

● **Άρθρο στην «Κ».** Στο μυαλό του νέου προέδρου της Fed. Του Κωνσταντίνου Γκράβα, διδάκτορος του Τμήματος Ιστορίας και Φιλοσοφίας της Επιστήμης του ΕΚΠΑ, συγγραφέα του βιβλίου «Οικονομικός Πόλεμος και Νομισματική Ειρήνη» και συνσυγγραφέα του βιβλίου «Κεντρικές Τράπεζες». **Σελ. 27**

ΑΠΟΨΗ

Στο μυαλό του νέου προέδρου της Fed

Του ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ ΓΚΡΑΒΑ

Σχεδόν δύο μήνες μετά την ανάληψη της προεδρίας της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των Ηνωμένων Πολιτειών (US Fed), κατά την πρώτη εξομολόγηση κατάθεσή του στο Κογκρέσο (γνωστή ως Humphrey-Hawkins testimony) στα μέσα Ιουλίου, ο Κέβιν Γουόρς αναφέρθηκε στις νέες νέες ομάδες εργασίας που αναγκάστηκαν με πρωτοβουλία του, οι οποίες έχουν αναλάβει να προτείνουν καινούριες ιδέες για σημαντικούς τομείς που επιδέχονται λειτουργικές βελτιώσεις: Η πρώτη ομάδα θα αξιολογήσει τη μορφή και τη λειτουργία της επικοινωνιακής στρατηγικής της Fed – του μηνύματος, δηλαδή, που εκπέμπεται υπό διάφορες εκφάνσεις και το οποίο αντανακλάται στις διεθνείς αγορές και την οικονομία· η δεύτερη θα επανεξετάσει τις πολιτικές που συνδέονται με τη διακρίση του ισολογισμού της Fed· η τρίτη θα αξιολογήσει νέες πηγές δεδομένων και θα εξετάσει μεθοδολογικές αλλαγές για τη βελτίωση της πληροφωρίας καθυστέρησης· η τέταρτη θα διερευνήσει τις επιπτώσεις των πρόσφατων τεχνολογικών εξελίξεων στην παραγωγικότητα, στην αποσκόληση και στον πληθωρισμό, σε σχέση με τη διπλή αποστολή της Fed· τέλος, η πέμπτη ομάδα εργασίας θα εξετάσει τους παράγοντες που επηρεάζουν τον πληθωρισμό και θα σταθίσει μια σειρά ιδεών σε σχέση με την επίτευξη του στόχου της σταθερότητας των τιμών.

Επόμενο, καθώς η εκτεταμένη αβεβαιότητα στο διεθνές σύ-

στημα δυσχεραίνει τον προσδιορισμό μιας «συνάρτησης αντίδρασης» (reaction function) εκ μέρους της κεντρικής τράπεζας και ειδικά όταν η οικονομία κλυδωνίζεται από μεγάλες διαταραχές, ο νέος πρόεδρος της Fed θα ήταν χρήσιμο να αναζητήσει εμπνευσή από έναν από τους πιο εξέχοντες προκατόχους του, τον Άλαν Γκρίνσπαν.

Συγκεκριμένα, στο βιβλίο του «The Map and the Territory», το οποίο συνέγραψε μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση της προηγούμενης δεκαετίας,

Ο Κέβιν Γουόρς θα ήταν χρήσιμο να αντλήσει εμπνευσή από την ανάλυση του Άλαν Γκρίνσπαν για το πώς απέτυχαν οι παραδοσιακές προβλέψεις.

Ο Γκρίνσπαν παραδέχεται ότι οι παραδοσιακές προβλέψεις απέτυχαν επειδή δεν έδιναν αρκετή προσοχή στη συμπεριφορική οικονομική επιστήμη και στην πιθανότητα μη ορθολογικής συμπεριφοράς εκ μέρους των δρώντων στο οικονομικό σύστημα. Αναλυτικά, ο μακροβιότατος στη θέση του προέδρου της Fed (1987-2006) περιγράφει πως αλλοίωσε η οπτική του μετά τη διαπληκτική κρίση που έλατσε αμέσως μετά την κατάρρευση της Lehman, επιστόμιο το οποίο ο Γκρίνσπαν χαρακτηρίζει ως «γε-

γονός που συμβαίνει μία φορά στον αιώνα» και «γεγονός που συμβαίνει μία φορά στη ζωή του ανθρώπου».

