

Public Policy Brief

No. 137, 2014

Η ΕΚΤ και η ενιαία ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική αγορά—μια πρόταση για την επισκευή κατά το ήμισυ ενός ελαττωματικού σχεδιασμού

Του Mario Tonveronachi

Εισαγωγή

Η πρόσφατη κρίση αύξησε τον κατακερματισμό των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών, ιδίως στον τομέα των τραπεζικών υπηρεσιών στη ζώνη του ευρώ. Η αλληλεπίδραση του μη βιώσιμου δημόσιου χρέους και η κακή κατάσταση των τραπεζικών ισολογισμών λειτούργησε σαν τροχοπέδη στην αποτελεσματική εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) και προσέλκυσε μεγάλη προσοχή, καθώς και διάφορες προτάσεις για μεταρρύθμιση. Ενώ η αρχιτεκτονική που σχεδιάστηκε με βάση τη Συνθήκη του Μάαστριχτ παραμένει ατελής, διότι δεν διαθέτει μια κεντρική δημοσιονομική αρχή, η πρόσφατη κρίση έχει εστιάσει την προσοχή σε ένα εγγενές πρόβλημα του σχεδιασμού του ευρώ (δηλαδή την εξάρτηση των εθνικών τραπεζικών συστημάτων στις συνθήκες που επικρατούν στην εγχώρια οικονομία τους). Με άλλα λόγια, η νομισματική ένωση είναι μια αναγκαία αλλά ανεπαρκής προϋπόθεση για τη δημιουργία μιας ενιαίας χρηματοπιστωτικής αγοράς.

Ο Mario Tonveronachi σπούδασε στα πανεπιστήμια της Φλωρεντίας, της Σιένα και του Κέιμπριτζ. Είναι καθηγητής πολιτικής οικονομίας στο πανεπιστήμιο της Σιένα και, από το 2013, επισκέπτης καθηγητής στο Πανεπιστήμιο Τεχνολογίας του Ταλίν.

Ξεκινώντας από τα μέσα της δεκαετίας του 1980, με την Ενιαία Ευρωπαϊκή Πράξη του 1986, οι ευρωπαϊκές αρχές ξεκίνησαν τη μακροπρόθεσμη διαδικασία για τη δημιουργία μιας ενιαίας ευρωπαϊκής χρηματοπιστωτικής αγοράς. Το ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό διαβατήριο και οι πολυάριθμες οδηγίες και οι κανονισμοί που εφαρμόστηκαν είχαν ως στόχο να δημιουργήσουν μια απελευθερωμένη ζώνη με εναρμονισμένους κανόνες στους οποίους οι παράγοντες της χρηματοπιστωτικής αγοράς θα είχαν ευνοϊκές συνθήκες για την ενοποίηση των εθνικών χρηματοπιστωτικών συστημάτων σε ένα ενιαίο σύστημα. Ωστόσο, η δεκαετία του 1980 ήταν επίσης μια περίοδος κατά την οποία η απελευθέρωση τόσο των ρών κεφαλαίων όσο και η άμεση χρηματοοικονομική επένδυση και η υιοθέτηση των κανόνων που ορίζονται από διεθνείς φορείς καθορισμού προτύπων (όπως η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία και ο Διεθνής Οργανισμός Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς) αποτέλεσαν τη βάση για τη διεθνοποίηση του χρηματοοικονομικού τομέα.

Ως αποτέλεσμα, η διαφορά μεταξύ της διεθνούς ολοκλήρωσης και της ολοκλήρωσης που επιτεύχθηκε στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης παραμένει ένα ζήτημα διαφοράς βαθμού και σε καμία περίπτωση δεν αποτελεί μια ριζική αλλαγή, όπως αρχικά είχε οραματιστεί από το σχεδιασμό. Η πρόσφατη κρίση αποκάλυψε τα λάθη που θα έπρεπε να έχουμε ήδη διδαχθεί από τις προηγούμενες κρίσεις, για να μην αναφερθούμε στα διδάγματα από την οικονομική θεωρία (π.χ. ότι χρηματοοικονομική παγκοσμιοποίηση δεν είναι το ίδιο πράγμα όπως η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση). Και αυτό ισχύει και για τον ευρωπαϊκό χώρο. Όταν ξέσπασε η χρηματοπιστωτική κρίση, εν απουσία ενός ενιαίου διασώστη της ύστατης καταφυγής, το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα αποκάλυψε την πραγματική του φύση: μια συλλογή από εθνικούς φορείς που συμμετείχαν σε ένα παγκόσμιο παιχνίδι. Η παγκοσμιοποίηση καθοδηγούμενη μόνο από τις δυνάμεις της αγοράς είναι μια εύθραυστη κατασκευή, που μπορεί εύκολα να προκαλέσει τον κατακερματισμό όταν καθίσταται αναγκαία η εξωτερική βοήθεια για την επίλυση μιας κρίσης.

Η αρχιτεκτονική του ευρώ για ένα υποσύνολο χωρών (δηλαδή οι 18 από τις 28 χώρες που απαρτίζουν τη ζώνη του ευρώ) της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) δεν έχει αλλάξει τη φύση του παιχνιδιού. Το κοινό νόμισμα πρόσθεσε άλλο ένα πολυπόθητο στοιχείο για τη δημιουργία μιας ενιαίας χρηματοπιστωτικής αγοράς, αλλά αυτό δεν είναι αρκετό. Ο χρηματοπιστωτικός κατακερματισμός ήταν έτοιμος να επανεμφανιστεί κατά μήκος των εθνικών προτύπων αμέσως μετά το ξέσπασμα της κρίσης. Αυτό μας λέει ότι ό, τι αυτό που διαμορφώθηκε στη ζώνη του ευρώ πριν από την κρίση ήταν η σύγκλιση, όχι η ολοκλήρωση.

