

Γιατί η Γερμανία είναι ευάλωτη στην κρίση της Ευρωζώνης

Τετάρτη, 4 Σεπτεμβρίου 2013 - 10:01



Η θέση της Γερμανίας ως «ασφαλές καταφύγιο» της Ευρωζώνης μπορεί να αποδειχθεί δίκαιο μαχαίρι, διαπιστώνει ανάλυση με θέμα την ευπάθεια της Γερμανίας στη συνεχιζόμενη κρίση της Ευρωζώνης, που συνέταξε ο Jorg Bibow για λογαριασμό του μη κερδοσκοπικού οργανισμού Levy Economics Institute του Πανεπιστημίου Bard.

Σε περίπτωση διάλυσης του ευρώ, η ταχεία ανατίμηση του νέου γερμανικού μάρκου θα επιδεινώσει απότομα την γερμανική ανταγωνιστικότητα και η γερμανική οικονομία θα βυθιστεί σε ύφεση. Επιπλέον, θα υπάρξουν απώλειες στη διεθνή επενδυτική θέση της Γερμανίας, εξηγεί ο συντάκτης.

Μια σωστή εκτίμηση της αρνητικής επίδρασης της κρίσης του ευρώ στη γερμανική οικονομία θα συνέβαλε ώστε να κατανοήσουν οι γερμανικές αρχές ότι οι συνταγές πολιτικής που εφαρμόζουν δεν είναι καθόλου προς το συμφέρον της Γερμανίας -και αυτό θα ήταν καλό να το κατανοήσουν και οι κυβερνητικές αρχές στις υπόλοιπες χώρες της Ευρωζώνης. Η Γερμανία είναι υποχρεωμένη να αντιληφθεί ότι η ίδια είναι πολύ ευάλωτη απέναντι στην καταστροφή που προκαλεί σε όλη την Ευρώπη η πολιτική που εφαρμόζει. Η ΕΕ, κατά πάσα πιθανότητα με τη Γαλλία σε ηγετικό ρόλο, θα πρέπει να πείσει τη Γερμανία να αλλάξει πορεία στην αντιμετώπιση της κρίσης στην ευρωζώνη, ειδάλως η υπόθεση ευρώ έχει τελειώσει.

Παράγοντες που καθιστούν ευάλωτη τη Γερμανία

Σύμφωνα με την ανάλυση, η οικονομική ολοκλήρωση και αλληλεξάρτηση συνεπάγονται αμφίδρομες οικονομικές ευθραυστότητες ακόμη και όταν το εμπόριο είναι μόνιμα απόλυτα ισορροπημένο.

Με την επικράτηση της πλήρους χρηματοοικονομικής φιλελευθεροποίησης όπως στην περίπτωση της ενιαίας αγοράς της Ευρώπης, οι διασυνοριακές ακαθάριστες χρηματοοικονομικές ροές και τα κέρδη από περιουσιακά στοιχεία μπορεί να είναι πολύ μεγάλα ακόμα και όταν οι καθαρές διεθνείς επενδυτικές θέσεις είναι μηδενικές.

Σε περίπτωση απότομων διακυμάνσεων στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, πιέσεις ρευστότητας ή στάση πληρωμών σε οποιαδήποτε συγκεκριμένη κατηγορία στοιχείων ενεργητικού, δεν υπάρχει λόγος να προσδοκούμε τυχόν ζημιές που προκύπτουν να εξισορροπούνται σε όλα τα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις. Η οικονομική ολοκλήρωση και οι αμφίδρομες διασυνοριακές ευθραυστότητες είναι οι δύο όψεις του ίδιου νομίσματος. Εξ άλλου, η ευρωπαϊκή ολοκλήρωση είχε ως σκόπιμο στόχο τη δημιουργία βαθιών αλληλεξαρτήσεων προκειμένου να καταστεί ανέφικτος ο πόλεμος πέρα από όποιες βελτιώσεις της οικονομικής αποτελεσματικότητας (Schuman 1950).

Η νομισματική σύνθεση των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού της Γερμανίας είναι τέτοια ώστε η ανατίμηση του νομίσματος μεταφράζεται σε ζημιές αποτίμησης από την πλευρά της Γερμανίας. Με δεδομένη τη σημασία του δημόσιου χρέους (απολαμβάνοντας το στάτους ενός παγκόσμιου ασφαλούς καταφυγίου) μεταξύ των ξένων υποχρεώσεων της Γερμανίας, σε αντίθεση με ως επί το πλείστον πιο ριψοκίνδυνες επενδύσεις από την πλευρά του ενεργητικού της διεθνούς λογιστικής της Γερμανίας, οποιαδήποτε αύξηση στην προτίμηση για παγκόσμια ρευστότητα (ή αποστροφή κινδύνου) επίσης επιφέρει ζημιές αποτίμησης στη Γερμανία. Φυσικά, οι ζημιές αποτίμησης μπορεί να αποδειχθούν προσωρινές και να μην υλοποιηθούν σε πραγματικές ζημιές. Μέχρι το τέλος του 2012, οι ζημιές αποτίμησης από το 2006 ανήλθαν στο 20% έως το 25% του γερμανικού ΑΕΠ. Η εκτίμηση αυτή περιλαμβάνει τις απώλειες που σχετίζονται τόσο με την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση του 2008-09 καθώς και τη συνεχιζόμενη ευρωκρίση. Μερικές από αυτές τις ζημιές αποτίμησης έχουν υλοποιηθεί,

συμπεριλαμβανομένης για παράδειγμα της αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους με τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα τον Απρίλιο του 2012.