Η αλλαγή της θεώρησης των πραγμάτων αναφέρεται ειδικότερα στην εκδίωξη των λεγόμενων «αισώδων ενστίκτων» (animal spirits) μιας έννοιας που εισήγαγε ο Τζον Μείνιτον Κένος στη διάσημη «Τενική θεωρία» του, προκειμένου να περιγράψει την αυθόρμητη τάση του ανθρώπου προς τη δράση και όχι προς την αδράνεια – ιδιαιτέρως, σε περιόδους σοβαρών οικονομικών κρίσεων.

Κατά τον Γκρίνσπαν, υπάρχει κάτι πιο συστηματικό στον τρόπο με τον οποίο οι άνθρωποι συμπεριφέρονται ανορθολογικά, ειδικά σε περιόδους ακραίας οικονομικής πίεσης, από ό,τι είχε προηγουμένως σκεφτεί. Αυτή η συμπεριφορά μπορεί να μετρηθεί και να αποτελέσει αναπόσπαστο μέρος της διαδικασίας οικονομικών προβλέψεων και, συσχετισμένα, της διαμόρφωσης της οικονομικής πολιτικής. Τέτοιες «ενστίκες», που πράγματι εκδηλώνονται από αυτά τα «ένστικτα», μπορούν να ενισχύσουν σημαντικά την ακατόνημα να εντοπίσουμε αναδυόμενες φουσκές τιμών στις αγορές μετοχών, εμπορευμάτων και συναλλάγματος – και ακόμα και να προβλέψουμε τις οικονομικές ενστίκες που θα επηρεάσει το σπάσιμο μιας τέτοιας φουσκάς και η ανάκαμψη που τελικά θα ακολουθήσει.

Εξάλλου, κατά τη διάρκεια της συνέντευξης Τύπου που ακολούθησε την ανακοίνωση της απόφασης της αρμόδιας επιτρο-

πής ανοικτών αγορών (FOMC) της Fed να αυξήσει το επιτόκιο κλειδί του δολαρίου στα μέσα Σεπτεμβρίου, απαντώντας στο ερώτημα κατά πόσον οι χρηματοοικονομικές συνθήκες στην αμερικανική οικονομία είναι πλέον περιοριστικές –δηλαδή, αν τα επιτόκια βρίσκονται πάνω ή κάτω από το θεωρούμενο ως «ουδέτερο επίπεδο» (neutral rate)– ο Γουόρς διεμήνυσε ότι το τελευταίο δεν αποτελεί μέρος των πρακτικών συζητήσεων της Fed.

Στον αντίποδα, δεδομένου ότι η Fed εδώ και πενήντα χρόνια δεν έχει πετύχει τον στόχο της για πληθωρισμό 2% και επιμένει ως σήμερα μία σημαντική πρόκληση ως προς αυτόν τον (σε κάποιο βαθμό, περισσότερο αυθαίρετο παρά «ακαδημαϊκό») στόχο, υποστηρίζω ότι μια πρακτική συζήτηση σχετικά με την αλλαγή του αριθμητικού στόχου ενδεχομένως να τεθεί στο τραπέζι της αμερικανικής κεντρικής τράπεζας, εάν οι υποψήφιοι κλάροι πολιτικής των ΗΠΑ εκτιμήσουν ότι ο υποκείμενος πληθωρισμός παραμένει –με τα λόγια του Γουόρς στο επίσημο σύμπλοκο του Πάουελ Χολ του Λόουστον– «κολλημένος», με ορίζοντα το επόμενο έτος.

