

## ΠΡΟΛΟΓΟΣ ΤΟΥ ΜΕΤΑΦΡΑΣΤΗ

Ο συγγραφέας πραγματεύεται ένα οικονομικό ζήτημα, τον πληθωρισμό, που ταλαιπωρήσε το δυτικό κόσμο μεταπολεμικά. Την περίοδο αυτή, ο πληθωρισμός ήταν μόνιμος, και χαρακτηριστικό γνώρισμά του ήταν η συνεχής ανοδική πορεία των τιμών. Έτσι, τουλάχιστον επί δύο γενιές οι άνθρωποι στο δυτικό κόσμο συνήθισαν να σκέφτονται και να αποφασίζουν για τις επιχειρήσεις, τα δημόσια οικονομικά, τις αποδοχές των εργαζομένων, τις συντάξεις, τις αποδόσεις των επενδύσεων με την παραδοχή ότι οι τιμές θα κινούνται ανοδικά. Η αντίληψη αυτή δημιούργησε μια κουλτούρα του πληθωρισμού.

Στο δυτικό κόσμο επικράτησαν δυνάμεις που μετασχηματίζουν το οικονομικό και επιχειρηματικό πεδίο, καθώς και τον τρόπο ζωής των κοινών ανθρώπων. Ο πληθωρισμός μειώθηκε και οι τιμές αυξούμενονται, οι αποδοχές ανεβαίνουν με πολύ χαμηλό ποσοστό, 2 ή 3%, και κάποια χρόνια μένουν στάσιμες, σε μερικές δε περιπτώσεις οι εργαζόμενοι δέχθηκαν και μείωση των αποδοχών τους για να διατηρήσουν τις θέσεις τους.

Ο συγγραφέας, επικεφαλής των οικονομολόγων της HSBC και ταυτόχρονα Επισκέπτης Καθηγητής στο Manchester Business School, επιχειρεί μια ιστορική ανασκόπηση του πληθωρισμού από την αρχαιότητα μέχρι τις μέρες μας. Αναφέρεται στις θεωρίες που χρησιμοποιήθηκαν μεταπολεμικά για να ερμηνεύσουν το φαινόμενο του πληθωρισμού. Δεν υπεισέρχεται στην ανάπτυξη αυτών των θεωριών, διότι απευθύνεται στον ενημερωμένο γενικότερα αναγνώστη και όχι αποκλειστικά στους συναδέλφους του οικονομολόγους. Στηρίζει τις απόψεις του στα ιστορικά γεγονότα και δεν είναι δογματικά προσκολλημένος σε κάποια από τις καθιερωμένες θεωρίες. Έτσι, πρωταγωνιστές αναδεικνύονται οι ανταγωνιστικές αγορές, η τεχνολογική πρόοδος και η οργανωτική αναδιάρθρωση.

Διαβάζοντας το βιβλίο, συνειδητοποιεί κανείς πως στη χώρα μας ζούμε στο δικό μας κόσμο. Είμαστε δύσκαμπτοι στην υιοθέτηση νέων ιδεών και νέων θεσμών. Ενώ, για την επιτυχή εισαγωγή των νέων τεχνολογιών, απαραίτητη προϋπόθεση είναι η θεσμική προσαρμογή και η οργανωτική αναδιάρθρωση. Ο αναγνώστης του βιβλίου θα κάνει πολλές ερωτήσεις, αφού το διαβάσει. Θα διατηρηθεί άραγε ο χαμηλός πληθωρισμός; Τι πρέπει να κάνουμε για να διατηρηθεί; Ποιες από τις πολιτικές που ακολουθήσαν οι αρχές τα τελευταία πε-

νήντα χρόνια ήταν σωστές και ποιες λανθασμένες; Γιατί μείναμε μετεξεταστέοι στην ONE; Σ' αυτά και σε πολλά άλλα ερωτήματα, ο αναγνώστης θα βοηθηθεί να δώσει απαντήσεις ο ίδιος, μια και το βιβλίο δεν αναφέρεται στην Ελλάδα, αλλά στο δυτικό κόσμο, με ιδιαίτερη έμφαση στις ΗΠΑ και το ΗΒ.

## ΠΡΟΛΟΓΟΣ ΤΗΣ ΔΕΥΤΕΡΗΣ ΕΚΔΟΣΗΣ

Το βιβλίο αυτό δεν απευθύνεται αποκλειστικά στους συναδέλφους μου οικονομολόγους, αλλά στον μάλλον παρεξηγημένο τύπο του νοήμονα μέσου αναγνώστη. Γι' αυτό, προσπάθησα να αποφύγω την εξειδικευμένη ορολογία, να κρατήσω τις θεωρητικές διαφωνίες όσο το δυνατόν στο περιθώριο και να μειώσω τις σημειώσεις και τις παραπομπές στο ελάχιστο, τις οποίες και περιόρισα στο τέλος του βιβλίου.

Το βιβλίο είναι χωρισμένο σε τρία μέρη. Το Μέρος Ι είναι αφιερωμένο στην παρουσίαση της θέσης μου, ενώ το Μέρος ΙΙ εξετάζει τις συνέπειες για τους ιδιώτες και τις επιχειρήσεις και για τον κόσμο της ιδιοκτησίας και των επενδύσεων.

Στο Μέρος ΙΙΙ εξετάζονται τα ιστορικά στοιχεία που αφορούν τον πληθωρισμό και τα επιτόκια και η σημασία της πρότασής μου στην άσκηση οικονομικής πολιτικής. Δεν λησμόνησα εντελώς τους συναδέλφους μου οικονομολόγους, αφού στο Κεφάλαιο 8 προσπαθώ να περιλάβω μερικά από τα θεωρητικά θέματα που εγείρουν οι ιδέες μου, μολονότι έχω προσπαθήσει να τα κάνω προσιτά και στους μη οικονομολόγους.

Σ' αυτή την έκδοση, έχω διευρύνει πολύ, στο Κεφάλαιο 9, την εξέταση των θεμάτων πολιτικής, περιλαμβανομένης και μιας εκτεταμένης θεώρησης για το πώς η Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση μπορεί να επηρεάσει την πρότασή μου. Κάνω επίσης μια ανασκόπηση του πώς η πρότασή μου άντεξε στη ροή των γεγονότων από τότε που κυκλοφόρησε η πρώτη έκδοση. Μέχρι τώρα, τουλάχιστον, μπορώ να πω αρκετά καλά.

Αυτό ίσως να σημαίνει ότι η κριτική που ξεσήκωσε η πρώτη έκδοση θα είναι πιο ήπια τώρα, αν και αμφιβάλλω γι' αυτό. Γνώριζα ότι το βιβλίο θα προκαλούσε συζητήσεις, γι' αυτό και περίμενα την αμφισβήτηση, αλλά ορισμένες κριτικές ήταν λανθασμένες. Κάποιες απ' αυτές υποδήλωναν ότι οι συγγραφείς δεν είχαν διαβάσει το βιβλίο και ότι απλά υπέθεταν τι μπορεί αυτό να περιλαμβανε. Στο Κεφάλαιο 9 απαντώ στους επικριτές μου, τόσο σ' αυτούς που το διάβασαν προσεκτικά όσο και σ' αυτούς που το διάβασαν πρόχειρα.

Το Κεφάλαιο 8 είχε αρκετή δυσκολία εξαυτίας της μεγάλης διάστασης απόψεων σ' ό,τι αφορά την παρούσα κατάσταση των θεωρητικών. Είμαι βέβαιος ότι αυτό δεν θα αρέσει σε πολλούς. Κάποιοι οικονομολόγοι πιστεύουν ότι ο μο-

νεταρισμός είναι νεκρός και δεν είναι ανάγκη να λακτίζουμε το πτώμα. Άλλοι δύμας ακόμη πιστεύουν ότι η ανάλυση των τάσεων της προσφοράς χρήματος είναι αυτό που χρειάζεται για την κατανόηση και πρόβλεψη του πληθωρισμού.

