



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
Εξάμηνο: Η'

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Τίτλος Εργασίας: *«Μηχανισμοί Μετάδοσης Νομισματικής Πολιτικής με
ιδιαίτερη έμφαση στο Κανάλι Δανειοληπτικής Πίστης»*

Επιμέλεια: Μαστρογιάννης Παρασκευάς

A.M: eco16106

Επιβλέπων: Βαρελάς Ερωτόκριτος

Θεσσαλονίκη, 2019

Περιεχόμενα:

Εισαγωγή	3
1. Μηχανισμοί Μετάδοσης Νομισματικής Πολιτικής (Monetary Transmission Mechanisms)	5
1.1 Επιτοκιακό Κανάλι (Interest Rate Channel).....	6
1.2 Κανάλι Συναλλαγματικής Ισοτιμίας (Exchange Rate Channel).....	9
1.3 Μετάδοση νομισματικής πολιτικής μέσω των τιμών των περιουσιακών στοιχείων (Other Asset Price Effects).....	11
1.4 Κανάλι Δανειοληπτικής Πίστης (Credit Channel).....	14
2. Κανάλι Δανειοληπτικής Πίστης (Credit Channel)	16
2.1 Διάρθρωση Τραπεζικού Δανεισμού.....	17
2.2 Κανάλι Τραπεζικού Δανεισμού (Bank Lending Channel).....	18
2.3 Κανάλι Ισολογισμού (Balance - Sheet Channel).....	24
3. Διαταραχές Νομισματικής Πολιτικής μέσω της μεθόδου των Διανυσματικών Παλινδρομήσεων (VAR)	28
3.1 Διαταραχές νομισματικής πολιτικής.....	28
3.2 Αντιμετώπιση διαταραχών με τη μέθοδο VAR.....	31
4. Συμπεράσματα και κριτική	35
5. Βιβλιογραφικές αναφορές	37

Εισαγωγή

Σύμφωνα με τον Mishkin (1995) η σταθεροποίηση του πληθωρισμού και του επιπέδου παραγωγής πρέπει να αναληφθεί από την νομισματική πολιτική και τις επιταγές της. Ενώ είναι γνωστό πως κατά την δεκαετία του '60 στο επίκεντρο χάραξης πολιτικής βρισκόταν η δημοσιονομική τα τελευταία χρόνια έχει χάσει την ισχύ της, με αποτέλεσμα τα ηνία να έχει αναλάβει η νομισματική πολιτική. Μάλιστα η δεύτερη βρίσκεται όσο ποτέ άλλοτε στο επίκεντρο χάραξης μακροοικονομικής πολιτικής.

Φαίνεται πως η θετική μεταβολή που μπορεί να επιφέρει η νομισματική πολιτική είναι αρκετά σημαντική. Σε αυτό ακριβώς συμφωνούν οι Bernanke & Gertler (1995) που υποστηρίζουν πως η νομισματική πολιτική επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό την πορεία της πραγματικής οικονομίας, κάτι που έχει αποδειχθεί σε ποικίλες έρευνες. Όμως για να μπορέσει να καταφέρει τους στόχους της είναι αυτονόητο πως η νομισματική πολιτική διαθέτει κάποια μέσα. Τα μέσα αυτά ονομάζονται Μηχανισμοί Μετάδοσης Νομισματικής Πολιτικής (Monetary Transmission Mechanisms) ή Κανάλια Μετάδοσης Νομισματικής Πολιτικής (Channels of Monetary Policy Transmission).

Αρκετοί οικονομολόγοι και αναλυτές (Mishkin, Bernanke, Gertler, Meltzer, Taylor και άλλοι) έχουν ασχοληθεί με την έρευνα αυτών των μηχανισμών αφού αποτελούν ένα υψίστης σημασίας τρόπο επηρεασμού του οικονομικού συστήματος. Από την βιβλιογραφία προκύπτει πως οι κυριότεροι μηχανισμοί είναι τέσσερεις. Υπάρχουν κανάλια που εντάσσονται στην παραδοσιακή εφαρμογή νομισματικής πολιτικής, και άλλα που προσφέρουν πιο σύγχρονες μεθόδους (Mishkin 1995). Ενδεικτικά, ένας παραδοσιακός τρόπος με τον οποίο λειτουργούν οι ιθύνοντες χάραξης πολιτικής είναι το Επιτοκιακό Κανάλι (Interest Rate Channel), ενώ μια πιο σύγχρονη μέθοδο αποτελεί το Κανάλι Δανειοληπτικής Πίστης (Credit Channel).

Στη συγκεκριμένη εργασία αρχικά θα γίνει αναλυτική παρουσίαση των βασικών μηχανισμών μετάδοσης νομισματικής πολιτικής με όλα τα απαραίτητα στοιχεία που τους περιβάλλουν. Ενώ στη συνέχεια θα δοθεί ιδιαίτερη έμφαση στο κανάλι δανειοληπτικής πίστης, και στα επιμέρους κομμάτια του, αφού έχει αποτελέσει ένα αμφιλεγόμενο θέμα που πολλοί οικονομολόγοι έχουν ερευνήσει την προσφορά του στον συγκεκριμένο κλάδο. Επίσης, στο κομμάτι αυτό θα αναφερθεί και η διάρθρωση των τραπεζικών δανείων, αφού είναι αυτονόητο πως το τραπεζικό σύστημα παίζει

βαρύνοντα ρόλο στο κανάλι αυτό. Τέλος, θα παρουσιασθούν οι διαταραχές που προκύπτουν από την εφαρμογή νομισματικής πολιτικής μέσω της μεθόδου των διανυσματικών παλινδρομήσεων (VAR), από θεωρητική σκοπιά.

Το κομμάτι της νομισματικής πολιτικής που αφορά τους μηχανισμούς μέσω των οποίων μεταδίδεται, όπως αναφέρθηκε ξανά, είναι αρκετά σημαντικό, και μάλιστα έχει σημειωθεί μακρά πρόοδος από την έναρξή του μέχρι και τις μέρες μας. Η πρόοδος αυτή αφορά τόσο την έρευνα νέων τρόπων (μηχανισμών) διάδοσης της νομισματικής πολιτικής σε θεωρητικό επίπεδο, όσο και την βελτίωση των τρόπων που εφαρμόζονται και διαδίδεται στην πραγματική οικονομία.

1. Μηχανισμοί Μετάδοσης Νομισματικής Πολιτικής

Σύμφωνα με τον Mishkin (1995) η σταθεροποίηση του πληθωρισμού και του επιπέδου παραγωγής πρέπει να αναληφθεί από την νομισματική πολιτική και τις επιταγές της. Ενώ είναι γνωστό πως κατά την δεκαετία του '60 στο επίκεντρο χάραξης πολιτικής βρισκόταν η δημοσιονομική τα τελευταία χρόνια έχει χάσει την ισχύ της, με αποτέλεσμα τα ηγία να έχει αναλάβει η νομισματική πολιτική. Μάλιστα η δεύτερη βρίσκεται όσο ποτέ άλλοτε στο επίκεντρο χάραξης μακροοικονομικής πολιτικής.

Διαχρονικά πολλές ήταν οι περιπτώσεις όπου η νομισματική πολιτική δεν επέφερε τα επιθυμητά αποτελέσματα. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα που αναφέρει ο Mishkin (1995) έχει να κάνει με την χαλαρή νομισματική πολιτική που εφαρμόστηκε στις ΗΠΑ στα τέλη της δεκαετίας του '70, η οποία είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση του πληθωρισμού κατά δύο ψηφία. Για να αντιμετωπιστεί ο υψηλός πληθωρισμός εφαρμόστηκε από τον Paul Volcker (1980 - 1990) συσταλτική νομισματική πολιτική που επανέφερε τον πληθωρισμό στα πρότερα επίπεδά του, όμως είχε ως συνέπεια βαθειά ύφεση για την οικονομία (Mishkin 1995).

Όπως βλέπουμε από όλα τα παραπάνω η νομισματική πολιτική είναι ένα ισχυρό εργαλείο, που όμως αν δεν γίνει η ορθή διαχείρισή του θα έχει απρόσμενες ή ανεπιθύμητες συνέπειες. Ο Mishkin (1995) υποστήριζε πως για να είναι επιτυχής η διαδικασία εφαρμογής νομισματικής πολιτικής θα πρέπει οι ιθύνοντες χάραξης να διαθέτουν μια στοχευμένη διαδικασία αξιολόγησης της επίδρασης των πολιτικών τους στην οικονομία. Για τον λόγο αυτό απαιτείται η κατανόηση των μηχανισμών μέσω των οποίων η νομισματική πολιτική διαχέεται στην πραγματική οικονομία. Τα κανάλια (μηχανισμοί) που διέκρινε ο Mishkin είναι τέσσερα, και είναι τα ακόλουθα: Επιτοκιακό Κανάλι (Interest Rate Channel), Κανάλι Συναλλαγματικής Ισοτιμίας (Exchange Rate Channel), Κανάλι μετάδοσης πολιτικής μέσω τιμών των περιουσιακών στοιχείων (Other Asset Price Effects) και το Κανάλι Δανειοληπτικής Πίστης (Credit Channel). Επιπρόσθετα, από το τελευταίο μπορούμε να πούμε πως προκύπτουν δυο ακόμη κανάλια' το Κανάλι Τραπεζικού Δανεισμού (Bank Lending Channel) και το Κανάλι του Ισολογισμού (Balance Sheet Channel) (Mishkin 1995).

Ο Taylor (1995) τονίζει πως υπάρχουν διαφορετικές απόψεις σχετικά με τους μηχανισμούς μετάδοσης νομισματικής πολιτικής, με την κάθε μια να παρουσιάζει τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματά της. Η διαφορά μεταξύ των απόψεων έγκειται

στην έμφαση που δίνει ο καθένας στα χρήματα, στις πιστώσεις, στο επιτόκιο, στη συναλλαγματική ισοτιμία, στις τιμές περιουσιακών στοιχείων, ή στον ρόλο των εμπορικών τραπεζών και άλλων χρηματοοικονομικών φορέων.

Πιο αναλυτικά τα κανάλια μέσω των οποίων μεταδίδεται η νομισματική πολιτική παρουσιάζονται πιο κάτω.

1.1 Επιτοκιακό Κανάλι (*Interest Rate Channel*)

Για περισσότερα από 50 χρόνια, σύμφωνα με τον Mishkin, η μετάδοση νομισματικής πολιτικής γινόταν κυρίως μέσω του επιτοκιακού καναλιού (Mishkin 1995). Πράγματι, ακόμη και στις μέρες μας δεν είναι λίγες εκείνες οι κεντρικές τράπεζες που εφαρμόζουν πολιτικές αυξάνοντας παραγωγικά τα επιτόκια σε μια προσπάθεια να αποτρέψουν την αύξηση του πληθωρισμού σε ταραγμένες οικονομίες (Mishkin 1996). Με απλά λόγια, θα μπορούσαμε να πούμε πως τα επιτόκια μπορούν να ασκήσουν επιρροή στην οικονομική δραστηριότητα, μέσω επηρεασμού των σχετικών τιμών της οικονομίας (Bean et al 2002). Μάλιστα, το επιτοκιακό κανάλι αποτέλεσε το κεντρικό χαρακτηριστικό των βασικών εγχειριδίων του Keynes πάνω στην ανάλυση του μοντέλου IS - LM. Ο Keynes υποστήριξε πως ο αντίκτυπος που θα είχε μια συστατική νομισματική πολιτική σε κάποια οικονομία θα μπορούσε να παρουσιαστεί με την ακόλουθη σχηματική μορφή:

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

Το M αντιπροσωπεύει την συστατική νομισματική πολιτική η οποία οδηγεί σε αύξηση του πραγματικού επιτοκίου (i). Το i με την μεταβολή που υφίσταται αυξάνει το κόστος κεφαλαίου, οδηγώντας σε μείωση των επενδύσεων (I) και της συνολικής ζήτησης, καθώς επίσης και του επιπέδου παραγωγής (Y) (Mishkin 1995).

Ο Keynes ήταν της άποψης πως το κανάλι αυτό λειτουργεί μέσω των αποφάσεων που παίρνει η εκάστοτε επιχείρηση σχετικά με τις επενδύσεις της. Όμως εμπειρική έρευνα που πραγματοποιήθηκε μεταγενέστερα έχει αποδείξει πως στις επενδυτικές αποφάσεις συμπεριλαμβάνονται και οι αποφάσεις των καταναλωτών για το νοικοκυριό και τις καταναλωτικές δαπάνες. Συνεπώς, από όλα αυτά προκύπτει πως το επιτοκιακό κανάλι εφαρμόζεται τόσο μέσω των επιχειρήσεων όσο και μέσω των

νοικοκυριών, και επίσης εφαρμόζεται εξίσου στα καταναλωτικά έξοδα όπου το I τα αντιπροσωπεύει (Mishkin 1996).

Το κύριο χαρακτηριστικό του μηχανισμού μετάδοσης (επεκτατικής) νομισματικής πολιτικής μέσω του επιτοκιακού καναλιού είναι το γεγονός πως δίνει έμφαση στο πραγματικό παρά στο ονομαστικό επιτόκιο, καθώς μέσω αυτού επηρεάζονται οι αποφάσεις των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων (Mishkin 1996). Σχηματικά μια επεκτατική νομισματική πολιτική θα ήταν της μορφής:

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

Έχει παρατηρηθεί πως μεταβολές στο βραχυπρόθεσμο ονομαστικό επιτόκιο οδηγούν σε αναλογικές μεταβολές του βραχυπρόθεσμου πραγματικού επιτοκίου, τόσο για βραχυπρόθεσμα όσο και για μακροπρόθεσμα ομόλογα, κάτι που είναι απόρρητα της ύπαρξης ακαμψίας των τιμών. Συνεπώς, από το παραπάνω προκύπτει πως η εφαρμογή επεκτατικής νομισματικής πολιτικής οδηγεί σε μείωση των βραχυπρόθεσμων ονομαστικών επιτοκίων, καθώς επίσης και των βραχυπρόθεσμων πραγματικών επιτοκίων (Mishkin 1996).

