

ΚΑΙΝΟΤΟΜΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΙΔΕΟΛΟΓΙΚΕΣ ΑΓΚΥΛΩΣΕΙΣ: ΜΙΑ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΩΝ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΤΩΝ ΗΠΑ ΚΑΙ ΟΝΕ ΩΣ ΑΝΤΙΔΡΑΣΗ ΣΤΗΝ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008

ΧΡΗΣΤΟΣ ΠΙΕΡΡΟΣ



Οι αντιδράσεις των ΗΠΑ και της ΟΝΕ στην κρίση του 2008, σε όρους δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής ήταν εκ διαμέτρου αντίθετες. Στην πρώτη περίπτωση υπήρξε τύπωμα χρήματος και αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος, ενώ στη δεύτερη υπήρξε λιτότητα και μείωση του επιτοκίου της ΕΚΤ. Σκοπός του παρόντος άρθρου είναι να αξιολογήσει τις δύο αυτές πολιτικές σε συνάρτηση με τις θεωρίες που τις θεμελιώνουν, χρησιμοποιώντας ως σημείο αναφοράς το φαινόμενο που αναδύθηκε κατά τα τελευταία χρόνια στην αγορά χρήματος, τη σκιώδη τραπεζική.

Η σκιώδης τραπεζική ως νέα πρακτική δανεισμού

Σύμφωνα με την αντίληψη που έχει ο μέσος άνθρωπος αναφορικά με τον δανεισμό των επιχειρήσεων από τον τραπεζικό τομέα, η επιχείρηση Α λαμβάνει δάνειο από την τράπεζα Β και κατόπιν χρησιμοποιεί το σχετικό ποσό για τη χρηματοδότηση επενδυτικού έργου. Το δάνειο αυτό αποπληρώνεται κατά την πάροδο του χρόνου βάσει των πραγματοποιηθέντων κερδών από τη λειτουργία της επιχείρησης. Αυτή είναι και η κυρίαρχη αντίληψη στα βασικά εγχειρίδια μακροοικονομίας.

Ο Χρήστος Πιέρρος είναι υποψήφιος διδάκτορας στο πλαίσιο του Διδακτορικού Προγράμματος στην Οικονομική Επιστήμη του Πανεπιστημίου Αθηνών (UADPhilEcon).

Μολονότι τα ανωτέρω ισχύουν σε οικονομίες με μη αναπτυγμένα χρηματοοικονομικά συστήματα, σε μεγάλες οικονομίες η πραγματικότητα είναι πολύ διαφορετική. Ήδη από τη δεκαετία του '80, και εντονότερα μετά την παγκοσμιοποίηση του χρηματοοικονομικού συστήματος, οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε απευθείας δανεισμό από την αγορά χρήματος, παρακάμπτοντας τον παραδοσιακό τραπεζικό τομέα, μέσω της σκιώδους τραπεζικής.

Η τελευταία ορίζεται ως η χρηματοδότηση της αγοράς κεφαλαίου από την αγορά χρήματος. Επί της ουσίας, οι επιχειρήσεις αντλούν χρήματα από τη χονδρική αγορά χρήματος. Η χρηματοδότηση αυτής της μορφής, λαμβάνει χώρα μέσω διαφόρων χρηματοοικονομικών εργαλείων, όπου για χάρη ευκολίας στο παρόν άρθρο θα εστιάσουμε στις συμφωνίες επαναγοράς (repurchase agreements, repos).

Οι οικονομικοί δρώντες σε μία οικονομία έχουν εισερχόμενες και εξερχόμενες χρηματικές ροές. Ανεξάρτητα από τα συνολικά μεγέθη των εσόδων και εξόδων τους, εξέχουσα σημασία έχει η χρονικότητα αυτών, π.χ. μία εταιρεία λαμβάνει βάσει συμφωνίας 1 εκ. ευρώ για παροχή έργου σε έναν χρόνο από την υπογραφή της συμφωνίας. Ωστόσο, σε αυτό το διάστημα θα πρέπει να προβεί σε πληρωμές ύψους 500 χιλ. ευρώ. Παρότι τα έσοδα είναι μεγαλύτερα από τα έξοδά της, είναι αναγκασμένη να προβεί σε δανεισμό για την κάλυψη των δαπανών της λόγω διαφορετικής χρονικότητας εσόδων-εξόδων.

