



**Επιστημονική Εργασία υπό Εξέλιξη (Working Paper) No. 799**

---

**Νομισματική μηχανική: Μια χρηματοοικονομική άποψη**

Του

**Éric Tymoigne\***

Levy Economics Institute of Bard College

Μάιος 2014

\*Ο συγγραφέας ευχαριστεί τους John F. Henry, Charles A.E. Goodhart, Yan Liang, Perry Mehrling, και L. Randall Wray.

---

The Levy Economics Institute Working Paper Collection presents research in progress by Levy Institute scholars and conference participants. The purpose of the series is to disseminate ideas to and elicit comments from academics and professionals.

Levy Economics Institute of Bard College, founded in 1986, is a nonprofit, nonpartisan, independently funded research organization devoted to public service. Through scholarship and economic research it generates viable, effective public policy responses to important economic problems that profoundly affect the quality of life in the United States and abroad.

Levy Economics Institute  
P.O. Box 5000  
Annandale-on-Hudson, NY 12504-5000  
<http://www.levyinstitute.org>  
Copyright © 2014 Levy Economics Institute. All rights reserved.

## Περίληψη

Η παρούσα εργασία αναπτύσσει το πλαίσιο της ανάλυσης των νομισματικών συστημάτων που διαμορφώθηκε από οικονομολόγους όπως ο Macleod, ο Keynes, ο Innes και ο Knapp. Το συγκεκριμένο πλαίσιο δεν εστιάζει στις λειτουργίες που επιτελούνται από ένα αντικείμενο, αλλά στα χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά του. Οτιδήποτε έχει εκδοθεί από οποιονδήποτε μπορεί να αποτελέσει ένα νομισματικό μέσο και κάθε είδους υλικό μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να φτιαχτεί ένα νομισματικό μέσο, καθώς αυτά αποτελούν ασήμαντους παράγοντες όσον αφορά τη λειτουργία ενός νομισματικού μέσου. Αυτό που έχει σημασία είναι η ύπαρξη ειδικών χρηματοοικονομικών χαρακτηριστικών. Μέσα σε ένα κατάλληλο οικονομικό περιβάλλον, αυτά τα χαρακτηριστικά οδηγούν σε μια σταθερή ονομαστική αξία. Αυτό το πλαίσιο ανάλυσης ωθεί τον ερευνητή να μελετήσει τον τρόπο με τον οποίον μεταβάλλεται η εύλογη αξία ενός νομισματικού μέσου και τον τρόπο με τον οποίον η μεταβολή διαφέρει από τις μεταβολές στην αξία της λογιστικής μονάδας. Επίσης, παρέχει έναν οδικό χάρτη για την κατανόηση της νομισματικής ιστορίας και τους λόγους για τους οποίους διακρατούνται τα νομισματικά μέσα.

## 1. Εισαγωγή

Η λειτουργική ανάλυση των νομισματικών συστημάτων είναι σήμερα η πιο δημοφιλής προσέγγιση ανάμεσα στους ερευνητές όλων των ειδικοτήτων — «το χρήμα ορίζεται από τη λειτουργία του και όχι από τη μορφή του» (Walker 1878, Hicks 1967, Dalton 1965, Kemp 1956). Αυτή η προσέγγιση χρησιμοποιείται με έναν πολύ περιοριστικό τρόπο από τους περισσότερους οικονομολόγους, οι οποίοι επικεντρώνονται στη λειτουργία του μέσου της ανταλλαγής. Ακόμη, ένα μοναδικό αγαθό διευθετήθηκε σταδιακά ως το καλύτερο μέσο για τις αγοραίες ανταλλαγές (Jevons 1875, Menger 1892) προκειμένου να αποφευχθεί το πρόβλημα της διπλής ταύτισης των αναγκών. Έτσι, οι φονξιοναλιστές υποστηρίζουν ότι η ύπαρξη ενός νομισματικού συστήματος μπορεί να ανιχνευθεί με έναν έλεγχο για τον εντοπισμό ενός μέσου συναλλαγών, κάτι το οποίο συνήθως συνεπάγεται την αναζήτηση για αντικείμενα που αλλάζουν συχνά χέρια. Ο Einzig (1966) και ο Quiggin (1949) απορρίπτουν αυτή την περιοριστική λειτουργική προσέγγιση. Η ανταλλαγή, υποστηρίζουν, δεν διαμορφώθηκε για οικονομικούς λόγους, οπότε η απουσία της διπλής ταύτισης των αναγκών δεν αποτελούσε πρόβλημα. Η ευρεία λειτουργική προσέγγιση θεωρεί οτιδήποτε ως νομισματικό μέσο στο βαθμό που εκτελεί το σύνολο ή μέρος των λειτουργιών με τα οποία ταυτίζονται τα νομισματικά μέσα. Η διάκριση ανάμεσα στο «χρήμα για όλες τις χρήσεις» και στο «χρήμα ειδικού σκοπού» ακολουθεί στη συνέχεια (Polanyi 1957).

Ένα βασικό ζήτημα με τη λειτουργική προσέγγιση είναι ότι δεν ορίζει ρητά τι είναι το «χρήμα». Αυτό υποχρεώνει κάποιον είτε να επιλέξει μία βασική λειτουργία ή να επιλέξει επιλεκτικά ανάλογα με τις περιστάσεις. Αυτό όμως μπορεί να οδηγήσει τον αναλυτή στο να εξηγήσει τις εσωτερικές διεργασίες εντελώς διαφορετικών κοινωνιών με βάση τις δικές του εμπειρίες (Dalton 1965). Επιπλέον, ακολουθώντας τη λειτουργική προσέγγιση, μπορεί κανείς να οδηγηθεί στο συμπέρασμα ότι τα νομισματικά μέσα πρέπει να

λαμβάνουν μια φυσική μορφή όταν δεν χρειάζεται να ισχύει κάτι τέτοιο. Αυτό καθιστά δύσκολο το εγχείρημα να συμπεριληφθεί το «χρήμα» στα μοντέλα και, στη συνέχεια, ενθαρρύνει τον αναλυτή να αγνοήσει την χρηματοοικονομική πλευρά της οικονομίας. Τέλος, οι ερευνητές που χρησιμοποιούν αυτή την προσέγγιση ενδέχεται να συγχέουν τις χρηματικές πληρωμές και τις πληρωμές σε είδος. Μπορεί να θεωρούν ότι υπάρχει ένα νομισματικό σύστημα ενώ δεν υπάρχει, οδηγώντας τους σε μια αποσπασματική ανάλυση των νομισματικών συστημάτων που αποτελείται από μια απλή ανάμνηση των αντικειμένων και η οποία μπορεί να μην εντοπίσει την παρουσία ενός νομισματικού συστήματος (Goldberg 2005).

Η παρούσα εργασία παρουσιάζει ένα εναλλακτικό πλαίσιο που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την ανάλυση των νομισματικών συστημάτων, αντλώντας, μεταξύ άλλων, από το έργο των Smith (1811, 1832), MacLeod (1889), Knapp (1904), Innes (1913, 1914), Hawtrey (1919), Keynes (1930), Murad (1939, 1943, 1954), Olivecrona (1957), Wray (1998, 2012) και Ingham (2004). Η ανάλυση θέτει το ερώτημα τι είναι το «χρήμα» αντί του ερωτήματος τι κάνει το «χρήμα». Τα νομισματικά μέσα δεν ορίζονται από το τι κάνουν ή από το τι νομίζει ένας ερευνητής ότι κάνουν, αλλά από συγκεκριμένα χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά. Προσεγγίζοντας το όλο ζήτημα από το τι είναι «χρήμα», το πλαίσιο της ανάλυσης που υιοθετούμε παρέχει κάποιες βαθύτερες γνώσεις γύρω από τα νομισματικά συστήματα του παρελθόντος και τους νομισματικούς μηχανισμούς.

Το πρώτο μέρος της εργασίας παρουσιάζει το αναλυτικό πλαίσιο που χρησιμοποιείται στο υπόλοιπο του κειμένου. Οι έννοιες της χρηματοοικονομικής χρησιμοποιούνται για την κατηγοριοποίηση διαφόρων χρηματοδοτικών μέσων και για να εξηγήσουν τι σημαίνει «σύστημα πληρωμών». Το δεύτερο μέρος της εργασίας εφαρμόζει αυτό το πλαίσιο για τον προσδιορισμό του νομισματικού μέσου και αναλύει τα ιστορικά γεγονότα. Στο πλαίσιο αυτό, η παρούσα εργασία δείχνει ότι η καθιέρωση ευέλικτων νομισματικών μέσων χρειάστηκε χρόνο προτού αναδυθεί και ότι έγιναν αρκετά λάθη στην πορεία ως αποτέλεσμα της παρανόησης της φύσης των νομισματικών μέσων. Το τρίτο μέρος συνθέτει τα προηγούμενα ευρήματα, υποστηρίζοντας ότι οι λειτουργίες που επιτελούνται από τα νομισματικά μέσα δεν είναι οι κύριοι λόγοι για τους οποίους διακατέχονται. Αυτή η ενότητα εξηγεί επίσης γιατί τα κρατικά χρηματοδοτικά μέσα είναι ευρύτερα αποδεκτά από άλλα χρηματοδοτικά μέσα. Το τέταρτο μέρος παρέχει έναν οδικό χάρτη για τη μελέτη της ιστορίας του χρήματος, χρησιμοποιώντας το προηγούμενο αναλυτικό πλαίσιο.

## **2. Χρηματοοικονομική: Ένας κόσμος υποσχέσεων**

### **Υποσχέσεις και χρηματοοικονομική**

Ο κόσμος της χρηματοοικονομικής ασχολείται με τα χρηματοοικονομικά μέσα. Τα χρηματοοικονομικά μέσα είναι υποσχέσεις που αφορούν μελλοντικές χρηματικές πληρωμές (δηλαδή τη μελλοντική παράδοση συγκεκριμένων ποσών σε μια συγκεκριμένη λογιστική μονάδα). Η χρηματοοικονομική θεσπίζει ένα νομικό πλαίσιο για την καταγραφή της δημιουργίας και την εκπλήρωση των υποσχέσεων και μετράει με

σχετική ακρίβεια την αξιοπιστία αυτών των υποσχέσεων ανά οποιαδήποτε χρονική στιγμή. Αυτές οι υποσχέσεις επισημοποιούνται μέσω συμβολαίων που λειτουργούν ως χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις για τους εκδότες και ως χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία για τους κομιστές. Αναγνωρίζουν νομικά ότι ο εκδότης του συμβολαίου οφείλει χρηματικές πληρωμές προς τον κομιστή του συμβολαίου.

Οι υποσχέσεις δημιουργούνται κατά βούληση από τον εκδότη (η πρόκληση είναι να βρεθεί ένας πρόθυμος κομιστής) και ο εκδότης δεν χρειάζεται να έχει στο χέρι αυτό που συμφωνεί να παραδώσει για να είναι σε θέση να παρέχει υποσχέσεις. Ένα κουπόνι για πίτσα (δηλαδή μια υπόσχεση που παρέχει δωρεάν πίτσα όταν επιστραφεί το κουπόνι στον παραγωγό) μπορεί να δημιουργηθεί ακόμη και αν δεν έχει φτιαχτεί η πίτσα. Οι τράπεζες μπορούν να δημιουργήσουν τρεχούμενους λογαριασμούς με καρνέ επιταγών που υπόσχονται κρατικό χρήμα όποτε ζητηθεί, αν και μπορεί να μη διαθέτουν ρευστό στο χρηματοκιβώτιό τους κατά τη στιγμή της έκδοσης.

Όλες οι υποσχέσεις έχουν κάποιες ομοιότητες. Πρώτον, ο εκδότης συμφωνεί να πάρει πίσω τα χρηματοπιστωτικά μέσα όταν ωριμάζουν, προβαίνοντας έτσι σε απόσβεση του χρέους του προς άλλους:

[H] φύση της πίστωσης σε όλο τον κόσμο [...] [είναι] το δικαίωμα του κατόχου της πίστωσης να παραδώσει πίσω στον εκδότη του χρέους την αναγνώριση ή την υποχρέωση του τελευταίου. [...] Κάθε έγγραφο ή άλλο μέσο, σε οποιαδήποτε μορφή ή από οποιοδήποτε υλικό, το οποίο δίνει αυτό το δικαίωμα ακύρωσης της οφειλής με την επιστροφή του στον εκδότη είναι πιστωτικό έγγραφο, μια αναγνώριση του χρέους, και «μέσο πίστωσης» (Innes 1914, 161).

Οι μηχανισμοί παλινδρόμησης—διαθέσιμοι δίαυλοι για την επιστροφή ενός χρηματοδοτικού μέσου στον εκδότη του—καθορίζονται κατά την έκδοση, αλλά μπορεί να αλλάξουν με την πάροδο του χρόνου κατά τη διακριτική ευχέρεια του εκδότη ή μετά από αμοιβαία συμφωνία με τον κομιστή. Δεύτερον, τα χρηματοδοτικά μέσα έχουν ειδικά χαρακτηριστικά (π.χ., λέξεις, χρώματα, σήματα, εικόνες, σχήματα, ηλεκτρονικές υπογραφές), τα οποία, μεταξύ άλλων σκοπών, όπως ο περιορισμός της παραχάραξης, επιτρέπουν στους κομιστές να αναγνωρίσουν τον εκδότη. Τρίτον, όλα έχουν ονομαστική αξία, που είναι η τιμή στην οποία θα λάβει πίσω ο εκδότης το χρηματοδοτικό του μέσο. Τέταρτον, όλα τα χρηματοδοτικά μέσα είναι εκφρασμένα σε μια συγκεκριμένη λογιστική μονάδα. Πέμπτον, η ονομαστική αξία στην οποία οι κομιστές είναι πρόθυμοι να κατέχουν ένα χρηματοδοτικό μέσο βασίζεται σε μια προεξοφλημένη αξία των υποσχόμενων μελλοντικών νομισματικών πληρωμών—δηλαδή την εύλογη αξία, η οποία διατυπώνεται ως εξής:

$$P_t = \sum_{\tau=1}^n \frac{E_t(Y_{t\tau})}{(1+d_t)^\tau} + \frac{E_t(FV_n)}{(1+d_t)^n}$$

Όπου ο δείκτης  $t$  υποδηλώνει το παρόν,  $Pt$  είναι η τρέχουσα εύλογη αξία,  $Yn$  είναι το υποσχόμενο ονομαστικό εισόδημα σε μια μελλοντική χρονική στιγμή  $n$ ,  $FVN$  είναι η ονομαστική αξία που θα επικρατήσει κατά τη λήξη,  $Et$  υποδηλώνει τις τρέχουσες προσδοκίες σχετικά με το εισόδημα και την ονομαστική αξία,  $dt$  είναι το τρέχον προεξοφλητικό επιτόκιο που επιβάλλεται από τους κομιστές,  $N$  είναι ο χρόνος που μεσολαβεί μέχρι την λήξη ( $n=0$  είναι ο χρόνος έκδοσης). Υπάρχει μια ευρεία ποικιλία χρηματοδοτικών μέσων που χρησιμοποιούν αυτόν τον τύπο. Στο ένα άκρο, υπάρχουν σύγχρονα κρατικά νομισματικά μέσα που δεν παρέχουν κανένα εισόδημα ( $Y=0$ ), έχουν διάρκεια μηδέν ως προς τη λήξη τους ( $N=0$ ), μπορούν να εξαργυρωθούν αμέσως από τη στιγμή της έκδοσής τους) και επικρατεί παγκοσμίως η προσδοκία ότι οι κυβερνήσεις θα τα πάρουν πίσω στην αρχική τους ονομαστική αξία ανά πάσα στιγμή ( $Pt = FV0$ ). Στο άλλο άκρο βρίσκονται τίτλοι που έχουν αναμενόμενα έσοδα και άπειρη διάρκεια μέχρι τη λήξη τους ( $Pt = Et (Y)/dt$ ). Τα χρηματοδοτικά μέσα μπορούν να κυκλοφορούν σε ισοτιμία (ονομαστική αξία), με έκπτωση (κάτω από την ονομαστική αξία) ή με διαφορά υπέρ το άρτιο (υψηλότερη της ονομαστικής αξίας). Αν υπάρχει εγγύηση, η εύλογη αξία θα είναι ίση με την αναμενόμενη αξία της εξασφάλισης σε περίπτωση αθέτησης των υποχρεώσεων.

Πέρα από αυτές τις ομοιότητες, τα χαρακτηριστικά των χρηματοδοτικών μέσων διαφέρουν όσον αφορά τη διάρκεια λήξης, τις πηγές παροχών για τον κομιστή, τα ρήτρα εξαγοράς, τη διαθεσιμότητα εξασφάλισης σε περίπτωση αθέτησης των υποχρεώσεων, τη μεταβίβαση, την αξιοπιστία και τη ρευστότητα. Αυτά τα χαρακτηριστικά μπορεί να χρησιμοποιηθούν για την ταξινόμηση χρηματοδοτικών/χρηματοοικονομικών μέσων σύμφωνα με την αποδοχή τους.

Η διάρκεια της λήξης (δηλαδή, ο χρόνος που μεσολαβεί για την επιστροφή ενός χρηματοδοτικού μέσου στον εκδότη μετά την πλήρη αποπληρωμή του κεφαλαίου) ποικίλλει από την εκπλήρωση λόγω ζήτησης μέχρι την ανοικτού τύπου εκπλήρωση. Θέτοντάς το διαφορετικά, η εκπλήρωση αυτής της συνιστώσας της υπόσχεσης εξαρτάται είτε από την επιλογή του κομιστή (μηδενική διάρκεια μέχρι τη λήξη) ή από το πέρασμα μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου ή την εμφάνιση μιας έκτακτης ανάγκης κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου ή από την επιλογή του εκδότη (άπειρη διάρκεια μέχρι τη λήξη).

