

▶ ΟΙ ΗΡΩΕΣ ΤΗΣ ΜΕΣΑΙΑΣ ΤΑΞΗΣ

# FOREIGN AFFAIRS

THE HELLENIC EDITION

ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ-ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2016

**Κυπριακό:**

**Ποια λύση μπορεί  
να είναι βιώσιμη**

Παναγιώτης Σκιαδάς

**Η εξωτερική πολιτική  
του Βλαντιμίρ Πούτιν**

Fyodor Lukyanov

**Έρχεται το τέλος  
των αεροπλανοφόρων;**

Βασίλης Σιταράς



## Το νόημα των εκλογών του 2016

Francis Fukuyama

**Από τον νομισματικό πόλεμο  
στην ειρήνη**

Σπύρος Βλιάμος  
Κωνσταντίνος Γκράβας



9 772241 117007

Τιμή: 9,80 €

---

# Νομισματικός Πόλεμος και Ειρήνη

---

Ο ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών σε εποχές αναταραχής

---

*Σπύρος Βλιάμος και Κωνσταντίνος Γκράβας*

**Τ**ον Σεπτέμβριο του 2010, ο τότε υπουργός Οικονομικών της Βραζιλίας, Γκουίντο Μαντέγκα, δήλωνε ότι η οικονομία της χώρας του βρισκόταν στη μέση ενός διεθνούς «νομισματικού πολέμου». Όπως αναφέρει ο Olivier Blanchard (2016), πρώην επικεφαλής του τμήματος Έρευνας του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, με τον όρο αυτό ο Βραζιλιάνος αξιωματούχος εννοούσε την γενικευμένη ανταγωνιστική υποτίμηση νομισμάτων που απειλούσε την αναδυόμενη οικονομία της Λατινικής Αμερικής πλήττοντας την ανταγωνιστικότητά της στο παγκόσμιο οικονομικό στερέωμα. Κατά τον καθηγητή Barry Eichengreen (2013), του Πανεπιστημίου Berkeley της Καλιφόρνιας, η έννοια του νομισματικού πολέμου χρησιμοποιήθηκε στη συγκεκριμένη περίπτωση ως απάντηση στο πρώτο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης (QE: quantitative easing) που υιοθέτησε από πλευράς νομισματικής πολιτικής η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών (US Federal Reserve) προκειμένου να αντιμετωπίσει την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση. Η ιστορική αναδρομή σε ανάλογες συνθήκες που οδήγησαν τις θεσμικά αρμόδιες νομισματικές αρχές στην απόφαση να προβούν

---

**Ο ΣΠΥΡΟΣ ΒΛΙΑΜΟΣ** είναι Κοσμήτορας της Σχολής Οικονομικών Επιστημών και Διοίκησης του Πανεπιστημίου Νεάπολης Πάφου, και Ομότιμος Καθηγητής του Εθνικού και Καποδιστριακού Παν/μίου Αθηνών.

**Ο ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ ΓΚΡΑΒΑΣ** είναι οικονομολόγος-αναλυτής διεθνών αγορών και υποψήφιος διδάκτωρ (PhD) Πολιτικής Οικονομίας στο τμήμα Μεθοδολογίας, Ιστορίας και Θεωρίας της Επιστήμης του ΕΚΠΑ. Είναι διπλωματούχος Χημικός Μηχανικός ΕΜΠ, κάτοχος MBA από το Οικονομικό Παν/μιο Αθηνών και MSc. στη Μαθηματική Οικονομία από το ΕΜΠ.

σε υποτίμηση του νομίσματος για να βοηθήσουν την εγχώρια οικονομία της χώρας τους κάνοντας τις εξαγωγές διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών φθηνότερες, και βελτιώνοντας έτσι την διεθνή ανταγωνιστικότητα, παραπέμπει στις πολιτικές του τύπου “beggar-thy-neighbor” της δεκαετίας του 1930. Όπως αναφέρει επ’ αυτού ο πρώην επικεφαλής της Fed, Ben Bernanke (2013), η καθηγήτρια Joan Robinson (1947) περιέγραψε το φαινόμενο των αλληπάλληλων ανταγωνιστικών υποτιμήσεων νομισμάτων μετά την κρίση του 1929 στις Ηνωμένες Πολιτείες και την άτακτη εγκατάλειψη του «κανόνα του χρυσού» από τις ανεπτυγμένες οικονομίες της ευρωπαϊκής ηπείρου με επίκεντρο το Ηνωμένο Βασίλειο στις αρχές εκείνης της δεκαετίας.

Στην διεθνή βιβλιογραφία, η αναλογία μεταξύ των δύο κατά τεκμήριο μεγαλύτερων κρίσεων των τελευταίων εκατό ετών (εκείνης του 1929 και της πρόσφατης του 2008), έχει ως κοινό τόπο την διερεύνηση της υπόθεσης του νομισματικού πολέμου, είτε ως πραγματικότητας κατά την διάρκεια της περιόδου του μεσοπολέμου, είτε ως κινδύνου που υπαγορεύει την ανάγκη εφαρμογής πολιτικών που θα τον αποτρέψουν από το να ξεσπάσει στο μέλλον [1]. Κατά την οικονομολόγο του Πανεπιστημίου του Harvard, Carmen Reinhart (2016a), η αστάθεια στην διεθνή αγορά συναλλάγματος είναι ένα φαινόμενο που παρατηρείται εδώ και δεκαετίες, εάν όχι αιώνες. Ιδιαίτερα μετά την κατάρρευση του συστήματος Bretton Woods, στις αρχές της δεκαετίας του 1970, οι μεγάλες υποτιμήσεις ή και καταρρεύσεις νομισμάτων αποτέλεσαν κάτι σύνηθες μέχρι και τις αρχές της δεκαετίας του 2000. Ωστόσο οι περιπτώσεις λιγότεψαν αισθητά ή εξέλειπαν την περίοδο ανάμεσα στο 2004 και το 2014, διάστημα το οποίο «μπορεί να μείνει στην ιστορία ως η εξαίρεση που επιβεβαιώνει τον κανόνα».

Στην σύγχρονη κρίση, ανώτατοι αξιωματούχοι που εκπροσωπούν υπερεθνικούς θεσμούς όπως η Ευρωπαϊκή Ένωση και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, υπογράμμισαν τον κίνδυνο ξεσπάσματος ενός ανεξέλεγκτου νομισματικού πολέμου στην περίπτωση διάλυσης της Ευρωζώνης [2] και την ανάγκη συμφωνίας σε επίπεδο G-20 για συνεργασία και αποφυγή νομισματικών πολέμων [3]. Στο πλαίσιο της συνάντησης του G-20 τον Οκτώβριο 2010 στη Νότιο Κορέα, ανώτατοι αξιωματούχοι καλούσαν τις Κεντρικές Τράπεζες «να αποτρέψουν... μια ατέλειωτη μάχη... στις συναλλαγματικές ισοτιμίες» [4].

Συγκεκριμένα, το Υπουργείο Οικονομικών των Η.Π.Α. συνι-

στούσε: «...να συνεχίσουν με εκείνη τη νομισματική πολιτική που είναι κατάλληλη για την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών και κατ' αυτόν τον τρόπο συμβάλλει στην ανάκαμψη· να κινηθούν προς την κατεύθυνση συστημάτων συναλλαγματικών ισοτιμιών που καθορίζονται από τις δυνάμεις της αγοράς αντικατοπτρίζοντας τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη και να απέχουν από ανταγωνιστικές υποτιμήσεις νομισμάτων. Προηγμένες οικονομίες, συμπεριλαμβανομένων και εκείνων που έχουν αποθεματικά νομίσματα, θα είναι σε επαγρύπνηση ενάντια στην υπερβολική μεταβλητότητα και στις ανεξέλεγκτες διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών». (U.S. Department of the Treasury, 2010), ενώ ο τότε επικεφαλής του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, Ντομινίκ Στρος-Καν, παρατήρησε, «...είχα συζητήσεις με τις αρχές της Κίνας, της Ευρώπης, της Ιαπωνίας και των Ηνωμένων Πολιτειών, και όλοι ήθελαν να κάνουν το καλύτερο προκειμένου να διατηρήσουν σε τροχιά την παγκόσμια ανάκαμψη». Όπως ο ίδιος δήλωσε «[... οι αρχές των χωρών αυτών] καταλαβαίνουν ότι η μεγαλύτερη απειλή σήμερα θα ήταν μια ατελείωτη μάχη πάνω στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών ή μια αντιπαράθεση πάνω στις συναλλαγματικές ισοτιμίες». (IMF, 2010).