Από την βιβλιογραφία προκύπτει πως και η άποψη του Taylor συνηγορεί με αυτή του Mishkin. Σύμφωνα με τον Taylor (1995) ,λοιπόν, με δεδομένη την ακαμψία μισθών και τιμών, τα μικρότερα βραχυπρόθεσμα επιτόκια οδηγούν σε μείωση των πραγματικών μακροπρόθεσμων επιτοκίων, τουλάχιστον για ένα χρονικό διάστημα. Ωστόσο, στον μακροπρόθεσμο ορίζοντα η μεταβολή της προσφοράς χρήματος δεν θα επηρεάσει σημαντικά το πραγματικό ΑΕΠ. Όπως είναι γνωστό, το μακροπρόθεσμο πραγματικό επιτόκιο θα επιστρέψει στην πρότερη μορφή του, και πιο συγκεκριμένα στη μορφή αυτή που έχουν καθορίσει οι θεμελιώδεις οικονομικοί παράγοντες (Taylor 1995).

Τα παραπάνω μειούμενα πραγματικά επιτόκια επηρεάζουν αρκετά μέρη του οικονομικού συστήματος. Πιο συγκεκριμένα, τα μικρότερα αυτά επιτόκια οδηγούν σε αύξηση των σταθερών επενδύσεων των επιχειρήσεων, των επενδύσεων των νοικοκυριών, καθώς επίσης και στις επενδύσεις για καταναλωτικές δαπάνες' όλες αυτές οι μεταβολές έχουν ως αποτέλεσμα την αύξηση του συνολικά παραγόμενου προϊόντος (Mishkin 1996). Από τα παραπάνω θα μπορούσε κανείς να πει πως γίνεται εμφανής μια αρνητική σχέση μεταξύ του πραγματικού επιτοκίου και των επενδύσεων

(I), και κατ' επέκταση της κατανάλωσης (C), χωρίς να είναι όμως ένα de facto γεγονός αφού υπάρχει και η ανάλογη κριτική (Taylor 1995).

Σύμφωνα με τους Bernanke και Gertler (1995) το επιτοκιακό κανάλι, πέραν της ισχύος που κατέχει, αποτελεί βάση για κάποιους προβληματισμούς. Ο πρώτος προβληματισμός αφορά την Σύνθεση (Composition) του επιτοκιακού καναλιού' σε αρκετά μέρη της βιβλιογραφίας αναφέρεται πως η κατανάλωση των διαρκών καταναλωτικών αγαθών επηρεάζεται από το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο, γεγονός αμφιλεγόμενο αφού αυτή θα έπρεπε να επηρεάζεται από το μακροπρόθεσμο. Ο δεύτερος αφορά τη Διάδοση (Propagation)' ο προβληματισμός εδώ είναι αν και κατά πόσο είναι λογικό οι πραγματικές μεταβλητές να συνεχίζουν να προσαρμόζονται ενώ η αύξηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων έχει χάσει την ισχύ της. Ο τρίτος και τελευταίος προβληματισμός αφορά την Ενίσχυση (Amplification), και εξετάζει το γεγονός που θέλει τα επιτόκια να επηρεάζουν ραγδαία το παραγόμενο προϊόν, ενώ οι μετρήσεις του κόστους του κεφαλαίου δεν αποδεικνύονται στατιστικά σημαντικές για την οικονομία (Bernanke & Gertler 1995, Bean et al 2002).

Είναι πια αδιαμφισβήτητο πως για αρκετούς οικονομολόγους (Mishkin 1995, Taylor 1995, Bernanke & Gertler 1995, Bean et al 2002, Kuttner & Mosser 2002) η μετάδοση νομισματικής πολιτικής μέσω του καναλιού του επιτοκίου αποτελεί έναν κεντρικό μηχανισμό για αρκετά μακροοικονομικά μοντέλα. Η ιδέα που επικρατεί υποστηρίζει πως μεταβολές στα ονομαστικά επιτόκια οδηγούν σε αντίστοιχες μεταβολές των πραγματικών επιτοκίων και του κόστους κεφαλαίου του χρήστη (Kuttner & Mosser 2002). Οι παραπάνω μεταβολές επηρεάζουν το σύνολο της οικονομίας, και πιο συγκεκριμένα προκαλούν μια αναβολή της κατανάλωσης ή μια μείωση στις επενδυτικές δαπάνες. Επίσης, από τον έλεγχο και την μεταβολή των επιτοκίων επηρεάζονται και άλλα σημαντικά οικονομικά μεγέθη όπως είναι ο Πληθωρισμός και το ΑΕΠ (Kuttner & Mosser 2002).

Από την ανάλυση των Bernanke & Gertler (1995) παρουσιάζεται πως η μακροοικονομική αντίδραση που προκύπτει από τις μεταβολές των επιτοκίων, είναι πολύ μεγαλύτερη από τις παραδοσιακές εκτιμήσεις. Δηλαδή, σύμφωνα με τους προαναφερθέντες οικονομολόγους εκτός από τη σημαντική θέση που κατέχει το επιτοκιακό κανάλι στη μετάδοση νομισματικής πολιτικής, υπάρχουν και άλλοι μηχανισμοί που λειτουργούν εξίσου αποδοτικά.

1.2 Κανάλι Συναλλαγματικής Ισοτιμίας (Exchange Rate Channel)

Ένας δεύτερος σημαντικός μηχανισμός μέσω του οποίου μπορεί να μεταδοθεί η νομισματική πολιτική είναι αυτός του μηχανισμού μετάδοσης πολιτικής μέσω της συναλλαγματικής ισοτιμίας (Taylor 1995). Στα μέσα της δεκαετίας του '90 ο Mishkin υποστήριξε πως η αυξανόμενη παγκοσμιοποίηση στις ΗΠΑ και η εμφάνιση ευέλικτων ισοτιμιών έκαναν πρόσφορο το έδαφος για να αναπτυχθεί ο συγκεκριμένος αυτός μηχανισμός μετάδοσης νομισματικής πολιτικής (Mishkin 1996, Mishkin 1995). Δηλαδή με τον τρόπο αυτό η νομισματική πολιτική μπορεί να εφαρμοσθεί μέσω της μεταβολής της ισοτιμίας του νομίσματος μιας χώρας συγκριτικά με την ισοτιμία που κατέχει το νόμισμα μιας άλλης.

Ωστόσο η διαδικασία με την οποία λειτουργεί ο μηχανισμός αυτός είναι περισσότερο περίπλοκη. Το κανάλι αυτό περιλαμβάνει φαινόμενα επιτοκίου, και άμεσο επηρεασμό των καθαρών εξαγωγών' πιο συγκεκριμένα αν το εγχώριο επιτόκιο (i) μιας χώρας αυξηθεί, τότε το απόθεμα του νομίσματος της θα γίνει πιο ελκυστικό σε ξένες χώρες απ' ότι άλλα νομίσματα (Mishkin 1995, Taylor 1995). Κάτι τέτοιο θα οδηγήσει σε αύξηση της αξίας του συγκεκριμένου νομίσματος, συγκριτικά με την αξία άλλων νομισμάτων. Η αυξημένη αξία του εγχώριου νομίσματος (E) είναι λογικό να καθιστά τα εγχώρια αγαθά πιο ακριβά από τα ξένα, με αποτέλεσμα να οδηγούμαστε σε μείωση των καθαρών εξαγωγών (NX) και του συνολικά παραγόμενου προϊόντος (Y) (Mishkin 1995). Σχηματικά τα παραπάνω μπορούν να παρουσιαστούν ως εξής:

$$M \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow E \uparrow \Rightarrow NX \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

Σε ένα άλλο κομμάτι της βιβλιογραφίας του ο Mishkin αναφέρει τι θα συνέβαινε αν το εγχώριο επιτόκιο της χώρας μειωνόταν (Mishkin 1996). Είναι λογικό επακόλουθο να συμβούν τα ακριβώς αντίθετα από όσα συνέβησαν πιο πάνω. Πιο συγκεκριμένα, μια μείωση στο επιτόκιο (i) θα οδηγούσε σε μείωση της αξίας του αποθέματος του νομίσματος (E) της συγκεκριμένης χώρας. Κατ' επέκταση, τα εγχώρια αγαθά θα καθίσταντο φθηνότερα από τα ξένα, με αποτέλεσμα να αυξάνονταν οι καθαρές εξαγωγές (NX) και το παραγόμενο προϊόν (Y). Και σε αυτήν την περίπτωση μπορούμε να παραστήσουμε σχηματικά τα παραπάνω:

$$M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Σύμφωνα με τον Taylor (1995) το γεγονός πως οι μεταβολές στο βραχυπρόθεσμο επιτόκιο επηρεάζουν την συναλλαγματική ισοτιμία μιας χώρας μπορεί να εξηγηθεί μέσω της ισοτιμίας του επιτοκίου. Όπως είπα και πιο πάνω, χαμηλότερα επιτόκια οδηγούν σε χαμηλότερες συναλλαγματικές ισοτιμίες' αυτό όμως ισχύει βραχυχρόνια. Από την άλλη, στον μακροχρόνιο ορίζοντα η μεταβολή που υφίσταται στη νομισματική πολιτική λόγω μεταβολής των συναλλαγματικών ισοτιμιών δεν θα επηρεάσουν την συνολική οικονομία, και πιο συγκεκριμένα το ΑΕΠ (Taylor 1995). Συνεπώς, μακροπρόθεσμα το επίπεδο τιμών θα αυξηθεί κατά το ποσοστό που η εκάστοτε κεντρική τράπεζα αύξησε την προσφορά χρήματος μέσω μείωσης των επιτοκίων. Λογικό επακόλουθο είναι η συναλλαγματική ισοτιμία της συγκεκριμένης χώρας να επιστρέψει στα αρχικά της επίπεδα πριν την μεταβολή (Taylor 1995).

Βέβαια για να μπορέσουν να εφαρμοσθούν όλα αυτά που αναφέρθηκαν, δηλαδή να ασκηθεί ο συγκεκριμένος μηχανισμός μετάδοσης νομισματικής πολιτικής, θα πρέπει να γίνει διάκριση σχετικά με το είδος των ισοτιμιών που εμφανίζονται στην εκάστοτε οικονομία (Taylor 1995). Τα είδη των συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι δυο, οι σταθερές και οι ευέλικτες ισοτιμίες και στην κάθε μια αντιστοιχεί μια συγκεκριμένη πολιτική. Όσον αφορά την πρώτη, δηλαδή τις σταθερές ισοτιμίες, υποστηρίζει πως η οικονομία αυτή θα πρέπει να έχει υψηλό βαθμό κινητικότητας του κεφαλαίου κάτι που συνεπάγεται απώλεια νομισματικής ανεξαρτησίας. Κάτι τέτοιο όμως, θα είχε ως αποτέλεσμα χαμηλότερες ισοτιμίες, και κατά συνέπεια καθαρές εξαγωγές. Από την άλλη η δεύτερη πολιτική λειτουργεί περισσότερο μεταβάλλοντας τα επιτόκια παρά τις ισοτιμίες, σε μια προσπάθεια διατήρησης της νομισματικής ανεξαρτησίας αντιμετωπίζοντας όμως πιο ασταθής (ευέλικτες) ισοτιμίες (Taylor 1995).

Εμπειρικές έρευνες όμως (Taylor 1995) έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα πως οι ευέλικτες ισοτιμίες μπορούν με πιο αποτελεσματικό τρόπο να ελέγξουν τον πληθωρισμό και το ΑΕΠ, διατηρώντας τα σε χαμηλά επίπεδα.

Γενικά, ο μηχανισμός μετάδοσης νομισματικής πολιτικής μέσω των συναλλαγματικών ισοτιμιών λαμβάνει σημαντική θέση στον τρόπο που η νομισματική πολιτική επηρεάζει την εγχώρια οικονομία μιας χώρας (Mishkin 1995), αφού αποτελεί το μονοπάτι από την κλειστή στην ανοικτή οικονομία (Kuttner & Mosser 2002).

1.3 Μετάδοση νομισματικής πολιτικής μέσω των τιμών των περιουσιακών στοιχείων (Other Asset Price Effects/Channels)

Σύμφωνα με την βιβλιογραφία, η σημαντικότερη ένσταση του υποδείγματος IS - LM σχετικά με το πως η νομισματική πολιτική επηρεάζει την οικονομία είναι το γεγονός ότι επικεντρώνεται σε μια μόνο τιμή περιουσιακού στοιχείου, στο επιτόκιο δηλαδή, παρά να επικεντρώνεται σε ένα πλήθος τιμών περιουσιακών στοιχείων (Meltzer 1995). Ένα από τα οράματα των μονεταριστών ήταν η ύπαρξη ενός μηχανισμού μετάδοσης νομισματικής πολιτικής ο οποίος θα συνδύαζε τις σχετικές τιμές περιουσιακών στοιχείων με τον πραγματικό πλούτο, έχοντας ως στόχο τη διάχυση των φαινομένων νομισματικής πολιτικής στο οικονομικό σύστημα (Mishkin 1995).

Ο μηχανισμός τελικά που προέκυψε, και στάθηκε ικανοποιήσει τα αιτήματα και προτιμήσεις των μονεταριστών ήταν αυτός της μετάδοσης νομισματικής πολιτικής μέσω των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Στον συγκεκριμένο αυτό μηχανισμό συμπεριλαμβάνονται δύο κανάλια, τα οποία χρησιμοποιώντας τις τιμές των μετοχών επιδιώκουν τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής (Mishkin 1996). Τα κανάλια αυτά πιο συγκεκριμένα είναι: (α) Η Θεωρία του q του Tobin και (β) Οι συνέπειες του πλούτου στην κατανάλωση. Η κατανόηση των δυο αυτών καναλιών είναι καθοριστικής σημασίας αν οι ιθύνοντες χάραξης νομισματικής πολιτικής στοχεύουν να λειτουργήσει αποτελεσματικά ο μηχανισμός αυτός (Tobin 1969).

