



# ***Policy Note***

---

2012 / 8

## **Το προπατορικό αμάρτημα της Ευρωζώνης**

Των Δημήτρη Β. Παπαδημητρίου και L. Randall Wray

Από την αρχή της ίδρυσής της, η ευρωπαϊκή νομισματική ένωση ήταν καταδικασμένη να αποτύχει. Τα προβλήματα που βλέπουμε τώρα, από τις κρίσεις φερεγγυότητας στην περιφέρεια έως τις επιδρομές στις τράπεζες στην Ισπανία, την Ελλάδα και την Ιταλία, πηγάζουν μέσα από την ίδια τη δομή της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης και του τραπεζικού της συστήματος. Οι πολιτικοί έχουν ομολογουμένως ανταποκριθεί σε αυτές τις διάφορες καταστάσεις έκτακτης ανάγκης με ένα ανέμπνευστο μίγμα παρελκυστικών τακτικών και αυτοκαταστροφικών πολιτικών γκαφών, αλλά το πιο θεμελιώδες λάθος από όλα έγινε πολύ πριν από τη κλιμάκωση της τρέχουσας κρίσης. Αυτό που βλέπουμε είναι τα αποτελέσματα ενός ελαττωματικού σχεδιασμού. Όταν μεμονωμένα έθνη όπως η Ελλάδα ή η Ιταλία εντάχθηκαν στην ευρωπαϊκή νομισματική ένωση, υιοθέτησαν κατ' ουσίαν ένα ξένο νόμισμα—το ευρώ—αλλά διατήρησαν την ευθύνη για τη δημοσιονομική πολιτική της χώρας τους. Αυτός ο διαχωρισμός της δημοσιονομικής πολιτικής από ένα κυρίαρχο νόμισμα είναι το μοιραίο ελάττωμα που διαλύει την ευρωζώνη.

Κατά τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας, πολλοί επικριτές έχουν επικεντρωθεί στην πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), υποστηρίζοντας ότι η νομισματική πολιτική ήταν πολύ άκαμπτη. Άλλοι έχουν υποστηρίξει ότι τα κριτήρια του Μάαστριχτ, που φαινομενικά έθεσαν όρια στα κράτη-μέλη για τα ελλείμματα και το χρέος, ήταν πάρα

---

**Ο Δημήτρης Β. Παπαδημητρίου είναι πρόεδρος του Levy Institute, εκτελεστικός αντιπρόεδρος και καθηγητής οικονομικών στην έδρα «Jerome Levy» στο Bard College. Ο L. Randall Wray είναι ανώτατος μελετητής στο Levy Economics Institute και καθηγητής οικονομικών στο Πανεπιστήμιο του Μιζούρι στο Κάνσας Σίτι. Copyright © 2012 Levy Economics Institute of Bard College**

πολύ σφιχτά. Και οι δύο αυτές κριτικές προσεγγίσεις έχουν κάποια ισχύ, αλλά δεν εντοπίζουν το κύριο πρόβλημα: η Ιταλία είχε γίνει το αντίστοιχο της πολιτείας της Λουιζιάνα, αλλά χωρίς να υπάρχει από πίσω ένας θείος Σαμ. Στην πραγματικότητα, το πρόβλημα δεν ήταν ότι οι χώρες εγκατέλειψαν τη «νομισματική» πολιτική (τη ρύθμιση επιτοκίων), ή ότι συμφώνησαν σε υπερβολικά αυστηρούς περιορισμούς για τα δημοσιονομικά ελλείμματα και το χρέος. Κατά τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας, η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ δεν ήταν κατά μέσο όρο περισσότερο σφιχτή από την πολιτική της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (βλ. Sardoni και Wray 2007).

Από την άλλη μεριά, αν λάβουμε υπόψη ότι οι κυβερνήσεις του ευρώ δαπανούν ουσιαστικά ένα ξένο νόμισμα, τα κριτήρια του Μάαστριχτ ήταν πολύ χαλαρά. Στο βαθμό που είναι χρήστες, και όχι οι εκδότες ενός νομίσματος, τα κράτη-μέλη της ευρωζώνης βρίσκονται στην ίδια θέση με τις αμερικανικές πολιτείες. Αλλά οι αμερικανικές πολιτείες αναγκάζονται να διατηρούν αναλογίες ελλειμμάτων και χρέους που είναι πολύ πιο αυστηρές από τα όρια που θέτει το Μάαστριχτ, και μια χώρα όπως η Ιταλία δεν μπορεί να στηριχθεί σε ένα υπουργείο Οικονομικών της ΕΕ με τον ίδιο τρόπο που η πολιτεία της Λουιζιάνα μπορεί να βασιστεί στο Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ στην περίπτωση μιας καταστροφής.