#### **Η «ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΕΙΡΗΝΗ»**

Ως «κανόνας των τριών» στην λογοτεχνία θεωρείται η συγγραφική αρχή όπου η παράθεση των γεγονότων σε τριάδες βοηθά στην δημιουργία αποτελεσματικότερης αφήγησης. Εφαρμόζοντας την λογοτεχνική αυτή αρχή στην παρούσα μελέτη, χωρίς βλάβη της γενικότητας, υποστηρίζουμε ότι η νομισματική ειρήνη θεμελιώθηκε από το κοινό συμφέρον που γέννησε η κρίση του 2007-8 για τους τρεις οικονομικά ισχυρότερους πόλους: Τις Ηνωμένες Πολιτείες στην Αμερική, την Κίνα στην Ασία και την Γερμανία στην Ευρωζώνη. Ως νομισματική ειρήνη τώρα, ορίζουμε τη συντονισμένη δράση στο πλαίσιο συνεργασίας μεταξύ του τριγώνου ΗΠΑ – Γερμανία (Ευρωζώνη) – Κίνα, προκειμένου να διατηρηθεί το status quo του αμερικανικού δολαρίου ως παγκόσμιου αποθεματικού νομίσματος. Κατά τους Eichengreen και Temin (2010): «...η απόφαση επιστροφής στον κανόνα του χρυσού και η διατήρηση της mentalité που άνθισε τον 19ο αιώνα επιτρέποντας την θεώρηση του νομισματικού αυτού συστήματος ως κανονικότητας στον τομέα των διεθνών νομισματικών σχέσεων, αντανakλούν βαθιές ιστορικές δυνάμεις που αναπτύχθηκαν σε μακρές χρονικές

περιόδους...». Ομοίως, η διατήρηση της κουλτούρας που αναπτύχθηκε μεταπολεμικά με το νόμισμα των ΗΠΑ να κυριαρχεί ως μέσο συναλλαγών, ως μονάδα τιμολόγησης εμπορευμάτων, και ως μέσον αποθήκευσης πλούτου, ήταν μείζονος σημασίας για την διαχείριση της σύγχρονης κρίσης που ξέσπασε με την κατάρρευση της Lehman Brothers το Σεπτέμβριο του 2008. Η νομισματική ειρήνη λοιπόν, επηρεάζεται από τον θεσμικό ρόλο των Κεντρικών Τραπεζών καθώς και από συγκεκριμένα νομισματικά και μακροοικονομικά μεγέθη όπως τα επιτόκια και ο πληθωρισμός. Επομένως, το παρόν άρθρο ισχυρίζεται ότι η θεσμική κυριαρχία των μεγάλων Κεντρικών Τραπεζών και η δράση τους στο πλαίσιο συνεργασίας και συντονισμού –κατά το δυνατόν– της ακολουθούμενης νομισματικής πολιτικής, θα πρέπει να ιδωθεί όχι μόνον ως απουσία «νομισματικού πολέμου» αλλά, αντιθέτως, ως εδραίωση της νομισματικής ειρήνης. Ο ρόλος των επιτοκίων, βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων, είναι μείζονος σημασίας για την διατήρησή της επειδή τα μεν βραχυπρόθεσμα επιτόκια αποτελούν το βασικό εργαλείο άσκησης νομισματικής πολιτικής, τα δε μακροπρόθεσμα ενσωματώνουν τις προσδοκίες της αγοράς για το ύψος των επιτοκίων και την εξέλιξη του πληθωρισμού στο μέλλον και αποτυπώνουν το μέγεθος κινδύνου (risk premium) που αφορά το νόμισμα στο οποίο είναι εκπεφρασμένα τα κυβερνητικά ομόλογα.

Η κατάρρευση της Lehman άγγιξε την καρδιά του «αιώνιου» συμφέροντος της αμερικανικής υπερδύναμης: Απειλόνε το κυρίαρχο καθεστώς του δολαρίου ως παγκόσμιου αποθεματικού νομίσματος (Global Reserve Currency). Ο Kissinger (2014) αναφέρει την γνωστή ρήση του Λόρδου Πάλμερστον που διατυπώθηκε στην Βουλή των Κοινοτήτων το 1848: «Δεν υπάρχουν ούτε αιώνιοι σύμμαχοι, ούτε αιώνιοι εχθροί. Μόνο τα συμφέροντα είναι αιώνια». Μετά το 2008, η διατάραξη της εύθραυστης χρηματοπιστωτικής ισορροπίας δημιούργησε την ανάγκη συμφωνίας των μεγάλων δυνάμεων με σκοπό τη νομισματική ειρήνη.

Ο Piketty (2014, σ.σ.194-195) διατυπώνει με σαφήνεια τα οφέλη της αμερικανικής οικονομίας από το προνόμιο που απολαμβάνει διαχρονικά το δολάριο: «Η περιουσιακή θέση των ΗΠΑ έγινε ελαφρά αρνητική στην πορεία της δεκαετίας του 1980, και κατόπιν όλο και πιο έντονα αρνητική στην πορεία της δεκαετίας του 1990 και του 2000, όσο σωρεύονταν τα εμπορικά ελλείμματα. Οι αμερικανικές τοποθετήσεις στο εξωτερικό εξακολουθούσαν ωστόσο

να φέρνουν πολύ καλύτερες αποδόσεις από όσο κόστιζε το αμερικανικό χρέος –είναι το προνόμιο που παρέχει η εμπιστοσύνη στο δολάριο–, πράγμα που περιόρισε την υποβάθμιση της αμερικανικής αρνητικής θέσης [5], η οποία ήταν περίπου 10% του εθνικού εισοδήματος τη δεκαετία του 1990 και υπερβαίνει ελαφρά το 20% στις αρχές της δεκαετίας του 2010...».

Ο σοβαρός κίνδυνος κατάρρευσης του δολαρίου ένωσε τα συμφέροντα των τριών. Για τις ΗΠΑ οι αιτίες είναι προφανείς: Η διαφύλαξη του «εξωφρενικά ακριβού προνομίου» του πράσινου νομίσματος συνιστά μόνιμο ζωτικό συμφέρον για την πρωτοκαθεδρία των ΗΠΑ στον παγκόσμιο γεωπολιτικό και γεωοικονομικό χάρτη. Για την Κίνα, η αποτροπή της κατάρρευσης του δολαρίου ήταν κρισιμότερη καθώς ο πακτωλός δολαριακών συναλλαγματικών διαθέσιμων και αμερικανικών κυβερνητικών ομολόγων μέσω των οποίων ο ασιατικός δράκος ανακύκλωνε τα δολαριακά πλεονάσματα από τις εξαγωγές στην άλλη πλευρά του Ειρηνικού, θα υφίστατο ραγδαία απομείωση. Ενδεχόμενη αντίδραση της Κίνας με μαζικές πωλήσεις δολαρίων και αμερικανικών ομολόγων, προκειμένου να διαφοροποιηθεί το συναλλαγματικό ρίσκο, θα εξελισσόταν γρήγορα σε αυτοεκπληρούμενη προφητεία καθώς θα επιτάχυνε την κατάρρευση του παγκόσμιου αποθεματικού νομίσματος. Τέλος, το συμφέρον της Γερμανίας ταυτιζόταν με την κοινή «κόκκινη γραμμή» των άλλων δύο δυνάμεων, την αποτροπή δηλαδή του κινδύνου ανεξέλεγκτης υποτίμησης του αμερικανικού δολαρίου. Ο αντίλογος στο επιχείρημα ότι επειδή το ευρώ σχεδιάστηκε μεταξύ άλλων και ως αντίβαρο στην κυριαρχία που απολαμβάνει εδώ και μισό και πλέον αιώνα το πράσινο νόμισμα και επομένως θα ευνοείτο ως ανερχόμενο αποθεματικό νόμισμα από μια κρίση εμπιστοσύνης στο δολάριο, είναι πως η Γερμανία όχι μόνο δεν θα ισχυροποιούσε αλλά θα επιβάρυνε την θέση της από μια βίαιη ενδυνάμωση του ευρώ προϋούσης της κατάρρευσης του δολαρίου, διότι η εξαγωγική μηχανή της γερμανικής οικονομίας θα επιβραδυνόταν σημαντικά από ένα (απότομα) πολύ σκληρό ευρώ ως σκιώδες μάρκο. Συνεπώς, η Γερμανία είχε εξίσου ισχυρό συμφέρον να αποσοβηθεί ο κίνδυνος μιας ραγδαίας απαξίωσης του δολαριακού προνομίου· κοινό συμφέρον με το δίπολο Κίνας – Αμερικής που αναφέρεται στην βιβλιογραφία και ως «Κιμερική» (“Chimerika”), κατά το νεολογισμό που χρησιμοποιεί ο ιστορικός της οικονομικής σκέψης Νάιναλ Φέργκιουσον [6].