Θα πρέπει επίσης να εξετάσουμε ένα γενικότερο πρόβλημα εκτός από τα προβλήματα που σχετίζονται ειδικά με την χρηματοπιστωτική κρίση. Δηλαδή, ποια είναι τα δομικά στοιχεία που απαιτούνται για τη δημιουργία μιας ενιαίας χρηματοπιστωτικής αγοράς; Με λίγα λόγια, μια ενιαία χρηματοπιστωτική αγορά απαιτεί την τιμολόγηση των χρηματοπιστωτικών κινδύνων σε σχέση με τα ειδικά χαρακτηριστικά των χρηματοοικονομικών και μη χρηματοοικονομικών οφειλετών, ξεκινώντας από μια κοινή, μηδενικού κινδύνου βάση, παρά από την πρόσθεση των ιδιοσυγκρασιακών αυξήσεων στα επιτόκια των διαφορετικών κυρίαρχων χωρών. Επιπλέον, απαιτεί ότι όλοι οι

χρηματοπιστωτικοί παράγοντες έχουν πρόσβαση στα ίδια περιουσιακά στοιχεία μηδενικού κινδύνου για τη ρευστότητα και τις χρηματοοικονομικές συναλλαγές. Η ζώνη του ευρώ δεν πληροί καμία από αυτές τις προϋποθέσεις.

Οι μεταρρυθμίσεις που έχουν ήδη υιοθετηθεί ή βρίσκονται υπό συζήτηση σχετικά με τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους ή τη δημιουργία μιας τραπεζικής ένωσης αντιμετωπίζουν αυτό το πρόβλημα είτε ως υποπροϊόν είτε μόνο εν μέρει. **[1]**

Το παρόν κείμενο πολιτικής προσφέρει μια πρόταση για μεταρρύθμιση υιοθετώντας μια διαφορετική προσέγγιση και επιδιώκει να ασχοληθεί άμεσα με τις προϋποθέσεις που απαιτούνται για τη δημιουργία μιας ενιαίας χρηματοπιστωτικής αγοράς. Η συγκεκριμένη άποψη καθοδηγείται από την πεποίθηση ότι οι επικρατούσες κοινωνικές και πολιτικές συνθήκες στην Ευρώπη θα αποτρέψουν οποιαδήποτε ουσιαστική αναθεώρηση των συνθηκών της ΕΕ στο πλαίσιο μιας ομοσπονδιακής ένωσης, τουλάχιστον στο βαθμό που απαιτείται για να δημιουργηθεί μια χρηματοπιστωτική αγορά με ίσους όρους. Γνωρίζουμε ότι οι πλήρως ενσωματωμένες χρηματοπιστωτικές αγορές απαιτούν από όλους τους συμμετέχοντες να δεχθούν μια ενιαία καμπύλη αποδόσεων μηδενικού κινδύνου. Αλλά αυτή η καμπύλη δεν υπάρχει στη ζώνη του ευρώ, καθώς δεν υπάρχει μια κεντρική ή ομοσπονδιακή κυβέρνηση να εκδίδει τα απαιτούμενα στοιχεία του ενεργητικού. Ο θεσμικός σχεδιασμός του Ευρωσυστήματος, με βάση ανεξάρτητες δημοσιονομικές αρχές και μια κεντρική τράπεζα σχεδιασμένη σαν να υπηρετούσε ένα ομοσπονδιακό κράτος, δεν μπορεί να παράγει μια ενιαία χρηματοπιστωτική αγορά και αυτό αποτελεί εμπόδιο στην ικανότητά του να εφαρμόσει μία αποτελεσματική νομισματική πολιτική. **[2]**

Το πλεονέκτημα της πρότασης που υιοθετείται σε αυτό το κείμενο πολιτικής είναι ότι ανταποκρίνεται στον στόχο μιας ενιαίας χρηματοπιστωτικής αγοράς, χωρίς αλλαγές στη συνθήκη. Αυτό επιτυγχάνεται με τη φόρτιση της ΕΚΤ με την εκπομπή των υποχρεώσεων (ας τα αποκαλέσουμε «πιστοποιητικά χρέους») σε απαραίτητη ποσότητα και ταχύτητα, έτσι ώστε να προσφερθούν στους συμμετέχοντες στην αγορά κοινά περιουσιακά στοιχεία μηδενικού κινδύνου σε όλο το φάσμα της ωρίμανσης. Με άλλα λόγια, αντί να λάβουμε ως «δεδομένο» τον σημερινό σχεδιασμό της ΕΚΤ και να διερευνήσουμε τους δημοσιονομικούς και ρυθμιστικούς μηχανισμούς που θα διευκολύνουν την ενοποίηση των διαφορετικών εθνικών χρηματοπιστωτικών αγορών, παίρνουμε ως «δεδομένο» την πολιτική ρύθμιση που ορίζεται από τη Συνθήκη του Μάαστριχτ και διερευνούμε το πώς θα γίνουν συνεπείς οι λειτουργίες της ΕΚΤ τόσο με τον υφιστάμενο δημοσιονομικό σχεδιασμό όσο και τις ισχύουσες συνθήκες της ΕΕ. Επιπλέον, ενώ η πρόσφατη κρίση έχει επικεντρώσει τη συζήτηση γύρω από το πώς θα αποφευχθούν οι σοβαρές οικονομικές διαταραχές, όπως η διάλυση της ζώνης του ευρώ, το παρόν κείμενο πολιτικής εξετάζει τη συνοχή και την αποτελεσματικότητα του θεσμικού και δομικού σχεδιασμού (αυτά θα θέματα θα είναι επίσης σημαντικά σε περισσότερο ήρεμες συνθήκες, αν ποτέ επιστρέψουμε ξανά σε αυτές).

Το κείμενο είναι δομημένο ως εξής: η ενότητα 2 εξετάζει τους λόγους για τους οποίους οι μεταρρυθμίσεις που εγκρίθηκαν ή προτάθηκαν πρόσφατα δεν είναι σε θέση να εξαλείψουν τον κατακερματισμό των χρηματοπιστωτικών αγορών· η ενότητα 3

παρουσιάζει την πρόταση για ένα νέο επιχειρησιακό σχεδιασμό της ΕΚΤ και η ενότητα 4 χρησιμεύει ως επίλογος.

