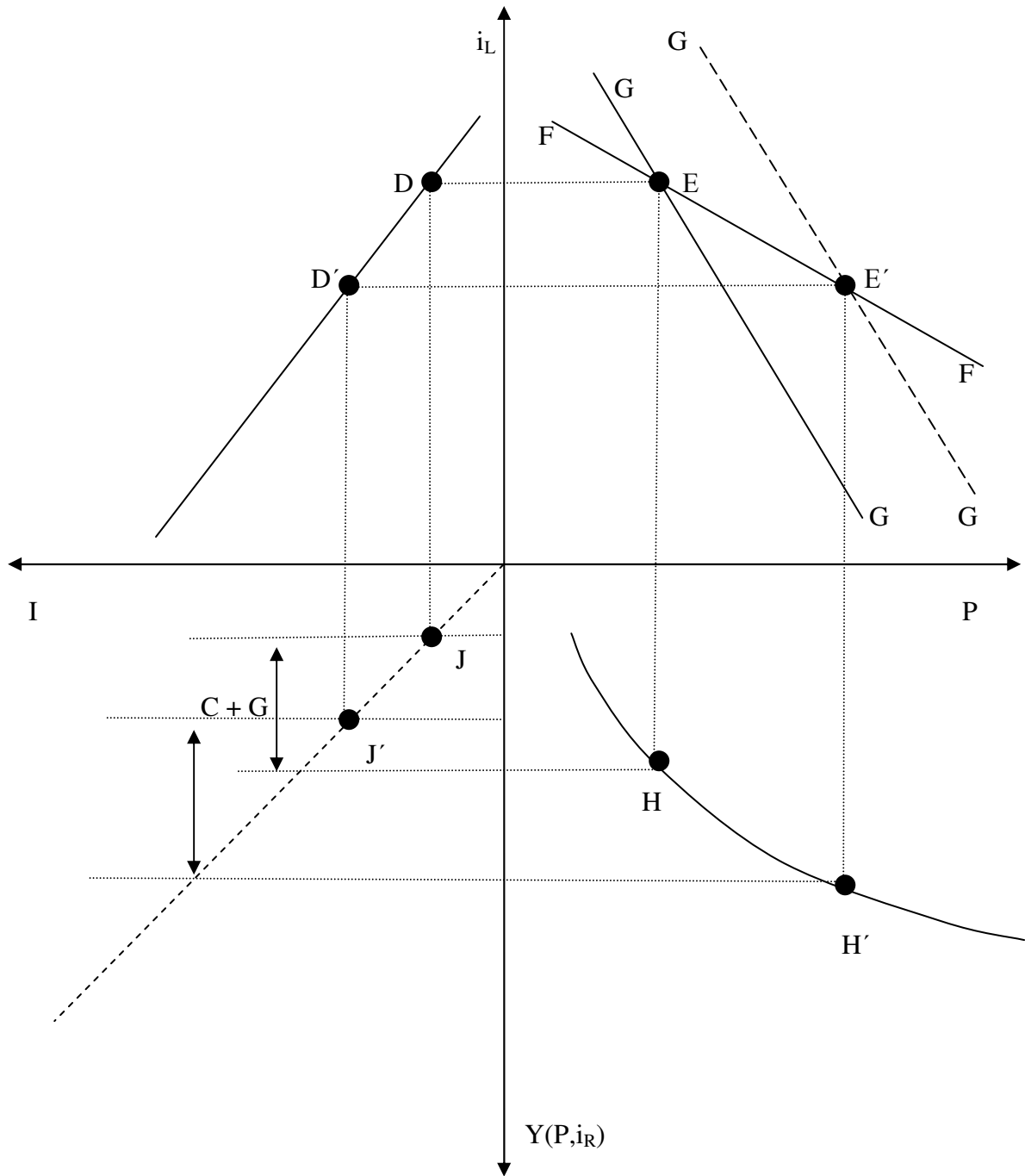
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1

Μακροοικονομική ισορροπία



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2

Αύξηση στο απαιτούμενο λόγο αποθεμάτων



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3

Αύξηση στο αναχρηματοδοτούμενο επιτόκιο

