

Στην καμπύλη των επιτοκίων (yield curve) των κυβερνητικών ομολόγων μιας χώρας, τα μακροπρόθεσμα επιτόκια (όπως των δεκαετών ομολόγων) ενσωματώνουν, αφενός, τις προσδοκίες της αγοράς για το μελλοντικό επίπεδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων και την εξέλιξη του πληθωρισμού στο μέλλον, και αφετέρου, το ασφάλιστρο κινδύνου (risk premium) που αφορά το νόμισμα στο οποίο είναι εκπεφρασμένα τα κυβερνητικά ομόλογα.

Στο γράφημα αυτής της εβδομάδας, το οποίο δείχνει την εξέλιξη των αποδόσεων των δεκαετών ομολόγων στις ΗΠΑ και την ΕΖ από το 1990 έως τις αρχές του 2026, **το παρόν σχόλιο εστιάζει στην περίοδο 2008-11, από την χρεοκοπία της Lehman Brothers στις ΗΠΑ μέχρι την οιοινεί χρεοκοπία της Ελλάδας ως μέλους της ΕΖ και το συνακόλουθο πέρασμα της κρίσης στην εδώ πλευρά του Ατλαντικού.**

Όπως αναφέρεται στο βιβλίο μου *Οικονομικός πόλεμος και νομισματική ειρήνη. Η ελληνική οικονομική κατάθλιψη*, το κοινό συμφέρον των οικονομικών υπερδυνάμεων του πλανήτη, όταν ξέσπασε η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση τον Σεπτέμβριο του 2008 με την κατάρρευση της Lehman, ήταν η διατήρηση του status quo του δολαρίου ως παγκόσμιου αποθεματικού νομίσματος (global reserve currency) και, κατ' επέκταση, η διαφύλαξη του διεθνούς νομισματικού καθεστώτος (regime) που υπήρχε πριν την κρίση. Οι μακροοικονομικές ανισορροπίες εξαιτίας των δίδυμων αμερικανικών ελλειμμάτων, εμπορικού και δημοσιονομικού, καθώς και η συσσώρευση αμερικανικού χρέους από την Κίνα, προκάλεσαν έντονο φόβο για το δολάριο, εκείνη την περίοδο. Το γεγονός αυτό αποτυπώνεται στην **σημαντική, απότομη αύξηση των αποδόσεων των αμερικανικών ομολόγων κατά το πρώτο πεντάμηνο του 2009 (σχήματος V, συγκλίνοντας με της ΕΖ)**. Να σημειωθεί ότι η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών (Fed) έσπευσε ταχύτατα να μειώσει τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια προς το μηδενικό κατώτερο φράγμα και συνεπώς η διαφορά των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων (interest rate differential) του δολαρίου σε σχέση με το ευρώ και με άλλα κύρια νομίσματα ήταν αρνητική, την ώρα που οι επενδυτές πωλούσαν τα μακροπρόθεσμα αμερικανικά ομόλογα ενσωματώνοντας μεγαλύτερο ασφάλιστρο κινδύνου (πτώση της τιμής τους, σημαίνει αύξηση της αντίστοιχης απόδοσης). Επιπλέον, το ευρώ δεν βρισκόταν την εν λόγω περίοδο (ακόμη) στο μάτι του κυκλώνα. Θα έμπαινε δραματικά λίγους μήνες μετά, όταν προέκυψε το ελληνικό ζήτημα με την ξαφνική διακοπή (sudden stop) δανεισμού από τις διεθνείς αγορές το 2010.

Ωστόσο η συμπεριφορά των αγορών ομολόγων των ΗΠΑ, **από το δεύτερο εξάμηνο του 2009 και μετά**, δεν επιβεβαίωσε όσους προέβλεπαν κρίση του δολαρίου με μαζική φυγή από τα μακροπρόθεσμα αμερικανικά ομόλογα. **Στο γράφημα της εβδομάδας φαίνεται η απόκλιση ΗΠΑ-ΕΖ μέχρι και το 2011**, πριν δηλαδή διατυπωθεί το περίφημο “whatever it takes” της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) υπό τον Μάριο Ντράγκι το καλοκαίρι του 2012 και ακολούθως αποκλιμακωθούν θεαματικά οι αποδόσεις στα δεκαετή ομόλογα των κρατών-μελών του ευρωπαϊκού Νότου.

Σύμφωνα με την ερμηνεία μου, η διαφύλαξη του δολαρίου επετεύχθη χάρη στις θεσμικές διευθετήσεις που έλαβαν χώρα στο πλαίσιο της “νομισματικής ειρήνης”. Πρώτον, η Fed ενήργησε ως διεθνής δανειστής έσχατης προσφυγής για τις ξένες τράπεζες θεσπίζοντας το σύστημα ανταλλαγής νομισμάτων, που περιλάμβανε τις μεγάλες ευρωπαϊκές κεντρικές τράπεζες (ΕΚΤ, Τράπεζα της Αγγλίας, Ελβετική Εθνική Τράπεζα) καθώς και αυτές του Καναδά και της Ιαπωνίας. Δεύτερον, η κεντρική τράπεζα της Κίνας επαναπροσέδωσε σταθερά (peg) το γουάν με το δολάριο από τον Ιούλιο του 2008 έως τον Ιούνιο του 2010. Τρίτον, όταν η κρίση έπληξε δευτερογενώς την Ευρωζώνη το 2010 και κορυφώθηκε το 2012, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έκανε, όπως προαναφέρθη, “οτιδήποτε χρειαζόταν” για να προστατεύσει το ευρώ, δηλαδή τη συνοχή της Ευρωζώνης ως περίπτωσης εγγενούς νομισματικής ειρήνης (**βλ. στο γράφημα της εβδομάδας την επανασύγκλιση ΕΖ-ΗΠΑ από το peak του 2011**). Να σημειωθεί, τέλος, ότι το καταστατικό της ΕΚΤ δεν προέβλεπε τη λειτουργία δανειστή έσχατης προσφυγής, καθώς απαγορευόταν από τη Συνθήκη για τη Λειτουργία της Ε.Ε. η νομισματική χρηματοδότηση, δηλαδή η απευθείας χρηματοδότηση κρατικού χρέους σε χώρα μέλος της Ευρωζώνης που αντιμετώπιζε κρίση εμπιστοσύνης.

Κωνσταντίνος Γκράβας
Εντεταλμένος Διδάσκων ΟΠΑ
www.gravas.gr