Κατά τον ίδιο τρόπο οι τράπεζες, στον καθορισμό των ανωτέρω ροών εσόδων-εξόδων έχουν τις εξής δύο επιλογές. Είτε δανείζονται την ύστατη στιγμή από την κεντρική τράπεζα με κόστος το επιτόκιο που θέτει η τελευταία είτε δανείζονται αρκετά νωρίτερα από άλλους φορείς, όπως είναι π.χ. τα αμοιβαία κεφάλαια, οι ασφαλιστικοί οργανισμοί ή από άλλες τράπεζες, εκδίδοντας τίτλους, όπως τα repos, με κόστος ένα επιτόκιο που καθορίζεται από την αγορά χρήματος. Ο δανειζόμενος, δηλαδή, προβαίνει σε δανεισμό χρήματος, υποσχόμενος ότι π.χ. εντός τριμήνου, θα επιστρέψει το χρηματικό ποσό μαζί με έναν τόκο. Ο δανειστής λαμβάνει αντί του δανείου το repo, το οποίο ουσιαστικά είναι μίας μορφής ασφάλιση, η οποία αποφέρει ένα κέρδος.

Η αγορά χρήματος είναι χαοτική σε μέγεθος και η ανεύρεση δανειστή ή δανειζόμενου δύσκολη. Για αυτόν τον λόγο εμπλέκεται ο dealer στην όλη διαδικασία, ο οποίος με ίδια κεφάλαια¹ αναλαμβάνει να μεσολαβήσει. Δανείζεται χρήματα από αμοιβαία κεφάλαια και ασφαλιστικούς οργανισμούς, εκδίδοντας repos, και τα χρήματα αυτά δανείζει στους ενδιαφερόμενους, λαμβάνοντας αντίστοιχα repos από αυτούς, προσδοκώντας σε ένα κέρδος από τη διαφορά των αντίστοιχων αποδόσεων. Η ύπαρξη των dealers είναι καθοριστική στη λειτουργία της αγοράς

χρήματος, καθώς σε ομαλές περιόδους εξασφαλίζεται η ρευστότητα στην αγορά.

Την πρακτική αυτή των τραπεζών ακολούθησαν και οι επιχειρήσεις. Έτσι, ένας μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων, αντί να προβεί στον παραδοσιακό τραπεζικό δανεισμό για την κάλυψη των επενδυτικών του αναγκών, εκδίδει ομόλογα, τα οποία αγοράζουν τα αμοιβαία κεφάλαια και οι ασφαλιστικοί οργανισμοί, μέσω των dealers.

Οι τράπεζες, οι οποίες παρακάμπτονται από την ανωτέρω διαδικασία, επιθυμώντας ένα μερίδιο στην ιδιότυπη αυτή αγορά, χρησιμοποίησαν τα στεγαστικά τους δάνεια για τη δημιουργία πακέτων που θα λειτουργούσαν ως repos. Δηλαδή, τα επενδυτικά τους τμήματα εξέδιδαν ασφάλισης συνδεδεμένες με στεγαστικά δάνεια (Mortgage Backed Securities, MBS), τις οποίες πωλούσαν σε αμοιβαία κεφάλαια για να εισπράξουν ρευστά διαθέσιμα, τα οποία δάνειζαν στις επιχειρήσεις μέσω της αγοράς των ομολόγων που εξέδιδαν οι τελευταίες. Παράλληλα, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις εξέδιδαν ασφάλισης CDS επί των MBS, που λειτουργούσαν αντισταθμιστικά στις διακυμάνσεις των MBS. Κατά τη συνήθη πρακτική, ο ενδιαφερόμενος ήταν κάτοχος και των δύο μορφών τίτλων ούτως ώστε να έχει μία εξασφάλιση σε σχέση με τις διακυμάνσεις των MBS. Όταν έπεφτε η τιμή των MBS αυξανόταν αυτή των CDS και αντιστρόφως, επομένως με αυτόν τον τρόπο ο κάτοχος εξασφάλιζε μία σχετικά σταθερή αξία για το επενδυτικό του πακέτο.

