



# ***Policy Note***

---

2011 / 4

## **Μια ανάλυση της εξέλιξης των απόψεων του Κέινς για τη νομισματική πολιτική—από τη «Πραγματεία για το Χρήμα» στη «Γενική Θεωρία»**

Jan Kregel

### **Εισαγωγή. Η πρόκληση του Κέινς—πολιτική μηδενικών επιτοκίων και ποσοτική χαλάρωση**

Προς το τέλος του 1930, καθώς το κραχ του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης το 1929 είχε αρχίσει να έχει αντίκτυπο στην πραγματική οικονομία των ΗΠΑ—πτώση στις τιμές των εμπορευμάτων, μείωση της παραγωγής και αύξηση της ανεργίας—ο Τζον Μέιναρντ Κέινς, στα τελευταία κεφάλαια του βιβλίου του *«Η Πραγματεία για το Χρήμα»* προκαλούσε τις νομισματικές αρχές να λάβουν «σκόπιμη και αποφασιστική δράση» για τη μείωση των επιτοκίων ώστε να αντιστραφεί η κρίση. Υποστηρίζει ότι έως ότου ληφθεί «εξαιρετικά ασυνήθιστη», «ανορθόδοξη» νομισματική πολιτική δράση «στο πλαίσιο αυτών των προτάσεων και αποτύχει, πρέπει, υπό το πρίσμα της επιχειρηματολογίας αυτής της πραγματείας, να παραδεχτούμε ότι το τραπεζικό σύστημα δεν μπορεί, αυτή τη φορά, να ελέγξει τον ρυθμό των επενδύσεων και, άρα, το επίπεδο των τιμών» (Keynes 1930a, 387).<sup>[1]</sup> Οι «ανορθόδοξες» πολιτικές που προτείνει ο Κέινς είναι μια σχεδόν τέλεια περιγραφή του πειράματος της Κεντρικής Τράπεζας της Ιαπωνίας με την πολιτική

---

Ο JAN KREGEL είναι Ανώτατος Μελετητής στο Ινστιτούτο Οικονομικών Λίβι και Διευθυντής του προγράμματος Νομισματική Πολιτική και Χρηματοοικονομική Δομή, και Καθηγητής στο Τεχνολογικό Πανεπιστήμιο του Ταλίν. Το κείμενο παρουσιάστηκε αρχικά στο 7<sup>ο</sup> Διεθνές Συνέδριο Κέινς, Πανεπιστήμιο Σόφια, Τόκιο, Ιαπωνία, Μάρτιος 1–2, 2011. Copyright © 2011 Levy Economics Institute

των μηδενικών επιτοκίων τη δεκαετία του 1990 και το πείραμα της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ με την πολιτική των μηδενικών επιτοκίων και της ποσοτικής χαλάρωσης (QE1 και QE2) κατά τη διάρκεια της πρόσφατης κρίσης. Μπορούμε συνεπώς να πούμε ότι αυτά τα πειράματα αποτελούν κατά κάποιον τρόπο μια ανταπόκριση στην πρόκληση του Κέινς και υποβάλλουν σε δοκιμή τη θεωρία του για την ικανότητα της νομισματικής πολιτικής να αντιμετωπίσει αποτελεσματικά τις χρηματοοικονομικές κρίσεις. Η ανταπόκριση αυτή φαίνεται να είναι ένα ξεκάθαρο και σαφές Όχι.

### **Οι στόχοι της νομισματικής πολιτικής**

Στο προτελευταίο κεφάλαιο του τόμου 2 της *«Πραγματείας για το Χρήμα»*, ο Κέινς θέτει το ζήτημα της ικανότητας της νομισματικής αρχής να επηρεάσει το επίπεδο των τιμών: «Έχω φτάσει, επιτέλους, στην ουσία του όλου θέματος. Προσπαθήσαμε να αναλύσουμε και να ταξινομήσουμε τους πολυποίκιλους παράγοντες που καθορίζουν το επίπεδο των τιμών και τα μέσα με τα οποία η κεντρική τράπεζα σε ένα κλειστό σύστημα, ή η συνολική συμπεριφορά των κεντρικών τραπεζών σε όλο τον κόσμο, μπορούν να επηρεάσουν και να προσδιορίσουν τη συμπεριφορά του τραπεζικού και νομισματικού συστήματος στο σύνολό του. Αλλά, τελικά, έγκειται πραγματικά στη δύναμη μιας κεντρικής τράπεζας να ακολουθήσει μια πολιτική η οποία θα έχει ως αποτέλεσμα τον καθορισμό της αξίας του χρήματος σε οποιοδήποτε υπαγορευμένο επίπεδο;» (339).

Ο Κέινς αντιμετωπίζει αυτό το ζήτημα στο πλαίσιο του καθορισμού του νομικού «καθήκοντος» της κεντρικής τράπεζας «να διαφυλάξει την αγοραστική δύναμη του χρήματος εντός στενών ορίων» (ibid.). Ενώ δείχνει ότι στο παρελθόν ήταν θετικός απέναντι σε μια τέτοια πρόταση, σημειώνει ότι οι «εύλογες αμφιβολίες που εκφράστηκαν από άτομα μεγάλης εμπειρίας» (345) έχει κλονήσει την πεποίθησή του. Αναφέρεται συγκεκριμένα στις ακροάσεις της επιτροπής που πραγματοποιήθηκαν στις Ηνωμένες Πολιτείες για το ζήτημα του κατά πόσον ο Νόμος περί Ομοσπονδιακού Αποθεματικού θα έπρεπε να τροποποιηθεί «για να επιβάλει στην Επιτροπή του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού την υποχρέωση να κάνει χρήση όλων των δυνάμεων που διαθέτει για να 'προωθήσει ένα σταθερό επίπεδο τιμών για τα εμπορεύματα γενικά'» (340). Πιο συγκεκριμένα, με τις ακροάσεις ανέκυψε το ερώτημα για το πώς επηρεάζουν οι διεθνείς καταστάσεις τις τιμές των εμπορευμάτων, και ως εκ τούτου τις εγχώριες τιμές, και της δυσκολίας της χρήσης της νομισματικής πολιτικής για την καταπολέμηση της μείωσης των τιμών σε μια οικονομική ύφεση.

Παρά τις αμφιβολίες του, ο Κέινς απαντά εντούτοις καταφατικά στη δική του ερώτηση, προτρέποντας τους κεντρικούς τραπεζίτες να υιοθετήσουν εξαιρετικά ασυνήθιστα, ανορθόδοξα μέτρα σε μια προσπάθεια να αντιμετωπιστεί η εμβάθυνση της ύφεσης. Οι προτάσεις του είναι σχεδόν ταυτόσημες με τα μέτρα που ελήφθησαν από την Τράπεζα της Ιαπωνίας για την αντιμετώπιση της κατάρρευσης των τιμών των περιουσιακών στοιχείων στη δεκαετία του 1990 και τις πολιτικές που υιοθετήθηκαν από το Ομοσπονδιακό Αποθεματικό για την αντιμετώπιση της χρηματοπιστωτικής κατάρρευσης του 2007–08.

