



Policy Note

2014 / 5

Θεωρία προτίμησης ρευστότητας, πολιτική μηδενικών επιτοκίων και ποσοτική χαλάρωση

Του Jan Kregel

Αποτελεί αναμφισβήτητο γεγονός ότι, ενώ υπάρχουν ένθερμοι επικριτές των μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής που υιοθετήθηκαν από τις κεντρικές τράπεζες για την αντιμετώπιση της κρίσης του 2008, υπάρχει σχεδόν μια ευρεία αποδοχή της άποψης ότι οι συνθήκες θα ήταν πολύ χειρότερες αν δεν είχαν ληφθεί τα εν λόγω μέτρα. Μια πιθανή εξήγηση για τη γενική συναίνεση που επικρατεί σχετικά με τις θετικές επιπτώσεις αυτών των μέτρων πολιτικής ίσως να οφείλεται στο γεγονός ότι μπορεί να ισχυριστεί κάποιος ότι φέρουν τη σφραγίδα τόσο του Milton Friedman όσο και του John Maynard Keynes.

Στη γνωστή του απολογία προς τον Milton Friedman, ο Ben Bernanke (2002) υποσχέθηκε ότι, αν και η Fed υιοθέτησε λανθασμένες πολιτικές την περίοδο της Μεγάλης Ύφεσης, με την αποτυχία της να αυξήσει την προσφορά χρήματος, ο ίδιος θα διασφάλιζε ότι η Fed δεν θα κάνει ξανά το ίδιο λάθος.[1] Η πολιτική των μηδενικών επιτοκίων και η ποσοτική χαλάρωση μπορεί να ερμηνευθούν ως η εκπλήρωση της υπόσχεσης του Bernanke να λάβει σοβαρά υπόψη τις συμβουλές του Friedman όταν, ως πρόεδρος της Fed, βρέθηκε αντιμέτωπος με την κατάρρευση της οικονομίας το 2008.

Ο Jan Kregel είναι ανώτερος ερευνητής και διευθυντής του προγράμματος Νομισματική Πολιτική και Χρηματοοικονομική Δομή στο Levy Economics Institute. Είναι καθηγητής στο Τεχνολογικό Πανεπιστήμιο του Ταλίν και κατέχει τον τίτλο του Διακεκριμένου Καθηγητή Έρευνας στο Πανεπιστήμιο του Μιζούρι-Κάνσας. © 2014 Levy Economics Institute of Bard College

Ωστόσο, όπως έχουμε υποστηρίξει αλλού (Kregel 2013), το προτελευταίο κεφάλαιο του βιβλίου του Keynes η «Πραγματεία περί χρήματος» περιέχει προτάσεις νομισματικής πολιτικής για την αντιμετώπιση της Μεγάλης Ύφεσης, που είναι ίδιες με εκείνες που χρησιμοποιήθηκαν στην Ιαπωνία τη δεκαετία του 1990 και από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ κατά τη διάρκεια της πρόσφατης κρίσης. Ο Keynes έκανε έκκληση για την ανάληψη «έκτακτων» μέτρων από τις κεντρικές τράπεζες με σκοπό τη διενέργεια «πράξεων ανοικτής αγοράς μέχρι το σημείο κορεσμού» (Keynes 1930a, 369), μια συμβουλή που την επανέλαβε κατά τα επόμενα δύο χρόνια, αλλά με μειωμένη αξιοπιστία,[2] έως ότου επανεξέτασε πλήρως τη θέση του, στη Γενική Θεωρία. Πράγματι, οι προτάσεις του Keynes ήταν ακόμη πιο σαφείς από τις τρέχουσες αντισυμβατικές πολιτικές, υποστηρίζοντας μια πολιτική μηδενικού βραχυπρόθεσμου επιτοκίου και πολιτικές ανοικτής αγοράς για εμπορεύσιμους τίτλους μεγαλύτερης ωρίμανσης.