Όπως διαπίστωσα σε διάφορα σεμινάρια όπου έχω παρουσιάσει τις ιδέες μου, ακόμη κι αυτοί που δεν θα ταύτιζαν τον εαυτό τους με το μονεταρισμό, τείνουν αυτομάτως να σκέπτονται με δρους του μονεταριστικού πλαισίου όταν εξετάζουν τα μεγάλα ξητήματα που αφορούν τον πληθωρισμό και που αποτελούν το θέμα αυτού του βιβλίου. Αυτό συμβαίνει πιθανόν διότι χωρίς ένα τέτοιο θεωρητικό πλαίσιο ο πληθωρισμός μοιάζει απροσδιόριστος, στο έλεος υποθέσεων γύρω από την αφετηρία, τις ιστορικές διαδικασίες, τις προσδοκίες και τους θεσμούς. Αυτή ακριβώς είναι η άποψή μου. Συνεπώς, θεώρησα αναγκαίο να αποδείξω πώς και γιατί η ανάλυση της προσφοράς χρήματος δεν είναι το άπαν σε σχέση με τον πληθωρισμό, και πώς οι διάφορες πραγματικές δυνάμεις τις οποίες επικαλούμαι έχουν τη βαρύτητά τους.

Είναι επικίνδυνο να ξεκινάς από την ιστορική ερμηνεία για να διατυπώσεις μια οικοσπαστική άποψη για το μέλλον. Παρ' όλο που η πεποίθησή μου είναι ότι ο πληθωρισμός είναι πιθανόν να παραμείνει πολύ χαμηλός, και κατά καιρούς μπορεί να είναι και αρνητικός, πρέπει να αντιμετωπίσω την πιθανότητα να διαψευστώ από τα γεγονότα. Συγκεκριμένα, κι αν ακόμη η γενική άποψή μου είναι σωστή, κάποιο απρόβλεπτο γεγονός, όπως η έκρηξη ενός μείζονος πολέμου, μπορεί να προκαλέσει μια απότομη άνοδο του πληθωρισμού. Είναι τόσο πιο ασφαλές να μιλά κανείς για το παρελθόν! Άλλα, όπως το έχει θέσει και ο Κένυς: «Οι οικονομολόγοι αναλαμβάνουν την πιο εύκολη, την πιο άχρηστη δουλειά, αν σ' ένα θυελλώδη καιρό το μόνο που μπορούν να μας πουν είναι ότι όταν η θύελλα περάσει, ο ωκεανός θα είναι και πάλι γαλήνιος».

Η αλήθεια, ανεξάρτητα αν την αποδεχόμαστε ή όχι, είναι ότι όλοι εμείς πρέπει να ξήσουμε βασιζόμενοι σε κάποιου είδους παραδοχές για το μέλλον. Στο χρηματοοικονομικό πεδίο, ελάχιστες παραδοχές είναι πιο σημαντικές απ' αυτές που αφορούν τον πληθωρισμό. Πεποίθησή μου είναι ότι οι παραδοχές που πρέπει να κάνουμε τώρα γύρω από τον πληθωρισμό έχουν αλλάξει οιζικά. Συνεπώς, νομίζω ότι θα απογοήτευα τον αναγνώστη αν απλώς κατέγραφα μια ιστορία του πληθωρισμού, η οποία δεν θα ανέφερε τίποτε για το πώς η επικρατούσα σήμερα ορθοδοξία μπορεί να αιφνιδιαστεί από μελλοντικά γεγονότα. Όμως, νομίζω πως δύσκολα θα κρατήσω τις απόψεις μου πάνω σ' αυτό μυστικές μέχρι το τέλος του βιβλίου. Ο τίτλος του βιβλίου τις έχει ήδη αποκαλύψει από την αρχή.

Στην πορεία της προετοιμασίας αυτού του βιβλίου ένιωσα βαθύτατα υποχρεωμένος απέναντι σε πάρα πολλούς ανθρώπους. Πρέπει ν' αρχίσω με την αναγνώσιη του μακροχρόνιου πνευματικού χρέους μου προς τον αείμνηστο καθηγητή Sir John Hicks, ο οποίος πρώτος με εισήγαγε στη συναρπαστική

ιστορία του πληθωρισμού στη Βρετανία, όταν ήμουνα μεταπτυχιακός φοιτητής, και μου καλλιέργησε την ιδέα ότι η κατανόηση της ιστορίας του πληθωρισμού είναι ουσιώδης για την κατανόηση του πληθωρισμού αυτού καθεαυτού.

Είχα τη μεγάλη τύχη να διαβάσουν πολλοί το δακτυλόγραφό μου, όλο ή μέρος αυτού, ή να κρίνουν κάποιες από τις εργασίες μου που προηγήθηκαν και να κάνουν εποικοδομητικά σχόλια. Είμαι ευγνώμων γι' αυτό στους Brian Blackshaw, David Burnett, Stephen Chilcott, Mark Cliffe, Adrian Coles, Michael Ferguson Davie, Peter Day, Vincent Duggleby, Joe Dwek, Professor Walter Eltis, Christopher Firminger, Lawrence Gooderham, Professor Sir Douglas Hague, Will Hutton, Bill Jamieson, Peter Jay, William Keegan, Tony Key, Tom Maddocks, Professor Patrick Minford, Christopher Morris, John Moxon, Piotr Poloniecki, Marian Read, Professor Colin Robinson, Terry Roydon, Christopher Smallwood, Don Smith, John Spiers, Robert Tomkinson, Frank Turley, Leslie Warman, Patrick Whittingdale, Jack Wigglesworth, Colin Wilde, Andrew Wilson και Andrew Withey.

Επίσης θα ήθελα να κάνω ειδική αναφορά στους συναδέλφους μου στο HSBC, και ιδιαίτερα στους Jonathan Loynes και Ian Shepherdson, οι οποίοι με βοήθησαν σημαντικά στη συλλογή των στοιχείων, την προετοιμασία διαγραμμάτων και την ανάγνωση των χειρογράφων. Είμαι επίσης ευγνώμων σ' αυτούς που συμμετείχαν στα διάφορα σεμινάρια όπου παρουσίασα τις ιδέες μου, για τα κριτικά σχόλια και τις εποικοδομητικές υποδείξεις τους. Είμαι ιδιαίτερα υπόχρεος στη γραμματέα μου Marion Riley, η οποία ακούραστα εργάστηκε γι' αυτό το βιβλίο παράλληλα με τη δουλειά στο τμήμα μας, καθώς επίσης και στον Walter Allen, που με ενθάρρουνε να γράψω αυτό το βιβλίο και με σύστησε στον εκδότη μου Nicholas Brealey, ο οποίος ωτήρξε πηγή ιδεών και έμπτυνευσής.

Είμαι ιδιαίτερα ευγνώμων στους εργοδότες μου, τον Όμιλο της HSBC, για τη γενναιοδωρία τους και την κατανόησή τους. Μολονότι το μεγαλύτερο μέρος του βιβλίου γράφτηκε στον ελεύθερο χρόνο μου, με απάλλαξαν από μέρος των καθηκόντων μου για να μπορέσω να το ολοκληρώσω. Ο Όμιλος της HSBC και αυτοί που αναφέρω πιο πάνω δεν είναι κατ' ανάγκη σύμφωνοι με τις απόψεις που εκφράζω στο βιβλίο.