(α) *Η Θεωρία του q του Tobin.* Στη θεωρία του αυτή ο Tobin (1969) υποστήριξε πως ο μηχανισμός με τον οποίο η νομισματική πολιτική μπορεί να επηρεάσει την οικονομία είναι μέσω της εκτίμησης των μετοχών. Για να μπορέσει να γίνει όμως κατανοητός ο τρόπος που προτείνει ο Tobin, αρχικά θα πρέπει να ορισθεί η έννοια του q . Το q , λοιπόν, ορίζεται από τον Tobin (1969) ως ο λόγος της διαπραγματευτικής/εμπορικής αξίας των επιχειρήσεων προς το κόστος αντικατάστασης/αναπλήρωσης του κεφαλαίου (Mishkin 1996). Ανάλογα με το ύψος που έχει το q δίνεται και διαφορετική ερμηνεία στο πως επηρεάζει το οικονομικό σύστημα. Πρώτον, αν το q είναι υψηλό η διαπραγματευτική αξία των επιχειρήσεων είναι και αυτή υψηλή συγκριτικά με το κόστος αντικατάστασης του κεφαλαίου, και επίσης ο κεφαλαιουχικός εξοπλισμός είναι φθηνότερος από την διαπραγματευτική αξία (Mishkin 1996). Συνεπώς, οι επιχειρήσεις μπορούν να προχωρήσουν στην έκδοση μετοχών και στην αγορά νέου εξοπλισμού. Στην περίπτωση αυτή, οι

επιχειρήσεις ακόμα και με ένα μικρό ποσοστό μετοχών μπορούν να αποκτήσουν μεγάλο μέρος νέου κεφαλαιουχικού εξοπλισμού, με λογικό επακόλουθο την αύξηση των επενδυτικών δαπανών (Tobin 1969, Mishkin 1996).

Από την άλλη πλευρά έχουμε την περίπτωση που το q είναι χαμηλό. Είναι λογικό σε αυτή την περίπτωση να συμβούν τα αντίθετα από όσα συνέβησαν πιο πάνω. Πιο συγκεκριμένα, η διαπραγματευτική αξία των επιχειρήσεων είναι χαμηλότερη από το κόστος αντικατάστασης του κεφαλαίου, με αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις να μην έχουν την δυνατότητα να προβούν σε επενδυτικές δαπάνες (Tobin 1969). Όμως δεν σημαίνει πως όταν το q του Tobin είναι χαμηλό οι επιχειρήσεις δεν θα μπορούν να αποκτήσουν νέα επενδυτικά αγαθά. Η λύση στην προκειμένη περίπτωση για να αποκτήσει η εκάστοτε επιχείρηση νέο κεφάλαιο είναι να αγοράσει μια άλλη επιχείρηση φθηνότερα, με αποτέλεσμα μια πολύ χαμηλή επενδυτική δαπάνη (Mishkin 1995).

Βασική απόρροια της παραπάνω ανάλυσης είναι πως το q του Tobin σχετίζεται άμεσα με τις επενδυτικές δαπάνες. Για να μπορέσει να αποδοθεί σχηματικά ο μηχανισμός αυτός θα πρέπει να λάβουμε υπόψη τις τιμές των μετοχών και πως αυτές καθορίζονται. Και η νομισματική αλλά και η Κευνσιανή ανάλυση συνηγορούν πως η μεταβολή της προσφοράς χρήματος, και πιο συγκεκριμένα η αύξησή της οδηγούν το κοινό να διαθέτει περισσότερα χρήματα από αυτά που θεωρεί πως χρειάζεται (Mishkin 1996). Συνεπώς, τα άτομα προσπαθούν να μειώσουν τα χρήματα που διακρατούν με το να καταναλώνουν (δαπανούν) περισσότερο. Το μέρος οπού το έδαφος είναι περισσότερο πρόσφορο για να δαπανούν τα άτομα είναι το χρηματιστήριο. Έτσι η συμπεριφορά των καταναλωτών αυξάνει την ζήτηση των μετοχών, με αποτέλεσμα την αύξηση των τιμών τους. Βέβαια, οι κευνσιανοί οικονομολόγοι έχουν την ίδια άποψη καθώς υποστηρίζουν πως αν εφαρμοσθεί επεκτατική νομισματική πολιτική τα επιτόκια θα μειωθούν, τα ομόλογα θα χάσουν την ισχύ τους και έτσι τα άτομα θα στραφούν στις μετοχές, αυξάνοντας τη ζήτησή τους (Mishkin 1996).

Έτσι, απ' όλα τα παραπάνω γίνεται αντιληπτό πως τα μεγέθη που χρησιμοποιούνται στην ανάλυση αυτή είναι οι τιμές των μετοχών (p), το q του Tobin (q) και οι επενδυτικές δαπάνες (I). Βάζοντας όλα τα μεγέθη σε ένα σχήμα, ο μηχανισμός αυτός μετάδοσης νομισματικής πολιτικής μπορεί να γραφεί ως εξής:

$$M \uparrow \Rightarrow P \uparrow \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Δηλαδή, από το παραπάνω σχήμα γίνεται εμφανές πως μια επεκτατική νομισματική πολιτική θα οδηγήσει σε αύξηση του επιπέδου τιμών των μετοχών, σε αυξημένο q κάτι που αυξάνει τις επενδυτικές δαπάνες, και κατ' επέκταση σε αυξημένο επίπεδο παραγωγής (Mishkin 1996).

(β) *Συνέπειες του πλούτου.* Το δεύτερο κανάλι που απαρτίζει τον μηχανισμό αυτό καθορίζεται από τις συνέπειες που έχει ο πλούτος στην κατανάλωση. Μεγάλο μέρος της ανάλυσης του καναλιού αυτού οφείλεται σε εμπειρική έρευνα του Modigliani, στην οποία το μοντέλο που χρησιμοποιείται είναι αυτό του κύκλου ζωής της κατανάλωσης (Ando & Modigliani 1963). Ειδικότερα, τα έξοδα του κάθε καταναλωτή στο μοντέλο ανάλυσης των Ando & Modigliani (1963) προσδιορίζονται από τους πόρους που έχει στην κατοχή του ο κάθε καταναλωτής. Οι πόροι αυτοί περιλαμβάνουν ανθρώπινο κεφάλαιο, πραγματικό κεφάλαιο και οικονομικό πλούτο.

Όπως ανέφερα και σε προηγούμενο σημείο ο συγκεκριμένος μηχανισμός μετάδοσης νομισματικής πολιτικής επηρεάζεται άμεσα από το επίπεδο τιμών των μετοχών. Συνεπώς και από αυτό το κανάλι αποδεικνύεται το ίδιο συμπέρασμα, αφού ο οικονομικός πλούτος συνδέεται με τις κοινές μετοχές (Mishkin 1996). Άρα, αν υποθέσουμε πως οι τιμές των μετοχών (P) αυξάνονται, τότε θα αυξηθεί και ο οικονομικός πλούτος (wealth) των καταναλωτών. Ο αυξημένος πλούτος αυξάνει τους πόρους, και κατά συνέπεια την κατανάλωση (C) του ατόμου, με τελική επίδραση στο παραγόμενο προϊόν (Y) (Ando & Modigliani 1963). Με δεδομένα αυτά τα στοιχεία μπορεί να προκύψει η εξής σχηματική απεικόνιση του καναλιού αυτού:

$$M \uparrow \Rightarrow P \uparrow \Rightarrow \text{πλούτος} \uparrow \Rightarrow C \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Συμπερασματικά, για τους μονεταριστές ο μηχανισμός αυτός μετάδοσης νομισματικής πολιτικής μέσω των περιουσιακών στοιχείων είναι πολύ πιο σημαντικός από μηχανισμούς που λαμβάνουν υπόψη τις μεταβολές των επιτοκίων (Meltzer 1995). Σύμφωνα με την μονεταριστική άποψη, η νομισματική πολιτική επηρεάζεται σε αρκετά μεγάλο βαθμό από τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων και άλλων προϊόντων, όπως είναι οι μετοχές. Συνδυάζοντας τα παραπάνω μεγέθη προκύπτει ένα μεγάλο μέρος του πλούτου μιας οικονομίας που επηρεάζει τις επενδύσεις, την κατανάλωση και το συνολικά παραγόμενο προϊόν της. Άρα, στο συγκεκριμένο σημείο ανάλυσης θα μπορούσαμε να πούμε πως οι μονεταριστές αγνοούν το επιτόκιο και επικεντρώνονται στα περιουσιακά στοιχεία των επενδυτών.

1.4 Κανάλι Δανειοληπτικής Πίστης (Credit Channel)

Στην ανάλυση των μηχανισμών μετάδοσης νομισματικής πολιτικής, εκτός από αυτούς που λαμβάνουν υπόψη τις μεταβολές των επιτοκίων ή των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, υπάρχει και ένας ακόμη μηχανισμός ο οποίος λειτουργεί μέσω των χρηματοοικονομικών αγορών (Mishkin 1995).

Ο μηχανισμός αυτός ονομάζεται Κανάλι Δανειοληπτικής Πίστης, και χωρίζεται σε δύο επιμέρους κανάλια: (α) Κανάλι Τραπεζικού Δανεισμού (Bank Lending Channel) και (β) Κανάλι Ισολογισμού (Balance - Sheet Channel).

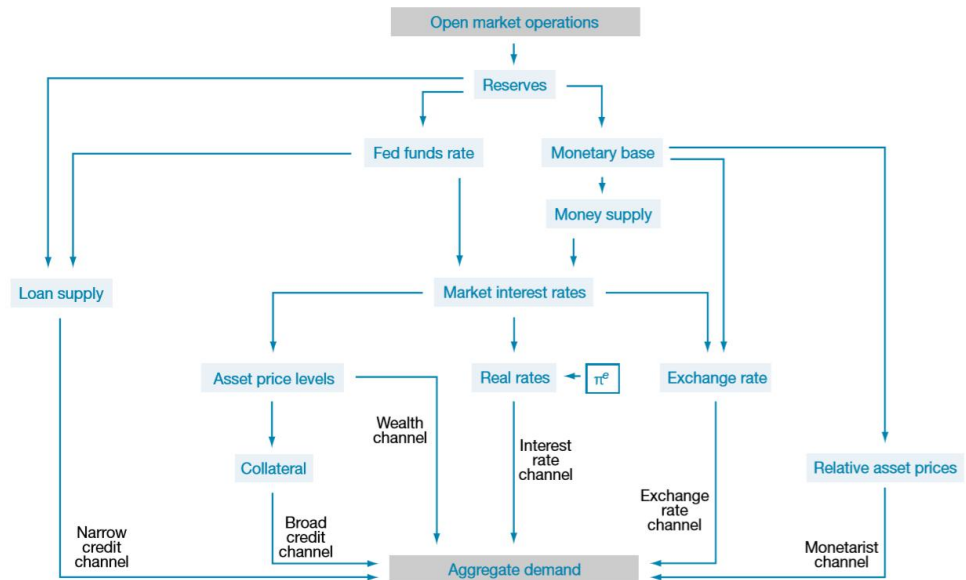
Πιο συγκεκριμένα, όταν οι ιθύνοντες χάραξης νομισματικής πολιτικής επιλέγουν ως μηχανισμό μετάδοσης νομισματικής πολιτικής να εφαρμόσουν το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού βασίζονται σε μια κύρια υπόθεση που αφορά τις τράπεζες. Οι τράπεζες είναι αρκετά σημαντικές έτσι ώστε να ασκήσουν υψηλή επιρροή στο οικονομικό σύστημα, μέσω φυσικά της έκδοσης τραπεζικών δανείων (Bernanke & Gertler 1995, Meltzer 1995).

Από την άλλη έχουμε το κανάλι του ισολογισμού. Είναι αυτονόητο πως λειτουργεί μέσω του ισολογισμού της κάθε επιχείρησης, και πιο συγκεκριμένα της καθαρής της θέσης. Μεταβολές στην καθαρή θέση έχουν συνέπειες στις επενδυτικές δυνατότητες και ικανότητες της επιχείρησης, και κατ' επέκταση επηρεάζουν την οικονομία στο σύνολό της (Bernanke & Gertler 1995).

Πιο διεξοδική ανάλυση του συγκεκριμένου μηχανισμού μετάδοσης νομισματικής πολιτικής ακολουθεί σε επόμενο κεφάλαιο.

Αφού παρουσιάστηκαν οι βασικοί μηχανισμοί μετάδοσης νομισματικής πολιτικής, και πως ο καθένας από αυτούς επηρεάζει το οικονομικό σύστημα, παραθέτω ένα συνοπτικό διάγραμμα, αντλημένο από τους Kuttner & Mosser (2002), όπου παρουσιάζονται οι μηχανισμοί αυτοί.

Monetary Policy Transmission



Στο παραπάνω διάγραμμα αρχικά η ανάλυση ξεκινά από τις διεργασίες που λαμβάνουν χώρα στην ανοιχτή αγορά, και στη συνέχεια φαίνεται η πορεία που ακολουθεί ο κάθε μηχανισμός μετάδοσης πολιτικής για να καταλήξει στο στόχο του.

2. Κανάλι Δανειοληπτικής Πίστης (Credit Channel)

Η εφαρμογή των παραδοσιακών μεθόδων νομισματικής πολιτικής, όπως είναι το Επιτοκιακό κανάλι με τις μεταβολές των επιτοκίων, ή όπως είναι το Κανάλι Συναλλαγματικής Ισοτιμίας με μεταβολές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες μιας χώρας, πολλές φορές δεν έχουν τα επιθυμητά και αναμενόμενα αποτελέσματα (Mishkin 1995). Σε αυτό το πρόβλημα έρχεται να δώσει λύση ένας ακόμα τρόπος εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής, και αυτός είναι το Κανάλι Δανειοληπτικής Πίστης.

Κεντρική υπόθεση του συγκεκριμένου καναλιού είναι πως η ασύμμετρη πληροφόρηση και η κοστοβόρα, αλλά και αναγκαστική, τήρηση συμφωνιών δημιουργούν αρκετά προβλήματα στις χρηματοοικονομικές αγορές. Μάλιστα, ο Mishkin (1996) υποστηρίζει πως ο μηχανισμός αυτός μετάδοσης νομισματικής πολιτικής επηρεάζει τις χρηματοοικονομικές αγορές μέσω του ονομαστικού επιτοκίου. Κάποιος θα μπορούσε να υποστηρίξει πως προσομοιάζει αρκετά με το Επιτοκιακό Κανάλι, όμως υπάρχει μια ριζική διαφοροποίηση. Αυτή η διαφοροποίηση έγκειται στο γεγονός πως το Επιτοκιακό Κανάλι επηρεάζει την νομισματική πολιτική μέσω μεταβολών του πραγματικού επιτοκίου, και όχι του ονομαστικού όπως συμβαίνει εδώ (Mishkin 1996). Επίσης, ακόμη πιο συγκεκριμένα, το κανάλι αυτό ενδιαφέρεται για το βραχυπρόθεσμο ονομαστικό επιτόκιο και όχι για το μακροπρόθεσμο (Bernanke & Gertler 1995), αφού τις χρηματοοικονομικές ροές επηρεάζουν οι πληρωμές χρέους στον βραχυπρόθεσμο ορίζοντα παρά στον μακροπρόθεσμο (Mishkin 1996). Οι Bernanke & Gertler (1995) υποστήριζαν, μάλιστα, πως η κεντρική τράπεζα θα έπρεπε να διαθέτει έναν πιο ανίσχυρο έλεγχο στα μακροπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια.