Όσον αφορά τις πηγές παροχών για τον κομιστή, ένα χρηματοδοτικό μέσο μπορεί να υπόσχεται έγκαιρες πληρωμές εισοδήματος, πληρωμές ανάλογα με την εμφάνιση μιας έκτακτης ανάγκης ή πληρωμές μετά από αίτηση του εκδότη. Κάποια χρηματοδοτικά μέσα δίδουν λόγο στον κομιστή γύρω από τις οικονομικές υποθέσεις του εκδότη. Τα σύγχρονα κρατικά νομισματικά μέσα δεν δίνουν καμία τέτοια υπόσχεση (δεν πληρώνουν εισόδημα), οι κοινές μετοχές παρέχουν μέρισμα ανάλογα με την εμφάνιση του κέρδους και κατά τη διακριτική ευχέρεια του εκδότη, τα ασφαλιστήρια συμβόλαια αποζημιώνουν όταν συμβεί ένα συγκεκριμένο συμβάν και όλες οι άλλες υποσχέσεις καταβάλλουν πληρωμές σε συγκεκριμένες ημερομηνίες (π.χ., κουπόνια, πληρωμές τόκων).

Όσον αφορά τη ρήτρα εξαγοράς, υπάρχουν δύο κύρια μέσα για ένα κομιστή να εξαργυρώσει μια υπόσχεση. Κατ' αρχάς, μια υπόσχεση περιέχει μια ρήτρα μετατροπής

που αναφέρει κατά πόσον έχει το δικαίωμα ο κομιστής να παραλάβει με τη λήξη μια άλλη υπόσχεση, που συνήθως θεωρείται πιο αποδεκτή. Για παράδειγμα, οι τραπεζικοί λογαριασμοί υπόσχονται να παραδώσουν κρατικό νόμισμα κατά απαίτηση και το κρατικό νόμισμα μπορεί να υπόσχεται να παραδώσει χρυσά νομίσματα ή ένα «ισχυρό» ξένο νόμισμα σε πρώτη ζήτηση. Η ρήτρα μετατροπής πολλών σύγχρονων κρατικών νομισματικών μέσων δηλώνει ότι είναι αμετάτρεπτα. Δεύτερον, εκτός από τη ρήτρα μετατροπής, υπάρχει συνήθως μια άλλη ρήτρα εξαργύρωσης που μπορεί να επιτρέψει στον κομιστή να εξαργυρώσει μια υπόσχεση προκειμένου να χρησιμοποιηθεί για την αποπληρωμή υποχρεώσεων προς τον εκδότη.

Όσον αφορά τη διαθεσιμότητα των εγγυήσεων, οι υποσχέσεις μπορεί να είναι εξασφαλισμένες ή μη εξασφαλισμένες και να αναφέρουν τα διαθέσιμα recourse, αν υπάρχουν. Άλλες μορφές εγγυήσεων αφορούν το seniority των υποσχέσεων στη διαδικασία πτώχευσης. Οι εγγυήσεις αυτές προστατεύουν τον κομιστή σε περίπτωση που ο εκδότης αρνείται την υπόσχεσή του (δηλαδή κάνει στάση πληρωμών). Από την άποψη της εξασφάλισης, η προστασία αυτή δεν παρέχεται από την ίδια την εγγύηση (π.χ. σπίτι, αυτοκίνητο, χρυσός, κ.λπ.), αλλά από την αγοραία αξία του. Η αγοραία τιμή βοηθάει τον κομιστή να αποκτήσει πρόσβαση στη λογιστική μονάδα, παρά την αδυναμία του εκδότη, και έτσι βοηθά στη διατήρηση της ρευστότητας και της φερεγγυότητας του κομιστή. Τα σύγχρονα κρατικά νομισματικά μέσα είναι μη εξασφαλισμένα, χρηματοοικονομικά μέσα χωρίς recourse. Τα προηγούμενα νομισματικά μέσα, όπως τα χρυσά νομίσματα ή τα πιστοποιητικά χρυσού ήταν εξασφαλισμένα, αλλά δεν κάλυπταν απαραίτητα την πραγματική αξία. Άλλα αγαθά όπως η γη ήταν επίσης μια δημοφιλή μορφή εξασφάλισης, επειδή ένα νομισματικό σύστημα που στηρίζεται σε εμπόρευμα θεωρείτο πιο σταθερό.

Όσον αφορά την αξιοπιστία, ορισμένες υποσχέσεις θεωρούνται πιο αξιόπιστες επειδή ο εκδότης τους αναμένεται να είναι σε θέση να εκπληρώσει πιο εύκολα τους όρους της υπόσχεσης. Όσο υψηλότερη είναι η φερεγγυότητα τόσο χαμηλότερο είναι το *d* με δεδομένα όλα τα υπόλοιπα (δηλαδή ότι η υπόσχεση θα υλοποιεί όσο πιο κοντά γίνεται στην ιστιμιά). Το προεξοφλητικό επιτόκιο μπορεί στην πραγματικότητα να είναι αρνητικό, επειδή ο εκδότης δέχεται πίσω τα χρηματοδοτικά του μέσα σε υψηλότερη τιμή από την σφραγισμένη ονομαστική τους αξία είτε λόγω της σπανιότητας των χρηματοπιστωτικών μέσων σε σχέση με τον αριθμό των οικονομικών φορέων που είναι υπόχρεοι στον εκδότη και πρέπει να πληρώσουν τον εκδότη αμέσως ή σύντομα είτε για άλλους λόγους που σχετίζονται με την υψηλή αξιοπιστία του εκδότη που κάνουν το συγκεκριμένο χρηματοδοτικό μέσο βασική συνιστώσα του χρηματοδοτικού συστήματος. Ο υψηλός βαθμός ευκολίας με τον οποίο μπορεί να σχετίζεται ένα συγκεκριμένο μέσο πληρωμής μπορεί επίσης να προκαλέσει ένα χρηματοδοτικό μέσο να φέρει premium μεταξύ των κομιστών (Hawtrey 1919, σελ., 176).

Όσον αφορά την μεταβίβαση (την διαπραγματευσιμότητα) της ιδιοκτησίας, οι υποσχέσεις που είναι πιο εύκολες να μεταβιβαστούν δεν αναφέρουν κάποιον συγκεκριμένο φορέα (δηλαδή ένα φυσικό πρόσωπο ή οργανισμό έναντι του οποίου πρέπει να τηρηθεί η υπόσχεση). Είναι απρόσωπες. Τα νομισματικά μέσα έχουν αυτό το χαρακτηριστικό και το ίδιο ισχύει για τα χρηματοδοτικά μέσα που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο.

Άλλες υποσχέσεις, όπως οι υποθήκες ή τα αποταμιευτικά ομόλογα των ΗΠΑ είναι πιο δύσκολο ή ακόμη και αδύνατον να μεταβιβαστούν, επειδή φέρουν το όνομα του κομιστή. Κάποιες διαπραγματεύσιμες υποσχέσεις είναι μεταξύ αυτών των δύο άκρων. Μπορούν να χρησιμοποιηθούν από έναν κομιστή για να πληρωθεί ένα τρίτο άτομο με την αλλαγή του ονόματος του κατόχου μέσω της επικύρωσης ή, πιο ωμά, απλά με την αφαίρεση του ονόματος του πρώην κομιστή.

Όσον αφορά τη ρευστότητα, ορισμένα χρηματοπιστωτικά μέσα κυκλοφορούν πιο εύκολα σε ισοτιμία ανά πάσα στιγμή ή καταγράφουν μικρότερη μεταβλητότητα εύλογης τιμής. Ως εκ τούτου, το *d* επηρεάζεται από τις απόψεις των κομιστών όσον αφορά την ευκολία της γρήγορης διαθεσιμότητας ενός χρηματοπιστωτικού μέσου με χαμηλό κόστος. Η ρευστότητα εξαρτάται εν μέρει από τους παράγοντες που περιγράφονται παραπάνω. Για παράδειγμα, μια υπόσχεση που είναι ιδιαίτερα αξιόπιστη, με βραχυπρόθεσμη λήξη, και είναι διαπραγματεύσιμη, θα είναι πιο ρευστή. Η ρευστότητα επίσης εξαρτάται από τη διάρθρωση της αγοράς στην οποία διατίθεται ένα χρηματοδοτικό μέσο. Για παράδειγμα, όσο πιο βαθιά είναι η αγορά και επικρατεί μεγάλη διαφάνεια στη λειτουργία των πληροφοριών τόσο περισσότερο ρευστό θα είναι ένα χρηματοδοτικό μέσο, επειδή οι προσδοκίες που επηρεάζουν την εύλογη αξία του θα είναι πιο σταθερές. Ως εκ τούτου, η ρευστότητα δεν είναι εγγενής σε κάθε χρηματοπιστωτικό μέσο. Αυτό είναι αποτέλεσμα των χαρακτηριστικών του και της εύρυθμης λειτουργίας της χρηματοοικονομικής υποδομής.

Τέλος, στο εσωτερικό μιας χώρας, υπάρχει μια ιεραρχία ανάμεσα στα χρηματοοικονομικά μέσα υπό την έννοια ότι κάποια είναι πιο αποδεκτά από κάποια άλλα. Τα γενικώς περισσότερο αποδεκτά χρηματοοικονομικά μέσα είναι εκείνα που είναι διαπραγματεύσιμα, που έχουν μεγαλύτερη πιστοληπτική αξία, που προσφέρουν υψηλότερη ρευστότητα και συντομότερη διάρκεια ωρίμανσης. Στις σύγχρονες οικονομίες με νομισματικά κυρίαρχες κυβερνήσεις, τα νομισματικά μέσα της κεντρικής τράπεζας βρίσκονται στην κορυφή της ιεραρχίας. Ακολουθούν τα τραπεζικά νομισματικά μέσα που ρευστοποιήθηκαν μετά από την ανάδυση του συστήματος διατραπεζικής εκκαθάρισης και διακανονισμού και της εγγύησης των καταθέσεων. Κάτω από τα νομισματικά μέσα είναι τα χρηματοοικονομικά μέσα που διαπραγματεύονται στις συναλλαγές (που εκδίδονται κυρίως από τα κράτη και τις εταιρείες). Στο κάτω μέρος της ιεραρχίας υπάρχουν όλα τα είδη των υποσχέσεων, όπως τα τοπικά νομίσματα και το ιδιωτικό χρέος. Αυτή η ιεραρχία δεν είναι σταθερή και κατά τη διάρκεια της ιστορίας το κορυφαίο νομισματικό μέσο δεν ήταν πάντα το κρατικό νόμισμα.

### **Εκπλήρωση υποσχέσεων: Μέσα διακανονισμού**

Η «πληρωμή» σημαίνει εκπλήρωση υποσχέσεων που είναι ενσωματωμένες μέσα σε ένα χρηματοπιστωτικό μέσο—δηλαδή, την παράδοση ενός υποσχόμενου ποσού νομισματικών μονάδων (Innes 1913, Mann 1992, σελ., 64). Ως εκ τούτου, η πληρωμή περιλαμβάνει τη μεταβίβαση ενός ορισμένου ποσού μιας λογιστικής μονάδας από τον οφειλέτη προς τον πιστωτή. Ωστόσο, σε αντίθεση με τις μη χρηματοπιστωτικές υποσχέσεις (π.χ., ένα κουπόνι πίτσας), οι χρηματοπιστωτικές υποσχέσεις δεν διευκρινίζουν ποια μορφή θα πρέπει να έχει η παράδοση αυτών των μονάδων. Εκτός δικαστηρίων, η πληρωμή μπορεί να λάβει οποιαδήποτε μορφή, αρκεί να συμφωνεί ο

πιστωτής.

Μια πληρωμή δεν θεωρείται τελική (δηλαδή δεν απαλλάσσει τον οφειλέτη από πιθανές νομικές ενέργειες των πιστωτών του) εάν ο οφειλέτης κάνει πληρωμές στον πιστωτή με μεθόδους που περιλαμβάνουν την εγγύηση μιας υπόσχεσης τρίτων. Μόνο οι πληρωμές με επίσημο χρήμα είναι τελικές στις δικαστικές διαφορές. Το επίσημο χρήμα που χρησιμοποιείται δεν μπορεί να είναι ένα νομισματικό μέσο και δεν το ορίζει ως νομισματικό μέσο. Για παράδειγμα, η πολιτεία του Μέριλαντ έκανε τον καπνό επίσημο χρήμα, στο ένα σεντ/πάουντ τον καπνό το 1732 (Markham 2002, σελ., 46), παρόλο που ο καπνός δεν αποτελούσε νομισματικό μέσο (δείτε την τελευταία ενότητα). Η πληρωμή του καπνού (όπως οι πληρωμές ορισμένων φόρων στην μεσαιωνική περίοδο) ήταν μια πληρωμή σε είδος. Εκτός δικαστηρίων, ένας τρόπος για την αποπληρωμή ενός χρέους θεωρείται οριστικός όταν ο εκδότης λάβει τις δικές του υποσχέσεις ως μέσο πληρωμής από τους οφειλέτες τους.

Μια απλή δήλωση που λέει «οφείλω δέκα δολάρια» δεν σημαίνει ότι κάποιος υπόσχεται να παραδώσει μετρητά ή οποιαδήποτε άλλη συγκεκριμένη μορφή χρηματικών μέσων που θα ισοδυναμούν με δέκα δολάρια. Επίσης, δεν σημαίνει ότι κάποιος υπόσχεται να προσφέρει στο μέλλον το ισοδύναμο της αξίας των σημερινών 10 δολαρίων. Το μόνο που υποδηλώνει είναι ότι κάποιος υπόσχεται να παραδώσει δέκα μονάδες της λογιστικής μονάδας που ονομάζεται «δολάριο». Αυτά τα δέκα δολάρια μπορεί να δοθούν με πολλές μορφές. Ένας τρόπος είναι να δοθούν πίσω κάποιες από τις υποσχέσεις σε ποσό που ισοδυναμεί με 10 δολάρια. Αυτή είναι μια περίπτωση εκκαθάρισης. Ένας άλλος τρόπος, αν ο οφειλέτης δεν διαθέτει τις υποσχέσεις τού πιστωτή του (ή δεν έχουν φτάσει ακόμη σε στάδιο ωρίμανσης), περιλαμβάνει τη μεταβίβαση μιας λογιστικής μονάδας χρησιμοποιώντας υπόσχεση από τρίτο. Συνήθως, αυτό γίνεται με τις υποσχέσεις μεγαλύτερης αποδοχής. Ωστόσο, ο διακανονισμός θα μπορούσε να γίνει με μια ιεραρχικά κατώτερη μορφή υπόσχεσης από την υπόσχεση που εξοφλείται. Τέλος, η πληρωμή σε είδος ή με ένα χρηματοπιστωτικό μέσο που εκφράζεται σε άλλη λογιστική μονάδα μπορεί επίσης να είναι μια λύση για την επίλυση μιας υπόσχεσης εφόσον οι πληρωμές που καταβάλλονται ισοδυναμούν με 10 δολάρια (σε μια διαδικασία πτώχευσης, οι πιστωτές ενδέχεται να συμβιβαστούν με λιγότερα).

Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι δέκα μονάδες «δολαρίου» δημιουργήθηκαν με την έκδοση μιας υπόσχεσης από μια επιχείρηση F προς μια τράπεζα B (γραμμάτιο) σε αντάλλαγμα για το άνοιγμα ενός τραπεζικού λογαριασμού. (Σχήμα 1):



**Figure 1 Bank Advance: An Exchange of Promises**

Bank B		Firm F	
$\Delta$ Assets	$\Delta$ Liabilities	$\Delta$ Assets	$\Delta$ Liabilities
Promissory note of F +\$10	Bank account of F +\$10	Bank account at B +\$10	Promissory note to B +\$10

Στη συνέχεια, η F χρησιμοποιεί τα κεφάλαια στον τραπεζικό της λογαριασμό για οποιοδήποτε σκοπό επιλέξει. Με τη λήξη, η F πρέπει να πάρει πίσω το γραμμάτιο της, δίνοντας 10 δολάρια στην τράπεζα B. Αυτό μπορεί να πάρει πολλές μορφές. Πρώτον, η εταιρία F θα έχει συνήθως κάποιο κέρδος, οπότε ο τραπεζικός της λογαριασμός στη B θα πιστωθεί παραπάνω από 10 δολάρια. Η F μπορεί στη συνέχεια να δώσει πίσω στην B υποσχέσεις της B αξίας 10 δολαρίων (τραπεζογραμμάτια ή χρέωση των 10 δολαρίων από τον τραπεζικό λογαριασμό της στην B). Σε αντάλλαγμα, η B δίνει πίσω στην F (ή καταστρέφει) το γραμμάτιο της. Αυτή η εκκαθάριση οδηγεί σε ακριβώς αντίθετη συναλλαγή στον ισολογισμό σε σχέση με το Σχήμα 1. Μία άλλη λύση είναι για να δώσει η F στην B κάποια κρατικά νομισματικά μέσα. Η τράπεζα μπορεί επίσης να δεχθεί ως πληρωμή από την F κάποιο γραμμάτιο από άλλη επιχείρηση, ας την ονομάσουμε F1 (Σχήμα 2). Στην περίπτωση αυτή, η πληρωμή δεν είναι οριστική, διότι αν η F1 αθετήσει την υπόσχεσή της, η F θα πρέπει να πληρώσει την B. Η πληρωμή θα είναι συνήθως τελική μόνο αν η F παραδώσει τις υπεσχημένες νομισματικές μονάδες μέσω της χρήσης των χρηματοπιστωτικών μέσων της B ή υψηλότερου επιπέδου, τα οποία δεν χρειάζεται να αποτελούν επίσημο νόμισμα. Στο βαθμό που η τράπεζα συμφωνεί, η πληρωμή σε είδος θα μπορούσε επίσης να είναι οριστική και να αντικαταστήσει την καταχώρηση του «γραμματίου της F1» με ένα φυσικό αντικείμενο.