Τέλος, είμαι ευγνώμων στη σύζυγό μου για την υπομονή και ανοχή που έδειξε διαθέτοντας τα βράδια, τα Σαββατοκύριακα και τις εορτές για το βιβλίο.

Παρ' όλη τη βοήθεια και την επιρροή που είχα από πολλούς, η ευθύνη για σφάλματα και παραλείψεις είναι εξ ολοκλήρου δική μου.

Λονδίνο, Φεβρουάριος 1997  
*Roger Bootle*

# I

*To τέλος του πληθωρισμού*

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

### Η ΕΠΟΧΗ ΤΟΥ ΜΗΔΕΝΙΚΟΥ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ

Δεν υπάρχει πιο πονηρός, πιο βέβαιος τρόπος ανατροπής της βάσης μας κοινωνίας από την αποδυνάμωση του νομίσματος· η διαδικασία αναγκάζει όλες τις κρυφές δυνάμεις των οικονομικών νόμων να συνταχθούν με την πλευρά της δολιοφθοράς και το κάνει με τρόπο που ούτε ένας στο εκατομμύριο δεν μπορεί να διαγνώσει.

*J. M. Keynes<sup>1</sup>*

Για εκατό περίπου χρόνια, ο κόσμος υποφέρει από περιοδικές μεταβολές στο επίπεδο των τιμών, που προκαλούν διαδοχικές κρίσεις και υφέσεις στο εμπόριο... Δεν είναι υπερβολή να πούμε ότι τα κακά ενός ευμετάβλητου νομισματικού συστήματος είναι μεταξύ των πιο σοβαρών προβλημάτων που έχει να αντιμετωπίσει ο πολιτισμός μας.

*Irving Fisher (1922)<sup>2</sup>*

Φανταστείτε ένα κόσμο χωρίς συνεχή πληθωρισμό: οι τιμές στα καταστήματα άλλοτε θα έπεφταν και άλλοτε θα ανέβαιναν, οι αμοιβές θα ανέβαιναν κατά 2 ή 3% τις καλές χρονιές, θα ήταν στάσιμες ή θα έπεφταν τις άσχημες. Οι τιμές των κατοικιών επίσης θα ανέβαιναν και θα κατέβαιναν, τα επιτόκια θα κυμαίνονταν μεταξύ 2 και 4%.

Είναι άραγε αυτός ένας καθαρά φανταστικός κόσμος; Όχι. Έτσι ήταν τα πράγματα πριν αρχίσει η συνεχής άνοδος των τιμών μετά το Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο. Και είναι, όπως πιστεύω, ο κόσμος στον οποίο οι χώρες της Δύσης βαθμιαία επιστρέφουν.

Ο πληθωρισμός είναι μια διαδικασία συνεχούς ανόδου των τιμών, που συνεπάγεται συνεχή πτώση της αξίας του χρήματος. Η αποδοχή αυτής της διαδικασίας είναι χαραγμένη στον τρόπο σκέψης και δράσης μας. Όποιος έχει γεννηθεί τα τελευταία 60 χρόνια δεν έχει γνωρίσει τίποτε άλλο από τιμές που ανεβαίνουν συνεχώς, και είναι φυσιολογικό για τον κόσμο να θεωρεί ότι και το μέλλον θα είναι όπως το πρόσφατο παρελθόν. Όμως, κάποιες φορές, αυτή η παραδοχή μπορεί να είναι επικίνδυνα λανθασμένη. Ήταν λάθος να νομίζουμε

ότι η δεκαετία του '70 θα ήταν όμοια μ' αυτήν του '60, όπως ακριβώς ήταν λάθος να νομίζουμε ότι τα χρόνια μετά το Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο θα ήταν όμοια μ' εκείνα της δεκαετίας του '30. Μερικές φορές, η ιστορία φθάνει σ' ένα σημείο καμπής. Σ' ένα σημείο καμπής βρίσκεται τώρα.

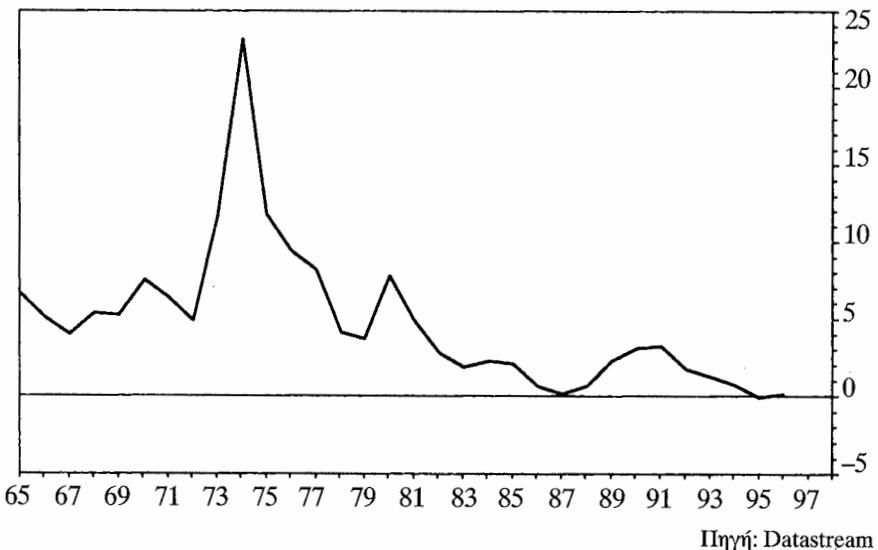
### *Ανατολή και Δύση*

Είναι πλέον σαφές ότι έχει επέλθει δραματική αλλαγή στο πληθωριστικό περιβάλλον. Στην Ιαπωνία, είναι οδυνηρά ξεκάθαρο. Το 1995, μακριά από την απειλή του πληθωρισμού, ήταν η απειλή του αποπληθωρισμού που κράτησε τις ιαπωνικές αρχές άγρυπνες. Οι τιμές είχαν ήδη πέσει. Οι Ιάπωνες έχουν μια εκπληκτική έκφραση: *kakadu hakai* ή «κατάρρευση των τιμών».

Το τρύπημα της αποκαλούμενης «οικονομίας της πομπόλυγας» με την επιβολή υψηλών επιτοκίων το 1991-92 (που αργότερα ενισχύθηκαν εξαιτίας του ισχυρού γεν) είχε ως αποτέλεσμα να καταρρεύσουν οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Όπως δείχνει το Σχήμα 1.1, οι τιμές της γης έπεφταν συνεχώς από το 1991 έως το 1996, ενώ ο δείκτης του Χρηματιστηρίου του Τόκιο έπεσε από το ύψος των 40.000 μονάδων το 1990 στο χαμηλό επίπεδο κάτω των 15.000 μονάδων στα μέσα του 1995, για να ανακάμψει λίγο πάνω από τις 18.000 το Φεβρουάριο του 1997. Το Δεκέμβριο του 1996, οι τιμές χονδρικής ήταν κάπου 7% χαμηλότερες απ' ότι ήταν το 1990.



Σχήμα 1.1: Τιμές ιαπωνικών περιουσιακών στοιχείων, 1980-97.