Για τέσσερις λόγους: Πρώτον, σε αντίθεση με την περίοδο 2022-23 –όταν η αξιοπιστία της Fed θα είχε διακυβευθεί σε μεγάλο βαθμό αν είχε επιλέξει να αυξήσει τον αριθμητικό αυτόν στόχο ενώ ο πληθωρισμός επιταχυνόταν σε επίπεδο σχεδόν διπλάσιο–, μια αλλαγή νομισματικού πλαισίου που θα χαρακτηριζόταν από στόχο 3%, υπό

τις τρέχουσες συνθήκες, με τον πληθωρισμό να κυμαίνεται κατά μέσον όρο στην περιοχή πληθωρισμού και ελαφρώς υψηλότερα του 3% από τα μέσα του 2023 μέχρι και σήμερα, θα φανόταν πιο καταλλήλως ένας στόχος πιο κοντά στην τρέχουσα οικονομική πραγματικότητα, ενώ παράλληλα θα αντιστάχεται στις όποιες πολιτικές πιέσεις για άρρωστη μείωση των επιτοκίων, εκτιμώντας ότι δεν θα έβλαπτε την αξιοπιστία της Fed. Φυσικά, αν ο πρόεδρος της Fed θεωρήσει έστω και στον παραμικρό βαθμό ότι

Μια συζήτηση σχετικά με την αλλαγή του αριθμητικού στόχου για τον πληθωρισμό ενδεχομένως να τεθεί στο τραπέζι της αμερικανικής κεντρικής τράπεζας.

ενεργεί με πολιτικά κριτήρια, οι αγορές μπορούν να τιμωρήσουν με παλιότερο τόσο τα αμερικανικά μολόγια όσο και το δολάριο.

Δεύτερον, η αλλαγή του στόχου για τον πληθωρισμό θα εξασφάλιζε το απαραίτητο επιπλέον περιθώριο χάραξης πολιτικής, δεδομένης της αυξημένης αβεβαιότητας που διέπεται (και) τη νομισματική πολιτική, λόγω της φρενέτικας τεχνολογικής ανάπτυξης στον τομέα της τεχνητής νοημοσύνης, καθώς οι μεγάλες κεντρικές τράπεζες αντιμετωπίζουν σοβαρά πρόκληση στην

εκτίμηση του μεγέθους και του χρόνου των επιπτώσεων της στην οικονομική ανάπτυξη, τα επιτόκια, την αποσκόληση και τον πληθωρισμό. Τρίτον, καθώς ένας υψηλότερος στόχος συνεπάγεται υψηλότερα μέσα νομισματικά επιτόκια, η Fed θα διαθέτει έναν μεγαλύτερο νομισματικό χώρο για να μειώσει τα επιτόκια όταν χρειαστεί, μειώνοντας έτσι τον κίνδυνο του περιορισμού που εκ των πραγμάτων επιβάλλει η ύπαρξη του λεγόμενου κατώτατου ορίου του μηδενικού επιτοκίου (zero lower bound). Τέταρτον, η πεποίθηση του Γουόρς ότι το εργαλείο των επιτοκίων κατέχει τον πρωταρχικό ρόλο ως προς την αντιμετώπιση του πληθωρισμού –όποια η οποία πιθανόν υπονοεί τον σκεπτικισμό του προέδρου της Fed έναντι μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής, όπως η λεγόμενη ποσοτική χαλάρωση–, ενισχύει περαιτέρω το προηγούμενο επιχειρήρημα. Σε τελική ανάλυση, ένας υψηλότερος στόχος πληθωρισμού θα μπορούσε να αποτελέσει τον θεσμικό παράγοντα για την επίλυση του γρίφου που σχετίζεται με το διπλό «ερώς» –περιττερίν– στο τραπέζι της FOMC, καίτοι αυτό φαίνεται προς το παρόν να φαίνεται από την ομοφωνία της προέλασης αποφάσεων για αύξηση των επιτοκίων.

* Ο κ. Κωνσταντίνος Γκράβας είναι διδάκτορας του Τμήματος Ιστορίας και Φιλοσοφίας της Επιστήμης του ΕΚΠΑ, συγγραφέας του βιβλίου «Οικονομικός Πόλεμος και Νομισματική Ειρήνη» και συν-συγγραφέας του βιβλίου «Κεντρικές Τράπεζες».