Οι ενδιάμεσοι στόχοι της πολιτικής του Keynes και του Bernanke ήταν σε γενικές γραμμές παρόμοιοι: για τον Keynes, ο στόχος ήταν να προκύψει μεγαλύτερη χρηματοδότηση για επενδύσεις ενώ για τον Bernanke ήταν μεγαλύτερες ποσότητες δανεισμού για την αύξηση της προσφοράς χρήματος. Και για τους δύο, η συγκεκριμένη πολιτική φαίνεται να ήταν μια ξεκάθαρη αποτυχία. Αντί να παράγει αύξηση της προσφοράς χρήματος, η σύγχρονη πολιτική έχει απλώς οδηγήσει σε μια ανταλλαγή των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών για υποχρεώσεις της κεντρικής τράπεζας. Και παρόλο που οι συγκεκριμένες πολιτικές έχουν καταφέρει να μειώσουν τα μακροπρόθεσμα επιτόκια κάτω από τα κανονικά επίπεδα, το αποτέλεσμα δεν ήταν μια αισθητή αύξηση του δανεισμού για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών δαπανών, που ήταν και ο επιθυμητός στόχος του Keynes. Έτσι, από την μονεταριστική σκοπιά, η συγκεκριμένη πολιτική απέτυχε να αυξήσει την προσφορά χρήματος, παρά την υπόσχεση του Bernanke, ενώ για τον Keynes απέτυχε στο να προκαλέσει αύξηση των επενδύσεων, παρά το γεγονός ότι είχε επιτυχία στα μακροπρόθεσμα επιτόκια.

Η αποτυχία αυτή συνδέεται συχνά με τους περιορισμούς της συμβατικής νομισματικής πολιτικής που δημιουργήθηκαν από την παγίδα ρευστότητας του Keynes, όπως παρουσιάζεται στην οριζόντια καμπύλη LM των τυποποιημένων μοντέλων IS/LM. Αυτό είναι παραπλανητικό για δύο κύριους λόγους. Πρώτον, επειδή η έννοια της προτίμησης ρευστότητας και η σχετιζόμενη παγίδα ρευστότητας αναπτύχθηκαν κατά τη διάρκεια της μετάβασης από την «Πραγματεία» στη «Γενική Θεωρία» και, ως εκ τούτου, δεν έπαιξαν κανένα ρόλο στις προτάσεις του Keynes το 1930 για αντισυμβατικές πολιτικές μηδενικών επιτοκίων και ποσοτικής χαλάρωσης. Δεύτερον, και πιο σημαντικό, επειδή η παρουσίαση της παγίδας ρευστότητας στα τυποποιημένα μοντέλα IS/LM δεν έχει τίποτα να κάνει με τις ιδέες του Keynes στη «Γενική Θεωρία» σχετικά με τους περιορισμούς που θέτει η παγίδα ρευστότητας στη νομισματική πολιτική.

Η παγίδα ρευστότητας έρχεται στο προσκήνιο προκειμένου να εξηγήσει γιατί απέτυχε στην πράξη η πολιτική των μηδενικών επιτοκίων. Στην πραγματικότητα, ωστόσο, η θεωρία της ζώνης μηδενικών επιτοκίων είναι αυτή που θα μπορούσε να περιγράψει καλύτερα την εν λόγω αποτυχία και όχι η παγίδα ρευστότητας. Με απλά λόγια, η θεωρία της ζώνης μηδενικών επιτοκίων μας λέει ότι, για την επιτυχή λειτουργία της νομισματικής πολιτικής, μπορεί να απαιτείται μια πολιτική επιτοκίων μικρότερη από

μηδέν. Το σκεπτικό είναι ότι η ανάκαμψη μπορεί να υλοποιηθεί μόνο εάν το ονομαστικό επιτόκιο είναι κάτω από το «πραγματικό» επιτόκιο. Αν το πραγματικό επιτόκιο είναι κάτω από το μηδέν, η ζώνη μηδενικών επιτοκίων είναι αυτό που εμποδίζει τη νομισματική πολιτική από το να προκαλέσει επέκταση στη προσφορά χρήματος.

Η θεωρία της ζώνης μηδενικών επιτοκίων παρέχει επίσης τη σύγχρονη αιτιολόγηση για την μετάβαση προς μη συμβατικές νομισματικές πολιτικές, με καλύτερη εκπροσώπηση την αγορά μακροπρόθεσμων περιουσιακών στοιχείων με στόχο την ώθηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων προς τα κάτω μέσω της ποσοτικής χαλάρωσης. Αν το «παραδοσιακό» βραχυπρόθεσμο επιτόκιο που χρησιμοποιείται ως εργαλείο πολιτικής υποστεί βλάβη λόγω της ζώνης μηδενικών επιτοκίων, τότε απαιτούνται επιπλέον μέτρα: συγκεκριμένα, μέτρα που θα επηρεάσουν τα μακροπρόθεσμα επιτόκια, τα οποία συνήθως αποκλείονται από την παραδοσιακή πολιτική λόγω του φόβου ότι η παρέμβαση θα διαστρεβλώσει την κατανομή της αγοράς των μακροπρόθεσμων επενδύσεων. Με τη μείωση του πλεονεκτήματος της απόδοσης των μακροπρόθεσμων τίτλων, οι επενδυτές θα αναζητήσουν υψηλότερες αποδόσεις, και θα αναλάβουν μεγαλύτερο κίνδυνο, με τη μετατόπιση προς τις πραγματικές δαπάνες.