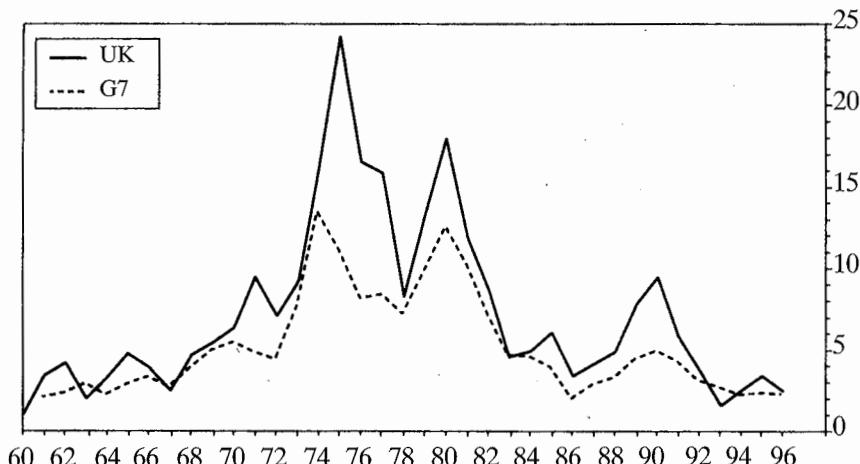


Σχήμα 1.2: Ιαπωνικός πληθωρισμός, ετήσιος ρυθμός, 1965-96.

Όπως δείχνει το Σχήμα 1.2, οι τιμές κατανάλωτή έπεισαν επίσης δραματικά. Μάλιστα, το 1995, παρότι το αναποτελεσματικό σύστημα διανομής, οι τιμές στα καταστήματα αυξήθηκαν ελάχιστα. Το Νοέμβριο του 1995, η ετήσια ποσοστιαία μεταβολή του πληθωρισμού ήταν μείον 0,5%. Ακολούθως ανέκαμψε, και κατά το 1996 ήταν 0,1%. Άλλα, αν το σύστημα διανομής είχε μετακυλίσει πλήρως το χαμηλότερο κόστος στους καταναλωτές, δεν υπάρχει αμφιβολία ότι θα είχαμε γίνει μάρτυρες αποπληθωρισμού των τιμών καταναλωτή στην Ιαπωνία. Όμως, αυτό δεν είναι ένα ακόμη παράδειγμα της εγγενούς ιαπωνικής ανωτερότητας, διότι την εικοσαετία 1960-80 η Ιαπωνία υπέφερε από υψηλό πληθωρισμό όπως υπέφεραν και οι χώρες της Ευρώπης και της Βόρειας Αμερικής. Μόλις πρόσφατα η Ιαπωνία μεταμορφώθηκε από οικονομία με υψηλό πληθωρισμό σε οικονομία που βρίσκεται στην κάψη του αποπληθωρισμού.

Μακριά από το να προκαλεί μια κατάσταση ευδαιμονίας, την οποία κάποιοι ισχυρίζονται ότι επιφέρει η κατάρρευση του πληθωρισμού, αυτή η πτώση του πληθωρισμού έφερε την ιαπωνική οικονομία κοντά στην καταστροφή. Το χρηματοοικονομικό σύστημα βρέθηκε σε επικίνδυνες δυσκολίες, η κτηματαγορά υπέστη σοκ, το χρηματιστήριο βρέθηκε στο χείλος της καταστροφής και το τραπεζικό σύστημα στον αέρα. Επιπλέον, έχοντας μειώσει τα επιτόκια στο 0,5%, δύσον αφορά την παραδοσιακή νομισματική πολιτική, στο τέλος του 1995 οι αρχές είχαν λίγο πολύ φτάσει στο τέλος της διαδρομής.

Μολονότι θέσπισαν αρκετά πακέτα αύξησης των δαπανών και μείωσης φόρου για να ενισχύσουν τη ζήτηση (πολιτική που υποστηρίζεται από τους οπαδούς του μεγάλου οικονομολόγου John Maynard Keynes), οι αρχές ήταν διστακτικές ως προς τη χοήση αυτής της καθιερωμένης θεραπείας σε μεγάλη κλίμακα, πρόγια που χειροτέρευσε την κατάσταση. Ανησυχούσαν για τις δυσμενείς μακροχρόνιες δημοσιονομικές προοπτικές της Ιαπωνίας λόγω της ραγδαίας γήρανσης του πληθυσμού. Πράγματι, το 1997 οι φόροι αυξήθηκαν. Στις αρχές, τουλάχιστον, του 1997 η οικονομία άρχισε να αναπτύσσεται και πάλι, αλλά κανένας δεν ήταν βέβαιος ότι η κρίση είχε ξεπεραστεί.<sup>3</sup> Όμως, αυτή δεν είναι μια δυσκολία που αντιμετωπίζει μόνον η Ιαπωνία. Απ' άρχου σε άκρο στη Δύση, τα επίπεδα του δημόσιου χρέους δημιουργούν πρόβλημα, ακόμη και με πολύ χαμηλό πληθωρισμό. Αν η οικονομία διολισθήσει στον αποπληθωρισμό, οι περισσότερες δυτικές κυβερνήσεις μπορεί να περιορίζονταν ως προς την υιοθέτηση της κεϋνσιανής θεραπείας.



Πηγή: Datastream

Σχήμα 1.3: Ο πληθωρισμός στις χώρες του G7 και του ΗΒ, ετήσιος ρυθμός, 1960-96.

Μολονότι θα θέλαμε να πιστεύουμε ότι η θεωρία του πληθωρισμού είναι τώρα τόσο κατανοητή που μια επανάληψη του 1930 είναι αδιανόητη, η ιαπωνική εμπειρία είναι ευεργετική. Δείχνει πως οι κίνδυνοι του αποπληθωρισμού δεν έχουν ξεπεραστεί. Στην πραγματικότητα, στις επτά κορυφαίες οικονομίες του κόσμου, που είναι γνωστές ως η Ομάδα των Επτά ή G7, ο πληθωρισμός έχει καταρρεύσει, όπως δείχνει το Σχήμα 1.3. Εάν δεν έχει φθάσει απολύτως

τα τωρινά ιαπωνικά επίπεδα, έχει τουλάχιστον πέσει σε επίπεδα που τελευταία φορά είδαμε με κάποια διάρκεια στη δεκαετία του '60. Το 1996, ο πληθωρισμός στη Γαλλία ήταν 2% και κάτω του 2% στη Γερμανία και τον Καναδά. Γεγονός είναι ότι ήταν σε αρκετά υψηλότερα επίπεδα σε διάφορες χώρες οι οποίες δοκιμάζονταν από τα ασθενή τους νομίσματα – ήταν πάνω από 3% στην Ισπανία, και στην Ιταλία ξεκίνησε τη χρονιά με πάνω από 5% για να πέσει στο 3% στο τέλος του χρόνου. Όμως, αυτά τα ποσοστά ήταν χαμηλά συγκρινόμενα με την ιστορία του πληθωρισμού σ' αυτές τις χώρες. Και σε μία από τις υποτιθέμενες χώρες με υψηλό πληθωρισμό, το Ήνωμένο Βασίλειο, ο πληθωρισμός ήταν 2½%. Επιπλέον, όπως θα υποστηρίξω, όχι μόνο στην Ιαπωνία αλλά και σε πολλές χώρες μπορεί στο μέλλον να υπάρξει κίνδυνος αποπληθωρισμού. Η Σουηδία είχε ήδη το 1996 την εμπειρία αποπληθωρισμού.