Στο μυαλό του νέου προέδρου της Fed

Την **ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ ΓΚΡΑΒΑ**

Σκεδόν δύο μήνες μετά την ανάληψη της προεδρίας της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των Ηνωμένων Πολιτειών (US Fed), κατά την πρώτη εξομνησιακά κατάθεση του στο Κογκρέσο (γνωστή ως Humphrey-Hawkins testimony) στα μέσα Ιουλίου, ο Κέβιν Γουόρς αναφέρθηκε στις πέντε νέες ομάδες ερωσας που συγκροτήθηκαν με πρωτοβουλία του, οι οποίες έχουν αναλάβει να προτείνουν κανονιστικές ιδέες για σημαντικούς τομείς που επιδέχονται λειτουργικές βελτιώσεις: Η πρώτη ομάδα θα αξιολογήσει τη μορφή και τη λειτουργία της επικοινωνιακής στρατηγικής της Fed – του μηνύματος, δηλαδή, που εκπέμπεται υπό διάφορες εκδόσεις και το οποίο αντανακλάται στις διεθνείς αγορές και την οικονομία· η δεύτερη θα επανεξετάσει τις πολιτικές που συνδέονται με τη διαχείριση του εποικισμού της Fed· η τρίτη θα αξιολογήσει νέες πηγές δεδομένων και θα εξετάσει μεθοδολογικές αλλαγές για τη βελτίωση της πληροφορίας καθυστέρησης· η τέταρτη θα διερευνήσει τις επιπτώσεις των προφορικών τεχνολογικών εξελίξεων στην παραγωγικότητα, στην απασχόληση και στην πληθωρισμό, σε σχέση με τη διττή αποστολή της Fed· τέλος, η πέμπτη ομάδα εργάσασθαι θα εξετάσει τους παράγοντες που επηρεάζουν τον πληθωρισμό και θα σταθίσει μια σειρά ιδεών σε σχέση με την επίτευξη του στόχου της σταθερότητας των τιμών.

Οστόσο, καθώς η εκτεταμένη αβεβαιότητα στο διεθνές σύ-

στημα διασκαρύνει τον προσδιορισμό μιας «συνάρτησης αντίδρασης» (reaction function) εκ μέρους της κεντρικής τράπεζας και ειδικά όταν η οικονομία πλύνεται από μεγάλες διαταραχές, ο νέος πρόεδρος της Fed θα ήταν χρήσιμο να αντλήσει εμπνευσιν από έναν από τους πιο εξέχοντες προκατόχους του, τον Άλαν Γκρίνσπαν.

Συγκεκριμένα, στο βιβλίο του «The Map and the Territory», το οποίο συνέγραψε μετά την παύση του χρηματοπιστωτικού κρίση της προηγούμενης δεκαετίας,

Ο Κέβιν Γουόρς θα ήταν χρήσιμο να αντλήσει εμπνευσιν από την ανάλυση του Άλαν Γκρίνσπαν για το πώς απέτυχαν οι παραδοσιακές προβλέψεις.

ο Γκρίνσπαν παραδέχεται ότι οι παραδοσιακές προβλέψεις απέτυχαν επειδή δεν εδίωναν αρκετά προσοχή στη συμπεριφορική οικονομική επιστήμη και στην πιθανότητα μη ορθολογικής συμπεριφοράς εκ μέρους των δρά- τωντων στο οικονομικό σύστημα.

Αναλυτικά, ο μακροβιότερος στη θέση του προέδρου της Fed (1987-2006) περιγράφει πώς άλλαξε η οπτική του μετά τη διατακτική κρίση που έλασσε αιμά- σως μετά την κατάρρευση της Lehman, επισημοδίο το οποίο ο Γκρίνσπαν χαρακτηρίζει ως «γε-

γονός που συμβαίνει μία φορά στον αιώνα» και «γεγονός που συμβαίνει μία φορά στη ζωή του ανθρώπου».