Παρατηρούμε, λοιπόν, ότι η δομή του παγκοσμιοποιημένου χρηματοοικονομικού συστήματος, όντας εξαιρετικά πολύπλοκη, έχει οδηγήσει στη σύνδεση της αγοράς στεγαστικών δανείων και της αγοράς χρήματος με την αγορά κεφαλαίου και την πραγματική οικονομία. Αξίζει να σημειωθεί ότι το επιτόκιο της κεντρικής τράπεζας, όπως και άλλα εργαλεία που έχει στη διάθεσή της, επηρεάζουν άμεσα τη λειτουργία ενός παραδοσιακού τραπεζικού συστήματος, αλλά δεν έχουν καμία επιρροή στη χονδρική αγορά χρήματος, στην αγορά δηλαδή όπου ανταλλάσσονται τα repos και άλλα χρηματοοικονομικά εργαλεία.

Το 2007, η αγορά στεγαστικών δανείων κατέρρευσε, με τα MBS να χάνουν την αξία τους. Αυτό είχε ως συνέπεια την εκτίναξη της τιμής των CDS και την επιθυμία των κατόχων τους να τα εξαργυρώσουν, γεγονός το οποίο οδήγησε σε χρηματική ασφυξία τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις που τα εξέδωσαν, κυρίως τη Lehman Bros. και την AIG. Η προαναφερθείσα συνδεσιμότητα των αγορών, εξασφάλισε το γεγονός του επακόλουθου ντόμινο κατάρρευσης. Αφενός, οι τίτλοι άρχισαν να χάνουν ακαριαία την αξία τους, ενώ οι υπέρογκες ανάγκες ρευστοποίησης οδήγησαν στην απομάκρυνση των dealers από την αγορά χρήματος, γεγονός το οποίο δυσχέρανε περαιτέρω την ήδη αρνητική κατάσταση.

Αντίδραση των νομισματικών και δημοσιονομικών αρχών στην κρίση

Η συνήθης πρακτική μίας κεντρικής τράπεζας είναι η αύξηση ή μείωση του ημερησίου επιτοκίου της. Ωστόσο, στη FED εξαρχής κατανόησαν ότι κάτι τέτοιο θα είχε ελάχιστα αποτελέσματα καθώς δεν θα άγγιζε τον χώρο της σκιώδους τραπεζικής. Επομένως, υπό την προεδρία του Ben Bernake, αποφάσισαν την έναρξη του προγράμματος παροχής ρευστότητας που ονομάστηκε ποσοτική χαλάρωση (Quantitative Easing, QE), σε τρεις φάσεις. Κατά την πρώτη απορροφήθηκαν κάποιοι κρατικοί ομολογιακοί τίτλοι, ενώ στη δεύτερη και τρίτη η FED ενήργησε ως αγοραστής στην αγορά χρήματος και ειδικότερα στην αγορά MBS, με τα σχετικά ποσά να αγγίζουν τα 75 δις δολάρια μηνιαίως. Τον Μάρτιο του 2014, η FED είχε στην κατοχή της MBS αξίας 1,6 τρις δολαρίων, γεγονός για το οποίο δεν υπάρχει προηγούμενο στην ιστορία των κεντρικών τραπεζών και το οποίο αποτελεί έναν δείκτη του μεγέθους της παρέμβασης των επενδυτικών τραπεζών στην αγορά κεφαλαίου.