## Η «Πραγματεία» και η εναλλακτική μέθοδος προσδιορισμού της τιμής

Η θέση του Κέινς προσδιορίζεται από την εξήγηση του καθορισμού της τιμής που είχε προσπαθήσει να προσφέρει ως εναλλακτική μέθοδο για την παραδοσιακή ποσοτική θεωρία. Η προσέγγισή του βασιζόταν στη διατύπωση των «θεμελιωδών εξισώσεων» για τις τιμές αυτού που αποκαλούσε «διαθέσιμη» και «μη διαθέσιμη» παραγωγή: «Έχουμε ισχυριστεί ότι αποδείξαμε σε αυτή την πραγματεία ότι το επίπεδο τιμών της παραγωγικότητας εξαρτάται από το επίπεδο εισοδημάτων σχετικά με την αποτελεσματικότητα, στον όγκο των επενδύσεων (με βάση το κόστος παραγωγής) σχετικά με την αποταμίευση, και με το αν είναι «ταυρίσιο» ή «αρκουδίσιο» το συναίσθημα των καπιταλιστών σχετικά με την προσφορά των καταθέσεων ταμειυτηρίου που είναι διαθέσιμη από το τραπεζικό σύστημα. Έπιπλέον, έχουμε υποστηρίξει ότι το τραπεζικό σύστημα μπορεί να ελέγχει την προσφορά των καταθέσεων ταμειυτηρίου, και ως εκ τούτου ο τρίτος παράγοντας: ότι μπορεί να το κάνει στη βάση της πιστωτικής επιρροής που διαθέτει σε οποιαδήποτε απαιτούμενη έκταση του όγκου των επενδύσεων, και ως εκ τούτου ο δεύτερος παράγοντας: και ότι οι έμμεσες συνέπειες της επιρροής του στον όγκο των επενδύσεων καθορίζουν τις προσφορές χρήματος προς τους παραγωγικούς συντελεστές από τους επιχειρηματίες, και ως εκ τούτου ο πρώτος παράγοντας. Αλλά δεν έχουμε ισχυριστεί ότι το τραπεζικό σύστημα μπορεί να παραγάγει αυτά τα αποτελέσματα ταυτόχρονα, ή ότι θα έχει πάντα την ικανότητα να προβλέπει έγκαιρα τη λειτουργία των μη νομισματικών παραγόντων ώστε να μπορεί να πάρει μέτρα για να αντισταθμίσει την επίδραση τους στις τιμές, ή ότι μπορεί να αποφύγει τις βίαιες διακυμάνσεις στις τιμές των διαφορετικών κατηγοριών των εμπορευμάτων στη σχέση του ενός με του άλλου, ή ότι μια κεντρική τράπεζα, η οποία είναι μέλος ενός διεθνούς συστήματος, μπορεί να διατηρήσει την εγχώρια σταθερότητα ανεξάρτητα από τη συμπεριφορά των άλλων κεντρικών τραπεζών» (345–46).

Με απλά λόγια, ο Κέινς υποστήριξε ότι οι τιμές θα καθορίζονται από το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (μισθοί αποδοτικότητας) και την πίεση της ζήτησης (που προκαλείται από μια απόκλιση των αποταμιεύσεων από την επένδυση). Το επίκεντρο της πολιτικής της ανάκαμψης θα πρέπει επομένως να είναι η αύξηση των επενδύσεων ώστε να αυξηθεί η ζήτηση για παραγωγή, απορροφώντας την πλεονάζουσα παραγωγή και ενθαρρύνοντας τους επιχειρηματίες να διευρύνουν ξανά την απασχόληση και την παραγωγή. Ο Κέινς επισημαίνει ότι η προσέγγισή του είναι ουσιωδώς διαφορετική από αυτή των θεωρητικών της ποσότητας στο ότι δεν υπάρχει άμεση επίδραση του χρήματος στις τιμές. Πράγματι, υπογραμμίζει την αντίδραση που θα μπορούσε να υπάρξει εναντίον της προσέγγισής του: ότι θα προκαλέσει πληθωρισμό και όχι την ανάκαμψη της παραγωγής.

Τα συμπεράσματα του Κέινς σχετικά με τους περιορισμούς της ικανότητας του τραπεζικού συστήματος να ελέγξει το επίπεδο των τιμών περιλαμβάνουν τα εξής:

- Είναι πολύ ευκολότερο να διατηρηθεί η σταθερότητα παρά η γρήγορη αποκατάστασή της.
- Μη νομισματικά αίτια της αστάθειας μπορεί μερικές φορές να προκύψουν τόσο ξαφνικά που είναι αδύνατο να αντισταθμιστούν εγκαίρως.

- Ισχυρές κοινωνικές ή πολιτικές δυνάμεις μπορεί να προκαλέσουν αυθόρμητες μεταβολές στα money rates των μισθών αποδοτικότητας και, κατά συνέπεια, ο έλεγχος του επιπέδου των τιμών μπορεί να είναι πέραν της δυνατότητας του τραπεζικού συστήματος.
- Εάν η χώρα συμμορφωθεί με ένα διεθνές πρότυπο που το ίδιο είναι ασταθές, είναι, φυσικά, αδύνατον να διατηρηθεί η σταθερότητα του επιπέδου των εγχώριων τιμών. Έτσι, ακόμη και αν το τραπεζικό σύστημα είναι αρκετά ισχυρό για να διατηρήσει τη σταθερότητα του επιπέδου των τιμών, δεν προκύπτει ότι είναι αρκετά ισχυρό ώστε να αλλάξει το επίπεδο των τιμών και να δημιουργήσει ισορροπία στο νέο επίπεδο χωρίς μεγάλες καθυστερήσεις και τριβές.

«Με άλλα λόγια», λέει ο Κέινς, «αποδίδω στο τραπεζικό σύστημα πολύ μεγαλύτερη δύναμη στη διατήρηση της ισορροπία των επενδύσεων από ό,τι στο να μπορεί να προκαλέσει μετατόπιση στα ισχύοντα επιτόκια από το υφιστάμενο επίπεδο, ή από το επίπεδο που παράγεται από αυθόρμητες μεταβολές, σε ένα νέο και τροποποιημένο επίπεδο που επιβάλλεται από συνθήκες από το εξωτερικό ή από αυθαίρετες εγχώριες αποφάσεις» (352).

### **Βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα επιτόκια**

Μια σημαντική δυσκολία που αναγνωρίζει ο Κέινς στο σκεπτικό του είναι ότι «η κύρια άμεση επιρροή του τραπεζικού συστήματος είναι πάνω από το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο. Αλλά όταν πρόκειται για τον έλεγχο του ρυθμού επένδυσης, όχι στο κεφάλαιο κίνησης αλλά στο σταθερό κεφάλαιο, το μακροπρόθεσμο επιτόκιο είναι αυτό που κατά κύριο λόγο έχει σημασία. Πώς μπορούμε να είμαστε βέβαιοι ότι το μακροπρόθεσμο επιτόκιο θα ανταποκριθεί στις επιθυμίες της νομισματικής αρχής η οποία θα ασκεί την άμεση επιρροή της, όπως και θα πρέπει να κάνει, κυρίως πάνω στο βραχυπρόθεσμο επιτόκιο;» (ibid.).

Αλλά ο ίδιος δεν το θεωρεί αυτό πραγματικό πρόβλημα, δεδομένου πως «η εμπειρία δείχνει ότι, κατά γενικό κανόνα, η επιρροή του βραχυπρόθεσμου επιτοκίου στο μακροπρόθεσμο επιτόκιο είναι πολύ μεγαλύτερη από ότι θα περίμενε ο οιοσδήποτε ο οποίος υποστήριξε τις παραπάνω θέσεις. Επιπλέον, θα βρούμε ότι υπάρχουν κάποιοι βάσιμοι λόγοι, με βάση τον τεχνικό χαρακτήρα της αγοράς, γιατί δεν είναι αφύσικο ότι αυτό θα πρέπει να είναι έτσι» (353). Ο Κέινς αναφέρει την εργασία του αμερικανού οικονομολόγου Winfield William Riefler (1930), ο οποίος βασίστηκε σε στατιστικές μελέτες από την Επιτροπή του Ομονοσπονδιακού Αποθεματικού για να δείξει ότι «όλες οι σημαντικές κινήσεις των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων μεταξύ 1919–1928 αντικατοπτρίζονταν στις αποδόσεις των ομολόγων. Μικρές διακυμάνσεις στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια έβρισκαν επίσης συχνά αντανάκλαση στις αποδόσεις των ομολόγων, ακόμη και την περίοδο μεταξύ 1921 και 1926» (quoted in idib). Ο Riefler παρατηρεί ότι «το εκπληκτικό γεγονός δεν είναι ότι οι αποδόσεις των ομολόγων παραμένουν σχετικά σταθερές σε σύγκριση με τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια, αλλά ότι αντανάκλουν τις διακυμάνσεις των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων τόσο εντυπωσιακά και σε ένα τέτοιο σημαντικό βαθμό» (ibid., 355–56).[2]

Ο Κείνς περιγράφει στη συνέχεια τους λόγους για τους οποίους τα αποτελέσματα αυτά δεν θα πρέπει να προκαλούν έκπληξη:

(α) Εάν η τρέχουσα απόδοση των ομολόγων είναι μεγαλύτερη από το επιτόκιο που καταβάλλεται σε βραχυπρόθεσμα δάνεια, η αποκόμιση του κέρδους γίνεται με τον short δανεισμό προκειμένου να αποκτηθούν μακροπρόθεσμα χρεόγραφα, εφόσον δεν προκύπτει μείωση της αξίας τους κατά τη διάρκεια του δανείου. . . .