Γενικά η αναποτελεσματική πολλές φορές συμπεριφορά των παραδοσιακών τρόπων μετάδοσης νομισματικής πολιτικής έχει ωθήσει αρκετούς οικονομολόγους (Mishkin, Bernanke, Gertler, Meltzer 1995) σε περαιτέρω έρευνα. Από αυτή έχει προκύψει πως η προσπάθεια μετάδοσης νομισματικής πολιτικής σε μια οικονομία που έχει υποστεί κάποιας φύσης διαταραχή, μέσω εναλλακτικών μεθόδων, είναι εφικτή και αποτελεσματική. Όμως, το συγκεκριμένο κανάλι δεν θα έπρεπε να θεωρείται ως ένας νέος, ξεχωριστός τρόπος μετάδοσης πολιτικής, αφού ουσιαστικά είναι μια βελτιωμένη μορφή επηρεασμού της οικονομίας μέσω της μεταβολής των επιτοκίων (Bernanke & Gertler 1995).

Ωστόσο, η βελτιωμένη αυτή μέθοδος μετάδοσης νομισματικής πολιτικής μπορεί να λάβει δυο διαφορετικές μορφές, μέσω δυο διαφορετικών καναλιών. Πρώτον,

έχουμε το Κανάλι του Τραπεζικού Δανεισμού (Bank Lending Channel), και δεύτερον έχουμε το Κανάλι του Ισολογισμού (Balance - Sheet Channel). Η εφαρμογή των καναλιών αυτών έχουν κοινό στόχο, δηλαδή να επηρεάσουν την νομισματική πολιτική, όμως ο τρόπος που το επιτυγχάνουν διαφέρει.

2.1 Διάρθρωση Τραπεζικών Δανείων

Πριν την πιο διεξοδική ανάλυση των δυο κεντρικών μηχανισμών του καναλιού Δανειοληπτικής Πίστης, είναι απαραίτητη η επισκόπηση στο τι συνίσταται διάρθρωση τραπεζικών δανείων.

Η διάρθρωση ενός τραπεζικού δανείου, με απλά λόγια, δεν είναι τίποτε άλλο παρά η διαμόρφωση του δανείου με τρόπο τέτοιο έτσι ώστε να ικανοποιεί το συμφέρον του δανειζόμενου για να επιτύχει τον στόχο του (Calza et al 2001). Η διάρθρωση ενός τραπεζικού δανείου, πχ ένα στεγαστικό δάνειο, έχει δυο κύρια χαρακτηριστικά, όπου το πρώτο αφορά την επιλογή του προϊόντος. Πιο συγκεκριμένα, ο δανειζόμενος πρέπει να ελέγξει πιο διεξοδικά τον τραπεζικό φορέα που θα συνεργαστεί και το δάνειο που θα συνάψει, και αν αυτά συμφωνούν με την πιθανές προοπτικές που αναζητά. Το δεύτερο αφορά το ίδιο το δάνειο, αφού ο δανειζόμενος είναι υποχρεωμένος να γνωρίζει όλες τις απαραίτητες προϋποθέσεις που αυτό συνεπάγεται, αλλά και άλλου είδους πληροφορίες που είναι χρήσιμο να γνωρίζει.

Φυσικά στην διάρθρωση των τραπεζικών δανείων σημαντικό ρόλο παίζει και το ίδιο το τραπεζικό σύστημα. Σύμφωνα με την βιβλιογραφία το τραπεζικό σύστημα έχει τη μορφή του ολιγοπωλίου, δηλαδή η διαδικασία διάρθρωσής του συνδυάζει μικτά στοιχεία τόσο από το μονοπώλιο όσο και από τον τέλει ανταγωνισμό. Ένα σημαντικό συστατικό του τραπεζικού συστήματος είναι το περιθώριο κέρδους, το οποίο ορίζεται ως η διαφορά του επιτοκίου δανεισμού με το διατραπεζικό επιτόκιο. Έτσι οι παράγοντες που επηρεάζουν το περιθώριο κέρδους καταλήγουν εν τέλει να επηρεάζουν ολόκληρη τη δομή της αγοράς. Αυτό είναι σημαντικό αφού όσο πιο ισχυρή είναι η θέση των τραπεζών τότε τόσο πιο υψηλά θα είναι τα επιτόκια που θα επιβάλλουν για την μεγιστοποίηση των κερδών τους.

Σύμφωνα με την έρευνα που διεξήγαγαν οι Calza et al (2001) προκύπτει πως η σημαντικότητα της μεταβλητής του μακροπρόθεσμου επιτοκίου είναι στατιστικά σημαντικότερη από αυτή του βραχυπρόθεσμου, ένα σημαντικό στοιχείο για την

διάρθρωση του τραπεζικού συστήματος, και κατ' επέκταση της διάρθρωσης των τραπεζικών δανείων.

Ο παρακάτω πίνακας, αντλημένος από την εργασία των Calza, Gartner και Sousa (2001), δείχνει τη διάρθρωση των τραπεζικών δανείων στον ιδιωτικό τομέα που αφορά την euro area για το διάστημα 1997 – 1999:

Structure of loans to the private sector by sub-sector

	Households				Non-profit institutions serving households	Non-financial corporations	Non-monetary financial corporations
	Consumer credit	House purchase	Other lending	Total			
1997 Q3	8.1	29.3	11.6	49.0	0.7	45.4	4.8
Q4	8.0	29.3	11.4	48.7	0.8	45.2	5.3
1998 Q1	7.9	29.2	11.3	48.5	0.8	45.2	5.5
Q2	8.0	29.1	11.5	48.6	0.8	45.1	5.5
Q3	8.1	29.3	11.3	48.8	0.7	44.8	5.7
Q4	8.1	29.2	11.3	48.7	0.7	44.9	5.7
1999 Q1	8.2	30.0	10.8	49.0	0.7	43.8	6.5
Q2	8.2	30.1	10.7	48.9	0.7	43.9	6.5

Data: ECB.

2.2 Κανάλι Τραπεζικού Δανεισμού (Bank Lending Channel)

Όπως προδίδει το όνομά του, το συγκεκριμένο κανάλι λειτουργεί μέσω της προσφοράς δανείων από τα διάφορα τραπεζικά ιδρύματα. Ο δανεισμός είναι ένα αρκετά συχνό φαινόμενο στη σύγχρονη ζωή, αφού το άτομο μπορεί με μελλοντικό εισόδημα - όπως χαρακτηρίζεται - να ικανοποιήσει κάποιες ανάγκες του. Παλιότερα, βέβαια, ο δανεισμός ήταν πολύ περισσότερο απλός και προσιτός για όλους.

Το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού θέτει σε πρωταρχικό ρόλο τις τράπεζες, αφού σύμφωνα με τον Mishkin (1995) αυτές θεωρούνται ως οι πλέον κατάλληλες να συνδιαλέγονται με τους πιθανούς δανειζομένους, αφού μπορούν να τους αντιμετωπίσουν. Επίσης και οι Asquith, Gertner, και Sharfstein (1994) υποστήριξαν

πως οι τράπεζες μπορούν να αντιμετωπίσουν εκείνους τους τύπους δανειζομένων, που ενδέχεται να αθετήσουν τους όρους του συμβολαίου και να μην προχωρήσουν σε εξόφληση. Πιο συγκεκριμένα η διαχείριση αυτών γίνεται μέσω της αναδιάρθρωσης των συμβολαίων των δανείων, θέτοντας νέους όρους (Mensah & Dib 2003). Μάλιστα οι Bernanke & Gertler (1995) υποστηρίζουν πως το κανάλι αυτό επικεντρώνεται στα όποια αποτελέσματα θα καταλήξει η νομισματική πολιτική λόγω μεταβολών της προσφοράς αγαθών. Το κεντρικό πρόβλημα που έρχονται να επιλύσουν οι τράπεζες είναι αυτό της ασύμμετρης πληροφόρησης ειδικά όσον αφορά τις μικρές επιχειρήσεις. Οι μεγάλες επιχειρήσεις συνήθως εισέρχονται στο χρηματιστήριο, και έτσι δεν απασχολούν το τραπεζικό σύστημα (Mensah & Dib 2003).

Στο συγκεκριμένο κανάλι μετάδοσης νομισματικής πολιτικής υπάρχει μια σειρά μεγεθών που επηρεάζονται έως ότου επηρεαστεί η συνολική οικονομία. Πρωταρχικό μέγεθος που ουσιαστικά καθορίζει την πορεία των υπολοίπων είναι η ίδια η νομισματική πολιτική (M), στη συνέχεια έχουμε τις τραπεζικές καταθέσεις (bank deposits), τα τραπεζικά δάνεια (bank loans), τις επενδύσεις (I) και το επίπεδο παραγωγής (Y). Αν υποθέσουμε πως εφαρμόζεται μια συσταλτική νομισματική πολιτική τότε θα προκύψει η παρακάτω σχηματική μορφή:

$$M \downarrow \Rightarrow \text{τραπεζικές καταθέσεις} \downarrow \Rightarrow \text{τραπεζικά δάνεια} \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

Πιο αναλυτικά, η εφαρμογή μιας συσταλτικής νομισματικής πολιτικής είναι λογικό να επηρεάσει αρνητικά το σύστημα της αγοράς η οποία αποτελεί την κύρια πηγή ενδιάμεσων πιστώσεων για μια χώρα (Bernanke & Gertler 1995). Όπως φαίνεται και στο σχήμα οι τραπεζικές καταθέσεις (bank deposits) θα μειωθούν, όπως επίσης και τα τραπεζικά δάνεια (bank loans) όπου και οι δυο μειώσεις οφείλονται στο ότι μια συσταλτική νομισματική πολιτική αυξάνει το επίπεδο των επιτοκίων. Λογικό επακόλουθο είναι τα άτομα να μην διακρατούν μεγάλα ποσά χρημάτων και συνεπώς να μειώσουν τις επενδύσεις (I) τους. Έτσι, τελευταίο επηρεάζεται το επίπεδο παραγωγής (Y) όπου και αυτό θα έχει καθοδική πορεία.

Ο Mishkin (1996) σε άλλη έρευνά του έχει παρουσιάσει και τι θα συμβεί στην περίπτωση που έχουμε επεκτατική νομισματική πολιτική. Είναι αυτονόητο πως θα προκύψουν τα ακριβώς αντίθετα αποτελέσματα.

Εκτός από μια συσταλτική ή επεκτατική νομισματική πολιτική οι τράπεζες μπορούν να επηρεαστούν και από μεταβολές σε κάποια συγκεκριμένα επιτόκια, όπως

είναι για παράδειγμα το overnight επιτόκιο (Mensah & Dib 2003). Η μεταβολή αυτού θα οδηγήσει άλλα επιτόκια σε διαδικασία προσαρμογής, προκαλώντας μειώσεις των τραπεζικών πιστώσεων στην εκάστοτε τράπεζα.

Οι Bernanke και Gertler (1995) μέσα από την έρευνά τους αποδεικνύουν τη σημαντικότητα αυτού του καναλιού, αν και το θεωρούν ως μια προέκταση του παραδοσιακού επιτοκιακού καναλιού. Αναφέρουν τι θα συμβεί στο τραπεζικό σύστημα αν υπάρξει κάποια διαταραχή στη προσφορά δανείων, καθώς εισάγουν στην ανάλυση την έννοια των “εξωτερικών πηγών χρηματοδότησης” (external finance premium), ή πριμ εξωτερικής χρηματοδότησης. Η νέα αυτή έννοια ορίζεται ως η διαφορά το κόστους μεταξύ χρηματικών ποσών που αποκτώνται εξωγενώς με χρηματικά ποσά που δημιουργούνται στο εσωτερικό. Από την ανάλυση των συγκεκριμένων οικονομολόγων προκύπτει πως μια διαταραχή στο τραπεζικό σύστημα θα επηρεάσει άμεσα τους δανειζομένους που εξαρτώνται από αυτό, αφού θα αντιμετωπίσουν υψηλά κόστη, οδηγώντας τους σε άλλους τραπεζικούς φορείς. Κάτι τέτοιο είναι αυτονόητο πως θα μειώσει τις καταθέσεις των συγκεκριμένων τραπεζών, οι οποίες θα αναζητήσουν άλλες πηγές χρηματοδότησης. Συνεπώς, αυξάνεται η εξωτερική χρηματοδότηση και μειώνεται η πραγματική κινητικότητα (Bernanke & Gertler 1995). Κάτι ακόμη που παρατήρησαν οι συγκεκριμένοι συγγραφείς είναι πως όποια κατεύθυνση και να έχει το επιτόκιο, λόγω συσταλτικής ή επεκτατικής πολιτικής, την ίδια πορεία θα έχει και η εξωτερική χρηματοδότηση (πριμ εξωτερικής χρηματοδότησης).