Ο σκοπός του προγράμματος ήταν διττός. Αφενός παρείχε ρευστότητα στο σύστημα, αφετέρου προστάτευε την κατακόρυφη πτώση των κεφαλαιακών τίτλων. Παράλληλα, ο διεθνής χαρακτήρας του δολαρίου επέβαλε την παροχή ρευστότητας διεθνώς, πράγμα που η FED έπραξε παρέχοντας περί τα 600 δις δολάρια, κυρίως στην Ευρώπη και την Ιαπωνία. Στην ουσία λειτούργησε ως ο έσχατος δανειστής του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος.

Η πρακτική της αυτή δέχθηκε μεγάλη κριτική, υπό τον κίνδυνο της αύξησης του πληθωρισμού, επιχείρημα το οποίο δεν έλαβε υπόψη τις τεράστιες ανάγκες ρευστότητας της παγκόσμιας οικονομίας. Στη συγκεκριμένη χρονική συγκυρία, μετά από 5 συνεχή έτη παροχής ρευστότητας και υπό την προεδρία της κας Yellen, η FED σχεδιάζει την απεμπλοκή της από το πρόγραμμα. Να σημειωθεί ότι εξαρχής είχε θέσει ως στόχο την παύση του προγράμματος, υπό την προϋπόθεση της μείωσης της ανεργίας.

Ωστόσο, είναι φανερό ότι το εν λόγω πρόγραμμα ευνοεί τους κατόχους κεφαλαιακών τίτλων, αυξάνοντας την ανισότητα κατοχής πλούτου. Για αυτόν τον λόγο η δημοσιονομική πολιτική αποκτά ακόμα πιο σημαντικό ρόλο. Η κυβέρνηση των ΗΠΑ αύξησε το έλλειμμα της προωθώντας πρωτοβουλίες όπως η εισαγωγή ενός συστήματος δημόσιας υγείας καθώς και το πρόγραμμα ανεύρεσης εργασίας κόστους 800 δις δολαρίων, με κύριο στόχο τη μείωση της ανεργίας. Ωστόσο, ο αναιμικός ρυθμός μεγέθυνσης των ΗΠΑ και η αβεβαιότητα αναφορικά με τους αντίστοιχους μελλοντικούς ρυθμούς δεν επιτρέπει την ασφαλή διεξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την επάρκεια του ύψους της δημοσιονομικής παρέμβασης. Το ποσοστό ανεργίας έχει μειωθεί σημαντικά, βασιζόμενο όμως στην ημιαπασχόληση, οπότε τα μέτρα μέχρι στιγμής μάλλον δεν επαρκούν.

Στην ONE η κατάσταση είναι αρκετά πιο περίπλοκη λόγω της ημιτελούς συγκρότησής της και του έντονου πολιτικού χαρακτήρα που εξέλαβε η κρίση. Οι ευρωπαϊκοί χρηματοοικονομικοί οργανισμοί βρίσκονταν σε δυσχερέστερη θέση καθώς δεν τύχχαναν της κάλυψης της FED και του προγράμματος QE. Από πλευράς της, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) προέβη σε δανεισμό δολαρίων από τη FED για την παροχή ρευστότητας στις ευρωπαϊκές τράπεζες. Ωστόσο, τον κύριο όγκο της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών τον επωμίστηκαν όλοι οι ευρωπαίοι φορολογούμενοι, ανεξαρτήτως χώρας, όταν στις ΗΠΑ ο ρόλος αυτός ανελήφθη από τη FED.