(β) Υπάρχει μια σειρά από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα . . . τα οποία διαφοροποιούν από καιρό σε καιρό την αναλογία του ενεργητικού τους ανάμεσα σε μακροπρόθεσμα και βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα αντιστοίχως. Όταν οι βραχυπρόθεσμες αποδόσεις είναι υψηλές, η ασφάλεια και η ρευστότητα των βραχυπρόθεσμων χρεογράφων μοιάζει εξαιρετικά ελκυστική. Αλλά όταν οι βραχυπρόθεσμες αποδόσεις είναι πολύ χαμηλές, τα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα όχι μόνο δεν είναι ελκυστικά αλλά κάνει τώρα την εμφάνισή του και ο φόβος ότι το πιστωτικό ίδρυμα μπορεί να μην είναι σε θέση να διατηρήσει το καθιερωμένο επίπεδο εισοδήματος, και η οποιαδήποτε σοβαρή πτώση αυτού θα ήταν επιζήμια για τη φήμη του πιστωτικού ιδρύματος. Έρχεται το σημείο, λοιπόν, που σπεύδουν να κινηθούν προς την κατεύθυνση χρεογράφων μακροπρόθεσης λήξης. Η κίνηση αυτή έχει ως αποτέλεσμα να ανέβει η τιμή των μακροπρόθεσμων χρεογράφων που, επιβεβαιώνει, τρόπο τινά, την πεποίθηση εκείνων που είχαν εισηγηθεί την πολιτική στροφής προς τα μακροπρόθεσμα χρεόγραφα. Συνεπώς, εκτός εάν υπάρχει σοβαρός λόγος στο μυαλό της πλειοψηφίας εκείνων που ελέγχουν τα κεφάλαια να φοβούνται τα μακροπρόθεσμα χρεόγραφα στα υφιστάμενα επίπεδα των τιμών τους, η τιμή τους τείνει να ανέβει λίγο, και η αρχική μικρή τιμή θα αυξηθεί μέσω της αύξησης που θα προκαλέσει στο γενικό άγχος ανάμεσα σε εκείνους που δεν μπορούν να δουν το εισόδημά τους από τις τρέχουσες αποδόσεις να υποστεί μια σοβαρή πτώση. (357–58)

Εκτός από αυτούς τους «τεχνικούς λόγους», ο Κείνς εγείρει ένα θέμα που θα αποκτήσει μεγαλύτερη σημασία στη *Γενική Θεωρία*: την κυρίαρχη επίδραση των βραχυπρόθεσμων τραγεταλλοποιήσεων στις μακροπρόθεσμες προσδοκίες. «Στην πραγματικότητα», γράφει, «δεν γνωρίζουμε σχεδόν τίποτα για το πιο μακρινό μέλλον. . . . Η αξία των μετοχών μιας εταιρείας, ακόμη και των ομολόγων της, θα επηρεάζεται σε κάποιο βαθμό, που ένας ορθολογικός εξωτερικός παρατηρητής μπορεί να θεωρήσει ως εντελώς παράλογο, από μικρής διάρκειας διακυμάνσεις στα δεδομένα ή στις αναμενόμενα κέρδη της. . . .

«Ούτε πρέπει να εκπλησσομάστε. Η άγνοια ακόμα και του πιο ενήμερου επενδυτή για το πιο μακρινό μέλλον είναι πολύ μεγαλύτερη από τις γνώσεις του, και αυτός δεν μπορεί παρά να επηρεαστεί σε βαθμό που θα φαίνεται εξωφρενικά δυσανάλογος σε σχέση με οποιονδήποτε που ήξερε πραγματικά το μέλλον, από τα λίγα που γνωρίζει στα σίγουρα, ή σχεδόν στα σίγουρα, για το πρόσφατο παρελθόν και το κοντινό μέλλον, και θα αναγκάζοταν να αναζητήσει κάποια ένδειξη κυρίως εδώ για τις τάσεις που βρίσκονται μπροστά μας. Αλλά εάν αυτό αληθεύει για τον πιο ενήμερο επενδυτή, η συντριπτική πλειοψηφία . . . δεν ξέρει σχεδόν τίποτα για το τι κάνει. Δεν διαθέτει καν τα βασικά

στοιχεία που απαιτούνται για μια έγκυρη γνώμη, και είναι το θήραμα των ελπίδων και των φόβων που εύκολα ξυπνούν από παροδικά γεγονότα και που με την ίδια ευκολία διαλύονται. Αυτό είναι ένα από τα περίεργα χαρακτηριστικά του καπιταλιστικού συστήματος κάτω από οποίο ζούμε, τα οποία, όταν έχουμε να κάνουμε με τον πραγματικό κόσμο, δεν πρέπει να παραβλέπουμε.

«Αλλά υπάρχει επίσης ένας ακόμη λόγος γιατί μπορεί συχνά να είναι προς όφελος του σοφότερου η πρόβλεψη της ψυχολογίας της μάζας αντί η πραγματική τάση των γεγονότων, και προληπτικά το μαιμούδιασμα της λογικής. Κι αυτό επειδή η αξία ενός χρεόγραφου καθορίζεται όχι από τους όρους βάσει των οποίων θα μπορούσε κανείς να προσδοκά να αγοράσει ολόκληρο το μέρος του ανεξόφλητου επιτοκίου, αλλά από το μικρό περιθώριο που αποτελεί το αντικείμενο της πραγματικής διαπραγμάτευσης—ακριβώς όπως η τρέχουσα νέα επένδυση είναι μόνο ένα μικρό περιθώριο στην άκρη του συνόλου των υφιστάμενων επενδύσεων. Τώρα αυτό το περιθώριο αντιμετωπίζεται σε μεγάλο βαθμό από επαγγελματίες χρηματιστές—μπορείτε να τους αποκαλέσετε κερδοσκόπους—που δεν έχουν καμία πρόθεση να διατηρήσουν χρεόγραφα για τόσο μεγάλο χρονικό διάστημα που θα επηρεαζόντουσαν από τις επιπτώσεις μακρινών γεγονότων. Ο στόχος τους είναι να πουλήσουν εκ νέου στον όχλο μετά από μερικές εβδομάδες ή το πολύ σε λίγους μήνες. Είναι φυσικό, επομένως, ότι θα επηρεάζονται από το κόστος δανεισμού, και ακόμα περισσότερο από τις προσδοκίες τους με βάση την προηγούμενη εμπειρία από την τάση της ψυχολογίας του όχλου. Έτσι, στο βαθμό που το πλήθος αναμένεται να ενεργήσει με έναν ορισμένο τρόπο, ακόμη κι αν είναι λανθασμένος, θα είναι προς όφελος των πλέον ενήμερων επαγγελματιών να ενεργήσει με τον ίδιο τρόπο—λίγο αργότερα» (359–61).

### **Βραχυπρόθεσμο χρήμα—η ποσότητα είναι εξίσου σημαντική με την τιμή**

Έχοντας διαπιστώσει τη σημασία του βραχυπρόθεσμου στη διαμόρφωση των μακροπρόθεσμων προσδοκιών, και ως εκ τούτου την πιθανότητα ότι τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για να επηρεάσουν τις μακροπρόθεσμες κεφαλαιακές επενδυτικές αποφάσεις, ο Κέινς κάνει ένα βήμα παραπέρα και παραδέχεται ότι «δεν πιστεύω . . . ότι ο όγκος της επένδυσης είτε στο κεφάλαιο κίνησης είτε στο ρευστό κεφάλαιο είναι ευαίσθητος στις μεταβολές του βραχυπρόθεσμου επιτοκίου από μόνο του και εκτός και αν αυτές οι μεταβολές δημιουργούν μια προσδοκία αλλαγών στις τιμές. Οι διακυμάνσεις στον όγκο της επένδυσης στο κεφάλαιο κίνησης και στο ρευστό κεφάλαιο παίζουν μεγάλο ρόλο, φυσικά, στην όξυνση των οικονομικών ανόδων και των υφέσεων, αλλά αμφιβάλλω αν μπορούν να προκαλεστούν ή να αποφευχθούν απλά από αλλαγές στο τραπεζικό επιτόκιο. Γενικά, αποτελούν μια καθυστερημένη απόκριση στις μεταβολές στο επίπεδο των τιμών που έχουν προκληθεί από έναν ασύμμετρο όγκο επενδύσεων στο σταθερό κεφάλαιο. . . .