**Figure 2 Settlement of Promise of firm F (no discount)**

Bank B		Firm F	
$\Delta$ Assets	$\Delta$ Liabilities	$\Delta$ Assets	$\Delta$ Liabilities
Promissory note of F -\$10		Promissory note of F1 -\$10	Promissory note at B -\$10
Promissory note of F1 +\$10			

### 3. Χρήμα και ο κόσμος των υποσχέσεων

#### Τι είναι το χρήμα;

Η έννοια αυτή παρέχει έναν εναλλακτικό τρόπο για να καθοριστεί η έννοια του «χρήματος» με βάση αυτό που είναι και όχι με βάση αυτό που κάνει. Ένα νομισματικό σύστημα αποτελείται από δύο στοιχεία: μια λογιστική μονάδα και νομισματικά μέσα. Τα σύγχρονα κρατικά νομισματικά μέσα αποτελούν μόνο ένα συγκεκριμένο είδος υπόσχεσης. Είναι αμετάτρεπτα, μηδενικού τοκομεριδίου, μηδενικού χρόνου ημερομηνία λήξης, διαπραγματεύσιμα, μη εξασφαλισμένα, χρηματοδοτικά μέσα, χωρίς δικαίωμα αναγωγής, που εκφράζονται σε λογιστικές μονάδες. Τα τραπεζικά νομισματικά μέσα είναι παρόμοια εκτός από το ότι υπάρχει recourse (δεν είναι επίσημα νομίσματα) και είναι μετατρέψιμα. Τα χρυσά νομίσματα είναι παρόμοια με τα σύγχρονα κρατικά νομισματικά, με μοναδική εξαίρεση ότι είναι εξασφαλισμένα. Ωστόσο, το νομισματικό μέσο δεν είναι η περιεκτικότητα σε χρυσό, αλλά το ίδιο το νόμισμα.

Για να λειτουργήσουν σωστά ως νομισματικά μέσα, τα χρηματοπιστωτικά μέσα πρέπει να έχουν ένα πολύ σύντομο χρονικό διάστημα μέχρι τη λήξη (μηδενική διάρκεια μέχρι τη λήξη είναι το καλύτερο), κάτι που δεν ήταν πάντα κατανοητό στη διάρκεια της ιστορίας:

Το χάρτινο νόμισμα δεν έχει καμία εγγενή αξία, είναι απλά πραγματικό και, ως εκ τούτου, όταν εκδοθεί, φέρει μια ρήτρα εξαργύρωσης, ότι μπορεί να γίνει αποδεκτό ή ειδικά να αποσυρθεί σε μια μελλοντική περίοδο. Δυστυχώς, τα περισσότερα από τα κράτη που έχουν εκδώσει χαρτονόμισμα επέλεξαν να ξεχάσουν τη ρήτρα εξαργύρωσης και το χαρτί έχει αφεθεί στα χέρια των πολιτών, χωρίς καμία δυνατότητα απόσυρσής του από την κυκλοφορία. (Smith 1832, σελ., 49)

Πιθανώς, δεν υπάρχει κρατικό χάρτινο χρήμα που εκδόθηκε χωρίς την προσδοκία να εξαργυρωθεί σε πλήρη τιμή, κάποια στιγμή, αν και η στιγμή αυτή μπορεί να βρίσκεται στο απώτερο μέλλον [...] Ωστόσο, έχουν υπάρξει πολλές περιπτώσεις όπου η έκδοση κρατικού χρήματος δεν έχει εξαργυρωθεί ή έχει τεθεί υπό άρνηση είτε επίσημα είτε σιωπηρά ή καταβολή του. (Langworthy Taylor 1913, σελ., 309)

Με το να μην έχει δημιουργεί κανένα μέσο για την απόσυρση των νομισματικών τους μέσων, ορισμένες κυβερνήσεις είχαν ουσιαστικά επιβάλλει άπειρη διάρκεια μέχρι τη λήξη, ώστε η εύλογη αξία ήταν μηδενική. Η σημασία αυτής της εξέλιξης για τη σταθερότητα του νομισματικού συστήματος είχε ήδη αναγνωρισθεί, έστω και με σχετική έλλειψη σαφήνειας, από τον John Law το 1705 (Vickers 1959, 133–134).

Η φύση της ρήτρας μετατροπής σε ένα χρηματοοικονομικό μέσο δεν καθορίζει τι είναι το νομισματικό μέσο. Στη βιβλιογραφία, η ρήτρα μετατροπής χρησιμοποιείται για να αποκαλυφθεί η διαφορά μεταξύ «χρήματος» και «πίστωσης», με την «πίστωση» (π.χ., τραπεζικοί λογαριασμοί ή τραπεζογραμμάτια) να αποτελούν αίτημα για «χρήμα» (π.χ., χρυσά νομίσματα). Η διάκριση αυτή δεν εφαρμόζεται, διότι ακόμη και τα ολοκληρωμένα με χρυσό νομίσματα είναι χρηματοπιστωτικά μέσα (π.χ. υποσχέσεις). Είναι αμετάτρεπτα

χρηματοπιστωτικά μέσα, τα οποία οι εκδότες υπόσχονται να δεχθούν ανά πάσα στιγμή στις πληρωμές που τους οφείλονται. Ως εκ τούτου, με την πάροδο του χρόνου η εύλογη αξία τους μπορεί να διαφέρει από την αγοραία αξία της περιεκτικότητας σε χρυσό. Η λέξη «πίστωση» προέρχεται από τη λατινική λέξη για εμπιστοσύνη και όλα τα νομισματικά μέσα, καθώς αποτελούν υποσχέσεις, απαιτούν εμπιστοσύνη στις χρηματοοικονομικές δυνατότητες του εκδότη. Έτσι, η ονομαστική αξία του χρηματοπιστωτικού μέσου είναι εγγενώς προσηλωμένη προς το μέλλον. Δεν βασίζεται στο κόστος της παραγωγής—μια οπισθοδρομική μέθοδο αποτίμησης που χρησιμοποιείται εν μέρει για την πώληση εμπορευμάτων—αλλά στην αξιοπιστία του εκδότη.

Η λογιστική μονάδα δεν είναι συνάρτηση του χρήματος, αλλά είναι ένα από τα χαρακτηριστικά ενός νομισματικού συστήματος. Ένα άλλο χαρακτηριστικό είναι η ύπαρξη των νομισματικών μέσων. Η λογιστική μονάδα είναι μια αφηρημένη, ονομαστική και αυθαίρετη κλίμακα μέτρησης για λογιστικούς σκοπούς. Ο σκοπός της είναι αυστηρά περιορισμένος στο να γίνονται ανάλογα οι χρηματοοικονομικές συναλλαγές. Ως εκ τούτου, η λογιστική μονάδα δεν μπορεί να είναι μέσο ανταλλαγής ή αποθήκευση αξίας ή μέσο πληρωμής. Με άλλα λόγια, ένα νομισματικό σύστημα απαιτεί μια λογιστική μονάδα και φορείς αυτής της λογιστικής μονάδας, αλλά έχουν διακριτούς ρόλους —το ένα μετράει και ο άλλος καταγράφει τη μέτρηση.

Μια λογιστική μονάδα μπορεί να πάρει την ονομασία ενός αντικειμένου. Ωστόσο, από τη στιγμή που δημιουργήθηκε, έχει ανεξάρτητη ύπαρξη από το αντικείμενο. Αυτό εκδηλώνεται με δύο τρόπους. Το αντικείμενο μπορεί να εξαφανιστεί, αλλά η λογιστική μονάδα που χρησιμοποιείται για το νομισματικό σύστημα παραμένει ή η μπορεί να αλλάξει η σχέση μεταξύ της λογιστικής μονάδας και του αντικειμένου. Για παράδειγμα, μια λογιστική μονάδα κοχυλιών μπορεί να υφίσταται χωρίς να χρησιμοποιείται σε συναλλαγές το κέλυφος κοχυλιών. Αν χρησιμοποιούνται κοχύλια, η αξία τους σε σχέση με τη λογιστική μονάδα των κοχυλιών μπορεί να μεταβληθεί—ένα κέλυφος κοχυλιών μπορεί να αξίζει ένα κοχύλι σε κάποια χρονική στιγμή και τρία κοχύλια σε κάποια άλλη χρονική στιγμή. Παρομοίως, ένα νόμισμα εκφρασμένο σε γαλλικό φράγκο που εκδόθηκε πριν από το 1960 ήταν αξίας ενός γαλλικού φράγκου, αλλά μετά μόνο το ένα εκατοστό ενός γαλλικού φράγκου. Αυτή η αλλαγή στη μέθοδο καταγραφής των λογιστικών μονάδων είναι αποκλειστικά στη διακριτική ευχέρεια των νομισματικών αρχών. Η αλλαγή δεν αποτελεί μεταβολή στην αξία της λογιστικής μονάδας εντός της εγχώριας οικονομίας, επειδή η αξία των πάντων στη χώρα επαναπροσδιορίζεται ώστε να αντιστοιχεί με τη νέα μέθοδο μέτρησης. Ωστόσο, δεν αντιπροσωπεύει αλλαγή στη σχετική αξία των λογιστικών μονάδων.

Δεν μπορεί να υπάρξουν νομισματικά μέσα χωρίς λογιστική μονάδα, αλλά μπορεί να υπάρξει λογιστική μονάδα χωρίς νομισματικά μέσα. Από ιστορικές μαρτυρίες, οι λογιστικές μονάδες που δημιουργήθηκαν από τις θρησκευτικές αρχές εμφανίστηκαν γύρω στο 3000 π.Χ. στη Μεσοποταμία και αργότερα στην Αίγυπτο, προκειμένου να βελτιωθεί η διαχείριση των σχεδιασμένων οικονομιών τους. Ήταν το τελικό αποτέλεσμα μιας μακράς προσπάθειας να αναπτυχθεί ένα αριθμητικό σύστημα, που ξεκίνησε από το 8000 π.Χ. με συγκεκριμένη καταμέτρηση μέχρι το 3100 π.Χ., με τη δημιουργία της

αφηρημένης καταμέτρησης (Schmandt-Besserat 1992, Nissen, Damerow και Englund 1993). Ωστόσο, ενώ υπήρχε μια λογιστική μονάδα, κανένα χρηματοδοτικό μέσο δεν είχε εκδοθεί στους κομιστές. Όλα τα λογιστικά αρχεία ήταν για τους εσωτερικούς σκοπούς του ναού και όλα τα τέλη καταβάλλονταν προς τις αρχές από τον πληθυσμό σε είδος (Hudson και Wunsch 2004, Henry 2004). Τα χρηματοδοτικά μέσα εμφανίστηκαν γύρω στο 1800 π.Χ. και η διαπραγματευσιμότητα προέκυψε σταδιακά, επίσης περίπου την ίδια εποχή, πολύ πριν τα κέρματα (Van De Mieroop 2005).

Δεδομένου ότι ένα νομισματικό μέσο είναι μια υπόσχεση, μπορεί κανείς να αναρωτηθεί τι είδους υπόσχεση κάνει ο εκδότης του νομισματικού μέσου (τι οφείλει ο εκδότης προς τον κομιστή;). Στην περίπτωση του σύγχρονου αμετάτρεπτου νομίσματος, η μόνη υπόσχεση που κάνει το κράτος είναι να αποδεχθεί ανά πάσα στιγμή τα νομισματικά του μέσα για την καταβολή των οφειλών προς το κράτος (με κάποιες εξαιρέσεις για την ασφάλεια, την ευπείθεια των πληρωμών και άλλες εξαιρέσεις όπου τα κρατικά νομισματικά μέσα επιστρέφονται στο κράτος μέσω του ιδιωτικού τραπεζικού συστήματος). Οι ιδιωτικές τράπεζες κάνουν δύο υποσχέσεις όταν εκδίδουν νομισματικά μέσα: η μία είναι να τα δέχονται ανά πάσα στιγμή ως μέσο πληρωμής από τους οφειλότες και η άλλη είναι να τα μετατρέπουν σε κρατικά νομισματικά μέσα ανά πάσα στιγμή.

### **Η εύλογη αξία του νομισματικού μέσου**

Υποσχέσεις με τη μορφή χρηματοοικονομικών μέσων έχουν ονομαστική αξία, αλλά δεν μπορούν να κυκλοφορούν με την ονομαστική τους αξία ανάμεσα στους κομιστές. Η παρούσα ενότητα εξηγεί γιατί μπορεί να συμβαίνει αυτό με τα νομισματικά μέσα. Ως διευκρίνηση, η ενότητα αυτή δεν ενδιαφέρεται να εξηγήσει τον πληθωρισμό (δηλαδή τις μεταβολές στην αξία της λογιστικής μονάδας σε σχέση με τα αγαθά και τις υπηρεσίες) ή τις συναλλαγματικές ισοτιμίες (δηλαδή τις μεταβολές στην αξία της λογιστικής μονάδας σε σχέση με μια άλλη λογιστική μονάδα). Η παρούσα ενότητα επικεντρώνεται στην ονομαστική αξία της κυκλοφορίας μιας υπόσχεσης (δηλαδή γιατί κυκλοφορεί σε ισοτιμία, με έκπτωση ή σε ασφάλιστρο). Για παράδειγμα, ένα χαρτονόμισμα του ενός δολαρίου μπορεί να κυκλοφορεί σε ονομαστική αξία των πενήντα σεντ ή των δύο δολαρίων—και αυτό είναι που εξηγεί η παρούσα ενότητα. Η παρούσα ενότητα δεν εξηγεί γιατί ένα χαρτονόμισμα του ενός δολαρίου που κυκλοφορεί σε ένα δολάριο μπορεί να αγοράσει περισσότερα ή λιγότερα αγαθά και υπηρεσίες με την πάροδο του χρόνου. Αυτό είναι το αντικείμενο της επόμενης ενότητας. Και οι δύο επιδράσεις οδηγούν στο ίδιο αποτέλεσμα (δηλαδή αλλαγές στην αγοραστική δύναμη), αλλά οι μηχανισμοί που βρίσκονται σε λειτουργία είναι διαφορετικοί.

Δεδομένων των χαρακτηριστικών των νομισματικών μέσων, θα πρέπει να κυκλοφορούν πάντα σε ισοτιμία. Ωστόσο, η κυκλοφορία στην ονομαστική αξία δεν καθορίζει ένα νομισματικό εργαλείο. Η κυκλοφορία σε ισοτιμία είναι μόνο το αποτέλεσμα των εσωτερικών χαρακτηριστικών ενός χρηματοπιστωτικού μέσου σε συνδυασμό με την ύπαρξη της κατάλληλης χρηματοοικονομικής υποδομής που επιτρέπει σε αυτά τα χαρακτηριστικά να εκφράζονται σε εύλογη αξία. Για λόγους που σχετίζονται με την κακή τεχνική της παραγωγής, την απειρία, την πολιτική αστάθεια, την απάτη και ένα ανεπαρκώς ανεπτυγμένο τραπεζικό σύστημα, χρειάστηκε αρκετός χρόνος για να οικοδομηθεί αυτή η υποδομή. Στην παρούσα ενότητα αναφέρονται τρία παραδείγματα

που αποκαλύπτουν του λόγου το αληθές: τα γραμμάτια πίστωσης της αποικίας του Κόλπου της Μασαχουσέτης, τα τραπεζογραμμάτια που εκδόθηκαν κατά τη διάρκεια της περιόδου του Wildcat banking στις Ηνωμένες Πολιτείες και τα πολύτιμα μεταλλικά νομίσματα που εκδόθηκαν κατά τη διάρκεια του Μεσαίωνα.

Οι αποικίες του Κόλπου της Μασαχουσέτης ανταποκρίθηκαν στην έλλειψη νομίσματος με την έκδοση των γραμματίων πίστωσης όπου «θα πρέπει να γίνονται αναλόγως δεκτά ...για όλες τις δημόσιες πληρωμές, καθώς και για κάθε απόθεμα ανά πάσα στιγμή στο θησαυροφυλάκιο» (Davis 1900, 10). Τεχνικά, είχαν μηδέν χρόνο ωρίμανσης (ήταν αποδεκτά ως πληρωμές ανά πάσα στιγμή), αλλά ο φόρος για την απόσυρση των γραμματίων πίστωσης επιβάλλετο σε μεταγενέστερη ημερομηνία. Έτσι, οι κομιστές είχαν περιορισμένες ευκαιρίες για να δοκιμάσουν την αξιοπιστία της υπόσχεσης τη στιγμή της έκδοσης, οπότε η διάρκεια ωρίμανσης δεν ήταν ουσιαστικά μηδενική. Αυτό δημιούργησε αβεβαιότητα στους κομιστές, επειδή δεν ήταν σίγουροι ότι η κυβέρνηση θα επιβάλει το φόρο (μια ανησυχία που αποδείχθηκε δικαιολογημένη, όπως εξηγείται στην επόμενη ενότητα). Έτσι, όταν εκδόθηκαν τα γραμμάτια πίστωσης για πρώτη φορά, το  $d$  ήταν θετικό για οικονομικούς και πολιτικούς λόγους και οι προσδοκίες των κομιστών γύρω από το χρόνο ωρίμανσης ( $E(N)$ ) ανατόκιζαν το discount που εφαρμοζόταν στα γραμμάτια πίστωσης.

$$P_t = \frac{FV}{(1 + d_t)^{E(N)}}$$

Αρχικά, η κυβέρνηση ζήτησε βοήθεια από τους Βοστωνέζους εμπόρους (οι οποίοι συμφώνησαν να δεχθούν τα γραμμάτια ως πληρωμές με ένα μικρό discount) και η κυβέρνηση προσπάθησε να αντισταθμίσει το discount με την αποδοχή των γραμματίων με ασφάλιστρο 5% σε σχέση με την έντυπη ονομαστική αξία (στον παραπάνω τύπο, το  $FV$  θα αυξηθεί). Η πριμοδότηση του 5% κατέστη γρήγορα περιττή, καθώς οι κομιστές διαπίστωσαν ότι η είσπραξη των φόρων ήταν άμεση και έτσι το  $\delta$  μειώθηκε στο μηδέν:

Όταν η κυβέρνηση προσέφερε αρχικά αυτά τα γραμμάτια στους πιστωτές, σε αντικατάσταση νομίσματος, έγιναν αποδεκτά με δυσπιστία. [...], με την αξία της κυκλοφορίας τους να μειώνεται αρχικά από 20% μέχρι 30%. [...] Πολλοί άνθρωποι φοβόντουσαν ότι η κυβέρνηση θα ανατρεπόταν σε λίγους μήνες ώστε να μετατρέψει τα γραμμάτια πίστωσης σε απορρίμματα χαρτιού, [...]. Όταν, όμως, η νέα κυβέρνηση αναγνώρισε πλήρως τα γραμμάτια και έγινε αντιληπτό ότι δεν καταβλήθηκε καμία προσπάθεια να κυκλοφορήσουν περισσότερα γραμμάτια πίστωσης από αυτά που απαιτούνταν για να καλυφθούν οι άμεσες ανάγκες της κατάστασης και, επιπλέον, ότι καμία προσπάθεια δεν έγινε για την αναβολή της περιόδου σχετικά με τη λήξη τους, τα γραμμάτια έγιναν αποδεκτά με εμπιστοσύνη από το σύνολο της κοινότητας [...] [και] συνέχισαν να κυκλοφορούν στο άρτιο. (Davis 1900, 10, 15, 18, 20)

Ωστόσο, όπως εξηγείται παρακάτω, η σύνδεση της έκδοσης των γραμματίων πίστωσης με ένα συγκεκριμένο φόρο δημιούργησε προβλήματα. Με την πάροδο του χρόνου, τα προβλήματα αυτά συνέβαλαν στην επιστροφή ενός θετικού discount, καθώς και στη μείωση της αξίας της λογιστικής μονάδας.