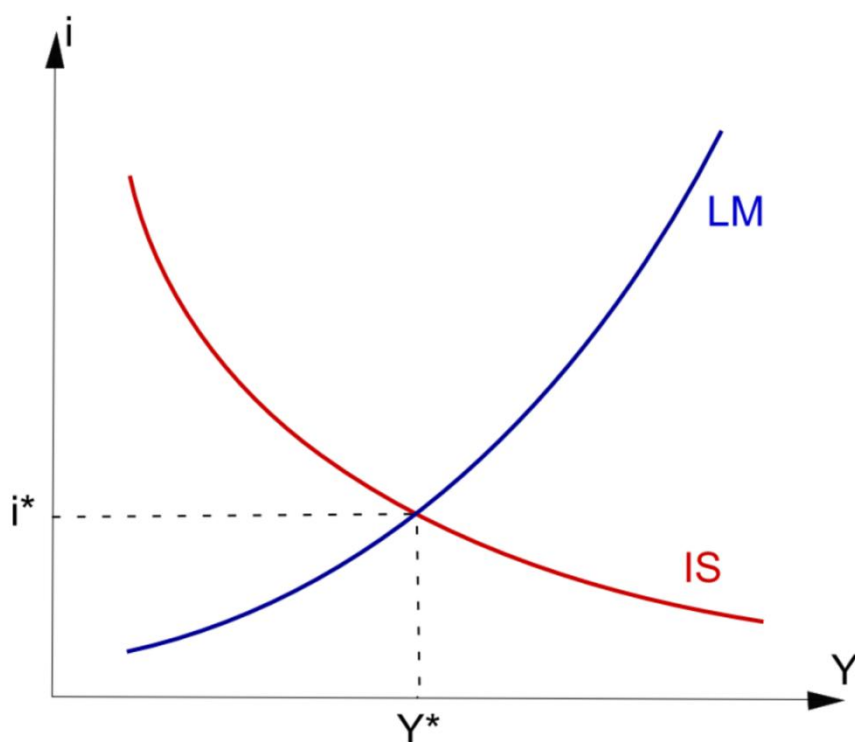
Ένα ακόμη συστατικό στοιχείο των τραπεζών είναι το κόστος του κεφαλαίου. Πολλοί οικονομολόγοι που διεξήγαγαν εμπειρικές έρευνες αντιμετώπισαν δυσκολίες στο να αποδείξουν πως η μεταβλητή του κόστους του κεφαλαίου είναι στατιστικά σημαντική στις εξισώσεις των δαπανών (Bernanke & Gertler 1995). Συνήθως επιθυμητό είναι οι συναλλαγές ανοικτής αγοράς να αυξάνουν το κόστος του κεφαλαίου των τραπεζών, με σκοπό να αυξάνεται ακολούθως και η ζήτηση του εσωτερικού δανεισμού. Κάτι που δεν είναι όμως αναγκαίο να συμβαίνει πάντα, αφού έχουν υπάρξει και στιγμές της οικονομίας όπου οι τράπεζες δεν αντιμετώπιζαν μια πλήρως ελαστική ζήτηση για να συμβεί αυτή η επιθυμητή αύξηση (Bernanke & Gertler 1995).

Το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού εκτός από τις τράπεζες αφορά και άλλες οντότητες, όπως είναι οι επιχειρήσεις. Πιο συγκεκριμένα, για τις επιχειρήσεις ο δανεισμός αποτελεί μια μορφή βοήθειας αφού με απλά λόγια είναι ένα είδος

εξωτερικής χρηματοδότησης. Οι περισσότερες επιχειρήσεις βασίζονται πολλές φορές σε αυτού του είδους την χρηματοδότηση για να ικανοποιήσουν τις ανάγκες τους. Όμως, όπως υποστήριξαν οι Mensah & Dib (2003) τέτοιου είδους ανάγκες έχουν περισσότερο οι μικρές παρά οι μεγάλες επιχειρήσεις, κι αυτό συμβαίνει αφού οι μεγάλες προσελκύουν επενδυτές που προσφέρουν την χρηματοδότησή τους. Πάντως, όσον αφορά τις μικρές επιχειρήσεις, σύμφωνα με την θεωρία της οικονομικής συστολής και την υπόθεση της ατελούς πληροφόρησης, αυτές πολύ συχνά βασίζουν την χρηματοδότησή τους σε ενδιάμεσες τράπεζες (intermediary banks) με σκοπό να μειώσουν τα όποια λειτουργικά και γενικά κόστη της επιχείρησης (Mensah & Dib 2003). Και από αυτή την περίπτωση προκύπτει το μέγεθος τη ισχύος που κατέχουν οι τράπεζες στις ζωές τόσο των ατόμων όσο και των επιχειρήσεων. Ωστόσο, οι επιχειρήσεις καταφεύγουν σε ενδιάμεσες τράπεζες καθώς οι συμφωνίες που υποχρεούνται να συνάψουν για δανεισμό εμπεριέχουν ρήτρες και όρους υποχρεωτικούς για την ολοκλήρωση της συναλλαγής. Οι ενδιάμεσες τράπεζες έχουν τη δυνατότητα να τροποποιούν και να διευκολύνουν τους όποιους όρους δυσκολεύουν τους δανειζομένους, με αποτέλεσμα την αποτελεσματικότερη και λιγότερο κοστοβόρα απόκτηση αυτής της μορφής χρηματοδότησης. Αυτό υποδεικνύει μια ιδιαίτερη σχέση μεταξύ των δυο μερών (δανειστής και δανειζόμενος). Βέβαια, για αρκετούς αναλυτές, όπως ο Diamond (1984), η ύπαρξη των ενδιάμεσων τραπεζών αποτελεί μια αρκετά αποτελεσματική μορφή ελέγχου της κατάστασης στην οποία βρίσκεται η εκάστοτε επιχείρηση.

Ο Meltzer (1995) κατά την έρευνά του στο ζήτημα της μετάδοσης νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία μέσω του καναλιού του τραπεζικού δανεισμού διακρίνει πως υπήρχαν δυο απόψεις πάνω στο ζήτημα: η άποψη του δανεισμού (“the lending view”) και η νομισματική άποψη (“monetary view”). Οι δύο αυτές απόψεις συγκλίνουν σε κάποια σημεία αλλά αποκλίνουν σε κάποια άλλα. Πιο συγκεκριμένα, κοινή γνώμη έχουν σχετικά με το ότι η μετάδοση νομισματικής πολιτικής είναι σημαντική είτε λαμβάνει χώρα σε χρηματοπιστωτικές είτε σε δανειστικές αγορές. Η αντίθεσή τους όμως έγκειται στο που επικεντρώνεται η κάθε άποψη. Η πρώτη επικεντρώνεται σε μεταβολές της διανομής δανείων μεταξύ ισχυρών και ανίσχυρων δανειοληπτών, και επίσης υποστηρίζει πως τα βασικά περιουσιακά στοιχεία είναι τα χρηματικά ποσά και τα τραπεζικά δάνεια. Από την άλλη, η νομισματική άποψη επικεντρώνεται στις σχετικές τιμές και διαχωρίζει πλήρως τους όρους χρηματικά ποσά, τραπεζικά δάνεια, χρεόγραφα και πραγματικό κεφάλαιο (Meltzer 1995).

Όπως αναφέρθηκε και πιο πάνω, το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού (bank lending channel) μέσω του είδους νομισματικής πολιτικής που θα εφαρμοσθεί επηρεάζει το επιτόκιο, το οποίο ακολουθούν και τα υπόλοιπα μεγέθη (όπως είναι οι επενδύσεις και το παραγόμενο προϊόν). Κάποιος θα μπορούσε να υποστηρίξει πως αυτού του είδους αλληλουχία μεταβολών υφίσταται και στο παραδοσιακό Κεϋνσιανό μοντέλο του υποδείγματος IS - LM (Meltzer 1995). Πιο ειδικά, παράλληλα με το κανάλι δανειοληπτικής πίστης, και πιο συγκεκριμένα του τραπεζικού δανεισμού, υπάρχει στην βιβλιογραφία και το κανάλι του χρήματος, το οποίο ουσιαστικά είναι το υπόδειγμα IS - LM (Ramey 1994). Σύμφωνα με τον Ramey (1994) στόχος της ΚΤ είναι να επηρεάσει τις εμπορικές τράπεζες να μειώσουν τα αποθέματά τους, κάτι που επιτυγχάνεται και μέσω του καναλιού του χρήματος από μεταβολές στα επιτόκια (Meltzer 1995).



Το παραπάνω διάγραμμα παρουσιάζει το παραδοσιακό μοντέλο του υποδείγματος IS - LM, όπου στον κάθετο άξονα παρατηρείται το επιτόκιο (i) ενώ στον οριζόντιο το παραγόμενο προϊόν (Y).

Συγκρίνοντας τα δυο κανάλια (τραπεζικού δανεισμού και χρήματος) προκύπτουν σημαντικές διαφορές. Αρχικά, το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού υποθέτει πως όλα τα οικονομικά περιουσιακά στοιχεία είναι, αν όχι τέλεια τότε, ατελή υποκατάστατα (Ramey 1994), κάτι που προκύπτει από την βασική υπόθεση αυτού του καναλιού

σχετικά με την ατελή πληροφόρηση που υφίσταται στην αγορά. Συνεπώς, το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού επηρεάζει την οικονομία μέσω ερεθισμάτων στα περιουσιακά στοιχεία των τραπεζών.

Από την άλλη έχουμε το κανάλι του χρήματος, το οποίο κάνει έναν διαχωρισμό για τα περιουσιακά στοιχεία αφού τα διακρίνει σε δυο κατηγορίες (Ramey 1994). Έτσι, η πρώτη κατηγορία είναι τα χρηματικά περιουσιακά στοιχεία και η δεύτερη όλα τα υπόλοιπα περιουσιακά στοιχεία, όποιας μορφής. Στη συγκεκριμένη περίπτωση, η οικονομία επηρεάζεται αρχικά από μεταβολές των αποθεμάτων. Στη συνέχεια, μεταβάλλονται οι καταθέσεις, οι οποίες καθοδηγούν το ονομαστικό επιτόκιο, που με τη σειρά του επηρεάζει το πραγματικό, και εν τέλει επηρεάζεται η συνολική ζήτηση. Βέβαια, για να πραγματοποιηθεί αυτή η σειρά μεταβολών θα πρέπει να ισχύουν οι δυο ακόλουθες προϋποθέσεις: 1) οι τράπεζες να μην έχουν την δυνατότητα να απομονώσουν τους ισολογισμούς των συναλλαγών μέσω μεταβολών στα αποθέματα, και 2) να μην υπάρχουν υποκατάστατα του χρήματος στις διάφορες συναλλαγές που πραγματοποιούνται στις αγορές (Ramey 1994).

Παρά την όλη ανάλυση που υπάρχει γύρω από το κανάλι του χρήματος, οι μονεταριστές οικονομολόγοι έρχονται να αντιτεθούν σε αυτό. Για αυτούς, ο συγκεκριμένος τρόπος μετάδοσης νομισματικής πολιτικής δεν ευσταθεί αφού θεωρείται ελλιπής και περιοριστικός (Meltzer 1995). Ειδικότερα, υποστηρίζουν πως οι μεταβολές στα ονομαστικά και πραγματικά αποθέματα χρημάτων, που πραγματοποιούνται λόγω μιας νομισματικής διαταραχής, απαιτούν περισσότερους παράγοντες από τη μεταβολή μόνο ενός βραχυχρόνιου επιτοκίου.

Οι μονεταριστές οικονομολόγοι χαρακτήρισαν ως ελλιπή αυτό τον τρόπο μετάδοσης καθώς παραλείπει σημαντικά στοιχεία της διαδικασίας μετάδοσης πολιτικής (Meltzer 1995). Πιο ειδικά αυτά τα στοιχεία είναι: 1) Δεν ενσωματώνονται τα αποθέματα των περιουσιακών στοιχείων σαν νέες επενδύσεις στην κεφαλαιακή συσσώρευση. 2) Δεν διασαφηνίζει σε ποιόν ορίζοντα αναφέρεται το επιτόκιο, αφού ένα βραχυχρόνιο επιτόκιο αφορά τη ζήτηση χρήματος, ενώ ένα μακροχρόνιο τις επενδύσεις και την κεφαλαιακή συσσώρευση. 3) Στο μοντέλο ανάλυσης δεν συμπεριλαμβάνεται η πιθανότητα εμφάνισης οικονομικών διαμεσολαβητών. 4) Δεν γίνεται σαφές αν το χρήμα αποτελεί υποκατάστατο των ομολόγων ή ενός πιο μεγάλου συνόλου περιουσιακών στοιχείων. Και 5) οι περισσότερες μεταβολές των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων είναι πρόσκαιρες με αποτέλεσμα να μην επηρεάζουν τις αποφάσεις για δαπάνες.

Συμπερασματικά για το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού έχουν τοποθετηθεί αρκετοί οικονομολόγοι και αναλυτές. Ενδεικτικά οι Bernanke & Gertler (1995) υποστηρίζουν πως δεν είναι ένας νέος τρόπος μετάδοσης νομισματικής πολιτικής αλλά μια βελτιωμένη μορφή του παραδοσιακού επιτοκιακού καναλιού. Άλλοι είναι υπέρμαχοι αυτού του καναλιού θεωρώντας το ως μια σημαντική πλευρά της δυναμικής της οικονομίας (Mensah & Dib 2003). Όσον αφορά τη σύγκριση με το κανάλι του χρήματος, ο Ramey (1995) αναφέρει πως το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού είναι υποκατάστατο αυτού και όχι κάποια εναλλακτική μορφή μετάδοσης νομισματικής πολιτικής' και επίσης η σημαντικότητα του καθενός εξαρτάται από τις ποσότητες των μεγεθών που πραγματεύεται (Ramey 1995). Το μόνο σίγουρο πάντως είναι πως έχει αποτελέσει ένα αμφιλεγόμενο ζήτημα ανάλυσης και περαιτέρω έρευνας, καθώς επίσης και μια διαφορετική προσέγγιση για την μετάδοση νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία.

2.3 Κανάλι του Ισολογισμού (Balance - Sheet Channel)

Το δεύτερο κανάλι που απαρτίζει τον μηχανισμό μετάδοσης νομισματικής πολιτικής μέσω της δανειοληπτικής πίστης είναι το κανάλι του ισολογισμού (Balance - Sheet Channel). Ο τρόπος που γίνεται η εφαρμογή του είναι μέσω των ισολογισμών των οντοτήτων, δηλαδή των επιχειρήσεων, και πιο συγκεκριμένα με το να επηρεάζεται η καθαρή τους θέση. Όπως αναφέρει ο Mishkin (1995) για τους δανειστές με χαμηλά επίπεδα καθαρής θέσης, υποδεικνύουν πως αυτοί διαθέτουν λιγότερες εγγυήσεις για τα δάνειά τους. Παρόμοιες είναι οι επιπτώσεις στην περίπτωση των επιχειρήσεων, οι οποίες με μικρότερη καθαρή θέση άρα και μικρότερα Ίδια Κεφάλαια καθίστανται λιγότερο αξιόπιστες προς τους δανειστές (Mishkin 1995). Σε παρόμοια πορεία ανάλυσης κινήθηκαν και οι Bernanke & Gertler (1995), οι οποίοι υποστήριζαν πως το κανάλι αυτό βασίζεται στην υπόθεση πως το ύψος χρηματοδότησης από εξωτερικές πηγές (external finance premium) που δικαιούται ο δανειζόμενος θα πρέπει να συνάδει με την οικονομική του κατάσταση. Τα κύρια μεγέθη που επηρεάζουν την πορεία είτε των επιχειρήσεων είτε των δανειστών είναι δυο, η Επαχθής Επιλογή και ο Ηθικός Κίνδυνος, σύμφωνα με τα οποία διαχέονται και τα αποτελέσματα της νομισματικής πολιτικής στην οικονομία.