«Τέτοιες επιπτώσεις, που μπορούν να παραχθούν απευθείας από την προθυμία επένδυσης στο κεφάλαιο κίνησης και στο ρευστό κεφάλαιο, οφείλονται, νομίζω, σε μεγαλύτερο ή μικρότερο βαθμό, στο όποιο περιθώριο «ανικανοποίητων» δανειοληπτών . . . είναι ικανοποιημένο παρά στο φθηνό ή στο ακριβό χρήμα από μόνο του.

«Από την άλλη πλευρά, οι άμεσες επιπτώσεις του φθηνού χρήματος που λειτουργεί μέσα από αλλαγές, ακόμη και μικρές, στην αγορά ομολόγων . . . στον όγκο των νέων επενδύσεων, είναι πιθανώς μεγαλύτερης σημασίας. Η προθυμία να επενδυθεί περισσότερο ή λιγότερο σε μεταποιητικά εργοστάσια δεν είναι πιθανό ότι θα επηρεαστεί πολύ από μικρές αλλαγές στις αποδόσεις ομολόγων» (364).

### **Εξαιρετικά ασυνήθιστα μέτρα—πολιτική μηδενικών επιτοκίων και ποσοτική χαλάρωση**

Αλλά ο Κέινς συνεχίζει: «Μέχρι στιγμής έχουμε ασχοληθεί με τις κανονικές και ορθόδοξες μεθόδους με τις οποίες μια κεντρική τράπεζα μπορεί να χρησιμοποιήσει την ισχύ της για τη διευκόλυνση (ή σκλήρυνση) της πιστωτικής κατάστασης ώστε να τονωθεί (ή να επιβραδυνθεί η) ο ρυθμός των νέων επενδύσεων. Εάν αυτά τα μέτρα εφαρμοστούν στο σωστό βαθμό και *την κατάλληλη στιγμή*, αμφιβάλλω αν θα χρειαστεί συχνά να πάμε πέρα από αυτά ή να εφαρμόσουμε τις εξαιρετικά ασυνήθιστες μεθόδους που θα εξετάσουμε στη συνέχεια. Θέλουμε να πούμε ότι μόνο εάν δεν έχουν εφαρμοστεί εγκαίρως τα ήπια μέτρα, έτσι ώστε να μην έχουν επιτραπεί να αναπτυχθούν συνθήκες οξείας ύφεσης ή οικονομικής έκρηξης, θα πρέπει να ενεργοποιήσουμε πιο ακραία μέτρα και να αναρωτηθούμε εύλογα αν ακόμα και αυτά τα πιο ακραία μέτρα θα έχουν ολοκληρωτικό αποτέλεσμα.

*«Αυτές οι εξαιρετικά ασυνήθιστες μέθοδοι, στην πραγματικότητα δεν είναι τίποτα περισσότερο από μια εντατικοποίηση της κανονικής διαδικασίας των λειτουργιών της ανοικτής αγοράς (η υπογράμμιση δική μου). Δεν ξέρω καμία περίπτωση στην οποία η μέθοδος της λειτουργίας της ανοικτής αγοράς έχει εκτελεστεί à outrance . Οι κεντρικές τράπεζες μέχρι τώρα ήταν πάντα πολύ νευρικές—εξαιτίας, εν μέρει, επειδή ήταν ίσως κάτω από την επίδραση των χονδροειδών ερμηνειών της ποσοτικής θεωρίας—της λήψης μέτρων τα οποία θα είχαν ως αποτέλεσμα να υποχρεώσουν τον συνολικό όγκο του τραπεζικού χρήματος να παρεκκλίνει ευρέως από την κανονική του αξία, είτε σε πλεόνασμα είτε σε έλλειμμα. Αλλά αυτή η αντίληψη αμελεί, νομίζω, το μέρος εκείνο όπου η «ταυρίσια» ή η «αρκουδίσια» τάση του κοινού επηρεάζει τη ζήτηση για τραπεζικό χρήμα. Ξεχνάει την χρηματοοικονομική κυκλοφορία, στην ανησυχία της για την βιομηχανική κυκλοφορία, και παραβλέπει το στατιστικό γεγονός ότι η πρώτη μπορεί να είναι εξίσου μεγάλη όσο η δεύτερη και πολύ πιο ικανή για απότομη παραλλαγή. . . . Σε τέτοιες περιπτώσεις η κεντρική τράπεζα θα πρέπει να εκτελεί τις λειτουργίες της ανοικτής αγοράς της στο βαθμό εκείνο που θα οδηγεί σε κορεσμό την επιθυμία του κοινού να διατηρεί καταθέσεις ταμειωτηρίου, ή θα εξαντλεί την προσφορά των εν λόγω καταθέσεων σε αντίθετη περίπτωση.*

«Ο κίνδυνος να υπάρξει μια πολύ απότομη και σοβαρή επίπτωση στην βιομηχανική κυκλοφορία, όταν ο στόχος είναι η χρηματοοικονομική κυκλοφορία, είναι μεγαλύτερος, νομίζω, στην περίπτωση της συστολής της πίστωσης από ό, τι στην περίπτωση της επέκτασης. Αλλά, από την άλλη μεριά, είναι λιγότερο πιθανό να χρειαστεί να καταφύγουμε σε ακραία μέτρα για να ελέγξουμε ένα οικονομικό «μπουμ» από το να ελέγξουμε ένα οικονομικό κατρακύλισμα. . . .

«Η θεραπεία που προτείνω σε περίπτωση πεισματικής εμμονής της ύφεσης θα αποτελείται, κατά συνέπεια, από την αγορά χρεογράφων από την κεντρική τράπεζα έως ότου το μακροπρόθεσμο επιτόκιο της αγοράς έχει φθάσει στο όριο του, για το οποίο θα πρέπει να προσθέσουμε μερικές παραγράφους λίγο πιο κάτω. Δεν πρέπει να είναι πέρα από τη δύναμη της κεντρικής τράπεζας (εξαιρούνται οι διεθνείς επιπλοκές) να μειώσει το μακροπρόθεσμο επιτόκιο της αγοράς σε οποιοδήποτε ποσοστό στο οποίο η ίδια είναι διατεθειμένη να αγοράσει μακροπρόθεσμα χρεόγραφα. Η «αρκουδίσια» τάση του καπιταλιστικού κοινού δεν είναι ποτέ πολύ επίμονη, και όταν το επιτόκιο καταθέσεων ταμιευτηρίου θα βρίσκεται κοντά στο μηδέν, το σημείο κορεσμού δεν θα αρχίσει να έρθει. Εάν η κεντρική τράπεζα τροφοδοτήσει τις τράπεζες-μέλη με περισσότερα κεφάλαια από ό, τι μπορούν να δανείσουν βραχυπρόθεσμα, πρώτον, το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο θα μειωθεί προς το μηδέν, και, δεύτερον, οι τράπεζες-μέλη θα αρχίσουν σύντομα, έστω και μόνο για να διατηρήσουν τα κέρδη τους, να μιμούνται τις προσπάθειες της κεντρικής τράπεζας αγοράζοντας οι ίδιες χρεόγραφα. Αυτό σημαίνει ότι η τιμή των ομολόγων θα αυξηθεί μέχρι να βρεθούν πολλά άτομα, τα οποία, καθώς θα βλέπουν τις τιμές των μακροπρόθεσμων ομολόγων να αυξάνονται, θα προτιμήσουν να τα πουλήσουν και να κρατήσουν τα έσοδα σε ρευστό σε πολύ χαμηλό επιτόκιο. Εάν (π.χ.) το μακροπρόθεσμο επιτόκιο είναι 3% ετησίως πάνω από το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο, αυτό σημαίνει ότι η μαθηματική προσδοκία για τις τιμές των ομολόγων στα μυαλά αυτών των ατόμων αναλογεί σε μια πτώση 3% ετησίως. Και αυτό, σε μια εποχή που οι τιμές των ομολόγων στην πραγματικότητα αυξάνονται και η κεντρική τράπεζα επιτείνει την φτήνια του χρήματος, δεν είναι πιθανό να υπάρξει μεγάλος όγκος αυτών των πωλήσεων—εκτός εάν η τιμή των ομολόγων έχει οδηγηθεί σε ένα επίπεδο το οποίο γενικά θεωρείται να είναι αρκετά υπερβολικό από μια μακροπρόθεσμη οπτική γωνιά, ένας ενδεχομενικός και περιοριστικός παράγοντας στην εξέταση του οποίου θα επιστρέψουμε σύντομα. Αν η επίδραση των μέτρων αυτών είναι να αυξηθεί η τιμή των «equities» (π.χ., οι κοινές μετοχές) πάνω από την τιμή των ομολόγων, κανένα κακό σε μια εποχή ύφεσης δε θα προκύψει από αυτό, αφού η επένδυση μπορεί να ενισχυθεί από την ασυνήθιστη ευκολία να αντλήσει πόρους από την πώληση κοινών μετοχών καθώς και από τις υψηλές τιμές των ομολόγων. Επιπλέον, μια πολύ υπερβολική τιμή για τις κοινές μετοχές δεν είναι πιθανό να λάβει μέρος σε μια περίοδο ύφεσης και ζημιών για τις επιχειρήσεις.