## **ΤΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΤΟΤΕ ΚΑΙ ΤΩΡΑ**

Παρατηρώντας την λειτουργία του νομισματικού συστήματος μπορούμε να εντοπίσουμε προσπάθειες διατήρησης ή καταστροφής της νομισματικής ειρήνης. Στο σύστημα που επικρατούσε στο πρώτο σχεδόν ήμισυ του 20ου αιώνα, διακρίνουμε τρεις χρονικές περιόδους. Κατά την πρώτη περίοδο, πριν τον πρώτο παγκόσμιο πόλεμο, το διεθνές νόμισμα για τις εμπορικές και χρηματοπιστωτικές συναλλαγές ήταν η στερλίνα. Το τότε νομισματικό σύστημα αναφέρεται στην βιβλιογραφία ως «χρυσός κανόνας» ή «κανόνας του χρυσού». Επρόκειτο για ένα καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών που βασιζόταν σε καθορισμένη τιμή στην οποία κάθε νόμισμα μπορούσε να μετατραπεί σε χρυσό και αντιστρόφως. Οι Κεντρικές Τράπεζες θεωρείτο ότι ήταν έτοιμες, ως αποτέλεσμα της σχετικής νομικής τους υποχρέωσης, να μετατρέψουν τις νομισματικές υποχρεώσεις τους σε χρυσό στην σταθερή εγχώρια ισοτιμία. Στην δεύτερη περίοδο, αυτήν του μεσοπολέμου, το ρόλο του διεθνούς νομίσματος μοιράσθηκαν η βρετανική στερλίνα με το δολάριο των Ηνωμένων Πολιτειών. Στην τρίτη περίοδο, μετά και από τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο, στην εποχή την οποία οριοθέτησε από πλευράς διεθνούς νομισματικού συστήματος η συμφωνία του Bretton Woods, το αμερικανικό νόμισμα ήταν πλέον το κυρίαρχο. Όπως προαναφέρθηκε, το δολάριο είχε την πρωτοκαθεδρία ως διεθνές μέσο συναλλαγών (εμπορικών και χρηματιστικών), ως μέσο τιμολόγησης των εμπορευμάτων και ως παγκόσμιο αποθεματικό νόμισμα.

Κατά την γνώμη μας, η δεύτερη εκ των τριών χρονικών περιόδων που διακρίναμε παραπάνω, (τέλη της δεκαετίας του 1920 με αρχές της δεκαετίας του 1930), τότε δηλαδή που το διεθνές νομισματικό σύστημα κυριαρχείτο από τα δύο νομίσματα, προσομοιάζει με την κατάσταση που επικρατεί στην σύγχρονη περίοδο, τόσο πριν ξεσπάσει η κρίση του 2008 όσο και μετά, μέχρι και σήμερα [7]. Πράγματι, τότε το Ηνωμένο Βασίλειο και οι Ηνωμένες Πολιτείες από τη μια μεριά παροχέτευαν τα νομίσματά τους στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου και συναλλάγματος, και οι υπόλοιπες χώρες, από την άλλη, τα συσώρευαν υπό μορφή συναλλαγματικών διαθεσίμων. Σήμερα, το δίπολο είναι δολάριο και ευρώ. Συγκεκριμένα, πολλοί υποστηρίζουν [8] ότι τρεις είναι οι βασικές ομοιότητες των δύο εποχών:

Πρώτον, η κυριαρχία δύο νομισμάτων στο διεθνές σύστημα· τότε, του διδύμου στερλίνας – δολαρίου· τώρα, του διδύμου δο-

λαρίου – ευρώ [9].

Δεύτερον, η οργάνωση που περιγράφηκε προηγουμένως είχε ως αποτέλεσμα των σχετικών διεργασιών την σημαντική ανάπτυξη του διεθνούς εμπορίου και των κεφαλαιακών ροών, με το «boom» αυτό να δημιουργεί μακροοικονομικές ανισορροπίες παρεμφερείς με τις σημερινές: Πλεονασματικές χώρες απέναντι σε ελλειμματικές ως προς το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ή απλούστερα, ως προς το εμπορικό ισοζύγιο).

Τρίτον, την περίοδο του μεσοπολέμου λειτουργούσε ουσιαστικά ατύπως ένας μηχανισμός ανακύκλωσης μεταξύ των δύο παραπάνω κατηγοριών. Η ανακύκλωση των πλεονασμάτων από τις πλεονασματικές προς τις ελλειμματικές χώρες γινόταν διαμέσου κεφαλαιακών εισροών που χρηματοδοτούσαν το έλλειμμα αποταμιεύσεων των τελευταίων. Τα (δανειακά) αυτά κεφάλαια που εισέρεαν στις χώρες με ελλειμματικό ισοζύγιο χρησιμοποιούνταν κυρίως για κατανάλωση παρά για επενδύσεις ενώ παράλληλα υπήρχε ραγδαία πιστωτική επέκταση και άνοδος των τιμών των περιουσιακών στοιχείων σε επίπεδα συναγερμού για φούσκα. Οι χώρες της κεντρικής Ευρώπης, κυρίως δε η Γερμανία, είχαν εισροές κεφαλαίων που προέρχονταν από την ανακύκλωση των πλεονασμάτων που, από την άλλη όψη του ιδίου «νομίσματος», είχαν οι Ηνωμένες Πολιτείες. Η ομοιότητα με την σημερινή εποχή, τηρουμένων των αναλογιών και με διαφορετικούς πρωταγωνιστές στις δύο κατηγορίες (πλεονασματικές – ελλειμματικές), είναι εντυπωσιακή. Πράγματι, εντός της Ευρωζώνης η οποία ως νομισματική ένωση χωρών που μοιράζονται το ίδιο νόμισμα μοιάζει σαν δομή με τον «κανόνα του χρυσού» έχοντας ωστόσο και αξιοσημείωτες διαφορές [10], οι ελλειμματικές χώρες του ευρωπαϊκού Νότου δέχονταν προ της κρίσης σημαντικές ροές δανειακών κεφαλαίων από τις πλεονασματικές χώρες του ευρωπαϊκού Βορρά, τα οποία εν συνεχεία κατευθύνονταν κυρίως σε κατανάλωση παρά σε επενδύσεις.