Η νομισματική πολιτική μπορεί να επηρεάσει τους ισολογισμούς των επιχειρήσεων με διάφορους τρόπους. Αρχικά υποθέτουμε πως υφίσταται μια

συσταλτική νομισματική πολιτική, η οποία επηρεάζει κάποια επιμέρους μεγέθη. Αυτά τα μεγέθη είναι ο ηθικός κίνδυνος (moral hazard), η δυσμενής/επαχθής επιλογή (adverse selection), οι τιμές των μετοχών (equity prices, P_e), η μείωση των οποίων οδηγεί και σε μείωση της καθαρής θέσης των επιχειρήσεων, ο δανεισμός (lending), οι επενδύσεις (I) και το παραγόμενο προϊόν (Y). Σχηματική αυτή η συστολή της νομισματικής πολιτικής μπορεί να περιγραφεί ως εξής:

$$M \downarrow \Rightarrow P_e \downarrow \Rightarrow \text{ηθικός κίνδυνος} \uparrow \& \text{επαχθής επιλογή} \uparrow \Rightarrow \text{δανεισμός} \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

Όμως για να γίνει κατανοητός ο τρόπος που λειτουργεί η νομισματική πολιτική σε συνδυασμό με την εμφάνιση των προβλημάτων του ηθικού κινδύνου και της επαχθούς επιλογής πρέπει πρώτα να γίνουν κατανοητοί οι δυο αυτοί όροι. Αυτά τα δυο προβλήματα εμφανίζονται αρχικά λόγω της αρχικής υπόθεσης που έχει γίνει στο κανάλι της δανειοληπτικής πίστης περί ασύμμετρης πληροφόρησης στην αγορά. Αρχικά, το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου (moral hazard) προκύπτει όταν η καθαρή θέση μιας επιχείρησης μειωθεί. Δηλαδή υφίσταται αρνητική σχέση μεταξύ των δυο αφού η μείωση του ενός αυξάνει το μέγεθος του άλλου. Η αύξηση του ηθικού κινδύνου, λόγω της μείωσης της καθαρής θέσης, ωθεί τις επιχειρήσεις να παίρνουν μεγαλύτερα ρίσκα σε επενδυτικά προγράμματα. Όμως κάτι τέτοιο μειώνει την αξιοπιστία των δανειζομένων προς τους δανειστές' συνεπώς οι δανειστές μειώνουν τον δανεισμό (lending) προς τέτοιου είδους επιχειρήσεις, με αποτέλεσμα την μείωση των επενδύσεων (I) τους (Mensah & Dib 2003). Αυτά ακριβώς τα αποτελέσματα περιγράφουν τα αποτελέσματα της σχηματικής περιγραφής που έγινε πιο πάνω, όσον αφορά το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου.

Από την άλλη έχουμε το πρόβλημα της επαχθούς/δυσμενούς επιλογής (adverse selection), το οποίο φαίνεται να συμπεριφέρεται κατά τον τρόπο συμπεριφοράς του προβλήματος του ηθικού κινδύνου. Πιο συγκεκριμένα, λόγω μείωσης του επιπέδου καθαρής θέσης ανακύπτει η αύξηση του προβλήματος της επαχθούς επιλογής αφού οι επιχειρήσεις δεν έχουν τις κατάλληλες εγγυήσεις και διασφαλίσεις για έναν αποτελεσματικό δανεισμό (Mishkin 1995). Αυτό καθιστά τις συγκεκριμένες επιχειρήσεις ρισοκίνδυνες, και συνεπώς οι τράπεζες μειώνουν την προσφορά δανείων (lending). Ακολούθως οι επενδύσεις (I) έχουν πτωτική τάση, οδηγώντας στο ίδιο συμπέρασμα με αυτό του ηθικού κινδύνου (Mensah & Dib 2003).

Επιπρόσθετα, μια συσταλτική νομισματική πολιτική (M) γνωρίζουμε πως επηρεάζει την πορεία των επιτοκίων (i), και πιο ειδικά προς την αντίθετη κατεύθυνση (Mensah & Dib 2003). Άρα η αύξηση αυτή των επιτοκίων οδηγεί τον ισολογισμό μιας οντότητας σε χειρότερη κατάσταση, αφού οι χρηματικές της ροές (cash flow) μειώνονται. Κάτι τέτοιο σύμφωνα με αρκετούς οικονομολόγους (Mishkin 1995, Mensah & Dib 2003) οδηγεί σε ισχυρότερα προβλήματα ηθικού κινδύνου και επαχθούς επιλογής, με αποτέλεσμα την ακόμα μεγαλύτερη μείωση του δανεισμού (lending), των επενδύσεων (I) και του παραγόμενου προϊόντος (Y). Όλες αυτές οι μεταβολές παρουσιάζονται ως εξής:

$$M \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow \text{χρηματικές ροές} \downarrow \Rightarrow \text{ηθικός κίνδυνος} \uparrow \& \text{επαχθής επιλογή} \uparrow \Rightarrow \text{δανεισμός} \downarrow \\ \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

Σύμφωνα με τον Mishkin (1996), μια επεκτατική νομισματική πολιτική θα οδηγούσε σε μείωση των επιτοκίων, με αποτέλεσμα την εμφάνιση του φαινομένου διανομής πιστώσεων (credit rationing phenomenon). Σύμφωνα με αυτό οι δανειζόμενοι αρνούνται δάνεια ακόμα και αν είναι σε θέση να πληρώσουν υψηλότερα επιτόκια. Κάτι τέτοιο συμβαίνει αφού αυτοί που δέχονται να πληρώσουν τα επιτόκια είναι ακριβώς αυτές οι επιχειρήσεις που έχουν πάρει ρίσκο με τις επενδύσεις τους, που αν επιτευχθούν τότε θα μεγιστοποιήσουν τα οφέλη τους. Όλα αυτά οδηγούν σε μεγαλύτερα προβλήματα επαχθούς επιλογής, με συνέπειες στον δανεισμό, στις επενδύσεις και στο παραγόμενο προϊόν (Mishkin 1996).

Λόγω του ότι η συσταλτική νομισματική πολιτική στο συγκεκριμένο κανάλι μετάδοσης πολιτικής μέσω των επιτοκίων επηρεάζει την οικονομία θα μπορούσε να θεωρηθεί παρόμοιος μηχανισμός με το παραδοσιακό επιτοκιακό κανάλι (interest rate channel). Όμως κάτι τέτοιο δεν ισχύει αφού τα δυο αυτά κανάλια χρησιμοποιούν διαφορετικά είδη επιτοκίων. Πιο συγκεκριμένα, το κανάλι του ισολογισμού ενδιαφέρεται για το ονομαστικό επιτόκιο βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα. Αυτό συμβαίνει αφού τις χρηματικές ροές (cash flow) επηρεάζει η πληρωμή επιτοκίων βραχυπρόθεσμου και όχι μακροπρόθεσμου χρέους (Mishkin 1996). Από την άλλη έχουμε το επιτοκιακό κανάλι το οποίο βασίζεται σε μεταβολές του πραγματικού επιτοκίου. Άρα γίνεται σαφής η κεντρική διαφορά στον τρόπο λειτουργίας των δυο αυτών μηχανισμών.

Όσον αφορά την πλευρά των επιχειρήσεων, όπως αναφέρθηκε και στο κανάλι του τραπεζικού δανεισμού, έτσι και εδώ σημαντικό ρόλο παίζει ο ρόλος των ενδιάμεσων τραπεζών. Οι δανειστές υποχρεώνουν τις επιχειρήσεις να διατηρούν συγκεκριμένα επίπεδα σε κάποια μεγέθη του ισολογισμού' με αυτό μπορούν να έχουν καλύτερο έλεγχο των δανειζομένων τους. Ειδικότερα, οι δανειστές θέτουν κάποιους περιοριστικούς όρους στα δανειστικά συμβόλαια με τις επιχειρήσεις, ο οποίος προβλέπουν κάποια ελάχιστα όρια καθαρής θέσης και κεφαλαίου κίνησης. Έτσι, οι δανειστές μπορούν να παρακολουθούν πολύ στενότερα τους συνδιαλλασόμενους τους σχετικά με την υγεία της επιχείρησής τους (Mensah & Dib 2003).

Στο κανάλι αυτό εκτός από τη θέση που κατέχουν οι επιχειρήσεις στον τρόπο μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, σημαντικό ρόλο παίζουν και οι αποφάσεις των νοικοκυριών (Bernanke & Gertler 1995). Πιο συγκεκριμένα, οι ισολογισμοί που διαμορφώνονται από τις αποφάσεις των νοικοκυριών εξαρτώνται άμεσα με την πορεία του οικονομικού συστήματος. Όπως αναφέρθηκε και στην αρχή αυτού του κεφαλαίου, κάποιοι οικονομολόγοι υποστήριξαν πως η χρηματοδότηση των νοικοκυριών από άλλες πηγές θα εξαρτάται από την οικονομική τους κατάσταση (Bernanke & Gertler 1995). Κάτι τέτοιο είναι λογικό να επηρεάζει τους ισολογισμούς τους, και κατ' επέκταση τις αποφάσεις τους σχετικά με τις επενδυτικές και καταναλωτικές δαπάνες που θα πραγματοποιήσουν. Ο Mishkin (1995) όλα αυτά τα τοποθετούσε στην ανάλυση για τα φαινόμενα ρευστότητας, όπως την ονόμασε, που αφορούσε τις καταναλωτικές δαπάνες για διαρκή αγαθά και ακίνητα. Τα φαινόμενα αυτά λειτουργούν μέσω της επιθυμίας των καταναλωτών να ξοδέψουν, και όχι σύμφωνα με την επιθυμία των δανειζομένων να δανείσουν. Από την άλλη, οι Bernanke & Gertler (1995) υποστηρίζουν πως η συγκεκριμένη συμπεριφορά των καταναλωτών εμφανίζει ένα άλλο φαινόμενο το οποίο ονομάζουν "οικονομικός επιταχυντής" (financial accelerator), και σχετίζεται με τις διακυμάνσεις των επιχειρηματικών κύκλων. Πάντως και οι δυο αυτές διαφορετικές προσεγγίσεις υποδεικνύουν μια νέα μέθοδο παρουσίασης του τρόπου με τον οποίο λειτουργεί το κανάλι του ισολογισμού.

Η νέα αυτή μέθοδος συνδυάζει το χρήμα και τις τιμές των μετοχών, όπου μεταβολές τους οδηγούν στη μετάδοση νομισματικής πολιτικής στην οικονομία. Στην ανάλυση αυτή συμπεριλαμβάνονται οι τιμές των μετοχών (P_e), τα περιουσιακά οικονομικά στοιχεία (financial assets), η πιθανότητα οικονομικής κατάρρευσης (likelihood of financial distress), τα έξοδα για καταναλωτικές δαπάνες και ακίνητα

(consumer durable and housing expenditures), και το παραγόμενο προϊόν (Y). Ενδεικτικά παρουσιάζονται ως εξής:

$M \downarrow \Rightarrow P_e \downarrow \Rightarrow$ περιουσιακά οικονομικά στοιχεία $\downarrow \Rightarrow$ πιθανότητα οικονομικής κατάρρευσης $\uparrow \Rightarrow$ έξοδα για καταναλωτικές δαπάνες και ακίνητα $\downarrow \Rightarrow Y \downarrow$

Όπως φαίνεται και από το παραπάνω μια συσταλτική νομισματική πολιτική (M) αρχικά αυξάνει το επίπεδο των επιτοκίων κάτι που μειώνει τις χρηματικές ροές. Στη συνέχεια υφίσταται πτώση των τιμών των μετοχών και μείωση της αξίας των οικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Αυτό αυξάνει την πιθανότητα οι καταναλωτές να βιώσουν οικονομική ένδεια, που τους ωθεί να μειώσουν τις καταναλωτικές τους δαπάνες για διαρκή αγαθά και ακίνητα, με τελικό αποτέλεσμα την μείωση του παραγόμενου προϊόντος (Mishkin 1995).

Η ανάλυση αυτού του μηχανισμού μετάδοσης νομισματικής πολιτικής φανερώνει ένα καλύτερα δομημένο και θεμελιωμένο κανάλι συγκριτικά με αυτό του τραπεζικού δανεισμού, το οποίο λαμβάνει εκτίμηση και υποστήριξη από τους γνώστες του ζητήματος (Bernanke & Gertler 1995).

Συμπερασματικά, οι Bernanke & Gertler (1995) υποστηρίζουν πως το Κανάλι της Δανειοληπτικής Πίστης αποτελεί μια θετική προσθήκη στους μηχανισμούς μετάδοσης νομισματικής πολιτικής, αφού φαίνεται πως μπορεί να εδραιώσει τη θέση του εκεί. Όμως επισημαίνουν πως θα πρέπει να καταβληθεί περαιτέρω προσπάθεια για να εδραιωθεί η σημαντικότητά του, και πιο συγκεκριμένα η σημαντικότητα των δυο επιμέρους καναλιών' αυτών του Τραπεζικού Δανεισμού και του Ισολογισμού.

3. Διαταραχές Νομισματικής Πολιτικής μέσω της μεθόδου των Διανυσματικών Παλινδρομήσεων (VAR)

3.1 Διαταραχές νομισματικής πολιτικής

Είναι λογικό σε κάθε οικονομία, όσο καλά δομημένη και θεμελιωμένη και να είναι, να υφίσταται ανά περιόδους διαφόρων ειδών μεταβολές. Οι μεταβολές αυτές ονομάζονται διαταραχές και εμφανίζονται συχνά μέσω διαταραχών της ζήτησης. Αυτές οι διαταραχές προκαλούν μεταβολές στην κατάσταση νομισματικής πολιτικής που βρίσκεται η εκάστοτε οικονομία.