Αλλά ένα μεγάλο μέρος των ζημιών αποτίμησης, ιδίως αυτών που προκύπτουν από την τρέχουσα ευρωκρίση, εξακολουθεί να είναι σε αυτό το σημείο υπό τη μορφή της «απώλειας χαρτιού», το οποίο μπορεί να ανακτηθεί μερικώς ή ολικώς κάτω από ευνοϊκότερες συνθήκες.

Πέρα από τις όποιες πραγματοποιήσιμες περικοπές τιμών, η ευρωκρίση έχει στην πραγματικότητα ανάμικτα αποτελέσματα όσον αφορά τις ζημιές αποτίμησης για τη Γερμανία. Για παράδειγμα, με την συμπίεση της εξωτερικής αξίας του ευρώ, η κρίση είχε θετικό αντίκτυπο στους διεθνείς ισολογισμούς της Γερμανίας. Την ίδια στιγμή, με την άρση των τιμών των γερμανικών ομολόγων, η κρίση είχε έναν φαινομενικά αρνητικό αντίκτυπο στην Γερμανία. Αλλά αυτή η εξέλιξη, φυσικά, περιόρισε με βολικό τρόπο το κόστος χρηματοδότησης για το δημόσιο χρέος της Γερμανίας (και επίσης το κόστος χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα). Τα γερμανικά ίδια κεφάλαια ξεπέρασαν ωστόσο σε μεγάλο βαθμό τους Ευρωπαίους εταίρους τους τα τελευταία χρόνια, και ο παράγοντας αυτός έχει ενίσχυσε επίσης τις γερμανικές ζημιές αποτίμησης.

Ενώ όλα αυτά τα κανάλια, που περιλαμβάνουν επιδράσεις από τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου, θα συνέχιζαν να υφίστανται σε περίπτωση μηδενικής καθαρής διεθνούς επενδυτική θέσης, η ευπάθεια της Γερμανίας μεγεθύνθηκε από το γεγονός ότι, εξαιτίας των έμμεσων πλεονασμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, η χώρα διαθέτει στην πραγματικότητα μια πολύ μεγάλη καθαρή θέση πιστωτή. Κάνοντας τα πράγματα ακόμη χειρότερα, η καθαρή θέση του πιστωτή της Γερμανίας είναι ιδιαίτερα συγκεντρωμένη στην Ευρώπη, και συγκεκριμένα στην ευρωζώνη, ενώ οι βασικές διεθνείς υποχρεώσεις της Γερμανίας, τα κρατικά ομόλογα, έχουν μια πιο παγκόσμια παρουσία. Οι Chen, Milesi-Ferretti και Tressel (2012) κάνουν αναφορά για περίεργα ευρωπαϊκά πρότυπα χρηματοδότησης στη δεκαετία του 2000, όπου οι χώρες του πυρήνα της Ευρώπης χρηματοδότησαν το φούσκωμα των ελλειμμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών των περιφερειακών χωρών ενώ ο υπόλοιπος κόσμος συσσωρεύει στην πραγματικότητα απαιτήσεις έναντι των βασικών ευρωπαϊκών κυβερνήσεων.

«Μπούμερανγκ» τα διαρκή πλεονάσματα εξαγωγών

Οποιαδήποτε μπορεί να ήταν τα κίνητρα που είχαν οι μεμονωμένοι γερμανοί δανειστές και επενδυτές εκείνη την χρονική περίοδο, οι γερμανικές αρχές δεν μπόρεσαν να δουν ότι με το να τρέχει η Γερμανία διαρκή πλεονάσματα εξαγωγών έναντι των εταίρων της στην ευρωζώνη—που κατέστη εφικτό εξαιτίας μιας φιλελεύθερης γερμανικής (επανα)χρηματοδότησης της υπερβολικής υπερδαπάνης εκ μέρους τους—έχει αφήσει τη Γερμανία ως έθνος εξαιρετικά εκτεθειμένη σε οτιδήποτε θα μπορούσε να επιδεινώσει την πιστοληπτική ικανότητα των οφειλετών της στην ευρωζώνη και την κατάσταση στις χώρες αυτές γενικότερα. Καθώς η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση της Γερμανίας εκτινάχθηκε στο 40% του ΑΕΠ, εκείνες των εταίρων της στην ευρωζώνη επιδεινώθηκε, ενώ στις περιπτώσεις της Ελλάδας, της Πορτογαλίας και της Ισπανίας άγγιξαν αρνητικά επίπεδα της τάξης του 100% του ΑΕΠ, το οποία είναι εξαιρετικά υψηλά με βάση τα διεθνή πρότυπα (Reinhart και Rogoff 2011). Όμως, η πτώχευση των εταίρων μιας χώρας, οι οποίοι είναι και αγοραστές και οφειλέτες, δεν είναι ακριβώς έξυπνη στρατηγική. Στην προ-ευρώ εποχή, μια ενδεχόμενη ανατίμηση του γερμανικού μάρκου κατέληγε να εξυπηρετεί (εν μέρει ή προσωρινά) την εξισορρόπηση των θέσεων της ανταγωνιστικότητας και το φορτίο του χρέους. Το ευρώ υποτίθεται ότι έχει κλείσει μόνιμα αυτή την πόρτα, χωρίς ωστόσο να κλείνει την πόρτα για τη δημιουργία ανισορροπιών.