Η αποεθνικοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών

Ίσως λόγω της ψευδαίσθησης ότι η αρχιτεκτονική του ευρώ θα μπορούσε να χρησιμεύσει ως μοχλός για την περαιτέρω πολιτική και οικονομική ενοποίηση, η ΕΚΤ και το Ευρωσύστημα σχεδιάστηκαν σαν να υπήρχαν μέσα στο πλαίσιο ενός πλήρως λειτουργικού ομοσπονδιακού κράτους. Δεν υπάρχει τίποτα στον σχεδιασμό του ευρώ που να αντιμετωπίζει τις ιδιαιτερότητες του πολιτικού μορφώματος στην ΕΕ και στη ζώνη του ευρώ όπως ορίζεται από τη Συνθήκη του Μάαστριχτ, εκτός από (όπως θα δούμε στην επόμενη ενότητα) ορισμένους περιορισμούς στο κουτί των νομισματικών εργαλείων της ΕΚΤ. Όπως αναφέρεται στην εισαγωγή, αυτό το γεγονός εμποδίζει την ανάπτυξη μιας ενιαίας χρηματοπιστωτικής αγοράς, διότι δεν υπάρχει μια ενιαία αναφορά στην καμπύλη αποδόσεων των περιουσιακών στοιχείων μηδενικού κινδύνου.

Ωστόσο, ανεξάρτητα από το αν ήταν αυτή η αρχική πρόθεση, ο πολιτικός σχεδιασμός της ΕΕ και της ζώνης του ευρώ δεν έχει ποτέ κινηθεί προς την κατεύθυνση ενός ομοσπονδιακού συστήματος. Αντιθέτως, έχει παραμείνει σε μια κατάσταση που, όπως έχω περιγράψει αλλού, μοιάζει με ένα σμήνος από πάπιες που μεταναστεύουν, όπου απαιτείται καλή υγεία κατά την πτήση τους ενώ πρέπει να ακολουθήσουν αυστηρούς κανόνες στη συνέχεια προκειμένου να καταστεί εφικτό το μεγάλο ταξίδι που θα κάνουν. Είναι διδακτικό να θυμηθούμε ότι ακόμη και υπό αυτούς τους αυστηρούς κανόνες, η κάθε πάπια διατηρεί την ταυτότητά της (Tonveronachi 2013). Δυστυχώς, οι κανόνες συμμετοχής και πτήσης του ευρώ ήταν άσχημα σχεδιασμένοι και απόλυτα προσκολλημένοι στη νεοφιλελεύθερη προσέγγιση. Με τις κυβερνήσεις να στοχεύουν προς μια ουδέτερη δημοσιονομική θέση και την κεντρική τράπεζα να στοχεύει στον πληθωρισμό, η ιδέα ήταν ότι η απελευθέρωση των αγορών θα οδηγούσε τη σύγκλιση των οικονομιών των χωρών-μελών της ευρωζώνης προς ατομικά και συλλογικά βιώσιμα μονοπάτια.

Οι απόψεις μπορεί να διαφέρουν ως προς το αν το πρόβλημα είναι ότι οι οικονομίες των κρατών-μελών δεν έχουν ελευθερωθεί επαρκώς ή ότι οι κανόνες σπανίως εφαρμόστηκαν πλήρως. Ωστόσο, το γεγονός ότι οι νεοφιλελεύθερες συνταγές πολιτικής δεν εφαρμόστηκαν πλήρως δεν κάνει τον συνολικό σχεδιασμό λιγότερο ελαττωματικό. Η κατανόηση ότι η ετερογενής φυσιολογία των παπιών μας ήταν ασύμβατη με τις βασικές απαιτήσεις μιας βιώσιμης, αν όχι βέλτιστης νομισματικής ζώνης, θα πρέπει να είχε λειτουργήσει ως μηχανισμός εναντίον της υποβίβασης των δημόσιων αρχών στο ρόλο του απλού δαιτητή. Αντίθετα, ακόμη και ακολουθώντας την ορθόδοξη θεωρία του δεύτερου καλύτερου, οι συντονισμένες δημόσιες παρεμβάσεις θα ήταν απαραίτητες για την αντιμετώπιση αυτών των αναπόφευκτων ατελειών.

Οι μεταρρυθμίσεις που προκάλεσε η πρόσφατη κρίση έχουν μέχρι στιγμής ακολουθήσει τον αρχικό σχεδιασμό. Οι παλιοί δημοσιονομικοί κανόνες έγιναν ακόμα πιο αυστηροί, επαναδιατυπώθηκαν οι μακρο-κανόνες και απαιτήθηκε ακόμη μεγαλύτερη απελευθέρωση—με άλλα λόγια, περισσότερες από τις ίδιες τις πάπιες να πετούν σε

σχηματισμό. Επί του θέματός μας, ιδιαίτερης σημασίας είναι η υιοθέτηση του Δημοσιονομικού Συμφώνου από τις χώρες της ζώνης του ευρώ με σκοπό τη μείωση της αναλογίας του δημοσίου χρέους προς το ΑΕΠ στο 60% ή λιγότερο μέσα σε 20 χρόνια. Η ιδέα είναι ότι το 60% εγγυάται τη βιωσιμότητα του χρέους και έτσι θα επανέλθουν τα επιτόκια για τα κρατικά ομόλογα στα ιστορικά χαμηλά επίπεδα που βρίσκονταν πριν από την κρίση. Σημειώστε ότι η μείωση της αναλογίας του χρέους δεν θα προκύψει αποκλειστικά από την αύξηση του ΑΕΠ, καθώς η άλλη ρήτρα του Συμφώνου απαιτεί μηδενικό διαρθρωτικό δημοσιονομικό έλλειμμα. Η αξιοπιστία μιας τέτοιας μακροπρόθεσμης πολιτικής δέσμευσης είναι αμφίβολη, με βάση την εμπειρία του παρελθόντος και τις μεγάλες και ετερογενείς αποπληθωριστικές επιπτώσεις που θα παράγει. Επιπλέον, αν η πρόσφατη κρίση μας δίδαξε κάτι, αυτό είναι ότι οι επενδυτές θα παραμείνουν επιφυλακτικοί όσον αφορά τη χρήση της αναλογίας του χρέους ως τον κύριο δείκτη της μελλοντικής βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους. Με δεδομένες τις τρέχουσες οικονομικές και θεσμικές συνθήκες, οι διαφορές στα επιτόκια των κρατικών ομολόγων θα συνεχίσουν να υφίστανται. Πάνω απ' όλα, η σύγκλιση δεν σημαίνει ολοκλήρωση και η εμπειρία έχει αποκαλύψει την εγγενή αστάθεια της. Ορισμένες από τις προτάσεις που συζητούνται παρακάτω δείχνουν επίσης ότι οι ευρωπαίοι αξιωματούχοι θεωρούν αναγκαία περαιτέρω μέτρα για την ενίσχυση της ολοκλήρωσης στη ζώνη του ευρώ (βλέπε σημείωση 1).

