

ΤΕΙ ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΜΕΣΟΛΟΓΓΙ)

ΜΑΡΑΣΛΗΣ ΑΝΤΩΝΙΟΣ

ΘΕΜΑ ΠΤΥΧΙΑΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ : ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ

ΣΥΣΤΗΜΑ

ΑΜ:14027

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΜΑΥΡΙΔΑΚΗΣ ΘΕΟΦΑΝΗΣ

Μεσολόγγι, Απρίλιος 2019

Πρόλογος

Η πρωταρχική λειτουργία ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι να συμβιβάσει τα αποκλίνοντα συμφέροντα των τελικών χρηστών, δανειστών και δανειοληπτών. Το ίδιο το σύστημα απαρτίζεται από μια ομάδα ιδρυμάτων και αγορών, τα οποία βοηθούν τα άτομα να δανείζουν και να δανείζονται. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα συχνά αναφέρονται ως «διαμεσολαβητές» επειδή έχουν την ιδιαίτερη ικανότητα να δημιουργούν την επιθυμητή για τους δανειστές και τους δανειζόμενους ρευστότητα. Η ικανότητα αυτή υπόκειται στο μετασχηματισμό της ληκτότητας και του κινδύνου και στη μείωση του κόστους. Οι διαδικασίες αυτές διευκολύνονται και από το μέγεθος των διαμεσολαβητών.

Οι ενέργειες ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος μπορούν να καταστήσουν το δανεισμό φτηνότερο και να αυξήσουν τη ρευστότητα. Αυτό, με τη σειρά του, ενθαρρύνει τις επενδύσεις και πολλές φορές αυξάνει το επίπεδο της συνολικής δαπάνης στην οικονομία. Η αποτελεσματικότητα με την οποία το χρηματοπιστωτικό σύστημα διοχετεύει κεφάλαια από τους δανειστές στους δανειολήπτες είναι επίσης σημαντικό για την κατανομή των πόρων.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να διερευνήσει την σημασία που διαδραματίζει ο θεσμός του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην οικονομία. Για την πραγματοποίηση της

συγκεκριμένης ανάλυσης απαιτείται η αναφορά στις έννοιες που σχετίζονται άμεσα με το σχεδιασμό και την άσκηση της νομισματικής πολιτικής αλλά και στη κύρια κρίση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, το 2008, και τις επιδράσεις της στην οικονομία.

Abstract

The primary function of a financial system is to reconcile the divergent interests of end-users, lenders and borrowers. The system itself consists of a group of institutions and markets, which help people to lend and borrow. Financial institutions are often referred to as "intermediaries" because they have the special ability to create desirable for lenders and borrowers liquidity. This ability is subject to the maturity transformation and risk and reduce costs. These procedures are facilitated by the size of mediators.

The effects of a financial system can make borrowing cheaper and increase liquidity. This, in turn, encourages investments and often increases the level of total spending in the economy. The effectiveness with which the financial system channels funds from lenders to borrowers is also important for the allocation of resources.

The purpose of this study is to investigate the importance played by the institution of the financial system in the economy. For the realization of this analysis requires reference to concepts that are directly related to the design and conduct of monetary policy and a major crisis in the financial system in 2008, and its effects on the economy.

Πίνακας διαγραμμάτων

Διάγραμμα 1.1.: Καμπύλη Phillips	9
Διάγραμμα 1.2.: Η «προσαρμοσμένη στις προσδοκίες» καμπύλη Phillips	13
Διάγραμμα 1.3. Μακροχρόνια και βραχυχρόνια καμπύλη Phillips	17
Διάγραμμα 1.4. Απάντηση σε ένα πληθωριστικό σοκ.....	20
Διάγραμμα 1.5.: Πληθωριστική μεροληψία	22
Διάγραμμα 2.1. και 2.2.: Η χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση ενθαρρύνει την αποταμίευση και την επένδυση.....	55

Κεφάλαιο 1^ο

Νομισματική πολιτική και τραπεζικό σύστημα

1.1. Εισαγωγή

Γνωρίζουμε πλέον ότι το κύριο εργαλείο νομισματικής πολιτικής στα περισσότερα κράτη είναι το «επίσημο» επιτόκιο που καθορίζεται από την κεντρική τράπεζα και αφορά στις συναλλαγές της με το εμπορικό τραπεζικό σύστημα. Εκτός από το γεγονός ότι η σύγχρονη νομισματική πολιτική αντικαθιστά την ποσότητα του χρήματος με το επιτόκιο, υπάρχουν ορισμένες ομοιότητες. Φυσικά, παραμένουν περιορισμένες.

Ενώ ισχύει το γεγονός ότι οι φορείς διαμόρφωσης της νομισματικής πολιτικής ασχολούνται κυρίως με τον πληθωρισμό, τούτο δεν σημαίνει ότι δεν στρέφονται και προς άλλες κατευθύνσεις. Κάθε παράγοντας διαμόρφωσης νομισματικής πολιτικής γνωρίζει ότι μια αύξηση του επιτοκίου θα μειώσει το ρυθμό ανάπτυξης της συνολικής ζήτησης. Ούτως ή άλλως, αυτός ακριβώς είναι και ο μηχανισμός μέσω του οποίου η μεταβολή του επιτοκίου θα επηρεάσει τον πληθωρισμό (Friedman, 2001). Παρ' όλα αυτά, μια μείωση της συνολικής ζήτησης είναι σχεδόν βέβαιο ότι θα επιβραδύνει (ή ακόμη και θα μειώσει) το ρυθμό παραγωγής, γεγονός που θα επηρεάσει την απασχόληση.

Το αμφιλεγόμενο ζήτημα εδώ δεν έχει να κάνει με το κατά πόσο προκύπτουν πραγματικές συνέπειες όσο με το εάν αυτές περιορίζονται σε «βραχυχρόνιο ορίζοντα» και με το πόσο «βραχύ» μπορούμε να κάνουμε αυτό τον «βραχυχρόνιο ορίζοντα». Υπάρχει επίσης, το σχετικό ζήτημα του κατά πόσο η νομισματική πολιτική λειτουργεί πάντοτε σε «βραχυχρόνιο ορίζοντα»,

εάν η οικονομία υφίσταται συχνές αναταραχές, καθώς σε μια τέτοια περίπτωση οι συνέπειες δεν έχουν το χρόνο για αυτορύθμιση (Rogoff, 1985).

Η γνώση είναι μια εξελικτική διαδικασία. Και στη συγκεκριμένη, λοιπόν, περίπτωση, η γνώση ότι η σταθερότητα των τιμών θα πρέπει να αποτελεί το επίκεντρο της νομισματικής πολιτικής προήλθε μέσα από μια σειρά εξελίξεων.

1.2. Η απλή καμπύλη Phillips

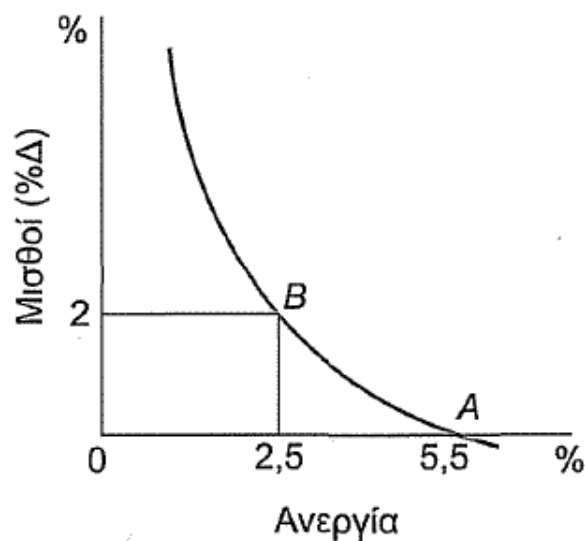
Για 25 χρόνια μετά τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο, οι περισσότερες κυβερνήσεις άσκησαν μακροοικονομική πολιτική θεωρώντας ότι, με τη χρήση διάφορων εργαλείων πολιτικής, θα επιδρούσαν στη συνολική ζήτηση και ότι οι σχετικές μεταβολές της συνολικής ζήτησης θα είχαν «πραγματικές» επιπτώσεις στο συνολικό προϊόν και στην απασχόληση, με την προϋπόθεση ότι θα υπήρχε πλεονάζουσα παραγωγική δυναμικότητα στην οικονομία (Forder, 2004). Επιπλέον, επικρατούσε η άποψη ότι η φορολογική πολιτική μεταβολές στην κυβερνητική δαπάνη και στη φορολογία μάλλον είχαν ισχυρότερες και περισσότερο προβλέψιμες επιπτώσεις στη ζήτηση από ό,τι η νομισματική πολιτική.

Ωστόσο, περισσότερο σχετικό με τη συζήτησή μας είναι το επιχείρημα ότι οι μεταβολές στη συνολική ζήτηση θα μπορούσαν να έχουν «πραγματικές» επιπτώσεις με την προϋπόθεση ότι η οικονομία θα λειτουργούσε τουλάχιστον σε πλήρη απασχόληση (Friedman, 2001). Λίγη σημασία δόθηκε στην ακριβή ερμηνεία της έννοιας «πλήρης απασχόληση» ή στο ερώτημα πώς μπορεί να παραμένει ανεκμετάλλευτη παραγωγική δυναμικότητα σε μια οικονομία με περιορισμένους πόρους έναντι ακόρεστων απαιτήσεων, και όπου οι αγορές είναι ελεύθερες να προσαρμοστούν στις σχετικές μεταβολές των τιμών (Bordo, 2008).

Στις αρχές της περιόδου, από το 1945 μέχρι το 1960, η σχέση μεταξύ ζήτησης και απασχόλησης πιθανόν βασιζόταν σε ορισμένα τυποποιημένα χαρακτηριστικά: Η ανεργία ήταν υψηλή στη δεκαετία του 1930, όταν η ζήτηση ήταν χαμηλή. Δεν υπήρχε ανεργία κατά τη διάρκεια του

πολέμου, όταν η ζήτηση υπερκάλυπτε την προσφορά. Κατά τη δεκαετία του 1950, μικρές αυξήσεις στην ανεργία μπορούσαν να ανατραπούν από μια επεκτατική διαχείριση της ζήτησης (Forder, 2004).

Μετά το 1958, η ιδέα ότι οι κυβερνήσεις μπορούσαν με αποτελεσματικότητα να «επιλέξουν» το επίπεδο της ανεργίας και του συνολικού προϊόντος, μέχρι κάποιο κρίσιμο επίπεδο πλήρους απασχόλησης, ενθάρρυνε την εμπειρική έρευνα του A. W. Phillips (1958). Η «καμπύλη Phillips» αποτύπωσε τη σχέση μεταξύ του καταγεγραμμένου επιπέδου ανεργίας (U) και του ρυθμού μεταβολής των χρηματικών μισθών (W) (ως προσεγγιστική μεταβλητή του πληθωρισμού, καθώς δεν υπήρχαν διαθέσιμα στοιχεία για τα προηγούμενα χρόνια) από το 1861 μέχρι το 1957 (Corsetti et al., 2011). Το Διάγραμμα 1.1. παρουσιάζει μια καμπύλη στη βάση αυτών των στοιχείων.



Διάγραμμα 1.1.: Καμπύλη Phillips

Πηγή: Βαβούρας & Μανωλάς, 2006

Ας υποθέσουμε, πρώτον, ότι μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε το ρυθμό μεταβολής των χρηματικών μισθών ως προσεγγιστική μεταβλητή του ρυθμού πληθωρισμού. Η καμπύλη Phillips μάς δείχνει ότι ο ρυθμός πληθωρισμού είναι μια συνάρτηση του επιπέδου ανεργίας, που μπορούμε να διατυπώσουμε ως εξής (Howells & Bain, 2009):

$$\Pi = b_1 * 1/U$$

Καθώς η ανεργία πέφτει, ο ρυθμός πληθωρισμού αυξάνεται. Η ευαισθησία της σχέσης καθορίζεται από το συντελεστή b_1 και η καμπύλη στο Διάγραμμα 1.1. γίνεται, για παράδειγμα, πιο απότομη σε μεγάλες τιμές του b_1 .

Ας υποθέσουμε τώρα μια κατάσταση στην οποία η τιμή της U είναι τέτοια ώστε $\pi = 0$ (5,5% στο σημείο A στο Διάγραμμα 1.1.) και οι αγορές, συμπεριλαμβανομένης και της αγοράς εργασίας, βρίσκονται σε ισορροπία. Οι εργαζόμενοι λαμβάνουν έναν χρηματικό μισθό τον οποίο θεωρούν ότι έχει πραγματική αξία που τους προτρέπει να προσφέρουν ποσότητα εργασίας τόση ώστε να παράγεται 5,5% καταγεγραμμένη ανεργία (Forder, 2004). Κατά τον ίδιο τρόπο, οι εργοδότες είναι έτοιμοι να πληρώσουν τους τρέχοντες χρηματικούς μισθούς, γνωρίζοντας τόσο την πραγματική τους αξία όσο και ότι, με δεδομένα τα τρέχοντα επίπεδα παραγωγικότητας και ζήτησης των προϊόντων τους, μπορούν να αποκομίσουν κανονικά κέρδη (Howells & Bain, 2009).

Τώρα, ας φανταστούμε ότι η κυβέρνηση προκαλεί μια διαταραχή στη ζήτηση με σκοπό να μειώσει το επίπεδο της ανεργίας στο 2,5% και είναι έτοιμη να αποδεχτεί 2% πληθωρισμό ως αντάλλαγμα. Καθώς η U πέφτει, αυξάνεται η πίεση της ζήτησης. Οι επιχειρήσεις παράγουν περισσότερο ανταποκρινόμενες στην αυξανόμενη ζήτηση και προσλαμβάνουν περισσότερους εργαζομένους, πληρώνοντας μεγαλύτερους χρηματικούς μισθούς, προκειμένου να εξασφαλίσουν περισσότερη εργασία. Ας υποθέσουμε ότι προσφέρουν αύξηση των χρηματικών μισθών 2%. Προσφέρεται περισσότερη εργασία (η U πέφτει) γιατί η απασχόληση γίνεται πιο ελκυστική, καθώς οι πραγματικοί μισθοί φαίνεται να έχουν αυξηθεί κατά 2%. Στο Διάγραμμα 1.1. μετακινούμαστε πάνω την καμπύλη Phillips, από το σημείο A στο σημείο B, και όλα φαίνονται να εξελίσσονται ομαλά.

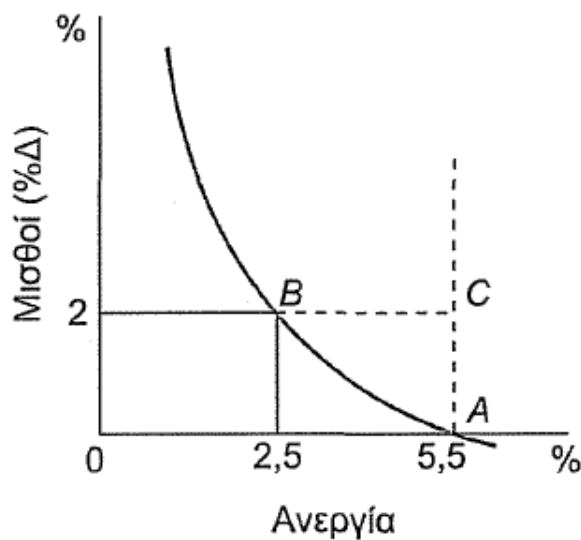
Ωστόσο, είναι κοινός τόπος στα οικονομικά να υποθέτουμε ότι τα άτομα συμπεριφέρονται ορθολογικά, μεγιστοποιούν τη χρησιμότητά τους και έχουν τέλεια πληροφόρηση. Οι δύο πρώτες υποθέσεις βασίζονται στο ότι οι οικονομικές μονάδες ανταποκρίνονται στις μεταβολές σε πραγματικά μεγέθη. Στο παράδειγμά μας, η ανεργία πέφτει (το προϊόν αυξάνεται) γιατί οι εργαζόμενοι αναμένουν να βελτιώσουν τη θέση τους σε πραγματικούς όρους, με την αύξηση των χρηματικών μισθών τους. Αλλά εάν ο ρυθμός πληθωρισμού (στο σημείο B) είναι τώρα 2%, τότε οι εργασιακές συμβάσεις που έχουν μόλις υπογράψει, δεν αποδίδουν πλέον μια πραγματική αύξηση μισθών της τάξης του 2% (Corsetti et al., 2011).

Στην πραγματικότητα, από τη στιγμή που ο ρυθμός πληθωρισμού έχει πλήρως προσαρμοστεί στις νέες πιέσεις της ζήτησης, δεν θα υπάρξει καμία μεταβολή στις πραγματικές αξίες (Friedman, 2001). Το αποτέλεσμα της διαπραγμάτευσης στο επίπεδο του 2% είναι επαρκές μόνο για να συμβαδίσει η αμοιβή της εργασίας με τον πληθωρισμό. Και αν εξακολουθούμε να θεωρούμε στις υποθέσεις μας ότι οι ορθολογικές οικονομικές μονάδες επηρεάζονται μόνο από τις πραγματικές μεταβολές, πρέπει τώρα να αναμένουμε ότι οι εργαζόμενοι θα αναμορφώσουν τα σχέδιά τους σχετικά με την προσφορά εργασίας, όταν θα ανακαλύψουν ότι δεν υπάρχει πραγματική αύξηση των μισθών.

Εάν η προμελετημένη πραγματική αύξηση των μισθών πρόκειται να υλοποιηθεί στις νέες πληθωριστικές συνθήκες, τότε η μισθολογική συμφωνία θα πρέπει να εμπεριέχει αύξηση των ονομαστικών μισθών κατά ένα ποσό τέτοιο που να καλύπτει την προμελετημένη πραγματική μεταβολή συν ένα ποσό που να αντισταθμίζει τον πληθωρισμό (Clarida et al., 2002). Σε αυτή την περίπτωση, εάν $\pi = 2\%$, μια πραγματική αύξηση των μισθών 2% απαιτεί μια χρηματική ή ονομαστική αύξηση 4%. Στο σημείο αυτό της ανάπτυξης αντιλαμβανόμαστε ότι η υπόθεση των ορθολογικών, καλά πληροφορημένων οικονομικών μονάδων μάς οδηγεί στο να αναμένουμε ότι τα άτομα λαμβάνουν υπόψη τους το ρυθμό του πληθωρισμού στον καθορισμό των τιμών, με δεδομένο ότι εκείνο που τα απασχολεί είναι οι πραγματικές αξίες. Αν δεν συμπεριφερθούν κατ' αυτό τον τρόπο, τότε πρέπει να πιστέψουμε ότι τα άτομα δεν σκέφτονται ορθολογικά (κάτι που οι οικονομολόγοι είναι πάντα απρόθυμοι να αποδεχτούν!) ή ότι δεν είναι επαρκώς πληροφορημένα για να κατανοήσουν τι συμβαίνει και παρανοούν τις μεταβολές σε ονομαστικές ή χρηματικές αξίες ότι είναι μεταβολές σε πραγματικές αξίες (Corsetti et al., 2011). Αυτή η

συμπεριφορά μπορεί να είναι πιο ευλογοφανής και είναι γνωστή με τον όρο αυταπάτη του χρήματος.

Μπορούμε τώρα να δούμε γιατί, εφόσον οι οικονομικές μονάδες λαμβάνουν υπόψη τον πληθωρισμό, η σταθερή σχέση ανταλλαγής μεταξύ πληθωρισμού και ανεργίας, που απεικονίζεται στην «απλή» καμπύλη Phillips στο Διάγραμμα 1.1., απειλείται. Στο σημείο B, οι τιμές τώρα ανεβαίνουν κατά 2% ετησίως. Αυτή η αύξηση στους χρηματικούς μισθούς δεν οδηγεί πλέον σε ισόρροπη αύξηση των πραγματικών μισθών. Αντίθετα, οι πραγματικοί μισθοί παραμένουν αμετάβλητοι. Με σταθερή την υποστήριξή μας στην υπόθεση των ορθολογικών, καλά πληροφορημένων οικονομικών μονάδων, πρέπει να αναμένουμε ότι η συμπεριφορά τους θα επανέλθει στην αφετηρία της, όπως είχε διαμορφωθεί στα ιστορικά επίπεδα πραγματικού κόστους και πραγματικών αμοιβών. Η ανεργία (και το προϊόν) επανέρχονται στο αρχικό τους επίπεδο. Αυτό που τελικά άλλαξε είναι ότι τώρα το επίπεδο των τιμών αυξάνεται κατά 2% ετησίως (Howells & Bain, 2009). Γνωρίζοντας αυτό το γεγονός, οι ορθολογικές οικονομικές μονάδες θα λάβουν υπόψη τους το 2% του πληθωρισμού στις μελλοντικές τους διαπραγματεύσεις και μπορούμε βάσιμα πλέον να υποθέσουμε ότι το 2% κατ' αυτό τον τρόπο συνιστά τον νέο ρυθμό πληθωρισμού. Εάν συμβαίνει αυτό, τότε στο Διάγραμμα 1.2. βρισκόμαστε στο σημείο C.



Διάγραμμα 1.2.: Η «προσαρμοσμένη στις προσδοκίες» καμπύλη Phillips

Πηγή: Βαβούρας & Μανωλάς, 2006

1.3. Η καμπύλη Phillips και η νομισματική πολιτική σήμερα

Γνωρίζουμε ότι οι κεντρικές τράπεζες εφαρμόζουν τη νομισματική πολιτική έχοντας επίγνωση ότι οι μεταβολές στα επιτόκια επιδρούν στις πραγματικές μεταβλητές, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα (Corsetti & Pesenti, 2005). Παρ' όλα αυτά με βάση την υπόθεση των ορθολογικών προσδοκιών, τα παραπάνω μπορούν να συμβούν (όταν υπάρχουν ορθολογικοί επενδυτές) εάν ο φορέας της νομισματικής πολιτικής καταφέρει να αιφνιδιάσει, εάν π.χ. τους καλλιεργήσει λανθασμένες προσδοκίες. Είδαμε, όμως, ότι οι λανθασμένες εκτιμήσεις σχετικά με το γενικό επίπεδο των τιμών ενδέχεται να οδηγήσουν στις συνεχιζόμενες συνέπειες της νομισματικής πολιτικής στις πραγματικές μεταβλητές. Ποια είναι η εξήγηση των παραπάνω; Οι πιθανές απαντήσεις στο ερώτημα είναι πολλές και ποικίλες (Friedman, 2001). Όμως ένα θέμα που αξίζει την ιδιαίτερη προσοχή μας είναι η φύση των αγορών στην πράξη.

Η οικονομική θεωρία λειτουργεί σε μεγάλη έκταση στη βάση της υπόθεσης ότι οι αγοραίες τιμές είναι τέλεια (δηλαδή συνέχεια) ελαστικές. Υποθέτουμε ότι οι αγορές λειτουργούν με αδιάκοπη προσαρμογή των τιμών από έναν μυθικό κήρυκα δημοπρασιών, που συγκεντρώνει όλες τις εντολές αγοράς, έτσι ώστε δεν πραγματοποιείται καμία συναλλαγή σε τιμές σε ανισορροπία. Συνεπώς, οι αγορές συνεχώς εκκαθαρίζονται (Rogoff, 1985). Η επίκληση αυτής της υπόθεσης, όπως και της ίδιας της υπόθεσης των ορθολογικών προσδοκιών, συνδέεται με την ιδέα ότι οι οικονομικές μονάδες είναι θεμελιωδώς ορθολογικές, δρουν ανεξάρτητα και αυτόνομα με γνώμονα το δικό τους συμφέρον και οι συναλλαγές σε επίπεδο ανισορροπίας των τιμών (επίπεδο τιμών που δημιουργούν ποσότητες που δεν ζητούν οι οικονομικές μονάδες) έρχονται σε ριζική αντίφαση με αυτό τον ορθολογισμό (Howells & Bain, 2009).

Όμως αυτό το σκεπτικό παραβλέπει την πραγματικότητα ότι τέτοιου είδους ελαστικότητα είναι σπάνια. Παρακάτω σε αυτό το βιβλίο θα δούμε ότι αυτό αποτελεί χαρακτηριστικό μίας μόνο ομάδας χρηματοπιστωτικών αγορών. Σε αγορές όπου γίνονται διαπραγματεύσεις ή αγορές

«τιμολογιακά καθοδηγούμενες», για παράδειγμα, οι διαπραγματευτές ορίζουν τιμές διπλής κατεύθυνσης για κάποια χρονική περίοδο μέχρι να συγκεντρωθούν επαρκείς πληροφορίες, μέσω μεταβολών στο απόθεμα, που θα υποδείξουν τη σπουδαιότητα της μεταβολής (Clarida et al., 2002). Πολλές αγορές αγαθών και υπηρεσιών υπάρχουν εκεί όπου οι προσαρμογές αρχικά παίρνουν τη μορφή ποσοτήτων. Οι αγορές εργασίας είναι και ποσοτικά και τιμολογιακά ανελαστικές για μακρές χρονικές περιόδους. Οι λόγοι ύπαρξης αυτής της ανελαστικότητας είναι πολλοί και γίνονται συνεχώς όλο και πιο κατανοητοί. Σχετίζονται κυρίως με κόστη, πληροφορίες και αβεβαιότητα. Χρειάζεται χρόνος για να προσαρμοστούν οι τιμές και οι προσαρμογές αφορούν και σε πραγματικούς πόρους (Corsetti & Pesenti, 2005). Τουλάχιστον δεν υπάρχει κάποιος λόγος να υποθέσουμε ότι οι διαπραγματευτές θα αναπροσαρμόσουν τις τιμές μέχρι το κόστος της διατήρησης μιας ανάρμωστης τιμής να υπερβεί το κόστος της μεταβολής της (Friedman, 2001). Στην παρούσα κατάσταση αβεβαιότητας (για τη μονιμότητα μιας μεταβολής της ζήτησης, για παράδειγμα) και ατελούς πληροφόρησης (για την ποιότητα των αγαθών και υπηρεσιών που προσφέρουν οι εμπορικοί ανταγωνιστές, για παράδειγμα) μια ορθολογική απάντηση των συναλλασσόμενων, στην κατεύθυνση του ίδιου οφέλους, μπορεί να αποτελέσει η συνέχιση των διαπραγματεύσεων στην ίδια κατεύθυνση μέχρι να ξεκαθαρίσει η εικόνα στον πραγματικό κόσμο πολλές αγορές δεν εκκαθαρίζονται τέλεια και ακαριαία, ακόμη και αν οι οικονομικές μονάδες συμπεριφέρονται ορθολογικά και αποτελεσματικά σε σχέση με τη διαμόρφωση των προσδοκιών, σε συνθήκες ατελούς, και με κόστος, απόκτησης της πληροφορίας (Howells & Bain, 2009). Με λίγα λόγια, η υπόθεση των ορθολογικών και αποτελεσματικών οικονομικών μονάδων επιβεβαιώνει ταυτόχρονα την υπόθεση της τέλει εκκαθάρισης των αγορών (Goodhart, 1989)

Ας εξετάσουμε τώρα τις συνέπειες της ύπαρξης σε μια οικονομία μερικών εταιρειών σταθερών τιμών (fixprice firms). Αρχίζουμε στο τέλος μιας εβδομάδας συναλλαγών, σε πλήρη ισορροπία, όπου όλοι γνώριζαν το πρότυπο των σχετικών τιμών τόσο καλά όσο και το γενικό επίπεδο των τιμών: οι προσδοκίες έχουν εκπληρωθεί. Τώρα διαμορφώνονται οι προσδοκίες για τις συναλλαγές της επόμενης εβδομάδας. Ας εισάγουμε στο σημείο αυτό μια νομισματική επέκταση. Αρχικά, δημιουργείται ένα πλεόνασμα πραγματικών υπολοίπων και μια αύξηση της δαπάνης. Αναγνωρίζοντας αυτήν τη νομισματική διαταραχή, οι επιχειρήσεις εύκαμπτων τιμών (flexprice firms) ανεβάζουν τις τιμές τους αμέσως.

Η αύξηση της δαπάνης μετριάζεται, σ' ένα βαθμό, καθώς μειώνονται τα πραγματικά υπόλοιπα με την αύξηση των τιμών, ενώ επιπρόσθετα το πρότυπο της ζήτησης αναπροσανατολίζεται στην κατεύθυνση των επιχειρήσεων σταθερών τιμών. Όσο υπάρχουν, ωστόσο, κάποιες επιχειρήσεις σταθερών τιμών, οι προσαρμογές στο γενικό επίπεδο των τιμών παραμένουν ατελείς, όπως το ίδιο συμβαίνει με την αύξηση των πραγματικών υπολοίπων (και της δαπάνης). Το προϊόν και η απασχόληση στις επιχειρήσεις σταθερών τιμών (και στην οικονομία συνολικά) αυξάνονται. Η νομισματική επέκταση έχει πραγματικές επιπτώσεις (Bordo, 2008).

Τούτο συνοψίζεται στο εξής (Corsetti & Pesenti, 2005): ακόμη κι αν οι επενδυτές γνωρίζουν ποιες είναι οι πιθανές εξελίξεις όσον αφορά στον πληθωρισμό στο εγγύς μέλλον, για λόγους σχετιζόμενους με τον τρόπο καθορισμού των τιμών και των μισθών, δεν μπορούν να κάνουν τίποτε άλλο από το να ανατρέξουν σε προηγούμενες επιπτώσεις της αύξησης των τιμών στις διαπραγματεύσεις τους. Τούτο σημαίνει ότι ο ρυθμός πληθωρισμού που χρησιμοποιείται στις συμβάσεις υστερεί πάντοτε σε σχέση με τις πραγματικές εξελίξεις στον πληθωρισμό. Φυσικά, εάν ο πληθωρισμός διαρκέσει από δύο περιόδους και πάνω, τότε ο πληθωρισμός που παρουσιάζει χρονική υστέρηση θα εξισωθεί με τον τρέχοντα πληθωρισμό (Devereux & Engel, 2003). Εάν όμως ο πληθωρισμός σημειώνει αύξηση, τότε ο τρέχων πληθωρισμός θα είναι μεγαλύτερος από τον πληθωρισμό που παρουσιάζει χρονική υστέρηση, ενώ θα ισχύει το αντίστροφο εάν ο πληθωρισμός παρουσιάζει πτώση. Το ζήτημα είναι ότι ακόμη και να παρουσιαστούν διαφορές ανάμεσα στους δύο τύπους πληθωρισμού όπως συμβαίνει και με τα λάθη προσδοκιών, τα αποτελέσματα παραμένουν τα ίδια.