«Alert» για την Bundesbank

Κατά ειρωνικό τρόπο, φαίνεται ότι ο μεγαλύτερος κίνδυνος της Γερμανίας βρίσκεται στον ισολογισμό της Bundesbank. Περισσότερο από το ήμισυ της καθαρής θέσης πιστωτή της Γερμανίας αποτελείται από τους κακόφημους TARGET2 ισολογισμούς της Bundesbank στην ΕΚΤ. Στη Γερμανία οι απαιτήσεις του TARGET2 έναντι της ΕΚΤ έχουν δώσει αφορμή στην έκρηξη κάποιου αξιοσημείωτου ενθουσιασμού. Κάποιοι σχολιαστές τις απεικονίζουν ως αντανάκλαση στα ψεγάδια του σχεδιασμού του Ευρωσυστήματος (Sinn και Wollmershäuser 2012). Άλλοι φαίνεται τις ερμηνεύουν ως απόδειξη ότι η ηρωική Bundesbank έχει τεθεί υπό ληλασία από τους σπάταλους εταίρους της Γερμανίας στην ευρωζώνη (Burda 2012).

Οι ανισορροπίες του TARGET2 είναι πράγματι ένα σύμπτωμα της συνεχιζόμενης ευρωκρίσης, ωστόσο οι ισολογισμοί πίστωσης της Bundesbank είναι πάνω απ' όλα απόδειξη μιας χάρης αξίας πολλών δισεκατομμυρίων που έκανε η ΕΚΤ προς τις γερμανικές τράπεζες με τους αν τις επιτρέπει να αποχωρήσουν από τον διατραπεζικό δανεισμό προς τις αντισυμβαλλόμενες τράπεζες στις χώρες της ευρωζώνης που πλήττονται από την κρίση χωρίς σε μεγάλο βαθμό απώλειες (Bibow 2012B, Soros 2012).

Το γερμανικό τραπεζικό σύστημα προέβη σε όργανα δανεισμού την δεκαετία του 2000, τόσο στην άλλη άκρη του Ατλαντικού όσο και σε όλο τον κόσμο και ιδιαίτερα στην ευρωζώνη, αλλά έκτοτε περιόρισε δραστικά τις περιφερειακές και παγκόσμιες δεσμεύσεις του. Κατά τη διαδικασία πραγματοποιήθηκαν μεγάλες απώλειες με τα εργαλεία ενυπόθηκων δανείων στις ΗΠΑ. Και σημαντικές απώλειες είναι επίσης βέβαιο ότι πραγματοποιήθηκαν στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου σε χώρες της ευρωζώνης που βρίσκονται σε κρίση. Αλλά στην περίπτωση των λοιπών επενδύσεων των τραπεζών που περιλαμβάνουν τα πολύ σημαντικά διατραπεζικά δάνεια, τα οποία πριν από την κρίση ήταν σε μεγάλο βαθμό ακάλυπτα, η έκτακτη στήριξη της ΕΚΤ στη ρευστότητα γλίτωσε τις γερμανικές τράπεζες από μαζικές απώλειες που αναπόφευκτα θα είχαν προκύψει χωρίς το αντιστήριγμα ρευστότητας της ΕΚΤ προς τα τραπεζικά συστήματα στη ζώνη του ευρώ.

Οι ισολογισμοί του TARGET2 της Bundesbank δεν αποτελούν νέα ανοίγματα, αλλά απλώς την μετενσάρκωση των παλιών ανοιγμάτων που είχαν δημιουργηθεί στο παρελθόν στους ισολογισμούς κυρίως των γερμανικών τραπεζών. Ειδικότερα, η άρνηση εκ μέρους των γερμανικών τραπεζών, μεταξύ άλλων, να κυλήσουν διατραπεζικά δάνεια που έγιναν σε εποχές ευφορίας προς τις χώρες της ευρωζώνης που βρίσκονται σήμερα υπό κρίση θα είχε οδηγήσει σχεδόν άμεσα σε χρεοκοπία τις προβληματικές τράπεζες στις εν λόγω χώρες.

