



# ***Policy Note***

---

2013 / 10

## **Η συνεχιζόμενη καταλληλότητα των κρατικών ομολόγων με την κάλυψη φόρων (tax-backed bonds) για την ευρωζώνη**

**Του Philip Pilkington**

Σε ένα σημείωμα πολιτικής που δημοσιεύθηκε πέρυσι από το Levy Institute, ο υπογράφων και ο Warren Mosler υποστήριξαν ότι η κρίση χρέους στην ευρωζώνη θα μπορούσε να λυθεί από τις εθνικές κυβερνήσεις χωρίς τη βοήθεια της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) και χωρίς έξοδο από τη νομισματική ένωση. Υποστηρίξαμε ότι αυτό θα μπορούσε να γίνει μέσω της έκδοσης μιας προτεινόμενης χρηματοοικονομικής καινοτομίας που αποκαλέσαμε «κρατικά ομόλογα με την κάλυψη φόρων». Περιγράψαμε τη βασική αρχή της πρότασης ως εξής:

Τα κρατικά ομόλογα με την κάλυψη φόρων θα είναι παρόμοια με τα κανονικά κρατικά ομόλογα εκτός από το ότι θα περιέχουν μια ρήτρα που θα προβλέπει ότι αν η χώρα που εκδίδει τα ομόλογα δεν προβεί στην αποπληρωμή τους—και μόνο εάν δεν το κάνει αυτό—τα ομόλογα αυτά θα είναι αποδεκτά για την πληρωμή φόρων στο εσωτερικό της εν λόγω χώρας και θα συνεχίζουν να προσφέρουν επιτόκιο (Pilkington και Mosler 2012, σελ. 1).

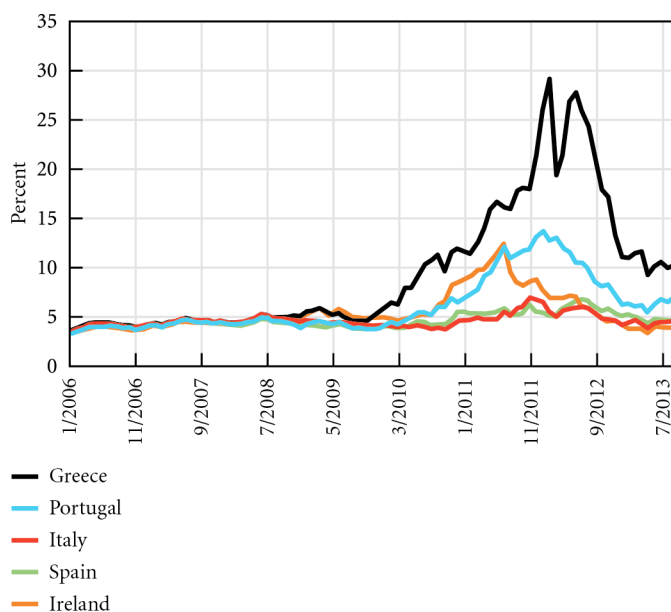
Έκτοτε, η έκδοση κρατικών ομολόγων με την κάλυψη φόρων εξετάστηκε, αλλά τελικά απορρίφθηκε από τον ιρλανδό υπουργό Οικονομικών (Houses of the Oireachtas 2012), ενώ η ΕΚΤ ενεπλάκη με την παροχή εκτεταμένων εγγυήσεων ότι οι υπερχρεωμένες χώρες της ευρωζώνης δεν θα δηλώσουν χρεοκοπία.

Στη συνέχεια του κειμένου εξετάσουμε τη συνεχιζόμενη καταλληλότητα της πρότασης υπό το πρίσμα των αλλαγών που έχουν επέλθει όσον αφορά την πολιτική της ΕΚΤ. Επίσης, θα εξετάσουμε το επιχείρημα του υπουργού Οικονομικών της Ιρλανδίας ότι τα κρατικά ομόλογα με την κάλυψη φόρων θα παραβίαζαν την ισχύουσα ιρλανδική νομοθεσία (και κατά συνέπεια τον υπάρχοντα νόμο και σε άλλες χώρες της ευρωζώνης). Τέλος, θα εξετάσουμε ορισμένες αλλαγές που πραγματοποιήθηκαν στην αρχική πρόταση ως απάντηση στην εποικοδομητική κριτική που έχουμε λάβει από την δημοσίευση του αρχικού κειμένου και θα αναφερθούμε εν συντομία σε μια επιπλέον χρήση της συγκεκριμένης πρότασης.