Δεδομένης της ρύθμισης της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης, ήταν αναπόφευκτο ότι τα κράτη-μέλη του ευρώ θα αντιμετώπιζαν δύο προβλήματα. Κατ' αρχάς, αν ξεσπούσε μια βαθιά ύφεση, οι προϋπολογισμοί τους θα βυθίζονταν βαθύτερα στα ελλείμματα. Το πρόβλημα δεν είναι τα κριτήρια του Μάαστριχτ (δεδομένου, εξάλλου, ότι σχεδόν όλες οι χώρες του ευρώ παραβίαζαν συστηματικά αυτά τα κριτήρια), ούτε καν απλά και μόνο η κυκλική διαδικασία με την οποία οι υφέσεις συρρικνώνουν τα έσοδα και αυξάνουν τις δαπάνες για το δίκτυ ασφαλείας. Το πρόβλημα είναι ότι οι αγορές θα αντιδρούσαν αυξάνοντας τα ασφάλιστρα κινδύνου για το χρέος τους, το οποίο θα μπορούσε να προκαλέσει έκρηξη στα επιτόκια δανεισμού που θα οδηγούσαν σε περαιτέρω επιδείνωση την κατάσταση των ελλειμμάτων, οδηγώντας έτσι τις χώρες σε ένα φαύλο κύκλο ελλειμμάτων-χρέους-ύφεσης. Χωρίς έναν «θείο Σαμ» να έρθει προς τη διάσωσή τους, οι κυβερνήσεις των χωρών της ευρωζώνης θα πρέπει να βασίζονται στη φιλανθρωπία της ΕΚΤ προκειμένου να διατηρήσει τα επιτόκια τους σε χαμηλά επίπεδα.

Το δεύτερο και πολύ μεγαλύτερο πρόβλημα ήταν ότι οι μεμονωμένες χώρες ήταν υπεύθυνες για τα δικά τους τραπεζικά συστήματα. Δεν υπήρχε καμία ελπίδα ότι θα ήταν σε θέση να διασώσουν τις τράπεζές τους χωρίς να βουλιάξουν τις κυβερνήσεις τους. Αυτό ήταν μέρος του σχεδιασμού του συστήματος του ευρώ: δεν υπήρχε θείος Σαμ στις Βρυξέλλες να τρέξει να σώσει τις κυβερνήσεις που βυθίζονταν από χρέη που είχαν συσσωρεύσει οι ιδιωτικές τράπεζες, χρέη που θα μπορούσαν εύκολα να είναι μεγαλύτερου μεγέθους από τις συνολικές κρατικές δαπάνες ή τα έσοδα από φόρους (φανταστείτε μια αμερικανική πολιτεία να είναι υπεύθυνη για την επίλυση μιας επιδρομής στην Bank of America ή την Wells Fargo επειδή έτυχε να έχουν την έδρα τους εντός των συνόρων της).

Ένας από τους στόχους της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης ήταν η απελευθέρωση της εργασίας και των κεφαλαιακών ροών, η άρση των εμποδίων ώστε οι παραγωγικοί

συντελεστές να μπορούν να διασχίζουν τα σύνορα. Πράγματι, αυτός ήταν ο κύριος λόγος για την υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος. Το εάν ήταν καλή ιδέα, και αν λειτούργησε ή όχι, είναι άλλο θέμα. Αυτό που είναι σημαντικό στο πλαίσιο της κρίσης είναι ότι επέτρεψε στις τράπεζες να αγοράσουν στοιχεία ενεργητικού και να εκδώσουν χρεόγραφα και άλλα στοιχεία παθητικού σε όλη την Ευρωζώνη—κάτι που το έκαναν σε υπερβολικό βαθμό. Το κερασάκι στην τούρτα ήταν, σύμφωνα με τις Συμφωνίες της Βασιλείας, η απορύθμιση και η απόσυρση της εποπτείας των τραπεζικών διεργασιών, διαδικασίες που επέτρεψαν στις ευρωπαϊκές τράπεζες να συμμετάσχουν στα ίδια αμφίβολα και ύποπτα χρηματοοικονομικά schemes που είχαν εμπλακεί οι τράπεζες της Γουόλ Στριτ.