Αμέσως μετά το ξέσπασμα της σύγχρονης κρίσης, υπήρξε έντονος ακαδημαϊκός διάλογος μεταξύ οικονομολόγων και ιστορικών της οικονομικής σκέψης. Καίτοι η ομοιότητα των δύο περιόδων, 1930 και 2008, στοιχειοθετείται από τεκμηριωμένα επιχειρήματα βάσει της προγενέστερης βιβλιογραφίας και της διεθνούς εμπειρίας, εντούτοις η συμπεριφορά των διεθνών αγορών οδήγησε στις αρχές του 2009 σε δριμεία αντιπαράθεση στον δημόσιο ακαδημαϊκό διάλογο δύο κορυφαίους ακαδημαϊκούς, τον ιστο-





REUTERS/Charles Platiau

*Ο 45χρονος σήμερα Γάλλος οικονομολόγος και ακαδημαϊκός Thomas Piketty, στις 12 Μαΐου 2014.*

ρικό Νάιαλ Φέργκιουσον και τον οικονομολόγο Πωλ Κρούγκμαν. Ειδικότερα, μερικούς μήνες μετά την κατάρρευση της αμερικανικής επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers, με άρθρο στους Financial Times ο Ferguson (2009) αντεπιτίθεται στην ρητορική του (κεϋνσιανού) Κρούγκμαν χρησιμοποιώντας ως εμπειρική απόδειξη της λανθασμένης θεώρησης του δεύτερου περί της χρ-

ματοπιστωτικής κρίσης, την σημαντική αύξηση των αποδόσεων των αμερικανικών ομολόγων κατά το πρώτο πεντάμηνο του 2009, αφότου δηλαδή είχε ξεσπάσει η κρίση. Ωστόσο, η συμπεριφορά των αγορών ομολόγων τα επόμενα έτη δικαίωσε τον Krugman (2012, σσ. 158-160). Οι υπογράφωντες το παρόν άρθρο υποστηρίζουμε ότι ο λόγος που συνέβη αυτό ήταν η σιωπηλή συμφωνία για τη νομισματική ειρήνη από τις Κεντρικές Τράπεζες (Fed, ΕΚΤ) από τα τέλη του 2009 μέχρι και σήμερα. Συγκεκριμένα, η σημαντική αύξηση των αποδόσεων των ομολόγων του αμερικανικού δημοσίου κατά το πρώτο πεντάμηνο του 2009 οφειλόταν κατά την θεώρησή μας στην ανησυχία της αγοράς ως προς την διατήρηση της κυριαρχίας του δολαρίου στο νομισματικό σύστημα για τους εξής λόγους:

Πρώτον, επειδή η άμεση αντίδραση της Fed ήταν να μειώσει μέσα σε λίγους μήνες με αλλεπάλληλες αποφάσεις νομισματικής πολιτικής τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια σχεδόν στο μηδέν [11]. Και ενώ «η συνήθης πρώτη γραμμή άμυνας ενάντια σε κάθε ύφεση είναι η Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα, που κατά κανόνα, όταν η οικονομία παραπαίει, περικόπτει επιτόκια» (Krugman, 2012, σσ.139-140), η δυσμενής επιτοκιακή διαφορά (interest rate differential) για το δολάριο σε σχέση με τα αντίστοιχα επιτόκια του ευρώ και άλλων κύριων νομισμάτων που δεν είχαν ακολουθήσει την ίδια βίαιη πορεία προς το μηδενικό κατώτερο φράγμα, οδήγησε στις αρχές του 2009 τους διεθνείς επενδυτές να ξεφορτωθούν αμερικανικά χρεόγραφα εν μέσω υποχώρησης της εμπιστοσύνης τους στη νομισματική πολιτική της Fed.

Δεύτερον, επειδή η κρίση δεν είχε περάσει ακόμη στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού, δηλαδή στην ευρωζώνη, κάτι το οποίο συνέβη στο τέλος εκείνου του έτους (2009), το ευρώ δεν βρισκόταν την πρώτη περίοδο στο μάτι του κυκλώνα.

Τρίτον, επειδή ο κίνδυνος πλήρους κατάρρευσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος μετά την πτώση της Lehman ανάγκασε τη μεν Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα να χορηγήσει τεράστια δάνεια σε τράπεζες και άλλα πιστωτικά ιδρύματα λειτουργώντας ως «δανειστής ύστατης καταφυγής» (lender of last resort), την δε κυβέρνηση Τζορτζ Μπους (του νεότερου), επί θητείας Χένρι Πόλσον στο υπουργείο Οικονομικών, να περάσει τον Οκτώβριο του 2008 από το Κογκρέσο το Πρόγραμμα Στήριξης Προβληματικών Στοιχείων Ενεργητικού (γνωστό με το ακρωνύμιο TARP: Troubled Asset Relief Program), «δημιουργώντας ένα ταμείο διάσωσης 700

διο. δολαρίων που χρησιμοποιήθηκε κυρίως για την αγορά μεριδίων σε τράπεζες, βελτιώνοντας την κεφαλαιοποίησή τους» (Ibid, σ.138), κλονίστηκε η εμπιστοσύνη των αγορών απέναντι τόσο στη νομισματική όσο και στην δημοσιονομική πολιτική της χώρας. Όμως η συμπεριφορά των αγορών ομολόγων από το δεύτερο εξάμηνο του 2009 και μετά, δεν επιβεβαίωσε όσους έκαναν λόγο για κατάρρευση του δολαρίου. Αυτό οφείλεται ακριβώς στην επίτευξη της νομισματικής ειρήνης, δηλαδή στην ανάληψη συντονισμένης δράσης εκ μέρους των Κεντρικών Τραπεζών στο πλαίσιο συνεργασίας μεταξύ του τριγώνου ΗΠΑ – Γερμανίας (Ευρωζώνης) – Κίνας προκειμένου να διατηρηθεί το status quo του αμερικανικού δολαρίου ως παγκόσμιου αποθεματικού νομίσματος.

### **ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΕΙΡΗΝΗ: ΤΟ ΠΑΖΛ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ**

Ελάχιστοι ακαδημαϊκοί οικονομολόγοι, οξυδερκείς παρατηρητές και οικονομικοί αναλυτές της κρίσης που ξέσπασε το 2008 θα φαντάζονταν σχεδόν επτά χρόνια μετά, το επιτοκιακό σκηνικό που διαμορφώνεται σήμερα από την ασκούμενη νομισματική πολιτική των Κεντρικών Τραπεζών στις δύο πλευρές του Ατλαντικού. Ίσως μάλιστα να μην το διανοείτο κανένας, ειδικά αν αναλογισθεί ότι ταυτοχρόνως συνέβησαν οι εξής εξελίξεις σε αυτό το επίπεδο:

Πρώτον, τα αμερικανικά επιτόκια διατηρήθηκαν από τη Fed στο κατώτερο εύρος (0-0.25%), παραμένοντας πρακτικά στο μηδενικό κατώτερο φράγμα (ZLB: Zero Lower Bound) για σχετικά μακρά περίοδο, εξήμισι ετών.

Δεύτερον, τα βασικά επιτόκια των Κεντρικών Τραπεζών στην Ευρώπη κυμαίνονται επίσης κοντά σε μηδενικά, ή ακόμη και σε αρνητικά επίπεδα: Στην ευρωζώνη, το επιτόκιο πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης βρίσκεται στο μηδέν ενώ το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων είναι σε αρνητικό επίπεδο και προσφάτως στην Αγγλία, στον απόηχο του δημοψηφίσματος υπέρ της εξόδου της Μεγάλης Βρετανίας από την Ευρωπαϊκή Ένωση (Brexit), η Τράπεζα της Αγγλίας μείωσε τα επιτόκια για πρώτη φορά από το 2009 με το βασικό επιτόκιο δανεισμού της στερλίνας να διαμορφώνεται πλέον στο ιστορικά χαμηλό επίπεδο του 0.25% [12].