Με δεδομένη τη σταδιακή προσέγγιση της ΕΕ γύρω από τη μεταρρύθμιση, μια προσέγγιση που συχνά έρχεται σε αντίθεση με τη διατήρηση της συνοχής του συνολικού σχεδιασμού, το νέο καθεστώς δημοσιονομικής πολιτικής θα μπορούσε να θεωρηθεί ως ένα πρώτο βήμα που, σε περίπτωση επιτυχίας, θα μπορούσε να ανοίξει το δρόμο για την έκδοση, ίσως ακόμη και σε λιγότερο από 20 χρόνια, κάποιας μορφής αμοιβαιοποίησης του χρέους ή ομοσπονδιοποίησης. Κάποιο επίπεδο ομοσπονδιοποίησης θα μπορούσε επίσης να διευκολυνθεί με ταυτόχρονες μεταρρυθμίσεις στον χρηματοπιστωτικό τομέα.

Δεν υπάρχει καμία αμφιβολία ότι τις τελευταίες δεκαετίες η ΕΕ έχει προωθήσει σε σημαντικό βαθμό την κανονιστική χρηματοοικονομική εναρμόνιση μεταξύ κρατών-μελών, καθιστώντας τις εθνικές πάπιες πιο ομοιογενείς. Ωστόσο, ακόμη και πριν από την κρίση, η διαφορά μεταξύ των τυπικών κανόνων για την ελάχιστη εναρμόνιση και την αποτελεσματική εναρμόνιση γινόταν εμφανής. Ο διόγκωση του κατακερματισμού των χρηματοπιστωτικών αγορών που παρήγαγε η πρόσφατη κρίση αποκάλυψε επιπλέον κινδύνους που προκύπτουν από την εναπόθεση της εναρμόνιση στις εθνικές κυβερνήσεις και ενθάρρυνε τις αρχές της ΕΕ να πιέσουν για υψηλότερο επίπεδο συγκέντρωσης και εναρμόνισης. Αυτή η εξέλιξη οδήγησε σε θεσμικές μεταρρυθμίσεις, όπως η δημιουργία των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών, οι οποίες είναι επιφορτισμένες με τη δημιουργία ενιαίων κανόνων και ενιαία εποπτικά εγχειρίδια, και του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου, το οποίο είναι επιφορτισμένο με το να κρούει τον κώδωνα του κινδύνου όταν εμφανίζονται μη βιώσιμες μακροοικονομικές ανισορροπίες. Οδήγησε επίσης στην ενίσχυση της ρυθμιστικής και εποπτικής εξουσίας εκ μέρους της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Πιο πρόσφατα, η συμφωνία για την τραπεζική ένωση, η οποία είναι υποχρεωτική για τα μέλη της ευρωζώνης και ανοιχτή στη συμμετοχή άλλων χωρών-μελών της ΕΕ, σηματοδοτεί μια ακόμη στροφή προς τον συγκεντρωτισμό.

Ωστόσο, υπήρξαν πολλές αντιδράσεις κατά μιας ευρύτερης χρηματοπιστωτικής εναρμόνισης και συγκεντροποίησης, όπως αυτές εναντίον μιας αποτελεσματικής τραπεζικής ένωσης. Αυτές οι αντιδράσεις είναι προάγγελοι των εμποδίων που πιθανώς θα αντιμετωπίσουν οποιοσδήποτε σημαντικές μεταρρυθμίσεις με σκοπό τη δημιουργία μιας ομοσπονδιακής δομής στην ΕΕ.

Το γεγονός είναι ότι οι εθνικές οικονομίες παραμένουν ανομοιογενείς, ενώ το κοινό νόμισμα και η πορεία της πτήσης των παπιών περιορίζουν τα εργαλεία που είναι διαθέσιμα για την επίλυση των ειδικών προβλημάτων που αντιμετωπίζουν. **[3]**

Παρά το γεγονός ότι η Συνθήκη του Μάαστριχτ οραματίστηκε το ευρώ ως μελλοντικό κοινό νόμισμα για το σύνολο της ΕΕ, οι εξαιρέσεις που έγιναν προς το Ηνωμένο Βασίλειο και τη Δανία, σε συνδυασμό με τις πρόσφατες περιπέτειες της ζώνης του ευρώ, έχουν ενισχύσει την υπόθεση μιας ένωσης δύο βαθμίδων και πρόσθεσαν νέα στοιχεία διαρθρωτικής αστάθειας. Το Ηνωμένο Βασίλειο, ειδικότερα, έχει αξιοποιήσει πλήρως το πλεονέκτημα της ελεύθερα κυμαινόμενης συναλλαγματικής ισοτιμίας που διαθέτει και ζητά περισσότερες αυτοεξαιρέσεις. Το σημερινό κλίμα στην Ευρώπη δεν είναι απλά ευνοϊκό εναντίον μιας μετατόπισης προς ένα ομοσπονδιακό σχέδιο ζωτικής σημασίας για την ολοκλήρωση της ζώνης του ευρώ, αλλά δημιουργεί επίσης αντίσταση σε κάθε προσπάθεια για να αυξηθεί η εναρμόνιση. Θα ήταν επίτευγμα ο εκδημοκρατισμός του σημερινού επιπέδου της συγκεντροποίησης, καθιστώντας την έτσι κοινωνικά πιο αποδεκτή.