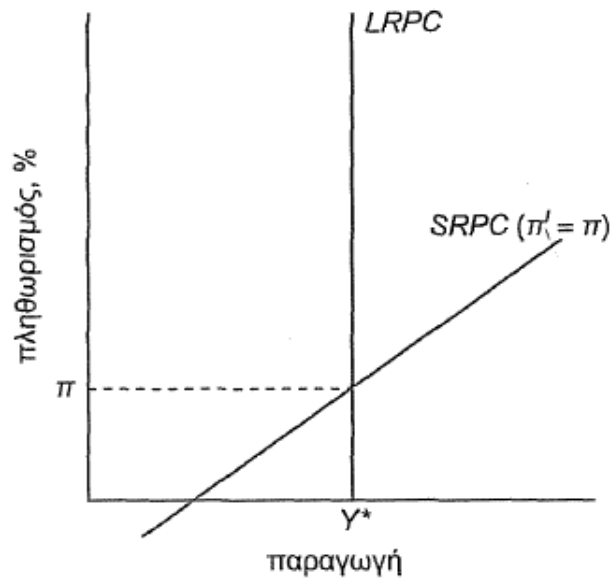
Οι κεντρικές τράπεζες (και οι κυβερνήσεις) γνωρίζουν καλά ότι η νομισματική πολιτική επιδρά στους πραγματικούς παράγοντες της οικονομίας, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα, ακόμη και εάν η ανάλυση στην επίδραση των πολιτικών γίνεται με όρους αμετάβλητων τιμών ή αιφνιδιασμού των επενδυτών. Με άλλα λόγια, γνωρίζουν ποιες θα είναι οι συνέπειες της πολιτικής που θα ακολουθήσουν (Bordo, 2008): μια αποπληθωριστική πολιτική θα έχει αρνητικές επιδράσεις στην παραγωγή και την απασχόληση, ενώ μια επεκτατική νομισματική πολιτική θα προκαλέσει θετικά αποτελέσματα στην παραγωγή και την απασχόληση. Στη συνέχεια, θα ασχοληθούμε με τον τρόπο απεικόνισης της νομισματικής πολιτικής όπως αυτή γίνεται αντιληπτή σήμερα, μέσω της χρήσης της καμπύλης Phillips.

Η κύρια τροποποίηση έχει να κάνει με το ότι το διάγραμμα παρουσιάζει τη σχέση μεταξύ πληθωρισμού (στον κάθετο άξονα όπως και στην προηγούμενη περίπτωση) και παραγωγής (και όχι ανεργίας στον οριζόντιο άξονα). Το στοιχείο αυτό δεν θα πρέπει να μας δυσκολέψει καθώς θεωρούμε (και υπάρχουν στοιχεία γι' αυτό) ότι η παραγωγή και το εισόδημα θα σχετίζονται με κάποιον τρόπο και ότι η σχέση αυτή θα είναι αντίστροφη. Τούτο σημαίνει ότι μια καθοδική καμπύλη Phillips (στη μορφή που αναφέρεται στην ανεργία) θα είναι ανοδική στη μορφή που αναφέρεται στην παραγωγή.

Το Σχήμα 1.3. παρουσιάζει την καμπύλη Phillips σε βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα πλαίσια. Αναλυτικότερα, η κάθετη καμπύλη Phillips απεικονίζει την άποψη που παρουσιάστηκε πιο πριν, ότι δηλαδή όταν οι οικονομικοί παράγοντες γνωρίζουν απόλυτα και έχουν προσαρμοστεί πλήρως στις μεταβολές του πληθωρισμού, το επίπεδο της παραγωγής (και της ανεργίας) θα διαμορφωθεί σε φυσιολογικά επίπεδα, Y^* . Παρ' όλα αυτά, μακροπρόθεσμα, οι οικονομικοί παράγοντες ενδέχεται να αιφνιδιαστούν από τα επίπεδα του πληθωρισμού (που μπορεί να διαφέρουν από τα αναμενόμενα) ή εναλλακτικά να γνωρίζουν τι συμβαίνει με τον πληθωρισμό αλλά να χρειάζονται χρόνο για να προσαρμόσουν τις τιμές τους. Μέχρις ότου πραγματοποιηθεί αυτή η προσαρμογή, η ανεργία και η παραγωγή ενδέχεται να μετακινηθούν από το επίπεδο ισορροπίας. Το στοιχείο αυτό υποδηλώνει ότι οι αποκλίσεις της παραγωγής από τα φυσικά επίπεδα εξαρτώνται από το βαθμό διαφοροποίησης των προσδοκιών των οικονομικών φορέων από τα πραγματικά επίπεδα πληθωρισμού. Η παρακάτω εξίσωση επαναπροσδιορίζει τα στοιχεία έτσι ώστε να απεικονίσει τη συμπεριφορά της ίδιας της παραγωγής.

$$Y_t = Y_t^* + 1/b_1 (\pi_t - \pi_t^e)$$

Η παραπάνω εξίσωση παρουσιάζει την ίδια κατάσταση αλλά στηρίζεται στην έννοια των αμετάβλητων τιμών και όχι των λανθασμένων προσδοκιών. Το π^1 συμβολίζει τον πληθωρισμό που παρουσιάζει χρονική υστέρηση.



Διάγραμμα 1.3. Μακροχρόνια και βραχυχρόνια καμπύλη Phillips

Πηγή: Κορλίρας, 1979

$$Y_t = Y_t^* + 1/b_1 (\pi_t - \pi_t^1)$$

Το πραγματικό επίπεδο παραγωγής θα ισούται με το φυσιολογικό επίπεδο συν ένα ποσό που εξαρτάται από το βαθμό με τον οποίο ο τρέχων πληθωρισμός υπερβαίνει τον πληθωρισμό που παρουσιάζει χρονική υστέρηση (Bordo, 2008). Συνεπώς, πρέπει να παρατηρήσουμε πως, τηρουμένων των αναλογιών (και συμπεριλαμβανομένου του πληθωρισμού με χρονική υστέρηση), η πραγματική παραγωγή αποτελεί θετική λειτουργία του πραγματικού ρυθμού πληθωρισμού. Το γεγονός αυτό απεικονίζεται στην καμπύλη SRPC του Σχήματος 1.3. με την προϋπόθεση ότι η καμπύλη SRPC διαγράφεται για έναν συγκεκριμένο ρυθμό πληθωρισμού. Στην πραγματικότητα μπορούμε να υπολογίσουμε ποιο είναι το επίπεδο πληθωρισμού σε χρονική υστέρηση και ποιο είναι το ισχύον επίπεδο.

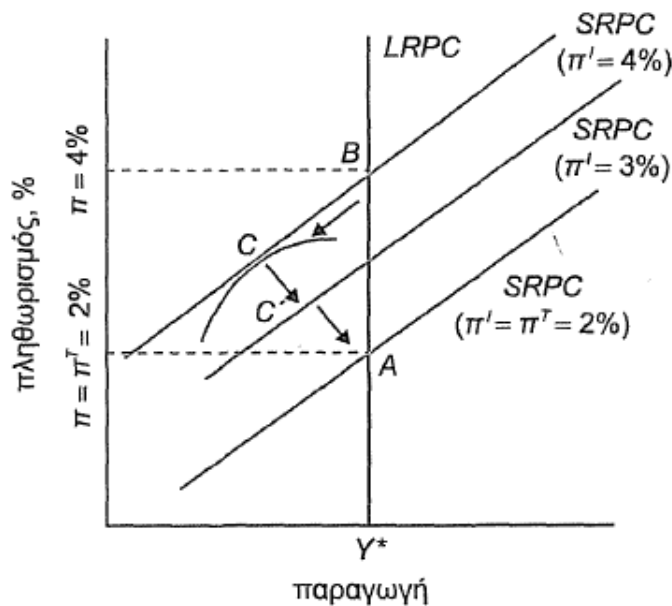
Παρατηρούμε ότι η καμπύλη SRPC τέμνει την LRPC στο επίπεδο παραγωγής Y^* και πληθωρισμού π . Επομένως, στο σημείο η $Y = Y^*$. Η εξίσωση παραπάνω μας δείχνει ότι κάτι τέτοιο προϋποθέτει ότι $1 / b_1 (\pi - \pi^1) = 0$. Με άλλα λόγια, ο πληθωρισμός σε χρονική υστέρηση, π^1 , θα πρέπει να ισούται με τον πραγματικό ρυθμό πληθωρισμού, π .

Για να απεικονίσουμε τη λειτουργία της νομισματικής πολιτικής, θα επιστρέψουμε στο Σχήμα 1.4. όπου θα θεωρήσουμε ότι ο ρυθμός του τρέχοντος πληθωρισμού είναι ίσος με τον πληθωρισμό σε χρονική υστέρηση και επίσης ότι και οι δύο παραπάνω τύποι συμπίπτουν με το ρυθμό πληθωρισμού στον οποίο αποσκοπεί η νομισματική αρχή, π.χ. το 2%. Στο σημείο A βρισκόμαστε σε κατάσταση πλήρους ισορροπίας (ο πληθωρισμός είναι στα προσδοκώμενα επίπεδα και η παραγωγή κινείται με φυσιολογικούς ρυθμούς). Στη συνέχεια επέρχεται ένα πληθωριστικό σοκ και ο πληθωρισμός διαμορφώνεται στο 4% ανά έτος (Σημείο β). Στο σημείο αυτό οι αρχές αυξάνουν το επιτόκιο, γεγονός που περιορίζει το επίπεδο της συνολικής ζήτησης. Η κίνηση αυτή μειώνει το ρυθμό πληθωρισμού, π.χ. το 3%, και υπάρχει μετατόπιση της καμπύλης στο σημείο C. Παρατηρήστε ότι ο πληθωρισμός σε χρονική υστέρηση ακόμη κυμαίνεται στο 4% οπότε έχουμε μετακινηθεί πιο κάτω επί της υπάρχουσας SRPC. Τελικά, ο πληθωρισμός σε χρονική υστέρηση φτάνει τον πραγματικό πληθωρισμό και η SRPC μετατοπίζεται αναλόγως (Bordo, 2008). Οι φορείς της νομισματικής πολιτικής έχουν j πλέον επιλογή. Μπορούν να διατηρήσουν το επιτόκιο στα ισχύοντα επίπεδα, ί γεγονός που δεν θα μεταβάλει το κενό μεταξύ της τρέχουσας παραγωγής και ί του φυσιολογικού της ρυθμού. Το γεγονός αυτό συνεπάγεται απώλειες (στην παραγωγή και την ανεργία) τις οποίες οι περισσότεροι φορείς της οικονομικής πολιτικής δεν θα επιθυμούσαν να διατηρήσουν, δεδομένης της προόδου που θα είχε σημειωθεί για την επαναφορά της οικονομίας στα επιθυμητά επίπεδα. Οι περισσότεροι φορείς νομισματικής πολιτικής θα μείωναν τα επιτόκια στα αρχικά επίπεδα. Τούτο επιτρέπει την ανάκαμψη της παραγωγής και της απασχόλησης.

Κατά συνέπεια, ο πληθωρισμός που κάποτε παρουσίαζε χρονική υστέρηση θα διαμορφωθεί στο 3%, η αποπληθωριστική πολιτική θα χαλαρώσει και η παραγωγή θα παρουσιάσει ελαφριά αύξηση. Έτσι έχουμε μετατόπιση στο σημείο C. Σημειώστε ότι στο σημείο αυτό ο πληθωρισμός είναι χαμηλότερος από το 3%. Τελικά, ο πληθωρισμός σε χρονική υστέρηση φτάνει στο νέο αυτό επίπεδο. Έτσι, ο φορέας διαμόρφωσης της νομισματικής πολιτικής μπορεί να χαλαρώσει

ξανά τα επιτόκια επιτρέποντας λίγο μεγαλύτερη ανάκαμψη της συνολικής ζήτησης, ώστε τελικά να κατευθύνει την οικονομία στα επίπεδα ισορροπίας της στο σημείο A.

Παρατηρούμε ότι το σημείο C αποτελεί το σημείο στο οποίο εφάπτονται η SRPC ($\pi^T = 4\%$) και μια άλλη καμπύλη. Αυτή απεικονίζει την καμπύλη αδιαφορίας του φορέα της νομισματικής πολιτικής και αποτελεί μέρος ενός δακτυλίου με επίκεντρο το σημείο A. Υπάρχει μια ολόκληρη σειρά ομόκεντρων δακτυλίων με επίκεντρο το A, με αποτέλεσμα και το C να αποτελεί σημείο επαφής, ακόμη κι αν δεν έχει σημειωθεί (Bordo, 2008). Οι καμπύλες αδιαφορίας μας δείχνουν πως ο φορέας της νομισματικής πολιτικής αντιμετωπίζει την αντιστοιχία πληθωρισμού και μειωμένης παραγωγής. Εάν υπάρχει ισορροπία ανάμεσά τους, τότε οι δακτύλιοι θα πάρουν τη μορφή τέλειων κύκλων. Εάν παρ' όλα αυτά, οι αρχές ανησυχούν περισσότερο για τον πληθωρισμό αντί για τη μείωση της παραγωγής, οι κύκλοι θα είναι ελλειψοειδείς στο οριζόντιο επίπεδο. Ας εξετάσουμε και πάλι το Σχήμα 1.4.



Διάγραμμα 1.4.: Απάντηση σε ένα πληθωριστικό σοκ

Πηγή: Κορλίρας, 1979

Ο φορέας της νομισματικής πολιτικής είχε την επιλογή να αυξήσει τα επίπεδα των επιτοκίων σε σημείο που παρουσιάστηκε πτώση της οικονομίας στην καμπύλη SRPC ($\pi^1 = 4\%$) και επιστροφή στο επιτόκιο στόχο του 2%. Μέχρις ότου, όμως, ο πληθωρισμός σε χρονική υστέρηση καταφέρει να έρθει στα ίδια επίπεδα, η παραγωγή (και η απασχόληση) θα κυμαίνονται σε επίπεδα πολύ χαμηλότερα από τα φυσιολογικά. Αυτή είναι η μέθοδος που θα επέλεγε ένας φορέας που επιθυμεί να μειώσει σημαντικά τον πληθωρισμό και μπορούμε να δούμε ότι εάν οι δακτύλιοι εκτείνονταν αρκετά σε οριζόντιο επίπεδο, το σημείο αυτό θα λειτουργούσε ως εφαπτόμενο σημείο (όπου ο φορέας της νομισματικής πολιτικής θα βρισκόταν στην καμπύλη αδιαφορίας του).

Με επίσημους όρους, όλες οι παραπάνω μέθοδοι διαχείρισης των αναλογιών στη σχέση πληθωρισμού και παραγωγής είναι οι λεγόμενες συναρτήσεις αντίδρασης των κεντρικών τραπεζών.

1.4. Κυβερνήσεις, πληθωριστικά κίνητρα και ανεξάρτητες κεντρικές τράπεζες

Έχουμε πλέον εξοικειωθεί με το γεγονός ότι η νομισματική πολιτική ασκείται από τις κεντρικές τράπεζες. Αυτό συμβαίνει γιατί η πολιτική στην πράξη εμπεριέχει τον καθορισμό των επιτοκίων, που πρέπει να γίνεται από κάποια ρυθμιστική αρχή η οποία να διαθέτει αρκετή ισχύ ώστε να επιβάλει τη βούλησή της στις αγορές στις οποίες ορίζονται τα επιτόκια. Ρυθμιστική ευχέρεια που ανατίθεται μοιραία στην κεντρική τράπεζα λόγω της μονοπωλιακής της δύναμης στην προσφορά ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα (Clarida et al., 2002).

Επομένως, οι κεντρικές τράπεζες εμπλέκονται αναπόφευκτα στην άσκηση νομισματικής πολιτικής. Ωστόσο, συνιστά διαφορετικής τάξης ζήτημα να καταθέτουμε την άποψη ότι οι κεντρικές τράπεζες ορίζουν τις επιτοκιακές μεταβολές και άλλο να ισχυριζόμαστε ότι αποφασίζουν για το επιθυμητό επίπεδο επιτοκίων. Στο παρελθόν, πολλές κεντρικές τράπεζες ενεργούσαν ως διαμεσολαβητές για λογαριασμό των κυβερνήσεών τους και ορίζαν το επίπεδο των επιτοκίων στη βάση κυβερνητικών υποδείξεων (Gopinath & Rigobon, 2008). Κάτω από

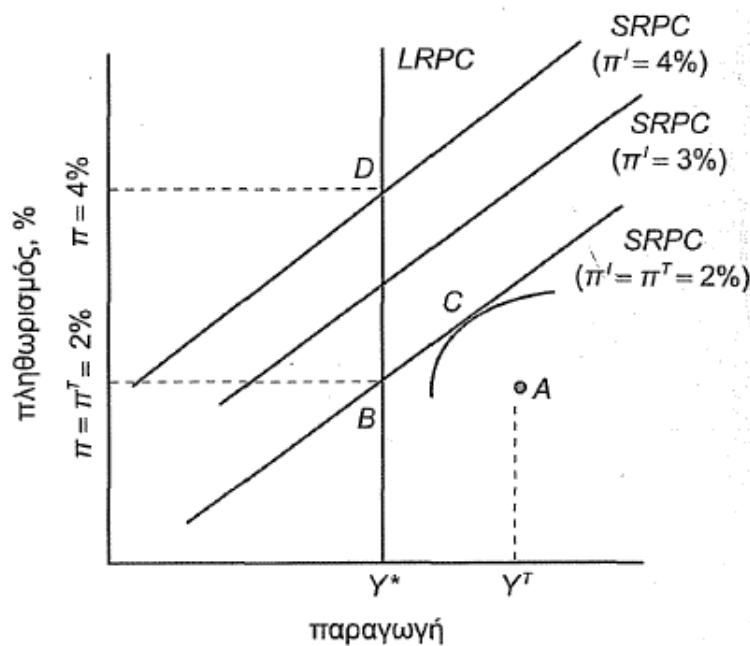
αυτές τις συνθήκες, η κυβέρνηση αναλαμβάνει το ρόλο του διαμορφωτή πολιτικής, ενώ η κεντρική τράπεζα γίνεται απλός φορέας της πολιτικής αυτής (Friedman, 2001).

Κατά τα τελευταία χρόνια, όμως, αναπτύχθηκε, με ευρεία και ισχυρή συναίνεση, η άποψη ότι η νομισματική πολιτική είναι ασύγκριτα πιο αποτελεσματική όταν ασκείται από μια κεντρική τράπεζα, η οποία είναι ανεξάρτητη από την κυβέρνηση (Bordo, 2008). «Ανεξάρτητη» σημαίνει ότι είναι ελεύθερη να αποφασίζει για το επίπεδο των επιτοκίων που είναι απαραίτητο για τον έλεγχο του πληθωρισμού στο στοχοθετημένο επίπεδο («λειτουργική ανεξαρτησία») ή ότι είναι ελεύθερη να ορίσει και το στόχο και το εργαλείο πολιτικής («πλήρης ανεξαρτησία»). Η Τράπεζα της Αγγλίας είναι ένα παράδειγμα της πρώτης περίπτωσης (Βαβούρας & Μανωλάς, 2006). Η ΕΚΤ και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αποτελούν παραδείγματα της τελευταίας περίπτωσης. Στην εξέλιξη της προβληματικής για την απομάκρυνση της κυβέρνησης από τη διαδικασία λήψης των αποφάσεων είναι φανερό ότι συναντάμε κάποια κοινά χαρακτηριστικά με την επιχειρηματολογία υπέρ της «κανονιστικής» προσέγγισης στη νόμισμα (Howells & Bain, 2009).

Το γεγονός που παραμένει αναπάντητο είναι γιατί οι διαμορφωτές της πολιτικής δείχνουν την προτίμηση αυτή. Μια λογική απάντηση μας προτρέπει στο να εξετάσουμε τις κυβερνήσεις ως σύνολα μεμονωμένων πολιτικών που έχουν ως απώτερο στόχο την απόκτηση εξουσίας (Friedman, 2001). Γι' αυτόν το λόγο επιλέγουν πολιτικές που εκείνοι θεωρούν ότι θα τους εξασφαλίσουν την επανεκλογή τους (επιθυμούν να μεγιστοποιήσουν τον αριθμό των ψήφων τους). Έτσι, για παράδειγμα, ανάμεσα στις υποσχέσεις που δίνουν στους ψηφοφόρους είναι ο χαμηλός πληθωρισμός και η αύξηση της παραγωγής (η οποία στον πολιτικό λόγο εκφράζεται κυρίως ως χαμηλή ανεργία).

Το πρόβλημα είναι ότι κανείς δεν ξέρει στην πραγματικότητα ποιο είναι το ακριβές επίπεδο ισορροπίας (της ανεργίας) καθώς και ότι αυτό παρουσιάζει διαφοροποιήσεις με το πέρασμα του χρόνου. Σε ένα δημοκρατικό πολιτικό σύστημα το γεγονός αυτό οδηγεί, κυρίως σε περιόδους εκλογών, σε υπεραισιόδοξες υποσχέσεις σχετικά με τον πληθωρισμό και την ανεργία. Τα κόμματα επιδίδονται σε έναν πόλεμο προσφορών με σκοπό να πείσουν τους ψηφοφόρους ότι τα ίδια έχουν περισσότερες πιθανότητες να επιτύχουν το σημείο Α (αντί για το Β) από τους

αντιπάλους τους (Βαβούρας & Μανωλάς, 2006). Το κόμμα που βρίσκεται στην εξουσία καταβάλλει κάθε δυνατή προσπάθεια για να αναπτυχτεί η οικονομία πριν από τις εκλογές, προκαλώντας τη σειρά αποτελεσμάτων που περιγράψαμε στο Σχήμα 1.5. Φυσικά, μετά τις εκλογές γίνεται αντιληπτή από όλους η αύξηση του πληθωρισμού, ενώ η οικονομία κινείται προς το σημείο D.



Διάγραμμα 1.5.: Πληθωριστική μεροληψία

Πηγή: Κορλίρας, 1979

Για να μειωθεί ο πληθωρισμός αυτός, η κυβέρνηση ενδέχεται να χρειαστεί να μειώσει δραστικά τη ζήτηση και να προκαλέσει ύφεση καθώς μετακινούμαστε προς τα κάτω στην καμπύλη SRPC. Το γεγονός αυτό μειώνει κατακόρυφα τη δημοτικότητα της κυβέρνησης στο διάστημα που μεσολαβεί ανάμεσα στις εκλογές, αλλά θα της δώσει τη δυνατότητα να επεκτείνει εκ νέου την οικονομία και μάλιστα έγκαιρα προκειμένου να κερδίσει τις επόμενες εκλογές (Bordo, 2008).

Αυτού του είδους η διαδικασία αναφέρεται ως πολιτικός επιχειρηματικός (ή εκλογικός) κύκλος αχρειαστος με πραγματικό κόστος σε βάρος της οικονομίας, ο οποίος παράγεται από την ανάγκη των κυβερνήσεων να αντιμετωπίσουν με επιτυχία τις εκλογές (Βαβούρας & Μανωλάς, 2006). Όχι ότι θα οδηγήσει σε αέναα επιταχυνόμενο πληθωρισμό, αλλά σίγουρα θα επέφερε πραγματικά κόστη στην οικονομία, καθώς ο πληθωρισμός θα πέφτει ακολουθώντας την εναλλαγή των εκλογικών περιόδων, με μόνο (βαρύ όμως) κόστος την υψηλή ανεργία, έστω και μόνο σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα. Η οικονομία θα αντιμετωπίζει έναν αχρειαστο κύκλο εναλλαγής φάσεων οπισθοδρόμησης και ανάπτυξης, που θα δημιουργήσει αβεβαιότητα και εμπλοκές στις μακροπρόθεσμες αναπτυξιακές ελπίδες και προοπτικές.

Εάν ο τρόπος αντιμετώπισης του προβλήματος αυτού είναι το δέλεαρ της μετακίνησης στο A, τότε η λύση θα ήταν να προσπαθήσουμε να αποβάλλουμε το δέλεαρ αυτό. Ένας τρόπος επίτευξης των παραπάνω θα ήταν μέσω της ανάθεσης της νομισματικής πολιτικής στη «συντηρητική» κεντρική τράπεζα (Friedman, 2001). Με τον όρο «συντηρητική» εδώ αναφερόμαστε στο γεγονός ότι η κεντρική τράπεζα παρουσιάζει μεγαλύτερα επίπεδα αποστροφής του πληθωρισμού από οποιαδήποτε κυβέρνηση που έρχεται αντιμέτωπη με την εκλογική διαδικασία σε τακτά διαστήματα.

Η πολιτική έχει αποτέλεσμα μόνο όταν η κεντρική τράπεζα είναι αυτής της νοοτροπίας ή αναγκάζεται να την υιοθετήσει. Η ανεξαρτησία της από την κυβέρνηση δεν επαρκεί η κεντρική τράπεζα μπορεί να έχει τις ίδιες προτιμήσεις με το ευρύ κοινό. Η σημασία της καθιέρωσης και της διατήρησης μιας τέτοιας συντηρητικής νοοτροπίας εξηγεί πλήθος χαρακτηριστικών που σχετίζονται με την ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών (Billi et al, 2008).

Ήδη αναφερθήκαμε σε ένα από αυτά στην αρχή του κεφαλαίου: την πρακτική της δημιουργίας μιας τράπεζας με παραπεμπτικό χαρακτήρα, η οποία θα υποχρεούται να δώσει μεγαλύτερη έμφαση στον πληθωρισμό και όχι στην παραγωγή. Τούτο συχνά συμβαίνει, π.χ. στην περίπτωση της Τράπεζας της Αγγλίας, μέσω της ιεράρχησης των στόχων της πολιτικής και την οργάνωση όλων των άλλων στόχων έτσι ώστε να είναι δευτερεύοντες σε σχέση με (να υπάγονται κάτω από) το στόχο του χαμηλού πληθωρισμού (Gopinath & Rigobon, 2008). Εξηγεί επίσης ορισμένα

από τα χαρακτηριστικά των συμβάσεων εργασίας των υψηλόβαθμων στελεχών της κεντρικής τράπεζας.

Ένα βραχυπρόθεσμο συμβόλαιο με καμία προοπτική επαναπρόσληψης μειώνει το κίνητρο ικανοποίησης της κυβέρνησης ή την εξυπηρέτηση οποιωνδήποτε εξωτερικών συμφερόντων. Σε ακραίες περιπτώσεις, το συμβόλαιο ενός διοικητή θα μπορούσε να προβλέπει ακόμη και διακοπή της θητείας εάν δεν σημειωθεί επιτυχία όσον αφορά στο στόχο του χαμηλού πληθωρισμού (Billi et al, 2008). Θα εξετάσουμε ορισμένα από τα χαρακτηριστικά των ανεξάρτητων κεντρικών τραπεζών πιο κάτω παίρνοντας ως παράδειγμα την Τράπεζα της Αγγλίας. Αυτό που έχει σημασία είναι να αντιμετωπίσουμε τις τράπεζες ως φορείς που προσπαθούν να επιβάλουν μια πιο «συντηρητική» σειρά προτιμήσεων από εκείνες που πιθανώς να υιοθετούσε η κυβέρνηση ή το ευρύ κοινό (Persson & Tabellini, 1995).

Μέχρι στιγμής έχουμε συνδέσει την ανεξαρτησία με μια σειρά προτιμήσεων που επιδιώκουν να φτάσουν στο σημείο Y^* και όχι στο Y^T . Υπάρχει όμως, και ένας επιπλέον λόγος ο οποίος προβάλλεται λόγω του ισχυρισμού ότι η ανεξαρτησία βελτιώνει τα αποτελέσματα της πολιτικής. Και πάλι, αυτό μπορεί να διαπιστωθεί εάν κοιτάξουμε τα προηγούμενα διαγράμματα. Εάν ανατρέξουμε στη συζήτηση που αναφέρεται στο Σχήμα 1.4. θα παρατηρήσουμε ότι μια κεντρική τράπεζα υιοθετεί μια αποπληθωριστική πολιτική με σκοπό την επαναφορά του ρυθμού πληθωρισμού στο επίπεδοστόχο κατόπιν ενός πληθωριστικού σοκ (Βαβούρας & Μανωλάς, 2006). Σημειώσαμε ότι η επιστροφή στο στόχο αυτόν ακολουθεί μια τριγωνική πορεία.

Για να μπορέσει να μειώσει το ρυθμό πληθωρισμού, η τράπεζα αυξάνει το επιτόκιο, το οποίο μετακινεί την SRPC προς τα κάτω. Παρατηρείται ότι η παραγωγή είναι χαμηλότερη (και ο πληθωρισμός πιθανόν υψηλότερος) από τα φυσιολογικά επίπεδα. Στο σημείο αυτό παρατηρούνται απώλειες. Και οι απώλειες αυτές θα συνεχίσουν να καταγράφονται όσο η οικονομία βρίσκεται στα δεξιά της καμπύλης LRPC. Μέχρι στιγμής, δεν έχουμε αναφερθεί καθόλου στη διάρκεια της παραμονής στη θέση αυτή (Persson & Tabellini, 1995). Έχουμε απλώς αναφερθεί στο γεγονός ότι αυτή εξαρτάται από το διάστημα που χρειάζεται ώστε η SRPC να μετατοπιστεί προς τα κάτω, στην αρχική θέση, όπου ο αναμενόμενος πληθωρισμός ισούται με το ποσοστόστόχο. Αυτό εξαρτάται από το χρονικό διάστημα που χρειάζονται οι οικονομικοί

παράγοντες για να προσαρμόσουν τις προσδοκίες τους ως προς τον πληθωρισμό στους στόχους που επιδιώκει να πετύχει η κεντρική τράπεζα (εάν θεωρήσουμε ότι η SRPC στηρίζεται σε λάθη προσδοκίας) ή στη συμπεριφορά καθορισμού των τιμών (εάν αναφερόμαστε στην ακαμψία των τιμών). Με οποιονδήποτε από τους δύο τρόπους θα μπορούσε να υποστηριχτεί ότι οι προσαρμογές αυτές ενδέχεται να λάβουν χώρα πολύ πιο γρήγορα εάν οι οικονομικοί φορείς πιστεύουν τις εξαγγελίες της κεντρικής τράπεζας και αναμένουν ότι θα επιτύχει.