Αλλά και πάλι, στην πράξη, ο αντίκτυπος της ποσοτικής χαλάρωσης ήταν κατά κύριο λόγο στη μείωση των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων, η οποία παρήγαγε μια έκρηξη αναχρηματοδότησης, καθώς και μια έκρηξη στην αξία ιδίων κεφαλαίων λόγω της αύξησης στην προεξοφλημένη αξία των μελλοντικών κερδών των εταιρειών με μεγάλη ρευστότητα, γεγονός που συνέβαλε στη διαδικασία της συμμετοχής στην επαναγορά μετοχών. Οι αναδιανεμητικές επιπτώσεις της ποσοτικής χαλάρωσης θα πρέπει να είναι προφανείς, καθώς τα οφέλη προκύπτουν για όσους είναι απασχολούμενοι και συνεπείς με τις τρέχουσες πληρωμές υποθηκών (έτσι ώστε να πληρούν τις προϋποθέσεις για αναχρηματοδότηση) και για όσους κατείχαν χαρτοφυλάκια μετοχών ή εταιρικών επενδύσεων.[3] Αλλά όλα αυτά συνέβησαν χωρίς καμία αισθητή αύξηση στη προσφορά χρήματος ή των επενδύσεων και της απασχόλησης. Πράγματι, ο πολλαπλασιαστής χρήματος δεν φαίνεται να ήταν ενεργοποιημένος, μειώνοντας έτσι την αξιοπιστία της πολιτικής που βασίζεται στην μονεταριστική αντεπανάσταση του Friedman και σε μια σταθερή συνάρτηση ζήτησης χρήματος.

Ο αντίκτυπος της πολιτικής στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων έχει προκαλέσει ενστάσεις βάση του επιχειρήματος ότι δημιουργεί τα θεμέλια για την επόμενη φούσκα και ταυτόχρονα εκκλήσεις για δύο ριζικά αντίθετες πολιτικές: υψηλότερα επιτόκια για την αντιστάθμιση της αναμενόμενης ανάκαμψης του πολλαπλασιαστή χρήματος ή περαιτέρω μείωση των επιτοκίων κάτω από το μηδέν. Αυτές οι αντιφατικές απαντήσεις στην αποτυχία της πολιτικής των μηδενικών επιτοκίων και της ποσοτικής χαλάρωσης να οδηγήσουν στην ανάκαμψη της οικονομίας προκύπτουν επίσης κατά κύριο λόγο από τη αδυναμία της κατανόησης της θεωρίας προτίμησης ρευστότητας του Keynes.

Όπως θα γνωρίζουν οι αναγνώστες της Γενικής Θεωρίας, μία από τις βασικές διαφορές μεταξύ της «Πραγματείας» και της «Γενικής Θεωρίας» ήταν ότι η τελευταία αποχωρίστηκε την έννοια του «πραγματικού» επιτοκίου ικανό να παράγει

ισορροπία[4] και την αντικατέστησε με δύο νέες έννοιες: την προτίμηση ρευστότητας και την οριακή αποδοτικότητα του κεφαλαίου. Η παγίδα ρευστότητας υπό την έννοια της ακραίας ή πλήρους προτίμησης ρευστότητας εξηγούσε γιατί η εξάρτηση στην πολιτική για τη μείωση των επιτοκίων δεν θα μπορούσε να προκαλέσει μια θετική αντίδραση στις δαπάνες αφού εμπόδιζε την περαιτέρω μείωση των επιτοκίων.