Λόγω του κατακερματισμένου χρηματοπιστωτικού συστήματος, το αποτέλεσμα του προγράμματος ρευστότητας μέσω δανεισμού από την ΕΚΤ, LTRO2 ύψους 850 δις ευρώ, ήταν αποσπασματικό. Επίσης, το γεγονός ότι οι δημοσιονομικές πολιτικές των κρατών-μελών δεν καλύπτονταν από την ΕΚΤ, αλλά κυρίως από τον τραπεζικό δανεισμό είχε ως αποτέλεσμα τη σύνδεση του προβλήματος ρευστότητας του χρηματοπιστωτικού τομέα με το κρατικό χρέος, οδηγώντας στην επιδείνωση και των δύο. Παράλληλα, η γενικευμένη πολιτική λιτότητας ενίσχυσε ακόμα περισσότερο το πρόβλημα ρευστότητας, με την ΕΚΤ να είναι ιδιαίτερα περιορισμένη στην άσκηση νομισματικής πολιτικής. Το βασικό της εργαλείο, το επιτόκιο, το οποίο βρίσκεται πλέον στο 0,05%, δεν αρκεί για την αποκατάσταση της λειτουργίας της ευρωπαϊκής αγοράς χρήματος. Ως αποτέλεσμα των ανωτέρω, η ONE βρίσκεται αντιμέτωπη με τον κίνδυνο του αποπληθωρισμού, γεγονός το οποίο επιδεικνύει την ανάγκη αλλαγής στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής.²

Από την πράξη στη θεωρία

Τα βασικά ερωτήματα που προκύπτουν σε επίπεδο οικονομικής θεωρίας είναι δύο: αν υπάρχει κάποια θεωρία, η οποία θα μπορούσε να προβλέψει την κρίση του 2008, και αν η πρακτική της FED εμπίπτει σε κάποια από αυτές.

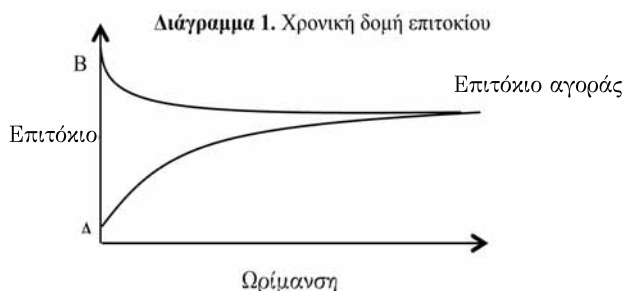
Η συμβατική μακροοικονομική θεωρία έχει αποβάλει από την ανάλυσή της τις διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου. Για την ακρίβεια, οι παρατηρούμενες διακυμάνσεις οφείλονται βραχυχρόνια στη δυσκαμψία των τιμών και των μισθών, ενώ μακροχρόνια οι δυσκαμψίες απομακρύνονται και η οικονομία ισορροπεί γύρω από ένα σταθερό σημείο. Αυτός είναι ο κεντρικός θεωρητικός πυρήνας των επονομαζόμενων DSGE μοντέλων, τα οποία συνεπικουρούνται από ένα καθεστώς ορθολογικών προσδοκιών, ή μιας δεσμευμένης ορθολογικότητας, κατά το οποίο οι οικονομικοί δρώντες γνωρίζουν ex-ante το μακροχρόνιο σημείο ισορροπίας, οπότε δρουν βάσει αυτού.

Σε αυτό το γενικευμένο πλαίσιο βεβαιότητας, η νομισματική και η δημοσιονομική πολιτική είναι δεσμευμένες, καθώς μπορούν να είναι μόνο βραχυπρόθεσμα αποτελε-

σματικές. Παράλληλα, ο χρηματοπιστωτικός τομέας αντιμετωπίζεται ως ένας ουδέτερος διαμεσολαβητής μεταξύ καταθετών και επενδυτών.

Η νομισματική πολιτική ασκείται βάσει του κανόνα Taylor. Όπως φαίνεται στο ακόλουθο διάγραμμα, η κεντρική τράπεζα (ΚΤ) ορίζει το ημερήσιο επιτόκιο, στα αριστερά του διαγράμματος, το οποίο επηρεάζει το μακροχρόνιο επιτόκιο που θέτει η αγορά, στα δεξιά του διαγράμματος. Επιλέγοντας το σημείο Α, η ΚΤ καθιστά την πίστωση πιο ελαστική, ενώ επιλέγοντας το σημείο Β, επιβάλλει πειθαρχία στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, δημιουργώντας πιέσεις ανόδου του επιτοκίου αγοράς.