Στην πραγματικότητα, οι χώρες της Δύσης βρίσκονται πιο κοντά σε μια πτώση των τιμών, απ' ότι υποδηλώνουν τα επίσημα στοιχεία. Οι επίσημες μετρήσεις του πληθωρισμού υπερτιμούν τον πραγματικό πληθωρισμό. Μονάχως αποτυγχάνουν να λάβουν υπόψη τη βελτίωση της ποιότητας των προϊόντων που ο κόσμος αγοράζει, παραβλέποντας την εμφάνιση νέων προϊόντων, όπως οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές και τα κινητά τηλέφωνα (των οποίων οι τιμές πέφτουν) και δεν αναγνωρίζουν την πλήρη επίδραση που έχει η μεταστροφή των καταναλωτών σε προϊόντα ή πηγές με χαμηλότερες τιμές.<sup>4</sup>

Οι υπολογισμοί ποικίλουν ως προς το πόσο μεγάλη είναι αυτή η υπερεκτίμηση του πληθωρισμού, αλλά οι περισσότεροι οικονομολόγοι αναγνωρίζουν πως αυτή κυμαίνεται μεταξύ 1/2 και 2%. Στο τέλος του 1996, η Επιτροπή Boskin<sup>5</sup> ανέφερε ότι ο Δεύτης Τιμών Καταναλωτή των ΗΠΑ υπερτιμούσε τον πληθωρισμό κατά 1,1%. Παρόμοιο συμπέρασμα πιθανόν να ισχύει και για τις περισσότερες δυτικές χώρες. Αυτό σημαίνει ότι όταν, το 1994-95, οι παγκόσμιες νομισματικές αρχές και οι χορηγοί οικονομικές αγορές είχαν κυριεύει από το φόβο ενός άλματος του πληθωρισμού, στο μεγαλύτερο μέρος του δυτικού κόσμου σχεδόν δεν υπήρχε πληθωρισμός. Όχι μόνον ο πληθωρισμός ήταν αρνητικός στην Ιαπωνία, αλλά ήταν σχεδόν μηδενικός στη Γαλλία και τον Καναδά, ελάχιστος στη Βρετανία και τις ΗΠΑ και μηδαμινός στη Γερμανία.

Υπάρχουν, όμως, μέρη του κόσμου όπου τα πράγματα είναι πολύ διαφορετικά. Στην Κίνα, για παράδειγμα, ο πληθωρισμός το 1994 ήταν πάνω από 20% και όλες οι οικονομίες των «έγρεων» συνέχισαν να έχουν κάποιο πρόβλημα με τον πληθωρισμό. Επιπλέον, υψηλός πληθωρισμός διατηρήθηκε στο μεγαλύτερο μέρος της Λατινικής Αμερικής και της πρώην Σοβιετικής Ένωσης. Ο λόγος αυτής της διαφοράς μεταξύ της παλαιάς κατεστημένης Δύσης και της νέας δυναμικής Ανατολής θα καταφανεί στο Κεφάλαιο 2. (Μολονότι αυτό παραβιάζει τη γεωγραφική πραγματικότητα, θα αναφέρομαι σ' όλες τις δυναμικές χώρες ως «ανατολικές», αλλά θα περιλαμβάνω την Ιαπωνία στη «Δύση».)

Ωστόσο, έξω από την Ιαπωνία, τόσο οι σχολιαστές των MME όσο και οι κεφαλαιαγορές διστάζουν να αναγνωρίσουν την έκταση της αλλαγής στο πληθωριστικό περιβάλλον. Μονάχως έχουν την τάση να εστιάζουν την προσοχή τους στο ένα ή το άλλο πρόβλημα που υποτίθεται ότι κάνει τον πληθωρισμό να φουντώνει και πάλι – οι τιμές των εμπορευμάτων, το κόστος των υπηρεσιών υγείας, η επίδραση της μειούμενης ανεργίας στο κόστος της εργασίας, ή οι αδύναμες συναλλαγματικές ισοτιμίες. Κι όμως, τα γεγονότα αμφισβητούν διαρκώς την απασιοδοξία τους.

Το Δεκέμβριο του 1996, ύστερα από μια παρατεταμένη περίοδο έντονης ανάπτυξης της απασχόλησης, ο πυρήνας του Δεύτη Τιμών Καταναλωτή στις ΗΠΑ βρισκόταν μόλις 2,6% πιο πάνω για το σύνολο του έτους, πιο κάτω όμως από το μέσο όρο των τελευταίων δύο ετών. Επιπλέον, το 1996 ήταν ο πέμπτος συνεχόμενος χρόνος που η αύξηση του Δεύτη Τιμών Καταναλωτή ήταν 3% ή και χαμηλότερη, παρά τις υψηλότερες τιμές στα τρόφιμα και την ενέργεια. Στο μεταξύ, από την αρχή της οικονομικής διεύρυνσης πριν από μια πενταετία, οι τιμές των παραγωγών δεν αυξήθηκαν περισσότερο από 10% μέχρι το τέλος του 1996, σε σύγκριση με σχεδόν 20% κατά μέσο όρο στις προηγούμενες τέσσερις διευρύνσεις. Το 1996, ακόμη και ο ρυθμός πληθωρισμού των υπηρεσιών (εξαιρούμενης της ενέργειας αλλά περιλαμβανόμενων των δαπανών υγείας) ήταν κάτω του 3½%.

Αντίθετα σχεδόν με όλες τις προσδοκίες και τις προβλέψεις, μετά την έξοδο της στερλίνας από το Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμών το Σεπτέμβριο του 1992, ο πληθωρισμός στη Βρετανία συνέχισε να πέφτει, σ' ένα μέσο όρο 2½% το 1994, παρ' όλο που υπήρχαν έντονες πληθωριστικές πιέσεις από την πολύ χαμηλότερη συναλλαγματική ισοτιμία. Το 1995 κινήθηκε ανοδικά και πάλι, αλλά μόνον ανεπαίσθητα. Άλλα ο χαμηλός πληθωρισμός δεν εξασφαλίστηκε με αντίτιμο τη χαμηλή ανάπτυξη. Αντίθετα, μετά την έξοδο από το Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμών, το Ηνωμένο Βασίλειο ήταν μία από τις ταχύτερα αναπτυσσόμενες χώρες του ΟΟΣΑ. Το πιο εντυπωσιακό είναι ότι τα εισοδήματα αυξήθηκαν λιγότερο την ίδια στιγμή που η ανεργία έπεφτε.<sup>6</sup>

Αυτό είναι ένα φαινόμενο κοινό σε πολλές χώρες, από τη Βόρεια Αμερική ως τη Νέα Ζηλανδία. Στις ΗΠΑ, το 1996, η μέση ωριαία αμοιβή αυξήθηκε μόλις κατά 3¼%, παρ' όλο που η ανεργία ήταν κάτω από το 5½% του εργατικού δυναμικού. Με την πίεση διαιρόδων δυνάμεων (τις οποίες αναπτύσσω στο Κεφάλαιο 2) –αλλαγές στην τεχνολογία, αδύναμα συνδικάτα, το πιο ανταγωνιστικό περιβάλλον και η μεταβαλλόμενη μορφή της ίδιας της εργασίας– οι αμοιβές απλώς δεν συμπεριφέρονται όπως στο παρελθόν. Και χωρίς τον πληθωρισμό των αμοιβών δεν συντηρείται ο πληθωρισμός τιμών. Ακριβώς η αδυναμία να αναγνωριστεί η έκταση και η σημασία αυτών των αλλαγών στην αγορά εργασίας είναι που εξηγεί γιατί πολλές προβλέψεις έχουν αποδειχθεί υπερβολικά

απαισιόδοξες για το πληθωριστικό περιβάλλον. Ο πληθωρισμός των αμοιβών είναι σκύλος που δεν γαβγίζει.

Οι συνέπειες είναι σαφείς – το παλαιό καθεστώς υψηλού πληθωρισμού έχει καταρρεύσει. Κανείς όμως δεν είναι βέβαιος με τι έχει αντικατασταθεί.

## *H ελπίδα*

Αυτοί που χαράσσουν πολιτική αποσκοπούν και ελπίζουν στον ελάχιστο πληθωρισμό, δηλαδή σ' ένα καθεστώς όπου το επίπεδο τιμών θα συνεχίσει να ανεβαίνει ελάχιστα κάθε χρόνο. Παρ' όλο που οι ακριβείς αριθμοί διαφέρουν από χώρα σε χώρα, η συγκράτηση του πληθωρισμού κάπου μεταξύ 0 και 3% είναι ο ρητός αντικειμενικός σκοπός της πολιτικής της γερμανικής Bundesbank, της Banque de France, της Bank of Canada, της Bank of England, της Reserve Bank of New Zealand, της Bank of Finland, της Bank of Spain και της Swedish Riksbank. Η Federal Reserve των ΗΠΑ δεν έχει ρητούς στόχους για τον πληθωρισμό, αλλά οι άρρητοι στόχοι της είναι σαφώς αντίστοιχοι.