Η πρωτοτυπία της «Γενικής Θεωρίας» ήταν η έμφαση σχετικά με τον αντίκτυπο των μελλοντικών προσδοκιών στις παρούσες αποφάσεις. Ο Keynes σημείωσε ότι για κάθε τρέχουσα απόδοση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, οι επενδυτές θα προτιμούσαν ρευστό και να μην επενδύουν τα χρήματά τους αν ανέμεναν ότι τα επιτόκια για άλλα περιουσιακά στοιχεία πρόκειται να αυξηθούν πέρα από την απόδοση των σημερινών επιτοκίων, διότι αυτό θα σήμαινε ότι οι απώλειες κεφαλαίου επί των τίτλων θα υπερκάλυπταν την ετήσια απόδοσή τους. Η προσδοκία των μελλοντικών μακροπρόθεσμων επιτοκίων ήταν αυτή που έθετε το όριο στα τρέχοντα επιτόκια, όχι κάποια απόλυτη τιμή ή κάποιο «πραγματικό» επιτόκιο. Συνεπώς, στο βαθμό που ο κόσμος πίστευε ότι οι τιμές θα αυξηθούν πέρα από την απόδοση των σημερινών επιτοκίων, θα ήταν αδύνατο να πειστούν να έχουν υπό την κατοχή τους οτιδήποτε άλλο εκτός από ρευστό και το σημερινό επιτόκιο θα παρέμενε αμετακίνητο μέσω της παραδοσιακής νομισματικής πολιτικής. Είναι όντως εύκολο να δούμε ότι αυτή η κατάσταση μπορεί να εμφανιστεί σε οποιοδήποτε επίπεδο του επιτοκίου, δεδομένου ότι αυτό που πραγματικά μετράει είναι οι προσδοκίες των επενδυτών για το μελλοντικό επίπεδο των επιτοκίων:

Η αβεβαιότητα ως προς τη μελλοντική πορεία του επιτοκίου[5] είναι η μόνη κατανοητή εξήγηση του τύπου της προτίμησης ρευστότητας L_2 , η οποία οδηγεί στην διατήρηση μετρητών M_2 . Έπεται ότι ένα δεδομένο M_2 δεν θα έχει μια συγκεκριμένη ποσοτική σχέση σε ένα δεδομένο επιτόκιο r —αυτό που έχει σημασία δεν είναι το απόλυτο επίπεδο του r [απόδοση επιτοκίου] αλλά ο βαθμός της απόκλισης του από αυτό που θεωρείται ένα αρκετά ασφαλές επίπεδο του r . . . Κάθε μείωση στο r μειώνει το επιτόκιο της αγοράς σχετικά με το «ασφαλές» επιτόκιο και ως εκ τούτου αυξάνει τον κίνδυνο μη ρευστότητας. Και, κατά δεύτερο λόγο, κάθε μείωση του r μειώνει τα τρέχοντα κέρδη από την έλλειψη ρευστότητας, τα οποία είναι διαθέσιμα ως ένα είδος ασφάλισης για να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο ζημίας σε λογαριασμό κεφαλαίου κατά ποσό ίσο με τη διαφορά των squares μεταξύ παλιού και νέου επιτοκίου. Για παράδειγμα, εάν το επιτόκιο σε ένα μακροπρόθεσμο χρέος είναι 4%, είναι προτιμότερο να θυσιαστεί η ρευστότητα εκτός αν, στην ισορροπία των πιθανοτήτων, υπάρχουν φόβοι ότι το μακροπρόθεσμο επιτόκιο μπορεί να αυξηθεί γρηγορότερα από 4% ετησίως, δηλαδή κατά ποσό μεγαλύτερο από 0,16% ετησίως. Εάν, ωστόσο, το επιτόκιο βρίσκεται ήδη τόσο χαμηλά όπως στο 2%, η τρέχουσα απόδοση θα μπορεί να αντισταθμίσει μια αύξησή του όχι μεγαλύτερη από αυτή του 0,04% ετησίως. Αυτό, πράγματι, είναι ίσως το κύριο εμπόδιο στη μείωση του επιτοκίου σε πολύ χαμηλά επίπεδα [η υπογράμμιση δική μου]. Εκτός και αν θεωρεί κανείς ότι υπάρχουν λόγοι γιατί η μελλοντική εμπειρία θα είναι πολύ διαφορετική από την εμπειρία του παρελθόντος, ένα μακροπρόθεσμο επιτόκιο της τάξεως (ας πούμε) του 2% δημιουργεί περισσότερο φόβο από ελπίδα, και

προσφέρει, ταυτόχρονα, μια τρέχουσα απόδοση η οποία επαρκεί για να αντισταθμίσει μόνο ένα πολύ μικρό μέτρο του φόβου.[6] (Keynes 1973 [1936], 201–2)

Ως αποτέλεσμα, ο Keynes σημειώνει ότι «υπάρχει η δυνατότητα . . . ότι, αφού το επιτόκιο μειωθεί σε ένα ορισμένο επίπεδο, η προτίμηση ρευστότητας μπορεί να γίνει σχεδόν απόλυτη, υπό την έννοια ότι σχεδόν όλοι προτιμούν τα μετρητά από τη διατήρηση ενός χρέους το οποίο αποδίδει τόσο χαμηλό επιτόκιο. Στην περίπτωση αυτή, η νομισματική αρχή θα έχει χάσει τον αποτελεσματικό έλεγχο πάνω από τα επιτόκια» (207).