Είναι σημαντικό να υπογραμμιστεί ότι δεν είναι μόνο οι προβληματικές τράπεζες στις χώρες της ευρωζώνης στις οποίες είχαν προσφέρει πίστωση οι γερμανικές τράπεζες που θα είχαν καταρρεύσει, με αντίστοιχες αποσβέσεις για τα διατραπεζικά δάνεια, αλλά θα είχαν προκύψει πωλήσεις σε πολύ χαμηλές τιμές σε άλλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων και αγορές, εξελίξεις που θα είχαν πλήξει επίσης έμμεσα τις γερμανικές τράπεζες. Ήταν, φυσικά, ο φόβος της μετάδοσης ενός συστηματικού κινδύνου που ώθησε την ΕΚΤ να παρενέβη προκειμένου να στηρίξει τα τραπεζικά συστήματα που αντιμετώπιζαν τραπεζικές επιδρομές και όχι προκειμένου να κάνει κάποια χάρη σε οποιαδήποτε συγκεκριμένη γερμανική τράπεζα. Η διατήρηση του ευρώ ήταν αυτό που ανάγκασε την ΕΚΤ να κάνει ό, τι έκανε. Το αποτέλεσμα, ωστόσο, ήταν ότι η κίνηση της ΕΚΤ κατέληξε να είναι όντως μια μεγάλη χάρη προς τις γερμανικές τράπεζες. Και δεδομένου ότι είναι ασφαλές να υποθέσουμε ότι η γερμανική κυβέρνηση θα διέσωζε οποιαδήποτε γερμανική τράπεζα είχε πληγεί από την έκθεσή της σε χώρες της ευρωζώνης υπό κρίση, η ΕΚΤ έκανε τελικά μια μεγάλη χάρη και προς τους γερμανούς φορολογούμενους -αν και αυτό δεν σταματά τις γερμανικές εφημερίδες και άλλες ανίδεους σχολιαστές από το να κατηγορούν την ΕΚΤ για ακριβώς το αντίθετο.

Σε περίπτωση διάλυσης του ευρώ...

Αυτή η χάρη της ΕΚΤ μπορεί ωστόσο να αποδειχθεί απλά ένα προσωρινό όφελος, ειδικά στην περίπτωση που διαλύεται η ζώνη του ευρώ, αφού τότε οι ισολογισμοί της TARGET2 της Bundesbank στην ΕΚΤ θα υποστούν απώλειες, με τις απώλειες να κατανέμονται μεταξύ των κρατών μελών του ευρώ σύμφωνα με τα μερίδια κεφαλαίου των αντίστοιχων κεντρικών τραπεζών προς την ΕΚΤ. Σήμερα το μετοχικό κεφάλαιο της Γερμανίας είναι στο 27%. Κάποιος θα μπορούσε να πει, επομένως, ότι η έκτακτη στήριξη της ρευστότητας που παρείχε η ΕΚΤ προς τα τραπεζικά συστήματα της ευρωζώνης έχει κάνει αμοιβαία τα τρία τέταρτα των πιθανών ζημιών των γερμανικών τραπεζών. Τουλάχιστον για την ώρα, έτσι έχουν τα πράγματα. Διότι σε περίπτωση διάλυσης του ευρώ, ο επιμερισμός των ζημιών θα τεθεί σίγουρα υπό αναδιαπραγμάτευση και θα εξαρτάται από την ακριβή μορφή που τα πάρει μια τυχόν διάλυση. Σε κάθε περίπτωση, καθώς ο όλος σκοπός μιας διάλυσης του ευρώ θα είναι η επίτευξη της ελάφρυνσης του χρέους για τις χώρες της ευρωζώνης που βρίσκονται σε κρίση, εκτός από την αποκατάσταση των ενδοπεριφερειακών θέσεων της ανταγωνιστικότητας, η Bundesbank αντιμετωπίζει πιθανές ζημιές που θα καλύπτουν όλο το ποσό του ισολογισμού της στο TARGET2. Τα ποσά κορυφώθηκαν σε 720 ευρώ δις ή στο 27% του ΑΕΠ τον Οκτώβριο/Νοέμβριο του 2012, αλλά από τότε μειώθηκαν στο 23% του ΑΕΠ (έως τον Απρίλιο του 2013). Ανάλογα με τη μορφή της διάλυσης του ευρώ, οι πραγματικές ζημιές θα μπορούσαν να προκύψουν είτε από τις επιπτώσεις της αποτίμησης συναλλάγματος είτε από διαγραφή. Εναλλακτικά, οι ισολογισμοί στο TARGET2 θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε μόνιμες σιωπηρές μεταβιβάσεις μέσω διαφυγόντων κερδών της κεντρικής τράπεζας (εκδοτική προνομία) ή/και σε μεγαλύτερο κόστος δημόσιου δανεισμού.

Τα μέσα μαζικής ενημέρωσης οραματίζονται σενάρια διάλυσης του ευρώ όπου είτε μια συγκεκριμένη ή ολόκληρη ομάδα χωρών στην ευρωζώνη που μαστίζονται από την κρίση εγκαταλείπουν το ευρώ. Η έμφαση, στη συνέχεια, είναι στα άμεσα ανοίγματα της Γερμανίας έναντι των χωρών που εγκαταλείπουν το ευρώ. Κατά την άποψη του Jorg Bibow, αν η διάλυση της ευρωζώνης αποδειχθεί ότι είναι αναπόφευκτη, ο «καλύτερος» τρόπος για να διαλυθεί η ζώνη του ευρώ θα ήταν να χωριστεί η νομισματική ένωση με βάση τον γαλλογερμανικό άξονα. Όσον αφορά τις θέσεις ανταγωνιστικότητας, η Γαλλία είναι στην ίδια βάρκα με την Ιταλία, την Ισπανία, την Πορτογαλία και την Ελλάδα. Σε γενικές γραμμές, η προκύπτουσα «νότια ευρωζώνη» θα είναι εσωτερικά ισορροπημένη. Και η κοινή