Αυτό είναι, φυσικά, που βύθισε τις ιρλανδικές τράπεζες. Επέκτειναν τη δανειοδότηση σε όλη την Ευρώπη, αυξάνοντας τις υποχρεώσεις τους σε πολλαπλάσια μεγέθη του ιρλανδικού ΑΕΠ. Στη συνέχεια, όταν οι τζογαδόρικές κινήσεις τους τις οδήγησαν σε χρεοκοπία, η Ιρλανδική κυβέρνηση έσπευσε στη διάσωσή τους, σπρώχνοντας τα δημοσιονομικά ελλείμματα και το δημόσιο χρέος σε αχατογράφητη περιοχή. Αυτό ήταν επίσης χαρακτηριστικό του σχεδιασμού της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης και της Ευρωπαϊκής Ένωσης γενικότερα: οι τράπεζες αφήθηκαν ελεύθερες να δημιουργήσουν τεράστια χρέη που θα κουβαλούσαν τελικά οι κυβερνήσεις, οι οποίες, όμως, δεν ήταν σε θέση να σηκώσουν το βάρος επειδή είχαν εγκαταλείψει την νομισματική κυριαρχία. Ο Warren Mosler (2001) προειδοποίησε από την αρχή ότι τα μεμονωμένα έθνη της ΟΝΕ δεν θα είναι σε θέση να αντιμετωπίσουν μια χρηματοοικονομική κρίση εξαιτίας της ρύθμισης της νομισματικής ένωσης (χωρίς σαφή γραμμή ευθύνης πίσω στο κέντρο).

Ακόμη πιο σημαντικό για την τρέχουσα κρίση στην Ευρωζώνη ήταν η ικανότητα των τραπεζικών καταθετών να μεταφέρουν δίχως κόστος τις ευρώ καταθέσεις τους από μια τράπεζα στην άλλη, οπουδήποτε στην ευρωπαϊκή νομισματική ένωση. Αυτό ενεργοποιήθηκε χάρη στον μηχανισμό που είναι γνωστός ως «TARGET 2» (Διευρωπαϊκό Αυτόματοποιημένο Σύστημα Ταχείας Μεταφοράς Κεφαλαίων και Διακανονισμού σε Συνεχή Χρόνο). Οποιοσδήποτε καταθέτης μιας, ας πούμε, ισπανικής τράπεζας μπορεί να μεταφέρει τις καταθέσεις του σε γερμανική τράπεζα. Μια τέτοια μετατόπιση απαιτεί ότι η κεντρική τράπεζα της Ισπανίας θα αποκτήσει αποθεματικά που θα πιστωθούν στην κεντρική τράπεζα της Γερμανίας. Εάν οι καταθέσεις ακολουθούν μια τάση να αποσύρονται από τις περιφερειακές χώρες, οι κεντρικές τους τράπεζες βυθίζονται ακόμα πιο βαθιά σε χρέος προς την ΕΚΤ προκειμένου να αποκτήσουν αποθεματικά που θα συσσωρεύονται στο λογαριασμό της Bundesbank. Το 1998, ο Peter Garber έγραψε ότι το ανεφάρμοστο ακόμα σύστημα TARGET και η δομή της ΕΚΤ θα δημιουργήσουν ένα «τέλειο μηχανισμό που θα προκαλέσει μια εκρηκτική επίθεση κατά του συστήματος», υπογραμμίζοντας ότι η όλη ρύθμιση παρείχε απλά και μόνο τη «δαπανηρή ψευδαίσθηση» της ασφάλειας (Garber 1998).

Αυτή η ψευδαίσθηση ξετυλίγεται αυτή τη στιγμή μπροστά στα μάτια μας. Η Ευρωζώνη βρίσκεται τώρα στη μέση μιας τεράστιας επιδρομής στις τραπεζικές καταθέσεις της περιφέρειας. Οι μετακινήσεις καταθέσεων προς τις γερμανικές τράπεζες είναι ένα σίγουρο στοίχημα: αν η Γερμανία βγει από το ευρώ, οι καταθέτες θα λάβουν ανατιμημένα μάρκα, και αν παραμείνει στο ευρώ, οι καταθέτες έχουν τις ασφαλέστερες

καταθέσεις ευρώ που υπάρχουν. Γιατί να αναλάβει κανείς το ρίσκο στο ενδεχόμενο να εγκαταλείψει η Ιταλία ή η Ισπανία ή η Ελλάδα το ευρώ, και να δουν τα χρήματά τους να μετατρέπονται από ευρώ σε ένα νέο, υποτιμημένο νόμισμα; Ακόμη και στο καλύτερο πιθανό σενάριο, η χώρα που θα φύγει από την ευρωπαϊκή νομισματική ένωση θα τιμήσει τα ευρώ χρέη της μόνο στο εγχώριο νόμισμα. Στο χειρότερο πιθανό σενάριο, μπορεί να μην τα τιμήσει καθόλου. Και ενώ είναι πιθανό ότι η Γερμανία θα μπορούσε να αρνηθεί να τιμήσει τις ευρώ καταθέσεις σε τράπεζες της από πολίτες κρατών που αποχώρησαν από την ευρωπαϊκή νομισματική ένωση, αυτό είναι ένα σενάριο με πολύ μικρές πιθανότητες. Εξάλλου, η Γερμανία θα θέλει αγοραστές για τις εξαγωγές της, οπότε γιατί να μην τιμήσει τις καταθέσεις, ακόμη και αν πρέπει να μετατραπούν σε μάρκα με το θάνατο της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης;