Ο ορισμός ως αντικειμενικού στόχου του ελάχιστου αντί για μηδενικό πληθωρισμό μερικώς εξηγείται από την ιδέα ότι «λίγος πληθωρισμός κάνει καλό», και μερικώς από το γεγονός ότι, όπως επισημάνθηκε και πιο πάνω, τα επίσημα στοιχεία του πληθωρισμού υπερτιμούν τον πραγματικό πληθωρισμό. Η ιδέα είναι ότι εάν οι αρχές καταφέρουν να περιορίσουν τον μετρούμενο πληθωρισμό μεταξύ 0 και 3%, τότε στην πραγματικότητα θα υπάρχει πολύ χαμηλός πληθωρισμός. Όταν ο πληθωρισμός μετράται σωστά, ο στόχος είναι ίδιος με αυτόν του μηδενικού πληθωρισμού.

Η επιδίωξη ελάχιστου πληθωρισμού έχει επίσης γίνει το καθιερωμένο δόγμα ακαδημαϊκών και σχολιαστών. Για τις περισσότερες επιχειρήσεις και τους καταναλωτές αυτό έχει ένα γνώριμο χαρακτηριστικό. Μπορεί να μην είναι και τόσο καθησυχαστικό, αλλά τουλάχιστον δεν είναι τελείως απειλητικό. Αντιπροσωπεύει το ίδιο πράγμα σε χαμηλότερη κλίμακα.

Οι κυνικοί μπαίνουν στον πειρασμό να πουν ότι ακριβώς επειδή όλες αυτές οι ομάδες είτε προσδοκούν, είτε ελπίζουν, είτε σχεδιάζουν ελάχιστο πληθωρισμό, δηλαδή βολικό πληθωρισμό, αυτός είναι απίθανο να συμβεί. Η ιστορία διδάσκει ότι κάτι θα εμφανιστεί για να καταστρέψει αυτές τις ελπίδες. Στις μυστικές τους ανάπταυλες, οι κεντρικοί τραπεζίτες θα σκέφτονται την αναβίωση του πληθωρισμού, την αναζωόωση της ανόδου τιμών και επιτοκών και την αστάθεια της περιόδου 1970-80. Κατά την άποψή μου, όμως, αν υπάρξει κάποια μεγάλη έκπληξη, πολύ πιθανόν αυτή να είναι η επανεμφάνιση της πτώσης των τιμών, για πρώτη φορά μετά το 1930.

Για την ώρα, ο αποπληθωρισμός των τιμών δεν είναι στις προθέσεις των φορέων οικονομικής πολιτικής. Όμως, άλλο είναι η πρόθεση και ο σκοπός και άλλο τι αποτέλεσμα θα προκύψει. Οι κυβερνήσεις και οι κεντρικές τράπεζες του κόσμου δεν σχεδίασαν, δεν πρόβλεψαν και δεν περίμεναν την ύφεση της δεκαετίας του '30, ούτε την πληθωριστική έκρηξη της δεκαετίας του '70. Μάλλον, οι ελπίδες τους, οι προθέσεις τους και τα σχέδιά τους κατανικήθηκαν από τα γεγονότα. Στις σημερινές συνθήκες, ορίζοντας την πολιτική έτσι που να επιτυγχάνει ένα καθεστώς μηδαμινής αύξησης των τιμών, διατρέχει κανείς τον κίνδυνο να καταλήξει όχι σε επιστροφή υψηλού πληθωρισμού, αλλά μάλλον σε αποπληθωρισμό.

Ακριβώς επειδή αυτό θα ήταν τόσο απροσδόκητο και θα μας έβρισκε απροετοίμαστους, θα μπορούσε να έχει εξαιρετικά επικίνδυνες συνέπειες. Αν ένας ελάχιστος πληθωρισμός είναι η ελπίδα για το μέλλον, τότε ο φόβος είναι ο αποπληθωρισμός των τιμών.

### *Ο φόβος της μείωσης*

Το πλήγμα που καταφέρνει η διαδικασία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού κάνει πιο πιθανή τη μετατροπή του σε αποπληθωρισμό. Αν το οικονομικό σύστημα ήταν απολύτως προσαρμοσμένο σε ελάχιστο πληθωρισμό, τότε ο κίνδυνος της μείωσης των τιμών μπορεί να ήταν απομακρυσμένος. Άλλα δεν είναι έτσι. Οι καταναλωτές είναι βαθιά χρεωμένοι, ιδιαίτερα για να αγοράσουν περιουσιακά στοιχεία, προεξοφλώντας ένα συνεχή πληθωρισμό. Χωρίς αυτόν, τα χρέη τους θα είναι πιο επαχθή. Πολλές επιχειρήσεις έχουν μεγάλα χρέη και είναι ταυτόχρονα ιδιοκτήτριες σημαντικής ακίνητης περιουσίας. Οι κυβερνήσεις σ' όλο το δυτικό κόσμο έχουν μεγάλες υποχρεώσεις, με επικρατέστερες τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις σταθερού επιτοκίου. Καθώς ο πληθωρισμός πέφτει, η πραγματική αξία των τόκων που θα πληρωθούν θα είναι υψηλότερη απ' αυτήν που αρχικά είχαν διαπραγματευτεί και η εικόνα του ισοζυγίου τους θα χειροτερεύει.<sup>7</sup>

Η συνέπεια όλων αυτών των παραγόντων είναι ο περιορισμός των δαπανών και η μείωση της εμπιστούνης καθώς ο πληθωρισμός πέφτει. Κατά κανόνα, πρέπει να υπάρχουν κερδισμένοι που να αντισταθμίζουν αυτούς τους χαμένους, άλλα δύο παράγοντες υπονομεύοντας τις δυνάμεις που διαφορετικά θα μπορούσαν να συμβάλουν στην αντιστάθμιση των αποπληθωριστικών πιέσεων που προκαλούνται από τους χρεώστες. Πρώτον, το ίδιο το νέο αυτό οικονομικό περιβάλλον που περιγράφω κλονίζει την εμπιστούνη – μειούμενες τιμές εμπράγματων περιουσιακών στοιχείων, πολύ χαμηλά επιτόκια, πτώση του γενικού επιπέδου τιμών. Δεύτερον, η ανερχόμενη πραγματική αξία των αξιόγραφων που κατέχουν οι πιστωτές δεν ωφελεί, εάν οι χρεώστες αδυνατούν να πληρώσουν.

Οι συνέπειες θα ήταν ακόμη πιο ανησυχητικές εάν φτάναμε να πιστέψουμε ότι οι τράπεζες, ως σημαντικοί ιδιοκτήτες μη αποδοτικών περιουσιακών στοιχείων, αντιμετώπιζαν δυσκολίες. Διότι τότε θα κινδύνευαν οι αποταμιεύσεις του κοινού, και μάλιστα το ίδιο το νομισματικό σύστημα. Αν φθάσουμε σ' αυτό το στάδιο, είμαστε πέρα από τα ορθολογικά υποδείγματα των οικονομολόγων και μέσα στη σφαίρα της ψυχολογίας των μαζών. Έχουμε να κάνουμε με τα οικονομικά του φόβου.