Πριν από τη δημιουργία μιας κεντρικής τράπεζας που παρέχει ένα ενιαίο νομισματικό σύστημα μέσω εκκαθάρισης και διακανονισμού στο άρτιο των τραπεζικών νομισματικών μέσων, τα τραπεζογραμμάτια κυκλοφορούσαν συνήθως σε discount. Στις ΗΠΑ, οι ιδιωτικές πρωτοβουλίες όπως της Τράπεζας Suffolk καθιέρωσαν ένα ενδοτραπεζικό σύστημα ισότιμης εκκαθάρισης που επέτρεπε την ισότιμη κυκλοφορία των χαρτονομισμάτων στη Νέα Αγγλία. Μόνο η Second Bank των Ηνωμένων Πολιτειών είχε χαρτονομίσματα που κυκλοφορούσαν στην ονομαστική τους αξία για το σύνολο της εθνικής επικράτειας και αυτό οφειλόταν στο γεγονός ότι τα χαρτονομίσματα της ήταν αποδεκτά ως οφειλόμενες πληρωμές προς την κυβέρνηση των ΗΠΑ (Markham 2002, 134).

Δεδομένου ότι οι περισσότερες τράπεζες διεξήγαγαν επιχειρηματικές συναλλαγές σε περιορισμένη γεωγραφική περιοχή και υπήρχε έλλειψη διατραπεζικής ισότιμης εκκαθάρισης και διακανονισμού, δεν ήταν πάντοτε δυνατόν για όλους τους κομιστές των τραπεζογραμματίων να τα επιστρέψουν στην εκδότρια τράπεζα σε πρώτη ζήτηση (είτε άμεσα είτε μέσω άλλης τράπεζας). Ως εκ τούτου, η διάρκεια λήξης των τραπεζογραμματίων δεν ήταν αποτελεσματικά στιγμιαία, ενώ η εμπιστοσύνη στην ικανότητα της εκδότριας τράπεζας να είναι κερδοφόρα επιχείρηση, δεν ήταν κατ' ανάγκην υψηλή. Αν κατέρρεε η εκδότρια τράπεζα, τα τραπεζογραμμάτια που έκδιε δεν είχαν πια καμιά αξία, δεδομένου ότι κανένας από τους κομιστές δεν θα μπορούσε να τα χρησιμοποιήσει για να κάνει πληρωμές προς την τράπεζα. Επιβλήθηκε ένα σύστημα discount που ποίκιλλε με βάση την εμπιστοσύνη σχετικά με τη βιωσιμότητα μιας συγκεκριμένης τράπεζας. Επιπλέον, λόγω της έλλειψης ρύθμισης κατά τη διάρκεια της περιόδου Wildcat, η απάτη ήταν συχνό φαινόμενο. Οι τράπεζες αποθάρρυναν ή απέρριπταν τη μετατροπή σε είδος σε πρώτη ζήτηση:

Μερικές φορές, οι τράπεζες χρησιμοποιούσαν απομακρυσμένες περιοχές ως τα σημεία εξαγοράς τους, προκειμένου να αποφύγουν την εξαγορά των γραμματίων τους σε είδος. Μια άλλη μέθοδος που χρησιμοποιούταν από τις τράπεζες για να αποθαρρύνουν την πρώτη ζήτηση σε είδος ήταν η μη αποδοχή των δικών τους γραμματίων, παρά μόνο με ένα μεγάλο discount. Έλεγαν στους πελάτες ότι, αν περίμεναν, τα γραμμάτια θα εξαργυρώνονταν αργότερα στο άρτιο, αλλά οι υποσχέσεις αυτές δεν τηρούνταν πάντα. Οι πολιτείες προσπάθησαν να απαιτήσουν από τις τράπεζες να εξαργυρώνουν σε ισοτιμία, αλλά οι προσπάθειες αυτές δεν είχαν επιτυχία. (Markham 2002, σελ., 169)

Η παραβίαση της ρήτρας μετατροπής αύξησε ακόμη περισσότερο το discount που εφαρμοζόταν στα τραπεζογραμμάτια. Το πρόβλημα αυτό επιδεινώνεται με το φαινόμενο της εκτεταμένης παραχάραξης (Smith 1832, σ. 66), η οποία ενίσχυσε την απροθυμία των τραπεζών να δέχονται πίσω άμεσα τα τραπεζογραμμάτια τους στο άρτιο, ακόμη και

στις πληρωμές από τους οφειλότες, επειδή δεν μπορούσε να επαληθευθεί η εγκυρότητα των γραμματίων.

Τέλος, η πιο σύνθετη ιστορική υπόθεση όσον αφορά την εύλογη αξία των χρηματικών μέσων έχει να κάνει με τα μεσαιωνικά νομίσματα κατασκευασμένα από πολύτιμα μέταλλα. Υπάρχουν τρία γενικά προβλήματα με αυτή την περίπτωση. Το πρώτο πρόβλημα αφορά την ονομαστική αξία των νομισμάτων, ένα άλλο πρόβλημα σχετίζεται με την εγγενή αξία των νομισμάτων (δηλαδή την αγοραία αξία της περιεκτικότητας του πολύτιμου μετάλλου) και ένα τρίτο πρόβλημα σχετίζεται με την αλληλεπίδραση μεταξύ των δύο πρώτων προβλημάτων.

Μέχρι σχετικά πολύ πρόσφατα, η ονομαστική αξία δεν ήταν σφραγισμένη πάνω στο νόμισμα και η όλη διαδικασία «πραγματοποιείτο μέσω βασιλικής διακήρυξης σε όλες τις δημόσιες πλατείες, τα πανηγύρια και τις αγορές, με την υποκίνηση των κοινών επαρχιακών δικαστών: δικαστικοί επιμελητές, ταξιάρχες και υπασπιστές» (Boyer-Chambeu et al. 1994, σελ., 47). Η ανακοίνωση ανέφερε την αξία του ποσού την οποία θα δεχόταν ο βασιλιάς για κάθε ένα από τα κέρματα ως οφειλές προς αυτόν, αποκαθιστώντας έτσι την ονομαστική τους αξία. Με τους βασιλείς και άλλα άτομα να εκδίδουν νομίσματα κάτω από ένα άναρχο σύστημα, ήταν δύσκολο να γνωρίζει κανείς την επίσημη ονομαστική αξία του νομίσματος. Οι βασιλείς και οι άλλοι εκδότες νομισμάτων προκαλούσαν σύγχυση στο κοινό σχετικά με την τρέχουσα ονομαστική αξία με το να αλλάζουν τακτικά την ονομαστική τους αξία. Η αλλαγή στην ονομαστική αξία του νομίσματος ήταν μια συχνά χρησιμοποιούμενη μέθοδος για την αύξηση των φόρων (και επίσης μια μορφή χρεοκοπίας). Αν ο βασιλιάς μείωνε την ονομαστική αξία του νομίσματος κατά το ήμισυ, κάποιος που έδινε πριν ένα νόμισμα για να πληρώσει τους φόρους του, τώρα θα έπρεπε να δώσει δύο. Οι συχνές αλλαγές στην ονομαστική αξία του νομίσματος οδήγησαν σε καταστάσεις όπου «υπήρχαν τόσα πολλά διατάγματα σε ισχύ γύρω από τις αλλαγές στην [ονομαστική] αξία των κερμάτων, σε βαθμό που μόνο ένας εμπειρογνώμων θα μπορούσε να πει ποια ήταν η [ονομαστική] αξία των διαφόρων νομισμάτων των διαφόρων εκδόσεων και τα νομίσματα έγιναν ιδιαίτερα κερδοσκοπικά εμπορεύματα» (Innes 1913, σελ., 386).

Τα νομίσματα από πολύτιμα μέταλλα ήταν ένας τρόπος για την αντιμετώπιση μέρους της αβεβαιότητας γύρω από την ονομαστική αξία των νομισμάτων. Τα νομίσματα με υψηλή περιεκτικότητα σε πολύτιμο μέταλλο τα απαιτούσαν οι πιστωτές από τους ηγεμόνες που δεν εμπιστεύονταν είτε επειδή μείωναν πολύ τακτικά την ονομαστική αξία των νομισμάτων τους είτε επειδή αρνιόντουσαν πολύ συχνά να δεχτούν μερικά από τα δικά τους νομίσματα ως πληρωμές ή επειδή ήταν πολιτικά αδύναμοι. Όσο υψηλότερη ήταν η περιεκτικότητα του πολύτιμου μετάλλου σε σχέση με την ονομαστική τους αξία, τόσο πιο περιορισμένη ήταν η ικανότητα των βασιλιάδων να μειώσουν την αξία του νομίσματος, επειδή τα νομίσματα θα εξαφανίζονταν αν η ονομαστική αξία έπεφτε κάτω από την αγοραία τιμή του περιεχομένου του πολύτιμου μετάλλου (Hawtrey 1919, 173). Επίσης, έλιωναν τα νομίσματα (ή εξαγόταν ως αποθέματα χρυσού και αργύρου) για να εξαγάγουν το πολύτιμο μέταλλο, επειδή έτσι μπορούσε να αποκτηθεί ένας μεγαλύτερος αριθμός της λογιστικής μονάδας ανά κέρμα από την πώληση των πολύτιμων μετάλλων, αντί από την παράδοσή τους στον βασιλιά. Τέλος, κάποιιοι απαιτούσαν πληρωμές σε πολύτιμα

μεταλλικά νομίσματα, επειδή δεν προσδοκούσαν να είναι οφειλέτες του βασιλιά (π.χ., οι μισθοφόροι).

Η έκδοση αυτών των κερμάτων προκάλεσε διάφορα ζητήματα σχετικά με την εγγενή τους αξία και τον αντίκτυπό τους στην εύλογη αξία. Εάν οι συνθήκες στην αγορά πολύτιμων μετάλλων ωθούσαν την τιμή του πολύτιμου μετάλλου σε επίπεδα υψηλότερα από την ονομαστική τους αξία, οι νομισματοκόπτες και οι έμποροι νομισμάτων έλιωναν ή υποτιμούσαν παράνομα (μέσω ψαλιδίσματος και εφίδρωσης) το νόμισμα ακόμη και αν η πιστοληπτική ικανότητα ενός βασιλιά ήταν εξαιρετική (Boyer-Chambeu et al. 1994, σελ., 45). Στη θεωρία, η παράνομη υποβάθμιση λάμβανε χώρα έως ότου η εγγενή αξία των νομισμάτων επανερχόταν στην ονομαστική τους αξία, αλλά η τακτική αυτή έγινε τέτοια συνήθεια που συνεχίστηκε ακόμη και όταν η τιμή διαφοράς ήταν μηδενική (Murad 1939, σελ., 27–29). Οι προσδοκίες για μελλοντικές αυξήσεις (ή μειώσεις) στην τιμή του πολύτιμου μετάλλου ενθάρρυναν επίσης την παράνομη υποβάθμιση, ακόμη και αν δεν ήταν εφικτό να διαμορφωθεί άμεσα κάποιο κέρδος. Η απάτη ενθαρρύνθηκε περαιτέρω εξαιτίας ατελών μεθόδων παραγωγής. Νομίσματα με την ίδια ονομασία και ημερομηνία έκδοσης είχαν διαφορετικό βάρος και λεπτότητα, ακόμη και υπό τις καλύτερες συνθήκες (Mélitz 1974, σελ., 71). Τα νομίσματα είχαν επίσης ανώμαλες άκρες που έκαναν δύσκολο τον εντοπισμό του ψαλιδίσματος, εάν αυτό γινόταν συγκρατημένα.

Η απάτη ήταν ιδιαίτερο πρόβλημα, επειδή διατάραζε την ομοιομορφία και την τάξη που ήθελαν να επιβάλλουν οι βασιλιάδες προκειμένου να δημιουργήσουν εμπιστοσύνη γύρω από τα νομίσματά τους. Η σφραγίδα στα ολόσωμα νομίσματα αποτελούσε εν μέρει ένα πιστοποιητικό γνησιότητας του βάρους και της λεπτότητας των εξασφαλίσεων που ήταν ενσωματωμένα σε νομίσματα (Macleod 1894). Διακυβεύονταν η αξιοπιστία του βασιλιά. Αν επιτρεπόταν να συνεχιστεί η απάτη, η χώρα θα έμενε με ένα νόμισμα ανεπαρκούς ποσότητας και ποιότητας για την προώθηση ομαλών οικονομικών δραστηριοτήτων και τα αδέξια και παραμορφωμένα νομίσματα ενθάρρυναν την παραχάραξη. Για να αποφευχθεί αυτό το ενδεχόμενο, οι βασιλιάδες αντιτάχθηκαν ενεργά σε κάθε δόλια αλλοίωση της εσωτερικής αξίας των νομισμάτων. Το έκαναν αυτό με διάφορα μέσα. Ο ένας ήταν να τιμωρούνται αυστηρά οι απατεώνες:

Τα νομίσματα ήταν άκομψα και αδέξια και η παραχάραξη ήταν εύκολη διαδικασία και οι νόμοι που υπήρχαν δείχνουν πόσο συνήθης ήταν το φαινόμενο παρά την καθιέρωση της ποινής του θανάτου ή την απώλεια του δεξιού χεριού ως τιμωρία. Κάθε τοπικός δήμος μπορούσε να έχει το δικό του τοπικό νομισματοκοπείο και οι νομισματοκόπτες ήταν συχνά ένοχοι για την έκδοση κερμάτων με απαξιωμένο μέταλλο ή για κλέψιμο στη ζύγιση προκειμένου να έχουν ένα επιπλέον κέρδος. [...] [Ο Henry I] αποφάσισε ότι κάτι πρέπει να γίνει και διέταξε το 1125 να συλληφθούν όλοι οι νομισματοκόπτες. Τα αρχεία δείχνουν ότι σχεδόν όλοι κρίθηκαν ένοχοι για απάτη και τους κόπηκε το δεξί χέρι. (Quiggin 1963, σελ., 57–58)

Ένας άλλος τρόπος ήταν να ζυγίζονται τα νομίσματα που εισπράττονταν για την πληρωμή τελών και να απορρίπτονται ως πληρωμή οποιαδήποτε νομίσματα



κουβαλούσαν μικρότερο βάρος από αυτό που είχαν από την αρχική τους έκδοση. Τέλος, δύο άλλοι τρόποι ήταν να υποβαθμιστεί ή να ανατιμηθεί το νόμισμα:

Η υποβάθμιση αφορούσε μόνο μεταβολές στην ποσότητα του αργύρου στα νομίσματα, προκειμένου να συμβαδίζει με την αύξηση της τιμής του αργύρου στην αγορά. [...] Ήταν ανέκαθεν απαραίτητη η ρύθμιση της ποσότητας του μετάλλου στα νομίσματα, διότι, εάν υπήρχε μεγάλη ποσότητα, θα έπρεπε να αποσυρθούν αμέσως από την κυκλοφορία και να πωλείται το μέταλλο. [...] Εάν η ποσότητα ήταν πολύ μικρή, θα μπορούσαν να αποτελέσουν αντικείμενο μίμησης. (Smith 1832, σελ., 34)

Σε αυτή την περίπτωση, η υποβάθμιση δεν ήταν ο κατάλληλος τρόπος για να αυξηθεί η χρηματοδοτική ικανότητα του βασιλιά. Ήταν νόμιμο μέσο για τη διατήρηση της σταθερότητας του νομισματικού συστήματος, στο οποίο η αξία των πολύτιμων μετάλλων έπαιξε εγγυητικό ρόλο (Hawtrey 1919, σελ., 280–281). Η αύξηση της τιμής των πολύτιμων μετάλλων ήταν η αιτία της υποβάθμισης και όχι το αντίστροφο. Και η αύξηση της τιμής του πολύτιμου μετάλλου πρέπει να οφείλεται εν μέρει στη μικρή προσφορά τους σε σχέση με τη ζήτηση από τους βασιλιάδες, προκειμένου να χρηματοδοτήσουν πολέμους και άλλες άσκοπες σπατάλες και γενικότερα στα μόνιμα εμπορικά ελλείμματα που στράγγισαν την οικονομία από νομίσματα.

Η υποβάθμιση αποτελούσε περιορισμένη λύση στην αντιστάθμιση της αύξησης της τιμής των πολύτιμων μετάλλων, επειδή ο κίνδυνος της παραχάραξης διογκωνόταν με την περαιτέρω υποβάθμιση. Η υποβάθμιση επιδρούσε επίσης αρνητικά στην πιστοληπτική ικανότητα του ηγεμόνα, ακόμη και αν, στην περίπτωση αυτή, μπορεί να μην είχε τίποτα να κάνει με το πρόβλημα και να προσπαθούσε μάλιστα να προωθήσει ένα σταθερό νομισματικό σύστημα. Η ανατίμηση των νομισμάτων δεν περιοριζόταν από τον κίνδυνο παραχάραξης, αλλά δημιούργησε ένα άλλο πρόβλημα που προέκυψε από πιθανές πληθωριστικές πιέσεις όταν η ονομαστική αξία της προσφοράς του χρήματος αυξήθηκε μονομερώς εν μία νυκτί. Οι πιέσεις στην αγορά πολύτιμων μετάλλων θα μπορούσαν να παρεισφρήσουν στην αγορά για αγαθά και υπηρεσίες και, για μια ακόμη φορά, ο βασιλιάς θα θεωρείτο υπεύθυνος. Τέλος, οι συχνές ανατιμήσεις προκαλούσαν μεγαλύτερη δημόσια σύγχυση σχετικά με την ονομαστική αξία των νομισμάτων και ενίσχυαν τη δυσπιστία και τη ζήτηση για νομίσματα με υψηλή περιεκτικότητα σε πολύτιμα μέταλλα.