Ωστόσο, όπως φάνηκε από τα γεγονότα του 2008, οι οικονομικοί κύκλοι αποτελούν ενδογενές στοιχείο της οικονομίας, με τον χρηματοπιστωτικό τομέα να έχει προεξέχοντα ρόλο στις διακυμάνσεις αυτές. Ο βασικός λόγος αποτυχίας πρόβλεψης της συμβατικής θεωρίας έγκειται στη θεώρηση περί ουδετερότητας του χρήματος, όπου μακροχρόνια το τύπωμα χρήματος οδηγεί μόνο σε πληθωρισμό. Η θεώρηση δεν λαμβάνει υπόψη τη ρευστότητα ως στοιχείο της ανάλυσής της, ενώ αντίστοιχα θεωρεί αλληλένδετα το ύψος των καταθέσεων με αυτό των δανείων, κάτι το οποίο δεν ισχύει, αφού οι εμπορικές τράπεζες επί της ουσίας δημιουργούν χρήμα.



Παράλληλα, η άσκηση νομισματικής πολιτικής βάσει του άνω διαγράμματος δεν λαμβάνει υπόψη την υποβόσκουσα δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος. Εν προκειμένω, η κρίση του 2008 επηρέασε τη λειτουργία των dealers ως παρόχων ρευστότητας, με αποτέλεσμα να «σπάσει» η σύνδεση μεταξύ του επιτοκίου της ΚΤ και του αντίστοιχου της αγοράς. Βάσει διαγράμματος, με το πρόγραμμα QE, η FED λειτούργησε απευθείας ως αγοραστής στη δεξιά πλευρά αυτού, μην επιτρέποντας την πτώση της καμπύλης. Για αυτόν τον λόγο χαρακτηρίστηκε ως μη συμβατική.

Στον αντίποδα, ο Keynes αντιλαμβανόταν την οικονομία ως κατεξοχήν κυκλική, χωρίς σημείο μακροχρόνιας ισορροπίας, δεδομένου ότι οι δρώντες έχουν αβεβαιότητα αναφορικά με το μέλλον, υπόθεση σαφώς πιο ρεαλιστική. Ο ίδιος ήδη αντιλαμβανόταν ότι σε περίοδο κρίσεων ο κα-

θορισμός του επιτοκίου δεν θα είχε κανένα αποτέλεσμα στην ανάσχεση της ύφεσης και για αυτόν τον λόγο πρότεινε την αύξηση των δημοσίων επενδύσεων, ώστε να αυξηθεί η απόδοση του κεφαλαίου. Ωστόσο, το χρηματοοικονομικό σύστημα της εποχής του ήταν σαφώς διαφορετικό από το σύγχρονο.

Την επικαιροποίηση αυτού του πλαισίου μπορεί να βρει κανείς στην ανάλυση των μετακεϋνσιανών, και συγκεκριμένα στους Minsky και Godley. Σύμφωνα με τον πρώτο, μία μακρά περίοδος ευημερίας οδηγεί *de facto* τον χρηματοοικονομικό τομέα σε πρακτικές υψηλού ρίσκου, οι οποίες δημιουργούν προβλήματα φερεγγυότητας στους δανειζόμενους και ρευστότητας στους δανειστές. Να σημειωθεί ότι η ανάληψη υψηλού ρίσκου οφείλεται σε αρχικώς εκπληρούμενες ορθολογικές προσδοκίες των επιχειρηματιών και όχι σε ανορθολογικές επιλογές λόγω αποπροσανατολιστικής ευμάρειας. Στο επόμενο στάδιο, οι δρώντες μετακυλύουν το χρέος, δανειζόμενοι για να αποπληρώσουν τα υφιστάμενα δάνεια, ενώ στο τελευταίο στάδιο οι δρώντες πωλούν την περιουσία τους και εάν αυτή δεν επαρκεί, οδηγούνται σε χρεοκοπία. Αυτή είναι εν συντομία η Υπόθεση Χρηματοοικονομικής Αστάθειας (ΥΧΑ). Λαμβάνοντας υπόψη την πρακτική των επενδυτικών τραπεζών με την εισαγωγή των MBS και την κακή ποιότητα των στεγαστικών που παρείχαν, η ΥΧΑ μπορεί να εξηγήσει επακριβώς την κρίση του 2008.