Δεν υπάρχει καμία αμφιβολία ότι η μόνη εναλλακτική λύση για το μέλλον της Ένωσης, εκτός από τη διάλυση, που περιλαμβάνει τη μετατροπή της σε μια απλή ζώνη ελεύθερων συναλλαγών, είναι η ομοσπονδιοποίηση. Ωστόσο, είναι αμφίβολο ότι το πηδάλιο θα διατηρηθεί σταθερά προς αυτή την κατεύθυνση και, εν πάση περιπτώσει, στο μεσοδιάστημα θα πρέπει να διαχειριστούμε την αστάθεια που είναι αποτέλεσμα του ασυνάρτητου σχεδιασμού του Ευρωσυστήματος.

Επομένως, είναι χρήσιμο να αναλύουμε την πρόοδο που έχει σημειωθεί μέχρι στιγμής αναφορικά με τις συστάσεις που περιέχονται στην έκθεση που εκπονήθηκε από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο (EC 2012) σε συνεργασία με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, την ΕΚΤ και το Eurogroup. Ξεκινώντας από την ανάγκη να δημιουργηθεί μια νέα αρχιτεκτονική για την Ευρωπαϊκή Οικονομική και Νομισματική Ένωση, η έκθεση προτείνει τη δημιουργία τεσσάρων ενώσεων για την επόμενη δεκαετία: μια τραπεζική ένωση, μια δημοσιονομική ένωση, μια οικονομική ένωση και μια πολιτική ένωση. **[4]**

Η τραπεζική ένωση έχει προταθεί και υποστηρίζεται με επιχειρήματα που απευθύνονται ρητά στην εξάλειψη τόσο του φαύλου κύκλου μεταξύ κρατικών κρίσεων και τραπεζικών κρίσεων όσο και του κατακερματισμού των χρηματοπιστωτικών αγορών που αποκαλύφθηκε από την πρόσφατη κρίση (βλέπε, π.χ., Mersch, 2013). Το επίκεντρο της τραπεζικής ένωσης είναι ο ενιαίος μηχανισμός επίλυσης, για τον οποίον ο ενιαίος εποπτικός μηχανισμός αντιπροσωπεύει τις απαραίτητες «πολιτικές» προϋποθέσεις. **[5]** Ο ενιαίος μηχανισμός επίλυσης έχει δεχτεί πολλές επικρίσεις αναφορικά με την αποτελεσματικότητά του, παρά τις πρόσφατες τροποποιήσεις που εισήχθησαν μετά τις

διαπραγματεύσεις μεταξύ του Συμβουλίου και του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου. Ωστόσο, δύο διαφορετικά σημεία αφορούν το θέμα μας. Πρώτον, ο ενιαίος μηχανισμός επίλυσης είναι ασύμμετρος και, στην καλύτερη περίπτωση, θα προσφέρει ασπίδα στα δημόσια οικονομικά από τις τραπεζικές κρίσεις, αλλά δεν προστατεύει τις τράπεζες από τις κρατικές αναταραχές, στο βαθμό που δεν μοιράζονται κοινά περιουσιακά στοιχεία μηδενικού κινδύνου. Δεύτερον, όπως επίσης αληθεύει για μερικές από τις άλλες προτάσεις που εξετάζονται παρακάτω, θα πρέπει να γίνει διάκριση ανάμεσα στα εργαλεία που χρησιμοποιούνται για τη διαχείριση των κρίσεων (στην περίπτωση αυτή, τον περιορισμό του χρηματοπιστωτικού κατακερματισμού κάτω από συνθήκες στρες) από τις προτάσεις που αποσκοπούν στην παραγωγή μιας ενιαίας χρηματοπιστωτικής αγοράς κατά τη διάρκεια πιο ήρεμων συνθηκών. Όπως τονίζει ο Coeuré (2013), «η σύγκλιση των κρατικών αποδόσεων μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ σε πολύ χαμηλά επίπεδα πριν από την χρηματοπιστωτική κρίση δεν συνεπάγετο, από μόνη της, την ολοκλήρωση της αγοράς». (2) Η τραπεζική ένωση είναι συνεπής με μια ενιαία χρηματοπιστωτική αγορά—δηλαδή αποτελεί προϋπόθεση για την ύπαρξή της, αλλά αυτό δεν επαρκεί.

Όσο για τη δημοσιονομική ένωση, τα πράγματα δείχνουν να είναι πολύ χειρότερα. Επί του παρόντος, οι συζητήσεις αφορούν δύο εγχειρήματα. Το πρώτο είναι το πιο πρόσφατο από μια μακρά λίστα προτάσεων που απευθύνονται στην αμοιβαιοποίηση μέρους του δημόσιου χρέους των χωρών της ζώνης του ευρώ. Όπως αναφέρθηκε ήδη, η έκδοση μιας συνεπούς ποσότητας κοινού δημόσιου χρέους που περιλαμβάνει ένα ευρύ φάσμα ωριμότητας θα μπορούσε να δημιουργήσει μια αποτελεσματική, κοινή καμπύλη αποδόσεων μηδενικού κινδύνου, που αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για μια ενιαία αγορά χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Όπως είναι φανερό από τα συμπεράσματα της έκθεσης που εκπονήθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ο φόβος του ηθικού κινδύνου παραλύει την ανάληψη δράσης ακόμα και γύρω από τις πιο άτολμες προτάσεις, οι οποίες, ωστόσο, θα ήταν ανεπαρκείς, από τη δική μας άποψη, λόγω του περιορισμού των ομολόγων ωρίμανσης σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο. **[6]**

Το δεύτερο εγχείρημα, το οποίο δεν έχει προχωρήσει πέρα από το στάδιο μιας αόριστης πρότασης, είναι η δημιουργία ενός περιορισμένου, κεντρικού δημοσιονομικού ρυθμιστικού για τη ζώνη του ευρώ, που χρηματοδοτείται επί ποσοστώσεων από τα κράτη-μέλη. Η αντικυκλική του λειτουργία μπορεί να βοηθήσει ως ένας μακρο-μηχανισμός για την αντιμετώπιση των ζημιών των τραπεζών, αλλά, και πάλι, δεν θα σχετίζεται με οποιονδήποτε τρόπο με τις συνήθεις προϋποθέσεις που απαιτούνται από μία ενιαία χρηματοπιστωτική αγορά.