Αν κάποιος συνδυάσει το πρώτο (αλλαγές στην ονομαστική αξία) και το δεύτερο σημείο (αλλαγές στην εγγενή αξία), καθώς και τις αλληλεπιδράσεις τους, ο καθορισμός της εύλογης αξίας των νομισμάτων γίνεται ιδιαίτερα περίπλοκη υπόθεση. Από τη μια πλευρά, η κατάχρηση της υποβάθμισης οδήγησε σε δύο τύπους κερδοσκοπίας: έναν που αφορά την επέλευση μιας μελλοντικής υποβάθμισης και έναν που αφορά την ονομαστική αξία των νομισμάτων σε σχέση με την αξία του περιεχομένου του πολύτιμου μετάλλου. Από την άλλη πλευρά, οι εξελίξεις στις αγορές πολύτιμων μετάλλων επηρέαζαν τις προσδοκίες για το μέλλον της υποβάθμισης ή της ανατίμησης των κερμάτων. Έτσι, η εύλογη αξία των κερμάτων βίωνε σημαντικές διακυμάνσεις μέσα σε μια ζώνη που καθορίζονταν, κατ' ελάχιστον, από την αναμενόμενη μείωση στην

ονομαστική αξία σε μια χρονική στιγμή  $m$  ή την τρέχουσα αγοραία αξία του περιεχομένου των πολυτίμων μετάλλων ( $PGtQGt$ ) και, κατ' ανώτατο όριο, από την αναμενόμενη προεξοφλημένη αξία της μεταπώλησης μια δεδομένης ποσότητας του πολύτιμου μετάλλου στο νόμισμα σε μια χρονική στιγμή  $n$  ή την προεξοφλημένη υποβάθμιση της ονομαστικής αξίας σε χρόνο  $q$ .

$$P_t \leq \left[ \max \left( P_{Gt} Q_{Gt}, \frac{E_t(FV_m^{min})}{(1+d_t)^m} \right), \max \left( \frac{E_t(P_{Gn}) Q_{Gt}}{(1+d_t)^n}, \frac{E_t(FV_q^{max})}{(1+d_t)^q} \right) \right]$$

Οι προσδοκίες για νόμιμες και παράνομες υποβαθμίσεις ( $E(QG)$ ) θα προσθέσουν ένα επιπλέον στρώμα πολυπλοκότητας, μάλιστα ακόμη περισσότερο σε περίπτωση που ο χρονικός ορίζοντας των προσδοκιών για υποβάθμιση διέφερε από αυτόν όσον αφορά την τιμή του πολύτιμου μετάλλου. Έτσι, τα κέρματα μπορεί να κυκλοφορούσαν με ασφάλιστρο (μόνο για μικρό χρονικό διάστημα, αν δεν υπήρχε προσδοκία υποβάθμισης) ή με έκπτωση, σε σχέση με την επίσημη ονομαστική τους αξία, για σύνθετους λόγους που σχετίζονται με τις μεταβολές των προσδοκιών γύρω από τη μελλοντική εύλογη αξία των νομισμάτων, την απόκλιση αυτών των προσδοκιών ανάμεσα στον πληθυσμό, την εμπιστοσύνη σε αυτές τις προσδοκίες, καθώς και τους χρονικούς ορίζοντες αυτών των προσδοκιών. Οι προσδοκίες αυτές εξαρτιόντουσαν με τη σειρά της από την αξιοπιστία του βασιλιά (και συνεπώς από τις κοινωνικο-πολιτικο-οικονομικές δυνάμεις που λάμβαναν χώρα σε μονίμως μεταβαλλόμενες περιοχές επιρροής), την ύπαρξη της απάτης, και την κερδοσκοπία στις αγορές χρυσού και αργύρου και τις επιπτώσεις τους στην ονομαστική αξία και την εγγενή αξία των νομισμάτων.

Τέλος, ένα άλλο πρόβλημα κατά τη διάρκεια του Μεσαίωνα ήταν η δυσκολία αποτελεσματικής επικοινωνίας και πληροφόρησης σχετικά με τις αλλαγές στην ονομαστική αξία των νομισμάτων, γεγονός που οφειλόταν στην ύπαρξη ενός υπανάπτυκτου τραπεζικού συστήματος. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να υπάρχουν μεγάλες καθυστερήσεις στην προσαρμογή της εύλογης αξίας σε μια νέα ονομαστική αξία. Λόγω της συχνότητας των αλλαγών, η εύλογη αξία δεν μπορούσε ποτέ να προσαρμοστεί πλήρως. Επιπλέον, ορισμένοι κομιστές νομισμάτων του βασιλιά μπορεί να ήταν σε απομονωμένες περιοχές όπου σπανίως πήγαιναν οι αξιωματούχοι του βασιλιά ή οι έμποροι. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να κυκλοφορούν κάποια κέρματα με έκπτωση μεταξύ τρίτων, επειδή ήταν αδύνατο να επιστραφούν νομίσματα στον βασιλιά κατά βούληση (είτε άμεσα είτε μέσω του τραπεζικού συστήματος). Με δεδομένες τις δυσκολίες για την εξακρίβωση της εύλογης αξίας των νομισμάτων και τη παρουσία της εκτεταμένης νοθείας, δεν αποτελεί έκπληξη το γεγονός ότι τα νομίσματα ζυγίζονταν και κυκλοφορούσαν με βάση την αξία των πολύτιμων μετάλλων τους. Αυτό έγινε κοινό φαινόμενο ιδιαίτερα όταν ένας βασιλιάς καθιστούσε τη ζύγιση των νομισμάτων ως προϋπόθεση για την αποδοχή τους σε οφειλόμενες πληρωμές προς αυτόν. Η ζύγιση έγινε κοινό φαινόμενο στις ιδιωτικές συναλλαγές (Wray 2012). Αν και η απονομισματοποίηση λάμβανε χώρα μόνο όταν απορρίπτονταν από τον ηγεμόνα ή τα έλιωναν παράνομα οι κομιστές, ουσιαστικά τα νομίσματα αντιμετωπίζονταν ως εμπόρευμα από τους κομιστές τους. Εν συντομία, επικρατούσε νομισματική διαταραχή.

Η επόμενη ενότητα υποστηρίζει ότι αυτή η διαταραχή επιδεινώνεται από την ύπαρξη ελεύθερων νομισμάτων.

### **Η αξία της λογιστικής μονάδας**

Υπάρχουν περιπτώσεις στις οποίες η αξία όλων των χρηματοοικονομικών μέσων μεταβάλλεται ταυτόχρονα σε σχέση με την αξία των αγαθών και των υπηρεσιών (πληθωρισμό ή αποπληθωρισμό) ή σε σχέση με μια άλλη λογιστική μονάδα (υποτίμηση ή ανατίμηση). Αυτές οι αλλαγές στην αγοραστική δύναμη οφείλονται είτε στις διακριτικές αποφάσεις της νομισματικής αρχής ή σε μηχανισμούς που βρίσκονται σε λειτουργία σε ένα νομισματικό σύστημα. Οι μεταβολές στην αξία της λογιστικής μονάδας θα πρέπει να διαφοροποιούνται από τις αλλαγές στην εύλογη αξία ενός νομισματικού μέσου (δηλαδή οι μεταβολές στην πραγματική αξία και την ονομαστική αξία του νομισματικού μέσου πρέπει να διαφοροποιούνται). Οι μεταβολές στην αξία της λογιστικής μονάδας σχετίζονται με τις αναμενόμενες και πραγματικές μεταβολές στις μακροοικονομικές συνθήκες. Οι μεταβολές στην εύλογη αξία σχετίζονται με τις αναμενόμενες και πραγματικές αλλαγές στα χαρακτηριστικά ενός χρηματοοικονομικού μέσου ή στην χρηματοδοτική υποδομή. Για τα νομισματικά μέσα, αυτό το δεύτερο είδος αλλαγών δεν έχει λάβει χώρα αφότου τέθηκαν σε εφαρμογή οι κρατικές εγγυήσεις και το αμετάτρεπτο νόμισμα έχει γίνει το βασικό πρότυπο και η προσφορά του είναι ελαστική. Αυτοί οι δύο τύποι αλλαγής μπορεί να παράγουν επιζήμια αποτελέσματα σε συνδυασμό, όπως δείχνει η περίπτωση του Κόλπου της Μασαχουσέτης.

Η αξία της λογιστικής μονάδας εξαρτάται από το πόσο δύσκολο είναι να έχει κανείς πρόσβαση σε αυτήν (Minsky 1986α, κεφ. 7). Για να αποκτηθεί πρόσβαση, θα πρέπει κανείς να αποκτήσει χρηματοπιστωτικά μέσα που κουβαλούν την εν λόγω λογιστική μονάδα είτε με την απόκτηση εισοδήματος είτε από τις κρατικές δαπάνες στην οικονομία. Εάν είναι πολύ δύσκολο να υπάρχει πρόσβαση στο λογιστική μονάδα (π.χ., οι μισθοί είναι πολύ χαμηλοί, τα πιστωτικά κριτήρια πολύ αυστηρά, τα δημόσια ελλείμματα πολύ χαμηλά), η οικονομία θα τείνει να είναι αποπληθωριστική. Εάν είναι πάρα πολύ εύκολη πρόσβαση, η οικονομία θα τείνει να είναι πληθωριστική. Αφήνοντας κατά μέρος τον πληθωρισμό κόστους, το τελικό αποτέλεσμα των πληθωριστικών πιέσεων θα εξαρτηθεί από την ελαστικότητα των όρων προσφοράς αγαθών και υπηρεσιών, τον τρόπο με τον οποίον χρησιμοποιούνται τα νομισματικά μέσα και την ισχύ των μηχανισμών παλινδρόμησης.

Οι ίδιοι παράγοντες επηρεάζουν τη σχέση ανάμεσα στις λογιστικές μονάδες. Οι μηχανισμοί παλινδρόμησης, όπως η ικανότητα των εξαγωγών και της λήψης καθαρού εισοδήματος από τον υπόλοιπο κόσμο, επηρεάζουν τη σχετική αξία των δύο λογιστικών μονάδων (Minsky 1986b). Επιπλέον, η ικανότητα να εξυπηρετείται η προθυμία των οικονομικών μονάδων σε πλεόνασμα να αλλάζουν το χαρτοφυλάκιό τους σε άλλο νόμισμα διαδραματίζει κεντρικό ρόλο. Ωστόσο, επειδή οι νομισματικές αρχές δεν μπορούν να διαχειριστούν τα κορυφαία νομισματικά μέσα των άλλων νομισματικών συστημάτων ή επειδή δεν υπάρχουν συνήθως αρκετά μεγάλοι πιστωτές σε ξένο νόμισμα, οι κινήσεις του χαρτοφυλακίου μπορεί να οδηγήσουν σε μεγάλες υποτιμήσεις ή ανατιμήσεις της εγχώριας λογιστικής μονάδας σε σχέση με τις ξένες λογιστικές μονάδες,

εκτός εάν οι νομισματικές αρχές στις διάφορες χώρες συντονίσουν τις προσπάθειές τους.

Οι ιστορικές περιπτώσεις βοηθούν να διευκρινίσουμε μερικά από αυτά τα σημεία. Ξεκινώντας με την αποικία του Κόλπου της Μασαχουσέτης, η επαρχιακή κυβέρνηση αναγνώρισε τη σημασία του φορολογικού συστήματος για τη σταθερότητα του νομισματικού συστήματος, αλλά αναγνώρισε επίσης ότι οι φόροι έτειναν να θέτουν πολλά χαρτονομίσματα εκτός της οικονομίας σε σύγκριση με ό, τι ήταν επιθυμητό από τις ιδιωτικές οικονομικές μονάδες. Αυτό δημιούργησε ένα δίλημμα:

Η απόσυρση ενός μεγάλου μέρους του κυκλοφορούντος μέσου μέσω της ετήσιας φορολογίας παρήγαγε τακτικά μια στενότητα από την οποία ο νομοθέτης επεδίωκε ανακούφιση μέσω της αναβολής της απόσυρσης. Αν τα χαρτονομίσματα δεν αποσύρονταν σύμφωνα με τους όρους της έκδοσής τους, η πίστη του κοινού σε αυτά θα μειωνόταν και, αν αποσύρονταν, θα υπήρχε διαταραχή στο νόμισμα. Σε αυτά τα σημεία υπήρχε μόνιμη διαφωνία μεταξύ του κυβερνήτη και των αντιπροσώπων. (Davis 1900, 21)

Η μορφή του δημόσιου χαρτονομίσματος έχει ήδη αναφερθεί. Στην πραγματικότητα, ήταν ένα πιστοποιητικό χρέους και, με βάση αυτή τη θεωρία, όταν επέστρεφε στο θησαυροφυλάκιο το χρέος ακυρωνόταν και η προσωρινή λειτουργία του χαρτονομίσματος είχε ολοκληρωθεί. Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, τα ποσά που αρχικά εκδίδονταν κάθε χρόνο απλώς προορίζονταν για να καλύψουν τις άμεσες ανάγκες της κυβέρνησης και η απόσυρσή τους είχε προβλεφθεί στο επόμενο φορολογικό νομοσχέδιο. [...] Η εμπιστοσύνη στα χαρτονομίσματα βασιζόταν στην τελική απόσυρσή τους και όσο μεγαλύτερες είναι οι εκπομπές τόσο υψηλότεροι θα πρέπει να είναι οι φόροι που επιβάλλονται για την απόσυρσή τους. Αν και αυτό ήταν προφανώς αληθές, και ενώ υπήρχαν ενδείξεις περί απώλειας της εμπιστοσύνης στα χαρτονομίσματα, όταν η συνέλευση αδυνατούσε να βρει τα κονδύλια για την απόσυρση μιας εκπομπής, ωστόσο δεν μπορεί να αμφισβητηθεί, όσο παράδοξο και αν φαίνεται, ότι κάθε φορά που γινόταν χρήση κονδυλίων για το σκοπό της εξαγοράς των κυβερνητικών υποσχέσεων και τη διατήρηση της εμπιστοσύνης στα χαρτονομίσματα, ήταν αναμενόμενο ότι θα υπάρξει μια εκπομπή για να γεμίσει το κενό που προκλήθηκε στο κυκλοφορούν μέσο (του ιδίου 380).

Οι ιδιωτικοί οικονομικοί παράγοντες επιθυμούσαν να κρατήσουν τα χαρτονομίσματα για άλλους σκοπούς πέρα από την καταβολή των φορολογικών υποχρεώσεων (π.χ., καθημερινά έξοδα, διευθέτηση ιδιωτικού χρέους, επιλογές χαρτοφυλακίου και προληπτική αποταμίευση). Ωστόσο, με την αποστράγγιση αυτών των χαρτονομισμάτων μέσω των φόρων, η κυβέρνηση εμπόδιζε τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα από τη συσσώρευση του ποσού των χαρτονομισμάτων που επιθυμούσε. Ταυτόχρονα, οι φόροι ήταν ένα θεμελιώδες στοιχείο του νομισματικού συστήματος, οπότε έπρεπε να εκτελεστούν ως ήταν αναμενόμενο. Τελικά, η επαρχιακή κυβέρνηση δεν ήταν βέβαιη

πώς να προχωρήσει όσον αφορά το ύψος των χαρτονομισμάτων που έπρεπε να αποσυρθεί. Μια δραστική μέθοδος ήταν να παραβιάσει την υπεσχημένη ημερομηνία λήξης με την αναβολή της εφαρμογής του φόρου για πολλά χρόνια. Αυτό αποτελούσε χρεοκοπία σε σχέση με τους όρους των χαρτονομισμάτων και ένα βέβαιο μέσο για να μειωθεί η εμπιστοσύνη στα χαρτονομίσματα και συνεπώς στην εύλογη αξία τους (του ιδίου, σελ., 108). «Το γεγονός αυτό θα οδηγούσε από μόνο του σε υποτίμηση, ακόμη και αν το ποσό που κυκλοφορούσε τότε είχε τις σωστές αναλογίες με τις ανάγκες της κοινότητας» (στο ίδιο, σελ., 20). Αργότερα, η επαρχιακή κυβέρνηση βρήκε μια πιο κατάλληλη λύση με τη διεύρυνση των ειδών των υποχρεώσεων που θα μπορούσαν να καταβληθούν με τα χαρτονομίσματα.

Κάποια γνώση της εθνικής λογιστικής βοηθά στο να λυθεί αυτό το δίλημμα. Η ροή των κονδυλίων χρησιμοποιεί τους ισολογισμούς για να αναλύσει τους τρεις κύριους τομείς της οικονομίας: τον ιδιωτικό τομέα ( $DP$ ), τον δημόσιο τομέα ( $G$ ) και τον εξωτερικό τομέα (Ritter 1963). Για λόγους απλοποίησης, ο εξωτερικός τομέας θα μείνει στην άκρη. Ο ισολογισμός είναι ένα λογιστικό έγγραφο που καταγράφει ό,τι κατέχει (ενεργητικό) μια οικονομική μονάδα και αυτά που οφείλει (παθητικό και καθαρή θέση) (Σχήμα 3).

**Figure 3 A Basic Balance Sheet**

Assets	Liabilities and Net Worth
Financial Assets ( $FA$ )	Financial Liabilities ( $FL$ )
Real Assets ( $RA$ )	Net Worth ( $NW$ )

Ο ισολογισμός πρέπει να έχει πάντα άθροισμα μηδέν, δηλαδή η ακόλουθη ισότητα ισχύει πάντα:  $FA + RA \equiv FL + NW$ . Κάθε μακροοικονομικός τομέας έχει έναν ισολογισμό (Σχήμα 4).