Η αλλαγή της θεώρησης των πραγμάτων αναφέρεται ειδικότερα στην εκδήλωση των λεγόμενων «ζωικών ενστικτών» (animal spirits) μιας έννοιας που εισήγαγε ο Τζον Μένιαντ Κέινς στη διάσημη «Γενική Θεωρία» του, προκειμένου να περιγράψει την αυθόρμητη τάση του ανθρώπου προς τη δράση και όχι προς την αδράνεια – ιδιαίτερα, δε, σε περιόδους σοβαρών οικονομικών κρίσεων.

Κατά τον Γκρίνσπαν, υπάρχει κάτι που συστηματικό στον τρόπο με τον οποίο οι άνθρωποι συμπεριφέρονται αναλογικά, ειδικά σε περιόδους ακραίας οικονομικής πίεσης, από ό,τι είτε προσδοκώμενος σκεπτεί. Αυτή η συμπεριφορά μπορεί να μετρηθεί και να αποτελέσει αναπόσπαστο μέρος της διαδικασίας οικονομικών προβλέψεων και, συνακόλουθα, της διαμορφώ- σης της οικονομικής πολιτικής. Τέτοιες «ενσυνέσεις», που πράγματι εκδηλώνονται από αυτά τα «ένστικτα», μπορούν να ενισχύ- σουν σημαντικά την ικανότητα μιας να εντοπίζουν με αναδυόμε- νες φούσσες τιμών στις αγορές μετοχών, εμπορευμάτων και συναλλάγματος – και ακόμη και να προβλέψουμε τις οικονομικές συνέπειες που θα επιφέρει το σπάσιμο μιας τέτοιας φούσσας και η ανάκαμψη που τελικά θα ακολουθήσει.

Εξάλλου, κατά τη διάρκεια της συνέντευξης Τύπου που ακολούθησε την ανακοίνωση της απόφασης της αρμόδιας επιτρο-

πής ανοικτών αγορών (FOMC) της Fed να αυξήσει το επιτόκιο κλειδί του δολαρίου στα μέσα Σεπτεμβρίου, απαντώντας στο ερώτημα κατά πόσον οι χρηματοοικονομικές συνθήκες στην αμερικανική οικονομία είναι πλέον περιοριστικές – δηλαδή, αν τα επιτόκια βρίσκονται πάνω ή κάτω από το θεωρούμενο ως «ουδέτερο επιτόκιο» (neutral rate) – ο Γουόρς διεμήνισε ότι το τελευταίο δεν αποτελεί μέ- ρος των πρακτικών συζητήσε- ων της Fed.

Στον αντίποδα, δεδομένου ότι η Fed εδώ και πενήντη χρόνια δεν έχει πετύχει τον στόχο της για πληθωρισμό 2% και επομέ- νως υφίσταται μία σημαντική πρόκληση ως προς αυτόν τον (σε κάποιον βαθμό, περισσότερο αυθαίρετο παρά «ακαδημαϊκό») στόχο, υποστηρίζει ότι μια πρα- κτική συζήτηση σχετικά με την αλλαγή του αριθμητικού στόχου ενδεχομένως να τεθεί στο τρα- πέζι της αμερικανικής κεντρι- κής τράπεζας, εάν οι υπεύθυ- νοι χάραξης πολιτικής των ΗΠΑ εκτιμήσουν ότι ο υποκείμενος πληθωρισμός παραμένει – με τα λόγια του Γουόρς στο ετήσιο συ- μπόσιο του Τζάκσον Χολ τον Αύ- γουστο – «καλλωμένο», με ορι- ζόντια το επόμενο έτος.