Εν κατακλείδι, αν προκύψει κάτι από τη δημοσιονομική πλευρά προς αυτή την κατεύθυνση (κι αυτό αποτελεί ένα μεγάλο ερωτηματικό), θα μπορούσε να συμβάλλει στο να αποφευχθούν σοβαρές διαταραχές στην χρηματοπιστωτική αγορά, ακόμη και στο σημείο της εξάλειψης του κινδύνου της διάλυσης της ζώνης του ευρώ, αλλά δεν θα εξαλείψει τις διαφορές ανάμεσα στο δημόσιο χρέος των επιμέρους χωρών. Όπως και στην περίπτωση της τραπεζικής ένωσης, οι μετριοπαθείς δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις προς αυτή την κατεύθυνση θα βοηθήσουν, αλλά δεν θα λύσουν το πρόβλημα. Δεδομένου ότι η πιο πιθανή έκβαση στα επόμενα χρόνια είναι απλά να

προστεθεί μια αποδυναμωμένη εκδοχή της τραπεζικής ένωσης στο δημοσιονομικό σύμφωνο, είναι χρήσιμο να ψάξουμε να βρούμε μια διαφορετική λύση.

Ένας νέος επιχειρησιακός σχεδιασμός για την ΕΚΤ

Η σημερινή προσέγγιση για τις κεντρικές τράπεζες επικεντρώνεται στον έλεγχο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, αφήνοντας τις αποτελεσματικές αγορές υπεύθυνες για τη μετάδοση των επιτοκίων σε ολόκληρο το φάσμα των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων τόσο για την χρονική διάρκεια ωριμότητας όσο και τα ειδικά χαρακτηριστικά κινδύνου. Ο υψηλός βαθμός υποκατάστασης μεταξύ των περιουσιακών στοιχείων αποτελεί προϋπόθεση για την αποτελεσματική λειτουργία ενός τέτοιου μηχανισμού σε μια αποτελεσματική αγορά. Η νομισματική αρχή προσδοκά επίσης ότι οι δράσεις της θα επηρεάσουν τις προσδοκίες της αγοράς και συχνά επιδιόεται σε καθοδηγητικές τακτικές σχετικά με την κατεύθυνση των επιτοκίων αναφοράς και την αναμενόμενη επίπτωση στη δομή των όρων. Η θεωρία για την υποβόσκουσα λειτουργία μιας αποτελεσματικής αγοράς απαιτεί συνεπώς έναν εκδότη μηδενικού κινδύνου για να ορίσει το σημείο αναφοράς της καμπύλης αποδόσεων που χρησιμοποιείται για την τιμολόγηση όλων των άλλων περιουσιακών στοιχείων υψηλού κινδύνου. Ως εκ τούτου, το κυρίαρχο χρέος είναι αυτό που διαδραματίζει τον κρίσιμο ρόλο ως το σημείο μηδενικού κινδύνου αναφοράς για την αποτελεσματική τιμολόγηση της αγοράς, συμπεριλαμβανομένης της προτίμησης για ρευστότητα, και ο προτιμώμενος τρόπος για τη διατήρηση των αποθεμάτων ρευστότητας και την καταβολή εγγύησης. Δίχως έναν ενιαίο κρατικό εκδότη, η ζώνη του ευρώ δεν διαθέτει περιουσιακά στοιχεία μηδενικού κινδύνου.

Η ύπαρξη της ανεπάρκειας της αγοράς μπορεί να απαιτεί μεγαλύτερη δόση χαλαρής νομισματικής πολιτικής, αλλά αποτελεί επίσης εμπόδιο στα επιθυμητά αποτελέσματα πολιτικής. Για παράδειγμα, μια νομισματική πολιτική που περιορίζεται στον καθορισμό των όρων αναχρηματοδότησης είναι όμηρος των ενδογενών αποφάσεων των τραπεζών να δημιουργήσουν ή να καταστρέψουν την δευτερογενή ρευστότητα. Ως εκ τούτου, οι πολιτικές τόνωσης δεν μεταδίδονται υποχρεωτικά στον επιθυμητό όγκο και κόστος της πίστωσης. Αυτός είναι ο λόγος που οι κεντρικές τράπεζες συχνά συμπληρώνουν την εργαλειοθήκη τους με πράξεις ανοικτής αγοράς, που τους δίνουν τη δυνατότητα να επηρεάζουν πιο άμεσα την αγοραία ρευστότητα και το σχήμα της καμπύλης αποδόσεων. Και πάλι, δεδομένου ότι, σύμφωνα με την ορθόδοξη προσέγγιση, η κεντρική τράπεζα θα πρέπει να απορροφήσει τον κίνδυνο ρευστότητας, αλλά όχι τον πιστωτικό κίνδυνο, οι πράξεις αυτές θα πρέπει κανονικά να περιορίζονται στο δημόσιο χρέος.

Αυτή είναι απλώς μια περιγραφή της δυναμικής σε λειτουργία, αλλά θα πρέπει να είναι σαφές ότι, εν απουσία ενός κοινού εκδότη μηδενικού ρίσκου, η ζώνη του ευρώ εσωκλείει μια δομική «αναποτελεσματικότητα» που επηρεάζει τους παρόχους χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, τους ιδιώτες επενδυτές και την κεντρική τράπεζα. [7] Οι χρηματοπιστωτικές αγορές στη ζώνη του ευρώ είναι δομικά κατακερματισμένες και η ΕΚΤ αντιμετωπίζει αξιοσημείωτες δυσκολίες, ακόμη και πολιτικά εμπόδια, στο να συμμετέχει σε πράξεις πλήρους ανοιχτής αγοράς.