**Figure 4 Balance Sheet of the Domestic Private (DP) and Government (G) Macroeconomic Sectors**

$A_{DP}$	$L_{DP}$	$A_G$	$L_G$
$FA_{DP}$	$FL_{DP}$	$FA_G$	$FL_G$
$RA_{DP}$	$NW_{DP}$	$RA_G$	$NW_G$

Τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία αποτελούν αξιώσεις σε άλλους τομείς της οικονομίας. Οι χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις είναι αξιώσεις άλλων οικονομικών μονάδων ενός οικονομικού τομέα. Για κάθε δανειστή υπάρχει ένας δανειολήπτης, έτσι

ώστε αν προσθέσει κανείς μαζί τις αξιώσεις του δανειστή και του οφειλέτη, θα πρέπει να οδηγούν σε ακύρωση:

$$(FADP - FLDP) + (FAG - FLG) \equiv 0$$

Δεδομένου ότι η προηγούμενη ταυτότητα ισχύει όσον αφορά τα επίπεδα, ισχύει επίσης όσον αφορά τις αλλαγές στα επίπεδα:

$$\Delta(FADP - FLDP) + \Delta(FAG - FLG) \equiv 0$$

Το  $\Delta(FA-FL)$  αποκαλείται καθαρός δανεισμός ή καθαρή χρηματοοικονομική συσσώρευση. Εάν ένας οικονομικός τομέας συσσωρεύει περισσότερες αξιώσεις στους άλλους τομείς από ό,τι συσσωρεύουν οι άλλοι τομείς στον εν λόγω τομέα, ο οικονομικός τομέας είναι καθαρός δανειστής:  $\Delta(FA-FL) > 0$ . Είναι αρκετά εύκολο να παρατηρήσουμε ότι δεν μπορεί όλοι οι τομείς να είναι ταυτόχρονα καθαροί δανειστές. Για κάθε δανειστή θα πρέπει να υπάρχει ένας οφειλέτης.

Συνήθως, ο εγχώριος ιδιωτικός τομέας επιθυμεί να έχει καθαρή χρηματοοικονομική συσσώρευση κρατικών χρηματοοικονομικών μέσων, οπότε ο δημόσιος τομέας θα πρέπει να έχει έλλειμμα. Ωστόσο, συνδέοντας την έκδοση των γραμματίων πίστωσης με ένα ειδικό φόρο, η αποικιακή κυβέρνηση της Μασαχουσέτης ανέλαβε ταυτόχρονα δύο απίθανα έργα: την εκπλήρωση του όρου ωρίμανσης των γραμματίων πίστωσης και την παροχή επαρκούς εφοδιασμού νομισματικών μέσων. Θα πρέπει να υπάρχει ένας όρος αναφορικά με τη λήξη των γραμματίων πίστωσης και θα πρέπει να εκτελείται όπως και θα αναμένεται από τους κομιστές, αλλά, για τα νομισματικά μέσα, η εξαργύρωση δεν θα πρέπει να συνδέεται με ένα συγκεκριμένο μηχανισμό παλινδρόμησης και πρέπει να αφεθεί στη διακριτική ευχέρεια των κομιστών. Με τον τρόπο αυτό, ο εκδότης αποφεύγει να δημιουργεί συγκεκριμένες προσδοκίες από τους κομιστές πέρα από τη γνώση ότι ο χρόνος λήξης είναι μηδενικός και ότι οφείλονται πληρωμές προς τον εκδότη, οι οποίες μπορεί να γίνουν με τη χρήση των νομισματικών μέσων του εκδότη. Αυτό συμβάλλει επίσης στην ελαστική προσφορά των νομισματικών μέσων, επιτρέποντας τη γρήγορη απόσυρση από την οικονομία οποιασδήποτε ανεπιθύμητης ποσότητας των νομισματικών μέσων. Η «έγχυση» και η απόσυρση των νομισματικών μέσων πρέπει να καθοδηγούνται από τη ζήτηση, προκειμένου να είναι εύρυθμη η λειτουργία του νομισματικού συστήματος.

Ενώ το πείραμα της Μασαχουσέτης προσφέρει ένα παράδειγμα σχετικά με την ανεπάρκεια των μηχανισμών παλινδρόμησης, τα ελεύθερα νομίσματα προσφέρουν ένα παράδειγμα των ανεπαρκών μηχανισμών έγχυσης. Όποιος είχε χρυσό ή ασήμι μπορούσε να εκδώσει τα νομισματικά μέσα του βασιλιά πηγαίνοντας στο τοπικό νομισματοκοπείο (Helffferich 1927, σελ., 370). Το μέταλλο ήταν αποδεκτό χωρίς δεύτερη κουβέντα και τα νομίσματα κόβονταν με το διακριτικό σημείο και το σχήμα που χρησιμοποιούσε ο βασιλιάς. Ο βασιλιάς δεχόταν ως οφειλόμενες πληρωμές προς αυτόν όλα τα νομίσματα που είχαν την χαρακτηριστική σφραγίδα του, ακόμη και τα νομίσματα που δεν εξέδιδε. Έτσι, ο βασιλιάς δεν είχε κανένα έλεγχο πάνω στο θέμα των νομισμάτων του και, πρακτικά, είχε νομιμοποιήσει την παραχάραξη. Ο οιοσδήποτε που

είχε υπό την κατοχή του χρυσό μπορούσε να εκδίδει χρηματοδοτικά μέσα που έφεραν την υπόσχεση του βασιλιά. Σήμερα, στις Ηνωμένες Πολιτείες, ένα ισοδύναμο παράδειγμα θα ήταν το US Bureau of Engraving and Printing να εκτυπώνει ελεύθερα χαρτονομίσματα του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού για οποιονδήποτε με χαρτί που πληρούσε τις προδιαγραφές του Bureau. Αυτή είναι μια συνταγή για πληθωρισμό. Έτσι, ενώ η προσφορά των νομισματικών μέσων πρέπει να είναι αρκετά ελαστική για να ανταποκριθεί στη ζήτηση προς αυτά, ο εκδότης θα πρέπει να ελέγχει τις μεθόδους δημιουργίας των νομισματικών του μέσων. Οι τράπεζες θα πρέπει να κάνουν σωστή ανασφάλιση. Οι κυβερνήσεις θα πρέπει να έχουν δημοσιονομικές διαδικασίες και τον έλεγχο των μέσων που χρησιμοποιούνται για να δημιουργηθούν νομισματικά μέσα.

### **Νομισματοποίηση και απονομισματοποίηση**

Οι προηγούμενες υποενότητες συνέβαλαν στο να κατανοήσουμε πότε κάτι μεταμορφώνεται σε νομισματικό εργαλείο και πότε παύει να ισχύει. Ένα εμπόρευμα δεν είναι νομισματικό μέσο. Ένα εμπόρευμα μπορεί να γίνει νομισματικό μέσο, αλλά υπάρχουν πολλές παγίδες για αποφυγή. Πρώτον, ο έλεγχος για την ύπαρξη ενός μέσου ανταλλαγής είναι κακός τρόπος για να καθορισθεί αν η πληρωμή θα είναι χρηματική ή σε είδος. Δεύτερον, ακόμη και αν αυτό οδεύει προς τη σωστή κατεύθυνση, ο έλεγχος για το αν ένα εμπόρευμα έχει σταθερή τιμή (Grierson 1977) είναι μόνο μια προκαταρκτική ένδειξη της νομισματικής φύσης ενός εμπορεύματος. Το κριτήριο αυτό δείχνει απλά και μόνο ότι καθορίζεται η τιμή ενός εμπορεύματος, αλλά δεν μπορεί να εξετάσει άλλες κρίσιμες πτυχές, όπως η ύπαρξη ενός όρου αναφορικά με τη λήξη. Ο Innes παρέχει μια ένδειξη για τη λογική που απαιτείται προκειμένου να προσδιοριστεί αν ένα εμπόρευμα είναι νομισματικό μέσο:

Αν σταματήσουμε μια στιγμή και αναστοχαστούμε θα δούμε ότι ένα βασικό αγαθό δεν μπορεί να χρησιμοποιείται ως χρήμα, επειδή εξ υποθέσεως, το μέσο είναι εξίσου εισπρακτέο από όλα τα μέλη της κοινότητας. Έτσι, όταν οι αλιείς πλήρωναν τις προμήθειες τους σε γάδο, ο έμπορος θα πρέπει επίσης να πληρώσει για το γάδο τους με γάδο, ένας προφανής παραλογισμός. (Innes 1913, σελ., 378)

Αν ένα αγαθό χρησιμοποιείται από κάποιον για να καταβάλλει πληρωμές και, αν αυτό το άτομο δέχεται πίσω το εμπόρευμα ως πληρωμές προς αυτόν σε μια καθορισμένη ημερομηνία λήξης, τότε, λόγω της ύπαρξης μιας σαφούς αξίας από την άποψη της λογιστικής μονάδας και την παρουσία μιας σφραγίδας του εκδότη, είναι χρηματοοικονομικό μέσο. Επιπλέον, αν το χρηματοοικονομικό μέσο που αποτελείται από κάποιο εμπόρευμα είναι διαπραγματεύσιμο και αποδεκτό όποτε επιστρέφεται στον εκδότη, είναι νομισματικό μέσο. Ως εκ τούτου, η εύλογη αξία του θα είναι η ονομαστική αξία και θα είναι μεγαλύτερη από την εγγενή αξία του (αλλιώς θα σταματήσει να κυκλοφορεί). Έτσι, ένα νομισματικό σύστημα που βασίζεται στο πρότυπο του χρυσού δεν είχε ποτέ κομμάτια χρυσού στην κορυφή της πυραμίδας, αλλά είχε χρυσά νομίσματα. Ο χρυσός θα αποτελούσε χρηματοδοτικό μέσο αν πληρούσε όλες τις προϋποθέσεις: διαπραγματεύσιμο (είναι), διακριτικό σήμα του εκδότη (ανύπαρκτο), σαφώς καθορισμένη ονομαστική αξία (καμία, εκτός αν οι παραγωγοί χρυσού δηλώσουν σε ποια τιμή θα δέχονται τον χρυσό ως πληρωμή) και ληκτότητα (καμία). Η εξόφληση

των οφειλών σε χρυσό δεν αποτελεί χρηματική παροχή, αλλά μια πληρωμή σε είδος. Το πιο κοντινό νομισματικό μέσο σε χρυσό είναι το νόμισμα.

Ένα νομισματικό μέσο υπόκειται σε απονομισματοποίηση όταν παύει να αποτελεί μια υπόσχεση. Αυτό μπορεί να γίνει με την πρωτοβουλία του εκδότη (π.χ. άρνηση να το δεχθεί ως πληρωμή) ή παράνομα με την πρωτοβουλία των κομιστών (π.χ., η τήξη των χρυσών νομισμάτων, η καταστροφή των χαρτονομισμάτων). Δεν πρέπει να συγχέουμε την απονομισματοποίηση και τη μη νομισματική χρήση των νομισματικών μέσων. Για παράδειγμα, οι συλλέκτες μπορεί να είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν εκατό φορές την ονομαστική αξία ενός αναμνηστικού κέρματος ή ενός «ειδικού» χαρτονομίσματος. Κάποιοι άλλοι μπορεί να συλλέγουν ξένα νομίσματα τα οποία κανείς δεν θα δεχθεί στη χώρα που διαμένουν οι συλλέκτες. Επιπλέον, οι ανθρωπολόγοι έχουν καταγράψει ότι όταν εισήχθησαν κέρματα στην Αφρική, ορισμένες αυτόχθονες φυλές τα χρησιμοποίησαν τόσο ως νομισματικά μέσα όσο και ως διακοσμητικά αντικείμενα ή και αγνόησαν εντελώς τη νομισματική τους χρήση. Καμία από αυτές τις περιπτώσεις δεν αποτελεί απονομισματοποίηση ενός χρηματοοικονομικού μέσου, αλλά αντιπροσωπεύουν την περίπτωση της μη νομισματικής χρήσης ενός νομισματικού μέσου. Επιπλέον, η νομισματοποίηση δεν ορίζεται σε σχέση με την εκπλήρωση μιας συγκεκριμένης λειτουργίας. Οι κομιστές μπορεί να σταματήσουν να χρησιμοποιούν ένα νομισματικό μέσο από τα να επιτελεί τις λειτουργίες τους (οι λόγοι που το κατέχουν μπορεί να είναι επειδή το θεωρούν έργο τέχνης, επειδή θεωρούν ότι έχει συλλεκτική αξία ή ακόμη και για λόγους δεισιδαιμονίας), αλλά εξακολουθεί να παραμένει ένα νομισματικό μέσο.

#### **4. Λόγοι για την κατοχή χρηματοοικονομικών μέσων**

Τα χρηματοοικονομικά μέσα είναι υποσχέσεις και μια υπόσχεση αφορά μια παρούσα συμφωνία για μελλοντική δράση. Έτσι, από την άποψη του εκδότη, ο κύριος λόγος για τη δημιουργία χρηματοδοτικών μέσων είναι η ενεργοποίηση ενδοχρονικών οικονομικών δραστηριοτήτων όλων των ειδών (παραγωγικές ή κερδοσκοπικές). Ο βαθμός της ενδοχρονικότητας (ληκτότητα) εξαρτάται από τις ανάγκες του εκδότη. Για να χρηματοδοτηθούν αυτές οι ενδοχρονικές αποφάσεις, ο κομιστής θα πρέπει να πιστέψει ότι οι ενδοχρονικές αποφάσεις του εκδότη είναι λογικές και αξιόπιστες. Έτσι, αν κάποιος ψάξει πιο συγκεκριμένα τους λόγους για την κατοχή χρηματοοικονομικών μέσων, θα πρέπει πρώτα να κοιτάξει τις προσδοκίες που περιέχουν οι ενδοχρονικές αποφάσεις. Οι προσδοκίες αυτές αφορούν την ικανότητα του εκδότη να γίνει πιστωτής. Ο εκδότης πρέπει να έχει την ικανότητα να προσελκύσει ή να αναγκάσει άλλες οικονομικές μονάδες να καταστούν υπόχρεοι σε αυτόν, ώστε ο εκδότης να μπορεί να αποκτήσει το ποσό της λογιστικής μονάδας που υποσχέθηκαν να παραδώσουν στους πιστωτές τους.

Η ικανότητα της κυβέρνησης να επιβάλλει φόρους ή άλλες υποχρεώσεις φαίνεται να ήταν η προτιμώμενη μέθοδος προκειμένου να δημιουργηθεί μια αρχική επιθυμία για την κατοχή των νομισματικών της μέσων. Ο πληθυσμός κατέχει πρόθυμα αυτά τα μέσα, επειδή θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για την εξόφληση των φορολογικών οφειλών που επιβλήθηκαν στο σύνολο ή σε ένα μέρος του πληθυσμού. Όταν η αξιοπιστία αυτής



της υπόσχεσης ήταν χαμηλή (για τους λόγους που αναφέρθηκαν παραπάνω), η παροχή της εγγύησης μέσω της ενσωμάτωσης των πολύτιμων μετάλλων ήταν ένα πρόσθετο μέσο για να δημιουργηθεί η προθυμία της κατοχής των δημοσίων νομισματικών μέσων. Η χρηματοοικονομική βάση για αυτό το τεχνούργημα εξαφανίστηκε με την εμφάνιση της πολιτικής σταθερότητας, τη βελτίωση της επιβολής της εφαρμογής και τα είδη των μηχανισμών παλινδρόμησης και την βελτίωση των τεχνολογικών μεθόδων της παραγωγής νομισμάτων που δυσκόλεψαν πολύ την παραχάραξη. Αυτό το τεχνούργημα μπορεί να διήρκησε για άλλους λόγους, όπως η επίδειξη της δύναμης, η επιρροή της κουλτούρας ή άλλους μη χρηματοοικονομικούς σκοπούς.

Τα χρηματοπιστωτικά μέσα που εκδίδονται από τον ιδιωτικό τομέα επιτρέπουν στους ιδιώτες εκδότες να αποκτήσουν άμεση πρόσβαση σε ορισμένες οικονομικούς πόρους για επιχειρηματικούς ή οικιακούς σκοπούς. Πέραν από την ανταμοιβή που παρέχει στους κομιστές, ο εκδότης υπόσχεται να πάρει πίσω το γραμμάτιο του σε κάποια μελλοντική χρονική. Τα νοικοκυριά υπόσχονται να εξοφλήσουν τα στεγαστικά τους δάνεια (δηλαδή παίρνουν πίσω το γραμμάτιο τους την ημερομηνία λήξης του γραμματίου—την υποσχετική του ενυπόθηκου δανείου) και οι εταιρείες υπόσχονται να πάρουν πίσω τα ομόλόγα τους (με την αποπληρωμή του οφειλόμενου κεφαλαίου ως αντάλλαγμα για το ομόλογο). Τα νοικοκυριά εκπληρώνουν αυτή την υπόσχεση με το να έχουν ένα μισθό, οι εταιρείες το κάνουν από την πώληση αγαθών και υπηρεσιών. Και οι δύο τους μπορούν επίσης να εκπληρώσουν αυτή την υπόσχεση μέσω κερδοσκοπικών δραστηριοτήτων σε αγαθά και χρηματοοικονομικές αγορές (δηλαδή κέρδη κεφαλαίου). Καθένα από αυτά τα μέσα για την εκπλήρωση μιας υπόσχεσης δημιουργεί ζήτηση για τις υποσχέσεις της συγκεκριμένης οικονομικής μονάδας και επηρεάζουν επίσης την οικονομική ευπάθεια της οικονομίας (Minsky 1986a).

Το κύριο πρόβλημα είναι ότι οι περισσότεροι εκδότες του ιδιωτικού τομέα έχουν περιορισμένη ικανότητα να βρουν ανθρώπους που είναι πρόθυμοι να κατέχουν τα χρηματοοικονομικά τους μέσα. Αυτό έχει να κάνει με δύο λόγους. Πρώτον, τα άτομα έχουν περιορισμένη πιστωτική ιστορία λόγω της περιορισμένης διάρκειας ζωής τους. Χρειάζεται χρόνος για να καθιερωθεί η αξιοπιστία τους και εξατμίζεται από τη στιγμή που πεθαίνουν. Αυτό ισχύει λιγότερο για τις καθιερωμένες επιχειρήσεις που λειτουργούν εδώ και δεκαετίες και οι οποίες μπορεί τεχνικά να λειτουργούν για πάντα. Οι συγκεκριμένες εταιρείες εκδίδουν υποσχέσεις σε βάση ρουτίνας. Δεύτερον, ακόμα και αν κάποιος έχει καλή πιστωτική εικόνα, συνήθως δεν έχει πολλούς οφειλέτες. Για τα περισσότερα άτομα, είναι δύσκολο να βρεθεί κάποιος που να είναι πρόθυμος να κατέχει τα ομόλογα τους.