Στη συνέχεια, με προφανή αναφορά τη θέση του στην «Πραγματεία», ο Keynes λέει «ότι λόγω της απροθυμίας των περισσότερων νομισματικών αρχών να αντιμετωπίσουν με τόλμη το χρέος σε μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, δεν έχει υπάρξει μεγάλη ευκαιρία για μια δοκιμή. Επιπλέον, αν λάμβανε χώρα μια τέτοια κατάσταση, αυτό θα σήμαινε ότι η ίδια η δημόσια αρχή θα μπορούσε να δανειστεί μέσω του τραπεζικού συστήματος σε μια απεριόριστη κλίμακα με ονομαστικό επιτόκιο» (207).

Έτσι, η αιτιολόγηση του Keynes για την απομάκρυνση από την καμπύλη αποδόσεων συνεπάγεται τη διαχείριση των προσδοκιών της αγοράς για τα μελλοντικά επιτόκια. Πράγματι, η χρήση της «καθοδήγησης» της αγοράς από την Fed ήταν ακριβώς το είδος της πολιτικής που υποστήριζε ο Keynes για αυτές τις συνθήκες: «Έτσι, μια νομισματική πολιτική που φαίνεται στην κοινή γνώμη ότι έχει πειραματικό χαρακτήρα ή ότι μπορεί εύκολα να αλλάξει μπορεί να αποτύχει σε μεγάλο βαθμό με το στόχο της μείωσης των μακροπρόθεσμων επιτοκίων, επειδή το M2 μπορεί να αυξηθεί σχεδόν χωρίς όριο ως απάντηση σε μια μείωση του r κάτω από ένα ορισμένο επίπεδο. Η ίδια πολιτική, από την άλλη πλευρά, μπορεί να αποδειχθεί εύκολα επιτυχής αν εμφανίζεται στην κοινή γνώμη ως λογική και εφικτή και προς το δημόσιο συμφέρον, ριζωμένη σε μια ισχυρή πεποίθηση και προωθείται από μια εξουσία που είναι απίθανο να αντικατασταθεί» (203). Αυτή η εξουσία ανήκει κανονικά στην κεντρική τράπεζα.

Ωστόσο, ο Keynes θα είχε εφαρμόσει με πολύ διαφορετικό τρόπο την ποσοτική χαλάρωση. Αντί της ανακοίνωσης ενός συγκεκριμένου ποσού αγοράς τίτλων και τον στόχο του μεγέθους του ισολογισμού της κεντρικής τράπεζας,[7] ο Keynes θα είχε θέσει την προσφορά και θα άφηνε την αγορά να αποφασίσει για τα ποσά που θα ήθελε να συναλλαχθεί. Αυτή η κίνηση θα παρείχε πληροφορίες σχετικά με την κατάσταση των προσδοκιών της αγοράς. Ο Keynes όντως προτείνει έναν τέτοιο μηχανισμό σε ένα απόσπασμα της «Γενικής Θεωρίας» που ασχολείται με την προτίμηση ρευστότητας και στο οποίο δεν έχει δοθεί κατάλληλη προσοχή: «Ίσως μια σύνθετη προσφορά από την κεντρική τράπεζα για αγορά και πώληση σε διατυπωμένες τιμές στα ομόλογα όλων των χρονικών ωριμάνσεων, αντί του ενιαίου τραπεζικού επιτοκίου για τα βραχυπρόθεσμα γραμμάτια, είναι η πιο σημαντική πρακτική βελτίωση που μπορεί να γίνει με την τεχνική της νομισματικής διαχείρισης» (206).