Τρίτον, μάλλον κανένας δεν θα μπορούσε πάλι να φανταστεί ότι οι μεγάλες Κεντρικές Τράπεζες των επτά πιο προηγμένων βιομηχανικά χωρών (G-7) θα προέβαιναν σε διαδοχικά και εκτεταμένα προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης χρησιμοποιώντας μη

συμβατικά εργαλεία νομοματικής πολιτικής, πολιτικές που οδήγησαν σε διόγκωση των ισολογισμών τους συνολικά κατά ποσό μεγαλύτερο των 5 τρισεκατομμυρίων δολαρίων [13].

Αλλά ακόμα και αν δεχθούμε ότι κάποιος μπορούσε να προβλέψει ή γνώριζε το πρωτόγνωρο αυτό περιβάλλον που έμελλε να διαμορφωθεί, (μηδενικό κατώτερο όριο ή ακόμα και αρνητικά επιτόκια), ακόμα κι αυτός δύσκολα θα υπολόγιζε ότι ο πληθωρισμός στις μεγάλες χώρες σε Η.Π.Α, Ευρώπη και Ιαπωνία όχι απλώς δεν θα αποτελούσε πονοκέφαλο για τις Κεντρικές Τράπεζες ώστε να διακυβεύεται η υπέρβαση του στόχου που έχουν θέσει στη νομοματική τους πολιτική αλλά, τουναντίον, θα παρέμενε επίμονα καθηλωμένος χαμηλότερα από το «κατώφλι» του 2%. Με διαφορετικά λόγια, ακόμη και όσοι διέβλεπαν μετά το ξέσπασμα της μεγάλης κρίσης ότι η πορεία των επιτοκίων θα καταλήξει στο μηδέν ή σε αρνητικά επίπεδα, τόσο η παραδοσιακή θεωρία όσο και η προγενέστερη εμπειρία θα οδηγούσαν στην παράλληλη πρόβλεψη αναζωπύρωσης περιορισμένων ή έντονων πληθωριστικών πιέσεων που θα λειτουργούσαν ως διελκυστίνδα (trade-off) στην συνακόλουθη χάραξη της νομοματικής πολιτικής εκ μέρους των μεγάλων Κεντρικών Τραπεζών [14].

Στην διεθνή βιβλιογραφία γίνεται ιδιαίτερη μνεία ότι πέραν των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων που επηρεάζονται πρωτίτως και άμεσα από την περιγραφείσα νομοματική πολιτική, μετά την κρίση και οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις των κυβερνητικών ομολόγων υποχώρησαν σε πρωτοφανώς χαμηλά επίπεδα. Τούτο αποτελεί παράδοξο με βάση την κρατούσα οικονομική θεωρία: Τα επιτόκια των Κεντρικών Τραπεζών να βρίσκονται για αρκετό καιρό πολύ κοντά στο μηδέν, και ταυτοχρόνως, η αγορά των ομολόγων του δημοσίου να αγνοεί τον κίνδυνο πληθωριστικών πιέσεων στο μέλλον εξαιτίας της εξαιρετικά διευκολυντικής νομοματικής πολιτικής και της άπλετης ρευστότητας που διοχετεύεται από τις κεντρικές τράπεζες στο σύστημα. Κατά τον Krugman (2012, σσ.161-162), «το πόση αποζημίωση απαιτούν οι επενδυτές για να δεσμεύσουν τα κεφάλαιά τους σε ένα μακροπρόθεσμο ομόλογο εξαρτάται από το πόσο σύντομα και πόσο ψηλά περιμένουν ότι θα ανέβουν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Κι αυτό, με τη σειρά του εξαρτάται από τις προοπτικές ανάκαμψης...». Επιπλέον, το παράδοξο αυτό επιτείνεται από το γεγονός ότι η εξάντληση της συμβατικής νομοματικής πολιτικής στο όριο των μηδενικών επιτοκίων συμβαίνει σε περιβάλλον περιορισμένης δυνατότητας άσκησης

χαλαρής δημοσιονομικής πολιτικής ως συμπληρώματος στην πρώτη. Πράγματι, τα επίπεδα κρατικού χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ έχουν επιδεινωθεί στον απόηχο της κρίσης, αφενός μεν εξαιτίας των προγραμμάτων διάσωσης χρηματοπιστωτικών και άλλων εταιριών στις ΗΠΑ, και τραπεζικών ιδρυμάτων στην Ευρώπη, αφετέρου δε λόγω των αναιμικών ρυθμών ανάπτυξης των οικονομιών σε περιβάλλον ταυτόχρονης απομόχλευσης (deleveraging) [15], δηλαδή διαδικασίας μείωσης –ή καλύτερα, προσπάθειας μείωσης– του δανειακού φορτίου σε δημόσιο (γενική κυβέρνηση) και ιδιωτικό τομέα (επιχειρήσεις και νοικοκυριά). Η δυσκολία των χωρών που αντιμετωπίζουν σοβαρό πρόβλημα υπερχρέωσης στο να ανακτήσουν ρυθμούς ανάπτυξης που αντιστοιχούν στο επίπεδο της πλήρους απασχόλησης με σταθερότητα τιμών, εντοπίζεται κάθε φορά που ένας κύκλος έντονης ανάπτυξης (boom) διακόπεται από το βίαιο σπάσιμο (bust) της φούσκας που έχει δημιουργηθεί. Μελετώντας ιστορικά διάφορα τέτοια επεισόδια οι Reinhart και Rogoff (2011, σ.1681) [16] εισάγουν την έννοια του συνδρόμου «αυτή-η-φορά-είναι-διαφορετική» (“This-Time-Is-Different”), η ουσία του οποίου είναι απλή: «Πρόκειται για την ψευδή πεποίθηση ότι μια χρηματοοικονομική κρίση είναι κάτι που συμβαίνει σε άλλους ανθρώπους άλλων χωρών και σε άλλες εποχές’ οι κρίσεις δεν συμβαίνουν εδώ και τώρα σε μας. Κάνουμε τα πράγματα καλύτερα, είμαστε εξυπνότεροι, έχουμε διδαχθεί από τα λάθη του παρελθόντος».

Η εν λόγω υποχώρηση των αποδόσεων στο μακροχρόνιο φάσμα της καμπύλης των επιτοκίων σε Ηνωμένες Πολιτείες και Ευρώπη, μηδέ εξαιρουμένης φυσικά και της Ιαπωνίας που προσπαθεί να αντιμετωπίσει από την δεκαετία του 1990 το ανεπιθύμητο φαινόμενο του μόνιμου αποπληθωρισμού, μαρτυρά τις τρέχουσες προσδοκίες των διεθνών αγορών ότι τόσο ο πληθωρισμός όσο και τα (πραγματικά) επιτόκια θα παραμείνουν χαμηλά για αρκετό χρονικό διάστημα μέσα στην επόμενη δεκαετία. Με άλλα λόγια, έχοντας διανύσει μια περίοδο περίπου επτά ετών από το ξέσπασμα της κρίσης οι αγορές δεν αναμένουν επιστροφή στην «κανονικότητα» τουλάχιστον για το προσεχές ορατό διάστημα. Ο Κρούγκμαν αναφέρει μάλιστα ότι: «Η ασθενική ζήτηση και η προκατάληψη προς τον αποπληθωρισμό αποτελούν διαχρονικά ζητήματα’, εξηγώντας τις προειδοποιήσεις του ιδίου για τον κίνδυνο όλος ο κόσμος να αντιμετωπίσει την εμπειρία της Ιαπωνίας [17]. Περιγράφοντας την εντυπωσιακή πτώση των μακροπρόθεσμων

επιτοκίων στις αγορές ομολόγων, χαρακτηρίζει το φαινόμενο ως «Great Capitulation» (Μεγάλη Υποχώρηση): «Μέχρι προσφάτως οι επενδυτές κινήθηκαν σαν να συνέχιζαν να περιμένουν την επιστροφή σε ό,τι συνηθίζαμε να θεωρούμε ως κανονικές συνθήκες. Σήμερα αναγνωρίζουν κατ' ουσίαν ότι η επίμονη αδυναμία είναι η νέα κανονικότητα. Αυτό σημαίνει χαμηλά βραχυπρόθεσμα επιτόκια για πολύ μεγάλο διάστημα και χαμηλά μακροπρόθεσμα επιτόκια αμέσως μετά» [18].