Οι επιδρομές στις τράπεζες μάλλον θα πρέπει να επιταχυνθούν στο επόμενο χρονικό διάστημα. Οι εναπομείναντες καταθέτες της περιφέρειας θα αποφασίσουν ότι δεν είναι ούτε ανόητοι ούτε φιλόδοξοι, και θα συνεχίσουν να ακολουθούν τον ασφαλή δρόμο μετακινώντας τις καταθέσεις τους σε γερμανικές τράπεζες. Και αν συμβεί αυτό, το TARGET 2 θα διασφαλίσει ότι η ΕΚΤ θα μείνει με τρισεκατομμύρια ευρώ ανείσπρακτες οφειλές στα χέρια της εξαιτίας όλων των αποθεματικών που δανείζει προς τις κεντρικές τράπεζες όλο αυτό το διάστημα για να χρηματοδοτούν τις επιδρομές προς τις γερμανικές τράπεζες. Όλο αυτό το σκηνικό έχει να κάνει ουσιαστικά με ένα ανεπαρκώς σχεδιασμένο σύστημα αναρροής.

Μέρος της λύσης είναι να υιοθετηθεί άμεσα η απεριόριστη ασφάλιση των καταθέσεων για όλες τις καταθέσεις σε ευρώ σε όλες τις τράπεζες της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης. Αλλά η καγκελάρια Άνγκελα Μέρκελ έχει δηλώσει ότι μια τέτοια κίνηση θα παραβίαζε το γερμανικό σύνταγμα. Η ασφάλιση των καταθέσεων θα έθετε ουσιαστικά απεριόριστη υποχρέωση προς την ΕΚΤ, η οποία θα καταλήξει αφερέγγυα εάν η Ισπανία ή η Ιταλία εγκαταλείψουν την ευρωπαϊκή νομισματική ένωση. Και χωρίς κάποιον θείο Σαμ να στέκεται πίσω από την ΕΚΤ, ο λογαριασμός θα σταλεί στη Γερμανία. Κι αυτός είναι ένας λογαριασμός που η Γερμανία δεν θα δεχτεί να παραλάβει. Ως εκ τούτου, κατά πάσα πιθανότητα δεν θα υπάρξει ασφάλιση των καταθέσεων και κανένα μέλλον για την ευρωπαϊκή νομισματική ένωση.

Είναι σημαντικό να τονίσουμε και πάλι ότι αυτό είναι θέμα θεσμικών ρυθμίσεων και πολιτικών περιορισμών. Για παράδειγμα, οι κυβερνήσεις των οποίων η δημοσιονομική πολιτική δεν έχει πάρει διαζύγιο από τη νομισματική κυριαρχία δεν αντιμετωπίζουν τους ίδιους φαύλους κύκλους της έκρηξης του κόστους δανεισμού. Η Σύγχρονη Θεωρία του Χρήματος μας βοηθά να κατανοήσουμε γιατί δεν συμβαίνει αυτό στις χώρες που έχουν νομισματική κυριαρχία. Για λόγους απλούστευσης, και για να διαχωρίσουμε τα πραγματικά οικονομικά από τα καθαρά θεσμικά εμπόδια, μπορούμε να ξεκινήσουμε την ανάλυσή μας με την ενοποίηση της κεντρικής τράπεζας και του θησαυροφυλακίου (treasury). Αυτή η ενοποιημένη «κυβέρνηση» ξοδεύει πιστώνοντας λογαριασμούς (με απλή πληκτρολόγηση) και φορολογεί χρεώνοντάς τους. Οι ελλειμματικές δαπάνες, συνεπώς, οδηγούν σε καθαρές πιστώσεις των τραπεζικών καταθέσεων καθώς και των τραπεζικών αποθεματικών. Οι πωλήσεις ομολόγων προσφέρουν μια τοκοφόρο εναλλακτική έναντι των αποθεματικών με επιτόκια στην κλίμακα του μηδέν.