συναλλαγματική ισοτιμία θα επιτρέψει την ομαλή εξωτερική εξισορρόπηση για την ομάδα του ευρωπαϊκού νότου. Η Γαλλία έχει υψηλή έκθεση έναντι των νότιων εταίρων της στην ευρωζώνη. Και η Γαλλία έχει μια χρεωστική θέση TARGET2, η οποία θα μπορούσε να αντισταθμίσει εν μέρει τη διμερή της θέση του πιστωτή έναντι της Γερμανίας. Έτσι, σε αυτό το «καλύτερο» σενάριο της διάλυσης του ευρώ, η Γερμανία θα αποχωρήσει ουσιαστικά από αυτό που θα έχει εξελιχθεί σε μια νότια ζώνη του ευρώ, με τους άλλους εταίρους να πρέπει να αποφασίσουν αν θα παραμείνουν στο ευρώ (στη νότια ευρωζώνη), με επικεφαλής τη Γαλλία, ή αν θα ευθυγραμμιστούν με το «νέο μάρκο» της Γερμανίας.

Σε αυτό το σενάριο της διάλυσης του ευρώ, το κούρεμα στους ισολογισμούς του TARGET2 θα αφήσει μια αρκετά μεγάλη τρύπα στον ισολογισμό της Bundesbank και το γερμανικό Υπουργείο Οικονομικών θα χρειαστεί να προχωρήσει στην ανακεφαλαιοποίηση της Bundesbank (δηλαδή να παραδώσει εργαλεία δημόσιου χρέους προς την κεντρική τράπεζά του). Καθώς οι τόκοι που καταβάλλονται για τα χρέη αυτά προσθέτουν στα κέρδη της Bundesbank που θα μεταφερθούν στο Υπουργείο Οικονομικών, η διάλυση του ευρώ φαίνεται να εξισορροπεί τα όποια μειονεκτήματα ή πλεονεκτήματα προκύπτουν με την ακύρωση του ενός από τα άλλο και, σύμφωνα με τον Whelan (2012), προκύπτει χωρίς κόστος για τη Γερμανία καθώς η «ανακεφαλαιοποίηση δεν θα έχει καμία επίπτωση ούτε στην καθαρή θέση των περιουσιακών στοιχείων του γερμανικού κράτους ούτε στο έλλειμμα του προϋπολογισμού».

Δυστυχώς, αυτό το επιχείρημα παραβλέπει δύο ζητήματα. Ένα ζήτημα είναι ότι, ανεξάρτητα από το ποιες μπορεί να είναι οι επιπτώσεις στους εισπρακτέους λογαριασμούς του ενδο-δημοσίου τομέα, θα εξακολουθεί να υπάρχει μια αντίστοιχη τρύπα στη διεθνή επενδυτική θέση της Γερμανίας. Εσωτερικά, μπορεί να αληθεύει ότι αυτά που ξεκίνησαν ως ιδιωτικά δάνεια από τις γερμανικές τράπεζες, και που στη συνέχεια μετανάστευσαν προσωρινά στον ισολογισμό της Bundesbank, κατέληξαν τελικά να αντικαθίστανται από γερμανικό δημόσιο χρέος. Αλλά, εξωτερικά, αυτά τα αρχικά δάνεια από τις γερμανικές τράπεζες αντιπροσώπευαν ένα ξένο περιουσιακό στοιχείο που είτε απαιτούσε τη χώρα οφειλέτη να τρέχει πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών προκειμένου να αποσυρθεί το χρέος είτε να κερδίζει και να πληρώνει μια αέναη ροή εισοδήματος προς όφελος της Γερμανίας. Η απώλεια ενός ξένου ενεργητικού αντιπροσώπευε σίγουρα απώλεια για τη Γερμανία, ακριβώς όπως η μετατροπή των ξένων περιουσιακών στοιχείων σε μια διαρκή ροή εισοδήματος που δεν πληρώνει τόκο περιλαμβάνει μια σιωπηρή μεταβίβαση.