### **Η συνεχιζόμενη καταλληλότητα των κρατικών ομολόγων με την κάλυψη φόρων σε μια μεταβαλλόμενη ευρωζώνη**

Πολλά έχουν αλλάξει από τότε που δημοσιεύθηκε η αρχική πρόταση των κρατικών ομολόγων με την κάλυψη φόρων, τον Μάρτιο του 2012. Όπως μπορεί να δει κανείς στο Σχήμα 1, η ευρωζώνη βρισκόταν τότε στη δεύτερη σημαντική φάση της κρίση χρέους, με τις αποδόσεις για τα 10ετή ελληνικά και πορτογαλικά ομόλογα να κυμαίνονται στο υψηλότερο τους επίπεδο, συγκεκριμένα στο 29% και στο 13%, αντίστοιχα. Σε εκείνο το στάδιο, η πιο κρίσιμη φάση της κρίσης της Ιρλανδίας είχε ήδη περάσει, αλλά πολλοί σχολιαστές συνέχισαν να ανησυχούν ότι οι αποδόσεις των ιρλανδικών ομολόγων θα μπορούσαν να αυξηθούν ακόμη μια φορά σε περίπτωση που χειροτέρευε η προοπτική της ιρλανδικής οικονομίας.

**Σχήμα 1: Οι 10ετείς αποδόσεις κρατικών ομολόγων στην περιφέρεια της ευρωζώνης**



Sources: ECB and European Commission

Η πτώση των αποδόσεων στα κρατικά ομόλογα των περιφερειακών χωρών που είδαμε να διαμορφώνεται από εκείνο το σημείο και μετά μπορεί να αποδοθεί σε δύο κύριους και **αλληλένδετους** λόγους. Ο πρώτος έχει να κάνει με το γεγονός ότι κατά τη διάρκεια αυτού του χρονικού διαστήματος γινόταν ολοένα και πιο ξεκάθαρο ότι η ΕΚΤ, όπως το έθεσε ο πρόεδρος της ΕΚΤ Μάριο Ντράγκι σε μια ιστορική ομιλία του στη Διάσκεψη για Παγκόσμιες Επενδύσεις στο Λονδίνο στις 26 Ιουλίου 2012 (Draghi 2012), θα κάνει «ό, τι χρειαστεί» προκειμένου να διασφαλιστεί ότι καμία περιφερειακή χώρα δεν θα προβεί σε στάση πληρωμών. Αν και αυτή η ομιλία αποτέλεσε σημείο καμπής στην κρίση, πολλοί ειδήμονες των αγορών είχαν ήδη προεξοφλήσει ότι η ΕΚΤ θα υιοθετούσε μια τέτοια θέση πριν από την ομιλία του Ντράγκι. Γι αυτό και οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων είχαν ήδη αρχίσει να πέφτουν πριν από τον Ιούλιο του 2012.

Ο δεύτερος λόγος για τον οποίον μειώθηκαν τόσο απότομα οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων στις περιφερειακές χώρες είναι ότι στις 2 Αυγούστου του 2012, λίγες μόλις ημέρες μετά την ομιλία του Ντράγκι, η ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι έβαζε σε εφαρμογή ένα πρόγραμμα που ονομαζόταν «**Άμεσες Νομισματικές Συναλλαγές**» («**Outright Monetary Transactions**»). Το πρόγραμμα «**Άμεσες Νομισματικές Συναλλαγές**» εγγυόταν απεριόριστη χρηματοδότηση υπό τη μορφή νέου χρήματος για την πτώση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων σε περίπτωση μιας νέας ανοδικής τάσης. Συνδεδεμένη ωστόσο με αυτή τη στήριξη ήταν η συμμετοχή των υπερχρεωμένων χωρών σε προγράμματα σκληρής λιτότητας, παρά τις όποιες τυχόν αρνητικές οικονομικές συνέπειες που θα μπορούσαν να έχουν αυτά τα προγράμματα. Σε μια ομιλία