Η απάντηση σε αυτό το πρόβλημα δίνεται με την εμφάνιση των ιδιωτικών τραπεζικών δραστηριοτήτων. Οι τράπεζες ειδικεύονται στην αξιολόγηση της αξιοπιστίας των υποσχέσεων και είναι αντιπρόσωποι γραμματίων. Την ίδια στιγμή, οι τραπεζικές διεργασίες περιλαμβάνουν ωριμότητα, πίστωση και το μετασχηματισμό της ρευστότητας από την εναλλαγή γραμματίων διαφόρων βαθμών αποδοχής. Το γεγονός ότι η αξιοπιστία των υποσχετικών των τραπεζών μπορεί να ελεγχθεί γρήγορα και επανειλημμένα συμβάλλει στην ευρύτερη αποδοχή τους. Η κύρια δυσκολία με τις τράπεζες είναι ότι οι υποσχέσεις που φέρει μια τράπεζα (δηλαδή τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά της στοιχεία) πληρούνται μόνο μακροπρόθεσμα, ενώ οι υποσχετικές που

εκδίδει η τράπεζα (δηλαδή οι χρηματοδοτικές της υποχρεώσεις) είναι κυρίως βραχυπρόθεσμες. Ως εκ τούτου, οι τράπεζες πρέπει να αξιολογούν προσεκτικά την αξιοπιστία των μακροπρόθεσμων υποσχέσεων και να ανταμείβονται ανάλογα έτσι ώστε να συνεχίσουν ως δρώσες οικονομικές μονάδες. Θα πρέπει επίσης να έχουν πρόσβαση σε ένα σταθερό δίαυλο αναχρηματοδότησης χαμηλού κόστους (π.χ., μια κεντρική τράπεζα). Όσο πιο επιτυχημένη είναι μια τράπεζα τόσο περισσότερες θα είναι οι πληρωμές που θα κατευθύνονται προς την τράπεζα (δηλαδή θα έχει περισσότερους οφειλέτες) και έτσι θα γίνονται πιο ευρέως αποδεκτά τα χρηματοδοτικά της μέσα. Αυτό είναι μια τεράστια βοήθεια στους μη τραπεζικούς παράγοντες για τη χρηματοδότηση των ενδοχρονικών τους αποφάσεων.

Εν κατακλείδι, όσο μεγαλύτερη είναι η αξιοπιστία του εκδότη τόσο μεγαλύτερη είναι η ικανότητά του να βρει ανθρώπους που είναι πρόθυμοι να κατέχουν τις υποσχητικές του. Πράγματι, περισσότεροι άνθρωποι θα είναι πρόθυμοι να καταβάλλουν πληρωμές σε έναν αξιόπιστο εκδότη. Αυτός είναι και ο κύριος λόγος για τον οποίον γίνεται αποδεκτό ένα συγκεκριμένο χρηματοοικονομικό μέσο. Πέρα από αυτόν το βασικό λόγο, οι οικονομικές μονάδες μπορεί να κατέχουν ένα χρηματοοικονομικό μέσο για την εκτέλεση των συναλλαγών τους σήμερα ή στο μέλλον με ανθρώπους εκτός από τον εκδότη. Ωστόσο, εάν παύει να είναι χρηματοδοτικό μέσο (π.χ., απονομισματοποίηση), οι άλλοι λόγοι (αποθήκευση αξίας, μέσο ανταλλαγής, κλπ) για την κατοχή ενός χρηματοοικονομικού μέσου παύουν να ισχύουν για τη διατήρηση της εύλογης αξίας του.

## **5. Οδικός χάρτης για τη μελέτη της νομισματικής ιστορίας**

Κάποιος μπορεί να χρησιμοποιήσει το προηγούμενο πλαίσιο για τη μελέτη της νομισματικής ιστορίας με βάση άλλα μέσα εκτός του ελέγχου για το αν υφίστανται οι λειτουργίες του «χρήματος». Αυτό οδηγεί σε μια πολύ πλουσιότερη ιστορία από την απλή απαρίθμηση των νομισματικών μέσων και μια σύντομη αιτιολόγηση της νομισματικής τους φύσης με την αναγνώριση ότι άλλαξαν χέρια στη διαδικασία πληρωμών. Αυτό επίσης μας επιτρέπει να κάνουμε μια σαφή διάκριση μεταξύ ανταλλαγής και χρηματικών πληρωμών.

### **Τα κοχύλια ως μέσο ανταλλαγής**

Η περίπτωση των κοχυλιών ως νομισματικό μέσο εμφανίζεται συχνά κοιτάζοντας την ιστορία τους στις Μαλδίβες. Βασιζόμενος στα λόγια ενός άραβα εμπόρου και ενός άραβα ιστορικού του 9<sup>ου</sup> και 10<sup>ου</sup> αιώνα, ο Quiggin αναφέρει ότι πριν από χίλια χρόνια τα κοχύλια:

αποτελούσαν τον πλούτο του βασιλικού ταμείου [...] [και] όταν τα κεφάλαια έφθασαν σε χαμηλά επίπεδα, ο ηγεμόνας έστειλε υπηρέτες να κόψουν κλαδιά από φοίνικες καρύδας και να τα ρίξουν στη θάλασσα. Τα μαλάκια σκαρφάλωσαν στα κλαδιά και αφού στη συνέχεια συλλέχθηκαν, απλώθηκαν στην άμμο να στεγνώσουν έως ότου το μόνο που απέμεινε ήταν τα κενά κελύφη. Έτσι, η βασιλική τράπεζα γέμισε και πάλι. Πλοία από την Ινδία έφεραν προϊόντα προς τις Μαλδίβες και έπαιρναν πίσω

εκατομμύρια κοχύλια συσκευασμένα σε χιλιάδες φύλλα από φοίνικες καρύδας. Ήταν ένα κερδοφόρο εμπόριο, αφού ακόμη και για τον δέκατο έβδομο αιώνα ακούμε για την αγορά 9.000 ή 10.000 κοχυλιών για μια ρουπία, τα οποία πωλούνταν μετά για τρεις ή τέσσερις φορές περισσότερο στην ηπειρωτική χώρα της Ινδίας. (Quiggin, 1963, σελ., 25–26)

Κανείς δεν μπορεί να συμπεράνει από αυτή την περιγραφή ότι τα κοχύλια ήταν νομισματικό μέσο που χρησιμοποιούνταν από το βασιλιά για την χρηματοδότηση της αγοράς ξένων αγαθών και υπηρεσιών. Πράγματι, δεν δίνεται καμία εξήγηση για το ποια ήταν η λογιστική μονάδα των Μαλδίβων και πως νομισματοποιούνταν τα κοχύλια. Επιπλέον, ο ρόλος των κοχυλιών ως νομισματικό μέσο είναι αμφιλεγόμενος για τις Μαλδίβες, ακόμη και αν κάποιος χρησιμοποιεί τη λειτουργική προσέγγιση, διότι τα κοχύλια δεν άξιζαν τίποτα έναντι των εμπορευμάτων «εκτός από το φόρτωμα στα πλοία» (Polanyi 1966, σελ., 190)—ένα εξαιρετικά άβολο μέσο ανταλλαγής. Οι αρχές των Μαλδίβων εμπλέκονταν στο εμπόριο των κοχυλιών με τους ινδούς και άραβες εμπόρους. Εξήγαγαν κοχύλια έναντι εισαγωγών άλλων εμπορευμάτων, μια κατάσταση διμερών εμπορικών συναλλαγών και όχι μια κατάσταση ενός νομισματικού συστήματος βασισμένο στα κοχύλια.

Μια νομισματική μελέτη γύρω από τα κοχύλια θα έφερνε στην επιφάνεια ορισμένα σημαντικά σημεία. Πρώτον, θα μπορούσε να εξηγήσει πώς εμφανίστηκε η λογιστική μονάδα: ποια ήταν η λογιστική μονάδα που χρησιμοποιείτο; ποιος την επέβαλε και για ποιους λόγους; Δεύτερον, η ανάλυση θα δείξει πώς είχαν αποτιμηθεί σε χρήμα τα κελύφη κοχυλιών: ποιος τα εξέδιδε ως χρηματοοικονομικό μέσο; ποια ήταν η ονομαστική και εύλογη αξία τους σε σχέση με την λογιστική μονάδα; ποια ήταν η φύση της υπόσχεσης ενσωματωμένα στο μέσο; ποιοι ήταν οι μηχανισμοί που επέτρεψε στα κοχύλια να ρέουν πίσω στον εκδότη; με ποιους τρόπους γινόταν η διαχείριση της στενότητας των κελυφών κοχυλιών προκειμένου να διατηρηθεί η αγοραστική τους δύναμη; Μια απλά εξιστόρηση του γεγονότος ότι τα κοχύλια άλλαζαν χέρια ή ότι συσσωρεύονταν δεν αρκεί.

Ευτυχώς, αρκετοί συγγραφείς έχουν διεξάγει πιο λεπτομερείς μελέτες και ο Forstater (2006) συνοψίζει μερικές από αυτές τις μελέτες. Στην αφρικανική περιοχή της Dahomey, ο μονάρχης εξέδιδε χορδές κοχυλιών για να κάνει πληρωμές και είχε μονοπώλιο στις κλωστές. Με την έκδοσή τους από τον μονάρχη, τα κοχύλια μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν από τους κατοίκους της Dahomey ως μέσο ανταλλαγής. Ίσως, όπως και στη Νέα Βρετανία, η οποία χρησιμοποιούσε την *diwarra* (μια λωρίδα από κοχύλια *Nassa*) (Quiggin 1963), κάθε κοχύλι μπορούσε να αποσπαστεί για να γίνουν πληρωμές σε μικρές ανταλλαγές. Οι χορδές κοχυλιών γινόντουσαν δεκτές από την κυβέρνηση για την καταβολή των φόρων. Η κυβέρνηση έλεγχε την προσφορά κοχυλιών, διατηρώντας την σπανιότητά τους με τον έλεγχο της εισαγωγής κοχυλιών. Η κυβέρνηση της Dahomey ήταν σε θέση να το κάνει αυτό τόσο καλά, σε βαθμό που η αξία της λογιστικής μονάδας ήταν σταθερή από τον 17<sup>ο</sup> αιώνα μέχρι τα μέσα του 19<sup>ου</sup> αιώνα (Polanyi 1966). Με τον έλεγχο των εισροών από το εξωτερικό εμπόριο, με τη φορολόγηση και τον έλεγχο των δαπανών της, η κυβέρνηση έλεγχε την στενότητα των κοχυλιών και διατηρούσε την

αγοραστική τους δύναμη—τα κοχύλια ήταν διαχειρίσιμο χρήμα. Όταν η κυβέρνηση της Dahomey απέτυχε σε αυτή την προσπάθεια, επικράτησε «πληθωρισμός κοχυλιών» και, τελικά, το νομισματικό σύστημα κοχυλιών έπρεπε να εγκαταλειφθεί (Dalton 1965).

### **Φύλλα καπνού στις αμερικανικές αποικίες**

Η περίπτωση της Βιρτζίνια και των άλλων αμερικανικών αποικιών του 17<sup>ου</sup> και 18<sup>ου</sup> αιώνα προβάλλονται συνήθως για να υποστηριχθεί το επιχείρημα ότι τα φύλλα καπνού ήταν ένα νομισματικό μέσο:

Ο καπνός ήταν ένα αποδεκτό μέσο ανταλλαγής στις νότιες αποικίες. Τα ενοίκια και τα πρόστιμα ήταν πληρωτέα σε καπνό. Στα άτομα που απείχαν από την εκκλησία επιβállονταν πρόστιμο ένα κιλό καπνού. Το 1618, ο κυβερνήτης της Βιρτζίνια εξέδωσε διαταγή ότι «όλα τα αγαθά θα πρέπει να πωλούνται σε προκαταβολή του είκοσι πέντε τοις εκατό και ο καπνός θα είναι αποδεκτός ως πληρωμή σε τρία σελίνια ανά λίβρα και όχι λιγότερο ή περισσότερο, με την ποινή των τριών ετών δουλείας στην αποικία.» [...] Η Βιρτζίνια χρησιμοποιούσε «υποσχετικές καπνού» ως νομισματικό υποκατάστατο από το 1713. Οι υποσχετικές σημειώσεις ξεκίνησαν αφότου άρχισαν οι καπνοκαλλιεργητές στην Βιρτζίνια να παίρνουν τις καλλιέργειες του καπνού τους στις αποθήκες για ζύγιση, δοκιμή και αποθήκευση [...]. Οι επιθεωρητές μπορούσαν να εκδίδουν υποσχετικές ή αποδείξεις που εκπροσωπούσαν την ποσότητα καπνού που είχε αποθηκεύσει ο καπνοκαλλιεργητής. Οι υποσχετικές αυτές ήταν ανανεώσιμες και μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν αντί του καπνού για την αποπληρωμή χρέους. [...] Τα πρόστιμα στη Βιρτζίνια ήταν πληρωτέα σε καπνό. Για παράδειγμα, σε έναν αφέντη που συνελήφθη να υποθάλπει έναν σκλάβο που δεν του ανήκε υπεβλήθη πρόστιμο 150 κιλά καπνού. Στο Μέριλαντ, η Πράξη του 1747 για την Επιθεώρηση του Καπνού διαμορφώθηκε στα πρότυπα του καταστατικού της Βιρτζίνια. Το καταστατικό του Μέριλαντ απαιτούσε να επιθεωρείται και να πιστοποιείται ο καπνός πριν από την εξαγωγή, προκειμένου να μην μπαίνουν σκουπίδια μέσα στον καπνό. [...] Οι υποσχετικές επιθεώρησης αφορούσαν τον καπνό που είχε ελεγχθεί. Οι υποσχετικές αυτές είχαν την ισχύ του χρήματος στο Μέριλαντ. Η χρήση των αποδείξεων της αποθήκης του καπνού και άλλων αγαθών θα εξαπλωθεί στο Κεντάκι, καθώς οι άποικοι άρχισαν να καλλιεργούν αυτή την περιοχή. (Markham 2002, σελ., 44–45)

Ως εκ τούτου, τα φύλλα καπνού λειτουργούσαν ως μέσα ανταλλαγής και, στο πλαίσιο της περιοριστικής λειτουργικής προσέγγισης, αποτελούσαν νομισματικό μέσο. Ωστόσο, αυτό που στην πραγματικότητα δείχνει η προηγούμενη περιγραφή είναι ότι οι αποικίες της Βιρτζίνια και του Μέριλαντ ήταν στο κέντρο ενός συστήματος εμπορίας του καπνού, το οποίο ήταν στο επίκεντρο της οικονομία αυτών των πολιτειών (Markham 2002, σελ., 35). Με την αποδοχή της αποπληρωμής των φόρων (ή οποιαδήποτε άλλα τέλη) σε καπνό με σχετικά υψηλή σταθερή τιμή, οι κυβερνήσεις μπορούσαν να επηρεάσουν την παραγωγή του καπνού, να συγκεντροποιήσουν τη συλλογή της παραγωγής και της

αναδιανομής και να καταστήσουν ευκολότερη για τους αγρότες—οι οποίοι συνήθως δεν είχαν αρκετά νομισματικά μέσα λόγω της στενότητας των πόρων που αντιμετώπιζαν—τι διαδικασία της αποπληρωμής των φόρων που όφειλαν. Οι πληρωμές σε καπνό, ωστόσο, δεν συγκροτούν χρηματικές πληρωμές, αλλά πληρωμές σε είδος στο πλαίσιο μιας διαχειριζόμενης τιμής (Nussbaum 1950, σελ., 555). Οι καπνοπαραγωγοί δεν θα δεχόντουσαν να πληρώνονται σε καπνό για τον καπνό.

Έτσι, από τα στοιχεία που συγκεντρώθηκαν, κανείς δεν μπορεί να συμπεράνει ότι ο καπνός ήταν ένα νομισματικό μέσο. Ο καπνός ήταν ένα αγαθό με διαχειριζόμενη τιμή που μπορούσε να χρησιμοποιηθεί αντί νομισματικών μέσων για την εξόφληση χρέους που καταγράφονταν σε λίρες και για την αγορά αγαθών και υπηρεσιών. Το προηγούμενο απόσπασμα, όμως, μας δίνει κάποιες ενδείξεις σχετικά με το νομισματικό σύστημα που υπήρχε. Πρώτον, ενώ ο καπνός δεν ήταν ένα χρηματοδοτικό μέσο, οι υποχρεωτικές του καπνού ήταν ένα χρηματοδοτικό μέσο των κρατικών αποθηκών αξίας ενός ορισμένου αριθμού κιλών και εγγυημένο από την αξία του βάρους του καπνού που εκπροσωπούσε η κάθε υποχρεωτική. Έτσι, οι υποχρεωτικές του καπνού μπορεί να είχαν γίνει ένα νομισματικό μέσο αν είχαν λήξη χρόνου μηδέν, αλλά δεν υπάρχει καμία σαφή ένδειξη περί αυτού. Το μόνο που έχει ειπωθεί είναι ότι χρησιμοποιήθηκαν «αντί του καπνού για την αποπληρωμή των χρεών» και ότι «αναγνωριζόταν ως χρήμα στο Μέριλαντ». Αυτό είναι ένα καλό παράδειγμα για το πώς η λειτουργική προσέγγιση μπορεί να οδηγήσει σε μια αποκομμένη μελέτη της απουσίας του χρήματος σε ένα χρηματοπιστωτικό μέσο και να επικεντρωθεί σε μεγάλο βαθμό σε ένα αντικείμενο (τα φύλλα καπνού), το οποίο δεν διαθέτει καν τις απαραίτητες ιδιότητες για να είναι χρηματοπιστωτικό μέσο. Δεύτερον, η παροχή πιστώσεων μέσω λογιστικής ήταν ένας κοινός τρόπος για να αποφευχθούν τα προβλήματα του αντιπραγματισμού:

Μια μέθοδος για τη χρηματοδότηση ιδιωτικών συναλλαγών στις αποικίες ήταν μέσω λογαριασμών που κρατούσαν οι έμποροι και οι καλλιεργητές. Οι πιστώσεις και οι χρεώσεις μεταβιβάζονταν μεταξύ εμπόρων. Αυτό ήταν μια μορφή της «λογιστικής του αντιπραγματισμού», στην οποία τα εμπορεύματα ανταλλάσσονται για άλλα αγαθά και η πλεονάζουσα πίστωση μεταφερόταν στους λογαριασμούς. Η ανταλλακτική οικονομία που επικράτησε στις αποικίες απαιτούσε «ογκώδη αρχεία ... που κουβαλούσαν παλιούς λογαριασμούς για πολλά χρόνια». Αυτή η πρακτική θα συνεχιστεί καθ'όλη τη διάρκεια του δεκάτου ογδούτου αιώνα [...]. (Markham 2002, σελ., 46.)