Το μοντέλο Godley, το οποίο είναι πιο συστηματοποιημένο, τοποθετεί τις τράπεζες στο κέντρο της ανάλυσης, οι οποίες προωθούν την ανάπτυξη αλλά και προκαλούν αστάθεια. Σε αντίθεση με τη συμβατική θεωρία το χρήμα που δημιουργούν οι ιδιωτικές τράπεζες έχει έναν ζωτικό ρόλο. Τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις λαμβάνουν δάνεια για στέγαση ή επενδύσεις. Όταν οι προσδοκίες τους δεν επαληθεύονται καταλήγουν με υπερβολικό χρέος και επομένως περιορίζουν δραματικά τις δαπάνες τους, οδηγώντας την οικονομία σε ύφεση. Οι ίδιες οι αγορές «οδηγούν» τους οικονομικούς κύκλους από μεγέθυνση σε ύφεση και αντιστρόφως.

Το προτέρημα της μεθοδολογίας του Godley έγκειται στην ανάλυση της διάδρασης μεταξύ ροών και επιπέδων των μεταβλητών (stock-flow-consistency) ακολουθώντας την απλή αρχή ότι η εισροή για έναν δρώντα είναι η εκροή για κάποιον άλλο. Η παρακολούθηση των ισοζυγίων όλων των τομέων της οικονομίας δίνει με σχετική ακρίβεια τις δυναμικές σταθεροποίησης ή αποσταθεροποίησης της οικονομίας.

Σύμφωνα με τον Dirk J. Benezet του Πανεπιστημίου Groningen, λίγοι ερευνητές μπόρεσαν να προβλέψουν την κρίση. Μεταξύ αυτών, η μέθοδος του Godley ήταν μακράν η πιο επιστημονική. Το γεγονός ότι η Σουηδική Ακαδημία αποφάσισε να βραβεύσει τον Roubini, υποδηλώνει είτε άγνοια του έργου του Godley είτε πολιτική σκοπιμότητα,

χωρίς να είναι ξεκάθαρο ποια από τις δύο περιπτώσεις είναι η χειρότερη.

Ο ρόλος της ρευστότητας και γενικότερα του χρήματος στην ανάλυση των Minsky και Godley, μπορεί να αιτιολογήσει επαρκώς την αντίδραση της FED. Σύμφωνα με τον Mehrling, η FED λειτούργησε ως έσχατος dealer, γεγονός το οποίο συνάδει με τις προτάσεις τους αλλά και του Keynes αναφορικά με τις βέλτιστες μεθόδους εξόδου από την κρίση και συγκεκριμένα με την παροχή ρευστότητας ικανής να λειτουργήσει ως δίκτυ ασφαλείας στο επενδυτικό περιβάλλον. Αξίζει να σημειωθεί ότι αντίστοιχη είναι και η θέση του μονεταριστή Milton Friedman στην τοποθέτησή του για την κρίση του 1929, η οποία όμως αποτελεί μία ex-post πρόταση νομισματικής πολιτικής και όχι μία συστηματοποιημένη θεώρηση.

Συμπερασματικά

Από τα ανωτέρω συμπεραίνουμε ότι η νομισματική και δημοσιονομική πολιτική των ΗΠΑ είναι σαφώς πιο ανοικτή σε μη συμβατικές ιδέες. Η στόχευση τόσο της FED όσο και της κυβέρνησης Ομπάμα προς τη μείωση της ανεργίας εμφανίζει ένα κεϋνσιανό υπόβαθρο, χωρίς αυτό να υπονοεί την πλήρη αφομοίωση των ιδεών, παρά την προσπάθεια εξεύρεσης ρεαλιστικών λύσεων σε συγκεκριμένα προβλήματα. Φυσικά, τα ανωτέρω αφορούν στην κατεύθυνση των ειλημμένων οικονομικών πολιτικών και όχι στην ένταση ή το μέγεθος αυτών.