Με άλλα λόγια, η SRPC ενδέχεται να μετατοπιστεί πολύ πιο γρήγορα (ενώ οι απώλειες θα μπορούσαν να είναι μικρότερες) εάν η κεντρική τράπεζα χαρακτηρίζεται από αξιοπιστία. Πράγματι στην ακραία περίπτωση θα μπορούσαμε να υποστηρίξουμε ότι οι διαμορφωτές της πολιτικής θα μπορούσαν να επιφέρουν σχετική μείωση του πληθωρισμού χωρίς να οδηγήσουν την οικονομία σε ύφεση μόνο αν οι οικονομικές μονάδες στις αγορές πειστούν ότι οι νομισματικές αρχές δεσμεύονται με ειλικρίνεια στο στόχο του χαμηλού πληθωρισμού (Billi et al, 2008) δηλαδή εάν οι σχετικές δηλώσεις των νομισματικών αρχών πείσουν τις οικονομικές μονάδες για την αξιοπιστία τους. Η δυσκολία είναι ότι οι οικονομικές μονάδες, γνωρίζοντας τα επεκτατικά κίνητρα των κυβερνήσεων, δεν θα πιστέψουν τις κυβερνητικές δηλώσεις.

Η συμπεριφορά των νομισματικών αρχών κατά το παρελθόν αποδίδει στην κυβέρνηση μια πληθωριστική φήμη. Υπό αυτές τις συνθήκες, οι κυβερνητικές πολιτικές κρίνονται ως χρονικά ανακόλουθες (Persson & Tabellini, 1995). Το ίδιο θα ίσχυε επίσης εάν ο διαμορφωτής της πολιτικής ήταν μια κεντρική τράπεζα που είχε υιοθετήσει τα ίδια κίνητρα. Εάν όμως η ανεξαρτησία συνοδευόταν από την υιοθέτηση μιας άλλης σειράς κινήτρων, τα οποία αναγκάζουν την κεντρική τράπεζα να επιδιώκει χαμηλά επίπεδα πληθωρισμού, τότε η αξιοπιστία και η φήμη θα μπορούσαν να βελτιωθούν μέσω μιας μείωσης των απωλειών στην παραγωγή και στην απασχόληση σε μια περίοδο αυστηρής νομισματικής πολιτικής (Billi et al, 2008).

Μέχρι στιγμής έχουμε αναπτύξει ένα ισχυρό θεωρητικό επιχειρήμα για τη μεταφορά της νομισματικής πολιτικής στα χέρια μιας ανεξάρτητης κεντρικής τράπεζας. Παρ' όλα αυτά προκύπτει ένα πρόβλημα που συχνά παραβλέπουμε και έχει να κάνει με το επιχειρήμα ότι όταν η νομισματική πολιτική εφαρμόζεται από την κυβέρνηση επηρεάζεται από την πληθωριστική μεροληψία που στηρίζεται στο γεγονός ότι οι κυβερνήσεις θέτουν ιδιαίτερα αισιόδοξους

στόχους όσον αφορά στην επίτευξη χαμηλού πληθωρισμού και υψηλών επιπέδων παραγωγής. Επιπλέον θεωρείται ότι οι οικονομικές μονάδες έχουν γνώση των παραπάνω και κατά συνέπεια ο διαμορφωτής της πολιτικής χάνει έδαφος ως προς την αξιοπιστία, γεγονός που συνεπάγεται αύξηση του κόστους κατά την εφαρμογή της αποπληθωριστικής πολιτικής με τον τρόπο που μόλις συζητήσαμε. Παρ' όλα αυτά, δεν έχει γίνει σαφές γιατί οι κυβερνήσεις επιμένουν να υιοθετούν τόσο ασυνεπείς συμπεριφορές.

Επιπλέον, εάν οι φορείς του ιδιωτικού τομέα γνωρίζουν ότι οι προσδοκίες των κυβερνήσεων δεν είναι ρεαλιστικές για ποιο λόγο συνεχίζουν να τις εκλέγουν. Το ερώτημα που προκύπτει είναι γιατί η (πολιτική) αγορά δεν προσφέρεται για τα κόμματα που υπόσχονται χαμηλό πληθωρισμό και εμμένει στην απόφαση αυτή. Παρ' όλα αυτά η θεωρητική προσέγγιση αποτελεί μέρος μόνο της επιχειρηματολογίας περί ανεξαρτησίας (Βαβούρας & Μανωλάς, 2006). Στις αρχές του 1980 πολλές μελέτες υποστήριζαν ότι είχαν εντοπίσει έναν εμπειρικό συσχετισμό μεταξύ της «καλής» νομισματικής πολιτικής και των ανεξάρτητων κεντρικών τραπεζών. Οι μελέτες αυτές παρακολουθούσαν το βαθμό της ανεξαρτησίας των κεντρικών τραπεζών και τις συσχετίσεις μεταξύ αυτού του βαθμού και του ρυθμού πληθωρισμού στις αντίστοιχες χώρες.

Σε αυτές τις μελέτες υποστηρίζεται ευρέως ότι έχουν βρεθεί σχετικές συσχετίσεις σε αναπτυγμένες χώρες, ενώ δεν έχουν βρεθεί συσχετίσεις ανάμεσα στην ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών και στους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης (στοιχείο που μπορεί να αποτελεί το τίμημα μιας αυστηρής νομισματικής πολιτικής) (Friedman, 2001). Το συμπέρασμα είναι ότι οι χώρες με πολιτικά ανεξάρτητες κεντρικές τράπεζες μπορούν να διατηρούν χαμηλότερο ρυθμό πληθωρισμού με μηδενική απώλεια σε όρους οικονομικής ανάπτυξης.

Υπάρχουν, ωστόσο, αρκετές δυσκολίες σε αυτές τις μελέτες. Πρώτον, η «ανεξαρτησία» των κεντρικών τραπεζών δεν είναι κάτι που μετριέται εύκολα. Πολλά χαρακτηριστικά μπορεί να συμβάλλουν στο βαθμό ανεξαρτησίας μιας κεντρικής τράπεζας από την κυβέρνησή της, που πρέπει να σταθμιστούν ώστε να δώσουν κάποιον σύνθετο δείκτη ανεξαρτησίας. Μια τέτοια διαδικασία μπορεί αναπόφευκτα να είναι υποκειμενική και διαφορετικοί μελετητές να ταξινομήσουν διαφορετικά τις κεντρικές τράπεζες ως προς την ανεξαρτησία τους (Persson & Tabellini, 1995). Αν και ήταν αποδεκτό το γεγονός ότι η Bundesbank είχε καταταχτεί υψηλά σε

κάθε δείκτη ανεξαρτησίας, διατυπώθηκαν ισχυρές αμφιβολίες σχετικά με άλλες κεντρικές τράπεζες, αμφιβολίες που γενικεύτηκαν σε ολική αμφισβήτηση της ύπαρξης εμφανών συσχετίσεων μεταξύ βαθμού ανεξαρτησίας και ρυθμού πληθωρισμού.

Δεύτερον, η ύπαρξη αυτής της συσχέτισης δεν παρέχει καμία εγγύηση ύπαρξης αιτιακής σχέσης μεταξύ ανεξαρτησίας της κεντρικής τράπεζας και χαμηλού ρυθμού πληθωρισμού (Billi et al, 2008). Θεωρείται εξίσου αποδεκτό το γεγονός ότι υπάρχει κάποιος τρίτος παράγοντας υπεύθυνος και για την ανεξαρτησία της κεντρικής τράπεζας και για τον χαμηλό ρυθμό πληθωρισμού ή, αντίθετα, ότι κάθε εμφανής συσχέτιση είναι τυχαία.

Για παράδειγμα, έχει συζητηθεί ότι οι χαμηλοί ρυθμοί πληθωρισμού στη Γερμανία οφείλονταν κυρίως σε μια δυνατή αντιπληθωριστική συμπεριφορά των Γερμανών ως αποτέλεσμα ιδιαίτερα δυσάρεστων (πολιτικά και κοινωνικά) καταστροφικών επεισοδίων πληθωρισμού. Αυτό σημαίνει ότι, μέχρι και πολύ πρόσφατα, δεν υπήρξε καμία (ή σχεδόν καμία) διαφωνία μεταξύ των μεγάλων πολιτικών κομμάτων για την ανάγκη να διατηρηθεί ο πληθωρισμός σε χαμηλά επίπεδα. Υπό αυτές τις συνθήκες ήταν εύκολο για την κυβέρνηση να μεταβιβάσει την άσκηση της νομισματικής πολιτικής σε μια ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα, και υπήρξαν σχετικά λίγες διαφωνίες μεταξύ Bundesbank και κυβέρνησης όσον αφορά στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής (Βαβούρας & Μανωλάς, 2006). Επομένως, είναι δυνατόν οι γερμανικές κυβερνήσεις να είχαν ακολουθήσει λίγο πολύ την ίδια πολιτική με αυτή που επέλεξε η Bundesbank.

Ως επί το πλείστον, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 ήταν ευρέως αποδεκτή από οικονομολόγους και πολιτικούς η επιθυμία για την ύπαρξη πολιτικά ανεξάρτητων κεντρικών τραπεζών. Αν και οι κινήσεις προς αυτή την κατεύθυνση της ανεξαρτησίας βρήκαν ευνοϊκό έδαφος σε μη ευρωπαϊκές οικονομίες όπως η Νέα Ζηλανδία και η Αυστραλία, το κλειδί των μεταρρυθμίσεων θα μπορούσε να εντοπιστεί στις απαιτήσεις της Συνθήκης του Μάαστριχτ για την Ευρωπαϊκή Ενοποίηση, σύμφωνα με τις οποίες η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (μετά την Οικονομική και Νομισματική Ένωση) έπρεπε να είναι ανεξάρτητη από όλες τις κυβερνήσεις και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, παρομοίως με τις άλλες εθνικές κεντρικές τράπεζες μέλη της. Σε αυτό οφειλόταν κυρίως η αυξημένη ανεξαρτησία που είχε αποδοθεί στις κεντρικές τράπεζες της Γαλλίας, της Ισπανίας και της Ιταλίας.

Αυτή η απαίτηση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης θεωρήθηκε επιβεβλημένη προκειμένου να πειστεί ο γερμανικός λαός και οι αρχές να συμμετάσχουν στην ΟΝΕ, με δεδομένο ότι η Bundesbank είχε φτάσει να θεωρείται στη Γερμανία σύμβολο αποφασιστικότητας σχετικά με τη διατήρηση χαμηλού πληθωρισμού και της αξίας του γερμανικού μάρκου. Ο μόνος τρόπος για να πειστεί η Γερμανία να παραχωρήσει εξουσία από την Bundesbank στην ΕΚΤ, ήταν να οικοδομηθεί η ΕΚΤ με βάση την εικόνα της Bundesbank.

Ένας άλλος μείζων λόγος, σε πολλές χώρες, για την έμπρακτη μετατόπιση προς την ανεξαρτησία της κεντρικής τράπεζας ήταν η διεθνής αποδοχή της κυριαρχίας των χρηματοοικονομικών αγορών σ' ένα περιβάλλον υψηλής κινητικότητας κεφαλαίων. Έχει γίνει ευρέως αποδεκτή η άποψη ότι τα μακροπρόθεσμα επιτόκια μιας χώρας θα πέσουν μόνο εάν οι κυβερνήσεις είναι σε θέση να πείσουν τις αγορές για την ειλικρίνεια της διακηρυγμένης αποφασιστικότητάς τους στο στόχο διατήρησης χαμηλού πληθωρισμού (Billi et al, 2008). Ένας τρόπος για να επιτευχτεί κάτι τέτοιο από τις κυβερνήσεις ήταν να αποδοθεί ο έλεγχος της νομισματικής πολιτικής στην κεντρική τράπεζα, στη βάση της εκτίμησης ότι οι αγορές θα εμπιστεύονταν περισσότερο τα αντιπληθωριστικά διαπιστευτήρια της κεντρικής τράπεζας από αυτά της εκλεγμένης κυβέρνησης.

Εάν συμβαίνει αυτό στην πραγματικότητα, έχουμε ένα κλασικό παράδειγμα αυτοεκπληρούμενων προφητειών (Friedman, 2001). Έχουμε δει ότι η θεωρητική επιχειρηματολογία υπέρ της απόσπασης του ελέγχου της νομισματικής πολιτικής από τις εκλεγμένες κυβερνήσεις δεν είναι τόσο ισχυρή και στηρίζεται σε μάλλον αδύναμα εμπειρικά δεδομένα. Παραμένει το γεγονός ότι όσο αυτές οι απόψεις είναι αποδεκτές από τις αγορές, είναι προς το συμφέρον των κυβερνήσεων να τις αποδεχτούν με τη σειρά τους. Η πρόταση αυτή ενισχύεται, επίσης, από την άποψη ότι οι κυβερνήσεις στην πράξη δεν αποδίδουν ιδιαίτερα από τότε που η αυξημένη κινητικότητα των διεθνών κεφαλαίων έχει καταστήσει ιδιαίτερα δύσκολη τη διαφοροποιημένη (από χώρα σε χώρα) διαχείριση των εθνικών νομισματικών πολιτικών.

Προτού αφήσουμε τη συνοπτική παρουσίαση των πρόσφατων τάσεων της νομισματικής πολιτικής, είναι χρήσιμο να συσχετίσουμε την παραπάνω ανάλυση με το ζήτημα της ανεξαρτησίας της Τράπεζας της Αγγλίας. Η πρώτη μεγάλη κίνηση της νεοεκλεγμένης

κυβέρνησης των Εργατικών στη Βρετανία ήταν η ανακοίνωση, στις 6 Μαΐου 1997, ότι στην Τράπεζα της Αγγλίας αποδιδόταν λειτουργική ανεξαρτησία από το βρετανικό υπουργείο Οικονομικών και ότι τα επιτόκια στο μέλλον θα καθορίζονταν πλέον από την τράπεζα και όχι από την κυβέρνηση έπειτα από διαβούλευση με την τράπεζα, όπως γινόταν προηγουμένως (Βαβούρας & Μανωλάς, 2006). Η κίνηση αυτή, επιφανειακά, θεωρήθηκε άσκοπη, καθώς ήταν αποδεκτό ότι οι κυβερνήσεις που τοποθετούνται ιδεολογικά πλησιέστερα στην Αριστερά θα ήταν λιγότερο διατεθειμένες να εκχωρήσουν εξουσίες άσκησης της νομισματικής πολιτικής σ' ένα μη εκλεγμένο σώμα.

Είδαμε προηγουμένως, ωστόσο, ότι όσο οι αγορές είναι πεισμένες ότι η ανεξαρτησία της κεντρικής τράπεζας παρέχει μια πιο ισχυρή εγγύηση αντί - πληθωριστικής πολιτικής, οι κυβερνήσεις μπορεί να θεωρήσουν ότι η απόδοση ανεξαρτησίας στην κεντρική τράπεζα αποτελεί ένα μέσο διατήρησης χαμηλών μακροπρόθεσμων επιτοκίων. Αυτού του είδους η επιχειρηματολογία μπορεί να έχει μεγαλύτερη απήχηση στις αριστερόστροφες κυβερνήσεις, οι οποίες μπορεί να υποψιάζουν τις χρηματοπιστωτικές αγορές ότι συνεχίζουν να «παρέχουν άσυλο» σε επεκτατικούς στόχους (Friedman, 2001). Η κίνηση αυτή μπορούσε επίσης να θεωρηθεί αναγκαία για να δοθούν στη βρετανική κυβέρνηση τα περιθώρια να επιτύχει την ένταξη της χώρας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση, στην περίπτωση που αυτό θα ήταν επιθυμητό. Στην ιστορία πάντως καταγράφηκε ότι η κίνηση του υπουργού να αποδώσει οικονομική ανεξαρτησία στην Τράπεζα της Αγγλίας εξόργισε πολλούς παραδοσιακούς υποστηρικτές του Εργατικού Κόμματος.

Ας σκεφτούμε, πρώτα, τις αποφάσεις για τα επιτόκια. Υπό το νέο καθεστώς, τα επιτόκια στη Μεγάλη Βρετανία καθορίζονται από την Επιτροπή Νομισματικής Πολιτικής της Τράπεζας της Αγγλίας. Η επιτροπή έχει εννέα μέλη πέντε από την Τράπεζα της Αγγλίας και τέσσερα που ορίζονται από τον υπουργό Οικονομικών. Σύνθεση που συμβαδίζει με τις απαιτούμενες προϋποθέσεις ανεξαρτησίας, καθότι η πλειοψηφία των μελών προέρχεται από την τράπεζα. Το γεγονός αυτό βέβαια είναι μικρότερης σημασίας από ό,τι φαίνεται, με δεδομένο ότι η κυβέρνηση διατηρεί τον έλεγχο διορισμού του μελλοντικού Διοικητή και του αναπληρωτή Διοικητή της Τράπεζας της Αγγλίας.

Επιπρόσθετα, τα διορισμένα από την κυβέρνηση μέλη της Επιτροπής Νομισματικής Πολιτικής έχουν σχετικά μικρή διάρκεια θητείας (πέντε χρόνια) και μπορούν να επαναδιοριστούν. Οι πενταετείς συμβάσεις κινούνται στην αντίθετη κατεύθυνση από τις αντίστοιχες συμβάσεις διάρκειας 14 ετών των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Billi et al, 2008). Έχει υποστηριχτεί ευρέως ότι ο συνδυασμός της μικρής θητείας με τη δυνατότητα επαναδιορισμού επιτρέπει την πιθανότητα κάποιου βαθμού επιρροής της κυβέρνησης στα μέλη του συμβουλίου της τράπεζας, με δεδομένο ότι τα τελευταία ενδέχεται να επιδιώξουν να ικανοποιήσουν την κυβέρνηση, προκειμένου να διασφαλίσουν την επανεκλογή τους.

Πιο σημαντικό, ωστόσο, είναι το νόημα του όρου «λειτουργική ανεξαρτησία». Ο υπουργός Οικονομικών έχει κρατήσει την εξουσία να ορίζει τον πληθωριστικό στόχο για την οικονομία, αφήνοντας στην τράπεζα αυτό που φαίνεται ως σχετικά τεχνική δουλειά, δηλαδή τον καθορισμό των επιτοκίων με σκοπό να επιτευχτεί ο στόχος.

Επομένως, ο υπουργός Οικονομικών έχει διατηρήσει τη δυνατότητα της κυβέρνησης να επιλέγει μια σχετικά επεκτατική πολιτική. Στην πράξη, ο υπουργός Οικονομικών δεν θα αναθεωρούσε προς τα πάνω το στόχο του πληθωρισμού αμέσως μετά τις εκλογές του 1997, ακόμη και αν το επιθυμούσε, επιτρέποντας μια άνετη προσαρμογή στη νομισματική πολιτική (Βαβούρας & Μανωλάς, 2006). Μια τέτοιου είδους κίνηση θα έκανε την αγορά να χάσει αμέσως την εμπιστοσύνη της σχετικά με την εγγύηση διατήρησης συνεχούς χαμηλού πληθωρισμού, που παρέχει η απόδοση μεγαλύτερης εξουσίας στην τράπεζα.. Στην περίπτωση αυτή, κάθε ελπίδα για κέρδη από το χαμηλό ασφάλιστρο κινδύνου δεν θα πραγματοποιούνταν. Επομένως, ο υπουργός Οικονομικών απλώς προώθησε τον πληθωριστικό στόχο που είχε τεθεί από την προηγούμενη κυβέρνηση. Επιπλέον, απέδωσε στον εαυτό του κάποιο βαθμό ελέγχου της νομισματικής πολιτικής σε κατάσταση παρακολούθησης από την τράπεζα.

Δύο άλλα ζητήματα έχουν ενδιαφέρον. Μέχρι την απόδοση ανεξαρτησίας, η Τράπεζα της Αγγλίας, σε διαφοροποίηση από την Bundesbank και την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, είχε τρεις λειτουργίες. Ήταν η νομισματική αρχή της χώρας (κάτω από τον έλεγχο του υπουργείου Οικονομικών), ήταν ο τραπεζίτης της βρετανικής κυβέρνησης και με την ιδιότητα

αυτή είχε την ευθύνη χρηματοδότησης του δημόσιου χρέους και δρούσε ως εποπτική αρχή του τραπεζικού συστήματος της χώρας.

Στο παρελθόν, είχε διαφανεί πολλές φορές κάποια σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα στους δύο πρώτους ρόλους. Επομένως, η ανάγκη να διατεθεί ένα μεγάλο μέρος του δημόσιου χρέους θα μπορούσε να οδηγήσει την Τράπεζα στο να προτιμήσει σταθερότερα επιτόκια (προκειμένου να άρει τις αμφιβολίες σχετικά με τις μελλοντικές τιμές των ομολόγων) σε μια στιγμή όπου η νομισματική πολιτική φαινόταν να απαιτεί δραματικές μεταβολές στα επιτόκια. Έχει υποστηριχτεί, επίσης, ότι υπάρχει πιθανή σύγκρουση συμφερόντων και μεταξύ των ρόλων της νομισματικής αρχής και της εποπτείας του τραπεζικού συστήματος (Friedman, 2001).

Το ζήτημα εδώ είναι ότι η τραπεζική εποπτική αρχή επιθυμεί να διατηρήσει την αξιοπιστία του τραπεζικού συστήματος, αποτρέποντας, όσο αυτό είναι δυνατόν, την κατάρρευση τραπεζικών ιδρυμάτων (Βαβούρας & Μανωλάς, 2006). Εάν υπάρχουν τράπεζες με εμφανώς αδύναμη οικονομική θέση, ο επόπτης μπορεί να αποδειχτεί απρόθυμος να εφαρμόσει αυστηρή νομισματική πολιτική, με το φόβο ότι αυτή μπορεί να οδηγήσει τις πιο αδύναμες τράπεζες σε αθέτηση των υποχρεώσεών τους. Το αποτέλεσμα μπορεί να είναι ότι μια κεντρική τράπεζα με διπλό, νομισματικό και εποπτικό, ρόλο εφαρμόζει κατά μέσο όρο μια χαλαρότερη νομισματική πολιτική σε σχέση με την περίπτωση στην οποία δεν έχει το ρόλο και την ευθύνη της εποπτείας του τραπεζικού συστήματος.

Η ανεξαρτησία της Κεντρικής Τράπεζας που ανακοινώθηκε το 1997, επικυρώθηκε με την Πράξη της Τράπεζας της Αγγλίας, το 1998. Με την ίδια Πράξη μεταφέρθηκε η διαχείριση του δημόσιου χρέους στο νεοϊδρυθέν Γραφείο Διαχείρισης Χρέους μια υπηρεσία του υπουργείου Οικονομικών και οι ευθύνες εποπτείας της Τράπεζας στην Αρχή Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών, η οποία προοριζόταν να καταστεί ως η μοναδική εποπτική αρχή ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος της Μεγάλης Βρετανίας. Οι κινήσεις της βρετανικής κυβέρνησης μπορούσαν να ερμηνευτούν ότι έδωσαν στην Τράπεζα την ελευθερία να ορίζει τα βρετανικά τραπεζικά επιτόκια και να απομακρύνει κάθε πιθανότητα σύγκρουσης συμφερόντων, επιτρέποντας τη συγκέντρωση της προσοχής αποκλειστικά στην άσκηση νομισματικής πολιτικής. Από μια άλλη σκοπιά, όπως έχουμε ήδη δει, κάποιες άλλες πλευρές της κυβερνητικής

παραχώρησης ανεξαρτησίας στην Τράπεζα της Αγγλίας την αφήνουν εκτεθειμένη σε κυβερνητικές επιρροές, σε μεγαλύτερη έκταση σε σχέση, π.χ., με την περίπτωση της Bundesbank (Mankiw, 2002).

Κεφάλαιο 2^ο

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα και η σημασία του για την οικονομία

2.1. Εισαγωγή

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα μπορεί να οριστεί ως το σύνολο αγορών για χρηματοπιστωτικά προϊόντα και εργαλεία, με τα άτομα και τα ιδρύματα που διαπραγματεύονται στις αγορές αυτές, καθώς και τις ρυθμιστικές και εποπτικές αρχές του συστήματος.

Οι χρήστες του συστήματος είναι οικονομικές μονάδες άτομα, εταιρείες και άλλοι οργανισμοί οι οποίες επιθυμούν να χρησιμοποιήσουν τις διευκολύνσεις που προσφέρονται από ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα. Αυτές οι προσφερόμενες διευκολύνσεις μπορούν να συνοψιστούν ως εξής (Corsetti et al., 2011):

- Διαμεσολάβηση μεταξύ πλεονασματικών και ελλειμματικών μονάδων.
- Χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, όπως ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά προγράμματα.
- Ένας μηχανισμός πληρωμών.
- Διευκολύνσεις διαμόρφωσης και εξομάλυνσης χαρτοφυλακίου.

Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός πως, ενώ διαφορετικά μέρη του συστήματος μπορεί να ειδικεύονται σε καθεμία από αυτές τις λειτουργίες, όλα έχουν μια κοινή συνισταμένη: όλα διακρίνονται από το αποτέλεσμα της διοχέτευσης κεφαλαίων από αυτούς που διαθέτουν πλεόνασμα (στα τρέχοντα σχέδια δαπάνης τους) προς αυτούς που παρουσιάζουν έλλειμμα.

Οι τράπεζες, από ιστορική σκοπιά, ξεκίνησαν σαν ιδρύματα με βασικές λειτουργίες τη συγκέντρωση καταθέσεων από εκείνους που επιθυμούσαν να αποταμιεύσουν και το δανεισμό σε όσους επιθυμούσαν να δανειστούν με όρους ελκυστικούς για τους τελευταίους.

Αργότερα, οι τράπεζες ξεκίνησαν να προσφέρουν ένα μέσο διευκόλυνσης των πληρωμών, το οποίο στηριζόταν αρχικά σε επιταγές, αλλά σήμερα πλέον στηρίζεται ευρέως σε ηλεκτρονικές μορφές συναλλαγών. Έτσι, προκειμένου κάποιος να έχει πρόσβαση στον τρέχοντα μηχανισμό πληρωμών, χρειάζεται να έχει τραπεζικές καταθέσεις, και αυτές με τη σειρά τους να διατίθενται προς δανεισμό.

Κατά τον ίδιο τρόπο, οι ασφαλιστικές εταιρείες και τα συνταξιοδοτικά ταμεία έχουν ως πρωταρχικό σκοπό να παρέχουν στις οικονομικές μονάδες μέσα διαχείρισης του κινδύνου από ένα μέγιστο και δυσμενές γεγονός. Ωστόσο, οι εισφορές από τους ασφαλισμένους δημιουργούν ένα κεφάλαιο το οποίο επενδύεται σ' ένα μεγάλο εύρος χρεογράφων. Επένδυση που προϋποθέτει μια ροή κεφαλαίων (άμεση ή έμμεση) προς τους εκδότες των χρεογράφων, ως μέσο άντλησης κεφαλαίων (Clarida et al., 2002). Το εισόδημα από τα χρεόγραφα καλύπτει τα λειτουργικά έξοδα των ασφαλιστικών εταιρειών και των ταμείων, συμπεριλαμβανομένων κάποιων πληρωμών προς τους ασφαλισμένους.

Οι διευκολύνσεις διαμόρφωσης και εξομάλυνσης χαρτοφυλακίου θα πρέπει να παρέχουν στους κατόχους πλούτου έναν γρήγορο, φτηνό και αξιόπιστο τρόπο αγοράς και πώλησης μιας μεγάλης ποικιλίας χρηματοπιστωτικών προϊόντων. Όταν οι κάτοχοι πλούτου αγοράζουν χρηματοπιστωτικά προϊόντα, ουσιαστικά δανείζουν (και πάλι άμεσα ή έμμεσα) τους εκδότες τους. Οι διευκολύνσεις αυτές παρέχονται προφανώς από τις χρηματοπιστωτικές αγορές, αλλά παρέχονται, επίσης, και σε μικρότερους επενδυτές μέσω εταιρειών συλλογικών επενδύσεων, όπως τα «αμοιβαία κεφάλαια» (Clarida et al., 2002). Έτσι, όλα τα είδη της χρηματοπιστωτικής δραστηριότητας δημιουργούν, ως ένα βαθμό, το αποτέλεσμα της διοχέτευσης κεφαλαίων από τους δανειστές προς τους δανειολήπτες.

Είναι σημαντικό να γνωρίζουμε ότι οι οικονομολόγοι ενδιαφέρονται συνήθως για τον τρόπο με τον οποίο το χρηματοπιστωτικό σύστημα διοχετεύει και κατανέμει τα κεφάλαια ανάμεσα στους τελικούς χρήστες του συστήματος, δηλαδή ανάμεσα στους τελικούς δανειστές και δανειολήπτες, παρά στους ενδιάμεσους δανειστές και δανειολήπτες τους χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές, που επίσης δανείζονται και δανείζουν, αλλά μόνο, όπως υποδεικνύει και το όνομά τους, προκειμένου να διοχετεύσουν και να κατανεύμουν κεφάλαια στους τελικούς

χρήστες. Στις αναπτυγμένες οικονομίες, τα εισοδήματα είναι συνήθως τόσο υψηλά (κατά τα παγκόσμια πρότυπα), ώστε υπάρχουν αρκετά άτομα που επιθυμούν να δανείσουν. Και, ταυτόχρονα, το επίπεδο της τεχνολογίας έχει φτάσει σε τέτοιο επίπεδο, ώστε η πραγματική επένδυση μπορεί να αναληφθεί μόνο μέσω του δανεισμού κεφαλαίων για τη χρηματοδότησή της, καθώς και για να αντεπεξέλθουν οι επιχειρήσεις στη συχνά μακρόχρονη περίοδο μέχρι να λάβουν κάποια απόδοση από την επένδυση (Clarida et al., 2002). Με δεδομένο ότι υπάρχει επιθυμία κάποιων να δανείσουν αλλά και κάποιων να δανειστούν, μπορούμε αμέσως να σχηματίσουμε μια άποψη σχετικά με το γιατί οι σύγχρονες οικονομίες έχουν τόσο αναπτυγμένα χρηματοπιστωτικά συστήματα.