του τον Σεπτέμβριο του 2013, ο Benoît Coeuré, εκτελεστικό μέλος της διοίκησης της ΕΚΤ, συνόψισε επιγραμματικά το όλο ζήτημα:

Η ρήτρα αναγκαστικής λήψης πρόσθετων μέτρων ξεχωρίζει το πρόγραμμα των **Άμεσων Νομισματικών** Συναλλαγών από άλλα ιστορικά περιστατικά παρέμβασης της κεντρικής τράπεζας στις αγορές κρατικών ομολόγων. Και αυτό καθιστά το επιχείρημα περί ασυμβίβαστου κινήτρου άκυρο. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η ρήτρα αφαιρεί το προνόμιο των κυβερνήσεων να επιλέξουν μεταξύ της οικονομικής προσαρμογής και της παρέμβασης της κεντρικής τράπεζας. Ακόμη και αν η ΕΚΤ αποφάσιζε να αγοράσει ομόλογα μέσω του προγράμματος των **Άμεσων Νομισματικών** Συναλλαγών, οι κυβερνήσεις θα έπρεπε να συνεχίσουν τις μεταρρυθμιστικές προσπάθειες, όπως απαιτείται από το αντίστοιχο πρόγραμμα ESM και με τη συμμετοχή του ΔΝΤ. Ειδάλλως, δεν θα είχαν το δικαίωμα στα πρόγραμμα των **Άμεσων Νομισματικών** Συναλλαγών. Ως εκ τούτου, χωρίς μεταρρυθμίσεις δεν υπάρχουν **Άμεσες Νομισματικές** Συναλλαγές (Coeuré 2013).

Η πτώση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων μπορεί στη συνέχεια να ειδωθεί ως το αποτέλεσμα μιας αντίληψης εκ μέρους των αγορών ότι, πρώτον, η ΕΚΤ θα στηρίξει το δημόσιο χρέος των μελών της ευρωζώνης και, δεύτερον, ότι τα μέλη αυτά θα υιοθετήσουν οποιοδήποτε πρόγραμμα προτείνει η ΕΚΤ ως αναγκαία προϋπόθεση για στήριξη, ανεξάρτητα από τις όποιες συνέπειες μπορεί να έχουν αυτά τα προγράμματα στις οικονομίες αυτών των χωρών. Με βάση αυτές τις παραμέτρους, οι επενδυτές μπορούσαν να αισθανθούν ασφάλεια για τις επενδύσεις τους σε κρατικά ομόλογα στη ζώνη του ευρώ, οι αποδόσεις των οποίων εξακολουθούσαν να είναι αρκετά ελκυστικές σε σύγκριση με τις αποδόσεις σε άλλες χρηματοπιστωτικές αγορές.

Εκ πρώτης όψεως, η πτώση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης φαίνεται να αναιρεί την ανάγκη για την έκδοση ομολόγων με την κάλυψη φόρων. Ωστόσο, αυτό δεν ισχύει για δύο λόγους. Ο πρώτος λόγος είναι ότι οι αποδόσεις στα επιτόκια των κρατικών ομολόγων ορισμένων χωρών, όπως η Ελλάδα και η Πορτογαλία, δεν έχουν μειωθεί κάτω από το επίπεδο «ισορροπίας» ή «τάσης», όπως φαίνεται στο Σχήμα 1. Το αποδίδουμε αυτό στην αντίληψη των επενδυτών σχετικά με τον υψηλό δείκτη πολιτικής αβεβαιότητας για τις εν λόγω χώρες. Με την υιοθέτηση ωστόσο των κρατικών ομολόγων με την κάλυψη φόρων, οι αποδόσεις στα επιτόκια των ομολόγων αυτών των χωρών θα μπορούσαν να μειωθούν ακόμη περισσότερο από ό, τι μειώθηκαν μετά την παρέμβαση της ΕΚΤ.