Αυτή η ενοποιημένη άποψη για την κυβέρνηση δεν συνεπάγεται ότι δεν υπάρχουν «εσωτερικές» διεργασίες που λαμβάνουν μέρος μεταξύ της κεντρικής τράπεζας και του treasury, ή ότι δεν υπάρχουν διάφοροι λειτουργικοί περιορισμοί στην εξουσία του treasury. Γνωρίζουμε, για παράδειγμα, ότι τα περισσότερα σύγχρονα θησαυροφυλάκια δεν μπορούν να πουλήσουν ομόλογα απευθείας στις κεντρικές τράπεζές τους. Γνωρίζουμε ότι το treasury πρέπει να έχει «χρήματα στο λογαριασμό του» στην κεντρική τράπεζά του προτού μπορέσει να δώσει μια επιταγή. Και γνωρίζουμε ότι το Κογκρέσο των ΗΠΑ, με την απέραντη σοφία που διαθέτει, έχει επιβάλει ένα όριο χρέους στο Treasury των ΗΠΑ. Αλλά η ενοποίηση των ισολογισμών της Ομοσπονδιακής Τράπεζας και του Treasury είναι μια απλοποίηση που μας προσφέρει έδαφος για να ξεκινήσει η ανάλυση.

Σε μια πρόσφατη παρουσίαση στο Ινστιτούτο Levy, ο Paul McCulley (μέχρι πρόσφατα, γενικός διευθυντής της PIMCO) παρατήρησε ότι δεν έχει κανείς αντίρρηση για την ενοποίηση των ισολογισμών μεταξύ συζύγων. Ο «οικογενειακός ισολογισμός» ενοποιείται με τον ίδιο τρόπο που ενοποιούμε τον «κυβερνητικό ισολογισμό». Όπως με την κυβέρνηση, μπορεί να υπάρχουν κάποια προ-εγκεκριμένα στεφάνια μέσα από τα οποία θα πρέπει να περάσει ένα μέλος της οικογένειας πριν τα χρήματα μπορέσουν να δαπανηθούν. Ο McCulley αποκάλυψε αυτά τα στεφάνια «προγαμιαία συμβόλαια». Η κεντρική τράπεζα και το treasury έχουν χαράξει μια ποικιλία από προγαμιαία συμβόλαια, μερικά από τα οποία είναι πιθανώς καλή ιδέα. Αλλά μπορούν να αλλάξουν με αμοιβαία συναίνεση. Τόσο το Treasury όσο και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ είναι «πλάσματα του Κογκρέσου», που υπόκεινται στους νόμους που συντάχθηκαν από τους εκλεγμένους αντιπροσώπους και υπογράφηκαν από τον πρόεδρο. Εάν τα προγαμιαία συμβόλαια αποτελέσουν εμπόδια στην υλοποίηση μιας καλής δημόσιας πολιτικής, μπορούν να καταργηθούν ή να τροποποιηθούν.

Αυτός είναι ο λόγος που οι Ηνωμένες Πολιτείες ή η Ιαπωνία μπορούν να τρέχουν τεράστια δημοσιονομικά ελλείμματα που συσσωρεύονται σε υψηλές αναλογίες χρέους προς το ΑΕΠ με σχεδόν μηδενικά επιτόκια στο βραχυπρόθεσμο δημόσιο χρέος και σχεδόν ιστορικά χαμηλά επίπεδα στα μακροπρόθεσμα κρατικά ομόλογα. Η αγορά αντιλαμβάνεται ότι δεν υπάρχει κανένας κίνδυνος ακούσιας αθέτησης —η Ιαπωνία και οι Ηνωμένες Πολιτείες θα συνεχίσουν να πιστώνουν τόκους στα αντίστοιχα κρατικά χρέη τους. Υπάρχει ελάχιστη πιθανότητα μιας καθαρά πολιτικής, εθελοντικής στάσης πληρωμών—για παράδειγμα, το Κογκρέσο θα μπορούσε να αρνηθεί να αυξήσει το όριο του χρέους, όπως απείλησε να κάνει την τελευταία φορά, αλλά είναι κατανοητό ότι ο κίνδυνος αυτός είναι αρκετά μικρός επειδή απαιτεί μια εντελώς παράλογη συμπεριφορά εκ μέρους ενός δημοκρατικά εκλεγμένου οργάνου. Για πόσο καιρό θα παραμείνουν τα επιτόκια στις ΗΠΑ και την Ιαπωνία κοντά στο μηδέν; Η απάντηση είναι όσο καιρό θέλουν να τα κρατήσουν χαμηλά οι κεντρικές τράπεζές τους. Αυτή είναι καθαρά μια πολιτική απόφαση, η οποία θα συνεχιστεί μέχρι να αλλάξει η πολιτική.