Αντιμέτωποι με την επιθυμία να δανείσουν ή να δανειστούν, οι τελικοί χρήστες των χρηματοπιστωτικών συστημάτων μπορούν να επιλέξουν μεταξύ τριών διαδομένων προσεγγίσεων.

Πρώτον, μπορούν να επιδοθούν σε αυτό που συνήθως ονομάζεται άμεσος δανεισμός. Με άλλα λόγια, μπορούν να διαπραγματεύονται απευθείας μεταξύ τους. Όμως κάτι τέτοιο, όπως θα δούμε, είναι δαπανηρό, αναποτελεσματικό, εξαιρετικά επικίνδυνο και, στην πράξη, όχι και τόσο εφικτό.

Δεύτερον, μπορεί να αποφασίσουν να χρησιμοποιήσουν τις οργανωμένες αγορές. Στις αγορές αυτές, οι δανειστές αγοράζουν τις υποχρεώσεις που εκδίδουν οι δανειολήπτες. Αν η υποχρέωση έχει εκδοθεί πρόσφατα, τότε ο εκδότης λαμβάνει κεφάλαια απευθείας από το δανειστή (Clarida et al., 2002). Μέχρι εδώ, η διαδικασία παρουσιάζει κάποια ομοιότητα με τον άμεσο δανεισμό, αλλά η διαπραγμάτευση υποχρεώσεων που εμπορεύονται σε οργανωμένες αγορές έχει πλεονεκτήματα και για τις δύο πλευρές.

Οι οργανωμένες αγορές μειώνουν το κόστος διερεύνησης το οποίο μπορεί να συνδέεται με τον άμεσο δανεισμό, επειδή αυτές απαρτίζονται από οικονομικές μονάδες που είναι πρόθυμες να προχωρήσουν σε συναλλαγές. Επίσης, περιορίζουν τον κίνδυνο, εφόσον υπάρχουν συνήθως κανονισμοί που διέπουν τη λειτουργία της αγοράς και οι οποίοι προσπαθούν να αποκλείσουν τους ανέντιμους, αλλά και τους ακραίους κινδύνους.

Για τους δανειστές, υπάρχει το μεγάλο πλεονέκτημα ότι μπορούν να πουλήσουν την απαίτησή τους από το δανειολήπτη, αν, μετά τη σύναψη του δανεισμού, διαπιστώσουν ότι χρειάζονται και οι ίδιοι κεφάλαια.

Πράγματι, η πιο τυπική συναλλαγή στις οργανωμένες αγορές είναι αυτή όπου ο δανειστής αγοράζει όχι μια πρόσφατη έκδοση νέας υποχρέωσης, αλλά μια υποχρέωση την οποία αρχικά είχε αγοράσει ένας άλλος δανειστής από το δανειολήπτη. Στην περίπτωση αυτή, ο δανειστής αναχρηματοδοτεί ένα δάνειο που αρχικά κάλυψε κάποιος άλλος, αν και ο δανειολήπτης είναι εντελώς ανενημέρωτος γι' αυτήν τη δευτερογενή συναλλαγή (Clarida et al., 2002). Οι πιο γνωστές αγορές, φυσικά, είναι οι αγορές για τις εταιρικές μετοχές στο Τόκιο, στο Λονδίνο, στη Νέα Υόρκη και στο Χονγκ Κονγκ. Αλλά υπάρχουν πολλές οργανωμένες αγορές για έναν μεγάλο αριθμό χρηματοπιστωτικών προϊόντων.

Έχουμε θεωρήσει ότι οι οργανωμένες αγορές πιθανόν να χρησιμοποιούνται από τους τελικούς δανειστές και δανειολήπτες. Αλλά χρησιμοποιούνται, επίσης, από χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές, οι οποίοι παρέχουν οι ίδιοι ένα τρίτο κανάλι για τη μεταβίβαση κεφαλαίων μεταξύ δανειοληπτών και δανειστών.

Όταν ένας δανειστής διαπραγματεύεται μέσω ενός διαμεσολαβητή την απόκτηση περιουσιακού στοιχείου τυπικά μια κατάθεση, π.χ., σε τράπεζα ή σε οικοδομικό συνεταιρισμό ή μια απαίτηση από ένα ασφαλιστικό ταμείο, αποκτά ένα περιουσιακό στοιχείο το οποίο δεν είναι διαπραγματεύσιμο, αλλά μπορεί μόνο να επιστραφεί στο διαμεσολαβητή (Clarida et al., 2002).

Ομοίως, οι διαμεσολαβητές δημιουργούν υποχρεώσεις, τυπικά με τη μορφή δανείων, για τους δανειολήπτες. Και αυτά είναι μη «εμπορεύσιμα προϊόντα». Αν ο δανειολήπτης επιθυμεί να τελειώσει το δάνειο, θα πρέπει να το αποπληρώσει στο διαμεσολαβητή. Τα πλεονεκτήματα της διαπραγμάτευσης μέσω διαμεσολαβητών είναι όμοια με εκείνα της διαπραγμάτευσης σε οργανωμένες αγορές: δανειστές και δανειολήπτες έρχονται σε επαφή πιο γρήγορα, πιο αποτελεσματικά και, συνεπώς, πιο φτηνά, από το αν είχαν να ψάξουν ο ένας για τον άλλον. Και οι διαμεσολαβητές μπορούν, μέσω καλύτερης γνώσης και οικονομικών κλίμακας, να μειώσουν τον κίνδυνο της συναλλαγής και για τις δύο πλευρές.

2.2. Δανειστές και δανειολήπτες

Στην ενότητα αυτή στρέφουμε την προσοχή μας στους τελικούς χρήστες του χρηματοπιστωτικού συστήματος δανειστές και δανειολήπτες και στις αιτίες που αυτοί δανείζουν και δανείζονται. Θα δούμε ότι τα κίνητρα αυτά διαφέρουν και σε ορισμένες περιπτώσεις συγκρούονται. Ο ρόλος ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι να εναρμονίζει αυτές τις διαφορές όσο το δυνατόν περισσότερο οικονομικά και αποτελεσματικά (Clarida et al., 2002). Δεν πρέπει να λησμονείται το γεγονός ότι οι δανειστές και δανειολήπτες εδώ είναι οι τελικοί δανειστές και δανειολήπτες. Τα κίνητρά τους ως δανειστών και δανειοληπτών διαφέρουν από αυτά των χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών, που επίσης δανείζουν (σε τελικούς δανειολήπτες) και δανείζονται (από τελικούς δανειστές), και συχνά δανείζουν και δανείζονται μεταξύ τους. Συνεπώς, θα πρέπει να μη συγχέουμε αυτά τα δύο.

2.2.1. Αποταμίευση και δανεισμός

Όπως παρατηρήσαμε προηγουμένως, αποτελεί χαρακτηριστικό των αναπτυγμένων οικονομιών ότι τα εισοδήματα είναι υψηλότερα από εκείνα τα οποία πολλοί άνθρωποι χρειάζονται για τρέχουσα κατανάλωση. Τη διαφορά μεταξύ εισοδήματος και κατανάλωσης την ονομάζουμε αποταμίευση (Mankiw, 2002). Σε αυτές τις οικονομίες, η συνολική αποταμίευση είναι θετική. Οι αποταμιεύσεις αυτές μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αγορά «πραγματικών» κεφαλαιακών στοιχείων όπως είναι τα μηχανήματα, ο βιομηχανικός εξοπλισμός και οι εγκαταστάσεις (Clarida et al., 2002). Οι αποταμιεύσεις που χρησιμοποιούνται με αυτό τον τρόπο χρησιμοποιούνται για επενδύσεις,

Ωστόσο, αρκετοί άνθρωποι αποταμιεύουν σ' ένα επίπεδο το οποίο υπερβαίνει την πραγματική επενδυτική δαπάνη τους. Πράγματι, αυτό ισχύει γενικά για νοικοκυριά των οποίων οι ανάγκες και οι ευκαιρίες για πραγματική επένδυση είναι περιορισμένες. Αρκετά νοικοκυριά αποταμιεύουν χωρίς να αναλαμβάνουν κάποια πραγματική επένδυση. Η διαφορά ανάμεσα στην αποταμίευση και στην πραγματική επένδυση αποτελεί το χρηματικό τους πλεόνασμα, και συχνά αναφέρονται ως πλεονασματικές μονάδες. Αυτό το χρηματικό πλεόνασμα διατίθεται για

δανεισμό και είναι αυτό που αυξάνει την καθαρή απόκτηση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων (Mankiw, 2002).

Πρέπει να σημειωθεί εδώ η αναφορά που γίνεται συγκεκριμένα σε «διαθέσιμο για δανεισμό». Ωστόσο, δεν είναι απαραίτητο να καταλήξει σε δανεισμό. Αυτοί που έχουν χρηματικό πλεόνασμα είναι πολύ πιθανόν να συσσωρεύουν και να δημιουργούν αυτό που κάποτε ονομαζόταν «κομπόδεμα» (αποθησαύριση). Δηλαδή, μπορεί να χρησιμοποιούν το πλεόνασμά τους για να δημιουργούν χρηματικά αποθέματα. Δανειζόμενοι έναν όρο από το λεξιλόγιο των ηλεκτρονικών υπολογιστών, μπορούμε να πούμε ότι η συσσώρευση χρηματικών αποθεμάτων αποτελεί τη «φυσική, προεπιλεγμένη» επιλογή. Αυτό συμβαίνει στους κατόχους πλεονάσματος εάν δεν έχουν συνειδητά επιλέξει να πράξουν διαφορετικά. Εισπράττουν το εισόδημά τους σε μορφή χρήματος (συνήθως από τη μεταφορά τραπεζικών καταθέσεων). Χρησιμοποιούν μέρος αυτού του χρηματικού εισοδήματος για καταναλωτικές αγορές. Εάν η κατανάλωση είναι λιγότερη από το εισόδημα, τότε η αποταμίευση είναι θετική. Ας υποθέσουμε, για λόγους απλοποίησης, ότι η πραγματική επένδυση είναι μηδενική. Η αποταμίευσή τους είναι αυτομάτως ένα χρηματικό πλεόνασμα και, αν δεν λάβουν μια θετική απόφαση για την τοποθέτησή του, θα συσσωρευτεί «φυσικά» με τη μορφή τραπεζικών καταθέσεων. Με αυτό τον τρόπο δεν πραγματοποιείται δανεισμός.

Αυτή η διάκριση μεταξύ αποταμίευσης και δανεισμού, η οποία ανακυκλώνεται από την ανθρώπινη επιθυμία για διακράτηση χρήματος ως χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου, αποτελούσε κάποτε κρίσιμο ζήτημα για την οικονομική επιστήμη και βρίσκεται στο κέντρο αντικρουόμενων πεποιθήσεων σχετικά με τον προσδιορισμό των επιτοκίων.

Μπορούμε να συνοψίσουμε όσα έχουμε πει μέχρι τώρα στην ακόλουθη ταυτότητα:

$$(Y - C) - I = NAFA$$

όπου $(Y - C)$: εισόδημα (Y) μείον κατανάλωση (C), ισούται με την αποταμίευση. Το I συμβολίζει την πραγματική επένδυση. Και ο όρος $NAFA$ συμβολίζει την καθαρή απόκτηση

χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων (net acquisition of financial assets). Η συσσώρευση χρηματικού αποθέματος συνιστά απόκτηση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, δεν αποτελεί όμως, όπως ξέρουμε, δανεισμό.

Ποιες συνθήκες θα πρέπει να ικανοποιηθούν ώστε να υποκινηθούν οι κάτοχοι πλεονάσματος να δανείσουν; Ως γενική αρχή μπορούμε να πούμε ότι οι δανειστές επιθυμούν να λάβουν τη μέγιστη απόδοση με τον ελάχιστο κίνδυνο. Επίσης, υποθέτουμε ότι οι δανειστές διατηρούν θετική στάση για τη ρευστότητα. Ας εξετάσουμε το καθένα με τη σειρά.

Η απόδοση ενός χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου μπορεί να λάβει μία ή περισσότερες μορφές. Μπορεί να λάβει τη μορφή της πληρωμής τόκου σε τακτά διαστήματα. Αυτή είναι η περίπτωση, για παράδειγμα, μιας τραπεζικής κατάθεσης, η οποία αποτελεί με τη σειρά της ένα δάνειο σ' ένα αποταμιευτικό ίδρυμα (Mankiw, 2002). Τόκος καταβάλλεται επίσης στην περίπτωση των ομολόγων, αν και υπάρχει σε αυτή και η δυνατότητα της κερδοφόρας πώλησης ενός ομολόγου και επίτευξης κεφαλαιακών κερδών.

Με τις εταιρικές μετοχές, η επίτευξη κεφαλαιακών κερδών για ορισμένους επενδυτές είναι τουλάχιστον το ίδιο σημαντική με τις περιοδικές πληρωμές μερισμάτων, οι οποίες διακυμαίνονται επειδή εξαρτώνται από τα κέρδη των εταιρειών. Ορισμένες νέες εκδόσεις περιουσιακών στοιχείων πωλούνται με έκπτωση στην τιμή στην οποία αργότερα θα εξοφληθούν, δηλαδή στη μελλοντική αξία κατά τη λήξη τους. Η μειωμένη τιμή λειτουργεί, ως εκ τούτου, περισσότερο σαν κεφαλαιακό κέρδος κάποιος πληρώνει λιγότερα για ένα περιουσιακό στοιχείο από ό,τι λαμβάνει κάποιος άλλος με τη διάθεσή του. Η έκπτωση αυτή μπορεί να εκφραστεί ως ποσοστό (συνήθως της αξίας κατά τη λήξη), γνωστό ως ποσοστό έκπτωσης, και στη μορφή αυτή μπορεί να συγκριθεί με άλλους συντελεστές απόδοσης. (Clarida et al., 2002) Η έκπτωση αυτής της μορφής χρησιμοποιείται συνήθως στα έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου ή στα εμπορικά γραμμάτια διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα μικρής διάρκειας.

Ο κίνδυνος με τη χρηματοοικονομική έννοια χρησιμοποιείται συνήθως για την πιθανότητα τα αποτελέσματα να είναι διαφορετικά από τα αναμενόμενα. Αυτό μπορεί να λάβει διάφορες

μορφές. Για την ώρα σημειώστε ότι οι δανειστές αντιμετωπίζουν την πιθανότητα (Clarida et al., 2002):

- του πιστωτικού κινδύνου αθέτησης (ο δανειολήπτης αδυνατεί να αποπληρώσει το χρέος του στην προβλεπόμενη προθεσμία),
- του εισοδηματικού κινδύνου (το περιουσιακό στοιχείο δεν επιτυγχάνει την αναμενόμενη απόδοση),
- του κινδύνου κεφαλαίου (η ονομαστική αξία του περιουσιακού στοιχείου διαφέρει από την αναμενόμενη) και
- του κινδύνου πληθωρισμού (ο κίνδυνος να μεταβληθεί αναπάντεχα το επίπεδο των τιμών, προκαλώντας μεταβολή στην πραγματική αξία των περιουσιακών στοιχείων).

Ένα από τα βασικά μειονεκτήματα του άμεσου δανεισμού, και κατά συνέπεια ένα από τα κύρια πλεονεκτήματα της χρήσης οργανωμένων αγορών ή εξειδικευμένων διαμεσολαβητών, είναι ότι αρκετοί δανειστές δυσκολεύονται να αξιολογήσουν με ακρίβεια τον κίνδυνο δανεισμού σε μεμονωμένους δανειολήπτες. Ακόμα κι αν μπορούσαν, το επίπεδο του κινδύνου στον οποίο εκτίθενται θα τους αποθάρρυνε από το δανεισμό σχεδόν σε κάθε περίπτωση εκτός από την περίπτωση μιας πολύ υψηλής απόδοσης.

Διατηρώντας όλα τα δεδομένα σταθερά, θεωρείται ότι οι δανειστές προτιμούν ευκαιρίες που προσφέρουν τη μεγαλύτερη ρευστότητα. Με τον όρο ρευστότητα εννοούμε την ικανότητα να ανακτούν κεφάλαια γρήγορα και στην ακέραιη αξία τους. Σημειώστε ότι σε αυτό εμπεριέχονται δύο προϋποθέσεις ταχύτητα και αξία. Οποιοδήποτε περιουσιακό στοιχείο μπορεί να πουληθεί γρήγορα ακόμα κι ένα σπίτι σε μια αγορά κατοικίας σε φάση ύφεσης αν ο πωλητής είναι έτοιμος να επωμιστεί μια σημαντική απώλεια κεφαλαίου (Mankiw, 2002). Οι λόγοι γι' αυτήν τη θετική τάση προς τη ρευστότητα είναι ιδιαίτερα περίπλοκοι, αλλά συνδέονται με τον κίνδυνο και την αβεβαιότητα. Συνάπτοντας ένα δάνειο, ένας δανειστής υπολογίζει ότι δεν θα απαιτήσει πρόσβαση, δηλαδή την επιστροφή του κεφαλαίου, για μια δεδομένη περίοδο. Σ' έναν αβέβαιο κόσμο, ωστόσο, αυτοί οι υπολογισμοί μπορεί να αποδειχτούν λανθασμένοι, καταλήγοντας σε

δυσχέρεια, ενόχληση ή, αν πρόκειται για επιχείρηση, πιθανόν ακόμα και σε πτώχευση. Η δυνατότητα της γρήγορης ανάκτησης κεφαλαίων, και σε μια αξία στην οποία μπορεί κανείς να προσβλέπει με σιγουριά, αποτελεί ελκυστική παράμετρο σε οποιαδήποτε ευκαιρία δανεισμού.

2.2.2. Λήψη δανείου

Την ίδια στιγμή που κάποιοι άνθρωποι έχουν εισόδημα το οποίο υπερέχει των τρεχουσών καταναλωτικών αναγκών τους, υπάρχουν κι εκείνοι επιχειρήσεις, νοικοκυριά, δημόσιοι οργανισμοί το εισόδημα των οποίων είναι ανεπαρκές για τα τρέχοντα σχέδια δαπάνης τους. Αυτό συνήθως συμβαίνει επειδή σχεδιάζουν να ξοδέψουν μεγάλα ποσά σε πραγματικά κεφαλαιουχικά στοιχεία που, από τη φύση τους, «διαρκούν» για αρκετά χρόνια. Η ανάγκη να δανειστούν φέτος, ωστόσο, μπορεί να εξαλειφθεί μελλοντικά αν αποταμιεύουν σε κανονικούς ρυθμούς. Για τα νοικοκυριά, τέτοιες αγορές είναι διαρκή καταναλωτικά αγαθά, αυτοκίνητα ή ακόμα και σπίτια.

Για τις επιχειρήσεις, είναι ο πραγματικός κεφαλαιουχικός εξοπλισμός, τον οποίο ελπίζουν ότι θα «προσθέσουν» στη μελλοντική χρηματοροή τους, και με τον τρόπο αυτό θα τις βοηθήσει να εξυπηρετήσουν και να αποπληρώσουν το δάνειο. Σε συγκεκριμένες συνθήκες, ωστόσο, μπορεί κανείς να παρατηρήσει ανθρώπους να δανείζονται, προκειμένου να αγοράσουν χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Σημειώστε ότι κάτι τέτοιο δεν αποτελεί συνηθισμένη περίπτωση, αφού λέγεται ότι οι δανειολήπτες μπορούν να δανειστούν κεφάλαια με χαμηλότερο κόστος από την απόδοση που μπορούν να λάβουν από τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία που αγοράζουν. Αυτό είναι ιδιαίτερα ασυνήθιστο για τον ιδιωτικό τομέα. Συνήθως είναι πολύ πιο ακριβά τα δανειακά κεφάλαια όταν προσφέρονται σε ιδιώτες από ό,τι είναι για τις επιχειρήσεις ή τον δημόσιο τομέα.

Ένα προσωπικό δάνειο θα κοστίζει πολύ περισσότερο από την απόδοση που μια επιχείρηση προσφέρει για τις μετοχές της ή για τα ομόλόγά της. Όμως έχουν υπάρξει περιπτώσεις, όπως η μεγάλη έξαρση τιμών στη Γουόλ Στριτ το 1928 - 29 και η μεγάλη άνοδος της κεφαλαιαγοράς στα μέσα της δεκαετίας του '80, όπου ιδιώτες και μη χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σκέφτηκαν,

σωστά ή λανθασμένα, ότι θα μπορούσαν να δανειστούν προκειμένου να αποκομίσουν κέρδος από χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία (Mankiw, 2002).

Εκείνοι που επιθυμούν να ξοδέψουν (για κατανάλωση ή πραγματική επένδυση) περισσότερα από ό,τι επιτρέπει το εισόδημά τους, θεωρείται ότι έχουν χρηματικό έλλειμμα και μερικές φορές αναφέρονται ως ελλειμματικές μονάδες. Είδαμε προηγουμένως ότι οι πλεονασματικές μονάδες πρέπει να αποκτήσουν χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία ως συνέπεια του χρηματικού τους πλεονάσματος. Οι ελλειμματικές μονάδες θα πρέπει είτε να εκποιήσουν χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία (συσσωρευμένα από το παρελθόν) είτε να αναλάβουν χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις (χρέη). Οι τελευταίοι αποτελούν τους δανειολήπτες. Και οι δύο ομάδες ασχολούνται με την «καθαρή απόκτηση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων». Η ζωτική διαφορά είναι ότι για την πρώτη ομάδα η καθαρή απόκτηση είναι θετική, ενώ για τη δεύτερη είναι αρνητική. Τα συμφέροντα των δανειοληπτών έχουν συνήθως διπλή όψη (Mankiw, 2002):

Πρώτον, οι δανειολήπτες επιθυμούν να ελαχιστοποιήσουν το κόστος. Το κόστος για το δανειολήπτη είναι η απόδοση για το δανειστή και μπορεί να πάρει οποιαδήποτε από τις μορφές που περιγράψαμε παραπάνω. Πρέπει να σημειωθεί, ωστόσο, ότι εκτός από την επιθυμία τους να δανειστούν με ελάχιστο κόστος, οι δανειολήπτες μπορεί να έχουν ταυτόχρονα σαφείς προτιμήσεις στους όρους με τους οποίους δανείζονται (Abel & Bernanke, 2005). Για παράδειγμα, μια νέα επιχείρηση που επιθυμεί γρήγορη επέκταση, ίσως να προτιμά να χρηματοδοτηθεί εκδίδοντας μετοχές.

Στα αρχικά στάδια ανάπτυξης της, τα κέρδη μπορεί να είναι μικρά, ένα μεγάλο μέρος προορίζεται να επανεπενδυθεί στην επιχείρηση και τότε τα διανεμόμενα μερίσματα θα είναι μικρά. Όμως οι μέτοχοι μπορεί να επιθυμούν να διακρατούν μετοχές με αυτούς τους όρους, επειδή προσδοκούν κεφαλαιακά κέρδη καθώς η επιχείρηση επεκτείνεται. Οι εναλλακτικές επιλογές, όπως οι εκδόσεις ομολόγων, για παράδειγμα, σημαίνουν ότι η επιχείρηση δεσμεύεται σε μια εκροή κεφαλαίων από την έναρξη της λειτουργίας της. Αυτή η αφαιμάξη ρευστών μπορεί να αποβεί κρίσιμη στα πρώτα στάδια της ανάπτυξης της.

Δεύτερον, και σε αντίθεση με τους δανειστές, οι δανειολήπτες επιθυμούν να μεγιστοποιήσουν την περίοδο για την οποία δανείζονται. Αυτό έχει δύο οφέλη. Μειώνει τον κίνδυνο που ο δανειστής αναλαμβάνει με τον καθορισμό της προθεσμίας εξόφλησης σε μια χρονική στιγμή που μπορεί να μην είναι βολική για το δανειολήπτη, κι επίσης μειώνει την έκθεση του δανειολήπτη στον κίνδυνο ότι το δάνειο μπορεί να πρέπει να ανανεωθεί σε μια χρονική στιγμή που τα επιτόκια θα έχουν αυξηθεί.

2.3. Χρηματοπιστωτικά ιδρύματα

Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν διάφορες μορφές και προσφέρουν μεγάλη ποικιλία υπηρεσιών. Με την ευρύτερη έννοια μπορούμε να πούμε ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εξειδικεύονται σε μία ή περισσότερες από τις ακόλουθες λειτουργίες (Abel & Bernanke, 2005):

- Παροχή μηχανισμού πληρωμών.
- Παροχή εργαλείων λήψης και παροχής δανείων.
- Παροχή άλλων υπηρεσιών, όπως συνάλλαγμα, ασφάλεια και άλλες.

Ωστόσο, θα πρέπει να σημειωθεί ότι ανεξάρτητα από την πιο προφανή λειτουργία τους, όλα αυτά τα ιδρύματα λειτουργούν ως διαμεσολαβητές μεταξύ αυτών που διαθέτουν χρηματοοικονομικό πλεόνασμα και αυτών που έχουν χρηματοοικονομικό έλλειμμα. Πέραν του προφανούς σκοπού τους όλα μοιράζονται το κοινό χαρακτηριστικό ότι προσφέρουν πολλούς διαφορετικούς τύπους δανείων στους δανειολήπτες και δημιουργούν ένα ευρύ φάσμα προϊόντων χρηματοοικονομικών απαιτήσεων για τους δανειστές.

Οι «τράπεζες» οι οποίες παρέχουν το μηχανισμό πληρωμών, για παράδειγμα, το πετυχαίνουν αυτό αποδεχόμενες καταθέσεις τις οποίες δανείζουν στους δανειολήπτες. Άλλα ιδρύματα, για παράδειγμα, προσφέρουν ασφαλιστική κάλυψη ή προνόμια τα οποία αποπληρώνονται στον αποταμιευτή με την προϋπόθεση της εκπλήρωσης όρων που συνδέονται με κάποια γεγονότα όπως η λήξη του αποταμιευτικού συμβολαίου ή η συνταξιοδότηση του αποταμιευτή. Η εταιρεία παρέχει αυτά τα προνόμια ως αποτέλεσμα της επένδυσης των εισφορών των πελατών της σε μια

ποικιλία προϊόντων χρηματοοικονομικών απαιτήσεων. Όταν αναφερόμαστε στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τα οποία (από κοινού με τις αγορές) συνθέτουν ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα, συχνά διαχωρίζουμε τα ιδρύματα αυτά σε δύο ομάδες (Abel & Bernanke, 2005):

- Στις τράπεζες ή, όπως σε πολλές χώρες αποκαλούνται, στα καταθετικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και
- Στα άλλα (ή μη καταθετικά) χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Οι τράπεζες σε οποιοδήποτε χρηματοπιστωτικό σύστημα ικανοποιούν ευρέως παρεμφερείς ρόλους και λειτουργούν ευρέως με παραπλήσιους τρόπους. Κάποιες χώρες παρουσιάζουν ευρύτερη διαφοροποίηση σε μη τραπεζικά ιδρύματα αντικατοπτρίζοντας τις ιστορικές τους ιδιαιτερότητες και την ανάπτυξή τους. Βασική αιτία για την εν λόγω διαφοροποίηση είναι ότι τα καταθετικά ιδρύματα διαθέτουν ένα ιδιαίτερο χαρακτηριστικό το οποίο τα διαφοροποιεί από τα υπόλοιπα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, και οι οικονομολόγοι θεωρούν τη διάκριση αυτή ως σημαντική. Το χαρακτηριστικό αυτό είναι ότι οι υποχρεώσεις τους χρησιμοποιούνται ως χρήμα. Μια επέκταση των τραπεζικών υπηρεσιών, συνεπώς, αφορά σε μια ανάλογη αύξηση της προσφοράς χρήματος.

2.3.1. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ως επιχειρήσεις

Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι επιχειρήσεις και μπορούμε να αναλύσουμε τη συμπεριφορά τους ακριβώς με τον ίδιο τρόπο που οι οικονομολόγοι θα ανέλυαν τη συμπεριφορά μιας οποιοσδήποτε επιχείρησης. Μπορούμε να τα φανταστούμε να έχουν διάφορες εισροές εγκαταστάσεις, εργασία, τεχνολογία, πρώτες ύλες και να παράγουν εκροές διαφόρων ειδών (Devereux & Engel, 2003). Όλα αυτά τα κάνουν έχοντας ακριβώς τους ίδιους στόχους όπως και οποιαδήποτε άλλη επιχείρηση, και σε ό,τι αφορά στα κόστη και στα έσοδα, αυτά συμπεριφέρονται ακριβώς το ίδιο όπως και στις άλλες επιχειρήσεις. Στη συνέχεια μελετάμε το καθένα ξεχωριστά, σημειώνοντας διαφορετικά χαρακτηριστικά χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, όπου κρίνεται απαραίτητο (Corsetti et al., 2011).