«Έτσι, δεν βλέπω το λόγο να αμφιβάλλω ότι η κεντρική τράπεζα μπορεί να παράγει μια μεγάλη επίδραση στο κόστος άντλησης νέων πόρων για μακροπρόθεσμη επένδυση, εάν είναι διατεθειμένη να επιμείνει αρκετά με την πολιτική της ανοικτής αγοράς. Ποιοί, όμως, είναι στην πράξη οι παράγοντες εκείνοι που περιορίζουν τον βαθμό στον οποίο μπορεί να προωθήσει μια τέτοια πολιτική στην εγχώρια σκηνή;

«Υπάρχει, πρώτα απ' όλα, το ζήτημα της επάρκειας του «πυρομαχικών» της, δηλαδή, της ισχύος της να συνεχίσει να αγοράζει ή να πουλάει σε επαρκή ποσότητα χρεόγραφα του κατάλληλου είδους. Η έλλειψη κατάλληλων πυρομαχικών είναι πιο πιθανό να παρεμποδίσει μια κεντρική τράπεζα όταν επιδιώκει να συρρικνώσει τον όγκο του τραπεζικού χρήματος από όταν επιδιώκει να τον επεκτείνει, αφού το απόθεμα των χρεογράφων της κατά την έναρξη της πολιτικής της συρρίκνωσης είναι κατ' ανάγκη περιορισμένη. Αλλά επίσης λειτουργεί, κατά μία έννοια, ενάντια σε μια επεκτατική πολιτική αφού μια κεντρική τράπεζα είναι γενικά περιορισμένη στο είδος των



χρεογράφων που αγοράζει, έτσι ώστε, αν συνεχίσει αυτές τις αγορές πέρα από ένα ορισμένο σημείο, μπορεί να δημιουργήσει μια εντελώς τεχνητή θέση προς αυτού του είδους τα χρεόγραφα σε σχέση με άλλα χρεόγραφα. Ο λόγος που μια κεντρική τράπεζα θα πρέπει να έχει την εξουσία να διαφοροποιήσει εντός ορίων τα υποχρεωτικά αποθεματικά των τραπεζών-μελών της είναι για να καλυφτεί απέναντι στην ενδεχομενικότητα των ανεπαρκών πυρομαχικών για την εκτέλεση à outrance των λειτουργικών της ανοικτής αγοράς που έχω προτείνει» (369–72).

Ο Κέινς επισημαίνει στη συνέχεια ότι αν η κεντρική τράπεζα μπορεί να αγοράζει χρεόγραφα σε τιμές «πολύ πέρα από αυτό που θεωρεί ότι είναι ο μακροπρόθεσμος κανόνας. . . αυτό θα σημαίνει ότι οι αγορές αυτές, όταν στην πορεία θα πρέπει να αντιστραφούν με πωλήσεις σε μεταγενέστερη ημερομηνία, μπορεί να εμφανίσουν μια σοβαρή οικονομική ζημία. . . .

«Θα μπορούσαμε ίσως να περιμένουμε την κεντρική τράπεζα, καθώς αντιπροσωπεύει το δημόσιο συμφέρον, να είναι έτοιμη να αναλάβει τους κινδύνους των μελλοντικών προοπτικών όταν ιδιωτικά συμφέροντα θεωρούν τους κινδύνους αυτούς ότι βρίσκονται σε ασυνήθιστα υψηλά επίπεδα. Αλλά η επιλογή μπορεί θεωρητικά να βρίσκεται ανάμεσα στην ανάληψη του βάρους από μια προοπτική ζημιά, που επιτρέπει στην ύφεση να συνεχιστεί, και τη σοσιαλιστική δράση, με βάση την οποία κάποιο επίσημο όργανο αναλαμβάνει το έργο που δεν μπορούν να κάνουν οι επιχειρηματίες.[3]

«Θα επαναλάβω, ωστόσο, ότι αυτές οι ακραίες καταστάσεις είναι απίθανο να προκύψουν παρά μόνο ως αποτέλεσμα κάποιου προηγούμενου λάθους το οποίο δεν μπόρεσε να αποτρέψει την διολίσθηση της οικονομίας στο αρχικό στάδιο της κρίσης και πριν μια ολοκληρωμένη έλλειψη εμπιστοσύνης είχε κυριαρχήσει στα πνεύματα και στις ενέργειες των επιχειρήσεων» (373).

«Μια μερική ανάκαμψη, συνεπώς, θα πρέπει να είναι αναμενόμενη απλά με την πάροδο του χρόνου και χωρίς την εφαρμογή στοχοθετημένων διορθωτικών μέτρων. Αλλά αν η διάγνωσή μου είναι σωστή, δεν μπορούμε να ελπίζουμε για μια πλήρη ή μόνιμη ανάκαμψη έως ότου έχει προκύψει μια πολύ μεγάλη πτώση στο μακροπρόθεσμο επιτόκιο της αγοράς σε όλο τον κόσμο στα επίπεδα που κυριαρχούσαν την προπολεμική περίοδο. Ελλείψει αυτού, θα υπάρξει μια σταθερή πίεση προς τον αποπληθωρισμό των κερδών και χαλάρωση του επιπέδου των τιμών» (384). Έτσι, ο Κέινς καταλήγει στο συμπέρασμα ότι χωρίς εξαιρετικά ασυνήθιστες πολιτικές, «το πράγμα δεν θα θεραπευθεί ποτέ από μόνο του από την έλλειψη δανειοληπτιών που θα οδηγούσε σε πτώση του επιτοκίου, επειδή αυτό απορροφά ένα εξίσου μεγάλο ποσοστό αποταμιεύσεων για τη χρηματοδότηση ζημιών με αυτό για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων»(ibid.). «Η λύση θα πρέπει να προέλθει, προτείνω, από μια γενική αναγνώριση ότι ο ρυθμός επένδυσης δεν είναι πέρα από τον έλεγχό μας, εάν είμαστε διατεθειμένοι να χρησιμοποιήσουμε τα τραπεζικά μας συστήματα για να πραγματοποιήσουμε μια σωστή προσαρμογή του επιτοκίου της αγοράς. Θα μπορούσε να είναι επαρκές απλά να παράγουμε μία γενική πίστη στο ότι θα συνεχιστούν να υφίστανται σε μακροπρόθεσμο χρονικό πλαίσιο πολύ χαμηλά βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Όταν ξεκινήσει η διαδικασία της αλλαγής, θα καθοδηγείται από την ίδια της τη δυναμική» (386).

Φαίνεται ότι η Τράπεζα της Ιαπωνίας, με την εισαγωγή μιας πολιτικής μηδενικών επιτοκίων, πειραματίστηκε με την πρόταση του Κέινς να προσαρμοστούν τα επιτόκια στο χαμηλότερο δυνατό επίπεδο, και ότι το Ομοσπονδιακό Αποθεματικό, μέσω του προγράμματος του ποσοτικού δανεισμού, ακολούθησε την πρόταση του εξ ολοκλήρου με την αγορά μακροπρόθεσμων χρεόγραφων προκειμένου να μειωθεί το μακροπρόθεσμο επιτόκιο και να οδηγήσει ολοκληρωτικά σε κορεσμό την επιθυμία για καταθέσεις ταμειυτηρίου. Ο Κέινς σημειώνει ότι οι πολιτικές αυτές δεν είναι καθόλου διαφορετικές από τις συνηθισμένες πολιτικές της ανοικτής αγοράς, και ότι η κεντρική τράπεζα διαθέτει την ισχύ να προσαρμόσει οποιοδήποτε επιτόκιο, βραχυπρόθεσμο ή μακροπρόθεσμο, σε οποιοδήποτε επίπεδο επιθυμεί. Φαίνεται, επίσης, ότι η προσδοκία του Κέινς να μετατραπεί το κοινό σε πρόθυμους αγοραστές κρατικών χρεογράφων ύστερα από μια απότομη μείωση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, βοηθώντας έτσι την πολιτική της μείωσης του μακροπρόθεσμου επιτοκίου, ήταν εύστοχη. Επιπλέον, έχουμε βιώσει την ανάκαμψη των τιμών των μετοχών, όπως ο Κέινς ανέμενε να συμβεί.