Στη μεγαλύτερη εικόνα, εξάλλου, παρατηρώντας την εξέλιξη των επιτοκίων από τις αρχές της δεκαετίας του 1980 τόσο στο βραχυπρόθεσμο τμήμα όσο και στο μακροχρόνιο κομμάτι της «καμπύλης αποδόσεων» καταγράφεται πτωτική τροχιά στις περισσότερες προηγμένες οικονομίες του πλανήτη, σε ρυθμό και μέγεθος που πάντως ποικίλουν από χώρα σε χώρα, παράλληλα με την σημαντική υποχώρηση του πληθωρισμού (Reinhart, 2016b) [19]. Συνεπώς, αν θεωρήσουμε ως διαχωριστική γραμμή τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008-2009, το φαινόμενο συγκριτικά χαμηλότερων μακροπρόθεσμων επιτοκίων σε σχέση με το «κανονικό» επίπεδο που θα προέβλεπε η μακροοικονομική θεωρία παρατηρείται, και στην περίοδο προ της κρίσης, αλλά και στα χρόνια που ακολούθησαν μέχρι και σήμερα. Ακριβώς στα μέσα της δεκαετίας του 2000, δηλαδή μερικά χρόνια πριν την κρίση, το φαινόμενο της σχεδόν επίπεδης, ενίοτε μάλιστα και ανεστραμμένης, καμπύλης των αμερικανικών επιτοκίων (προκύπτουσας λόγω των χαμηλότερων αποδόσεων στο μακροπρόθεσμο τμήμα της συγκριτικά με ό,τι θα ανεμένετο «κανονικά») είχε χαρακτηριστεί ως «αίνιγμα» (conundrum) από τον τότε πρόεδρο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας, Άλαν Γκρίνσπαν [20]. Το ίδιο φαινόμενο ερμηνεύθηκε εν συνεχεία από τον μετέπειτα πρόεδρο της Fed, Μπεν Μπερνάνκι, πάντοτε στην περίοδο προ κρίσης, όταν ο τελευταίος επανειλημμένως και emphaticά τόνισε το ρόλο που διαδραματίζει ο παγκόσμιος «κορεσμός αποταμιεύσεων» (savings glut) στο χαμηλότερο του κανονικού επίπεδο των μακροπρόθεσμων επιτοκίων/αποδόσεων [21]. Αμφότεροι οι, πρώην πλέον, Αμερικανοί κεντρικοί τραπεζίτες αναφέρονταν στα ομόλογα του αμερικανικού δημοσίου, οι τιμές των οποίων διαμορφώνονταν σε επίπεδα αποδόσεων χαμηλότερα από εκείνα που θα προέβλεπε ένα σύνηθες μακροοικονομικό μοντέλο. Προσφάτως, δηλαδή μερικά χρόνια μετά το διαχωριστικό σημείο που αναφέραμε, προκειμένου να τοποθετήσουμε χρονικά τις σημαντικές οικονομικές θεωρίες που



REUTERS/Leonhard Foeger

*Ράβδοι χρυσού σε αυτή την εικόνα που ελήφθη στο GSA της Βιέννης στις 13 Νοεμβρίου 2014.*

αναπύχθηκαν με σκοπό να ερμηνεύσουν την πωτική τροχιά των επιτοκίων, είτε σε απόλυτο επίπεδο είτε, συγκριτικά, υπό την μορφή περισσότερο οριζόντιων καμπύλων αντανακλώντας τα χαμηλότερα του «κανονικού» μακροπρόθεσμα επιτόκια, ο Αμερικανός πρώην υπουργός Οικονομικών Λάρι Σάμερς επικαλέσθηκε μια θεωρία που πρωτοεμφανίσθηκε κατά την δεκαετία του 1930 στον απόηχο του κραχ της Wall Street το '29. Πρόκειται για την υπόθεση της «χρόνιας στασιμότητας» (secular stagnation[22])

η οποία στοιχειοθετείται από το συστηματικά χαμηλότερο επίπεδο επενδύσεων και ρυθμών ανάπτυξης στις προηγμένες οικονομίες και συνιστά, σύμφωνα πάντοτε με τον Σάμερς, την ισχυρότερη δύναμη που οδηγεί καθοδικά το επίπεδο των επιτοκίων. Τοποθετείται δε χρονικά ξεκινώντας από την εποχή του «αινίγματος» κατά Γκρίνσπαν, αν όχι νωρίτερα από αυτήν [23].

Από την άλλη πλευρά, ο Piketty (2014, σ. 100) υποστηρίζει ότι: «Αυτό που παίζεται τον 21ο αιώνα είναι η ενδεχόμενη επάνοδος σε μια ιστορική κατάσταση ασθενούς μεγέθυνσης... η μεγέθυνση υπήρξε πάντοτε σχετικά ασθενής, αν εξαιρέσουμε κάποιες έκτακτες περιόδους ή φαινόμενα σύγκλισης... θα είναι ακόμη ασθενέστερη στο μέλλον, τουλάχιστον όσον αφορά την δημογραφική της συνιστώσα».

Επισημαίνουμε την διαφορετική οπτική θεώρηση της ιστορικής εξέλιξης των ρυθμών οικονομικής μεγέθυνσης στην πολύ μακρά περίοδο από τον 18ο αιώνα μέχρι σήμερα, σε σχέση με την μελέτη των τελευταίων εκατό ετών, περιλαμβανομένων των δύο μεγαλύτερων κρίσεων, του 1930 και του 2008.

### **ΤΟ ΣΠΑΣΙΜΟ ΤΗΣ «ΦΟΥΣΚΑΣ»**

Η κρίση που πυροδοτήθηκε από το σπάσιμο της «φούσκας» στην αγορά ακινήτων των Ηνωμένων Πολιτειών το 2007 απείλησε το κυρίαρχο καθεστώς του αμερικανικού δολαρίου ως παγκόσμιου αποθεματικού νομίσματος μετά την κατάρρευση της Lehman το Σεπτέμβριο του 2008. Το ρήγμα που δημιουργήθηκε από την μετατόπιση των τεκτονικών πλακών του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος και αναζωπύρωσε τον κίνδυνο κατάρρευσης του νομισματικού συστήματος, έθεσε υπό αμφισβήτηση την έννοια της «επένδυσης δίχως κίνδυνο» (risk-free rate) καθώς «ποιο περιουσιακό στοιχείο ήταν ασφαλές»; Ο σοβαρός κίνδυνος κατάρρευσης του δολαρίου ένωσε γρήγορα τα συμφέροντα των Ηνωμένων Πολιτειών, της Κίνας και της Γερμανίας. Το «εξωφρενικά ακριβό προνόμιο» του πράσινου νομίσματος [24] έπρεπε πάση θυσία να διαφυλαχθεί ως κόρη οφθαλμού για τις τρεις μεγάλες οικονομικές δυνάμεις. Με την Οικονομική και Νομισματική Ένωση να είναι ατελής, η εμπιστοσύνη στο κοινό ευρωπαϊκό νόμισμα έπρεπε παράλληλα να διαφυλαχθεί με το χτίσιμο κατάλληλων μηχανισμών ως τειχών προστασίας απέναντι στην εκδήλωση κερδοσκοπικών πιέσεων. Η Ευρωζώνη δεν είχε δικό της «Νομισματικό Ταμείο», χρειάστηκε λοιπόν την τεχνο-



γνωσία και την συνδρομή του ΔΝΤ στα προγράμματα δημοσιονομικής προσαρμογής των οικονομιών του ευρωπαϊκού νότου. Έτσι, πρώτον, ο αμερικανικός παράγων απέκτησε κυρίαρχο ρόλο και ισχυρό λόγο στην ευρωζώνη. Δεύτερον, η Γερμανία αξιοποίησε έναν ανεξάρτητο θεσμό ως φόβητρο εφαρμογής της δημοσιονομικής προσαρμογής προς την κατεύθυνση των ισοσκελισμένων προϋπολογισμών. Και, τρίτον, η Κίνα κέρδισε την ισορροπία του δολαρίου καθόσον το ευρώ θα βρισκόταν και αυτό, πέρα από το δολάριο, στο μάτι του κυκλώνα της κρίσης.