Για τέσσερις λόγους: Πρώ- τον, σε αντίθεση με την περίο- δο 2022-23 –όταν η αξιοπιστία της Fed θα είχε διακυβευθεί σε μεγάλο βαθμό αν είχε επιλέξει να αυξήσει τον αριθμητικό αυ- τών στόχο ενώ ο πληθωρισμός επιτακύνονταν σε επίπεδο σχε- δόν διπλάσιο–, μια αλλαγή νομι- σματικού πλαισίου που θα χαρα- κτηριζόταν από στόχο 3%, υπό

τις τρέχουσες συνθήκες, με τον πληθωρισμό να κινείται κατά μέσον όρο στην περιοχή πλησί- νων και ελαφρώς υψηλότερα του 3% από τα μέσα του 2023 μέχρι και σήμερα, θα φαινόταν πιο κο- ττά στην τρέχουσα οικονομική πραγματικότητα, ενώ παράλλη- λα θα αντιστέκεται στις όποιες πολιτικές πιέσεις για δραστη- κείωση των επιτοκίων, εκτιμώ ότι δεν θα έβλαπτε την αξιοπι- στία της Fed. Φυσικά, αν ο πρό- εδρος της Fed θεωρηθεί έστω και στον παραμικρό βαθμό ότι

Μια συζήτηση σχετικά με την αλλαγή του αριθμητικού στόχου για τον πληθωρισμό ενδεχομέ- νως να τεθεί στο τραπέ- ζι της αμερικανικής κεν- τρικής τράπεζας.

ενεργεί με πολιτικά κριτήρια, οι αγορές μπορούν να τιμωρήσουν με πωλήσεις τόσο τα αμερικανι- κά ομόλογα όσο και το δολάριο. Δεύτερον, η αλλαγή του στό- χου για τον πληθωρισμό θα εα- σφόδρε το απαραίτητο επιπλέον περιθώριο χάραξης πολιτικής, δεδομένης της αυξημένης αβε- βαιότητας που διέπει (και) τη νομισματική πολιτική, λόγω της φρενέτικης τεχνολογικής αν- τυξίας στον τομέα της τεχνητάς νομισματικής, καθώς οι μεγάλες κεντρικές τράπεζες αντιμετω- πίζουν σοβαρά πρόβλημα στην

εκτίμηση του μεγέθους και του χρόνου των επιπτώσεων της στην οικονομική ανάπτυξη, τα επιτόκια, την απασχόληση και τον πληθωρισμό. Τρίτον, κα- θώς ένας υψηλότερος στόχος συνεπάγεται υψηλότερα μέσα ονομαστικά επιτόκια, η Fed θα διαδίδει έναν μεγαλύτερο νο- μισματικό χώρο για να μειώσει πολιτικές πιέσεις για δραστη- κείωση των επιτοκίων, μειώ- νοντας έτσι τον κίνδυνο του περιορισμού που εκ των πραγ- μάτων επιβάλλει η ύπαρξη του λεγόμενου κατώτατου ορίου του μηδενικού επιτοκίου (zero lower bound). Τέτατον, η πεποίθηση του Γουόρς ότι το εργαλείο των επιτοκίων κατέχει τον πρωταρ- χικό ρόλο ως προς την αντιμε- τώπιση του πληθωρισμού –άπο- ψη η οποία πιθανόν υπονοεί τον σκεπτικισμό του προέδρου της Fed έναντι μη συμβατικών μέ- τρων νομισματικής πολιτικής, όπως η λεγόμενη ποσοτική χα- λάρωση–, ενισχύει περαιτέρω το προσδοκώμενο επιπλέον, Σε τε- λική ανάλυση, ένας υψηλότερος στόχος πληθωρισμού θα μπορού- σε να αποτελείσει τον θεσμικό παράγοντα για την επίλυση του γρίφου που σχετίζεται με το δι- πόλο «γεράκι»-«περιστέρι» στο τραπέζι της FOMC, καθώς αυτό φαίνεται προς το παρόν να κα- λυπτεται από την ομοφωνία της πρόσφατης απόφασης για αυξή- ση των επιτοκίων.

* Ο κ. Κωνσταντίνος Γκράβας είναι δόκιμος του Τμήματος Ιστορίας και Φιλοσοφίας της Επιστήμης του ΕΚΠΑ, συγγραφέας του βιβλίου «Οικονομικός Πόλεμος και Νομισματική Ειρήνη» και συν-συγγραφέας του βιβλίου «Κεντρικές Τράπεζες».