Η κατανόηση του Keynes για την προτίμηση ρευστότητας παρέχει μια εναλλακτική εξήγηση του ρόλου των αρνητικών επιτοκίων και της γοητείας που είχαν για αυτόν

μέτρα όπως το «ελεύθερο χρήμα» του Silvio Gesell. Πολλοί επικριτές της πολιτικής μηδενικών επιτοκίων έχουν υποστηρίξει ότι η αδυναμία της χρήσης των αρνητικών επιτοκίων δεν οφείλεται σε κάποια απόλυτη ζώνη μηδενικών επιτοκίων, αλλά απλά στην απροθυμία των κεντρικών τραπεζών να μειώσουν τα επιτόκια κάτω από το μηδέν. Όμως, ιστορικά έχουν εφαρμοστεί αρνητικά επιτόκια: για παράδειγμα, στο σχήμα *Bardepot* στη Γερμανία και στην τρέχουσα πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για τη διευκόλυνση της αποδοχής καταθέσεων. Σύμφωνα με την προσέγγιση του Keynes, το μόνο που χρειάζεται για να αντισταθμιστεί ο αντίκτυπος της παγίδας ρευστότητας θα ήταν να ορισθεί το αρνητικό επιτόκιο σε μια τιμή που θα ήταν μεγαλύτερη από την απώλεια της αξίας του κεφαλαίου που συνδέεται με την κατοχή τίτλων, γιατί τότε το χρήμα δεν θα αποτελεί προστασία έναντι της απώλειας κεφαλαίων λόγω της αναμενόμενης αύξησης των επιτοκίων.

Με την ολοκλήρωση της «Γενικής Θεωρίας», ο Keynes έχει απομακρυνθεί τελείως από την άποψη που εξέφραζε στην «Πραγματεία»:

Μόνο η εμπειρία, ωστόσο, μπορεί να μας δείξει σε ποιο βαθμό η διαχείριση του επιτοκίου είναι σε θέση να τονώνει συνεχώς τον κατάλληλο όγκο των επενδύσεων. Από την πλευρά μου, είμαι τώρα κάπως δύσπιστος για την επιτυχία μιας νομισματικής πολιτικής που απλά στοχεύσει στο να επηρεάζει τα επιτόκια. Περιμένω να δω το Κράτος, το οποίο είναι σε θέση να υπολογίσει την οριακή αποδοτικότητα των κεφαλαιουχικών αγαθών σε μεγάλο χρονικό ορίζοντα και με βάση το γενικό κοινωνικό πλεονέκτημα, λαμβάνοντας όλο και μεγαλύτερη ευθύνη για την απευθείας οργάνωση της επένδυσης, καθώς φαίνεται πιθανό ότι οι διακυμάνσεις στην εκτίμηση της αγοράς για την οριακή αποδοτικότητα των διαφορετικών τύπων κεφαλαίου, με βάση τις αρχές υπολογισμού που περιέγραψα παραπάνω, θα είναι πολύ μεγάλες για να αντισταθμιστούν από οποιοσδήποτε εφικτές αλλαγές στο επιτόκιο. (164)

Το εμπόδιο για τη θεραπεία της Μεγάλης Ύφεσης με τη νομισματική πολιτική δεν είναι η πολιτική μηδενικών επιτοκίων, αλλά η απουσία των μέτρων πολιτικής που αποσκοπούν στην αύξηση της οριακής αποδοτικότητας του κεφαλαίου ή, στην παραδοσιακή άποψη (όπως αυτή που υιοθέτησε ο FA Hayek, ο οποίος θεωρούσε τη μεταβλητότητα στο πραγματικό επιτόκιο ως την κύρια αιτία της ανισορροπίας),[8] την αύξηση του πραγματικού επιτοκίου. Τόσο ο Keynes όσο και ο Hayek θα μπορούσαν να συμφωνήσουν ότι η νομισματική πολιτική δεν είναι σε θέση να το κάνει αυτό. Δεν συμφωνούσαν, ωστόσο, σχετικά με τις πολιτικές που θα μπορούσαν να προκαλέσουν την απαιτούμενη μεταβολή του πραγματικού επιτοκίου ή την οριακή αποδοτικότητα του κεφαλαίου. Και ο διαχωρισμός αυτός αντικατοπτρίζεται σήμερα στη διαφορά μεταξύ της ευρωπαϊκής και της αμερικανικής πολιτικής: η ευρωπαϊκή πολιτική είναι προσηλωμένη στη μάταιη επιδίωξη του Hayek να αυξήσει την αποταμίευση μέσω της λιτότητας, ενώ αυτή των Ηνωμένων Πολιτειών προσπαθεί να τονώσει την οικονομία μέσω δημοσιονομικών κινήτρων.

Η προσέγγιση του Keynes παρέχει επίσης κάποιες ιδέες σχετικά με την επιστροφή στη «συμβατική» πολιτική όταν μας υπενθυμίζει ότι «θα ήταν πιο ακριβές, ίσως, να πούμε ότι το επιτόκιο είναι ένα πολύ συμβατικό, παρά ένα πολύ ψυχολογικό

φαινόμενο. Η πραγματική του τιμή διέπεται σε μεγάλο βαθμό από την επικρατούσα άποψη ως προς την αναμενόμενη του τιμή. Κάθε επίπεδο επιτοκίου που γίνεται δεκτό με αρκετή πεποίθηση ότι είναι πιθανό να διατηρηθεί, θα διατηρηθεί» (203).