Πρόγιαματι, είναι δυνατόν να φανταστούμε έναν φαῦλο κύκλο ανάμεσα σε μειούμενες τιμές περιουσιακών στοιχείων, μειούμενες τιμές στα καταστήματα, αυξανόμενο επίπεδο πραγματικού χρέους και ανατροφοδοτούμενη μείωση των προσδοκιών, όπως συνέβη τα χρόνια που ακολούθησαν το 1930. Αν οι καταναλωτές προσδοκούν οι τιμές να πέσουν, τότε αναβάλλουν τις αγορές τους, και αυτό πιέζει τις τιμές ακόμη πιο κάτω. Οι μειούμενες τιμές ανεβάζουν την πραγματική αξία των χρεών και αναγκάζουν τους οφειλέτες να περιορίσουν τις δαπάνες τους. Κάποιοι οφειλέτες αναπόφευκτα θα καταστραφούν, θέτοντας έτοι σε κίνδυνο τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα και το τραπεζικό σύστημα, πρόγιαμα που μειώνει την εμπιστοσύνη ακόμη περισσότερο.

Η συμπεριφορά των χρηματιστηρίων μπορεί να παιξει έναν ουσιώδη όρλο σ' αυτή τη διαδικασία. Τα χρηματιστήρια είναι ευπαθή σε μαζικές αλλαγές κλίματος, πράγμα που υποσκάπτει την υπάρχουσα βάση αποτίμησης, προκαλώντας κατάρρευση των αξιών των περιουσιακών στοιχείων και απώλεια της εμπιστοσύνης, που μπορεί να εξαπλωθεί πέρα από το χρηματοοικονομικό κόσμο, σ' αυτόν που οι οικονομολόγοι αποκαλούν πραγματική οικονομία, δηλαδή τον κόσμο της παραγωγής και της εργασίας. Ανεξάρτητα αν είναι ή όχι ένα «κραχ» του χρηματιστηρίου που οδηγεί σε αποπληθωρισμό, ένα «κραχ» μπορεί κάλλιστα να συμβεί ως συνέπεια μιας ενέργειας που συμβαίνει κάπου αλλού, ή αυτά τα δύο μπορούν να εξελιχθούν παράλληλα, όπως συνέβη στην Ιαπωνία το 1994-95.

Εφόσον το χρηματιστηριακό κραχ του 1987 δεν είχε σοβαρές συνέπειες στην παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη, πόσο μάλλον τη χρηματοοικονομική κατάρρευση που μερικοί σχολιαστές φοβούνταν, έχει γίνει της μόδας να αγνοείται η σχέση των τιμών των μετοχών με την οικονομική δραστηριότητα. Αυτό είναι παρακινδυνευμένο. Το 1987 ήμασταν τυχεροί. Οι κεντρικές τράπεζες πήραν τα μέτρα τους. Η Ιαπωνία, που έδειχνε να είναι ο ασθενέστερος κρίκος, απέφυγε να εμπλακεί σοβαρά. Επειδή οι αγορές είχαν ανέβει κατακόρυφα τους προηγούμενους μήνες, κανένας δεν πίστεψε το υψηλό επίπεδο των αγορών και οι απώλειες απορροφήθηκαν εύκολα. Η αναπτυξιακή βάση της οικονομίας ήταν αρκετά ισχυρή για να απορροφήσει το τράνταγμα.

Αυτοί οι παράγοντες δεν δίνουν έδαφος για αυταρέσκεια ως προς τις συνέπειες της όποιας μελλοντικής πτώσης των τιμών των μετοχών. Πρόγιαμα, το σύ-

στημα έχει γίνει πιο εύθραυστο. Η ανάπτυξη των αμοιβαίων κεφαλαίων δημιουργεί έντονη ανησυχία. Το 1980, στις ΗΠΑ υπήρχαν μόνον 458 αμοιβαία κεφάλαια, μετοχικά, ομολογιακά και εισοδήματος με σύνολο ενεργητικού λίγο κάτω των \$60 δισ. Άλλα το 1994, έφτασαν τα 4.394, με ενεργητικό \$1.500 δισ. Ο δε αριθμός των λογαριασμών των ιδιωτών στα αμοιβαία κεφάλαια ανέβηκε από \$7 εκατ. το 1980, σε \$89 εκατ. το 1994.<sup>8</sup> Αν οι ιδιώτες κάτοχοι αμοιβαίων κεφαλαίων πανικοβάλλονταν σε μια κρίση, θα μπορούσαν να προκαλέσουν ένα κραχ στις χρηματαγορές.

Εν τω μεταξύ, ο κόσμος των «ενημερωμένων» θεσμικών επενδυτών θα βρισκόταν σε κίνδυνο από την τεράστια ανάπτυξη της αγοράς παραγώγων, δηλαδή των χρηματοοικονομικών εργαλείων όπως τα προθεσμιακά συμβόλαια (futures), τα δικαιώματα επιλογής (options) και τα συμβόλαια ανταλλαγής (swaps), τα οποία παράγονται από τα γνωστά χρηματικά κεφάλαια όπως καταθέσεις, δάνεια, μετοχές και ομόλογα. Μολονότι δεν υπάρχει στα παράγωγα τίποτε εγγενώς λανθασμένο, και η σωστή χρησιμοποίησή τους μπορεί να στηρίξει πολύ τη χρηματοοικονομική αποδοτικότητα της οικονομίας, παρέχουν αυξημένα περιθώρια κερδοσκοπίας. Κι έτσι, σε περίπτωση κακής χρήσης και διαχείρισης, συνεπάγονται τεράστιους κινδύνους, όπως αποκαλύφθηκε όταν η τράπεζα Barings κατέρρευσε το 1995 ύστερα από τις κερδοσκοπικές πράξεις του Nick Leeson στην αγορά προθεσμιακών συμβολαίων. Οι τράπεζες και τα αποταμιευτικά ιδρύματα με καλή διαχείριση, έχουν θέσει αυτούς τους κινδύνους υπό έλεγχο, αλλά κανείς δεν είναι βέβαιος για τις παρυφές του χρηματοοικονομικού συστήματος. Ούτε για το πώς το σύστημα στο σύνολό του θα συμπεριφερόταν σε μια κρίση.

### *Ο εφιάλτης γίνεται πραγματικότητα*

Τα τελευταία πενήντα χρόνια, ο αποπληθωρισμός φαινόταν σαν κάτι πέρα από τη σφαίρα του πιθανού. Τώρα δεν είναι. Δεν έχει ανησυχήσει τους περισσότερους οικονομικούς στοχαστές ως μια σοβαρή προοπτική, εν μέρει διότι τα τελευταία 25 χρόνια ο πληθωρισμός ήταν υψηλός και εν μέρει διότι κατά την περίοδο που προηγήθηκε, όταν ο πληθωρισμός ήταν χαμηλός, στις περισσότερες χώρες η άνοδος των τιμών ήταν συνεχής, χωρίς κανένα διάλειμμα αποπληθωρισμού. Οι οικονομολόγοι οραματίζονται για το μέλλον μια επιστροφή στο είδος πληθωρισμού που κυριάρχησε τα 25 χρόνια αμέσως μετά το Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο. Αν κυριάρχησε τότε, γιατί όχι και τώρα;

Η μελέτη όμως δείχνει πως η ιστορία είναι αντίθετη με αυτό το συμπέρασμα, όπως θα εξηγηθεί στο Κεφάλαιο 7. Η άνοδος του επιπέδου τιμών χρόνο με το χρόνο, χωρίς διακοπή, αποτελεί παρέκκλιση από το κανονικό. Αυτό συ-

νέβη μετά τον πόλεμο για δύο αλληλένδετους λόγους. Πρώτον, η ζήτηση ήταν υψηλή και η ανάπτυξη έντονη, ενισχυόμενες από ένα ανατροφοδοτούμενο κύμα αισιοδοξίας. Λόγω ενός συνδυασμού τύχης και λογικής, τα τελευταία 25 χρόνια δεν υπήρξε κανένας σοβαρός κραδασμός στη ζήτηση που να χάλασε αυτόν το συνδυασμό.