Ένας περισσότερο επιστημονικός ορισμός σχετικά με το τι είναι διαταραχή νομισματικής πολιτικής παρουσιάστηκε από τους Christiano, Eichenbaum και Evans (1999). Αυτοί υποστήριξαν πως ένα κομμάτι των διακυμάνσεων που προκύπτει από τις πολιτικές πράξεις της ΚΤ, αντανακλά τις συστηματικές αντιδράσεις των ιθυνόντων χάραξης πολιτικής στις διακυμάνσεις που προκύπτουν από την κατάσταση της οικονομίας. Αυτό το συστηματικό στοιχείο είναι σύνηθες να παρουσιάζεται με την αντίληψη ενός κανόνα ανατροφοδότησης ή μιας συνάρτησης αντίδρασης. Είναι αποδεδειγμένο πως δεν λαμβάνονται υπόψη όλες οι διακυμάνσεις των πολιτικών της ΚΤ ως αντίδραση στην κατάσταση που βρίσκεται η οικονομία. Όμως, οι διακυμάνσεις που δεν μπορούν να εξηγηθούν έχουν τη μορφή διαταραχής νομισματικής πολιτικής (Christiano, Eichenbaum & Evans 1999).

Αν υποθέσουμε ότι εφαρμόζετε συσταλτική νομισματική πολιτική, τότε σύμφωνα με τους Bernanke & Gertler (1995) εμφανίζονται τέσσερα γεγονότα όσον αφορά την προσπάθεια αντίδρασης της οικονομίας σε διαταραχές νομισματικής πολιτικής. Το πρώτο γεγονός που προκύπτει, σύμφωνα με τους παραπάνω συγγραφείς, είναι πως ενώ είναι γνωστό πως μια ξαφνική νομισματική συστολή δεν επηρεάζει μακροπρόθεσμα το ύψος των επιτοκίων, ακολουθείται από συνεχόμενες μειώσεις του ΑΕΠ και του γενικού επιπέδου τιμών (Bernanke & Gertler 1995). Συνεπώς είναι εμφανές πως ενώ δεν επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό τα επιτόκια, επηρεάζει άλλα εξίσου σημαντικά μεγέθη της οικονομίας.

Το δεύτερο γεγονός, σύμφωνα με τους ίδιους αναλυτές, είναι η συμπεριφορά της συνολικής ζήτησης σε αυτού του είδους διαταραχές (Bernanke & Gertler 1995). Πιο ειδικά, η συνολική ζήτηση απορροφά το αρχικό ύψος επίδρασης της νομισματικής συσταλτικής πολιτικής. Κάτι τέτοιο την οδηγεί σε γρήγορη κάμψη μετά την αλλαγή της νομισματικής πολιτικής. Είναι λογικό, εφόσον η ζήτηση των ατόμων έχει μειωθεί κατά πολύ, να μην είναι αναγκαίες μεγάλες ποσότητες παραγόμενων προϊόντων αφού δεν υπάρχουν οι κατάλληλοι για να τα καταναλώσουν. Συνεπώς, υπάρχει σημαντική μείωση και στον τομέα της παραγωγής, με μια μόνο μικρή καθυστέρηση λόγω της βραχυχρόνιας αύξησης των αποθεμάτων των επιχειρήσεων. Στη συνέχεια, όμως, το ύψος των αποθεμάτων θα μειωθεί, αποδεικνύοντας πως η αποεπένδυσή τους οφείλεται για ένα μεγάλο ποσοστό της μείωσης του ΑΕΠ (Bernanke & Gertler 1995).

Τα δύο ακόλουθα, και τελευταία, γεγονότα αφορούν τον τομέα των επενδύσεων. Στο τρίτο γεγονός αναλύεται η κατάσταση που επικρατεί στις επενδύσεις ακινήτων και καταναλωτικών αγαθών. Πιο συγκεκριμένα, η μείωση που υφίσταται η συνολική

ζήτηση είναι λογικό να επηρεάζει κατά τον ίδιο τρόπο τις επενδυτικές δαπάνες σε ακίνητα, όπως και εκείνες των διαρκών - καταναλωτικών αγαθών. Από την άλλη, στο τέταρτο γεγονός παρουσιάζεται το τι συμβαίνει στις επιχειρηματικές επενδύσεις, και πιο στοχευμένα στις σταθερές επιχειρηματικές επενδύσεις. Αυτές ακολουθούν επίσης καθοδική πορεία, όπως και όλα τα προηγούμενα μεγέθη, με τη διαφορά πως υφίστανται μια μικρή καθυστέρηση συγκριτικά με τα ακίνητα και τα διαρκή αγαθά' όμως εμφανίζουν ένα αρκετά μεγάλο χάσμα με τις μειώσεις των επιτοκίων και της παραγωγής που αναλύθηκαν στο πρώτο και δεύτερο γεγονός αντίστοιχα (Bernanke & Gertler 1995).

Από την παρουσίαση αυτών των μεταβολών φανερώνεται, σύμφωνα φυσικά με τους συγκεκριμένους συγγραφείς, ποια θα ήταν η αντίδραση της οικονομίας όταν θα συμβεί μια διαταραχή νομισματικής πολιτικής. Αυτές, όπως είναι αυτονόητο, είναι ενδεικτικά κάποιες από τις μεταβολές που θα συμβούν σε συγκεκριμένα μεγέθη της οικονομίας.

Για να μπορέσουν να αντιμετωπιστούν οι διαταραχές νομισματικής πολιτικής θα πρέπει πρώτα να απομονωθούν. Σύμφωνα με τους Christiano, Eichenbaum και Evans (1999) υπάρχουν τρεις τακτικές απομόνωσης των διαταραχών. Για αυτούς η πρώτη είναι η σημαντικότερη. Σε αυτή, θέτονται οι κατάλληλες υποθέσεις έτσι ώστε ο αναλυτής να εκτιμήσει τις παραμέτρους για τον κανόνα ανατροφοδότησης (feedback rule) της ΚΤ. Στις υποθέσεις που θέτονται περιλαμβάνονται πρακτικής μορφής υποθέσεις, υποθέσεις σχετικά με τις μεταβλητές που η ΚΤ εξετάζει όταν εφαρμόζει τις διάφορες λειτουργίες της, και μια υπόθεση σχετικά με το ποιός είναι ο κεντρικός μηχανισμός λειτουργίας της. Μάλιστα, υποθέσεις πρέπει να οριστούν με βάση την αλληλεπίδραση που υπάρχει μεταξύ της διαταραχής νομισματικής πολιτικής με τις μεταβλητές του κανόνα ανατροφοδότησης (Christiano, Eichenbaum και Evans 1999).

Οι τελευταίες δυο τακτικές για την απομόνωση διαταραχών νομισματικής πολιτικής δεν περιλαμβάνουν αναλυτική μοντελοποίηση του κανόνα ανατροφοδότησης των νομισματικών αρχών. Πιο συγκεκριμένα, στην δεύτερη τακτική συναντάται η εξέταση δεδομένων που σύμφωνα με αναφορές σηματοδοτούν εξωγενείς πράξεις νομισματικής πολιτικής. Τέλος, στην τρίτη τακτική ορίζεται η υπόθεση πως οι διαταραχές νομισματικής πολιτικής δεν επηρεάζουν την οικονομική δραστηριότητα μακροπρόθεσμα (Christiano, Eichenbaum και Evans 1999).

3.2 Αντιμετώπιση διαταραχών με τη μέθοδο VAR

Αφού έγινε μια επισκόπηση σχετικά με το τι είναι διαταραχές νομισματικής πολιτικής, πως εμφανίζονται στην οικονομία και ποιά θα είναι τα βήματα για την απομόνωσή τους, πρέπει να αναφερθούν όπως είναι λογικό οι μέθοδοι αντιμετώπισής τους.

Ένα αρκετά συνηθισμένο εργαλείο που χρησιμοποιείται ευρέως είναι η μέθοδος διανυσματικών παλινδρομήσεων, ή VAR. Σύμφωνα με τους Bernanke & Gertler (1995) η μέθοδος VAR είναι ένα σύστημα κλασικών παλινδρομήσεων ελαχίστων τετραγώνων, στις οποίες κάθε ομάδα μεταβλητών υπολογίζεται σύμφωνα με κάποια υστέρηση. Μάλιστα, ο Anzuini (2007) χαρακτηρίζει τη VAR ως παραδοσιακό εμπειρικό εργαλείο όπου μπορεί να γίνει διαχωρισμός των συνεπειών της νομισματικής πολιτικής ακόμα και μεταξύ χωρών. Υπάρχουν αρκετά σημαντικά ερωτήματα που αφορούν ζητήματα νομισματικής πολιτικής. Ενδεικτικά κάποια από αυτά είναι: Τι υπήρξε η αιτία του αυξημένου πληθωρισμού που αντιμετώπισαν αρκετές χώρες τη δεκαετία του 1970; Τι είδους πολιτικές και θεσμοί θα λειτουργήσουν προληπτικά για να αποφευχθεί κάτι τέτοιο; Οι ερωτήσεις σχετικά με τέτοια θέματα είναι πολλές, όμως για να δοθεί η απάντησή τους πρέπει να γίνει ανάλυση μοντέλων γενικής ισορροπίας (Christiano, Eichenbaum και Evans 1999). Και επίσης, τα μοντέλα που θα χρησιμοποιηθούν θα πρέπει να είναι διαρθρωτικά, αφού στατιστικές μέθοδοι δεν είναι αποτελεσματικές.

Σχετικά με τα διαρθρωτικά μοντέλα την ίδια άποψη είχε και ο Rudebusch (1998) ο οποίος υποστήριζε ότι μέσω αυτών είναι εφικτός ο προσδιορισμός των συνεπειών της νομισματικής πολιτικής. Για τις συνέπειες αυτές δεν υπάρχει μια καθολική συμφωνία, συνεπώς δεν υφίσταται κάποιο επικρατέστερο διαρθρωτικό μοντέλο. Στο σημείο αυτό εισέρχεται η μέθοδος VAR, αφού ένα αρκετά σημαντικό χαρακτηριστικό της είναι πως καθίσταται αποτελεσματική ακόμα και χωρίς την ύπαρξη ενός ολοκληρωμένου διαρθρωτικού μοντέλου στην οικονομία (Rudebusch 1998).

Ένα ακόμα σημαντικό συστατικό της μεθόδου VAR είναι το γεγονός πως μπορεί να κάνει πλήρη διαχωρισμό των ενδογενών από τις εξωγενείς πράξεις νομισματικής πολιτικής (Rudebusch 1998). Τι σημαίνει όμως ενδογενής και τι εξωγενής πράξη νομισματικής πολιτικής; Οι ενδογενείς πολιτικές αντιδρούν στην ανάπτυξη της οικονομίας, ενώ οι εξωγενείς συνίστανται από όλες τις άλλες πράξεις. Λόγω έλλειψης

ενός διαρθρωτικού μοντέλου στην οικονομία η κατάλληλη αντίδραση που πρέπει να εξεταστεί είναι αυτή των εξωγενών πολιτικών πράξεων, με σκοπό την εκτίμηση των συνεπειών της νομισματικής πολιτικής. Γίνεται η συγκεκριμένη εξέταση αφού οι αντιδράσεις των πράξεων μιας ενδογενούς πολιτικής μπορεί να οφείλονται στις ίδιες τις πράξεις της πολιτικής ή στην μεταβλητή που αποτέλεσε την αιτία αυτής της πράξης (Rudebusch 1998). Έτσι, γίνεται εμφανές γιατί είναι σημαντικός ο διαχωρισμός των ενδογενών από τις εξωγενείς πολιτικές στην μέθοδο διανυσματικών παλινδρομήσεων.

Εισχωρώντας περισσότερο στην ανάλυση της μεθόδου αυτής, προκύπτει από την βιβλιογραφία (Rudebusch 1998) πως ο κύριος μηχανισμός της νομισματικής πολιτικής είναι το κυβερνητικό επιτόκιο (federal funds rate). Πιο πρακτικά, ο διαχωρισμός ενδογενούς - εξωγενούς νομισματικής πολιτικής παρουσιάζεται από μια εξίσωση που παλινδρομεί το κυβερνητικό επιτόκιο σε ένα σύνολο δεδομένων που περιέχει τόσο υστερήσεις του επιτοκίου όσο και υστερήσεις άλλων μεταβλητών της VAR. Όσον αφορά τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης αυτής, οι fitted values είναι οι ενδογενείς πράξεις νομισματικής πολιτικής, ενώ οι εξωγενείς πράξεις είναι τα κατάλοιπα (Rudebusch 1998).

