

Κείμενα Οικονομικής & Διεθνοπολιτικής Ανάλυσης
κ-ΟΙΔΑ

2017-4

**Μοντέρνα Νομισματική Θεωρία και
Νομισματοποίηση Χρέους μέσω μη
συμβατικής πολιτικής**

Νικόλαος Αθ. Κυριαζής
Υποψήφιος Διδάκτωρ στην Τραπεζική και Χρηματοοικονομική
Τμήμα Οικονομικών Επιστημών
Πανεπιστήμιο Θεσσαλίας

Μοντέρνα Νομισματική Θεωρία και Νομισματοποίηση Χρέους μέσω μη συμβατικής πολιτικής

Νικόλαος Αθ. Κυριαζής

**Υποψήφιος Διδάκτωρ στην Τραπεζική και Χρηματοοικονομική
Τμήμα Οικονομικών Επιστημών
Πανεπιστήμιο Θεσσαλίας**

Η νομισματοποίηση του χρέους (αποπληρωμή χρέους μέσω τυπώματος περισσότερου χρήματος) αποτελούσε πολύ παλιά πρακτική που εξασκείτο από τους βασιλείς και θεωρείτο ως ανήθικη αναφορικά με την κατανομή των φορολογικών επιβαρύνσεων. Παρόλα αυτά, η συσσώρευση χρέους έχει γίνει αποδεκτή διαχρονικά ως μέσο διαιώνισης και διατήρησης της αγοραστικής δύναμης καθώς και ως παροχή “φρέσκου εισοδήματος” που διατηρεί τη μηχανή της πραγματικής οικονομίας σε λειτουργία. Η πρωταρχική λειτουργία της κεντρικής τράπεζας υπήρξε πάντα το να παραμείνει ένα σύμβολο αξιοπιστίας, ο φορέας που αποδίδει το “νόμιμο δικαίωμα” στο χρήμα να κυκλοφορεί στην οικονομία και να χρησιμοποιείται για τη χρηματοδότηση των δημόσιων εξόδων. Αυτή η αναντικατάστατη έννοια σημαίνει ότι η αξιοπιστία διαμορφώνει μια εκ των ων ουκ άνευ συνθήκη ώστε να διατηρηθεί η συσσώρευση χρέους μέσω της αμοιβαίας επιθυμίας και των δύο πλευρών προκειμένου ο πιστωτικός χαρακτήρας του χρήματος να είναι αποτελεσματικός μέσα από τη δυναμική της υψηλής ελαστικότητας του χρήματος.

Κάποιοι θα μπορούσε εύκολα να αναρωτηθεί για το κατά πόσο είναι ηθικό να διαχέονται αθρόες ποσότητες ρευστότητας, δεδομένου ότι μειώνουν την πραγματική αξία του ήδη υπάρχοντος χρήματος. Αυτό θα μπορούσε πιθανόν να ερμηνευθεί θεωρώντας τη λειτουργία των τραπεζών όχι ως μια διαδικασία όπου το χρέος ανταλλάσσεται με πίστη, αλλά καλύτερα ως το χρέος να ανταλλάσσεται με χρέος. Δηλαδή, ο δανειζόμενος και ο δανειστής δε θα σχηματίζουν πλέον μια σχέση δανειζόμενου-δανειστή, αλλά μια σχέση δανειζόμενου-δανειζόμενου, διαμορφώνοντας μια αμοιβαία χρεωστική λειτουργία όπου ένα χρέος που αποφέρει τόκο θα μπορούσε να ανταλλαχθεί με ένα άλλο χρέος που θα ξεπληρώνεται μόλις ζητηθεί κάτι τέτοιο στον δανειζόμενο (Kim, 2011). Αυτό θα ήταν σε πλήρη σύμπλευση με την έννοια ότι κάθε οικονομική μονάδα χρωστά χρήματα αλλά ποτέ δεν είναι ιδιοκτήτης