Δεύτερον, λόγω των διαφόρων εμποδίων στη μείωση των τιμών και τον περιορισμό των ανταγωνιστικών αγορών, που τονίζω αργότερα στο παρόν κεφάλαιο, οι τιμές αλλά και οι αμοιβές δεν έδειξαν καμιά πτωτική τάση ακόμη κι όταν η ζήτηση είχε μειωθεί. Σ' εκείνες τις συνθήκες, θα χρειαζόταν ένας τεράστιος κραδασμός στη ζήτηση για να προκληθεί αποπληθωρισμός.

Καμία, δύμας, απ' αυτές τις προϋποθέσεις δεν υπάρχει σήμερα. Αρχίζουμε με συγκρατημένη ανάπτυξη και σχετικά υψηλή ανεργία (εκτός από τις ΗΠΑ και μέρη της Άπω Ανατολής). Και η εμπιστοσύνη είναι εύθραυστη. Στο μεταξύ, όπως υποστηρίζω στο Κεφάλαιο 2, σχεδόν όλα τα διαρρητικά και θεσμικά εμπόδια στη μείωση των τιμών διαλύονται. Το αποτέλεσμα είναι ότι, στις σημερινές συνθήκες, μια σημαντική πτωτική τάση στη ζήτηση θα προκαλούσε μείωση των τιμών.

### *Τα επιτόκια δεν μπορούν να είναι αρνητικά*

Ο κίνδυνος αποπληθωρισμού αυξάνει από ένα συχνά ξεχασμένο αλλά άκρως ισχυρό γεγονός – τα επιτόκια δεν μπορούν να είναι αρνητικά. Ο λόγος είναι απλός. Το χρήμα (χαρτονομίσματα και κέρδη) δεν αποφέρει τόπο και η ονομαστική του αξία είναι δεδομένη. Αυτό ακριβώς εννοούμε όταν λέμε ότι το χρήμα χάνει αξία από τον πληθωρισμό. Άλλα επίσης σημαίνει ότι κερδίζει σε πραγματική αξία όταν οι τιμές πέφτουν.

Συνεπώς, αν οι τράπεζες, υπό την ηγεσία της κεντρικής τράπεζας, προσπαθούσαν να επιβάλουν αρνητικά επιτόκια στις τραπεζικές καταθέσεις, τότε ο κόσμος θα απέσυρε τα χρήματά του από τις τράπεζες και θα τα έκανε κομπόδεμα στο οποίο δεν μπορεί να υπάρξει αρνητικό επιτόκιο. (Επειδή αυτό θα προκαλούσε την κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος, οι νομισματικές αρχές θα έπρεπε να αυξήσουν την προσφορά χαρτονομισμάτων για να αντιμετωπίσουν την αυξημένη ζήτηση.) Έτσι, η πρακτική αδυναμία αρνητικών επιτοκίων έχει άμεση σχέση με τη φύση του ίδιου του χρήματος. Αυτό είναι ένα πρόβλημα της νομισματικής οικονομικής θεωρίας.<sup>9</sup>

Οι συνέπειες είναι καταστροφικές. Από τη στιγμή που τα επιτόκια θα φθάσουν στο μηδέν, οι αρχές έχουν χάσει την ικανότητά τους να ενισχύουν τη συνολική ζήτηση με μείωση των επιτοκίων. Έχουν χάσει το τελευταίο τους όπλο.<sup>10</sup>

Το αποτέλεσμα είναι ότι, αν οι τιμές πέσουν, τα πραγματικά επιτόκια υποχρεωτικώς θα είναι θετικά. Κι αν οι τιμές πέσουν με ταχύτερο ρυθμό, τότε τα πραγματικά επιτόκια θ' ανέβουν, ακόμη κι αν το σύστημα κραυγάζει για χαμηλότερα ή ακόμη και αρνητικά επιτόκια. Αυτό το χαρακτηριστικό κάνει τα συστήματα με πολύ χαμηλό πληθωρισμό να είναι εξαιρετικά επικίνδυνα. Είναι ευάλωτα στις απότομες πτωτικές τάσεις της ζήτησης, στις οποίες η συμβατική νομισματική πολιτική είναι ανίσχυρη να αντιδράσει.

### *Ένας διαφορετικός στόχος πολιτικής*

Συνεπώς, ο κίνδυνος μιας συμπτωματικής μετατροπής του περιβάλλοντος σε αποπληθωριστικό είναι σημαντικός όταν οι αρχές αποσκοπούν σ' ένα πληθωρισμό 0-3%. Άλλα πέρα από τις συμπτώσεις, όλοι πρέπει να είμαστε ενήμεροι για τις πιθανότητες μιας σαφέστερης νιοθέτησης μειούμενων τιμών στα πλαίσια μιας σχεδιασμένης πολιτικής.

Ο ελάχιστος πληθωρισμός είναι αμφίβολος στόχος, ακόμη κι αν το μεγαλύτερο μέρος του ή και όλος είναι πλασματικός, υπό την έννοια ότι αντιπροσωπεύει έναν υπερεκτιψμένο πραγματικό πληθωρισμό. Σημαίνει ότι η πραγματική αξία του χρήματος συνεχίζει να πέφτει. Ο κόδσμος θα βρίσκεται σε διαρκή σύγχυση για τη σχέση των χρηματικών αξιών, και το βιοτικό επίπεδο των ανθρώπων με σταθερά εισοδήματα μπορεί να συνεχίσει να συμπιέζεται με την πάροδο του χρόνου.<sup>11</sup>

Επιπλέον, καθώς η ευκαμψία τιμών και ημερομισθίων αυξάνει ως συνέπεια των ανταγωνιστικών δυνάμεων που περιγράφω στο Κεφάλαιο 2, θα είναι λιγότερο χρήσιμο να υπάρχει κάποιος πληθωρισμός για το λάδωμα των τροχών. Θα λειτουργήσουν πολύ καλά και χωρίς αυτόν. Συνεπώς, αν και οι αρχές θα ήθελαν σ' αυτό το διάστημα έναν πληθωρισμό που θα κυμαίνεται από 0-3%, αυτός ο στόχος μπορεί ακόμη ν' αλλάξει.

Αυτό δεν πρέπει να μιας εκπλήσσει: οι στόχοι μιας πολιτικής είναι πάντοτε ρευστοί. Αμέσως μετά τον πόλεμο, θα φαινόταν τρελά ότι η ιδέα επίτευξης και διατήρησης πληθωρισμού 0-3% έπρεπε να είναι ο κύριος οικονομικός στόχος. Τότε, η απασχόληση ήταν το πρωταρχικό ενδιαφέρον. Μετά την κρίση του πληθωρισμού στη δεκαετία του '70, οι φορείς οικονομικής πολιτικής αντικατέστησαν την απασχόληση ως κεντρικό στόχο με τη συμπίεση του πληθωρισμού. Άλλα η επίτευξη και διατήρηση πληθωρισμού χαμηλού από 0 έως 3% θα φαινόταν τότε όχι τρελά, αλλά καθαρή φαντασία.

Τώρα που η επίτευξη του στόχου αυτού αποδεικνύεται πολύ πιο εύκολη, οι αρχές μπορούν εύκολα να υιοθετήσουν έναν πιο διερευνητικό στόχο, για παράδειγμα μηδενικό πληθωρισμό. Θεωρητικά, φαίνεται ήδη να υπάρχει αυτή η