Ο δεύτερος λόγος για τον οποίον τα κρατικά ομόλογα με την κάλυψη φόρων παραμένει μια επίκαιρη πολιτική πρόταση είναι ακόμη πιο σημαντικός. Όπως ήδη αναφέρθηκε, το πρόγραμμα των **Άμεσων Νομισματικών** Συναλλαγών παρέχει εγγυήσεις στους επενδυτές μόνο στην περίπτωση που μια χώρα- μέλος της ευρωζώνης εφαρμόζει προγράμματα λιτότητας. Ωστόσο, η πεποίθηση που επικρατεί σήμερα είναι ότι τα προγράμματα λιτότητας είναι αντιπαραγωγικά και οδηγούν σε στασιμότητα ή ακόμη και σε αρνητική ανάπτυξη του ΑΕΠ και σε αυξανόμενη αναλογία του χρέους προς το ΑΕΠ. Τα κρατικά ομόλογα με την κάλυψη φόρων, από την άλλη μεριά, επιτρέπουν στις χώρες

μέλη της ευρωζώνης να ανακτήσουν τη δημοσιονομική τους ανεξαρτησία. Αν οι χώρες μέλη της ευρωζώνης άρχιζαν να εκδίδουν κρατικά ομόλογα με την κάλυψη φόρων και κατάφεραν να σταθεροποιήσουν τις αγορές, δεν θα εξαρτιόντουσαν πλέον από τα προγράμματα διάσωσης της Ευρωπαϊκής Ένωσης ή από τους μηχανισμούς στήριξης της ΕΚΤ και ως εκ τούτου δεν θα χρειάζονταν να συμμετάσχουν σε αντιπαραγωγικά προγράμματα λιτότητας. Έχοντας ανακτήσει τη δημοσιονομική τους ανεξαρτησία, οι χώρες αυτές θα έχουν την επιλογή να επιβραδύνουν ή να αναστρέψουν τα προγράμματα λιτότητας, ίσως ακόμα και να εμπλακούν σε πολιτικές με στόχο την τόνωση των οικονομιών τους.

### **Αντιρρήσεις και απαντήσεις στα κρατικά ομόλογα με την κάλυψη φόρων**

Έχει γίνει μεγάλη συζήτηση γύρω από τα πιθανά προβλήματα ή τις ελλείψεις της πρότασης για την έκδοση κρατικών ομολόγων με την κάλυψη φόρων από την δημοσίευση του αρχικού κειμένου. Θα προσπαθήσω στη συνέχεια να απαντήσω σε ορισμένες από τις αντιρρήσεις που έχουν προκύψει.

Η πιο σημαντική αντίρρηση προέκυψε από το ιρλανδικό υπουργείο Οικονομικών, υπό την εποπτεία του National Treasury Management Agency (NTMA). Το επιχείρημα ήταν ότι η έκδοση ομολόγων με την κάλυψη φόρων θα σήμαινε ότι οι κάτοχοι αυτών των ομολόγων θα ήταν σε προνομιά θέση έναντι εκείνων που κατείχαν ομόλογα χωρίς την κάλυψη φόρων, και ότι αυτό θα παραβίαζε τη ρήτρα «pari passu» που είναι ενσωματωμένη στα εν λόγω ομόλογα. Ο Ιρλανδός υπουργός Οικονομικών Michael Noonan έθεσε το όλο ζήτημα ως εξής:

Όσον αφορά την ερώτηση του αναπληρωτή, έχω ενημερωθεί από την NTMA ότι οι επενδυτές ιρλανδικών ομολόγων δικαιούνται να προσδοκούν ότι τα φορολογικά έσοδα αποτελούν ένα σημαντικό μέρος της ροής εσόδων προκειμένου να μπορεί να ανταποκριθεί η Ιρλανδία στις υποχρεώσεις χρέους που έχει αναλάβει όταν πλησιάζει η ημερομηνία λήξης των ομολόγων. Οι εν λόγω επενδυτές θεωρούν τους εαυτούς του ισότιμους με άλλους επενδυτές και δεν αναμένουν ότι θα υπάρξει κάποιο ξεχωριστό καθεστώς στις υποχρεώσεις πληρωμής προς τους επενδυτές που κατέχουν ομόλογα με την κάλυψη φόρων, ιδίως αν τα ομόλογα αυτά πρόκειται να εκδοθούν σε μεγάλες ποσότητες. ( Houses of the Oireachtas 2012)

Η απάντηση προς αυτή την ένσταση είναι μάλλον απλή. Οι κυβερνήσεις που θα εκδίδουν ομόλογα με την κάλυψη φόρων θα έχουν δύο επιλογές προκειμένου να μην παραβιάσουν τη ρήτρα «pari passu». Είτε να ξαναγράψουν τις ρήτρες για όλα τα ομόλογα με αναδρομική ισχύ και να εξασφαλίσουν ότι όλοι οι επενδυτές έχουν πρόσβαση στη ρήτρα της κάλυψης φόρων είτε να δρομολογήσουν ένα πρόγραμμα ανταλλαγής όπου οι επενδυτές θα μπορούσαν να ανταλλάξουν τα κρατικά ομόλογα που δεν έχουν την κάλυψη φόρων με νέα ομόλογα τα οποία έχουν την κάλυψη φόρων. Πέρα από αυτό, είναι σημαντικό να υπογραμμίσουμε ότι οι κυβερνήσεις διαμορφώνουν τους νόμους για αυτά τα ζητήματα και πως οι νόμοι είναι ευέλικτοι. Επιπλέον, με δεδομένες τις

δύο παραπάνω επιλογές, υπάρχει ευρύ πεδίο για διαπραγμάτευση με τους πιστωτές, καθώς τα ομόλογα με την κάλυψη φόρων θα μπορούσαν να συμβάλλουν στην αύξηση της αξίας της επένδυσης με τη μείωση του ρίσκου.

Άλλοι αντέτειναν ότι ενώ η ίδια η πρόταση φαίνεται να έχει βάση, υπάρχει σοβαρό ενδεχόμενο ότι η ποσότητα των ομολόγων που θα εκδοθεί θα υπερβαίνει κατά πολύ το ποσό των φόρων που θα χρειαστεί να πληρώσουν οι κάτοχοί τους. Για το λόγο αυτό, θεωρούμε ότι η διαμεσολάβηση θα πρέπει να είναι βασικό στοιχείο του σχεδίου. Στην αρχική πρόταση σημειώσαμε ότι οι επενδυτές ομολόγων που δεν έχουν εκκρεμείς φορολογικές υποχρεώσεις προς την κυβέρνηση που εκδίδει τα συγκεκριμένα ομόλογα—για παράδειγμα οι ξένοι επενδυτές—θα μπορούσαν, σε περίπτωση που δεν μπορούν να εισπράξουν το ποσό στην αξία του ομολόγου, να τα πωλήσουν σε μια τράπεζα στο εσωτερικό της χώρας από την οποία εκδίδονται. Η τράπεζα θα μπορούσε στη συνέχεια να ενεργήσει ως μεσάζων μεταξύ των καταθετών και της κυβέρνησης προκειμένου να εξαιρεθούν οι εκκρεμείς φορολογικές υποχρεώσεις των καταθετών. Το ίδιο ισχύει και για τους κατοίκους της εν λόγω χώρας, οι οποίοι θα μπορούσαν, σε περίπτωση στάσης πληρωμών για να εν λόγω ομόλογα, να χρησιμοποιήσουν τις τράπεζες ως μεσάζοντες για την πληρωμή των φόρων τους.