Το δεύτερο θέμα είναι ότι αν το νέο γερμανικό μάρκο δεν δημιουργήσει μια πρωτοφανή ζήτηση—τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό—για την υπερμεγέθη νομισματική βάση της Bundesbank σε περίπτωση που χρηματοποιείται η τρύπα στο TARGET2, η Bundesbank θα πρέπει να πουλήσει έντοκα μέσα για να συγκεντρώσει περίσσεια αγοραία ρευστότητα (τουλάχιστον τη στιγμή που διαγνώσει ότι η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής απαιτεί θετικό επιτόκιο). Και δεδομένου ότι η αναγεννημένη Bundesbank θα είναι πρόθυμη να υπογραμμίσει την προσφιλή επιθετική της φήμη, η ημερομηνία αυτή θα φτάσει νωρίτερα παρά αργότερα. Για το σκοπό αυτό, η Bundesbank θα μπορούσε, για παράδειγμα, να εκδώσει είτε έντοκες καταθέσεις προθεσμίας ή να πωλήσει τίτλους δημοσίου χρέους που έλαβε από το Υπουργείο Οικονομικών για τους σκοπούς της αύξησης του κεφαλαίου της. Με τον ένα ή τον άλλον τρόπο, θα υπάρξει επίδραση τόσο στο καθαρό δημόσιο χρέος όσο και στον δημόσιο προϋπολογισμό της Γερμανίας είτε μέσω της πληρωμής υψηλότερων τόκων είτε μέσω διαφυγόντος εισοδήματος που προέρχεται από την έκδοση νομίσματος—ακόμη και αν το δημόσιο χρέος που χρησιμοποιήθηκε ουσιαστικά για την διάσωση των γερμανικών τραπεζών από τη στιγμή που η προσωρινή ρευστότητα διάσωσης της EKT δεν κατάφερε να αποτρέψει τη διάλυση του ευρώ αποθηκευθεί μόνιμα μακριά στον ισολογισμό της Bundesbank.

Δεν υπάρχει κανένας δρόμος να παρακαμφθεί αυτό. Τελικά, οι ισολογισμοί του TARGET2 της Bundesbank είναι γερμανικές δημοσιονομικές υποχρεώσεις. Στην περίπτωση της διάλυσης του ευρώ με ελάφρυνση του χρέους για τις χώρες της ευρωζώνης που βρίσκονται σε κρίση, το γερμανικό δημόσιο χρέος θα κάνει ένα αντίστοιχο άλμα καθώς οι αναπροσαρμογές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες δεν θα μπορούν πλέον να κάνουν κατανομή στο φορτίο του χρέους όπως κάτω από το πλαίσιο του ευρώ. Αλλά η διάλυση του ευρώ θα μπορούσε να ανοίξει εκ νέου μια φραγμένη λεωφόρο.

Η πραγματική απώλεια από τον ισολογισμό του TARGET2 της Bundesbank μπορεί να αποδειχθεί μικρότερη από την ενδεχόμενη απώλεια του σημερινού 20% του γερμανικού ΑΕΠ, αλλά είναι πιθανό να είναι σημαντική σε κάθε περίπτωση. Ως μερική αντιστάθμιση στην περίπτωση μιας γερμανικής εξόδου από το ευρώ (τη νότια ευρωζώνη), οποιεσδήποτε άλλες ζημιές της EKT (για τα κρατικά ομόλογα, για παράδειγμα, που αγοράστηκαν στο πλαίσιο του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων) πιθανότατα θα περάσουν στα χέρια των μελών της νότιας ζώνης του ευρώ.

«Αχιλλεύς πτέρνα» και τα πακέτα στήριξης

Ένα άλλο μέρος του ανοίγματος της Γερμανίας αποτελείται από τα διάφορα «πακέτα διάσωσης» και τους κοινούς μηχανισμούς διάσωσης που καθιερώθηκαν από την έναρξη της κρίσης. Αυτή η διαδικασία ξεκίνησε με το πρώτο ελληνικό πακέτο διάσωσης τον Μάιο του 2010 μέσω διμερών δανείων αξίας 110 δις ευρώ. Στη συνέχεια υπήρξαν τα πακέτα διάσωσης της «τρίοικας» για την Ιρλανδία (85 δις ευρώ), την Πορτογαλία (78 δις ευρώ) και ξανά για την Ελλάδα (επιπλέον 130 δις. ευρώ), αυτή τη φορά μέσω του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) και του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Χρηματοπιστωτικής Σταθεροποίησης (EFSM). Το EFSF έχει δανειοδοτική ικανότητα ύψους 440 δις ευρώ και ο EFSM έως 60 δις ευρώ, που συμπληρώνεται έως και με 250 δις ευρώ δανειοδότησης από το ΔΝΤ. Τέλος, με τη διαμόρφωσή του το 2012 ως μόνιμο τείχος προστασίας της ευρωζώνης και μηχανισμός διάσωσης, ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ESM) έχει συνολική δανειοδοτική ικανότητα 500 δις ευρώ. Τα 100 δις. ευρώ της δανειοδοτικής ικανότητας του ESM διατέθηκαν ως πακέτο στήριξης για την ανακεφαλαιοποίηση του ισπανικού τραπεζικού συστήματος. Το πακέτο διάσωσης για την Κύπρο (10 δις ευρώ) τον Μάρτιο του 2013 χορηγήθηκε μέσω του ESM. Το μερίδιο της Γερμανίας στις αλληλέγγυες υποχρεώσεις εγγύησης που στηρίζουν το EFSF και τον ESM είναι 27%. Ο EFSM είναι εγγυημένος από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή με τον προϋπολογισμό της ΕΕ να χρησιμοποιείται ως εγγύηση. Για ακόμη μια φορά, οι πιθανές απώλειες θα εξαρτηθούν από το χρόνο και κυρίως τη μορφή που θα πάρει η διάλυση του ευρώ.