Αυτό που δεν έχει επιβεβαιωθεί είναι ο αναμενόμενος αντίκτυπος στο ποσοστό της επένδυσης. Οι επιχειρήσεις αύξησαν στην πραγματικότητα τα ποσοστά δανεισμού τους, και το spread μεταξύ εταιρικών ομολόγων κατηγορίας σκουπιδιών έχει πέσει σε σχεδόν ιστορικά χαμηλά επίπεδα καθώς οι εταιρείες επιδιώκουν να δανείζονται σε ιστορικά χαμηλά επιτόκια. Ωστόσο, αυτά τα κεφάλαια δεν χρησιμοποιούνται για την χρηματοδότηση νέων επενδύσεων. Παρομοίως, οι τράπεζες έχουν συσσωρεύσει αποθέματα στους καταθετικούς λογαριασμούς τους στην Fed σε ιστορικά υψηλά επίπεδα, κερδίζοντας το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο, το οποίο είναι σχεδόν στο μηδέν. Έτσι, η πολιτική είχε επιτυχία όσον αφορά τον επηρεασμό του επιτοκίου με τον τρόπο που ο Κέινς είχε προβλέψει, αλλά δεν είχε τον αντίκτυπο στις επενδύσεις που περιέγραψε στην *Πραγματεία*.

### **Μετατόπιση θέσης στη «Γενική Θεωρία»;**

Ο Κέινς διατήρησε το πιστεύω του στην αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής τουλάχιστον μέχρι τον Σεπτέμβριο του 1932, όταν και έγραφε το εξής στην *Οικονομική Επιθεώρηση*: «Η μείωση του μακροπρόθεσμου επιτοκίου σε χαμηλά επίπεδα είναι ίσως το πιο απαραίτητο από όλα τα μέτρα, αν θέλουμε να ξεφύγουμε από την ύφεση και να εξασφαλίσουμε μια μόνιμη αναγέννηση των επιχειρήσεων» (Keynes 1932, 415). Ωστόσο, η θέση του άλλαξε όταν ανέπτυξε τις απόψεις του στη *Γενική Θεωρία της Απασχόλησης, του Τόκου και του Χρήματος*.

Ο Κέινς λέει στους αναγνώστες του ότι μία από τις βασικές διαφορές μεταξύ αυτού και του προηγούμενου βιβλίου του είναι ο διαχωρισμός της ανάλυσης της επένδυσης σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και κεφαλαιακά περιουσιακά στοιχεία μέσα από τον διαχωρισμό των καθοριστικών παραγόντων μέσω της προτίμησης για ρευστότητα και της οριακής αποδοτικότητας του κεφαλαίου. Ενώ η *Πραγματεία* έκανε διάκριση μεταξύ βιομηχανικής και χρηματοοικονομικής κυκλοφορίας, οι τιμές και των δυο αυτών κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων συμπεριλήφθησαν σε μία

ενιαία βασική εξίσωση των τιμών και χρηματοδοτούνται από την χρηματοοικονομική κυκλοφορία.

Στη νέα ανάλυσή του στη *Γενική Θεωρία*, ο Κέινς δηλώνει ότι «οι σημερινές επενδύσεις της θα εξαρτηθούν . . . από αυτό που θα αποκαλέσουμε κίνητρο για επένδυση. Και το κίνητρο για επένδυση προκύπτει ότι εξαρτάται από τη σχέση μεταξύ του χρονοδιαγράμματος της οριακής αποδοτικότητας του κεφαλαίου και ποσοστού του επιτοκίου σε δάνεια με διαφορετικές ημερομηνίες λήξης και κινδύνους» (Keynes 1936, 27). «Το χρονοδιάγραμμα της οριακής αποδοτικότητας του κεφαλαίου μπορεί να λεχθεί ότι διέπει τους όρους βάσει των οποίων τα δανειακά κεφάλαια απαιτούνται για το σκοπό νέων επενδύσεων, ενώ το επιτόκιο διέπει τους όρους βάσει των οποίων τα κεφάλαια τροφοδοτούνται σήμερα» (165).

Ένα άλλο πρωτότυπο χαρακτηριστικό της *Γενικής Θεωρίας* είναι η έμφαση της σχετικά με τις καταστάσεις μιας νομισματικής οικονομίας, όπου «οι μεταβαλλόμενες απόψεις για το μέλλον είναι ικανές να επηρεάζουν την ποσότητα της απασχόλησης και όχι απλά την κατεύθυνση της» (idib., vii). Ειδικότερα, ο Κέινς σημειώνει ότι ο κυριότερος καθοριστικός παράγοντας του επιτοκίου «διέπεται σε μεγάλο βαθμό από την επικρατούσα άποψη σχετικά με την αναμενόμενη αξία του» (203), ενώ «το χρονοδιάγραμμα της οριακής αποδοτικότητας του κεφαλαίου είναι θεμελιώδους σημασίας επειδή είναι, κατά κύριο λόγο, μέσα από αυτόν τον παράγοντα (πολύ περισσότερο από ό, τι μέσα από το επιτόκιο), που η προσδοκία για το μέλλον επηρεάζει το παρόν» (145).

Απηχώντας τις απόψεις του στην *Πραγματεία*, γράφει: «Θα ήταν ανόητο, στη διαμόρφωση των προσδοκιών μας, να αποδίδουμε μεγάλη σημασία σε ζητήματα τα οποία είναι πολύ αβέβαια. Είναι λογικό, επομένως, να καθοδηγούμεθα σε μεγάλο βαθμό από γεγονότα για τα οποία έχουμε μεγαλύτερη αυτοπεποίθηση, παρόλο που μπορεί να μην έχουν ιδιαίτερη σημασία στο θέμα σε σχέση με άλλα γεγονότα για τα οποία η γνώση μας είναι ασαφής και ανεπαρκής. Για το λόγο αυτό, τα γεγονότα της υπάρχουσας κατάστασης εισέρχονται με τρόπο δυσανάλογο στη διαμόρφωση των μακροπρόθεσμων προσδοκιών μας, αφού η συνήθης πρακτική μας είναι να παίρνουμε την υπάρχουσα κατάσταση και να την προβάλλουμε στο μέλλον, τροποποιώντας την μόνο στην περίπτωση που έχουμε καλούς λόγους για να προσδοκούμε κάποια αλλαγή.

«Η κατάσταση της μακροχρόνιας προσδοκίας, πάνω στην οποία βασίζονται οι αποφάσεις μας, δεν εξαρτάται, κατά συνέπεια, αποκλειστικά και μόνο από την πιο πιθανή πρόβλεψη που μπορούμε να κάνουμε. Εξαρτάται επίσης από την *εμπιστοσύνη* που έχουμε στη πρόβλεψη που κάνουμε—για το πόσο υψηλά αξιολογούμε την πιθανότητα να αποδειχθεί τελείως λάθος η καλύτερή μας πρόβλεψη. Εάν αναμένουμε μεγάλες αλλαγές αλλά είναι αβέβαιο τη μορφή θα πάρουν αυτές οι αλλαγές, τότε η εμπιστοσύνη μας θα είναι ισχή.