Όπως οι περισσότερες επιχειρήσεις, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προσλαμβάνουν εργασία και κατέχουν ή ενοικιάζουν ειδικές εγκαταστάσεις. Κατά τα τελευταία έτη υπήρξαν απότομες αυξήσεις στην εργασιακή παραγωγικότητα, καθώς οι πιέσεις της αγοράς ώθησαν τις εταιρείες σε περικοπές του κόστους. Σε αυτό βοήθησε σε μεγάλο βαθμό και η τεχνολογική ανάπτυξη, ειδικότερα σε ό,τι αφορά στους υπολογιστές. Η τεχνολογία επέδρασε επίσης και στον τόπο εγκατάστασης και στα δίκτυα διανομής των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Για πολλά χρόνια ήταν αποδεκτό, κυρίως από τα καταθέτικά ιδρύματα, ότι η παρουσία σε έναν κεντρικό δρόμο ήταν απαραίτητη για την προσέλκυση πελατών. Αυτό οδήγησε σε μεγάλης κλίμακας επενδύσεις σε ακριβά κτίρια που βρίσκονταν σε εξαιρετικές θέσεις. Πράγματι, το κόστος των εγκαταστάσεων για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα λιανικής αποτελούσε ένα σημαντικό εμπόδιο εισόδου στην αγορά (Abel & Bernanke, 2005). Τα τελευταία χρόνια, ωστόσο, έλαβε χώρα η ραγδαία ανάπτυξη της τηλεφωνικής τραπεζικής και της γραμμής άμεσης πρόσβασης των ασφαλιστικών εταιρειών, παρέχοντας υπηρεσίες μέσω του τηλεφώνου ή ενός τερματικού ηλεκτρονικού υπολογιστή και χρησιμοποιώντας την εξοικονόμηση κόστους σε εγκαταστάσεις, προκειμένου να προσφέρουν ανταγωνιστικές τιμές στους πελάτες τους.

Σε ό,τι αφορά στις εισροές, το πιο διακριτό χαρακτηριστικό για τα μη καταθετικά ιδρύματα αποτελούν τα κεφάλαια που οι αποταμιευτές επιθυμούν να δανείσουν. Αυτά επενδύονται στο ίδρυμα προκειμένου να αποκομίσουν ασφαλιστικά ή συνταξιοδοτικά προνόμια ή να συγκεντρώσουν μερίδια σε δια χειριζόμενα κεφάλαια χρεογράφων. Το «κόστος» αυτών των εισροών αποτελείται από το κόστος της διαχείρισης του λογαριασμού από κοινού με τα χρηματικά προνόμια που το ίδρυμα θα πρέπει να πληρώσει (Eichengreen, 1992).

Για τα καταθετικά ιδρύματα, η κρίσιμη εισροή είναι τα «αποθέματα». Εφόσον μια τράπεζα (ή ένα άλλο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα) έχει επαρκή αποθέματα σε χαρτονομίσματα και κέρματα και διακρατεί τις καταθέσεις της συνήθως σε μια κεντρική τράπεζα, διαθέτει μεγάλη ελευθερία να δημιουργεί δάνεια και καταθέσεις κατά τη δική της διακριτική ευχέρεια. Υπάρχει μια οργανωμένη αγορά γι' αυτά τα αποθέματα (η «διατραπεζική» αγορά) και το κόστος είναι το επιτόκιο που επικρατεί στην αγορά αυτή, η διαμόρφωση του οποίου επηρεάζεται σημαντικά από την κεντρική τράπεζα.

Όπως με τις άλλες επιχειρήσεις, μπορούμε να διακρίνουμε ανάμεσα στα σταθερά κόστη για ένα συγκεκριμένο εύρος εκροής και στα μεταβλητά κόστη. Επίσης, για λόγους απλοποίησης, υποθέτουμε ότι το οριακό κόστος παραγωγής αυξάνεται βραχυχρόνια. Η ανάγκη προσέλκυσης περισσότερων κεφαλαίων οδηγεί φυσιολογικά στην προσφορά μεγαλύτερων κινήτρων με τη μορφή επιτοκίου ή επιπλέον παροχών ή άλλων υπηρεσιών, και έτσι το μοναδιαίο κόστος αυτών των κεφαλαίων θα αυξάνεται μαζί με τον όγκο τους (Devereux & Engel, 2003).

Από αυτή την οπτική γωνία, οι εκροές των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων είναι «δάνεια», αν και αυτά τα δάνεια μπορεί να λαμβάνουν διαφορετικές μορφές και συχνά μπορεί να μην είναι αναγνωρίσιμα ως τέτοια. Στην περίπτωση των τραπεζών και των αποταμιευτικών ιδρυμάτων, τα δάνεια που χορηγούνται στους πελάτες είναι εμφανή και παρουσιάζονται στους ισολογισμούς ως δάνεια ή «προκαταβολές» στους πελάτες.

Η δανειακή φύση των εκροών των μη καταθετικών ιδρυμάτων δεν είναι τόσο εμφανής. Αρκετά από τα κεφάλαια που λαμβάνονται από ασφαλιστικές και συνταξιοδοτικές επιχειρήσεις χρησιμοποιούνται για τη διακράτηση ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου χρεογράφων που έχει αποκτηθεί μέσω των χρηματαγορών (Abel & Bernanke, 2005). Στις περιπτώσεις που τα χρεόγραφα έχουν εκδοθεί πρόσφατα, τα κεφάλαια ρέουν προς την εκδότρια εταιρεία και, ως αποτέλεσμα, λειτουργούν ως δάνεια. Αρκετές αγορές, ωστόσο, είναι αγορές χρεογράφων παλαιότερων εκδόσεων, από αυτούς που ήδη τα κατείχαν. Στην περίπτωση αυτή τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ουσιαστικά αναχρηματοδοτούν δάνεια που έχουν αρχικά δημιουργηθεί από κάποιο άλλο άτομο ή οργανισμό.

Ωστόσο, λέγοντας ότι οι εκροές είναι δάνεια, με τη μια ή την άλλη μορφή, είναι σαν να παρουσιάζεται η μία όψη του νομίσματος (Eichengreen, 1992). Αν τα δούμε ως ομάδα, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προσφέρουν μια μεγάλη ποικιλία υπηρεσιών που εκτείνεται από τις εκδόσεις και τη διαπραγμάτευση μετοχών μέχρι τη φορολογική και άλλες μορφές χρηματοοικονομικών συμβουλών σε προσωπικό και επιχειρηματικό επίπεδο.

Σε μερικά χρηματοπιστωτικά συστήματα αυτές οι «εκτός ισολογισμού δραστηριότητες», όπως λέγονται, έχουν αναπτυχθεί ταχύτατα τα τελευταία χρόνια. Επιπλέον, προκειμένου να αυξήσουν

τη διαθεσιμότητα κεφαλαίων στους δανειολήπτες, είτε άμεσα είτε έμμεσα, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μετασχηματίζουν σημαντικά τη φύση αυτών των κεφαλαίων. Αυτή η διαδικασία μετασχηματισμού από μόνη της δημιουργεί κάτι που συχνά θεωρείται ότι αποτελεί τη βάση για να θεωρούνται τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ως χρηματοπιστωτικοί διαμεσολαβητές.

Συνεχίζοντας τον παραλληλισμό με άλλους τύπους επιχειρήσεων, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα παράγουν έσοδα από τις εκροές τους. Όπως είναι προφανές, τα έσοδα αυτά προέρχονται από τον τόκο που οι δανειολήπτες πληρώνουν για τα δάνεια στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Όταν τα ιδρύματα διακρατούν χαρτοφυλάκια χρεογράφων, τα έσοδά τους προέρχονται από τα μερίσματα και τις πληρωμές τόκων αυτών των χρεογράφων. Όταν τα ιδρύματα προσφέρουν υπηρεσίες εκτός ισολογισμού στους πελάτες, τότε χρεώνουν προμήθειες. Όπως συμβαίνει και στις άλλες επιχειρήσεις, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θα μεγιστοποιήσουν τα κέρδη τους όταν η διαφορά μεταξύ συνολικών εσόδων και συνολικών εξόδων φτάσει στον μέγιστο βαθμό, δηλαδή στο σημείο που το οριακό κόστος εξισώνεται με το οριακό έσοδο (Eichengreen, 1992).

Συνεπώς, στα περισσότερα χρηματοπιστωτικά συστήματα σημειώνεται η τάση επικράτησης των μεγάλων ιδρυμάτων. Είναι εμφανές από τις δημόσιες δηλώσεις τους, καθώς και από τη συμπεριφορά τους, ότι άλλους στόχους, όπως το μέγεθος, η ανάπτυξη και το μερίδιο αγοράς, θεωρούν σημαντικούς.

2.3.2. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ως διαμεσολαβητές

Από την αρχή του παρόντος κεφαλαίου είδαμε ότι, πέραν των εξειδικευμένων υπηρεσιών που ένα ίδρυμα πιθανόν να προσφέρει, ένα μεγάλο μέρος της δραστηριότητας οποιουδήποτε χρηματοπιστωτικού ιδρύματος είναι η χορήγηση δανείων σε τελικούς δανειολήπτες από τα κεφάλαια που τελικοί δανειστές χορήγησαν σε αυτά (Βαβούρας & Μανωλάς, 2006). Πράττοντας κατ' αυτό τον τρόπο, αναφέραμε ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έλαβαν μέρος σε μια διαδικασία γνωστή ως διαμεσολάβηση και ότι η διαμεσολάβηση είχε σημαντικά χαρακτηριστικά και συνέπειες.

Η έννοια της διαμεσολάβησης σημαίνει ότι ενεργεί κάποιος ως μεσάζων μεταξύ δύο πλευρών. Οι δύο πλευρές είναι συνήθως οι τελικοί δανειστές και οι δανειολήπτες, αλλά σε κάποιες περιπτώσεις μπορεί να είναι άλλοι διαμεσολαβητές. Ποια είναι τα χαρακτηριστικά της διαμεσολάβησης; Το πρώτο πράγμα που μπορεί να ειπωθεί είναι ότι η διαμεσολάβηση εκφράζει κάτι πολύ πιο σημαντικό από το να συστήσει ή να φέρει κοντά κάποιος δύο διαφορετικές πλευρές. Θα μπορούσε να φανταστεί κανείς μια επιχείρηση που προσφέρει μια υπηρεσία, να κρατάει μητρώα των δυνητικών δανειστών και δανειοληπτών και να προσπαθεί να τα ταιριάζει.

Η επιχείρηση θα μπορούσε να λειτουργήσει μάλλον ως πρακτορείο συνοικεσίων ή ως αντιπρόσωπος που θα χρέωνε κάποια προμήθεια για μια επιτυχημένη σύσταση. Όμως αυτό δεν είναι διαμεσολάβηση. Αν η δραστηριότητα αυτή είχε όνομα, το πιο αντιπροσωπευτικό θα ήταν «μεσιτεία». Η διαδικασία της διαμεσολάβησης απαιτεί ότι κάτι θα δημιουργηθεί από το μετασχηματισμό των εισροών σε εκροές. Με απλά λόγια θα μπορούσαμε να πούμε ότι αυτό που κάνει ένας διαμεσολαβητής είναι (Βαβούρας & Μανωλάς, 2006):

- να δημιουργεί απαιτήσεις για τους δανειστές και υποχρεώσεις για τους δανειολήπτες, οι οποίες είναι περισσότερο ελκυστικές για την κάθε ομάδα από ό,τι θα
- ήταν αν οι δύο πλευρές έπρεπε να διαπραγματευτούν απευθείας μεταξύ τους.

Ουσιαστικά αυτό σημαίνει ότι οι διαμεσολαβητές μετασχηματίζουν κεφάλαια, που καθίστανται διαθέσιμα σε αυτούς συνήθως για μικρές περιόδους σε δάνεια που διατίθενται σε τελικούς δανειολήπτες για μακρύτερες περιόδους. Αυτό μπορεί να συνοψιστεί στη φράση ότι οι διαμεσολαβητές «δανείζονται βραχυπρόθεσμα και δανείζουν μακροπρόθεσμα». Αυτό που δημιουργείται μέσω αυτής της διαδικασίας είναι η ρευστότητα και μπορούμε να το δούμε πιο ξεκάθαρα αν αντιπαραθέσουμε την περίπτωση του άμεσου δανεισμού με το δανεισμό μέσω διαμεσολαβητή.

Ας υποθέσουμε τώρα ότι πρόκειται να εμφανιστεί ένα είδος αποταμιευτικού ιδρύματος με ειδίκευση στην προσέλκυση μεγάλου αριθμού μικρών καταθέσεων, τις οποίες συναθροίζει και δανείζει σε όσο το δυνατόν λιγότερα μεγάλα δάνεια και για μακρές περιόδους. Πληρώνει τόκο στις καταθέσεις και χρεώνει υψηλότερο επιτόκιο στα δάνεια. Οι τελικοί δανειστές και οι τελικοί

δανειολήπτες ωφελούνται και οι δύο, και μάλιστα ωφελούνται τόσο πολύ ώστε είναι έτοιμοι να δανείσουν και να δανειστούν με τέτοιους όρους που να επιτρέπουν στο διαμεσολαβητή να αποκομίσει κέρδος (Sullivan & Sheffrin, 2003). Το ερώτημα που τίθεται εδώ σχετίζεται άμεσα με τα οφέλη.

Πρώτον, με αρχικό δεδομένο ότι το ίδρυμα κρατάει ένα μερίδιο των συγκεντρωμένων κεφαλαίων σε ρευστή μορφή και με δεύτερο δεδομένο ότι οι καταθέτες δεν επιθυμούν όλοι να αποσύρουν τις καταθέσεις τους αμέσως, οι καταθέτες έχουν άμεση πρόσβαση στα κεφάλαιά τους, ακόμα και αν αυτά τα κεφάλαια στη συντριπτική τους πλειονότητα έχουν εκταμιευτεί σε μακροπρόθεσμα δάνεια (Howells & Bain, 2009). Το αντίστοιχο πλεονέκτημα για το δανειολήπτη είναι η διαθεσιμότητα των μακροπρόθεσμων δανείων, ακόμα κι αν κανείς δεν επιθυμεί να δανείσει για μακρά περίοδο. Αυτή η διαδικασία είναι γνωστή ως μετασχηματισμός των λήξεων.

Δεύτερον, ένα όφελος για τους δανειστές είναι ότι το ίδρυμα μπορεί να συναθροίσει αρκετές μικρές καταθέσεις, οι οποίες, αν λαμβάνονταν μεμονωμένα, θα ήταν μη ελκυστικές για τους δανειολήπτες. Οι καταθέσεις αυτές μπορεί τότε να κερδίσουν ένα επιτόκιο δανεισμού το οποίο δεν θα ήταν εφικτό προηγουμένως. Το αντίστοιχο πλεονέκτημα για τους δανειολήπτες είναι ότι μπορούν να δανειστούν μεγάλα ποσά ακόμα και στην περίπτωση που οι δανειστές δεν επιθυμούν να δανείσουν μεγάλα ποσά (Sullivan & Sheffrin, 2003).

Τρίτον, λειτουργώντας σε μια μεγάλη κλίμακα, το αποταμιευτικό ίδρυμα μπορεί να μειώσει τον κίνδυνο και για τις δύο πλευρές. Μερικώς αυτό το πετυχαίνει προσλαμβάνοντας προσωπικό, το οποίο πληρώνεται από το «άνοιγμα», τη διαφορά του επιτοκίου καταθέσεων και δανεισμού, για να αξιολογήσει τον κίνδυνο που εμπεριέχεται στα δάνεια που συνάπτει. Παρά το γεγονός ότι καθεμία ιδιαίτερη περίπτωση αξιολογείται στη βάση των δεδομένων της, υπάρχουν αρκετές ομοιότητες μεταξύ των περιπτώσεων, και συνεπώς το προσωπικό εξειδικεύεται και είναι ιδιαίτερα ικανό λόγω της εμπειρίας του (Howells & Bain, 2009). Τα ιδρύματα, επίσης, μειώνουν τον κίνδυνο εξαιτίας της ικανότητάς τους να διαφοροποιούν το χαρτοφυλάκιό τους. Μπορούν να διαφοροποιήσουν δανείζοντας σ' ένα μεγάλο εύρος ιδιωτών και οργανισμών κατά τέτοιο τρόπο, ώστε ένα δυσμενές γεγονός πιθανόν να επηρεάσει μόνο ένα μικρό ποσοστό των δανείων.

Μπορούν, επίσης, να διαφοροποιήσουν τις πηγές των κεφαλαίων τους, έτσι ώστε μια δυσκολία στην άντληση κεφαλαίων από μια πηγή να μπορεί να αντισταθμιστεί από κάποια άλλη. Η διαφοροποίηση είναι ένα από τα χαρακτηριστικά των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων το οποίο έχει την τάση να εκμεταλλεύεται τις οικονομίες κλίμακας.

Τέλος, το ίδρυμα μειώνει τα κόστη έρευνας και συναλλαγών και για τις δύο πλευρές. Οι δανειστές γνωρίζουν πού βρίσκεται το ίδρυμα. Καταθέτουν τις αποταμιεύσεις τους και αποχωρούν. Και οι δανειολήπτες παρομοίως γνωρίζουν πού βρίσκεται το ίδρυμα. Επικοινωνούν με το τηλέφωνο, με επιστολές, με το διαδίκτυο. Επιπροσθέτως, παρόλο που κάθε συναλλαγή είναι κατά μια έννοια μοναδική, καθεμία μπορεί να ταξινομηθεί στο πλαίσιο μιας ευρύτερης κατηγορίας ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια, προσωπικά δάνεια, πιστωτικά όρια επιχειρήσεων σε λογαριασμούς υπερανάλληξης (overdrafts) κ.ά. Αυτό σημαίνει ότι μπορεί να τυποποιηθούν οι όροι με τους οποίους τα κεφάλαια γίνονται δεκτά και χορηγούνται ως δάνεια. Υπάρχει ένα σύνολο κανόνων για κάθε τύπο κατάθεσης ή άλλης εισφοράς και ένα σύνολο κανόνων για κάθε τύπο δανείου. Δανειστές και δανειολήπτες αποδέχονται τους όρους αυτούς (ή στρέφονται αλλού) (Abel & Bernanke, 2005). Με αυτό τον τρόπο αποφεύγεται η ιδιαίτερη διαπραγμάτευση και η σύναψη συμβολαίων με τις αμοιβές των παριστάμενων δικηγόρων και άλλα κόστη που θα ήταν απαραίτητα στην απευθείας διαπραγμάτευση δανειστών και δανειοληπτών.

Είναι προφανές ότι τα παραπάνω αποτελούν μια λίστα όλων των δυνατών πλεονεκτημάτων. Όμως, είναι χρήσιμο να τονίσουμε όσα είπαμε μέχρι τώρα, ότι οι διαμεσολαβητές δημιουργούν «κάτι», δεν μεταφέρουν απλά και μόνο κεφάλαια, και μάλιστα χωρίς καμία διαφοροποίηση, μεταξύ των δύο πλευρών. Εάν επιμείνουμε στην ιδέα ότι «κάτι» δημιουργείται, ο καλύτερος γενικός όρος για να το περιγράψουμε είναι η ρευστότητα. Ο όρος αυτός βέβαια δεν συμπεριλαμβάνει όλα τα πλεονεκτήματα αλλά, από οικονομική άποψη, εμπεριέχει ό,τι πραγματικά έχει σημασία. Αυτό που κάνουν οι διαμεσολαβητές είναι να καταστήσουν τα κεφάλαια διαθέσιμα (σε δανειστές και δανειολήπτες - οφειλέτες) σε χαμηλό κόστος, ευχερώς ρευστοποιήσιμα και με τον ελάχιστο κίνδυνο.

2.4. Χρηματοπιστωτικές αγορές

Στα οικονομικά, μια αγορά αποτελεί μια οργανωτική επινοήση που φέρνει σε επαφή αγοραστές και πωλητές. Δεν χρειάζεται να είναι μια φυσική τοποθεσία – αν και αρκετές πόλεις έχουν «εμπορικές» πλατείες και αρκετές από αυτές φιλοξενούν περιοδικές αγορές (Devereux & Engel, 2003).

Κάποιες χρηματοπιστωτικές αγορές υπάρχουν σε συγκεκριμένες τοποθεσίες, αλλά κυρίως χρησιμοποιούν ηλεκτρονικές μεθόδους συναλλαγών, οι οποίες επιτρέπουν τη διασπορά των διαπραγματευτών. Για παράδειγμα, οι αγορές ξένου συναλλάγματος υποχρεωτικά «φέρνουν σε επαφή» αγοραστές και πωλητές που βρίσκονται εγκατεστημένοι σε διάφορες χώρες του κόσμου (Devereux & Engel, 2003). Η σύγχρονη τεχνολογία των τηλεπικοινωνιών επιτρέπει πλέον στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στις ΗΠΑ να διαπραγματεύονται σε μετοχές στο Τόκιο το ίδιο εύκολα που μπορούν να το κάνουν και στη Νέα Υόρκη. Μέχρι το 1986, η διαπραγμάτευση μετοχών στη Μεγάλη Βρετανία ήταν συγκεντρωμένη σε συγκεκριμένο φυσικό χώρο διεξαγωγής συναλλαγών του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου. Με την εισαγωγή της νέας τεχνολογίας, ωστόσο, οι διαπραγματευτές διασκορπίστηκαν αμέσως στα γραφεία των εταιρειών τους.

2.5. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα και η πραγματική οικονομία

Η λειτουργία ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος έχει ως σκοπό κυρίως να διευκολύνει την παροχή και τη λήψη δανείων. Αυτό επιτρέπει στα άτομα να κανονίζουν διαχρονικά τις δαπάνες τους με τρόπο ώστε, μέχρι κάποιο βαθμό, αυτές να αποσυνδέονται από το εισόδημά τους. Οι δανειστές μπορούν να διαφυλάξουν πλούτο για μελλοντική κατανάλωση. Οι δανειολήπτες μπορούν να δαπανήσουν προεξοφλώντας τμήμα του εισοδήματός τους. Παράλληλα με τη διαχρονική αναδιάρθρωση της δαπάνης επιτελείται και αναδιάρθρωση της χρήσης των πόρων μεταξύ των ατόμων (Howells & Bain, 2009). Οι δανειστές προσωρινά παραιτούνται από μια απαίτηση για αγαθά και υπηρεσίες καθώς οι δανειολήπτες χρησιμοποιούν αυτά τα αγαθά και τις υπηρεσίες.

Όταν μιλάμε για την «πραγματική οικονομία», κατά συνέπεια, εννοούμε τον τομέα της οικονομίας ο οποίος παράγει τα πραγματικά αγαθά και τις υπηρεσίες που απαιτούνται, σε

αντίθεση με τον χρηματοοικονομικό τομέα της οικονομίας, ο οποίος έχει ως σκοπό να καταστήσει εφικτή τη μεταβίβαση των απαιτήσεων με ελκυστικούς όρους.

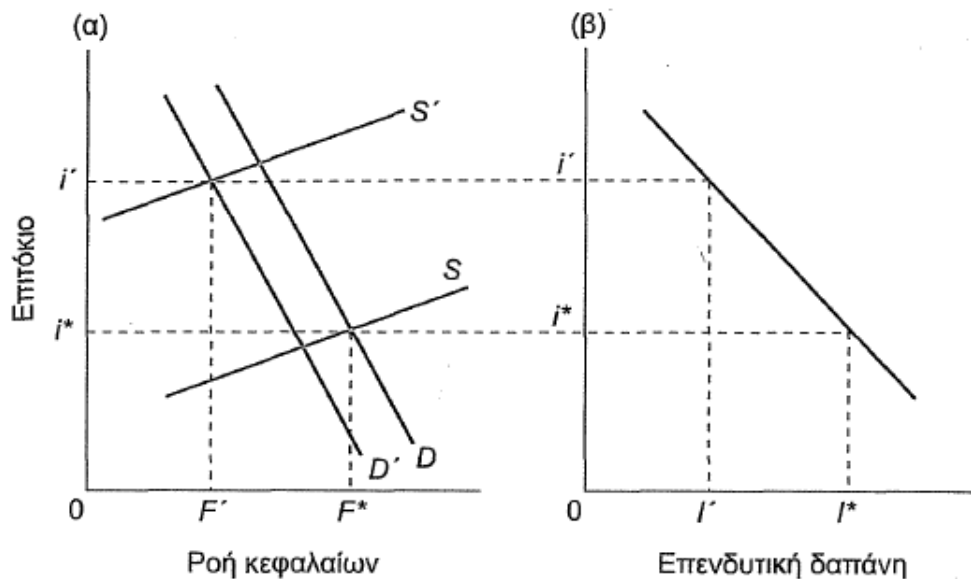
Φυσικά, η αποτελεσματικότητα με την οποία η πραγματική οικονομία λειτουργεί είναι μέγιστης σημασίας από τη στιγμή που καθορίζει τελικά το πραγματικό πρότυπο διαβίωσης. Οι χώρες που θεωρούν ότι η πραγματική τους οικονομία αποτυγχάνει να αποδώσει στο βαθμό που θα μπορούσε (και στις εύπορες οικονομίες κάτι τέτοιο συνήθως κρίνεται συγκρίνοντας το ρυθμό ανάπτυξης της παραγωγής τους με τον αντίστοιχο ρυθμό άλλων εύπορων οικονομιών), συχνά ερευνούν κατά πόσο μία από τις πιθανές αιτίες γι' αυτό είναι το χρηματοπιστωτικό σύστημα (Devereux & Engel, 2003): είναι πολύ μεγάλο, πολύ μικρό, αναποτελεσματικό, «βραχυπρόθεσμο»; Στην ενότητα αυτή εξετάζουμε τρεις τίτλους στους οποίους μπορεί κάποιος να συνοψίσει τη σχέση μεταξύ της χρηματοοικονομικής δραστηριότητας και της πραγματικής οικονομίας. Αυτοί είναι: η σύνθεση της συνολικής ζήτησης, το επίπεδο της συνολικής ζήτησης και η κατανομή των πόρων. Θα εξετάσουμε επίσης μια συγκεκριμένη περίπτωση που αναφέρεται στο τι μπορεί να συμβεί όταν το χρηματοοικονομικό σύστημα δεν έχει τη δυνατότητα κατανομής πόρων προς όφελος της πραγματικής οικονομίας. Η περίπτωση αυτή καλείται οικονομική καταστολή (financial repression).

Καταρχάς θα εξετάσουμε την περίπτωση όπου το χρηματοοικονομικό σύστημα δύναται να επηρεάσει τη σύνθεση της συνολικής ζήτησης, μεταβάλλοντας την ισορροπία μεταξύ της κατανάλωσης και της αποταμίευσης από τη μία πλευρά και της επένδυσης από την άλλη (Abel & Bernanke, 2005).

Η περίπτωση αυτή προκύπτει επειδή μία από τις βασικές λειτουργίες ενός χρηματοοικονομικού συστήματος είναι το να διευκολύνει τους φορείς της αγοράς να δανείζουν και να δανείζονται. Εάν τώρα προσπαθήσουμε να τυποποιήσουμε κάπως αυτή την περίπτωση, μπορούμε να πούμε ότι μια συνέπεια της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης είναι ότι, σ' ένα οποιοδήποτε δεδομένο επιτόκιο, οι δανειστές θα είναι περισσότερο πρόθυμοι να δανείσουν και οι δανειολήπτες θα είναι περισσότερο πρόθυμοι να δανειστούν από ό,τι θα ήταν σε κάθε άλλη περίπτωση. Το ίδιο σχεδόν μπορεί να ειπωθεί και για τις χρηματοπιστωτικές αγορές (Sullivan & Sheffrin, 2003).

Οι αποτελεσματικές αγορές με χαμηλά κόστη συναλλαγών διευκολύνουν τους κατόχους χρεογράφων να αγοράσουν και να πουλήσουν. Τα χρεόγραφα καθίστανται περισσότερο ελκυστικά στους δανειστές από ό,τι θα ήταν αν έπρεπε να αγοράσουν και να διακρατήσουν το χρεόγραφο μέχρι τη λήξη του. Κατά συνέπεια, οι επιχειρήσεις και όποιοι άλλοι μπορούν να δανειστούν φθηνότερα εκδίδοντας χρεόγραφα σε χαμηλότερα επιτόκια από ό,τι θα χρειαζόταν να κάνουν αν ήταν αλλιώς τα πράγματα.

Το Διάγραμμα 2.1. απεικονίζει το αποτέλεσμα χρησιμοποιώντας ένα οικείο διάγραμμα. Στον κάθετο άξονα έχουμε το επιτόκιο, i , και στον οριζόντιο άξονα τη ροή των δανειακών κεφαλαίων. Το διάγραμμα δείχνει την προσφορά κεφαλαίων σε συνθήκες ενός αναπτυγμένου χρηματοπιστωτικού συστήματος, S , και τη ζήτηση γι' αυτά, και πάλι σ' ένα σύστημα το οποίο προσφέρει ένα εύρος ευνοϊκών επιλογών όρων στους δανειολήπτες.



Διάγραμμα 2.1. και 2.2.: Η χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση ενθαρρύνει την αποταμίευση και την επένδυση

Πηγή: Howells & Bain, 2009

Η ροή των κεφαλαίων απεικονίζεται με το F^* με επιτόκιο i^* . Αν οι δανειστές δεν μπορούσαν να δανείσουν με ασφάλεια και για μικρές περιόδους, και αν οι δανειολήπτες μπορούσαν να βρουν μόνο έναν ή δύο δανειστές έπειτα από μια εντατική και κοστοβόρα έρευνα, η προσφορά κεφαλαίων θα ήταν πολύ λιγότερη, όπως δείχνει το S' , και η ζήτηση γι' αυτά επίσης πολύ λιγότερη, όπως φαίνεται από το D' . Υπό αυτές τις συνθήκες, η ροή των δανειακών κεφαλαίων θα ήταν πολύ λιγότερη στο F' και πολύ πιο ακριβή στο i' (Howells & Bain, 2009).