Η αξιολόγηση της έκθεσης της Γερμανίας σε κινδύνους που σχετίζονται με αυτά τα πακέτα διάσωσης και τους κοινούς μηχανισμούς διάσωσης περιπλέκεται επίσης από το γεγονός ότι το καταβληθέν κεφάλαιο πίσω από αυτά τα κοινά οχήματα διάσωσης είναι σχετικά μικρό και ότι οι τελικές υποχρεώσεις λόγω κοινού εγγυημένου δανεισμού μπορεί να γίνουν αντικείμενο επαναδιαπραγμάτευσης. Κατά την άποψή μου, οι πιθανές απώλειες της Γερμανίας στον τομέα αυτό ανέρχονται στο 5% περίπου του ΑΕΠ.

«Άνοιγμα» στον ιδιωτικό τομέα

Τέλος, υπάρχει ένα σημαντικό άνοιγμα στον ιδιωτικό τομέα, του οποίου η έκθεση, το ακριβές μέγεθος και η θέση του αποτελούν αίνιγμα. Χάρη στην προθυμία της ΕΚΤ, οι γερμανικές τράπεζες μπορεί να έχουν μετατοπίσει σε μεγάλο βαθμό τα πρώην ανοίγματά τους στις χώρες της ευρωζώνης που πλήττονται από την κρίση, ιδιαίτερα τα διατραπεζικά χρηματοδοτικά ανοίγματά τους (λοιπές επενδύσεις), στον ισολογισμό της Bundesbank. Αλλά ο μη τραπεζικός ιδιωτικός τομέας της Γερμανίας, και συγκεκριμένα ο τομέας των νοικοκυριών, έχει καθαρά περιουσιακά στοιχεία άνω του 40% του ΑΕΠ, επικεντρωμένα στην Ευρώπη, μεγάλο μέρος των οποίων θα επηρεαστεί αρνητικά από μια διάλυση του ευρώ. Οι επενδύσεις είναι επικεντρωμένες σε δανειακά χαρτοφυλάκια και μεγάλο μέρος αυτών διαμεσολαβείται από ενδιάμεσους μη τραπεζικούς χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς (συνταξιοδοτικά ταμεία, αμοιβαία κεφάλαια και ασφαλιστικές εταιρείες, κυρίως). Εάν οι γερμανικές ζημιές αποτίμησης της τάξης του 20% του ΑΕΠ, όπως ποσοτικά προσδιορίστηκαν παραπάνω, αποτελούνται σε μεγάλο βαθμό από πραγματοποιηθείσες ζημιές που απορρέουν από την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση καθώς και από μη πραγματοποιηθείσες ζημιές που σχετίζονται με την ευρωκρίση, η δυναμική για περαιτέρω απώλειες στον λογαριασμό αυτό θα εξακολουθεί να είναι πολύ μεγάλη. Κατά την άποψή μου, πιθανές απώλειες της Γερμανίας στον τομέα κάτω από αυτή την κατηγορία είναι της τάξης του 10%-15% του ΑΕΠ.

Σε τελική ανάλυση, δεν υπάρχει κανένας τρόπος με τον οποίον δεν θα βρισκόταν άσχημα εκτεθειμένη η Γερμανία σε περίπτωση διάλυσης του ευρώ. Συνολικά, φαίνεται, οι γερμανικές απώλειες στα ξένα περιουσιακά στοιχεία θα μπορούσαν να εξαφανίσουν ένα καλό μέρος του 40% του ΑΕΠ της καθαρής διεθνούς επενδυτικής θέσης της χώρας. Θα υπάρξει ένα αντίστοιχο άλμα στην αναλογία του δημόσιου χρέους της Γερμανίας ως ο αντίποδας, για παράδειγμα, στις απώλειες του TARGET2 ή στις διασώσεις των γερμανικών ασφαλιστικών εταιρειών. Ίσως ένα μεγαλύτερο μέρος του συνολικού ανοίγματος της Γερμανίας θα μπορούσε να μεταναστεύσει στον ισολογισμό της Bundesbank προτού η πραγματική διάλυση γίνεται μέσω του συνεχούς κατακερματισμού των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών, που θα απλοποιήσει πραγματικά πολύ την όλη κατάσταση.

Ίσως η πιο πρακτική μορφή της διάλυσης του ευρώ θα είναι να καθαρίσουν και να αντισταθμίσουν οι κυβερνήσεις τα ξένα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού (σε ευρωζωνικό επίπεδο) των αντίστοιχων υπηκόων τους. Η διαπραγμάτευση μεταξύ των κυβερνήσεων θα επικεντρωθεί στις καθαρές θέσεις ξένου χρέους. Η ελάφρυνση του χρέους θα μπορούσε να προκύψει από την εν μέρει ή εξ ολοκλήρου ακύρωση του καθαρού εξωτερικού χρέους. Θα μπορούσε κανείς να θυμηθεί εδώ τη γενναϊόδωρη συμφωνία χρέους του Λονδίνου του 1953, η οποία επέτρεψε στη (Δυτική) Γερμανία να ανακάμψει κάτω από εξαιρετικά ευνοϊκούς όρους (ενώ το Ηνωμένο Βασίλειο, για παράδειγμα, παρότι νικητής, παρέμεινε φορτωμένο με πολύ υψηλά χρέη πολέμου). Κατά πάσα πιθανότητα, όμως, ούτε οι διαπραγματεύσεις για τον διακανονισμό του χρέους ούτε η πραγματική διάλυση του ευρώ θα λάβουν χώρα με ομαλό τρόπο.