Στο αποκορύφωμα της κρίσης του δημόσιου χρέους στη ζώνη του ευρώ, η ΕΚΤ παρενέβη στις δευτερογενείς αγορές ομολόγων ορισμένων περιφερειακών χωρών. Το έπραξε με την αιτιολογία ότι, με τους επενδυτές να στοιχηματίζουν στη διάλυση της ζώνης του ευρώ, οι αγορές έκαναν υπέρβαση (overshooting), εμποδίζοντας έτσι τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Η κίνηση αυτή επικρίθηκε ως αντίθετη προς το γράμμα και το πνεύμα της Συνθήκης του Μάαστριχτ, διότι, όπως υποστηρίχθηκε, η ΕΚΤ άλλαζε την αποτίμηση του κινδύνου που γίνεται από τις αγορές και, αναλαμβάνοντας τον πιστωτικό κρατικό κίνδυνο, η κίνηση αυτή θα μπορούσε να οδηγήσει σε απαγορευμένες δημοσιονομικές μεταβιβάσεις μεταξύ των χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ. Αν και είναι δύσκολο να συμφωνήσει κανείς με την άποψη ότι οι αγορές έχουν πάντα δίκιο, και, αν απουσία σαφών πολιτικών αποφάσεων, η κίνηση της ΕΚΤ ήταν δικαιολογημένη αφού είχε ως στόχο τη διατήρηση της ζώνης του ευρώ, η παραπάνω κριτική αγγίζει ένα πολύ ευαίσθητο θέμα. Το ερώτημα που τίθεται είναι ποιο επιτόκιο κρατικών ομολόγων θεωρεί αποδεκτό η ΕΚΤ για μια χώρα-μέλος της ευρωζώνης.

Το ζήτημα αυτό είναι ακόμη πιο σημαντικό στο πλαίσιο του ανακοινωθέντος προγράμματος αγοράς κρατικών ομολόγων (OMT) της ΕΚΤ. Μία από τις κύριες ενστάσεις εναντίον του OMT είναι η απουσία ποσοτικών ορίων στα μέτρα πολιτικής. Παρά το γεγονός ότι η απουσία αυτών των ορίων είναι απαραίτητη για να «πειστούν» οι αγορές, το OMT μπορεί να παράγει ανεπιθύμητα αποτελέσματα ηθικού κινδύνου. Αν είχαν ήδη ληφθεί μέτρα για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους (και το επίπεδο «βιωσιμότητας» είναι αντικείμενο πολλών διαφωνιών), η ΕΚΤ θα επηρέαζε διακριτικά τις εθνικές δημοσιονομικές συνθήκες, πράγμα που απαγορεύεται από το νόμο. Εάν οι παρεμβάσεις αυτές ήταν ρυθμισμένες με τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής, όπως υποστήριξε η ΕΚΤ, οι παρεμβάσεις θα πρέπει να ήταν πολύ πιο δυναμικές τόσο σε όγκο όσο και σε σχέση με τον αριθμό των χωρών που συμμετείχαν (μέχρι να εξαλειφθεί η διαφορά των spreads των κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ σε σχέση με τα γερμανικά κρατικά ομόλογα). Ωστόσο, οι αντιρρήσεις περί ηθικού κινδύνου θα ήταν ανεξέλεγκτες. Έτσι, η ΕΚΤ κατάφερε να αποτρέψει τη διάσπαση της ζώνης του ευρώ, αλλά χωρίς την αποεθνικοποίηση των χρηματοπιστωτικών συστημάτων.

Ίσως ακόμα πιο σημαντικό, τα πολιτικά προβλήματα που σχετίζονται με την ετερογένεια του δημόσιου χρέους των κρατών-μελών της ευρωζώνης επηρεάζουν επίσης τις βασικές λειτουργίες πάνω στις οποίες στηρίζεται η ΕΚΤ (δηλαδή, πράξεις αναχρηματοδότησης τόσο για την επιλεξιμότητα των κρατικών ομολόγων ως εγγύηση όσο και για το κούρεμα που θα επιβληθεί σε αυτά). Έχοντας προβάλλει το επιχείρημα ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης βλέπουν μόνο ένα τσουλούφι του καπνού όταν η φωτιά βρίσκεται σε προχωρημένο στάδιο και υπερεκτιμούν τη ζημιά αργότερα, ο De Grauwe (2010) υποστηρίζει ότι η «η ΕΚΤ θα πρέπει να διακόψει την πολιτική της εξωτερικής ανάθεσης της ανάλυση κινδύνου χώρας στους αμερικανικούς οργανισμούς αξιολόγησης. . . . Η απροθυμία της ΕΚΤ να κάνει εσωτερικά την ανάλυση του πιστωτικού κινδύνου οφείλεται κατά πάσα πιθανότητα στο φόβο ότι μπορεί μερικές φορές να πρέπει να πάρει δύσκολες αποφάσεις που θα δυσαρεστήσουν τις εθνικές κυβερνήσεις. Είναι πολύ πιο άνετη με το να γίνεται αυτή η δουλειά από τους ξένους» (3).

Πριν μπούμε σε μερικές από τις λεπτομέρειες της πρότασής μας, είναι απαραίτητο να καταστεί σαφές ότι σε καμία περίπτωση δεν έχει σχεδιαστεί για να αντιμετωπίσει το πρόβλημα της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους στην ευρωζώνη. Η διαχείριση του δημόσιου χρέους έχει αφεθεί σε άλλες προτάσεις, όπως αυτές που αναφέρθηκαν εν συντομία στην προηγούμενη ενότητα. **[8]** Επιπλέον, η επείγουσα ανάγκη να ολοκληρωθεί η δημοσιονομική πτυχή της Συνθήκης του Μάαστριχτ οφείλεται στο γεγονός ότι η επίλυση του προβλήματος των κοινών περιουσιακών στοιχείων μηδενικού κινδύνου χαλαρώνει, αλλά δεν εξαλείφει τη σχέση μεταξύ κρατών και τραπεζών κατά τις περιόδους έντονου στρες. Όπως υποστηρίζουν οι Angelini, Grande και Πανέτα (2014), «όταν το κράτος μπαίνει σε μπελάδες, η εξέλιξη αυτή επηρεάζει το σύνολο της οικονομίας. Ο «κίνδυνος χώρας» φαίνεται να είναι ένας βασικός παράγοντας που επηρεάζει τη σχέση μεταξύ κράτους και τραπεζών» (6). Ωστόσο, από τη στιγμή που επικρατούν σοβαρές αμφιβολίες για την ολοκλήρωση της δημοσιονομική πτυχής της Συνθήκης του Μάαστριχτ, ένα χρήσιμο βήμα προς τα εμπρός είναι να δημιουργηθούν οι απαραίτητες διαρθρωτικές συνθήκες για μια ενιαία χρηματοπιστωτική αγορά, χωρίς την ύπαρξη μιας ομοσπονδιακής υπηρεσίας που θα εκδίδει κυρίαρχο δημόσιο χρέος.