Σε αυτό το πλαίσιο, τουλάχιστον βραχυ- και μεσοπρόθεσμα, ο στόχος της νομισματικής ειρήνης επετεύχθη. Με βαρύτητα όμως ανταλλάγματα όπως τον ακήρυχτο «οικονομικό πόλεμο» Βορρά – Νότου στην Ευρωζώνη, καθώς και τις ασκήσεις των Κεντρικών Τραπεζών σε αχαρτογράφητα νερά μη συμβατικής πολιτικής. Ο οικονομικός αυτός πόλεμος εντός της ευρωζώνης έχει παράπλευρες απώλειες και θύματα όπως όλοι οι αληθινοί πόλεμοι στην ιστορία. Οι πληγές παραμένουν μεγάλες και πολλές: Ανεργία (ιδιαίτερα των νέων), διευρυμένη κοινωνική ανισότητα, ανεπαρκής ζήτηση για επενδύσεις και ασυμμετρία μεταξύ Βορρά – Νότου εν τη απουσία του αναγκαίου μηχανισμού ανακύκλωσης πλεονασμάτων.

Κατά τον Eichengreen (2013b, σ. 44), «η ιστορία διδάσκει ότι η διεθνής συνεργασία είναι πιο πιθανή όταν είναι θεσμοθετημένη. Μια συνθήκη που ευνοεί την συνεργασία αυτή είναι όταν υπάρχει ήδη ένα σύνολο πολιτικών και συμπεριφορών ως “πλαίσιο πολιτικής” (policy regime) που πρέπει να διαφυλαχθεί». Το παρόν άρθρο απαντά στο ερώτημα: Υπάρχει ένα τέτοιο πλαίσιο – καθεστώς που να υπαγορεύει και να διευκολύνει την συνεργασία μεταξύ των μεγάλων Κεντρικών Τραπεζών στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής; Υποστηρίζουμε ότι μετά το 2008 εδραιώθηκε η νομισματική ειρήνη ως πλαίσιο αμοιβαία επωφελούς οικονομικής συνεργασίας μεταξύ ΗΠΑ, Γερμανίας και Κίνας. Η διατήρηση και διαφύλαξη του εν λόγω καθεστώτος οδηγεί στην συμπεριφορά συνεργασίας μεταξύ των Fed και ΕΚΤ (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα). Αν οι... καλύτεροι ανακτήσουν την πεποίθηση των πατέρων της Ευρωπαϊκής Ένωσης και αμβλύνουν το πάθος των... χειρότερων –για να παραφράσουμε τον Ιρλανδό ποιητή Γουίλιαμ Γέιτς που έγραφε σε ποίημα του 1920 για μια καταρρέουσα Ευρώπη: «Οι καλύτεροι στερούνται κάθε πεποίθησης, ενώ οι χειρότεροι είναι γεμάτοι ηχηρό πάθος» [25]– τότε

η νομισματική ειρήνη που εδραιώθηκε με την θεσμική δράση των Κεντρικών Τραπεζών θα αποδειχθεί ένα σημαντικό εγχείρημα στην μακρά ιστορική διαδρομή. 🌐

### **ΠΑΡΑΠΟΜΠΕΣ:**

- [1] Πάντως, σημειώνουμε ότι οι απόψεις έγκριτων ακαδημαϊκών ερευνητών των δύο μεγάλων κρίσεων: Του 1930, μετά το κραχ του αμερικανικού χρηματιστηρίου της Wall Street τον Οκτώβριο του '29 και της σημερινής, μετά την κατάρρευση της αμερικανικής επενδυτικής εταιρίας Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008 που σηματοδότησε την αμερικανική και, πολύ γρήγορα, παγκόσμια κρίση, διαφέρουν ως προς την φύση του νομισματικού πολέμου και τον βαθμό συνεργασίας ή μη των Κεντρικών Τραπεζών στη σκακιέρα της νομισματικής πολιτικής.
- [2] «Η Ευρώπη σήμερα θα ήταν στα πρόθυρα ενός νομισματικού πολέμου. Η Γαλλία κατά της Γερμανίας, η Γερμανία κατά της Ιταλίας, η Ιταλία εναντίον της Πορτογαλίας και της Ισπανίας, και ούτω καθεξής. Χάρη στην πειθαρχία και τις στοχεύσεις του ευρώ, έχουμε μια νομισματική τάξη που μας προστατεύει. Το ευρώ προστατεύει την Ευρώπη». (Juncker, 2014)
- [3] «Πιστεύουμε ότι η συζήτηση περί ενός πολέμου νομισμάτων είναι υπερβολική. Οι άνθρωποι εξέφραζαν τις ανησυχίες τους για το νόμισμα. Τα καλά νέα είναι ότι το G-20 απάντησε με την συνεργασία και όχι την σύγκρουση σήμερα». (IMF, 2013)
- [4] Βλ. ανακοινωθέν της συνάντησης των G-20 τον Οκτώβριο του 2010 στη Νότιο Κορέα, <https://www.treasury.gov/resource-center/international/Documents/Final%20G-20%20FM%20Gyeongju%20Communique%20October%202023.pdf>. Ανακοίνωση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου μετά την σύνοδο του G-20 τον Οκτώβριο του 2010 στη Νότιο Κορέα, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2010/NEW102310A.htm>.
- [5] Με τον όρο «αρνητική (περιουσιακή) θέση (απέναντι στον υπόλοιπο κόσμο)», ο Piketty εννοεί ότι: «όσα κατείχαν οι Αμερικανοί στον υπόλοιπο κόσμο ήταν λιγότερα από όσα κατείχαν οι κάτοικοι του υπόλοιπου κόσμου... στις ΗΠΑ» (Ibid, σελ. 193).
- [6] Βλ. Ferguson (2011).
- [7] Βλ. Krugman (1984) · Eichengreen (2012).
- [8] Ibid.
- [9] Χρησιμοποιούμε τον όρο «διδύμου» και όχι «ζεύγους», προκειμένου να αποφευχθεί η σύγχυση με το ζεύγος δύο νομισμάτων που χαρακτηρίζει την -μεταξύ των- ισοτιμία. Π.χ. συνηθίζεται στην καθομιλουμένη της διεθνούς αγοράς συναλλάγματος (foreign exchange – forex) να αναφέρονται οι ισοτιμίες ως «ζεύγη».
- [10] Επισημαίνουμε ως βασική διαφορά ότι η Ευρωζώνη αντικατέστησε τα νομίσματα των κρατών-μελών της με το ευρώ ως κοινό και μη-αναστρέψιμο νόμισμα. (irreversible, όπως αναφέρει ο επικεφαλής της ΕΚΤ, Μάριο Ντράγκι (ECB, 2012): «When people