Το βασικό ζήτημα εδώ είναι το κόστος που θα χρεώσει ο διαμεσολαβητής τον αρχικό ομολογιούχο για συμμετοχή σε μια τέτοια συναλλαγή. Υπάρχουν δύο επιλογές. Η μια επιλογή είναι η κυβέρνηση που εκδίδει αυτά τα ομόλογα να αφήσει την αγορά να αποφασίσει για το κόστος της συναλλαγής, που υποθετικά θα μειωνόταν μέσω του ανταγωνισμού, και η άλλη να παρέμβει ενεργά στο τραπεζικό σύστημα για να εξασφαλίσει ότι οι εθνικές τράπεζες, πολλές από τις οποίες λαμβάνουν μεγάλα ποσά από τα προγράμματα διάσωσης, συμμετέχουν στο σχέδιο ως μέρος ενός αμοιβαίου και ιδιοτελούς προγράμματος δημόσιας υπηρεσίας, καθώς είναι δεδομένο ότι μερικά από τα κεφάλαια που θα αντληθούν από τις πωλήσεις κρατικών ομολόγων θα διοχετεύονται απευθείας στις εν λόγω τράπεζες. Αν η κυβέρνηση αποφασίσει να ενεργοποιήσει τη δεύτερη επιλογή, θα έχει το πρόσθετο πλεονέκτημα ότι μπορεί να διαμορφώσει αυτό το σύστημα πριν από την έκδοση των ομολόγων, το οποίο θα έδινε πρόσθετη εγγύηση στους επενδυτές όσον αφορά τη ρευστότητα των επενδύσεων τους.

Μερικοί άλλοι έχουν διαφωνήσει με την συγκεκριμένη πρόταση με βάση το σκεπτικό ότι δεν θα μπορούσε να λειτουργήσει σε χώρες της ευρωζώνης όπου η είσπραξη των φορολογικών υποχρεώσεων αποτελεί πρόβλημα, όπως για παράδειγμα στην περίπτωση της Ελλάδας. Αυτού του είδους η παρατήρηση έχει βάση. Σε περίπτωση που αποφάσιζε μια χώρα όπως η Ελλάδα—ή άλλες χώρες που αντιμετωπίζουν πρόβλημα με την είσπραξη των φόρων—να ενεργοποιήσει το πρόγραμμα της έκδοσης ομολόγων με την κάλυψη φόρων, το πρώτο βήμα θα ήταν να συμμετάσχει σε ουσιαστικές μεταρρυθμίσεις του φορολογικού συστήματος που θα στόχευε στη διαβεβαίωση των επενδυτών ότι θα υπάρχει επαρκής συλλογή των φόρων, εξασφαλίζοντας ως εκ τούτου ζήτηση για τα ομόλογα με την κάλυψη φόρων σε περίπτωση αθέτησης από την κυβέρνηση. Πρέπει να τονίσουμε ότι αυτή είναι μια απολύτως απαραίτητη προϋπόθεση, και συνεπώς δεν μπορούμε να εγγωγηθούμε ότι αυτού του είδους τα ομόλογα θα

μπορούσαν να αποδώσουν τα αναμενόμενα σε χώρες όπως η Ελλάδα, αν δεν γίνουν αρχικά οι κατάλληλες μεταρρυθμίσεις στο φορολογικό σύστημα.