Εκτός από το θέμα της ελάφρυνσης του χρέους, η διάλυση του ευρώ θα μπορούσε επίσης να αποκαταστήσει γρήγορα τις ενδοπεριφερειακές θέσεις ανταγωνιστικότητας. Ακριβώς όπως ανάκαμψε και άνθισε η Δυτική Γερμανία κάτω από ευνοϊκές συνθήκες συναλλαγματικής ισοτιμίας στη δεκαετία του 1950, οι σημερινές χώρες του ευρώ που βρίσκονται σε κρίση θα επιθυμούσαν να έρθει η τόσο αναγκαία ώθηση στην ανταγωνιστικότητά τους με μη αποπληθωριστικό τρόπο. Αντιθέτως, η Γερμανία θα βιώσει μια αποπληθωριστική εξισορρόπηση της περιφερειακής θέσης της ανταγωνιστικότητάς της.

Το μέγεθος της ανατίμησης του νέου γερμανικού μάρκου είναι ως εκ τούτου ο άλλος μεγάλος παράγοντας σε οποιοδήποτε σενάριο διάλυσης, διαμορφώνοντας τόσο την έκταση των ζημιών της αποτίμησης του νομίσματος (ή της διαγραφής) καθώς και την απότομη απώλεια της γερμανικής ανταγωνιστικότητας. Φυσικά, ως θέμα απλής λογικής, προκειμένου να επιτευχθεί η απαιτούμενη περιφερειακή εξισορρόπηση, η Γερμανία θα πρέπει να αποδεχθεί μια βιώσιμη απώλεια σχετικής ανταγωνιστικότητας έναντι των εταίρων της στη ζώνη του ευρώ ούτως ή άλλως. Στην περίπτωση των κύριων νότιων εταίρων της Γερμανίας—δηλαδή, Γαλλία, Ιταλία, Ισπανία—αυτό απαιτεί μια μετατόπιση στις θέσεις ανταγωνιστικότητας της τάξης του 20%-25%. Ένα ζήτημα είναι αν αυτή η αναπροσαρμογή θα πραγματοποιηθεί σε συμμετρική (δηλαδή με γενικές γραμμές ουδέτερο πληθωρισμό) ή ασύμμετρη (δηλ. αποπληθωρισμό) βάση. Ένα άλλο ζήτημα είναι αν θα γίνει σταδιακά ή απότομα η αναπροσαρμογή.

Η διάλυση του ευρώ θα επιφέρει απότομη αναπροσαρμογή με τη βία. **Η Γερμανία θα δει απότομη επιδείνωση της ανταγωνιστικότητάς της εν μια νυκτί.** Το νέο γερμανικό μάρκο θα μπορούσε ακόμη και να ξεπεράσει τα λογικά όρια ως νόμισμα, με αποτέλεσμα να δημιουργήσει ένα τεράστιο αποπληθωριστικό πλήγμα για τη γερμανική οικονομία. Εκτός από τις πιθανές ζημιές στα γερμανικά περιουσιακά στοιχεία που αναφέρονται παραπάνω, που συνεπάγεται αντίστοιχο άλμα στο γερμανικό δημόσιο χρέος (το θέμα του stock), ένα μεγάλο έλλειμμα στον προϋπολογισμό (το θέμα του flow) λόγω μιας βαθιάς ύφεσης και διόγκωση της ανεργίας θα μεγεθύνει την δυσχερή δημοσιονομική κατάσταση της Γερμανίας. Η δημιουργία ενός μεγάλου ελλείμματος στον προϋπολογισμό σε μια συρρικνούμενη οικονομία αποτελεί εκρηκτικό υλικό για τα δημόσια οικονομικά—η κατάσταση, δηλαδή, που βιώνουν σήμερα οι χώρες της περιφέρειας της ευρωζώνης. Τελικά, δεν είναι δύσκολο να δούμε την αναλογία του δημόσιου χρέους της Γερμανίας να εκτινάσσεται πέρα από το 120% του ΑΕΠ σε περίπτωση διάλυσης του ευρώ.

Με άλλα λόγια, η Γερμανία έχει πολλά να κερδίσει από την πρόληψη αυτής της έκβασης. Η επίλυση της κρίσης της ευρωζώνης και η εγκαθίδρυση μιας νομισματικής ένωσης σε υγιέστερη βάση για τη βιώσιμη ανάπτυξη σε ολόκληρη τη ζώνη ευρώ θα μπορούσε ακόμα να σημαίνει ανάκτηση των απωλειών αποτίμησης για τη Γερμανία. Έχει λοιπόν επιδιώξει η Γερμανία το καλύτερό της συμφέρον στη διαχείριση και την επίλυση της κρίσης στην ευρωζώνη;

<http://www.capital.gr/news.asp?id=1862016>