Αλλά με δεδομένο τον τρόπο που συστάθηκε η ευρωπαϊκή νομισματική ένωση, αυτή δεν είναι μια πολιτική απόφαση που είναι διαθέσιμη στις χώρες της ευρωζώνης, ορισμένες εκ των οποίων έχουν δουν το κόστος δανεισμού τους να βγαίνει εκτός ελέγχου ακόμα και αν οι αναλογίες του κρατικού χρέους προς το ΑΕΠ είναι πολύ μικρότερες από εκείνες

της Ιαπωνίας. Το πρόβλημα ήταν απόλυτα προβλέψιμο—και είχε προβλεφθεί.<sup>1</sup> Οι επιδρομές στις τράπεζες της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης και οι διαδοχικές κρίσεις φερεγγυότητας οφείλονται σε μια λανθασμένη τραπεζική δομή που επιδεινώθηκε από ένα διαχωρισμό μεταξύ δημοσιονομικής πολιτικής και νομισματικής κυριαρχίας. Η ασφάλιση των καταθέσεων σε ευρωζωνικό επίπεδο, υποστηριζόμενη από τη δημιουργία ενός ισχυρού ευρωπαϊκού ομοσπονδιακού θησαυροφυλακίου θα σταματούσε τις επιδρομές στις τράπεζες που πλήττουν την περιφέρεια. Μόνο μια διεξοδική μεταρρύθμιση για την ενοποίηση της δημοσιονομικής πολιτικής και της νομισματικής κυριαρχίας θα σώσει το έργο της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης.

Η συμφωνία της 29ης Ιουνίου που προέκυψε από τη σύνοδο κορυφής της ΕΕ δεν προχωρά αρκετά προς αυτή την κατεύθυνση. Η συμφωνία περιλαμβάνει τη χρήση κεφαλαίων από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) και τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM), που θα δημιουργηθεί σύντομα, για την άμεση διάσωση των τραπεζών. Οι διασώσεις των τραπεζών για την Ισπανία και την Ιταλία δεν θα επιβαρύνουν τα κρατικά φορτία χρέους αυτών των χωρών αλλά θα είναι παθητικό του τραπεζικού συστήματος και των περιουσιακών στοιχείων του EFSF ή του ESM. Στην περίπτωση της Ελλάδας, ωστόσο, τα 48,8 δισεκατομμύρια ευρώ για τη διάσωση των ελληνικών τραπεζών προστέθηκαν στις κρατικές υποχρεώσεις της Ελλάδας. Αν η Ελλάδα είχε λάβει παρόμοια μεταχείριση με αυτή της Ισπανίας και της Ιταλίας, το χρέος της προς το ΑΕΠ θα μπορούσε να βελτιωθεί (αν και ακόμα δεν θα μπορούσε να εξυπηρετηθεί). Για να μην αναφέρουμε το γεγονός ότι δεν θα βασανίζονταν κάτω από τους εξοντωτικούς όρους λιτότητας που συνδέονται με τα δύο προγράμματα διάσωσης (όροι που δεν περιλαμβάνονται στο πιο πρόσφατο πακέτο διάσωσης για την Ισπανία και την Ιταλία). Η διαφορά στη μεταχείριση μπορεί να αποδοθεί στο γεγονός ότι η Ιταλία και η Ισπανία, λόγω του μεγέθους τους, μπορούν να τινάξουν στον αέρα την ευρωζώνη. Αλλά η καγκελάριος Μέρκελ φαίνεται να αγνοεί το μήνυμα των αγορών αναφορικά με την αστάθεια που προκαλείται από αυτά τα ασυμβίβαστα μέτρα πολιτικής.

Και πέρα από την ασυνέπεια, το τελευταίο σχέδιο εξακολουθεί να είναι ανεπαρκές. Τα κεφάλαια του EFSF-ESM είναι περιορισμένα. Η εμπειρία δείχνει ότι τίποτα λιγότερο από μια ολική εγγύηση των καταθέσεων δεν θα σταματήσει τις επιδρομές στις τράπεζες. Γι αυτό απαιτείται ένας κυρίαρχος εκδότης νομίσματος να βρίσκεται πίσω από τις καταθέσεις. Καμία πολιτεία των ΗΠΑ δεν θα μπορούσε να προσφέρει εγγυήσεις για τις καταθέσεις. Κανένα μέλος της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης δε μπορεί να εγγυηθεί τις τραπεζικές καταθέσεις για το λόγο αυτό. Και κάθε περιορισμένη πηγή χρηματοδότησης θα αντιμετωπίζεται ως ανεπαρκής. Αυτό που απαιτείται είναι ένα ανοικτό, απεριόριστο σύστημα ασφάλισης των καταθέσεων από το κέντρο, για όλες τις καταθέσεις σε ευρώ στις τράπεζες όλων των μελών της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης. Εάν η συμφωνία της 29ης Ιουνίου δεν αποτελεί το πρώτο βήμα για το δρόμο προς ένα τέτοιο σύστημα, η ευρωπαϊκή νομισματική ένωση θα παραμείνει με την ίδια ελαττωματική δομή που την καταδίκασε εξ αρχής.