Το Διάγραμμα 2.2. απεικονίζει το αποτέλεσμα στην πραγματική επενδυτική δαπάνη. Υποθέτουμε ότι οι επιχειρήσεις αναλαμβάνουν όλα εκείνα τα επενδυτικά σχέδια τα οποία αποφέρουν έναν αναμενόμενο συντελεστή απόδοσης τουλάχιστον ίσο με το κόστος κεφαλαίου (εδώ το επιτόκιο στο Διάγραμμα 2.1.). Τα οριακά σχέδια θεωρείται ότι έχουν μειωμένες αναμενόμενες αποδόσεις. Συνεπώς, για ένα δεδομένο επίπεδο προσδοκιών αναφορικά με τους συντελεστές απόδοσης των επενδυτικών σχεδίων θεωρούμε ότι η ροή της πραγματικής επενδυτικής δαπάνης συνδέεται αρνητικά με το κόστος κεφαλαίου και μπορούμε να διατυπώσουμε μια ρητή σχέση, i , στο Διάγραμμα 2.2. Συνδυάζοντας τα δύο διαγράμματα, βλέπουμε ότι στις πιο ευνοϊκές συνθήκες δανεισμού το κόστος των κεφαλαίων θα είναι i^* και η ροή της επένδυσης θα είναι I^* . Δίχως τα πλεονεκτήματα ενός αναπτυγμένου χρήμα τοπιστωτικού συστήματος, το κόστος των κεφαλαίων θα ήταν I' και η επενδυτική δαπάνη θα ήταν μόνο I (Howells & Bain, 2009).

Ανακεφαλαιώνοντας, λοιπόν, μπορούμε να διατυπώσουμε το συμπέρασμα ότι η ύπαρξη ενός αναπτυγμένου χρηματοπιστωτικού συστήματος, το οποίο προσφέρει ένα πλήρες εύρος προϊόντων που ταιριάζουν στις ανάγκες των δανειοληπτών και των δανειστών, είναι πιθανόν να διευκολύνει τη μετάβαση σε υψηλότερα επίπεδα επενδυτικής δαπάνης, σε σχέση με την καταναλωτική δαπάνη, και ότι κάτι τέτοιο θα διευκολύνει υψηλότερα επίπεδα επενδύσεων (Abel & Bernanke, 2005). Εάν τα επενδυτικά προγράμματα έχουν επιλεγεί με προσοχή, τότε η οικονομία θα παρουσιάσει μεγαλύτερο ρυθμό ανάπτυξης απ' ό,τι σε άλλες περιπτώσεις.

Κατά δεύτερον, ας αναλογιστούμε την περίπτωση της αποτελεσματικότητας του χρηματοοικονομικού συστήματος ως προς την κατανομή των πόρων και της επίδρασής της στην πραγματική οικονομία. Το ζήτημα αυτό προκύπτει επειδή το χρηματοοικονομικό σύστημα τείνει να ανακατανέμει τους πόρους σε βάθος χρόνου (επιτρέπει δηλαδή την κατανάλωση στο παρόν έναντι μελλοντικών εισοδημάτων) και μεταξύ των οικονομικών μονάδων (επιτρέποντας στις ελλειμματικές μονάδες να δαπανήσουν κεφάλαια που ανήκουν σε πλεονασματικές μονάδες). Τούτο προϋποθέτει ότι τα κεφάλαια που οι αποταμιευτές προτίθενται να διαθέσουν θα πρέπει να χρησιμοποιούνται με τον πιο ευεργετικό, φθηνό και αποτελεσματικό τρόπο για την κοινωνία. Ας εξετάσουμε ποιες προϋποθέσεις πρέπει να ισχύουν για να γίνει κάτι τέτοιο.

Τα κεφάλαια των αποταμιευτών θα πρέπει να ρέουν προς προγράμματα που παρέχουν τις μεγαλύτερες αποδόσεις σε ένα ορισμένο επίπεδο κινδύνου, είτε έχουμε να κάνουμε με δανεισμό μέσω αγορών είτε με δανεισμό μέσω διαμεσολαβητών. Οι αγορές και οι διαμεσολαβητές μπορεί να λειτουργούν σε περιβάλλον πλήρους ανταγωνισμού και με το ελάχιστο μέσο κόστος. Στην περίπτωση αυτή, θα πρέπει να είμαστε σίγουροι ότι ο συντελεστής απόδοσης του πραγματικού απασχολούμενου κεφαλαίου αντιπροσωπεύει την αποτίμηση της κοινωνίας για τα οφέλη που προκύπτουν από τη χρήση του (Abel & Bernanke, 2005). Δεν θα πρέπει να υπάρχουν εξωτερικές οικονομίες, για παράδειγμα, και μονοπωλιακές αποδόσεις. Για δεδομένο επίπεδο κινδύνου θα πρέπει να υπάρχει ένας ενιαίος συντελεστής απόδοσης για τα επενδυτικά σχέδια και για τα κεφάλαια που τα χρηματοδοτούν, και αυτός θα πρέπει να αντικατοπτρίζει την επιθυμία της κοινωνίας να διαπραγματευτεί την υποκατάσταση της σημερινής κατανάλωσης στη μελλοντική. Το πιο σημαντικό είναι ότι ένα επενδυτικό σχέδιο, που προσφέρει αποδόσεις πάνω από τον μέσο όρο, θα πρέπει να παρέχει και οφέλη πάνω από τον μέσο όρο (Sullivan & Sheffrin, 2003). Ένα τέτοιο σχέδιο θα πρέπει επιπλέον να έχει απεριόριστη πρόσβαση σε κεφάλαια. Δίχως την επικράτηση μονοπωλιακών συνθηκών τέτοια επενδυτικά σχέδια θα αναλαμβάνονται σε ολοένα μεγαλύτερο αριθμό (αυξάνοντας συνεχώς τα συνολικά οφέλη) μέχρι το σημείο που οι αποδόσεις των επενδυτικών σχεδίων και των κεφαλαίων θα εξισώνονται με αυτές των άλλων επενδυτικών σχεδίων.

Αν εισάγουμε τις επιχειρήσεις στην ανάλυσή μας, θα οδηγηθούμε σε κάποια άλλα αξιόλογα συμπεράσματα. Αφού θεωρητικά μια επιχείρηση δεν είναι τίποτε άλλο παρά μια διοικητική

επινόηση που οργανώνει πραγματικές κεφαλαιακές επενδύσεις, οι διαθέσιμες αποδόσεις προς τους μετόχους των επιχειρήσεων αποτελούν απλώς τις διαθέσιμες αποδόσεις από τα επενδυτικά σχέδιά τους. Όσο οι αποδόσεις των επενδυτικών σχεδίων παραμένουν υψηλότερες από τις αποδόσεις που απαιτούνται από τους μετόχους τόσο περισσότερα κεφάλαια μπορεί να αντληθούν και η επιχείρηση θα επεκτείνεται (αυξάνοντας παράλληλα και το γενικότερο επίπεδο ευημερίας) μέχρι το σημείο που οι αποδόσεις του κεφαλαίου θα εξισωθούν με το κόστος του κεφαλαίου που απαιτείται από τους μετόχους. Οι μέτοχοι, φυσικά, είναι οι ιδιοκτήτες των επιχειρήσεων (Sullivan & Sheffrin, 2003). Οι μετοχές τους έχουν μια αγοραία αξία, και αν οι μέτοχοι είναι ικανοποιημένοι με το γεγονός ότι τα επενδυτικά σχέδια των επιχειρήσεων αποφέρουν τις απαιτούμενες από αυτούς τους ίδιους αποδόσεις, δεν θα αγοράσουν ούτε θα πουλήσουν και η τιμή της μετοχής θα βρίσκεται σε ισορροπία. Αυτή είναι και η τιμή που η επιχείρηση θα εκδώσει νέες μετοχές, αν επιθυμεί να επεκταθεί. Επαναλαμβάνουμε ότι η τιμή αντανακλά το κόστος του κεφαλαίου. Αν η τιμή είναι υψηλότερη, τα κεφάλαια θα είναι φθηνότερα, ενώ αν η τιμή είναι χαμηλότερη, τα κεφάλαια θα είναι ακριβότερα.

Ως εδώ έχει πραγματοποιηθεί μια ανάλυση των συνθηκών που θα πρέπει να επικρατούν προκειμένου να είμαστε σίγουροι ότι τα κεφάλαια πάντοτε διοχετεύονται στις χρήσεις εκείνες που παράγουν τη μέγιστη κοινωνική ωφέλεια. Δυστυχώς, δεν είναι δύσκολο να φανταστούμε περιστάσεις που αυτό το επιθυμητό αποτέλεσμα δεν επιτυγχάνεται.

Πρώτον, υπάρχουν συνθήκες που σχετίζονται με τη λειτουργία των επιχειρήσεων. Η παραγωγή πραγματικών αγαθών και υπηρεσιών πολλές φορές συνδέεται με αρνητικές εξωτερικές οικονομίες, γεγονός που σημαίνει ότι η τιμή που πληρώνουν τα άτομα υπερεκτιμά την πραγματική κοινωνική ωφέλεια. Τέτοια αγαθά και υπηρεσίες υπερπαράγονται και κάποιες βιομηχανίες είναι μονοπώλια. Τα επενδυτικά τους σχέδια κερδίζουν μεγαλύτερες αποδόσεις από τις μέσες και δεν είναι δυνατόν οι αποδόσεις αυτές να εξαλειφθούν με επιπρόσθετη παραγωγή. Τέτοια αγαθά και υπηρεσίες υποπαράγονται από κοινωνικής πλευράς (Sullivan & Sheffrin, 2003).

Υπάρχουν όμως στην πράξη κάποιες ατέλειες και στη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών συστημάτων. Η χρηματοοικονομική δραστηριότητα είναι συχνά τμηματοποιημένη. Με άλλα

λόγια, τα κεφάλαια διοχετεύονται από συγκεκριμένες πηγές σε συγκεκριμένους προορισμούς, δηλαδή δεν κατευθύνονται ελεύθερα προς τις κοινωνικά πιο ωφέλιμες και παραγωγικές χρήσεις. Οι αιτίες γι' αυτό είναι μερικές φορές άτυπες ή ιστορικές νοικοκυριά με πλεονάζοντα διαθέσιμα σκέφτονται πρωτίστως να συγκεντρώσουν τοκοφόρες καταθέσεις, επειδή τα χρεόγραφα θεωρούνται ως περιουσιακά στοιχεία για τους εύπορους.

Πολλές φορές υπάρχουν νομικές αιτίες ιδρύματα που συγκεντρώνουν λίγες αποταμιεύσεις είναι υποχρεωμένα να διοχετεύουν ένα μεγάλο μέρος στο κρατικό χρέος γιατί αυτό θεωρείται ασφαλές. Άλλες φορές οι λόγοι είναι θεσμικοί οι ελάχιστες ονομαστικές αξίες των χρεογράφων του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα είναι πολύ μεγάλες για τους ιδιώτες αποταμιευτές ή οι ελάχιστες προμήθειες είναι πολύ μεγάλες. Η επιθυμία για το σπάσιμο αυτής της τμηματοποίησης με το επιχείρημα ότι υπάρχει ανάγκη να γίνει πιο αποτελεσματικό το χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελεί τη βασική κινητήρια δύναμη των πολιτικών της χρηματοοικονομικής απορύθμισης τα τελευταία χρόνια.

Άλλη αιτία που μπορεί να οδηγεί στη μη βέλτιστη κατανομή των πόρων κεφαλαίων οφείλεται είτε στη φτώχεια είτε στην ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης. Η απόκτηση πληροφόρησης σχετικά με τις καλύτερες διαθέσιμες αποδόσεις απαιτεί χρόνο, συνεπώς και κόστος. Πολλοί μπορεί να πιστεύουν ότι το κόστος αυτό δεν αξίζει να το υφίστανται (Abel & Bernanke, 2005).

Για πολλά χρόνια, οι περισσότερες ευρωπαϊκές κυβερνήσεις μπορούσαν να δανείζονται από τα νοικοκυριά πιο οικονομικά σε σχέση με άλλες πηγές, και αυτό μπορεί να ήταν αποτέλεσμα τόσο του δισταγμού των νοικοκυριών να ψάξουν για καλύτερες αποδόσεις όσο και της επιθυμίας για μεγαλύτερη ασφάλεια. Αυτό λειτουργεί υπέρ του δανεισμού και της επένδυσης του δημόσιου τομέα. Η ασύμμετρη πληροφόρηση μπορεί επίσης να επηρεάσει τις οικονομικές μονάδες όσον αφορά στην επιλογή χρηματοπιστωτικών περιουσιακών στοιχείων και να τα ωθήσει στην αγορά ακατάλληλων στοιχείων (Eichengreen, 1992).

Τα τελευταία χρόνια, πολλά νοικοκυριά δήλωσαν ότι προχώρησαν στην αγορά συγκεκριμένων τύπων αποταμιευτικών προγραμμάτων, τα οποία παρείχαν εγγυήσεις για την αποπληρωμή των ενυπόθηκων στεγαστικών τους δανείων, χωρίς να έχουν αντιληφθεί το γεγονός ότι η αξία των

αποταμιεύσεών τους ήταν συνυφασμένη με την πορεία του χρηματιστηρίου. Στη χειρότερη περίπτωση, η ασύμμετρη πληροφόρηση ενδέχεται να τρομοκρατήσει τα νοικοκυριά και να τα αποτρέψει εντελώς από την αποταμίευση χρημάτων που αποσκοπούν στην εξασφάλισή τους στο απώτερο μέλλον (Sullivan & Sheffrin, 2003). Μπορεί επίσης να οδηγήσει σε παραπλανητική τιμολόγηση των χρηματοπιστωτικών προϊόντων και υπηρεσιών. Για παράδειγμα, εάν οι ασφαλιστικές εταιρείες δεν μπορούν να διακρίνουν τους πελάτες υψηλού κινδύνου από αυτούς χαμηλότερου κινδύνου, θα πρέπει να χρεώσουν ασφάλιστρα που να ανταποκρίνονται στην «πιο επικίνδυνη περίπτωση». Αυτό σημαίνει ότι η ασφάλιση θα συνεπάγεται υψηλό κόστος για τους πελάτες χαμηλού κινδύνου οι οποίοι, ως εκ τούτου, θα επιλέξουν να ζήσουν χωρίς ασφάλιση.

Η εσφαλμένη κατανομή των πόρων οφείλεται επίσης και στο τμήμα εκείνο των αγορών όπου το σύστημα επιτρέπει, σε ορισμένες περιπτώσεις, τη λειτουργία της κερδοσκοπίας. Τούτο μπορεί να προκύψει επειδή μέρος της απόδοσης από τη διακράτηση κάποιων περιουσιακών στοιχείων οφείλεται στην εκτίμηση για την αξία τους το κέρδος κεφαλαίου. Είναι φανερό ότι τα κέρδη αυτά αναμένονται ως φυσικό αποτέλεσμα για τη διακράτηση εταιρικών μετοχών για μεγάλο διάστημα, και μπορεί να είναι εξίσου σημαντικά για τους επενδυτές όσο και οι περιοδικές πληρωμές μερισμάτων (Howells & Bain, 2009). Με δεδομένο ότι η τιμή ανεβαίνει, οι επενδυτές αποκομίζουν κέρδη.

Πιθανόν να γνωρίζουμε ότι η αγοραία τιμή θα πρέπει να αντανakλά μόνο την παραγωγικότητα των υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων. Όμως οι επενδυτές θα ήταν ανόητοι εάν, λειτουργώντας ενάντια στο ατομικό τους συμφέρον, αποτύχαιναν να αγοράσουν (ή να διακρατήσουν) μετοχές, για τις τιμές των οποίων είχαν τη βεβαιότητα ότι θα αυξηθούν. Κατά συνέπεια, μια επικερδής επένδυση δεν είναι μόνο ζήτημα αγοράς μετοχών επιχειρήσεων που πρόκειται να επιτύχουν υψηλά κέρδη, αλλά και η αγορά μετοχών που άλλα άτομα θεωρούν ότι θα παρουσιάσουν καλές αποδόσεις. Μπορεί να γίνει κανείς πλούσιος αγοράζοντας μετοχές επιχειρήσεων που άλλοι επενδυτές θεωρούν ότι θα έχουν ευνοϊκή εξέλιξη. Μάλιστα, μπορεί η κερδοφορία των επιχειρήσεων να μην έχει καμία σχέση με όλα αυτά απλώς χρειάζεται να έχετε την ικανότητα να εντοπίζετε εκείνες τις μετοχές που άλλα άτομα πρόκειται να αγοράσουν (για οποιονδήποτε λόγο). Η συμπεριφορά αυτή μερικές φορές οδηγεί σε αυτό που είναι γνωστό ως επενδυτική φρενίτιδα ή κερδοσκοπικές φούσκες.

Οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων αρχίζουν να ανεβαίνουν, ίσως εξαιτίας εύλογων οικονομικών αιτιών (Sullivan & Sheffrin, 2003). Όμως, από τη στιγμή που τα άτομα θεωρούν ότι η αύξηση πρόκειται να συνεχιστεί, θα υπάρχουν κάποιοι που αγοράζουν μόνο και μόνο επειδή πιστεύουν ότι η τιμή θα αυξηθεί, και όχι γιατί θεωρούν ότι υπάρχει κάποιος θεμελιώδης λόγος για τον οποίο θα έπρεπε να αυξηθεί η τιμή. Και αν αρκετοί αγοραστές προσχωρήσουν σε αυτή την άποψη, τότε η τιμή θα αυξηθεί, τουλάχιστον για ένα διάστημα. Όμως, θα πρέπει να θυμόμαστε ότι ενώ ο στοιχηματισμός με ρίσκο στις κινήσεις των τιμών των περιουσιακών στοιχείων μπορεί να φαίνεται ακίνδυνη και ευχάριστη ενασχόληση ή τουλάχιστον επικίνδυνη μόνο για τον παίκτη που αναλαμβάνει αυτό τον κίνδυνο, μια μεταβολή στην τιμή ενός περιουσιακού στοιχείου είναι μια μεταβολή στο κόστος άντλησης κεφαλαίων.

Μια αύξηση στην τιμή των μετοχών, για παράδειγμα, καθιστά την άντληση κεφαλαίου φθηνότερη, ενθαρρύνει την επιχειρηματική ανάπτυξη και διευκολύνει την επιχείρηση να επικρατήσει των ανταγωνιστών της. Κάτι τέτοιο είναι επιθυμητό εφόσον υπάρχουν ασφαλείς θεμελιώδεις λόγοι η επιχείρηση μπορεί να είναι πιο παραγωγική και πιο ορθολογικά διοικούμενη από τους ανταγωνιστές της. Όμως αποτελεί σοβαρή αποτυχία της αγοράς αν κάτι τέτοιο συμβαίνει μόνο από επενδυτική φρενίτιδα.

Ένα ακόμη θέμα που τα τελευταία χρόνια προκύπτει σε συζητήσεις για το πόσο καλά λειτουργούν τα χρηματοοικονομικά συστήματα ή για το πόσο κατορθώνουν να βελτιώσουν ή να παρεμποδίσουν την απόδοση της πραγματικής οικονομίας είναι και η χρηματοοικονομική καταστολή. Αντίθετα με όσα συμβαίνουν στην περίπτωση της σύνθεσης της συνολικής ζήτησης και της κατανομής των πόρων, η χρηματοοικονομική καταστολή δεν αποτελεί από μόνη της αίτιο καλής ή κακής οικονομικής απόδοσης. Λειτουργεί περισσότερο ως απεικόνιση μιας κατάστασης όπου τόσο η σύνθεση της συνολικής ζήτησης όσο και η κατανομή των πόρων έχουν κακή έκβαση.

Ο όρος χρηματοοικονομική καταστολή αναφέρεται στην επικράτηση ακατάλληλων παρεμβάσεων από τις κυβερνήσεις στα χρηματοπιστωτικά συστήματα. Κατά συνέπεια, ένα χρηματοοικονομικό σύστημα που περιορίζεται από κατασταλτικές παρεμβάσεις αποτελεί ένα κρατικά ελεγχόμενο σύστημα (Sullivan & Sheffrin, 2003). Ο ρόλος της χρηματοοικονομικής

καταστολής (καθώς και της αντίθετης μεθόδου, της «χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης») συζητείται κυρίως σε σχέση με λιγότερο αναπτυγμένες χώρες, όπου το κύριο ερώτημα που τίθεται είναι το εάν η απελευθέρωση θα οδηγούσε σε αύξηση των επενδύσεων, βελτίωση της κατανομής των πόρων και αύξηση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης (Nelson, 2007).

Παρ' όλα αυτά, καθώς η καταστολή οφείλεται κυρίως στη δράση ενός απολυταρχικού και δεσποτικού κράτους, το φαινόμενο αυτό μπορεί να σχετιστεί και με χώρες όπως η Ρωσία, η Κίνα και η Ινδία, οι οποίες βρίσκονται στο μεταβατικό στάδιο προς την οικονομία της αγοράς, αλλά και στα νέα κράτημέλη της «διεύρυνσης» της Ε.Ε., καθώς η ιστορία ορισμένων από αυτά παρουσιάζει παραδείγματα αυστηρού κρατικού ελέγχου της οικονομίας σε κεντρικό επίπεδο, κυρίως μάλιστα όσον αφορά στα χρηματοοικονομικά συστήματα.

Λαμβάνοντας κανείς υπόψη το γεγονός ότι η χρηματοοικονομική καταστολή αποτελεί ένα πλαίσιο στο οποίο οι δύο λειτουργίες που έχουν ήδη συζητηθεί ενδέχεται να έχουν αρνητική έκβαση, θα πρέπει να παρουσιάσουμε συνοπτικά γιατί η έντονη κρατική παρέμβαση ενδέχεται να οδηγήσει σε αποτελέσματα που αποδεικνύουν ότι το χρηματοοικονομικό σύστημα παρεμποδίζει την οικονομική ανάπτυξη.

Καταρχάς αξίζει να ξεκαθαρίσουμε ότι με τον όρο κρατική παρέμβαση δεν αναφερόμαστε στην παρέμβαση που γίνεται στο πλαίσιο εφαρμογής της ρυθμιστικής πολιτικής στο χρηματοοικονομικό σύστημα (Nelson, 2007). Υπάρχουν πολλοί τρόποι χρηματοοικονομικής καταστολής, αλλά δύο από αυτούς είναι οι πιο διαδεδομένοι και παρέχουν σαφή εικόνα του γιατί η καταστολή επιφέρει σχεδόν πάντοτε αρνητικά αποτελέσματα. Ο πρώτος έχει να κάνει με την επίπλαστη διατήρηση των επιτοκίων δανεισμού και καταθέσεων σε χαμηλά επίπεδα (Howells & Bain, 2009). Ο δεύτερος έχει να κάνει με τους κανονισμούς διακράτησης υψηλών αχρείαστων αποθεματικών ή κρατικών ομολόγων στις τράπεζες.

Με βάση την ανάλυσή μας στην αρχή της ενότητας αυτής, η ιδέα προβολής των χαμηλών επιτοκίων ως μέσου προσέλκυσης επενδύσεων ενδεχομένως να φαντάζει καλή. Αυξάνει τον αριθμό πραγματικών κεφαλαιουχικών επενδύσεων που κατορθώνουν να παρουσιάσουν κέρδη μεγαλύτερα του κεφαλαιακού τους κόστους. Υπάρχουν, παρ' όλα αυτά, δύο προβλήματα σε

σχέση με το παραπάνω. Το πρώτο είναι ποσοτικό και το δεύτερο ποιοτικό. Καταρχάς, αναφορικά με την ποσότητα, η ρύθμιση του επιτοκίου σε επίπεδα χαμηλότερα από το επιτόκιο ισορροπίας της αγοράς περιορίζει το ποσοστό επενδύσεων που πραγματοποιούνται στο επίπεδο της προσφοράς δανείων στο επιτόκιο αυτό. Έτσι αντί να έχουμε περισσότερες επενδύσεις κεφαλαίων, έχουμε περισσότερα επενδυτικά σχέδια που κατορθώνουν να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις της διαδικασίας, αλλά λιγότερα που όντως μπορούν να χρηματοδοτηθούν (Nelson, 2007).

Αυτό οδηγεί και στο δεύτερο πρόβλημα της πλεονάζουσας ζήτησης για τα περιορισμένα κεφάλαια που διατίθενται. Κατά συνέπεια, οι δανειστές θα πρέπει να εφεύρουν κάποιο σύστημα διανομής των κεφαλαίων. Οι επιλογές που έχουν ποικίλλουν από τη μεροληψία υπέρ των καταξιωμένων ή των μεγάλων πελατών έως τη χρηματοδότηση εταιρειών που έχουν τη στήριξη του κράτους ή κάποιου ισχυρού τοπικού ιθύνοντα.

Στη χειρότερη περίπτωση τα κεφάλαια κατευθύνονται σε όποιον διατίθεται να δωροδοκήσει περισσότερο ή να προσφέρει άλλου τύπου εκδουλεύσεις και χάρες. Το κύριο στοιχείο εδώ είναι ότι καμία από αυτές τις μεθόδους κατανομής δεν υποστηρίζει τις πιο κερδοφόρες επενδύσεις εκείνες, δηλαδή, που με βάση τη θεωρία θα παρήγαγαν τα μεγαλύτερα κοινωνικά οφέλη. Για να βελτιώσει κανείς την ποιότητα της επένδυσης θα πρέπει να επιτρέψει την αύξηση των επιτοκίων και με τον τρόπο αυτό να αποκλείσει τα επενδυτικά σχέδια χαμηλών αποδόσεων και χαμηλής χρησιμότητας.

Εκτός από τη σταθεροποίηση του επιτοκίου σε επίπλαστα χαμηλά επίπεδα, η κρατική παρέμβαση στο χρηματοοικονομικό σύστημα εκδηλώνεται και μέσω της απαίτησης από τις τράπεζες καθώς και από άλλους διαμεσολαβητές να υποστηρίζουν υψηλά επίπεδα κρατικού χρέους ή να διατηρούν υψηλά επίπεδα αποθεμάτων υψηλότερα από τη φυσιολογική επιλογή.

Όσον αφορά στη σταθεροποίηση των επιτοκίων, συνήθως υποστηρίζεται ότι τα κρατικά ομόλογα ενέχουν τα χαμηλότερα επίπεδα κινδύνου σε μια οικονομία και κατά συνέπεια μπορεί κανείς να ισχυριστεί ότι η διακράτηση περισσότερων ομολόγων συντελεί στη σταθερότητα μιας εταιρείας.

Η διατήρηση επιπλέον αποθεμάτων στις τράπεζες σημαίνει επιπρόσθετη προστασία τους έναντι του κινδύνου ρευστότητας (Nelson, 2007). Παρ' όλα αυτά τα παραπάνω δεν καθιστούν επαρκείς λόγους για την επιβολή των δεικτών αυτών, ενώ εύλογο είναι να υποστηρίξει κανείς ότι οι χρηματοπιστωτικές εταιρείες μπορούν να κρίνουν πολύ καλύτερα το κατά πόσο εκτίθενται στον κίνδυνο.

Ο λόγος για τον οποίο οι κυβερνήσεις επιμένουν στην υποστήριξη του δημόσιου χρέους από τις εταιρείες είναι ότι με τον τρόπο αυτό η κυβέρνηση χρηματοδοτεί το έλλειμμά της (Howells & Bain, 2009). Το γεγονός αυτό συνδέεται και με τη σταθεροποίηση των επιτοκίων καθώς επιτρέπει την προσφορά των ομολόγων σε επιτόκιο χαμηλότερο από εκείνο που θα υπαγόρευε η αγορά εάν υπήρχε δυνατότητα επιλογής. Πρόκειται για μια μορφή επιβεβλημένου δανεισμού στο κράτος.

Οι επίπλαστα υψηλές απαιτήσεις αποθεμάτων επίσης συνεισφέρουν στα οικονομικά του κράτους. Τούτο ισχύει γιατί τα αποθέματα (που περιλαμβάνουν και καταθέσεις στην κεντρική τράπεζα) γενικά δεν αποφέρουν τόκους. Κατά συνέπεια, το εμπορικό τραπεζικό σύστημα υποχρεούται σε άτοκο δανεισμό στην κεντρική τράπεζα, η οποία στη συνέχεια μπορεί να το χρησιμοποιήσει για να δανείζει έντοκα (Gopinath & Rigobon, 2008). Κάτι τέτοιο αυξάνει τα κέρδη της κεντρικής τράπεζας και, καθώς η κεντρική τράπεζα συνήθως αποτελεί κρατικό οργανισμό, τα έσοδα του οποίου προστίθενται στα έσοδα του υπουργείου Οικονομικών, αυξάνει τα κέρδη του ίδιου του κράτους.

Κεφάλαιο 3^ο

Η κρίση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και οι επιρροές της

3.1. Εισαγωγή

Πριν από το 2008, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ έπαιζε τον παραδοσιακό ρόλο των κεντρικών τραπεζών, την άσκηση της νομισματικής πολιτικής και (σε πολύ σπάνιες περιπτώσεις, όπως την ημέρα μετά την 9/11) λειτούργησε ως δανειστής έσχατης ανάγκης (Tully, 2006). Ήταν όμως η νομισματική πολιτική των χαμηλών επιτοκίων της FED αυτή που από μόνη της προκάλεσε την κρίση;

Ο Taylor (2010) επίσης λέει ότι επειδή η FED επηρεάζει τη διαθεσιμότητα και την τιμή του κεφαλαίου οδήγησε ορισμένους να υποστηρίζουν ότι έτσι ενίσχυσε τη ζήτηση για επικίνδυνα περιουσιακά στοιχεία κρατώντας χαμηλά τα επιτόκια, δηλαδή τα χαμηλά επιτόκια οδήγησαν στην φούσκα των ακινήτων, αλλά αυτή η άποψη είναι μόνο η μία

πλευρά του ζητήματος γιατί υπάρχει και η θέση του προέδρου της ομοσπονδιακής τράπεζας, που λέει ότι υπάρχουν και άλλοι λόγοι που μπορούν να εξηγήσουν την ρευστότητα στην αμερικανική οικονομία όπως η εισροή κεφαλαίων από τις ασιατικές χώρες και η συστημική αλληλεξάρτηση των οικονομιών.