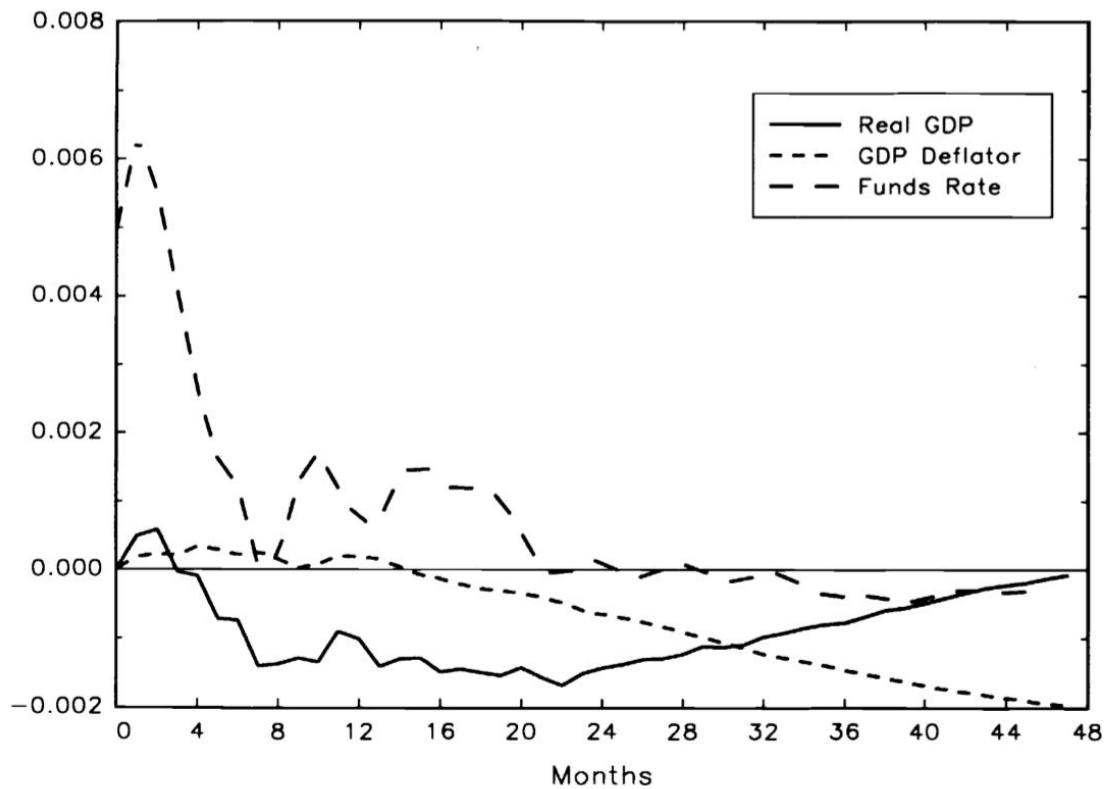
Βέβαια, από αναλύσεις έχει προκύψει πως τέτοιου είδους έλεγχοι συναρτήσεων για τα κυβερνητικά επιτόκια μέσω της μεθόδου αυτής βρίσκονται σε πρώιμο στάδιο. Περισσότερο διαδεδομένη είναι η ανάλυση με τη χρήση αιφνίδιων συναρτήσεων (impulse response functions), αφού δεν υφίσταται μια διαρθρωτική ερμηνεία της VAR μεθόδου. Όμως, όπως αναφέρθηκε και πιο πάνω κύριος μηχανισμός της ΚΤ είναι το κυβερνητικό επιτόκιο, με την εξίσωσή του να παρουσιάζει μια εμφανή διαρθρωτική ερμηνεία μέσω VAR. Συνεπώς μπορεί να υποθεθεί πως η συνάρτηση αντίδραση της ΚΤ ερμηνεύεται ως πολιτική διαταραχή (Rudebusch 1998).

Όμως, η μέθοδος των διανυσματικών παλινδρομήσεων όσα πλεονεκτήματα και να περιέχει δεν παύει να έχει και ανταγωνίστριες μεθόδους. Μια τέτοια αναφέρεται από τον Leeper (1997) πως αναπτύχθηκε από τους Romer & Romer (1989). Οι Romer & Romer (1989) παρουσίασαν μια περισσότερο περιγραφική προσέγγιση (narrative approach) για να εξηγήσουν τα προβλήματα ταύτισης που προκύπτουν από μοντέλα χρονολογικών σειρών. Σύμφωνα με αυτούς, αν εφαρμοσθεί συσταλτική νομισματική πολιτική τότε οι αντιδράσεις του συνολικού προϊόντος και της ανεργίας δείχνουν τις ισχυρές διαταραχές νομισματικής πολιτικής που υφίστανται στην οικονομία. Η μέθοδος αυτή των Romer & Romer (1989) θεωρήθηκε πολύ σημαντική και γρήγορα

χαρακτηρίστηκε ως ένας μέσος/συμβατικός δείκτης νομισματικής πολιτικής. Μάλιστα, η μέθοδος αυτή δεν είναι ασύνδετη με τα κανάλια μετάδοσης νομισματικής πολιτικής, αφού πολλοί οικονομολόγοι χρησιμοποίησαν αυτή τη μέθοδο για την ανάλυση των μηχανισμών αυτών (Leeper 1997).

Συγκρίνοντας την παραπάνω μέθοδο με τη μέθοδο VAR ένα στοιχείο είναι πως έχουν αναπτυχθεί ανεξάρτητα. Η αλληλεπίδραση μεταξύ των δυο είναι μηδενική, κάτι αρκετά παράξενο αφού προωθούν του ίδιου είδους οικονομικά θέματα (Leeper 1997). Άρα, είναι εμφανές πως οι δυο μέθοδοι θα μπορούσαν να αναπτύσσονται παράλληλα με εποικοδομητική συνεργασία η μια με την άλλη, αφού έχουν αρκετά κοινά χαρακτηριστικά ειδικά όσον αφορά τη συμπεριφορά νομισματικής πολιτικής. Τέλος, όμως, και από τις δύο μεθόδους ανακύπτουν προβλήματα ταυτοποίησης (Leeper 1997).

Έχοντας παρουσιάσει το θεωρητικό υπόβαθρο της μεθόδου διανυσματικών παλινδρομήσεων μπορεί να αναφερθεί ένα παράδειγμα εφαρμογής της αντλημένο από τους Bernanke & Gertler (1995). Αυτοί χρησιμοποίησαν τρία αρκετά σημαντικά μεγέθη για την οικονομία και τα ανέλυσαν μέσω της VAR. Πιο ειδικά αυτά τα μεγέθη είναι το πραγματικό ΑΕΠ (Real GDP), ο αποληθωριστής του ΑΕΠ (GDP Deflator) και το κυβερνητικό επιτόκιο (Funds Rate). Σε σύνδεση με την ενότητα 3.1, αυτά τα μεγέθη ταυτίζονται με εκείνα που οι Bernanke & Gertler (1995) ανέφεραν στο Γεγονός 1 σχετικά με την πορεία του ΑΕΠ, του επιπέδου τιμών και των επιτοκίων όταν εφαρμόζεται συσταλτική νομισματική πολιτική. Τα τρία προαναφερθέντα μεγέθη παρουσιάζονται διαγραμματικά στο παρακάτω γράφημα:



Αναλύοντας το γράφημα, παρουσιάζονται οι μεταβολές των τριών μεγεθών σε διάστημα μηνών, όπως είναι εμφανές από τον οριζόντιο άξονα. Στον μήνα 0 υποθέτουμε πως εφαρμόζεται αιφνίδια συσταλτική νομισματική πολιτική, κάτι που εκλαμβάνεται ως διαταραχή νομισματικής πολιτικής. Ξεκινώντας με το πραγματικό ΑΕΠ, ενώ αρχικά υφίσταται μια μικρή αύξηση μετά από περίπου τέσσερις μήνες αρχίζει μια καθοδική πορεία, η οποία φτάνει στο κατώτατο επίπεδό της δύο χρόνια μετά την διαταραχή. Όπως φαίνεται η καμπύλη του αποπληθωριστή του ΑΕΠ από την έναρξη της διαταραχής και για περίπου ένα χρόνο παραμένει αδρανής, ενώ μετά τον πρώτο χρόνο παρουσιάζει πτωτική τάση ακολουθώντας την πορεία του πραγματικού ΑΕΠ. Φτάνει στο ελάχιστο σημείο της μετά τα τέσσερα χρόνια. Το τελευταίο μέγεθος είναι το κυβερνητικό επιτόκιο, το οποίο αρχικά παρουσιάζει μια απότομη αύξηση. Στη συνέχεια, μετά τους τρεις μήνες από την διαταραχή αρχίζει και η δική του πτωτική πορεία, που όμως είναι ραγδαία αφού μειώνεται κατακόρυφα. Για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα παρουσιάζει διακυμάνσεις ενώ τα τελευταία περίπου δυο χρόνια παραμένει σταθερό, πολύ χαμηλότερο όμως από την αρχική του θέση. Θα μπορούσαμε να πούμε πως το τρίτο μέγεθος, δηλαδή το κυβερνητικό επιτόκιο, υφίσταται την σημαντικότερη μεταβολή από τη διαταραχή.

4. Συμπεράσματα και Κριτική

Στην παρούσα εργασία παρουσιάστηκαν και αναλύθηκαν οι μηχανισμοί μέσω των οποίων οι ιθύνοντες χάραξης νομισματικής πολιτικής επηρεάζουν την πραγματική οικονομία της εκάστοτε χώρας. Η νομισματική πολιτική, όπως ήδη έχει αναφερθεί, έχει αποδειχθεί ένα αρκετά χρήσιμο μέσο για να μεταβληθεί η κατάσταση της οικονομίας. Συνεπώς, η μελέτη των μηχανισμών με τους οποίους λειτουργεί είναι ένα αρκετά ενδιαφέρον θέμα ανάλυσης.

Πιο ειδικά, στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάστηκαν αναλυτικά οι τέσσερις βασικοί μηχανισμοί μετάδοσης πολιτικής, όμως στο δεύτερο κεφάλαιο έγινε μια περισσότερο διεξοδική παρουσίαση του Καναλιού Δανειοληπτικής Πίστης (Credit Channel), όσο και των επιμέρους καναλιών του: Κανάλι Τραπεζικού Δανεισμού (Bank Lending Channel) και Κανάλι Ισολογισμού (Balance - Sheet Channel). Αυτό που καθιστά το συγκεκριμένο κανάλι περισσότερο ελκυστικό από πλευράς ανάλυσης, είναι το γεγονός πως για πολλούς δεν αποτελεί έναν εντελώς νέο τρόπο άσκησης πολιτικής, αφού παρουσιάζεται ως μια βελτιωμένη μορφή του Επιτοκιακού Καναλιού (Interest Rate Channel). Από μεγάλο μέρος της ανάλυσης προκύπτει πως είναι μια ικανοποιητικά βελτιωμένη μορφή άσκησης πολιτικής, αφού ο δυναμικός τρόπος που φαίνεται να αντιδρά το επιτόκιο σε μια συστολή ή επέκταση της νομισματικής πολιτικής το καθιστά σημαντικό. Βέβαια, οι αναλυτές και οικονομολόγοι ρίχνουν μεγαλύτερη βαρύτητα στο κανάλι του τραπεζικού δανεισμού παρά σε αυτό του ισολογισμού, χωρίς όμως να χάνει και αυτό την αξία του. Αυτό, πάντως, που αποτελεί κοινό σημείο για όλους είναι πως για να θεωρηθεί το κανάλι δανειοληπτικής πίστης ισάξιο με τα υπόλοιπα χρειάζεται περαιτέρω ανάλυση και πρακτική χρήση του στο πραγματικό περιβάλλον της οικονομίας.

Σημαντικό χαρακτηριστικό της εφαρμογής νομισματικής πολιτικής είναι η κατανόηση των διαφόρων διαταραχών, όπως επίσης και των τρόπων που μπορούν να αντιμετωπιστούν. Η κατανόηση του τρόπου που λειτουργούν οι διαταραχές είναι κομβικό σημείο για τα μέτρα που θα λάβουν οι αρμόδιοι ώστε να τις επιλύσουν. Μια μέθοδος που επαναλαμβάνεται στη βιβλιογραφία, αλλά χρησιμοποιείται και σε αρκετές έρευνες για την αντιμετώπιση νομισματικών διαταραχών είναι αυτή των διανυσματικών παλινδρομήσεων (VAR). Η συγκεκριμένη μέθοδος διαθέτει ποικίλα πλεονεκτήματα, και κάποιες φορές μπορεί να υπερέχει συγκριτικά με άλλες. Δεν

καθιστά όμως άλλες μεθόδους αναποτελεσματικές, αφού και η VAR έχει τα προσωπικά της μειονεκτήματα.

Η σωστή διαχείριση της νομισματικής πολιτικής είναι ένα βαρύνον ζήτημα, που πρέπει να αναλαμβάνεται από τους κατάλληλους ώστε οι εφαρμογές της να αποβαίνουν πρόσφορες, αποτελεσματικές και προς το συμφέρον του συνόλου της οικονομίας μιας χώρας.

5. Βιβλιογραφικές Αναφορές

Ando, A. & Modigliani, F. (1963). “*The “Life Cycle” Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests*”. *American Economic Review* 53, p.p. 55-84

Anzuini, A. & Levy, A. (2007). “*Monetary policy shocks in the new EU members: a VAR approach*”. *Applied Economics*, 39(9), 1147–1161

Asquith, P., R., Gertner, and D., Sharfstein (1994). “*Anatomy of Financial Distress*”. *Quarterly Journal of Economics* 109: 625–58

Bean, C., Larsen, J. & Nikolov, K. (2002). “*Financial Frictions and the Monetary Transmission Mechanism: Theory, Evidence and Policy Implications*”. ECB, Working Paper Series No. 113.

Bernanke, B.S. and Gertler, M. (1995). “*Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission*”. *Journal of Economic Perspectives* 9, no. 4 (fall): p.p. 27-48

Calza, A., Gartner, C. and Sousa, J. (2001). “*Modelling the Demand for Loans to the Private Sector in the Euro Area*”. ECB Working Paper No. 55

Christiano, L. J., Eichenbaum, M. & Evans, C. L. (1999). “*Chapter 2 Monetary policy shocks: What have we learned and to what end?*”. *Handbook of Macroeconomics*, 65–148

Diamond, D. (1984). “*Financial Intermediation and Delegated Monitoring*”. *Review of Economic Studies* 5: 393–414

Kuttner, K.N. & Mosser, P.C. (2002). “*The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions*”. FRBNY, *Economic Policy Review*, 23 (4)

Leeper, E. M. (1997). “*Narrative and VAR approaches to monetary policy: Common identification problems*”. *Journal of Monetary Economics*, 40(3), 641–657

Meltzer, A.H. (1995). “*Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective*”. *Journal of Economic Perspectives* 9, p.p. 49-72

Mensah, J. A. and Dib, A. (2006). “*Bank lending, credit shocks, and the transmission of Canadian monetary policy*”. *International Review of Economics and Finance* 17: 159-176 (3)

Mishkin, F. (1995). “*Symposium on the Monetary Transmission Mechanism*”. *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9(4), pp. 3-10

Mishkin, F. (1996). “*The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy*”. Working Paper No 5464, National Bureau of Economic Research

Ramey, V. (1994). “*How important is the credit channel in the transmission of monetary policy?*”. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Volume 39: 1-45 (3)

Rudebusch, G. D. (1998). “*Do Measures of Monetary Policy in a Var Make Sense?*”. *International Economic Review*, 39(4), 907

Taylor, J.B. (1995). “*The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework*”. *Journal of Economic Perspectives* 9, no. 4 (fall): p.p. 1 1-26

Tobin, J. (1969). “*A General Equilibrium Approach to Monetary Theory*”. *Journal of Money, Credit, and Banking* 1, p.p. 15-29