Τελικά, τα επιτόκια θα πρέπει να αυξηθούν, και αυτό θα οδηγήσει σε απώλειες κεφαλαίου που το κοινό και οι τράπεζες προσπαθούν να αποφύγουν με τη διακράτηση ρευστών περιουσιακών στοιχείων, αλλά θα εισρεύσουν στην κεντρική τράπεζα. Όπως παρατηρεί ο Richard Kahn (1972), «οι τιμές των τίτλων πρέπει να είναι «τέτοιες ώστε να εξασφαλίζουν ένα σπίτι για όλο το κοινό, πέρα από αυτό που το τραπεζικό σύστημα φροντίζει για τον εαυτό του. Αυτή είναι η ουσία της θεωρίας προτίμησης ρευστότητας του Keynes για τα επιτόκια, με την προσφορά και τη ζήτηση για χρήμα να αποτελεί την άλλη όψη της προσφοράς των τίτλων στα χέρια του κοινού και τη ζήτηση για τίτλους από το κοινό» (80).

Αν η νέα δομή επιτοκίου, συνοδευόμενη από την «καθοδήγηση» της αγοράς, είναι αποδεκτή ως ανθεκτική, τότε οι πολίτες και το τραπεζικό σύστημα θα είναι και πάλι πρόθυμοι να διατηρήσουν αυτά τα περιουσιακά στοιχεία μεγαλύτερης ωρίμανσης στα χαρτοφυλάκιά τους. Η αναζήτηση για τις πιο κερδοφόρες, διορθωμένες για κίνδυνο αποδόσεις από τις τράπεζες και το κοινό θα παρέχει τη μείωση του ισολογισμού της κεντρικής τράπεζας.

Σημειώσεις

1. «Επιτρέψτε μου να ολοκληρώσω την ομιλία μου κάνοντας μια μικρή κατάχρηση της θέσης μου ως επίσημος εκπρόσωπος του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού. Θα ήθελα να πω στον Μίλτον και στην Άννα: Σχετικά με τη Μεγάλη Ύφεση. Είχατε δίκιο, έτσι κάναμε. Λυπούμαστε πολύ. Όμως, χάρη σε σας, δεν θα το κάνουμε ξανά» (Bernanke 2002).

2. Έχει ενδιαφέρον να παρακολουθήσει κανείς την εξέλιξη των ιδεών του Keynes μεταξύ των ετών 1930 και 1931: η πίστη του στην αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής για την αντιμετώπιση της Μεγάλης Ύφεσης εξασθένησε, καθώς οι συνθήκες συνέχισαν να επιδεινώνονται. Δείτε το άρθρο του Keynes το 1930 στο «The Nation» (1930b) και τις διαλέξεις που έδωσε στο New School (Kent 2004) και στο Ίδρυμα Harris (1931). Στη διάλεξη Halley Stewart του 1931, ο Keynes δηλώνει τα εξής: «Ωστόσο, δεν είμαι σίγουρος ότι, στην περίπτωση αυτή, το φθηνό χρήμα θα είναι ικανό από μόνο του να προκαλέσει ένα κύμα ικανοποιητικής ανάκαμψης των νέων επενδύσεων. Το φθηνό χρήμα σημαίνει ότι τα ακίνδυνα ή τα δθθεν ακίνδυνα επιτόκια θα είναι χαμηλά. Αλλά η ανάληψη μιας επιχειρηματικής δραστηριότητας εμπεριέχει πάντα κάποιο βαθμό κινδύνου. Μπορεί ακόμα να ισχύει ότι ο δανειστής, με καταρρακωμένη εμπιστοσύνη από τις εμπειρίες του, θα συνεχίσει να επιδιώκει επιτόκια για νέες επιχειρηματικές δραστηριότητες, που ο δανειολήπτης δεν μπορεί να αποκομίσει» (Keynes 1982 [1932], 60).