Η χαλαρή νομισματική πολιτική που ακολουθήθηκε από τις αρχές του 2000, επιδείνωσε τόσο τις εγχώριες μακροοικονομικές ανισοροπίες των ΗΠΑ, όσο και τις παγκόσμιες ανισοροπίες. Η φούσκα των ακινήτων οδήγησε πολλά νοικοκυριά της εργατικής τάξης να επωμιστούν μεγάλες υποχρεώσεις. Την ίδια στιγμή μια ολέθρια μείωση των αποταμιεύσεων στις ΗΠΑ, έλαβε χώρα (Keller et al., 2014). Ταυτόχρονα, κατά την περίοδο πριν την κρίση η υπερβολική αύξηση των αποταμιεύσεων προερχόμενη κυρίως από την Κίνα, την Ιαπωνία, τη Γερμανία και τις χώρες εξαγωγής πετρελαίου, διατηρούσε τα μακροπρόθεσμα επιτόκια χαμηλά.

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές στις ΗΠΑ, είχαν αντιμετωπίσει και άλλες μεγάλες κρίσεις τα τελευταία 20 χρόνια και παραπάνω, για παράδειγμα, η Μαύρη Δευτέρα του Οκτώβρη το 1987, η κρίση των ακινήτων το 1992, η Ασιατική κρίση του 1997/98, η τεχνολογική φούσκα του 2001, σε όλες τις παραπάνω περιπτώσεις η FED είχε δράσει άμεσα ώστε να αποτρέψει την επέκταση των κρίσεων στην πραγματική οικονομία. Αυτό δημιούργησε την ψευδαίσθηση ότι η FED θα μπορεί πάντα να επεμβαίνει επιτυχώς σε παρόμοιες καταστάσεις. Ανεξάρτητα με το αν τελικά η πολιτική του Greenspan (Greenspan Put) είναι σωστή ή όχι, η συμπεριφορά των αγορών αποτέλεσε μέρος αυτού του πλαισίου, κάνοντας τους επενδυτές να δουν τον κόσμο λιγότερο επικίνδυνο στις αρχές της νέας χιλιετίας από ότι τον προηγούμενο αιώνα (Krugman, 2009).

Πριν το 2008 η FED ασκούσε έλεγχο στα νομισματικά και πιστωτικά μεγέθη μέσω των πράξεων ανοιχτής αγοράς. Η ποσότητα των δανείων που έδωσε στις εμπορικές τράπεζες ήταν μηδαμινή (λιγότερο από 0,5 δις δολάρια στο τέλος του 2007 σε ένα προϋπολογισμό των ύψους 800δις δολαρίων). Το ποσό των δανείων σε έξω τραπεζικούς οργανισμούς δεν είναι καν άξιο αναφοράς (Morgenson, 2010). Μετά το 2008 όμως τα πράγματα άλλαξαν, μαζί με το νομισματικό της ρόλο η FED ανέλαβε και ένα νέο ρόλο, αυτόν της διοχέτευσης

πίστωσης σε επιλεγμένες κατευθύνσεις. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα στο τέλος του 2008, το πρόγραμμα διάσωσης της κεντρικής τράπεζας να αγγίζει τα 1,7 τρις δολάρια, πάνω από τα διπλάσια χρήματα που διέθεσε το Υπουργείο Οικονομικών, 700 τρις δολάρια, για την αντιμετώπιση της κρίσης.

3.2. Χαρακτηριστικά της κρίσης

Στα τέλη της δεκαετίας του '90, οι τράπεζες επενδύσεων είχαν δημιουργήσει μια σειρά από εργαλεία που στόχο τους είχαν τη μεταβίβαση και διάχυση των πιστωτικών κινδύνων. Παρασκεύασαν ένα εκρηκτικό μείγμα, συνδυάζοντας σε ένα και μόνο σύνολο τρία προωθημένα στοιχεία (Williams, 2012).

Πρώτον, οι τράπεζες υιοθέτησαν νέες λογιστικές μεθόδους, και ιδίως τη μέθοδο απολογισμού «mark – to market», η οποία οδήγησε σε αποτίμηση των στοιχείων ενεργητικού με βάση τις εκάστοτε αγοραίες τιμές.

/Δεύτερον, οι τράπεζες είχαν εφεύρει παράγωγα προϊόντα εφαρμοζόμενα στις πιστώσεις, τα «credit default swaps»/CDS. Όπως υποδηλώνει ο αγγλικός όρος «swap», πρόκειται για ανταλλαγή ανάμεσα σε κάποιον που αγοράζει κάλυψη και κάποιον που πουλάει κάλυψη. Ο πρώτος πουλάει στον δεύτερο έναντι περιοδικά καταβαλλόμενου ασφαλίστρου τον κίνδυνο μιας ορισμένης πίστωσης, της οποίας όμως διατηρεί την κυριότητα στον ισολογισμό του. Ο πωλητής κάλυψης ανταμείβεται για τον κίνδυνο τον οποίο εφεξής θα φέρει (Morgenson, 2010). Αυξάνει τα έσοδά του χωρίς να δεσμεύσει κανένα κεφάλαιο, εφόσον δεν προκόψει ατύχημα με την ασφαλισμένη πίστωση μέχρι το τέλος της σχετικής σύμβασης. Η πράξη αυτού του είδους δεν απαιτεί, από πλευράς του, να δεσμευθούν εγγυητικά κεφάλαια για την πίστωση. Ως εκ τούτου, ο αγοραστής του κινδύνου βρίσκεται με μεγάλο βάρος καθώς, εάν ο τελικός δανειζόμενος δεν ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του γεγονός λιγότερο ή περισσότερο πιθανό, πολύ επαχθές, όμως, όταν συμβεί, τότε ο ίδιος θα πρέπει να αποπληρώσει την αξία του δανείου.

Η ασφάλιση του πιστωτικού κινδύνου τρίτων έχει νόημα, μόνον άμα κανείς ποντάρει ότι θα υπάρξει παράλληλη και διαρκής αύξηση τόσο των χορηγούμενων πιστώσεων όσο και των αξιών των στοιχείων ενεργητικού. Αν μια τέτοια υπόθεση επαληθευθεί, τότε ο αγοραστής κινδύνου κερδίζει πολλά. Στην αντίθετη όμως περίπτωση, οι ζημίες που καταγράφει είναι σημαντικές. Πέραν τούτου, ο αγοραστής κάλυψης (ο πωλητής CDS, δηλαδή), από τη στιγμή που ξεφορτώνεται τον πιστωτικό κίνδυνο από τον ισολογισμό του, δεν είναι υποχρεωμένος να διατηρεί αποθεματικό κεφάλαιο έναντι αυτής της πίστωσης (Morgenson, 2010).

Η τράπεζα, που πούλησε κίνδυνο, βλέπει συνεπώς να ελευθερώνεται κεφάλαιο στα χέρια της προκειμένου να αυξήσει τη μόχλευση πιστώσεών της. Στο μέτρο δε που το σύνολο των τραπεζών μεταβιβάζει τον κίνδυνο σε άλλους χρηματοπιστωτικούς φορείς, όλο το τραπεζικό σύστημα βλέπει τη δυνατότητά του για μόχλευση να αυξάνεται.

Το σύστημα των παραγώγων επί πιστώσεων επέτρεψε τη μεταβίβαση κινδύνων οι οποίοι αφορούσαν κάθε λογής πιστώσεις. Μέχρι τότε, η αγορά περιοριζόταν στην πρακτική των τιτλοποιήσεων δηλαδή τη μετατροπή των πιστώσεων σε χρηματοπιστωτικούς τίτλους διαπραγματεύσιμους στις κεφαλαιαγορές, και τούτο είτε προκειμένου περί ακινήτων είτε προκειμένου περί ομοιογενών προϊόντων. Τα παράγωγα επί πιστώσεων επέτρεψαν τη μεταβίβαση πιστώσεων ανεξαρτήτως κατηγορίας και δημιούργησαν μίαν αλυσίδα πολύπλοκων και αξεδιάλυτων αλληλεπιδράσεων. Το συνολικό ύψος των πιστωτικών παραγώγων φθάνει σήμερα τα 62.000 δισ. δολ., έχοντας μέσα σε δέκα χρόνια πολλαπλασιαστεί κατά 100 και πλέον φορές (Kawamoto, 2009).

Το φαινόμενο αυτό γνώρισε εκρηκτική ανάπτυξη (Kawamoto, 2009). Η μεταβίβαση κινδύνου συνέβαλε αποφασιστικά στην επιτάχυνση της δυναμικής των αγορών και στην απογείωση της τιμής των στοιχείων ενεργητικού. Οδήγησε, όμως, παράλληλα σε αποδυνάμωση της εξασφαλιζόμενης κεφαλαιακής κάλυψης. Ο χρηματοπιστωτικός χειριστής που μεταβιβάζει τον κίνδυνο δεν έχει πλέον να ασχολείται με κεφάλαια εγγύησης της πίστωσης που χορηγεί. Μπορεί να πολλαπλασιάζει τις χορηγούμενες πιστώσεις, αφού τις μεταπωλεί ευθύς ως τις χορηγήσει (Paletta & Enrich, 2008). Η μεταβίβαση του

πιστωτικού κινδύνου συμβάλλει συνεπώς, ταυτόχρονα, τόσο σε ιλιγγιώδη πιστωτική επέκταση όσο και σε επικίνδυνη συρρίκνωση του εγγυητικού κεφαλαίου των εν λόγω πιστώσεων. Σε ορισμένες χώρες όπως η Ισπανία, οι χρηματοπιστωτικοί κανονισμοί επέβαλλαν τήρηση αποθεματικού κεφαλαίου αντίστοιχου με το δάνειο, ασχέτως αν υπήρχε μεταβίβαση του κινδύνου ή όχι. Γι' αυτόν ακριβώς τον λόγο οι ισπανικές τράπεζες είναι σήμερα πιο γερές, και καλύτερα θωρακισμένες από τις άλλες, για να αντιμετωπίσουν το σοκ της κρίσης της αγοράς ακινήτων που εκδηλώθηκε.

Υπάρχει όμως και ένας τρίτος παράγοντας της ξέφρενης εξέλιξης στον χώρο των χρηματοπιστωτικών (Paletta & Enrich, 2008): ο νέος τρόπος εκτίμησης του πιστωτικού κινδύνου εκ μέρους των μεγάλων τραπεζών, ιδίως δε των επενδυτικών τραπεζών. Πώς χειριζόταν άλλοτε ένα τραπεζικό ίδρυμα τη διαδικασία χορήγησης μιας πίστωσης; Μελετούσε τον φάκελο που υπέβαλλε ο υποψήφιος δανειζόμενος, συμβουλευόταν το τραπεζικό ιστορικό του, αναζητούσε τυχόν άλλα δάνεια που εκείνος είχε λάβει, επαλήθευε ότι δεν παρουσίαζε στο παρελθόν του πιστωτικό ατύχημα ούτε ανεξόφλητα χρέη, συνυπολόγιζε τα παρόντα εισοδήματα του και τις δυνατότητες μελλοντικών εισοδημάτων. Μόνον υστέρη από μια τέτοια ανάλυση όλων αυτών των στοιχείων, αποφάσιζε η τράπεζα αν θα χορηγούσε ή όχι τη ζητούμενη πίστωση και συχνά απαντούσε αρνητικά. Σήμερα πλέον οι τράπεζες παίρνουν τις αποφάσεις τους με βάση στατιστικές, με μοντέλα πιστωτικού κινδύνου.

Τα μοντέλα αυτά στηρίζονται στην αρχή της «αξίας σε διακινδύνευση» (VaR). Ξεκινώντας από την τιμή των στοιχείων ενεργητικού, από το εισόδημα των δανειοληπτών και από στοιχεία που θεωρούνται τυχαία, προβαίνουν σε εκτίμηση της πιθανότητας αφερεγγυότητας του δανειζομένου και του ποσοστού πιθανής ανάκτησης της αξίας του δανείου σε περίπτωση αφερεγγυότητας. Με τον τρόπο αυτό εκτιμάται η προσδοκώμενη ζημία, και ως εκ τούτου ορίζεται το άνοιγμα spread των χορηγούμενων πιστώσεων (Norris, 2008). Υπολογίζεται επίσης το ύψος των εκτιμώμενων ζημιών, δηλαδή των ακραίων ζημιών.

Έτσι, λοιπόν, ορίζεται η VaR, δηλαδή το ύψος των ζημιών που θα ξεπεραστεί, σε ένα δεδομένο ποσοστό χρόνου (για παράδειγμα, το 1%), από ένα χαρτοφυλάκιο δανείων με δεδομένη δομή. Καθώς δε οι τράπεζες λειτουργούν πλέον με λογική mark to market, καθώς δηλαδή προβαίνουν συνεχώς σε εκτίμηση του κινδύνου των στοιχείων ενεργητικού με βάση τις τιμές αγοράς, καθώς επιπλέον τα στοιχεία ενεργητικού που γράφουν στον ισολογισμό τους αυξάνουν αδιάκοπα όσο βρισκόμαστε σε ανοδική φάση του χρηματοπιστωτικού κύκλου, καταλήγουν να έχουν μια τάση ελάχιστο ποίησης του εκτιμώμενου κινδύνου ζημιών (Baily & Elliott, 2009). Όσο αυξάνεται το «περιθώριο αφερεγγυότητας», δηλαδή η απόσταση ανάμεσα στην αξία των στοιχείων ενεργητικού της τράπεζας και την αξία των χρεών της, τόσο η αξία σε διακινδύνευση μειώνεται. Κατά συνέπεια, η τράπεζα μειώνει το ύψος του κεφαλαίου της και αυξάνει τον όγκο των πιστώσεων της. Συμβάλλει με αυτό τον τρόπο στην εξέλιξη των πιστώσεων παράλληλα προς τη φορά του οικονομικού κύκλου.

Βλέπουμε ότι έτσι διαμορφώνεται έντονος συντονισμός μεταξύ της μακροοικονομικής λογικής, που μόλις περιγράψαμε, και της μικροοικονομικής συμπεριφοράς που τη συνοδεύει.

Το μοντέλο που ακολουθούν οι επενδυτικές τράπεζες και που στα αγγλικά περιγράφεται ως «originate and distribute», μοντέλο δηλαδή που συνίσταται στην πώληση των πιστώσεων και τη μεταβίβαση του κινδύνου σε άλλους, ήρθε να προστεθεί στο κλασικό μοντέλο που συνίσταται στη χορήγηση πιστώσεων και τη διακράτηση του κινδύνου τους (Dirk Willem, 2009). Όμως το νέο αυτό μοντέλο είναι διπλά διαστρεφικό, εκτός αν υπαχθεί σε ρυθμιστικούς περιορισμούς. Και τούτο, επειδή όποιος χορηγεί μια πίστωση γνωρίζοντας ότι θα μεταβιβάσει τον πιστωτικό κίνδυνο, ή και θα μεταπωλήσει την πίστωση καθεαυτή, δεν έχει λόγο να προβεί σε σωστή εκτίμηση του κινδύνου και μάλιστα όταν πρόκειται για διαδικασία με υψηλό κόστος. Ισχύει όμως και επειδή, στο μέτρο που ο τραπεζίτης θεμελιώνει την εκτίμηση του σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο σε ένα στατιστικό μοντέλο, δεν μελετά πλέον τους ατομικούς φακέλους των επίδοξων δανειοληπτών. Αποτέλεσμα ήταν η υποβάθμιση της ίδιας της αξιολόγησης των πιστώσεων, πράγμα που συμβάλλει στην αύξηση των χορηγούμενων πιστώσεων (Sakbani, 2010).

Η επίτευξη υψηλού όγκου πιστώσεων υπερέχει πλέον ως στόχος έναντι της ποιότητας των δανείων που χορηγούνται. Οι τράπεζες επενδύσεων έκαναν εκτεταμένη εφαρμογή αυτού του μοντέλου προκειμένου περί του δανεισμού στην αγορά ακινήτων. Αυτό είναι που οδήγησε στη χρηματοπιστωτική αταξία και αστάθεια που, στις ΗΠΑ, βρίσκεται να έχει στη ρίζα της τα subprimes. Δηλαδή τα ενυπόθηκα δάνεια που χορηγούνταν σε δανειολήπτες υψηλού κινδύνου, με εγγύηση τις κατοικίες τους (Wenn, 2013).

Η κρίση πράγματι γεννήθηκε στις ΗΠΑ. Και το επίκεντρό της βρίσκεται στην Ουώλ Στριτ. Οι αμερικανικές τράπεζες επενδύσεων είχαν προβεί σε μαζικές αγορές στεγαστικών δανείων. Τις ομαδοποιούσαν σε πιστωτικά σύνολα με ομοειδή χαρακτηριστικά, τις μετέτρεπαν σε τίτλους, και τους τίτλους αυτούς τους διέθεταν εν συνεχεία σε ειδικούς χρηματοπιστωτικούς φορείς, ονομαζόμενους οχήματα ειδικού σκοπού (specialpurpose vehicles), που χρηματοδοτούσαν τις αγορές τους αυτές με βραχυπρόθεσμες πιστώσεις. Τους τίτλους, εν συνεχεία, τους διέθεταν σε επενδυτές.

Η διαδικασία της τιτλοποίησης γεννήθηκε από επιμέρους πιστώσεις που πωλούνταν από περιφερειακές τράπεζες, αλλά και από γραφεία κάθε είδους και από μεσίτες (brokers) που αναζητούν πελάτες για να τους προτείνουν την αγορά ενυπόθηκων δανείων. Αυτού του είδους οι πωλήσεις συνήθως γίνονται εκτός οποιουδήποτε είδους ελέγχου (Wenn, 2013). Η επενδυτική τράπεζα εξαγοράζει αυτού του είδους τις πιστώσεις και δημιουργεί pools, δηλαδή σύνολα των 1.000 ή 2.000 δανείων. Φροντίζει ώστε να υπάρχει μια κάποια διαφοροποίηση, ιδίως με την ομαδοποίηση πιστώσεων από διαφορετικές γεωγραφικές περιοχές (Elnaggar, 2009). Θεωρούν οι τράπεζες επενδύσεων ότι παρόμοιες ομαδοποιήσεις πιστώσεων έχουν κίνδυνο πολύ χαμηλότερο απ' οποιονδήποτε εξατομικευμένο πιστωτικό κίνδυνο. Θεωρούν δηλαδή ότι, ως εκ του νόμου των μεγάλων αριθμών, αυτές οι ομαδοποιημένες ατομικές πιστώσεις που είναι μη συσχετισμένες μεταξύ τους δίνουν, συνολικά, λιγότερο μεταβλητή απόδοση απ' ό,τι οποιεσδήποτε πιστώσεις ατομικά λαμβανόμενες. Με άλλα λόγια, ο τραπεζίτης ελπίζει να αποφύγει τις διακυμάνσεις αποδόσεων.

Παρ' όλα αυτά, η αλυσίδα δεν σταματάει εδώ. Άπαξ και δημιουργηθεί ένα παρόμοιο pool πιστώσεων, η τράπεζα επιδιώκει να μεταβιβάσει τον κίνδυνό του. Εκδίδει τότε τίτλους, που αντιστοιχούν στο συγκεκριμένο pool πιστώσεων (Wolff, 2010). Οι τίτλοι, όμως, δεν αντικατοπτρίζουν επακριβώς τις πιστώσεις αυτές. Και τούτο, επειδή οι τράπεζες ενσωματώνουν στους τίτλους που εκδίδονται με βάση το κάθε pool μια λεγόμενη αρχή ιεραρχίας κινδύνου. Δημιουργούν, δηλαδή, λιγότερο ή περισσότερο επικίνδυνες σειρές τίτλων. Η πρώτη σειρά η κατώτερη σειρά ενσωματώνει υψηλό κίνδυνο.

Μια ενδιάμεση σειρά εμφανίζει πιο περιορισμένο κίνδυνο. Στην κορυφή έχουμε τη σειρά των καλύτερων τίτλων, που θεωρείται ιδιαίτερα ασφαλής. Πρόκειται για τους λεγόμενους senior ή super senior τίτλους, που έχουν την προστασία την οποία τους παρέχουν οι κατώτερες σειρές τίτλων που, ως εκ τούτου, δείχνουν να είναι απόλυτα εξασφαλισμένοι από κάθε κίνδυνο (Wolff, 2010), πλην περιπτώσεων κολοσσιαίων ζημιών. Όταν αυξάνονται οι πιθανότητες να εμφανίσει ζημιές το συνολικό pool, τότε οι κατώτερες σειρές είναι εκείνες που θα τις απορροφήσουν. Στο κάτω κάτω σκαλί της σκάλας υπάρχει η σειρά equity, η οποία επιβαρύνεται με τους πρώτους κινδύνους που εκδηλώνονται στην κορυφή της σκάλας η σειρά senior επιβαρύνεται τελευταία. Άμα υπάρξουν ζημιές, οι επενδυτές της σειράς equity θίγονται πρώτοι (Wafa, 2010).

Οι οργανισμοί αξιολόγησης (τρεις τον αριθμό) καθορίζουν την κλιμάκωση των τίτλων, δηλαδή το εύρος των σειρών, κατά τέτοιο τρόπο ώστε οι ανώτερες σειρές να βαθμολογούνται με τον υψηλότερο βαθμό. Πράγματι, άμα η τράπεζα επενδύσεων θέλει να χορηγήσει πολλές πιστώσεις, έχοντας όμως μεταβιβάσει τον κίνδυνό τους, θα πρέπει να έρθουν μεγάλοι επενδυτές και να τον αγοράσουν. Αυτού του είδους οι επενδυτές οι ασφαλιστικές εταιρείες ή τα συνταξιοδοτικά ταμεία απαιτούν να τους προσφέρονται τίτλοι με πολύ υψηλή βαθμολόγηση (Douglas, 2010). Με αυτή την πολύπλοκη αλχημεία της τιτλοποίησης που μόλις είδαμε, η τράπεζα επενδύσεων επιχειρεί ακριβώς να προτείνει τίτλους υψηλής βαθμολόγησης. Προκειμένου μάλιστα οι τίτλοι αυτοί να γίνουν ακόμη πιο ελκυστικοί, μεριμνά η τράπεζα να εξασφαλίσει στις ανώτερες σειρές πρόσθετες εγγυήσεις, και τούτο μέσω ασφάλισης των πιστώσεων (που τις αναλαμβάνουν εξειδικευμένες

ασφαλιστικές εταιρείες). Αν η ανώτερη σειρά έχει προβλήματα, θα πληρώσει θεωρητικά ο ασφαλιστής και όχι ο επενδυτής (Krugman, 2009).

Γνώρισε η τιτλοποίηση, λοιπόν, κεραυνοβόλα ανάπτυξη, λόγω μιας ισχυρής σύμπτωσης συμφερόντων (Krugman, 2009). Οι τράπεζες επενδύσεων, που παίζουν ρόλο διαμεσολαβητή, εισπράττουν προμήθειες χωρίς να δεσμεύουν κεφάλαια και συνεπώς αυξάνουν τα κέρδη τους. Στο ένα άκρο της αλυσίδας, οι μεσίτες που αναζητούν πελάτες και συμπεριφέρονται σαν πλανόδιοι έμποροι εξασφαλίζουν μian αμοιβή χωρίς να επωμίζονται κίνδυνο. Στο άλλο άκρο της αλυσίδας, οι επενδυτές που αγοράζουν τίτλους επωφελούνται από μια νέα διαρθρωμένη πηγή προσφοράς διά της νέας αυτής κατηγορίας στοιχείων ενεργητικού, που επιτρέπει καλύτερη διαφοροποίηση των κινδύνων.

Η τιτλοποίηση είχε καλή γενική υποδοχή, επειδή έδειξε να ωφελεί όλους τους κρίκους της αλυσίδας. Κανείς δεν θέλησε να δει τα αδύνατα σημεία του συστήματος. Πρώτοι οι επενδυτές, που όφειλαν να διερωτηθούν γιατί η καινούργια αυτή κατηγορία στοιχείων ενεργητικού εξασφάλιζε καλύτερες αποδόσεις από τις κανονικές ομολογίες (ένα πρόσθετο 0,51%), ενώ είχε το ίδιο καλή βαθμολογία με αυτές (Krugman, 2009). Στο μέτρο που το ασφάλιστρο κινδύνου, το οποίο ενσωματώνεται στο επιτόκιο, είναι εκείνο που διαφοροποιεί τον κίνδυνο, θα 'πρεπε οι επενδυτές να είχαν διερωτηθεί σε τι οφείλεται το παράδοξο, ή να είχαν σκεφθεί κατά πόσον η βαθμολόγηση αντιστοιχούσε αληθινά στον κίνδυνο.

Οι πάντες, όμως, ωφελούνταν από το σύστημα. Και οι πάντες τραπεζίτες, ρυθμιστικές αρχές, επενδυτές, πολιτικοί, κατακυριευμένοι από την ιδεολογία της αποτελεσματικής αγοράς, δεν έβλεπαν παρά μόνο οφέλη σ' αυτή τη φυγή προς τα εμπρός: μείωση του κόστους δανεισμού, διάχυση των κινδύνων, διαφοροποίηση των περιουσιακών στοιχείων, αυξημένη απόδοση των στοιχείων ενεργητικού.

3.3. Επιπτώσεις της κρίσης στην οικονομία

Η πραγματική οικονομία πάντοτε δοκιμάζεται λιγότερο ή περισσότερο μακροπρόθεσμα από το σοκ που προκαλεί μια χρηματοπιστωτική κρίση. Η χρηματοπιστωτική αταξία έχει δύο άμεσες συνέπειες. Πρώτον, η προσφορά πιστώσεων εκ μέρους των τραπεζών γίνεται σπανιότερη, οπότε το κόστος του χρήματος αυξάνεται. Δεύτερον, οι δανειολήτες βλέπουν τα στοιχεία ενεργητικού τους να χάνουν απότομα σε αξία, οπότε δεν μπορούν να εξοφλήσουν τα δάνεια που έχουν λάβει (Krugman, 2009). Αυτή η βλάβη που υφίσταται το πιστωτικό σύστημα, βλάβη που τραυματίζει τόσο τους δανειστές όσο και τους δανειολήτες, έχει ως περαιτέρω συνέπεια ανακοπή της ανάπτυξης και ενδεχομένως οικονομική κάμψη δηλαδή, τυπικά, αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης επί περισσότερα τρίμηνα. Σε μια τέτοια περίπτωση, μπαίνουμε σε φάση απομείωσης του δανεισμού (Marshall, 2009).

Η διαδικασία αυτή συρρίκνωσης των ισολογισμών πρέπει να προχωρήσει με μεγάλη προσοχή, καθώς οδηγεί σε διακοπή των επενδυτικών δαπανών και σε μείωση της ιδιωτικής κατανάλωσης. Από την ίδια της τη φύση, είναι μια διαδικασία τόσο πιο μακρά και δύσκολη όσο πιο τραυματισμένοι από την κρίση αποδειχθεί ότι είναι οι ισολογισμοί των τραπεζών (Marshall, 2009).

Στην περίπτωση μας, ο χρηματοπιστωτικός σεισμός του 2008 αποδείχθηκε ιδιαίτερα έντονος, έτσι που οι τράπεζες είχαν επί καιρό προσχωρήσει στην ευφορία της εποχής και τα χρέη είχαν συσσωρευθεί. Θα πρέπει, λοιπόν, να περιμένει κανείς πολύ βαριές επιπτώσεις στην οικονομική δραστηριότητα και να προβλέψει πολύ χρόνο μέχρις ότου αποκατασταθούν οι ισολογισμοί και ξαναδούμε επίπεδα χρέους που να επιτρέπουν την επαναδρομολόγηση του δανεισμού υπό κανονικές συνθήκες.

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) ολοκλήρωσε πρόσφατα μια μελέτη σχετικά με την έξοδο από την κρίση. Η εργασία αυτή αποδεικνύει ότι οι κρίσεις εκείνες που όπως η σημερινή τραυματίζουν το τραπεζικό σύστημα, και ως εκ τούτου υποχρεώνουν τα πιστωτικά ιδρύματα να ξαναχτίσουν τους ισολογισμούς τους, έχουν αποτελέσματα τα οποία διαρκούν, κατά μέσον όρο, τρία έως τέσσερα χρόνια. Αυτό ισοδυναμεί με διαπίστωση ότι έχουμε μπει πλέον σε περίοδο ισχυρότατης οικονομικής επιβράδυνσης ή

και ύφεσης, που θα τη διαδεχθεί μια μακρόχρονη φάση χαμηλής ανάπτυξης (White, 2009). Η διάρκεια της εξόδου από την κρίση θα εξαρτηθεί, συνεπώς, από την αποτελεσματικότητα των απαντήσεων που θα δώσει η οικονομική πολιτική και τούτο, τόσο για να επιτευχθεί η επανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών όσο και για να στηριχθεί η ζήτηση με υποκατάσταση των ιδιωτικών συντελεστών της οικονομίας.

Αυτό είναι και το πιθανότερο προφίλ οικονομικής πολιτικής για τους μήνες που έρχονται. Ασφαλώς, η κατάσταση της καθεμιάς χώρας ή κάθε μεγάλου οικονομικού συνόλου θα διαφοροποιείται κάπως, ανάλογα με τον τρόπο με τον οποίο οι αντίστοιχες κυβερνήσεις θα αντιδράσουν στον πανικό. Αποτελεί, πράγματι, ο πανικός σύμπτωμα της φάσης παροξυσμού της κρίσης. Αυτό το κλίμα παροξυσμού είναι που κυριάρχησε τον Σεπτέμβριο και Οκτώβριο του 2008. Ήδη όμως αρχίζουμε να παρατηρούμε τις μετενέργειες αυτού του υψηλού πυρετού στην οικονομική πραγματικότητα (Krugman, 2009).

Η μετάδοση του χρηματοπιστωτικού σεισμού στην οικονομική πραγματικότητα έχει ήδη ξεκινήσει. Οι πιστώσεις που χορηγούνται από τις τράπεζες είναι και σπανιότερες και ακριβότερες, οπότε αυξάνονται οι παρεμβάσεις των δημοσίων αρχών προκειμένου να αποφευχθεί αυτή η συρρίκνωση του συστήματος και αυτό γίνεται με την εισφορά κεφαλαίων που στόχο έχουν να επιτρέψουν τη σωστή χρηματοδότηση της οικονομίας εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων (Marshall, 2009). Παρατηρείται, όμως, όλο και εντονότερη χρηματοπιστωτική επιβάρυνση των νοικοκυριών, τα οποία περιορίζουν τις δαπάνες τους, ή και συγκρατούν την τρέχουσα κατανάλωσή τους.