Πίσω στο 2001, Ο Warren Mosler έγραψε:

Η ιστορία και η λογική υπαγορεύουν ότι οι πιστωτικά ευαίσθητες 12 εθνικές κυβερνήσεις του ευρώ και το τραπεζικό σύστημα θα δοκιμαστούν. Τα βέλη της αγοράς θα προκαλέσουν αρχικά μια στενή κρίση ρευστότητας, η οποία αμέσως θα μολύνει το περιβάλλον και θα επεκταθεί γρήγορα σε ολόκληρο το ευρωσύστημα πληρωμών. Μόνο το αναπόφευκτο, που επί του παρόντος απαγορεύεται, η άμεση παρέμβαση της ΕΚΤ θα είναι σε θέση να φέρει την ανάσταση, και από τις στάχτες αυτού του φλεγόμενου πεφταστεριού ένα αθάνατο κυρίαρχο νόμισμα θα προκύψει χωρίς καμία αμφιβολία. (Mosler 2001)

### Σημείωση

1. Αυτή δεν είναι απλά μια εκ των υστέρων θεώρηση. Πολλοί μελετητές που έχουν συνδεθεί με το Levy Institute προέβλεψαν τις σημερινές εξελίξεις πολλά χρόνια πριν.

Wynne Godley (1997):

Εάν μια κυβέρνηση σταματήσει να έχει το δικό της νόμισμα, δεν παραδίδει απλά τον «έλεγχο της νομισματικής πολιτικής», όπως συνήθως αυτό είναι κατανοητό. Οι εξουσίες της γύρω από τις δαπάνες περιορίζονται επίσης με έναν εντελώς νέο τρόπο. Αν μια κυβέρνηση δεν έχει τη δική της κεντρική τράπεζα από την οποία μπορεί να αντλεί ελεύθερα επιταγές, οι δαπάνες της μπορεί να χρηματοδοτηθούν μόνο μέσω δανεισμού στην ανοικτή αγορά σε ανταγωνισμό με τις επιχειρήσεις, και αυτό μπορεί να αποδειχθεί υπερβολικά δαπανηρό ή ακόμα και αδύνατο, ιδίως κάτω από «συνθήκες έκτακτης ανάγκης». . . . Εάν η Ευρώπη δεν μπορεί να έχει το δικό της προϋπολογισμό σύμφωνα με τις νέες ρυθμίσεις, θα εξακολουθεί να έχει, εξ ορισμού, τη δική της δημοσιονομική πολιτική, η οποία θα αποτελείται από τους επιμέρους προϋπολογισμούς των κρατών που την συγκροτούν. Ο κίνδυνος, λοιπόν, είναι ότι η προσπάθεια για δημοσιονομικούς περιορισμούς στους οποίους έχουν δεσμευθεί ατομικά οι κυβερνήσεις θα μεταδώσουν μια αντιπληθωριστική μεροληψία που θα κλειδώσει την Ευρώπη στο σύνολό της σε μια ύφεση από την οποία θα είναι ανίκανη να βγει.

L. Randall Wray (1998, σελ. 91–92):

Στο πλαίσιο της ρύθμισης της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης, η νομισματική πολιτική υποτίθεται ότι θα πρέπει να διαχωριστεί από τη δημοσιονομική πολιτική, με μεγάλο βαθμό ανεξαρτησίας της νομισματικής πολιτικής προκειμένου να επικεντρωθεί στον πρωταρχικό στόχο της σταθερότητας των τιμών. Η δημοσιονομική πολιτική, θα πρέπει με τη σειρά της να περιοριστεί αυστηρά από κριτήρια που ορίζουν τις μέγιστες αναλογίες ελλείμματος προς το ΑΕΠ και χρέους προς το έλλειμμα. . . . Το

πιο σημαντικό, όπως αναγνωρίζει ο Goodhart, είναι εδώ πρόκειται για το πρώτο σύγχρονο πείραμα στον κόσμο σε ευρεία κλίμακα, που θα προσπαθήσει να σπάσει το δεσμό μεταξύ της κυβέρνησης και του νομίσματός της. . . . Όπως είναι σήμερα σχεδιασμένη η ευρωπαϊκή νομισματική ένωση, θα διαθέτει μια κεντρική τράπεζα (την ΕΚΤ), αλλά δεν θα έχει κανένα δημοσιονομικό υποκατάστημα. Φανταστείτε δηλαδή τις ΗΠΑ να λειτουργούν με μια Ομοσπονδιακή Τράπεζα, αλλά με μεμονωμένα πολιτειακά θησαυροφυλάκια. Θα είναι μια κατάσταση όπου κάθε χώρα-μέλος της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης θα προσπαθεί να εφαρμόσει δημοσιονομική πολιτική με ξένο νόμισμα. Οι ελλειμματικές δαπάνες θα απαιτήσουν δανεισμό σε αυτό το ξένο νόμισμα σύμφωνα με τις υπαγορεύσεις των ιδιωτικών αγορών.