- talk about the fragility of the euro and the increasing fragility of the euro, ..., underestimate the amount of political capital that is being invested in the euro... we think the euro is irreversible... Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough». (<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>). Αντιθέτως, στον κανόνα του χρυσού ή, αργότερα «δολαρίου – χρυσού», υπήρχαν ξεχωριστά νομίσματα που συνδέονταν μέσω του πολύτιμου μετάλλου ή μέσω του δολαρίου ως νομίσματος «άγκυρας» αντιστοίχως.
- [11] Για την ακρίβεια, το overnight κόστος χρηματοδότησης των fed funds που θεωρείται το επιτόκιο – κλειδί για το αμερικανικό νόμισμα υποχώρησε τον Δεκέμβριο του 2008 στο εύρος 0-0.25%.
- [12] <http://www.kathimerini.gr/870017/article/oikonomia/die8nhs-oikonomia/h-trapeza-ths-agglias-meiwnei-ta-epitokia-gia-prwth-fora-apo-to-2009>
- [13] Βλ. Summers, L. (2016).
- [14] Ibid.
- [15] Οι Lo, S. και Rogoff, K. (2015) εξετάζοντας τα στατιστικά στοιχεία από ένα δείγμα 22 ανεπτυγμένων χωρών παρατηρούν ότι, έξι χρόνια μετά την κρίση του 2008, έχουν αυξηθεί σημαντικά (επί τα χείρω) τα επίπεδα δημοσίου χρέους, εγχώριου ιδιωτικού χρέους και εξωτερικού χρέους, όλων ως ποσοστού του ΑΕΠ.
- [16] Βλ. Reinhart, C. & Rogoff, K. (2011).
- [17] Βλ. και Krugman, P. (2013), όπου αναφέρεται ότι: «Ετσι, σε αυτό το σημείο η Αμερική και η Ιαπωνία (και ο πυρήνας της Ευρώπης) βρίσκονται όλοι μέσα σε παγίδα ρευστότητας».
- [18] Βλ. Summers, L. (2016) · Krugman, P. (2016).
- [19] Βλ. Reinhart, C (2016b).
- [20] Βλ. Greenspan, A. (2005). Στην εξαμηνιαία κατάθεσή του στην Επιτροπή επί χρηματοοικονομικών θεμάτων της Βουλής των Αντιπροσώπων για τη νομισματική πολιτική της Fed , ο Γκρίνσπαν περιγράφει την συμπεριφορά της διεθνούς αγοράς ομολόγων ως «αίνιγμα»: «For the moment, the broadly unanticipated behavior of world bond markets remains a conundrum. Bond price movements may be a short-term aberration, but it will be some time before we are able to better judge the forces underlying recent experience».
- [21] Βλ. Bernanke (2005), στην ενότητα «The Changing Pattern of International Capital Flows and the Global Saving Glut».
- [22] Βλ. και Eggertsson, G. & Summers, L. (2016).
- [23] Βλ. Lo, S. and Rogoff, K. (2015), στην παράγραφο με τίτλο «Χρόνιο έλλειμμα συνολικής ζήτησης», σ.3.
- [24] Βλ. τον όρο «exorbitant privilege» που χρησιμοποιήθηκε στη δεκαετία του 1960 ο Γάλλος Πρόεδρος Valéry Giscard d' Estaing για να περιγράψει την ασυμμετρία του νομισματικού συστήματος.

[25] Βλ. Βερέμινς, Θ. & Κολλιόπουλος, Ι. (2013).

**ΑΝΑΦΟΡΕΣ:**

- Βερέμινς, Θ. & Κολλιόπουλος, Ι. (2013), *Νεότερη Ελλάδα*, Αθήνα: εκδόσεις Πατάκη.
- Bernanke (2005), "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", Remarks by Governor Ben S. Bernanke At the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>
- Bernanke, B. (2013), "Monetary Policy and the Global Economy", speech delivered at the Department of Economics and STICERD (Suntory and Toyota International Centres for Economics and Related Disciplines) Public Discussion in Association with the Bank of England, London School of Economics, London, United Kingdom, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20130325a.htm>
- Blanchard, O. (2016), "Currency Wars, Coordination, and Capital Controls," (NBER Working Paper No. 22388), Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. <http://dx.doi.org/10.3386/w22388>
- Eggertsson, G. και Summers, L. (2016), "Secular stagnation in the open economies: How it spreads, how it can be cured", VoxEU, <http://voxeu.org/article/how-secular-stagnation-spreads-and-how-it-can-be-cured>
- Eichengreen, B. & Temin, P. (2010), "Fetters of gold and paper," *Oxford Review of Economic Policy*, Oxford University Press, vol. 26(3), pages 370-384, Autumn.
- Eichengreen, B. (2012), "When Currencies Collapse," *Foreign Affairs*, January/February Issue, <https://www.foreignaffairs.com/articles/2011-12-14/when-currencies-collapse>
- Eichengreen, B. (2013a), "Currency war or international policy coordination?," *Journal Of Policy Modeling*, 35(3), 425-433. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jpolmod.2013.03.006>
- Eichengreen, B. (2013b), "International Policy Coordination: The Long View", Chapter in: Feenstra, R. & Taylor, A. *Globalization in an age of crisis: Multilateral Economic Cooperation in the Twenty-First Century*, pp. 43-82 National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press.
- European Central Bank (2012), "Verbatim of the remarks made by Mario Draghi", Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London 26 July 2012, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>
- Ferguson, N. (2009), "A History Lesson for Economists in Thrall to Keynes," *Financial Times*, May 30, 2009.
- Ferguson, N. (2011), *Η εξέλιξη του χρήματος*, εκδόσεις: Αλεξάνδρεια.
- Greenspan, A. (2005), "Testimony of Chairman Alan Greenspan", Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate (16 February), <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2005/february/testimony.htm>
- IMF (2010), "IMF Survey: G-20 Ministers Agree 'Historic' Reforms in IMF Governance",

- <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2010/NEW102310A.htm>
- IMF (2013), “Press Release: Statement by IMF Managing Director Christine Lagarde on G-20 Ministerial Meeting in Moscow”, <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2013/pr1353.htm>
  - Juncker, Jean-Claude (2014) “A new start for Europe”, Opening statement in the European Parliament plenary session [http://europa.eu/rapid/press-release\\_SPEECH-14-567\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-14-567_en.htm)
  - Krugman, P. (1984), “The International Role of the Dollar: Theory and Prospect,” A chapter in Exchange Rate Theory and Practice, 1984, pp 261-278, National Bureau of Economic Research, Inc.
  - Krugman, P. (2012), Τέλος στην ύφεση τώρα! , μετάφραση του: Krugman, P. (2012), End this depression now! , New York: W.W. Norton & Co, εκδόσεις: Πόλις.
  - Krugman, P. (2013), “Monetary Policy In A Liquidity Trap”, The New York Times, 11 Απριλίου 2013, [http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/04/11/monetary-policy-in-a-liquidity-trap/?\\_r=0](http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/04/11/monetary-policy-in-a-liquidity-trap/?_r=0),
  - Krugman, P. (2016), “Cheap Money Talks”, The New York Times, 11 Ιουλίου 2016, retrieved from: [http://www.nytimes.com/2016/07/11/opinion/cheap-money-talks.html?smid=tw-share&\\_r=0](http://www.nytimes.com/2016/07/11/opinion/cheap-money-talks.html?smid=tw-share&_r=0)
  - Lo, S. & Rogoff, K. (2015), “Secular Stagnation, Debt Overhang and Other Rationales for Sluggish Growth, Six Years On”, BIS Working Paper No. 482. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2552574>
  - Piketty, T. (2014), Το Κεφάλαιο του 21ο αιώνα, εκδόσεις: Πόλις.
  - Reinhart, C. (2016a), “Επιστρέφει η κατάρρευση νομισμάτων”, Η Ναυτεμπορική, Copyright: Project Syndicate, [www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org).
  - Reinhart, C (2016b). “What’s New About Today’s Low Interest Rates?”, Project Syndicate, 28 Ιουλίου 2016, <https://www.project-syndicate.org/commentary/explaining-persistent-low-interest-rates-by-carmen-reinhart-2016-07>
  - Reinhart, C. & Rogoff, K. (2011), “From Financial Crash to Debt Crisis,” American Economic Review, 101: 1676–1706.
  - Summers, L. (2016), “The Age of Secular Stagnation”, Foreign Affairs, March/April 2016 Issue, retrieved from: <https://www.foreignaffairs.com/articles/united-states/2016-02-15/age-secular-stagnation>
  - U.S. Department of the Treasury (2010), “Communiqué: Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors, Gyeongju, Republic of Korea, October 23, 2010”, <https://www.treasury.gov/resource-center/international/Documents/Final%20G-20%20FM%20Gyeongju%20Communique%20October%202010.pdf>