Η επιβράδυνση αυτή παρουσιάζεται σήμερα εντονότερη και ταχύτερη, καθώς η αύξηση των τιμών των πρώτων υλών το πρώτο εξάμηνο του 2008 από το πετρέλαιο έως τα είδη διατροφής είχε ήδη προξενήσει υποχώρηση των εισοδημάτων και μείωση της αγοραστικής δύναμης των νοικοκυριών. Περιορισμός των εισοδημάτων, αδυναμία δανεισμού, πτώση της κατανάλωσης η αρνητική αλυσίδα βρίσκεται πλέον σε κίνηση.

Η διαδικασία αυτή παρατηρείται στις ΗΠΑ, ενώ ήδη βρίσκεται σε εξέλιξη και στην Ευρώπη. Όταν συνειδητοποιήσει κανείς ότι η κατανάλωση αποτελεί από 65% έως 70% του

ΑΕΠ, ανάλογα με τη χώρα, είναι προφανές ότι, όταν η κατανάλωση φρενάρει, είναι ανέφικτο να αποφευχθεί η κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας, εκτός κι αν ανοίξουν διάπλατα οι κρουνοί της δημόσιας δαπάνης (Marshall, 2009). Μείωση της κατανάλωσης θα οδηγήσει σε στασιμότητα, αν όχι και υποχώρηση, του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη. Όμως μια άτονη ή και αρνητική ανάπτυξη δεν μπορεί παρά να οδηγήσει σε αύξηση της ανεργίας. Η συρρίκνωση της απασχόλησης αποτελεί πρόσθετο παράγοντα ανησυχίας για τα νοικοκυριά, που θα δείξουν ακόμη μεγαλύτερη επιφυλακτικότητα στις δαπάνες τους. Η πτώση της κατανάλωσης έχει και μια πρόσθετη συνέπεια για τις επιχειρήσεις: σημαντική μείωση των κερδών τους. Δείχνουν, πράγματι, τα κέρδη ιδιαίτερη ευαισθησία στις διακυμάνσεις της οικονομικής συγκυρίας.

Η μείωση των κερδών κινδυνεύει να αποβεί θανατηφόρα για εκείνες τις επιχειρήσεις που βρίσκονταν ήδη χρεωμένες, προτού εκδηλωθεί η κρίση. Προέβαιναν επί χρόνια σε επαναγορές ιδίων μετοχών προκειμένου να διανέμουν μεγαλύτερα μερίσματα στους μετόχους, σύμφωνα με το δόγμα κυριαρχίας της μετοχικής αξίας. Αυτή η υποχρέωση εξασφάλισης αποδόσεων των ιδίων κεφαλαίων, που να ξεπερνούν αισθητά την οικονομική αποδοτικότητα των κεφαλαίων, είναι εφικτή μόνον άμα χρησιμοποιείται ο μοχλός του δανεισμού.

Αναπόδραστη συνέπεια είναι η εύθραυστη πλέον χρηματοπιστωτική δομή των επιχειρήσεων (Krugman, 2009). Αντίστοιχα, οι πρωτοβουλίες των εταιρειών private equity περιελάμβαναν την αγορά επιχειρήσεων εισηγμένων σε χρηματιστήρια, την απόσυρσή τους από τη δημόσια διαπραγμάτευση προκειμένου οι αποκλειστικοί πλέον ιδιοκτήτες τους να τις αναδιαρθρώνουν με μόνο στόχο να εξαγάγουν τη μέγιστη δυνατή αξία, ύστερα από τρία έως πέντε χρόνια. Η αξία αυτή προέκυπτε είτε με την επανεισαγωγή στο χρηματιστήριο είτε με τη μεταπώληση σε άλλη εταιρεία κερδοσκοπικό κεφάλαιο που επιχειρούσε να επαναλάβει τον ίδιο χειρισμό. Η αγορά των επιχειρήσεων γινόταν με δανειακά κεφάλαια, τα οποία εν συνεχεία επιβάρυναν τις αγοραζόμενες επιχειρήσεις.

Και στις δύο περιπτώσεις, της επαναγοράς μετοχών (share buybacks) και της αγοράς/εξόδου από χρηματιστήριο (leveraged buyouts), η επιτυχία εξαρτάται αποκλειστικά από

την άνοδο των τιμών των μετοχών. Οπότε η καταβύθιση των χρηματιστηρίων, φαινόμενο με διάρκεια, θα «παγώσει» μεγάλο ποσό δανείων επιχειρήσεων (Marshall, 2009). Το αποτέλεσμα θα είναι να προκόψει πλήθος πτωχεύσεων επιχειρήσεων που, με τη σειρά τους, θα προξενήσουν νέες στρώσεις από ζημιές των τραπεζών.

Επαπειλείται έτσι ένας δεύτερος γύρος ανατροφοδότησης της ύφεσης: η οικονομική κρίση επιτείνει τη χρηματοπιστωτική κρίση. Δεν μπορεί να αποκλείσει κανείς την πιθανότητα να προκόψουν, μέσα σε λίγους μήνες, βουνά παγωμένων πιστώσεων από την πλευρά των επιχειρήσεων, που θα προ καλέσουν νέο κύμα τραπεζικού πανικού.

Προκειμένου να ξορκιστεί αυτή η απειλή, δεν υπάρχει άλλος τρόπος παρά να στηριχθεί η δαπάνη της οικονομίας ώστε να περιορισθεί η έκταση της ύφεσης. Στο μέτρο που μια κρίση είναι παγκόσμια, δεν μπορεί να ελπίζει κανείς ότι θα υπάρξει στήριξη από το εξωτερικό κατά συνέπεια, μόνο τα Κράτη μπορούν να κάνουν δαπάνες, εκεί όπου ο ιδιωτικός τομέας κάνει πίσω. Αυτή όμως η πολιτική θα προξενήσει, ασφαλώς, αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος: βλέπουμε έτσι μια κυβέρνηση όπως η γαλλική να αναβάλλει την επαναφορά της δημοσιονομικής διαχείρισης σε ισορροπία, από το προβλεπόμενο 2010, για το 2012 όσο δηλαδή ένας τέτοιος στόχος έχει οικονομικό νόημα.

Στις ΗΠΑ, αν προσθέσει κανείς στο ήδη μεγάλο δημόσιο χρέος όλα όσα χρειάστηκε να διαθέσει η κυβέρνηση για σωστικές ενέσεις στο τραπεζικό σύστημα, καθώς και τις κρατικές ενισχύσεις που χορηγούνται με στόχο την αποφυγή απογείωσης της ανεργίας, μπορεί να φθάσει σε έλλειμμα 10% του ΑΕΠ το 2009. Σε τέτοια όμως επίπεδα ελλείμματος, η ίδια η μακροοικονομική διαχείριση μεταβάλλεται. Τα επιτόκια των ομολόγων σκαρφαλώνουν υπό την πίεση της ταχείας αύξησης προσφοράς τίτλων που χρειάζεται να απορροφηθούν. Τίθεται, λοιπόν, εύλογα το ερώτημα κατά πόσον οι χώρες με αναδυόμενες οικονομίες θα μπορέσουν να συνεχίσουν να χρηματοδοτούν το αμερικανικό χρέος και με ποιο τίμημα (Krugman, 2009). Αν όντως συνεχίσουν να το κάνουν, θα βρεθούν σε θέση να υπαγορεύουν τους δικούς τους όρους: μπορεί λοιπόν, στα χρόνια που έρχονται, να γίνουμε μάρτυρες της μετακίνησης του κέντρου βάρους της δύναμης της

οικονομίας στον πλανήτη, καθώς τα δημοσιονομικά ελλείμματα θα αδυνατίζουν τις ΗΠΑ, όπως και την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Δεν βλέπει κανείς, πράγματι, πώς οι χώρες της Ευρώπης θα μπορέσουν να τηρήσουν στο μέλλον την πειθαρχία του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, άμα θελήσουν να αποφύγουν μια εξουθενωτική ύφεση. Οι κυβερνήσεις τους το είδαμε στην περίπτωση της Γαλλίας αναλαμβάνουν την ευθύνη της οικονομίας και της χορηγούν οξυγόνο μέσω των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Το ίδιο κάνουν και οι Κεντρικές Τράπεζες, μειώνοντας τα επιτόκια όσο γίνεται. Η πτώση των τιμών των πρώτων υλών μετά τα μέσα του καλοκαιριού του 2008 δείχνει, εν τω μεταξύ, ότι η ύφεση δεν πλήττει μόνο τη βιομηχανική Δύση επεκτείνεται, με ελάχιστες εξαιρέσεις, στο σύνολο του πλανήτη (Meltzer, 2010,). Μετά τον πληθωρισμό των αρχών του 2008, τώρα πλέον οι οικονομίες απειλούνται από το φάσμα του αποπληθωρισμού. Όλοι οι οικονομικοί παράγοντες αύξηση της ανεργίας, κάμψη της κατανάλωσης, πτώση των τιμών των πρώτων υλών, κατάρρευση των επενδύσεων πιέζουν προς την κατεύθυνση μείωσης των τιμών.

Αυτή η κατάσταση θα 'πρεπε να επιτρέψει στις Κεντρικές Τράπεζες, ιδίως δε την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, να χαμηλώσουν τα επιτόκιά τους. Αν όμως σε μερικούς μήνες οι οικονομίες εισέλθουν πραγματικά σε φάση αποπληθωρισμού, τότε οι Κεντρικές Τράπεζες θα βρεθούν αδύναμες, καθώς τα ονομαστικά επιτόκια δεν μπορούν να πείσουν κάτω από το μηδέν (Krugman, 2009). Αν οι τιμές συνεχίσουν να πέφτουν, τα πραγματικά επιτόκια θα καταστούν αναγκαστικά θετικά και τούτο, ενώ η μείωση του χρέους δεν είναι δυνατόν να πραγματοποιηθεί οργανωμένα, παρά μόνο άμα τα πραγματικά επιτόκια γίνουν αρνητικά.

Αυτές είναι οι παγίδες που, λιγότερο ή περισσότερο μακροπρόθεσμα, παραμονεύουν τις οικονομίες, καθώς εισέρχονται σε φάση ύφεσης. Οι χρόνοι της πραγματικής οικονομίας είναι συντομότεροι από εκείνους της χρηματοπιστωτικής οικονομίας. Και αυτές τις παγίδες θα πρέπει να προσπαθήσουν τα Κράτη να αποφύγουν, με μεγαλύτερη ή μικρότερη επιτυχία.

3.4. Η νέα ακολουθούμενη πολιτική των τραπεζών

3.4.1. Εκ νέου σχεδιασμός της άσκησης Νομισματικής Πολιτικής από τις Κεντρικές Τράπεζες.

Η παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008-2009 οδήγησε σε μια βαθιά αναθεώρηση της προ κρίσης νομισματικής πολιτικής. Από την εποχή της «μεγάλης σταθερότητας» μέχρι το 2007, υπήρξε μια αξιοσημείωτη σύγκλιση της νομισματικής θεωρίας και της νομισματικής πολιτικής από τις κεντρικές τράπεζες σε όλο τον κόσμο. Η σύγκλιση αυτή χαρακτηρίστηκε από τις πολιτικές αντιμετώπισης του πληθωρισμού (Krugman, 2009).

Το βασικό χαρακτηριστικό των σύγχρονων πολιτικών σταθεροποίησης σε διάφορες χώρες, μεταξύ των οποίων των ΗΠΑ και της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι η αναβάθμιση της νομισματικής πολιτικής σε βάρος της δημοσιονομικής πολιτικής σε συνδυασμό με την επίτευξη του στόχου της σταθερότητας των τιμών. Η πρόσφατη κρίση έδειξε ότι τα μέτρα νομισματικής πολιτικής εφαρμόστηκαν σε εκτεταμένο βαθμό κυρίως λόγω της άμεσης αποτελεσματικότητας τους αλλά και λόγω της αδυναμίας άλλων φορέων να δράσουν κατά τη διάρκεια των γεγονότων.

Το μεγαλύτερο μέρος των μέτρων χαρακτηρίστηκαν ως «μη συμβατικά», καθώς δεν ανταποκρίνονταν στις παραδοσιακές μεθόδους άσκησης νομισματικής πολιτικής. Τα «μη συμβατικά μέτρα» που εφαρμόστηκαν από τις δύο κεντρικές τράπεζες δημιούργησαν μια νέα μορφή νομισματικής πολιτικής η οποία προχωράει πολύ πιο μακριά από ότι είχαμε συνηθίσει. Σύμφωνα με τον Timberlake τα γεγονότα της κρίσης έδειξαν ότι η FED ήταν έτοιμη να αναλάβει τον πολιτικά «εύκολο» δρόμο της προστασίας συγκεκριμένων οργανισμών, αλλά αν συνεχίσει να το κάνει τίθεται θέμα ηθικού κινδύνου που θα δυσκολέψει ακόμη περισσότερο το ρόλο της.

Σύμφωνα με τον Taylor ανεξάρτητα με το εάν τα νομισματικά μέτρα που ακολούθησε η FED είχαν αποτελέσματα ή όχι, μακροχρόνια οι επιπτώσεις τους θα είναι αρνητικές. Αρχικά ανακύπτουν ερωτήματα σχετικά με την ανεξαρτησία της τράπεζας. Το πρόγραμμα

που εφάρμοσε η FED δεν ήταν καθαρά νομισματικό αλλά δημοσιονομικό και πιστωτικό καθώς προσπάθησε να βοηθήσει συγκεκριμένους κλάδους της οικονομίας και επιχειρήσεις και επειδή αυτό έγινε εκδίδοντας χρήμα και όχι μέσα από φόρους ή δημόσιο δανεισμό, είχε ως αποτέλεσμα η FED να κινδυνεύει να χάσει την ανεξαρτησία της . Επιπλέον ανακλύπτει το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου, αν οι συμμετέχοντες στις αγορές γνωρίζουν ότι σε οποιοδήποτε πρόβλημα που θα προκύψει η κεντρική τράπεζα θα παρέμβει ώστε να προστατέψει το χρηματοπιστωτικό σύστημα, τότε θα κάνουν πολύ λιγότερα ώστε να αποφύγουν τον κίνδυνο και την υπερβολική μόχλευση (Krugman, 2009).

Η FED οφείλει ως κεντρική τράπεζα να ασκεί τη νομισματική της πολιτική ανεξάρτητα. Πολλές από τις πολιτικές όμως που έχει εφαρμόσει κατά τη διάρκεια των χρόνων, και κυρίως στην πρόσφατη κρίση, δείχνουν ότι ενεργεί με στόχο βραχυχρόνια αποτελέσματα τα οποία εξυπηρετούν την κατά καιρούς πολιτική της ηγεσία αλλά και πλήττουν την ανεξαρτησία της και το ρόλο της. Η FED, βλέποντας ότι το επιτόκιο από μόνο του δεν μπορεί να λύσει το πρόβλημα ρευστότητας στην οικονομία, ακολούθησε τους μη παραδοσιακούς τρόπους αντιμετώπισης της κρίσης, εισήγαγε μέτρα νομισματικής πολιτικής τα οποία έπαιξαν σημαντικό ρόλο κατά τη διάρκεια της δύσκολης περιόδου, αυτό όμως θέτει ερωτήματα σχετικά με το νέο ρόλο της Τράπεζας. Καμία από τις μη συμβατικές της πολιτικές, σύμφωνα με τον White, δεν είναι πολιτική «δανειστή έκτακτης ανάγκης» με την παραδοσιακή έννοια του όρου, τα μέτρα που εφάρμοσε χαρακτηρίστηκαν «οιονεί φορολογικά» (quasifiscal policy) όπως όμως χαρακτηριστικά λέει ο Cecchetti «δεν μπορούμε να κατηγορήσουμε την τράπεζα επειδή έπραξε άμεσα και δημιουργικά» στην αντιμετώπιση της κρίσης.

Αρκετές μελέτες έχουν περιγράψει την ανάγκη της προσαρμογής αυτών των μη συμβατικών μέτρων που εφαρμόζονται από τις μεγάλες κεντρικές τράπεζες στα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά της οικονομίας. Είναι χαρακτηριστικό ότι, δεδομένης της σημασίας των πιστωτικών ιδρυμάτων για την παροχή χρηματοδότησης στην οικονομία, τα μη συμβατικά μέτρα που θα ταιριάζουν καλύτερα στη ζώνη του ευρώ μπορεί να έχουν διαφορετικά αποτελέσματα στις ΗΠΑ και σε άλλες προηγμένες οικονομίες, όπου το χρηματοπιστωτικό σύστημα έχει ως βάση την αγορά. Επιπλέον, το μοναδικό θεσμικό

πλαίσιο της ζώνης του ευρώ αποτελεί μια πρόκληση για την εφαρμογή τέτοιου είδους μη συμβατικών μέτρων.

3.4.2. Νομισματική πολιτική και μακροοικονομική σταθερότητα

Οι κεντρικές τράπεζες έχουν αναγκαστεί λόγω της παγκόσμιας κρίσης να αλλάξουν τον τρόπο με τον οποίο ασκούν τη νομισματική τους πολιτική και η χρηματοπιστωτική σταθερότητα έχει επανέλθει στον πυρήνα των δράσεων τους. Αλλά αυτή η αλλαγή θα συνεπάγεται σημαντικές θεσμικές προκλήσεις στο μέλλον. Απαιτείται αναθεώρηση των κανόνων νομισματικής πολιτικής ώστε να συμπεριλάβουν και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Οι Christopher J. Green, Eric J. Pentecost, Tom WeymanJones, μιλούν για ένα νέο μοντέλο άσκησης πολιτικής από τις τράπεζες το «Keynesian Monetarism», συνδυασμός δηλαδή της κευνσιανής θεωρίας και της μονεταριστικής πολιτικής, το οποίο θα στοχεύει στη μακροοικονομική σταθερότητα ακόμα και μέσα στο πολύπλοκο σύγχρονο χρηματοπιστωτικό περιβάλλον (Christopher et al., 2011).

Η άσκηση νομισματικής πολιτικής ως μέσο επίτευξης της σταθερότητας των τιμών ίσως να μην είναι αρκετή για την αντιμετώπιση ενδεχόμενων κρίσεων στο μέλλον (Kohn, 2010). Ο στόχος της σταθερότητας των τιμών θα πρέπει να συμβαδίζει με το στόχο της οικονομικής σταθερότητας (macroprudential). Υπό την επίβλεψη των κεντρικών τραπεζών η νομισματική πολιτική και η πολιτική της οικονομικής σταθερότητας θα πρέπει να συνεργαστούν ώστε να επιτύχουν τη σταθερότητα των τιμών και τη συστημική χρηματοοικονομική σταθερότητα. Εδώ όμως εντοπίζεται ο αντιφατικός χαρακτήρας των πολιτικών μιας κεντρικής τράπεζας, από τη μια πλευρά χρησιμοποιώντας την πολιτική των υψηλών επιτοκίων επιδιώκει τη σταθερότητα των τιμών και με την πολιτική των χαμηλών επιτοκίων επιτυγχάνει τη μακροοικονομική σταθερότητα. Οι τράπεζες θα πρέπει να ακολουθούν την πορεία του οικονομικού κύκλου και να αναπροσαρμόζουν ανάλογα τις πολιτικές τους αποφεύγοντας πολιτικές ίδιας μεταχείρισης όλων των προβλημάτων (Ripert, 2012).

Οι Κεντρικές τράπεζες θα πρέπει να ενισχυθούν με εργαλεία μακροοικονομικής σταθερότητας. Η αρχή του διαχωρισμού της νομισματικής πολιτικής από τη δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει να εγκαταλειφτεί καθώς σήμερα, η σύνδεση μεταξύ των δύο είναι περισσότερο πολύπλοκη από ποτέ. Αυτή όμως η πρόταση έχει και τους περιορισμούς της (Gerdesmeier et al., 2007). Καθώς οι τράπεζες προσπαθούν να αποκαταστήσουν την αξιοπιστία τους διασφαλίζοντας τη νομισματική σταθερότητα παραδόξως μπορεί να οδηγηθούν σε χρηματοοικονομική αστάθεια, καθώς οι χρηματοοικονομικοί δρώντες θα ενθαρρύνονται να αναλαμβάνουν μεγαλύτερο ρίσκο. Αυτό ακριβώς έγινε κατά την περίοδο της «Μεγάλης Σταθερότητας», με το χαμηλό πληθωρισμό, όπου όλοι οι δρώντες υποτίμησαν τον κίνδυνο και ανέλαβαν μεγαλύτερα ρίσκα που οδήγησαν στο ξέσπασμα της κρίσης (Χαρδούβελης, 2011).

Επιπλέον αυτή η επέκταση θέτει διάφορα ερωτήματα σχετικά με την ανεξαρτησία τους και τη λογοδοσία. Οι κεντρικές τράπεζες ασκούν τη νομισματική πολιτική τους κάτω από μια ξεκάθαρη αποστολή η οποία πηγάζει από τη νομική τους υπόσταση. Για να δικαιολογήσουν την ανεξαρτησία τους θα πρέπει να λογοδοτούν, στο κοινοβούλιο ή στο κογκρέσο με περιοδικές αναφορές αλλά και στο ευρύ κοινό μέσα από τη διαφάνεια των δράσεων τους. Η υιοθέτηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας ως ένα ακόμη σημαντικό μέρος της αποστολής τους περιπλέκει σημαντικά το μοντέλο διακυβέρνησης, για διάφορους λόγους (Gerlach & Lewis, 2010). Πρώτον, δεν υπάρχει ενιαίος, ποσοτικά, στόχος της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας που να είναι τόσο σαφής και κατανοητός όπως η σταθερότητα των τιμών.

Ως συνέπεια, δεν υπάρχει συνήθως κανένας τρόπος να εκτιμηθεί κατά πόσον ή όχι η οικονομική σταθερότητα ήταν επιτυχής όσον αφορά την εκπλήρωση των καθηκόντων των τραπεζών. Δεύτερον, οι σχετικές ευθύνες είναι πολύπλευρες. Θα μπορούσαν να περιλαμβάνουν, την προληπτική εποπτεία των μεμονωμένων ιδρυμάτων, την επιβολή περιορισμών στην οικονομική δραστηριότητα προκειμένου να διαχειρίζονται τον συστημικό κίνδυνο και συστηματική υποστήριξη των χρηματοπιστωτικών αγορών. Δεν είναι σαφές ότι ένα ενιαίο μοντέλο διακυβέρνησης λειτουργεί εξίσου καλά για όλες αυτές τις μάλλον διαφορετικές αρμοδιότητες. Τρίτον και πολύ σημαντικό, οι αποφάσεις για την

οικονομική σταθερότητα τείνουν να είναι περισσότερο πολιτικά ευαίσθητες από τις αποφάσεις νομισματικής πολιτικής, γεγονός που ασκεί μεγάλη πίεση στην ανεξαρτησία των τραπεζών. Επιπλέον, όταν οι τράπεζα αναλαμβάνει περισσότερες αρμοδιότητες τόσο περισσότερο κινδυνεύει η αξιοπιστία της, αν μία από τις λειτουργίες της αποτύχει τόσο μειώνεται η αξιοπιστία και στους υπόλοιπους τομείς (Χαρδούβελης, 2011). Όσο λοιπόν, μια τράπεζα είναι πιο άμεσα υπεύθυνη για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα τόσο ο κίνδυνος μεγαλώνει.

Το βέβαιο είναι ότι ο παραδοσιακός τρόπος άσκησης της νομισματικής πολιτικής από τις κεντρικές τράπεζες έχει εγκαταλειφτεί και υπό τις παρούσες συνθήκες είναι δύσκολο να επανέλθει στο προσκήνιο (Kohn, 2010). Οι κεντρικές τράπεζες θα πρέπει να βρουν εκείνη την πολιτική η οποία θα μπορεί να ανταποκριθεί στις προκλήσεις του νέου χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος, άμεσα και αποτελεσματικά. Η γραμμή μεταξύ νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής έχει καταστεί ασαφής σήμερα που το δημόσιο χρέος απειλεί τη σταθερότητα.

Συμπεράσματα - Επίλογος

Η άσκηση της νομισματικής πολιτικής στις περισσότερες χώρες έχει αξιοσημείωτα μεταβληθεί στην πορεία που διανύσαμε τα τελευταία τριάντα χρόνια. Μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του

1970, η νομισματική πολιτική, μαζί με τη δημοσιονομική πολιτική, χρησιμοποιήθηκε συχνά ως ένα απλό στοιχείο στον προγραμματισμό διαχείρισης της ζήτησης που αποσκοπούσε στην εξομάλυνση των διακυμάνσεων των πραγματικών μεταβλητών, όπως είναι το προϊόν και η απασχόληση. Η πεποίθηση ότι οι κυβερνήσεις είχαν την επιλογή μεταξύ υψηλών επιπέδων προϊόντος και απασχόλησης, από τη μια πλευρά, και χαμηλού πληθωρισμού, από την άλλη, συμβολίζεται στην αυθεντική καμπύλη Phillips.

Από τα μέσα της δεκαετίας του 1970 και μετά, ωστόσο, η ιδέα ότι οι πραγματικές μεταβλητές μπορούσαν να επηρεαστούν σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα έπαψε πλέον να είναι πειστική. Στην ουσία, στο πλαίσιο της επανάστασης των ορθολογικών προσδοκιών αναπτύχθηκε η επιχειρηματολογία ότι δεν ήταν καθόλου δυνατές οποιεσδήποτε πραγματικές επιδράσεις. Ωστόσο, καθώς η νομισματική θεωρία έλαβε αυτή την ιδιαίτερα απαισιόδοξη τροπή, οι κυβερνήσεις συνέχισαν να εφαρμόζουν νομισματική πολιτική με την ιδέα ότι μπορούσαν να ωθήσουν ή να συγκρατήσουν τη ζήτηση με ευεργετικά αποτελέσματα. Το γεγονός αυτό οδήγησε στη διατύπωση της κατηγορίας ότι οι δημοκρατικές κυβερνήσεις περιορίζονται να ασκούν ελαφρά νομισματική πολιτική με πληθωριστική μεροληψία, πρακτική που τελικά διαβρώνει την κυβερνητική αξιοπιστία τους όποτε επιθυμούν και αποπειρώνται να μειώσουν τον πληθωρισμό. Ο τρόπος για να αποφευχθεί κάτι τέτοιο ήταν να «προκαθορίσουν» τη νομισματική πολιτική σε στόχο χαμηλού πληθωρισμού και ο δημοφιλής, τα τελευταία χρόνια, τρόπος για να γίνει κάτι τέτοιο, ήταν να ανατεθεί η άσκηση της νομισματικής πολιτικής στα χέρια μιας ανεξάρτητης κεντρικής τράπεζας.

Αναφορές – Πηγές

Ξένη Βιβλιογραφία - Αρθρογραφία

- Abel, Andrew; Bernanke, Ben (2005). "14.1". *Macroeconomics* (5th ed.). Pearson. pp. 522–532
- B.M. Friedman, "Monetary Policy," Abstract.". *International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences*. 2001. pp. 9976–9984.
- Bernanke, Ben (2006). "Monetary Aggregates and Monetary Policy at the Federal Reserve: A Historical Perspective". Federal Reserve.
- Billi, Roberto M.; Kahn, George A. (2008). "What is the optimal inflation rate?". *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review* (2).
- Bordo, Michael D., 2008. "monetary policy, history of," *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2nd Edition. Abstract and pre-publication copy.
- Cf. Clarida, R., Galí, J., Gertler, M. (2002). A simple framework for international policy analysis. *Journal of Monetary Economics*, 49(4), pp. 879-904.
- Cf. Corsetti, G., Dedola, L., Leduc, S. (2011). Optimal Monetary Policy in Open Economies. In B.M. Friedman and M. Woodford (Eds.). *Handbook of Monetary Economics*, vol. III. Amsterdam: Elsevier.
- Cf. Persson, T., Tabellini, G. (1995). Double-edged incentives: Institutions and policy coordination. In G. Grossman and K. Rogoff. *Handbook of International Economics*, vol. III. Amsterdam: Elsevier.
- Corsetti, G., Pesenti, P. (2005). International dimensions of optimal monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 52(2), pp. 281-305.
- Devereux, M.B., Engel, C. (2003). Monetary policy in the open economy revisited: Price setting and exchange rate flexibility. *Review of Economic Studies*, 70(4), pp. 765-783.
- Eichengreen, Barry (1992). *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919–1939*. New York: Oxford University Press. ISBN 0-19-506431-3.
- Forder, James (December 2004). "'Credibility' in Context: Do Central Bankers and Economists Interpret the Term Differently?" (pdf). *Econ Journals Watch*.

- Friedman, Milton (1960). A Program for Monetary Stability. Fordham University Press.
- Gopinath, G., Rigobon, R. (2008). Sticky borders. Quarterly Journal of Economics, 123(2), pp. 531-575.
- Mankiw, N. Gregory (2002). "Chapter 18: Money Supply and Money Demand". Macroeconomics (5th ed.). Worth. pp. 482–489
- Nelson, Edward (2007). "Milton Friedman and U.S. Monetary History: 1961–2006". Federal Reserve Bank of St. Louis Review (89 (3)): 171.
- Rogoff, Kenneth, 1985. "The Optimal Commitment to an Intermediate Monetary Target", Quarterly Journal of Economics 100, pp. 1169–1189
- Sullivan, arthur; Steven M. Sheffrin (2003). Economics: Principles in action. Upper Saddle River, New Jersey 07458: Pearson Prentice Hall. p. 551. ISBN 0-13-063085-3.

Ελληνική βιβλιογραφία - Αρθρογραφία

- Βαβούρας Ι., Μανωλάς Γ., (2006), «Εισαγωγή στις Μακροοικονομικές Έννοιες», Εκδ. Παπαζήση, Αθήνα
- Κορλίρας Π., (1979), «Θεωρία Ανεργίας και Πληθωρισμού», Εκδ. Gutenberg, Αθήνα