αυτών, απλά του ανήκει ένα χρέος χάρη στην ικανότητα του να πείθει τον αντισυμβαλλόμενο ότι είναι αρκετά αξιόπιστος για να χρωστά και να μεταφέρει τις υποχρεώσεις πληρωμής του σε μελλοντικές περιόδους. Με άλλα λόγια, το χρήμα είναι τόσο δυναμικό στο χρόνο ώστε δε μπορεί να οριοθετηθεί και απελευθερώνει τους ανθρώπους από χρηματικούς και χρονικούς περιορισμούς που αποτελούν εμπόδιο για την οικονομική ανάπτυξη εξαιτίας της αναντιστοιχίας λήξεων. Οι μη συμβατικές νομισματικές πολιτικές τείνουν να βοηθούν τις οικονομικές μονάδες, κυρίως μέσω ενός ανεπτυγμένου τραπεζικού συστήματος, ώστε να καταναείμουν καλύτερα τα περιουσιακά τους στοιχεία μέσα στο χρόνο και να ρευστοποιήσουν τα χρέη άλλων ανθρώπων για να τους προσδώσουν χαρακτήρα ρευστότητας. Η ερώτηση που τίθεται είναι: για πόσο χρονικό διάστημα θα μπορούσε να συνεχιστεί αυτή η αλληλεπίδραση χωρίς μια εκ των δύο πλευρών του ζεύγους δανειολήπτη-δανειολήπτη να ζητήσει από την άλλη πλευρά να αποπληρώσει το χρέος χωρίς περαιτέρω έκδοση χρέους; Με άλλα λόγια, πόσοι γύροι οικονομικής αλληλεπίδρασης πρέπει να παρέλθουν μέχρις ότου στις προσδοκίες των ανθρώπων να επέλθει η απαισιοδοξία και η δυσπιστία;

Η μοντέρνα νομισματική θεωρία (Modern Monetary Theory (MMT)) υποστηρίζει ότι η ανανέωση του χρέους μπορεί να διαιωνιστεί επ' άπειρον και ότι είναι το αίσθημα της ασφάλειας που ασκεί η αξιοπιστία των αντισυμβαλλομένων που επιτρέπει αυτόν τον διαιωνιζόμενο χαρακτήρα. Νέοι γύροι μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής θα μπορούσαν εύκολα να δώσουν ώθηση στην πεποίθηση των οικονομικών μονάδων ότι τα επιτόκια και οι αποδόσεις θα παραμείνουν χαμηλά και ότι δε θα αυξηθεί το κόστος των επενδύσεων χάρη στο νέο χρήμα που θα τυπώνεται και θα διανέμεται από την κεντρική τράπεζα. Όπως υποστηρίζει ο Mehrling (2000), υπάρχει πάντα μια ιεραρχία στα νομισματικά συστήματα, με τα χρέη υψηλότερης ποιότητας να κυκλοφορούν ως χρήμα προς τα χρέη χαμηλότερης ποιότητας. Ο τόκος που πληρώνεται για την ανανέωση του χρόνου αντιπροσωπεύει την αβεβαιότητα που προκύπτει λόγω της μεταφοράς χρέους στο μέλλον. Η νομισματοποίηση του χρέους από την κεντρική τράπεζα μέσω αθρόας προσφοράς χρήματος με μικρή πιθανότητα εξόφλησης θα μπορούσε να ξεπεράσει τα θεσμικά όρια του χρήματος, να ενδυναμώσει την αισιόδοξη πεποίθηση για το μέλλον και να μειώσει τη σημασία των εγγυήσεων και του σκληρού νομίσματος στις χρηματοπιστωτικές συναλλαγές που βασίζονται στο χρέος.

Ένα χαρακτηριστικό υψηλής σημασίας για τη νομισματική πολιτική είναι η προσπάθεια της κεντρικής τράπεζας να διατηρήσει μικρή την πιθανότητα έλλειψης ρευστότητας σε μια ξαφνική και μαζική ανάληψη καταθέσεων, καταφέροντας να διατηρήσει την αισιοδοξία όσον αφορά το επενδυτικό συναίσθημα των οικονομικών μονάδων. Ο Shiller (2015) υποστηρίζει ότι το θετικό επενδυτικό

συναίσθημα μπορεί να συνεχίσει τη μόχλευση στην οικονομική δραστηριότητα και να προωθήσει τον πληθωρισμό, διατηρώντας με αυτό τον τρόπο το οικονομικό σύστημα ζωντανό και ζωηρό. Κάποιος θα μπορούσε εύκολα να αναρωτηθεί αν η νομισματοποίηση του χρέους και ο διαιωνιζόμενος χαρακτήρας της ανανέωσης χρέους και της εισροής νέας ρευστότητας θα μπορούσε να βρει εφαρμογή στην πραγματική οικονομία. Θα ήταν δυνατόν να υποστηρίξει κάποιος ότι το νόμισμα είναι διαπραγματεύσιμο σε μεγάλο βαθμό και πολύ ελαστικό όσον αφορά τη μέγιστη διαφορά μεταξύ της ονομαστικής και της εσωτερικής του αξίας, καθώς και τη δυναμική που έχει το χρήμα να πολλαπλασιάζεται. Με απλούστερους όρους, το χρήμα αποτελεί ένα ομόλογο στον κομιστή, το οποίο μπορεί να διαπραγματευθεί ελεύθερα. Αυτό συμβαίνει επειδή το χρήμα αποτελείται από δύο χρεωστικές μορφές του τύπου I Owe You (IOU), δηλαδή: α) τις τραπεζικές καταθέσεις που κατευθύνονται από τις εμπορικές τράπεζες προς τα νοικοκυριά και τις εταιρείες, και β) το νόμισμα, το οποίο κυρίως σημαίνει οφειλή IOU από την κεντρική τράπεζα (McLeay *et al.*, 2014).