Mathew Forstater (1999, σ. 33):

Στο πλαίσιο της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης, αν οι επενδυτές είναι διστακτικοί για το χρέος ενός οποιουδήποτε μέλους, μπορούν να αγοράσουν το χρέος ενός άλλου μέλους χωρίς να υποστούν συναλλαγματικό κίνδυνο διότι δεν υπάρχει μεταβλητότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών μεταξύ των νομισμάτων των χωρών-μελών. Επειδή τα κράτη-μέλη εξαρτώνται τώρα από τους επενδυτές για τη χρηματοδότηση των δαπανών τους, η μη προσέλευση επενδυτών οδηγεί σε αδυναμία δαπανών. Επιπλέον, σε τυχόν περίπτωση που τα έσοδα ενός μέλους δεν μπορέσουν να συμβαδίσουν με τις δαπάνες λόγω μιας οικονομικής επιβράδυνσης, οι επενδυτές θα απαιτήσουν πιθανώς έναν προϋπολογισμό που είναι ισοσκελισμένος, πιθανότατα μέσω περικοπών των δαπανών. Με άλλα λόγια, οι δυνάμεις της αγοράς μπορούν να απαιτήσουν προκυκλική δημοσιονομική πολιτική κατά τη διάρκεια μιας ύφεσης, επιδεινώνοντας τις υφεσιακές επιρροές.

Stephanie Bell (2002):

Οι χώρες που επιθυμούν να ανταγωνίζονται για benchmark status, ή να βελτιώσουν τους όρους υπό τους οποίους δανείζονται, θα έχουν κίνητρο να μειώσουν τα δημοσιονομικά ελλείμματα ή να πασχίσουν για πλεονάσματα προϋπολογισμού. Σε χώρες όπου αυτό γίνεται ο κύριος στόχος της πολιτικής, δεν θα πρέπει να εκπλαγούμε εάν ανακαλύψουμε ότι σχετικά μικρή προσοχή δίνεται στη σταθεροποίηση της παραγωγής και της απασχόλησης. Αντίθετα, οι χώρες που προσπαθούν να αποφύγουν τις αρχές της «υγιούς» χρηματοδότησης μπορεί να διαπιστώσουν ότι δεν είναι σε θέση να τρέξουν μεγάλα, αντικυκλικά ελλείμματα, δεδομένου ότι οι δανειστές θα αρνούνται να παράσχουν επαρκή πίστωση με επιθυμητούς όρους. Μέχρι να γίνει κάτι που θα επιτρέψει στα κράτη μέλη να αποφύγουν αυτούς τους χρηματοοικονομικούς περιορισμούς (π.χ., μια πολιτική ένωση και η δημιουργία ενός ομοσπονδιακού (ΕΕ) προϋπολογισμού, ή η δημιουργία



ενός νέου θεσμικού οργάνου δανεισμού με σκοπό να βοηθήσει τα κράτη-μέλη στην επιδίωξη ενός ευρέου φάσματος πολιτικών στόχων), οι προοπτικές για σταθεροποίηση στην Ευρωζώνη φαίνονται ζοφερές.

## Πηγές

Bell, S. 2002. "Convergence Going In, Divergence Coming Out: Default Risk Premiums and the Prospects for Stabilization in the Eurozone." Working Paper No. 24. Kansas City, Mo.: Center for Full Employment and Price Stability. April.

Forstater, M. 1999. "The European Economic and Monetary Union: Introduction." *Eastern Economic Journal* 25, no. 1 (Winter).

Garber, P. M. 1998. "Notes on the Role of TARGET in a Stage III Crisis." Working Paper 6619. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research. June.

Godley, W. 1997. "Curried Emu—The Meal that Fails to Nourish." *Observer* (London), August 31.

Mosler, W. 2001. "Rites of Passage." [Epicoalition.org](http://Epicoalition.org), May 1.

Sardoni, C., and L. R. Wray. 2007. "Fixed and Flexible Exchange Rates and Currency Sovereignty." Working Paper No. 489. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. January.

Wray, L. R. 1998. *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*. Northampton, Mass.: Edward Elgar Publishing.