3. Είναι δυνατόν να αποτελεί έκπληξη το γεγονός ότι η «ανάκαμψη» από την κρίση έχει ωφελήσει κυρίως το ανώτερο 1% του πληθυσμού (βλ Tcherneva 2014) όταν η πλειονότητα των εισοδημάτων σε αυτήν την ομάδα ατόμων αποτελείται από δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών και κεφαλαιακά κέρδη (Lazonick 2013);

4. «Δεν πιστεύω πλέον ότι η έννοια του «φυσικού» επιτοκίου, η οποία στο παρελθόν μου φαινόταν μια ελπιδοφόρα ιδέα, έχει κάτι το πολύ χρήσιμο ή το σημαντικό να συμβάλει στην ανάλυσή μας» (Keynes 1973 [1936], 243).

5. Για την κατανόηση της προτίμησης ρευστότητας, ο Richard Kahn υπογραμμίζει την κρίσιμη σημασία της διαφοράς ανάμεσα στην έμφαση σχετικά με τις προσδοκίες των μεταβολών στα μακροπρόθεσμα επιτόκια και στην κυρίαρχη ιδέα ότι τα μακροπρόθεσμα επιτόκια καθορίζονται από τα αναμενόμενα βραχυπρόθεσμα επιτόκια (Kahn 1972).

6. Όπως αναφέρεται αλλού (Kregel 1998), ο «square rule» του Keynes ισοδυναμεί επίσης με τη «διάρκεια», η οποία μετρά την ανταπόκριση των τιμών ενός περιουσιακού στοιχείου σε σχέση με τη μεταβολή στα επιτόκια και, ως εκ τούτου, προβάλλει ένα γενικότερο μέτρο του κινδύνου που προκύπτει από τη έλλειψη ρευστότητας.

7. Στη σύγχρονη εφαρμογή της ποσοτικής χαλάρωσης, βλέπουμε για άλλη μια φορά σε λειτουργία τα απομεινάρια της διαχείρισης της προσφοράς χρήματος.

8. «Η κατάσταση όπου το επιτόκιο της αγοράς είναι κάτω από το φυσικό επιτόκιο δεν προέρχεται από μια εσκεμμένη μείωση του επιτοκίου από τις τράπεζες. Προφανώς, το ίδιο αποτέλεσμα μπορεί να παραχθεί από τη βελτίωση των προσδοκιών κέρδους ή από τη μείωση του ποσοστού αποταμίευσης, η οποία μπορεί να οδηγήσει το «φυσικό επιτόκιο» (στο οποίο η ζήτηση και η προσφορά των αποταμιεύσεων είναι ίσες) πάνω από το προηγούμενο του επίπεδο» (Hayek 1933, 147).

Πηγές

Bernanke, B. S. 2002. "On Milton Friedman's Ninetieth Birthday." Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Conference to Honor Milton Friedman, University of Chicago, Chicago, Illinois, November 8.

Harris Foundation. 1931. *Reports of Roundtables: Unemployment as a World Problem*. Edited by Q. Wright. Chicago: University of Chicago Press.

Hayek, F. A. 1933. *Monetary Theory and the Trade Cycle*. London: Jonathan Cape.

Kahn, R. 1972. "Some Notes on Liquidity Preference." Reprinted in *Selected Essays on Employment and Growth*, 72–96. Cambridge: Cambridge University Press.

Kent, R. J. 2004. "Keynes's Lectures at the New School for Social Research." *History of Political Economy* 36 (1): 195–206.

Keynes, J. M. 1930a. *A Treatise on Money, Vol. II: The Applied Theory of Money*. London: Macmillan.

———. 1930b. "Monetary Policy Alone Will Not End Depression." *The Nation*, May 10.

———. 1982 (1932). Halley Stewart Lecture 1931. In D. E. Moggridge, ed. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. 21. London: Macmillan.

———. 1973 (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. In D. E. Moggridge, ed. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. 7. London: Macmillan.

Kregel, J. A. 1998. "Aspects of a Post Keynesian Theory of Finance." *Journal of Post Keynesian Economics* 21 (1): 111–33.

———. 2013. "Was Keynes's Monetary Policy, à *Outrance* in the *Treatise*, the Model for ZIRP and QE?" In H. Toshiaki, M. C. Marcuzzo, and P. Mehrling, eds. *Keynesian Reflections: Effective Demand, Money, Finance, and Policies in the Crisis*, chap. 7. Oxford: Oxford University Press.

Lazonick, W. 2013. "The Financialization of the U.S. Corporation: What Has Been Lost, and How It Can Be Regained." *Seattle University Law Review* 36: 857–909.

Tcherneva, P. R. 2014. "Reorienting Fiscal Policy: A Bottom up Approach." *Journal of Post Keynesian Economics* 37 (1): 43–66.