Επίσης, έχει πρόσφατα καταστεί σαφές ότι τα ομόλογα με την κάλυψη φόρων θα μπορούσαν να αντιμετωπίσουν προβλήματα που προκύπτουν εκτός της ευρωζώνης. Για παράδειγμα, διάφοροι σχολιαστές που κλήθηκαν να αναφερθούν στο προτεινόμενο σχέδιο του Εθνικού Κόμματος της Σκωτίας για ανεξαρτησία υπογράμμισαν το γεγονός ότι αν διατηρείτο η λίρα ως το νόμισμα της Σκωτίας, η χώρα θα μπορούσε δυνητικά να υποστεί τους ίδιους δημοσιονομικούς περιορισμούς όπως τα κράτη μέλη της ευρωζώνης. Στην περίπτωση μιας σοβαρής ύφεσης και διόγκωσης του ελλείμματος, η Σκωτία θα αντιμετώπιζε το ενδεχόμενο μιας δημοσιονομικής κρίσης όπως αυτή που βιώνουν σήμερα αρκετές χώρες της ευρωζώνης και θα έπρεπε να συμμορφωθεί με τις όποιες εντολές της Τράπεζας της Αγγλίας ή ενδεχομένως ακόμη και της βρετανικής κυβέρνηση προκειμένου να προβεί σε κινήσεις η κεντρική τράπεζα με στόχο τη μείωση των επιτοκίων για τα κρατικά ομόλογα (Wolf 2013). Προτείνουμε, ωστόσο, να διατηρήσει η κυβέρνηση της Σκωτίας τη στερλίνα και να εκδώσει ομόλογα με την κάλυψη φόρων. Με τον τρόπο αυτό, θα μπορούσε να διατηρήσει όλα τα πολιτικά και οικονομικά πλεονεκτήματα της λίρας, ενώ θα διατηρούσε ταυτόχρονα τη δημοσιονομική της ανεξαρτησία, αποφεύγοντας ενδεχόμενες κρίσεις δημοσίου χρέους που θα μπορούσαν να προκύψουν στο μέλλον.

## **Συμπέρασμα**

Τα προβλήματα που αντιμετωπίζει η ευρωζώνη εξακολουθούν να είναι εξίσου κρίσιμα όπως ήταν όταν δημοσιεύθηκε η αρχική πρόταση για τα ομόλογα με τη στήριξη φόρων από τον υπογράφων και τον Warren Mosler. Στο ενδιάμεσο, η συναίνεση ενάντια στις πολιτικές λιτότητας έχει μεγαλώσει ενώ η ευρωπαϊκή πολιτική υποδομή αποδεικνύεται για άλλη μια φορά ότι δεν είναι σε θέση να ανταποκριθεί στις νέες οικονομικές πραγματικότητες στην Ευρώπη. Για τους λόγους αυτούς, υποστηρίζουμε ότι τα κρατικά ομόλογα με τη στήριξη φόρων παραμένουν ένα έγκυρο εργαλείο πολιτικής που μπορεί να εφαρμοστεί σε εθνικό, αντί σε ομοσπονδιακό επίπεδο, και αποτελούν ένα σημαντικό βήμα για την επίλυση των οικονομικών προβλημάτων της ευρωζώνης. Η υπόθεση για την υλοποίηση των ομολόγων με τη στήριξη των φόρων παραμένει βάσιμη όσο ποτέ άλλοτε σε μια Ευρώπη που αντιμετωπίζει τον άμεσο κίνδυνο μακροχρόνιας οικονομικής στασιμότητας και ανεργίας αν δεν αλλάξουν οι σημερινές συνθήκες και η ισχύουσα πολιτική.

## Πηγές

Coeuré, B. 2013. "Outright Monetary Transactions, One Year On." Speech delivered at the conference "The ECB and Its OMT Programme," organized by the Centre for Economic Policy Research and the German Institute for Economic Research and hosted by KfW Bankengruppe, Berlin, September 2. Available at: <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130902.en.html>.

Draghi, M. 2012. Speech presented at the Global Investment Conference, London, July 26. Available at: <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.

Houses of the Oireachtas. 2012. "Written Answers: Government Bonds." Dáil Éireann Debate. Vol. 765, No. 5. May 17. Available at: <http://debates.oireachtas.ie/dail/2012/05/17/00053.asp>.

Pilkington, P., and W. Mosler. 2012. *Tax-backed Bonds—A National Solution to the European Debt Crisis*. Policy Note 2012/4. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. March. Available at: <http://www.levyinstitute.org/publications/?docid=1511>.

Wolf, M. 2013. "Scots Cannot Ditch England and Keep Their Central Bank." *Financial Times*, November 7. Available at: <http://www.ft.com/cms/s/0/618f171c-4714-11e3-bdd2-00144feabdc0.html#axzz2lOCShWPw>.