«Η κατάσταση της εμπιστοσύνης . . . είναι ένα θέμα στο οποίο οι πρακτικοί άνθρωποι δίνουν πάντα στενή προσοχή και μάλιστα με άγχος» εξαιτίας της «σημαντικής της επιρροής στο χρονοδιάγραμμα της οριακής αποδοτικότητας του κεφαλαίου. Δεν υπάρχουν δύο ξεχωριστοί παράγοντες που επηρεάζουν τον ρυθμό της επένδυσης,

δηλαδή, το χρονοδιάγραμμα της οριακής αποδοτικότητας του κεφαλαίου και η κατάσταση της εμπιστοσύνης. Η κατάσταση της εμπιστοσύνης έχει σημασία επειδή είναι ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες που καθορίζουν το πρώτο» (148–49). Κατά συνέπεια, «δεν υπάρχει καμία σαφής ένδειξη από την εμπειρία ότι η επενδυτική πολιτική η οποία είναι κοινωνικά επωφελής συμπίπτει με αυτό που είναι πιο κερδοφόρο. Χρειάζεται περισσότερη ευφυΐα για να νικηθούν οι δυνάμεις του χρόνου και της άγνοιά μας για το μέλλον από το να μπει γκολ στο τελευταίο λεπτό κατά τη διάρκεια ενός ποδοσφαιρικού αγώνα. Επιπλέον, η ζωή δεν είναι αρκετά μεγάλη—η ανθρώπινη φύση επιθυμεί να δει αποτελέσματα σε γρήγορο χρονικό διάστημα, υπάρχει μια ιδιότυπη όρεξη για γρήγορο χρήμα, και τα κέρδη που καθυστερούν να κάνουν την εμφάνισή τους παραμελούνται από το μέσο άνθρωπο σε πολύ υψηλό ποσοστό. Το παιχνίδι της επαγγελματικής επένδυσης είναι ανυπόφορα βαρετό και ιδιαίτερα απαιτητικό για οποιονδήποτε είναι εντελώς απαλλαγμένος από το ένστικτο του τζόγου, ενώ αυτός που το έχει θα υποχρεωθεί να πληρώσει το κατάλληλο τίμημα γι' αυτή την τάση. Επιπλέον, ένας επενδυτής ο οποίος προτίθεται να αγνοήσει τις βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις της αγοράς χρειάζεται περισσότερους πόρους για ασφάλεια και δεν πρέπει να λειτουργεί σε τόσο μεγάλη κλίμακα, ίσως και καθόλου, με δανειακά χρήματα—ένας ακόμη λόγος για την υψηλότερη απόδοση από την ενασχόληση με ένα συγκεκριμένο απόθεμα νοημοσύνης και οικονομικών πόρων. Τέλος, είναι ο μακροπρόθεσμος επενδυτής, αυτός που προωθεί περισσότερο το δημόσιο συμφέρον, ο οποίος στην πράξη θα αντιμετωπίσει περισσότερες επικρίσεις, οπουδήποτε τα επενδυτικά κεφάλαια τα διαχειρίζονται επιτροπές ή διοικητικά συμβούλια ή τράπεζες. Και είναι η ουσία της συμπεριφοράς του που τον καθιστά εκκεντρικό, αντισυμβατικό και απερίσκεπτο στα μάτια της μέσης κοινής γνώμης. Αν είναι επιτυχής, αυτό απλά θα επιβεβαιώσει την γενική πεποίθηση για την απερίσκεψιά του. Και αν βραχυπρόθεσμα είναι ανεπιτυχής, κάτι που είναι πολύ πιθανό, δεν θα του δείξουν καθόλου έλεος. Η κοσμική σοφία μας διδάσκει ότι είναι καλύτερο για την υπόληψη η συμβατική αποτυχία από την ασυμβατική επιτυχία» (157).

Ως αποτέλεσμα, ο Κέινς τροποποιεί την προηγούμενη πίστη του σχετικά με τον θετικό αντίκτυπο των χαμηλότερων επιτοκίων στον ρυθμό επένδυσης. Για παράδειγμα, «η προσδοκία μιας μελλοντικής μείωσης των επιτοκίων θα έχει ως συνέπεια την *υποβάθμιση* του χρονοδιαγράμματος της οριακής αποδοτικότητας του κεφαλαίου, αφού αυτό σημαίνει ότι το *output* από τον εξοπλισμό που παράγεται σήμερα θα πρέπει να ανταγωνιστεί κατά τη διάρκεια μέρους της ζωής του με το *output* από εξοπλισμό που είναι ικανοποιημένος με χαμηλότερη απόδοση. Η προσδοκία αυτή δεν θα έχει πολύ μεγάλη υφεσιακή επίδραση, δεδομένου ότι οι προσδοκίες, οι οποίες επικρατούν για τα επιτόκια για τους διάφορους όρους που θα κυριαρχήσουν στο μέλλον, αντικατοπτρίζονται εν μέρει στα επιτόκια που υφίστανται σήμερα. Παρ' όλα αυτά μπορεί να υπάρχει κάποια υφεσιακή επίδραση αφού το *output* από εξοπλισμό που παράγεται σήμερα, που θα προκύψει προς το τέλος της ζωής αυτού του εξοπλισμού, μπορεί να χρειαστεί να ανταγωνιστεί με το *output* ενός νεότερου εξοπλισμού που είναι ικανοποιημένος με χαμηλότερη απόδοση εξαιτίας του χαμηλότερου επιτοκίου που επικρατεί για τις περιόδους μετά το τέλος της ζωής του εξοπλισμού που παράγεται σήμερα» (143).

Ο Κέινς τροποποιεί επίσης τη θέση του σχετικά με την ικανότητα της κεντρικής τράπεζας να επηρεάσει τις δανειστικές πρακτικές των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μέσω της

μείωσης των επιτοκίων: «Μέχρι στιγμής είχαμε κυρίως κατά νου την κατάσταση της εμπιστοσύνης του σπεκουλαδόρου ή τον ίδιο τον κερδοσκόπο επενδυτή και μπορεί να φαινόταν ότι σιωπηρά υποθέταμε πως, αν ο ίδιος είναι ικανοποιημένος με τις προοπτικές, έχει απεριόριστο έλεγχο του χρήματος στο επιτόκιο της αγοράς. Αυτό, φυσικά, δεν ισχύει. Έτσι, πρέπει να λάβουμε επίσης υπόψη την άλλη όψη της κατάστασης της εμπιστοσύνης, δηλαδή την εμπιστοσύνη των δανειοδοτικών ιδρυμάτων προς εκείνους που επιδιώκουν να δανείζονται από αυτά, που μερικές φορές περιγράφεται ως η πιστωτική κατάσταση. Μια κατάρρευση στις τιμές των μετοχών, η οποία είχε καταστροφικές αντιδράσεις στην οριακή αποδοτικότητα του κεφαλαίου, μπορεί να οφειλόταν στην αποδυνάμωση είτε της κερδοσκοπικής εμπιστοσύνης ή στην πιστωτική κατάσταση. Αλλά ενώ η αποδυνάμωση ενός ή του άλλου είναι αρκετή για να προκαλέσει μια κατάρρευση, η ανάκαμψη απαιτεί την αναβίωση και των δύο. Κι αυτό επειδή ενώ η αποδυνάμωση της πίστωσης είναι επαρκής για να οδηγήσει σε κατάρρευση, η ενίσχυσή της, αν και απαραίτητη προϋπόθεση της ανάκαμψης, δεν είναι επαρκής προϋπόθεση» (158).

Περαιτέρω, ο Κέινς υποστηρίζει ότι μπορεί να υπάρχει δυσκολία στο να οδηγηθούν τα επιτόκια σε ιδιαίτερα εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα: «Έχουμε δει . . . ότι η *αβεβαιότητα* ως προς τη μελλοντική πορεία του επιτοκίου είναι η μόνη κατανοητή εξήγηση του τύπου της προτίμησης ρευστότητας . . . η οποία οδηγεί στην διατήρηση ρευστού. . . . Επεται ότι . . . 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 θυσιάσει 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» (201–02).

Ο Κέινς σημειώνει επίσης ότι η κλασική θεωρία πρότεινε μια εναλλακτική μέθοδο για τη μείωση του επιτοκίου, με «τη μείωση των μισθών, ενώ άφηνε αμετάβλητη την ποσότητα του χρήματος. . . . Όπως μια μετριοπαθής αύξηση της ποσότητας του χρήματος μπορεί να ασκήσει μια ανεπαρκή επιρροή πάνω στο μακροπρόθεσμο επιτόκιο, ενώ μία υπέρμετρη αύξηση μπορεί να αντισταθμίσει τα άλλα πλεονεκτήματά του μέσα από την ενοχλητική επίδραση στην εμπιστοσύνη, έτσι μια μέτρια μείωση στην προσφορά

χρήματος και στους μισθούς μπορεί να αποδειχθεί ανεπαρκής, ενώ μια υπέρμετρη μείωση θα μπορούσε να καταστρέψει την εμπιστοσύνη ακόμη και αν ήταν εφικτό.