Η ΕΕ είναι δέσμια του πολιτικού χαρακτήρα που έλαβε η κρίση, καθώς ένα ευρωπαϊκό πρόβλημα μετατράπηκε σε εθνικό τόσο σε οικονομικό όσο και σε πολιτικό επίπεδο. Ωστόσο, η λύση του προβλήματος δεν παύει να είναι ευρωπαϊκή. Η συντηρητική πλευρά επιμένει στη χάραξη πολιτικής, η οποία θεμελιώνεται από τη συμβατική οικονομική σκέψη, που όπως είδαμε προηγουμένως δεν έχει τα απαραίτητα αναλυτικά εργαλεία για την εφαρμογή των βέλτιστων πολιτικών. Όμως, ο πιο σημαντικός παράγοντας είναι πολιτικός, καθώς η αφομοίωση προοδευτικών πολιτικών, ομοίων με αυτών των ΗΠΑ, συνεπάγεται ουσιαστικά την παραδοχή λάθους με σημαντικό πολιτικό κόστος. Ενδεικτικό όσων ειπώθηκαν πιο πάνω είναι το γεγονός ότι η ΕΚΤ εμποδίζεται στην πρόθεσή της να προβεί σε χαλαρή νομισματική πολιτική, δημιουργώντας ερωτηματικά για την

πραγματική ανεξαρτησία της. Η πολιτική χαλάρωσης που εξήγγειλε προσφάτως ο Draghi – αρκετά καθυστερημένα – είναι θετική, αλλά θα έχει αποσπασματικά αποτελέσματα, καθώς δεν αφορά σε κρατικό χρέος, το οποίο αποτελεί αυτή τη στιγμή ένα από τα μεγαλύτερα προβλήματα της ΟΝΕ.

Τέλος, ο ακαδημαϊκός χώρος, ειδικότερα ο ευρωπαϊκός, βρίσκεται σε αμηχανία, μη μπορώντας να προσαρμοστεί στα νέα δεδομένα, υστερώντας σημαντικά σε επίπεδο καινοτόμων ιδεών. Η αλλαγή παραδείγματος, αν υπάρξει, θα είναι μία αργή και σταδιακή διαδικασία.

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

- 1 Σε αντίθεση με τον broker που αναλαμβάνει να φέρει σε επαφή τους συναλλασσόμενους έναντι προμήθειας.
- 2 Τον Σεπτέμβριο του 2014 η ΕΚΤ προέβη στην έναρξη προγράμματος παροχής ρευστότητας στον τραπεζικό τομέα, αντίστοιχου του QE.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ

- D. J. Bezemer, «No One Saw This Coming. Understanding Financial Crisis Through Accounting Models», Research Report, University of Groningen, Research Institute SOM, 2009.
- M. Friedman, «Nobel Lecture: Inflation and Unemployment», *Journal of Political Economy* 85 (1977), σ. 451-472.
- M. Friedman / A. Schwartz, *The Great Contraction, 1929-33*, NBER Books 1965.
- W. Godley / M. Lavoie, *Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*, Palgrave MacMillan 2007.
- J. M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, MacMillan, Λονδίνο 1936.
- R. E. Lucas, «Expectations and the Neutrality of Money», *Journal of Economic Theory* 4 (1972), σ. 103-124.
- M. McLeay / A. Radia / R. Thomas, «Money Creation in the Modern Economy», *Quarterly Bulletin Q1* (2014), Bank of England.
- P. Mehrling, *The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort*, Princeton Press, Πρίνστον 2010.
- H. P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, Ν. Χέιβεν-Λονδίνο 1986.
- J. B. Taylor, «Discretion versus Policy Rules in Practice», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39 (1993), σ. 195-214.
- M. Woodford, *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, Πρίνστον 2003.