Το σύστημα τήρησης λογιστικών βιβλίων ήταν στην πραγματικότητα ακόμη πιο περίπλοκο, επειδή οι πιστώσεις στους λογαριασμούς μεταβιβάζονταν μερικές φορές στο άρτιο (Littleton 1956). Έτσι, το νομισματικό σύστημα που υπήρχε στις αποικίες βασιζόταν αρχικά σε μονάδα λίρας, έστω κι αν η λειτουργία του δεν ήταν πολύ καλή δεδομένης της πολύ υψηλής σπανιότητας των κορυφαίων νομισματικών μέσων και την τοπική εμφάνιση της λογιστικής μεταβίβασης. Τα φύλλα καπνού δεν αποτελούσαν μέρος αυτού του νομισματικού συστήματος.

## 6. Συμπέρασμα

Η μελέτη της νομισματικής ιστορίας και των νομισματικών συστημάτων είναι ένα σύνθετο ζήτημα που δεν μπορεί να βασιστεί απλά στην επιθεώρηση των λειτουργιών που εκτελούνται από ένα αντικείμενο. Οτιδήποτε έχει εκδοθεί από οποιονδήποτε μπορεί να είναι ένα νομισματικό μέσο και κάθε είδους υλικό μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να φτιαχτεί ένα νομισματικό μέσο, καθώς αυτά είναι ασήμαντοι παράγοντες σχετικά με το τι καθορίζει ένα νομισματικό μέσο. Η κοινή γνώμη για το τι είναι ή δεν είναι ένα νομισματικό μέσο επίσης δεν έχει σημασία. Η δημοφιλής πεποίθηση δεν μπορεί από μόνη της να μετατρέψει κάτι σε ένα νομισματικό μέσο. Το γεγονός ότι κάτι αποτελεί νόμιμο χρήμα, κυκλοφορεί σε μια σταθερή τιμή ή είναι ένα μέσο ανταλλαγής προσφέρει μόνο μια πρώτη ένδειξη ότι κάτι μπορεί να είναι νομισματικό μέσο. Αυτό που έχει σημασία είναι η ύπαρξη ειδικών χρηματοοικονομικών χαρακτηριστικών. Μέσα σε ένα κατάλληλο οικονομικό περιβάλλον, τα χαρακτηριστικά αυτά οδηγούν σε μια σταθερή ονομαστική αξία (ισοτιμία). Η σταθερή αυτή ονομαστική αξία διαδραματίζει ένα κρίσιμο ρόλο στη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, διότι παρέχει ένα αξιόπιστο μέσο για την πληρωμή του χρέους—ένα αξιόπιστο μέσο πληρωμής—η οποία προάγει τη ρευστότητα και τη φερεγγυότητα. Ωστόσο, τα χαρακτηριστικά αυτά δεν εγγυώνται σταθερή αγοραστική δύναμη και, έτσι, ένα νομισματικό μέσο μπορεί να μην είναι αξιόπιστο μέσο ανταλλαγής. Ένα σημαντικό μέρος της ιστορίας των νομισματικών συστημάτων αποτελεί η προσπάθεια να δημιουργηθεί ένα λειτουργικά ομαλό νομισματικό σύστημα βασισμένο σε ένα χρηματοοικονομικό μέσο που είναι απόλυτα ρευστό και έχει σταθερή αγοραστική δύναμη. Αυτή η αναζήτηση ήταν ανεπιτυχής (έχει επιτευχθεί μόνο η ρευστότητα), αλλά είχε τεράστια επίδραση στην άποψη των ερευνητών, των πολιτικών και του γενικού πληθυσμού για το «χρήμα».

Το εναλλακτικό πλαίσιο έχει σημαντικές επιπτώσεις. Πρώτον, δείχνει ότι κάθε μοντελοποίηση πρέπει να λαμβάνει υπόψη τις χρηματοοικονομικές επιπτώσεις των οικονομικών αποφάσεων. Τα νομισματικά μέσα είναι συγκεκριμένα χρηματοπιστωτικά μέσα και όλα τα χρηματοδοτικά μέσα είναι συμβατικά στοιχεία για το μέλλον, τα οποία περιλαμβάνουν δύο πλευρές: τον οφειλέτη και τον πιστωτή. Έτσι, και οι δύο πλευρές του νομισματικού πλαισίου θα πρέπει να μοντελοποιηθούν αν θέλουμε να έχουμε μια συνεπή ανάλυση των νομισματικών υποθέσεων. Αυτό σημαίνει ότι το λογιστικό πλαίσιο ενός μοντέλου πρέπει να αναφέρεται ρητά (Lavoie και Godley 2007). Δεύτερον, μπορεί κανείς εύκολα να καταλάβει γιατί ο Starr (1974) βρίσκει μια μη μηδενική τιμή για τα αμετάτρεπτα ανασφάλιστα νομισματικά μέσα όταν υπάρχουν φόροι. Λόγω της φύσης των νομισματικών μέσων, κάθε μοντέλο που διαμορφώνεται γύρω από αυτά θα πρέπει να συμπεριλαμβάνει άτομα με έλλειψη νομισματικών μέσων (οφειλέτες). Αυτό είναι επαρκές για να δημιουργηθεί ζήτηση για νομισματικά μέσα. Αν το κράτος δεν μοντελοποιηθεί, οι οικονομικοί παράγοντες που είναι χρεωμένοι σε μια τράπεζα απαιτούν τραπεζικές υποσχέσεις. Τρίτον, σε σχέση με τα προηγούμενα σημεία, τα νομισματικά μέσα δεν μπορεί να μοντελοποιηθούν ως καθαρά στοιχεία ενεργητικού (το «νιοστό εμπόρευμα») και δεν είναι εμπορεύματα ακόμη και αν είναι κατασκευασμένα από κάποιο εμπόρευμα. Όπως λέει η παροιμία, «τα χρήματα δεν φυτρώνουν στα δέντρα». Τέταρτον, μια σωστή ανάλυση ενός νομισματικού συστήματος περιλαμβάνει μια λεπτομερή ανάλυση της χρηματοοικονομικής μηχανικής από την άποψη της εύλογης

αξίας και της αγοραστικής δύναμης. Μια απλή περιγραφή του αντικειμένου που χρησιμοποιείται ως μέσο συναλλαγών και μέσο πληρωμής είναι μια πολύ επιφανειακή ανάλυση και μπορεί να είναι παραπλανητική. Άλλα πράγματα εκτός από νομισματικά μέσα μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως μέσα ανταλλαγής, καθώς και ως μέσα για να γίνουν τελικές πληρωμές. Επιπλέον, ορισμένα νομισματικά μέσα μπορεί να μην είναι απολύτως ρευστά.

Τέλος, το πλαίσιο της ανάλυσης βοηθά στο να κατανοήσουμε γιατί η χρήση ενός πολύτιμου υλικού ή η διαμόρφωση μια περιοριστικής άποψης για το τι είναι το χρήμα (που οδήγησε στο Μονεταριστικό πείραμα και στο πρότυπο του χρυσού) έχει αρνητικές επιπτώσεις στο οικονομικό σύστημα. Δεδομένης της φύσης των χρηματοπιστωτικών μέσων, αυτό που έχει σημασία είναι η αξιοπιστία του εκδότη. Αυτό καθορίζεται από την οικονομική και πολιτική εμπιστοσύνη. Αυτό επισπεύδει τη ζωτική σημασία της ανασφάλισης στην έκδοση χρηματοοικονομικών μέσων, καθώς και την ύπαρξη καλώς καθορισμένων μηχανισμών παλινδρόμησης. Η έκδοση πρέπει να βασίζεται στην προσδοκία ότι η υπόσχεση μπορεί να εκπληρωθεί από τον εκδότη. Η εκπλήρωση αυτής της υπόσχεσης εξαρτάται από το πόσο λογική είναι η προσδοκία—ο Minsky (1986a) προσφέρει σημαντικές ιδέες εδώ—καθώς και οι μηχανισμοί που έχουν τεθεί σε εφαρμογή για να κάνουν δυνατή την υλοποίηση αυτής της προσδοκίας. Όπως έδειξε η χρηματοοικονομική κρίση του 2008, για άλλη μια φορά, η αξιοπιστία στην ανασφάλιση, η ευρωστία της τραπεζικής δομής και η ευρωστία των χρηματοπιστωτικών καινοτομιών είναι ζωτικής σημασίας για την εύρυθμη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος (Tyomigne και Wray 2014). Αυτό απαιτεί προληπτική ρύθμιση, εποπτεία και επιβολή της εφαρμογής των κανόνων στον χρηματοπιστωτικό κλάδο (μερικά από τα οποία μπορεί να γίνει εσωτερικά, όπως έδειξε το πείραμα της Τράπεζας Suffolk). Επιπλέον, όπως μαρτυρά το πείραμα της Μασαχουσέτης, θα πρέπει να υπάρχουν σε ισχύ μηχανισμοί παλινδρόμησης σύμφωνα με τους όρους της υπόσχεσης. Όπως λέει η παροιμία, «μη κάνεις υπόσχεση που δεν μπορείς να τηρήσεις». Όλα αυτά ήταν ελάχιστα κατανοητά για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα στην οικονομική ιστορία λόγω της ταύτισης των νομισματικών μέσων με προϊόντα («ο χρυσός είναι χρήμα»). Η έμφαση στην αξία του περιεχομένου του μετάλλου ήταν εν μέρει δικαιολογημένη όταν έλαβαν χώρα μεγάλες νομισματικές αναταραχές, αλλά οι νομισματικές διαταραχές υπήρξαν εν μέρει λόγω της επιμονής στην κατοχή ενός εμπορεύματος στα θεμέλια του νομισματικού συστήματος.

## Πηγές

Boyer-Xambeu, M.T., Deleplace, G. and Gillard, L. (1994) *Private Money and Public Currencies*. New York: M.E. Sharpe.

Brock, L. (1992) "The Colonial Currency, Prices, and Exchange Rates." *Essays in History*, 34: 70–132.

Cecchetti, S.G. (1988) "The Case of the Negative Nominal Interest Rates: New estimates of the term structure of interest rates during the Great Depression." *Journal of Political Economy*, 96 (6): 1111–1141.

- Clouse, J., Henderson, D., Orphanides, A., Small, D. and Tinsley, P. (2000) "Monetary Policy when the Nominal Short-Term Interest Rate is Zero." FEDS paper 2000-51.
- Dalton, G. (1965) "Primitive Money." *American Anthropologist* 67 (1): 44–65.
- Davis, A.M. (1900) *Currency and Banking in the Province of Massachusetts Bay*, Vol. 1. New York: Macmillan.
- Einzig, P. (1966) *Primitive Money in Its Ethnological, Historical, and Economic Aspects*. 2nd edition. New York, NY: Pergamon Press
- Fleming, M.J. and Garbade, K.D. (2004) "Repurchase Agreements with Negative Interest Rates." Federal Reserve Bank of New York *Current Issues in Economics and Finance*, 10 (5): 1–7.
- Forstater, M. (2006) "Tax-Driven Money: Additional Evidence from the History of Thought, Economic History, and Economic Policy." In Setterfield, M. (ed.) *Complexity, Endogenous Money and Macroeconomic Theory*, 202–220. Cheltenham: Edward Elgar.
- Godley W. and Lavoie, M. (2007) *Monetary Economics*. New York: Palgrave Macmillan.
- Goldberg, D. (2005) "Famous Myths of 'Fiat Money.'" *Journal of Money, Credit and Banking* 37 (5): 957–967.
- Grierson, P. (1977) *The Origins of Money*. London: Athlone Press.
- Hawtrey, R. (1919) *Currency and Credit*. New York: Longmans, Green and Co.
- Helfferrich, K. (1927) *Money*. New York: Adelphi Co.
- Henry, J.F. (2004) "The Social Origins of Money: The Case of Egypt." In Wray, L.R. (ed.) *Credit and State Theories of Money*, 79–98. Northampton: Edward Elgar.
- Hicks, J.R. (1967) *Critical Essays in Monetary Theory*. Oxford: Oxford University Press.
- Hirschberg, E. (1971) *The Nominalistic Principle: A Legal Approach to Inflation, Deflation, Devaluation and Revaluation*. Ramat-Gan: Bar-Ilan University.
- Hudson, M. and Wunsch, C. (2004) *Creating Economic Order*. Bethesda: CDL Press.
- Ingham, G. (2000) "Babylonian Madness: On the Historical and Sociological Origins of Money," in Smithin, J. (ed.) *What Is Money?* New York: Routledge.
- \_\_\_\_\_. (2004) *The Nature of Money*. Cambridge: Polity Press.



- Innes, A.M. (1913) "What is Money?" *Banking Law Journal* 30(5): 377–408.  
 \_\_\_\_\_. (1914) "The Credit Theory of Money." *Banking Law Journal* 31(2): 151–168.
- Jevons, W.S. (1875) *Money and the Mechanism of Exchange*. New York, NY: Appleton.
- Kemp, A. (1956) *The Legal Qualities of Money*. New York: Pageant Press.
- Keynes, J.M. (1930) *A Treatise on Money*. London: Macmillan.
- Langworthy Taylor, W.G. (1913) *The Credit System*. New York: Macmillan.
- Littleton, A.C. (1956) *Studies in the History of Accounting*. Homewood: Richard D. Irwin
- Mann, F.A. (1992) *The Legal Aspect of Money*. Oxford: Oxford University Press.
- Markham, J.W. (2002) *A Financial History of the United States*, Vol. 1. New York: M.E. Sharpe.
- Méltiz, J. (1974) *Primitive and Modern Money: An Interdisciplinary Approach*. Reading: Addison-Wesley.
- Menger, K. (1892) "On the Origin of Money." *Economic Journal* 2 (6): 239–255.
- Murad, A. *The Paradox of a Metal Standard*. Washington, D.C.: Graphic Arts Press.
- \_\_\_\_\_. (1943) "The Nature of Money." *Southern Economic Journal* 9 (3): 217–233.
- \_\_\_\_\_. (1954) *Private Credit and Public Debt*. Washington, DC: Public Affairs Press.
- MacLeod, H.D. (1889) *The Theory of Credit*. London: Longmans and Green.
- \_\_\_\_\_. (1894) *Bimetallism*. New York: Longmans and Green.
- Minsky, H.P. (1986a) *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, CT: Yale University Press
- \_\_\_\_\_. (1986b) "Global Consequences of Financial Deregulation." *Marcus Wallenberg Papers on International Finance* 2 (1): 1–19.
- Nissen, H.J., Damerow, P. and Englund, R.K. (1993) *Archaic Bookkeeping*. Chicago: Chicago University Press.
- Nussbaum, A. (1950) *Money and the Law: National and International*. Brooklyn: Foundation Press.
- \_\_\_\_\_. (1957) *A History of the Dollar*. New York: Columbia University Press.
- Olivecrona, K. (1957) *The Problem of the Monetary Unit*. New York: Macmillan.

- Polanyi, K. (1957) "The Semantics of Money-Uses." Reprinted in Dalton, G. (ed.) *Primitive, Archaic and Modern Economies*, 175–203. Boston: Beacon Press. 1968
- \_\_\_\_\_. (1966) *Dahomey and the Slave Trade*. Seattle: University of Washington Press.
- Pryor, F.L. (1977) "The Origins of Money." *Journal of Money, Credit and Banking* 9 (3): 391–409.
- Quiggin, A.H. (1949) *A Survey of Primitive Money*. London: Methuen & Co.
- \_\_\_\_\_. (1963) *The Story of Money*. New York: Roy Publisher.
- Ritter, L.S. (1963) "An Exposition of the Structure of the Flow-of-Funds Accounts." *Journal of Finance* 18 (2): 219–230.
- Schmandt-Besserat, D. (1992) *Before Writing*, Vol. 1. Austin, TX: University of Texas Press.
- Smith, B.D. (1985) "American Colonial Monetary Regimes: The Failure of the Quantity Theory and Some Evidence in Favour of an Alternate View." *Canadian Journal of Economics*, 18 (3): 531–565
- Smith, T. (1811) *An Essay on the Theory of Money and Exchange*. London: Richardson.
- \_\_\_\_\_. (1832) *An Essay on Currency and Banking*. Philadelphia: Jasper Hardin.
- Starr, R.M. (1974) "The Price of Money in a Pure Exchange Monetary Economy with Taxation." *Econometrica* 42 (1): 45–54.
- Tymoigne, E. and Wray, L.R. (2014) *The Rise and Fall of Money Manager Capitalism*. New York: Routledge.
- Van De Mieroop, M. (2005) "The Invention of Interest." In Goetzmann, W.N. and Rouwenhorst, K.G. (eds.) *The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*, 17–30. Oxford: Oxford University Press.
- Vickers, D. (1959) *Studies in the Theory of Money: 1690–1776*. Philadelphia: Chilton Co.
- Walker, F.A. (1878) *Money*. New York: Henry Holt and Co.
- Wray, L.R. (1998) *Understanding Modern Money*. Northampton: Edward Elgar.
- \_\_\_\_\_. (2012) *Modern Money Primer*. New York: Palgrave Macmillan.