«Δεν υπάρχει, επομένως, κανένας λόγος για την πεποίθηση ότι μια ευέλικτη μισθολογική πολιτική είναι σε θέση να διατηρήσει μια κατάσταση συνεχούς πλήρους απασχόλησης—όπως δεν υπάρχει για την πεποίθηση ότι μια ανοιχτή αγορά νομισματικής πολιτικής είναι ικανή, χωρίς βοήθεια, να επιφέρει αυτό το αποτέλεσμα. Το οικονομικό σύστημα δεν μπορεί να γίνει αυτορυθμιζόμενο με αυτόν τον τρόπο» (267).

Αν και ο Κέινς συνεχίζει να υποστηρίζει ότι το «βραχυπρόθεσμο επιτόκιο ελέγχεται εύκολα από τις νομισματικές αρχές, τόσο επειδή δεν είναι δύσκολο να καταλήξουν στο συμπέρασμα ότι η πολιτική τους δεν θα μεταβληθεί σε μεγάλο βαθμό στο εγγύς μέλλον, και επίσης επειδή η πιθανή ζημία θα είναι μικρή σε σύγκριση με την τρέχουσα απόδοση (εκτός και αν πλησιάζει το σημείο εξαφάνισης των επιτοκίων)», παρατηρεί επίσης ότι «το μακροπρόθεσμο επιτόκιο μπορεί να είναι πιο ανθεκτικό τη στιγμή που έχει πέσει σε ένα επίπεδο το οποίο, με βάση την εμπειρία του παρελθόντος και των σημερινών προσδοκιών για τη μελλοντική νομισματική πολιτική, θεωρείται «μη ασφαλή» από την αντιπροσωπευτική γνώμη. Για παράδειγμα, σε μια χώρα που συνδέεται με ένα διεθνές πρότυπο χρυσού, ένα επιτόκιο χαμηλότερο από ότι επικρατεί αλλού θα αντιμετωπιστεί με μια δικαιολογημένη έλλειψη εμπιστοσύνης. Όμως, ένα εγχώριο επιτόκιο που σύρθηκε σε ισοτιμία με το *υψηλότερο* ποσοστό (υψηλότερο αφού ελήφθη υπόψη ο κίνδυνος) που επικρατεί σε οποιαδήποτε χώρα που ανήκει στο διεθνές σύστημα μπορεί να είναι πολύ υψηλότερο από ό, τι είναι συνεπές με την εγχώρια πλήρη απασχόληση» (203).

Έτσι, η επιρροή της οριακής αποδοτικότητας του κεφαλαίου στο ποσοστό της επένδυσης (ανεξάρτητα από το επιτόκιο) και η προτίμηση για ρευστότητα ως ο (ανεξάρτητος) καθοριστικός παράγοντας του επιτοκίου οδηγεί τον Κέινς στην τροποποίηση της ανάλυσης του στην *Πραγματεία* για τις επιπτώσεις της «εξαιρετικά ασυνήθιστης» νομισματικής πολιτικής στα μακροπρόθεσμα επιτόκια: «Μια νομισματική πολιτική που φαίνεται στην κοινή γνώμη ότι έχει πειραματικό χαρακτήρα ή είναι επιρρεπής στην αλλαγή μπορεί να αποτύχει στο στόχο του να μειώσει σημαντικά τα μακροπρόθεσμα επιτόκια, επειδή τα  $M2$  [τα κερδοσκοπικά κεφάλαια] μπορεί να αυξηθούν σχεδόν απεριόριστα ως αντίδραση σε μείωση του  $r$  κάτω από ένα ορισμένο ποσοστό. Η ίδια πολιτική, από την άλλη μεριά, μπορεί να αποδειχθεί εύκολα επιτυχής αν φανεί στο κοινό ως λογική και εφικτή και προς το δημόσιο συμφέρον» (ibid.).

Στη *Γενική Θεωρία*, ο Κέινς «αφού έριξε όλο το βάρος στη σημασία της επιρροής των βραχυπρόθεσμων αλλαγών στην κατάσταση των μακροπρόθεσμων προσδοκιών ως κάτι το ξεχωριστό από τις αλλαγές στο επιτόκιο», τροποποιεί περαιτέρω την πίστη του στην αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής να επηρεάσει τον ρυθμό της επένδυσης, σημειώνοντας ότι «διατηρούμε ακόμα το δικαίωμα να επιστρέψουμε στο τελευταίο [δηλαδή, στο επιτόκιο] ως να ασκεί, εν πάση περιπτώσει, υπό κανονικές συνθήκες, μια μεγάλη, αν και όχι καθοριστική, επίδραση στο ρυθμό της επένδυσης. 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» (164). Στη συνέχεια δηλώνει: «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» (ibid.).

Ενώ ο Κέινς μπορεί να θεωρηθεί ως ο πραγματικός πατέρας των ανορθόδοξων νομισματικών πολιτικών που εισήγαγαν η Τράπεζα της Ιαπωνίας και το Ομοσπονδιακό Αποθεματικό, οι πολιτικές αυτές πληρούν το κριτήριο της αποτελεσματικότητας που ζητούσε ο Κέινς. Υποδηλώνουν ότι η αισιοδοξία του Κέινς στην *Πραγματεία* ήταν άστοχη, και πως η πιο διακριτική θέση του στη *Γενική Θεωρία* ήταν πιο κατάλληλη—ειδικά η έμφαση που έδωσε στην ανάγκη να διαμορφωθεί μια εξωτερική πηγή ζήτησης μέσω κρατικών δαπανών. Τέλος, σε σύγκριση με την τρέχουσα περίοδο, ο Κέινς δεν λαμβάνει υπόψη τις επιπτώσεις της απώλειας του κεφαλαίου στο κίνητρο για επενδύσεις και την ροπή προς την κατανάλωση, παράγοντες που κατά πάσα πιθανότητα θα τον είχαν οδηγήσει να δώσει ακόμη μεγαλύτερη έμφαση στο ρόλο του κράτους για την επίτευξη της ανάκαμψης.

### Σημειώσεις

1. Ο Κέινς είχε εκφράσει αυτή την άποψη ήδη από τον Μάιο του 1930, σε ένα άρθρο του στο *Nation* που αντανάκλα τα συμπεράσματα που διατυπώνονται στην *Πραγματεία*: «Η αλήθεια είναι—ένα γεγονός που δεν έχει ακόμη αναγνωριστεί από το ευρύ κοινό—ότι τώρα είμαστε στα μέσα μια πολύ σοβαρής διεθνής ύφεσης, μια ύφεση η οποία θα πάρει τη θέση της στην ιστορία ανάμεσα στις πιο σοβαρές κρίσεις που έχει ποτέ βιώσει ο κόσμος. Θα απαιτηθούν όχι μόνο παθητικές κινήσεις τραπεζικών επιτοκίων για να βγούμε από μια ύφεση αυτής της τάξης, αλλά μια πολύ δραστήρια και αποφασιστική πολιτική» (Keynes 1930b, n.p.).
2. Ο Κέινς δεν αναφέρει, όμως, την προειδοποίηση του Riefleer ότι αυτό είναι περισσότερο το αποτέλεσμα της επίπτωσης στο απόθεμα των υφιστάμενων μακροπρόθεσμων χρεογράφων από ότι στις τιμές των πρόσφατα εκδομένων μακροπρόθεσμων χρεογράφων (δείτε Riefleer 1930, 123).
3. Στο Keynes 1932, σημειώνει ότι «στις Ηνωμένες Πολιτείες, ο φόβος από τις Τράπεζες-Μέλη ότι θα πρέπει να μην είναι σε θέση να καλύψουν τα έξοδά τους» μπορεί να έχει καταστεί «εμπόδιο για την υιοθέτηση μιας πολιτικής ολότελα φθηνού χρήματος» (421–22).

## Πηγές

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.

———. 1932. "A Note on the Long-Term Rate of Interest in Relation to the Conversion Scheme." *The Economic Journal* 42, no. 167 (September): 415–23.

———. 1936. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan.

Riefler, W. W. 1930. *Money Rates and Money Markets in the United States*. New York and London: Harper & Brothers.