Ένα ευρύ δίκτυο τραπεζικών διαμεσολαβητών βοηθά στη δημιουργία νέου χρήματος όχι παράγοντας μεγάλες ποσότητες νέων χαρτονομισμάτων, αλλά απλά πιστώνοντας τους λογαριασμούς των οικονομικών μονάδων με τραπεζικές καταθέσεις που έχουν την ίδια αξία με τα περιουσιακά στοιχεία που διαπραγματεύονται. Η ενέργεια των εμπορικών τραπεζών να φορτώνουν τους ισολογισμούς τους με νέα δάνεια και νέες καταθέσεις, διευκολύνει τη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος και προωθεί την οικονομική ανάπτυξη, ειδικά αν αυτό το χρήμα δε χρειάζεται να αποπληρωθεί. Οι τραπεζικές καταθέσεις δεν είναι παρά ένα στοιχείο του παθητικού σε μια τράπεζα, όχι ένα στοιχείο του ενεργητικού που θα μπορούσε να δοθεί σε έναν δανειζόμενο. Κάποιος θα μπορούσε να ισχυρισθεί ότι η ανάληψη καταθέσεων αποτελεί “καταστροφή χρήματος”. Οι τράπεζες αγοράζουν και πωλούν κυβερνητικά ομόλογα, αλλά το ίδιο κάνει και η κεντρική τράπεζα, δημιουργώντας επομένως και καταστρέφοντας ποσότητες χρήματος. Οι μη συμβατικές νομισματικές πολιτικές περιλαμβάνουν την αγορά μακροχρόνιων ομολόγων, επομένως διαχέουν χρήμα στο οικονομικό σύστημα μέσω ενεργειών για μεγέθυνση του ισολογισμού της κεντρικής τράπεζας. Θα έπρεπε όμως να ληφθεί υπόψη ότι το “σφουγγάρισμα” της επιπλέον ρευστότητας μέσω της επαναπώλησης ομολόγων θα μπορούσε να οδηγήσει σε νέα κρίση αν η αποχώρηση από τη μη συμβατική πολιτική δε γινόταν σταδιακά. Αυτό ισχύει επειδή μια τέτοια συρρίκνωση της ρευστότητας επιστρέφοντας βραχυπρόθεσμο χρήμα αντί για μακροπρόθεσμο χρέος θα μπορούσε να εκληφθεί ως “καταστροφή χρήματος”. Ακόμη και με “ενέσεις ρευστότητας” σε μη συμβατικές περιόδους, δε μπορεί να είναι βέβαιο ότι τα χρηματικά διαθέσιμα θα είναι υψηλότερα, καθώς η αποπληρωμή χρέους θα μπορούσε να απορροφήσει ένα μεγάλο μέρος ή ακόμη και όλη τη νέα ρευστότητα.

Είναι δύσκολο να αρνηθεί κανείς ότι η συσσώρευση χρέους αποτελεί μείζον οικονομικό πρόβλημα και ότι η εξυπηρέτηση του χρέους είναι καθήκον που πρέπει να επιτυγχάνεται, ενώ η νομισματοποίηση του χρέους αποτελεί μέσο αναβολής μιας χρηματοπιστωτικής κατάρρευσης και καταπολεμά τον αντιπληθωρισμό, ενέχοντας όμως σοβαρούς κινδύνους. Τυχόν επιπλέον στοιχεία μετά από έναν πρώτο γύρο νομισματοποίησης του χρέους θα μας βοηθούσαν στο να κατανοήσουμε καλύτερα τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα μιας τέτοιας διαιωνιστικής πολιτικής.

Βιβλιογραφικές Αναφορές

- Kim, J. (2011) How modern banking originated: The London goldsmith-bankers' institutionalisation of trust. *Business History*, 53(6), 939-959
- Kyriazis, N. A. (2017) Eurozone Debt Monetization and Helicopter Money Drops: How Viable can this be? *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 6(3), 5-15
- McLeay, M., Radia, A., & Thomas, R. (2014) Money creation in the modern economy. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 54(1), 14-27
- Mehrling, P. (2000). Modern money: fiat or credit? *Journal of Post Keynesian Economics*, 22(3), 397-406
- Shiller, R. J. (2015) *Irrational Exuberance*. Princeton University Press.