Σε γενικές γραμμές, η πρόταση είναι αρκετά απλή. Οι ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί στη ζώνη του ευρώ που κατέχουν δημόσιο χρέος στα χαρτοφυλάκιά τους θα έχουν την ευκαιρία να το ανταλλάξουν με υποχρεώσεις της ΕΚΤ ή «πιστοποιητικά χρέους», που θα καλύπτουν όλο το φάσμα της χρονικής διάρκειας ωρίμανσης στην καμπύλη αποδόσεων. Ως αποτέλεσμα, η ΕΚΤ θα αποκτήσει ένα χαρτοφυλάκιο κρατικών τίτλων της δευτερογενούς αγοράς για τις χώρες της ζώνης του ευρώ κατ' αναλογία προς τη συνεισφορά της κάθε χώρας στα κεφάλαια της ΕΚΤ και τα εθνικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θα αποκτήσουν ένα χαρτοφυλάκιο από «πιστοποιητικά χρέους» μηδενικού κινδύνου που εκδίδονται από την ΕΚΤ. Με την ολοκλήρωση, η ΕΚΤ θα αναστείλει την αποδοχή των εθνικών ομολόγων ως εγγύηση για τις πράξεις αναχρηματοδότησης και θα περιορίσει τις δραστηριότητές της σε πιστοποιητικά χρέους. Αυτό θα δημιουργήσει το κίνητρο για τους ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς να ανταλλάξουν τα κρατικά ομόλογα υψηλότερης απόδοσης, αλλά με ρίσκο, που διατηρούν στους ισολογισμούς ως χρεόγραφα διαθέσιμα προς πώληση για πιστοποιητικά χρέους με χαμηλότερες αποδόσεις. Το αποτέλεσμα από όλη αυτή τη διαδικασία θα είναι ότι οι ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί θα αντιμετωπίσουν μια ενιαία καμπύλη αποδόσεων μηδενικού κινδύνου και η ΕΚΤ θα μπορεί να στηρίξει τις πράξεις ανοικτής αγοράς σε πιστοποιητικά χρέους, χωρίς τεχνικά ή πολιτικά προβλήματα. **[9]**

Στο βαθμό που η πολιτική της ΕΚΤ για τον περιορισμό του πληθωρισμού παραμένει αξιόπιστη, οι υποχρεώσεις της θα έχουν μηδενικό πιστωτικό κίνδυνο. Στη συνέχεια θα προκύψει μια θετική διαφορά για την ΕΚΤ, που θα εκπροσωπείται από τη διαφορά μεταξύ της μέσης απόδοσης που θα προέρχεται από την κατοχή των κρατικών τίτλων, ως ένα είδος πρόσθετου νομισματικού εισοδήματος. Με αυτό το νομισματικό εισόδημα να διανέμεται επί ποσοστώσεων στα εθνικά δημόσια ταμεία, θα δημιουργηθεί ένα θετικό κίνητρο ηθικού κινδύνου, με τις «ενάρετες» χώρες να επωφελούνται περισσότερο.

Προκειμένου να περιοριστεί ο ρόλος των πιστοποιητικών χρέους στις χρήσεις που περιγράφονται παραπάνω (δηλαδή να παρέχουν ένα σημείο αναφοράς και όχι ένα

όχημα χρηματοδότησης), θα είναι διαθέσιμα μόνο στις αγορές της ζώνης του ευρώ, και η κατοχή και οι συναλλαγές των πιστοποιητικών χρέους θα πρέπει να περιορίζονται στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που έχουν συσταθεί ως επιχειρήσεις στις χώρες της ζώνης του ευρώ.

Σε ποσοτικούς όρους, το δημόσιο χρέος στη ζώνη του ευρώ ήταν 8.6 τρις ευρώ το 2012, με τις τράπεζες να κατέχουν περίπου 1.6 τρις ευρώ αυτού του χρέους (περισσότερο από ό, τι πριν από την κρίση). Το 1.6 τρις ευρώ υπερβαίνει κατά πολύ αυτό που κατέχουν οι τράπεζες ως χρεόγραφα διαθέσιμα προς πώληση (δηλαδή αυτό που κατέχουν για λόγους κάλυψης της ρευστότητας), αλλά δεν περιλαμβάνει ένα παρόμοιο αίτημα από άλλους μεσάζοντες. Μπορούμε να υποθέσουμε με ασφάλεια ότι τα πιστοποιητικά χρέους θα απορροφήσουν λιγότερο από το 20% του συνολικού δημόσιου χρέους της ζώνης του ευρώ. Σε κάθε περίπτωση, καθώς τα πιστοποιητικά χρέους θα πρέπει να συνδέονται μόνο με τη ζήτηση για ρευστότητα που προέρχεται από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εντός της ζώνης του ευρώ, η ΕΚΤ δεν θα πρέπει να λάβει οποιαδήποτε διακριτική απόφαση σχετικά με τις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων και δεν θα προκύψει κανένας ηθικός κίνδυνος από την εθνική εκπομπή του δημόσιου χρέους. Όσον αφορά τον συνολικό ισολογισμό της ΕΚΤ, τα υφιστάμενα κρατικά χρεόγραφα θα μεταναστεύσουν στο νέο καθεστώς, περιορίζοντας ως εκ τούτου οποιαδήποτε καθαρή αύξηση στον ισολογισμό της ΕΚΤ.

Με τον τρόπο αυτό, θα δημιουργηθεί μια ενιαία αγορά στη ζώνη του ευρώ για περιουσιακά στοιχεία μηδενικού κινδύνου με εξαιρετική ρευστότητα. Η σημερινή κατάσταση στη ζώνη του ευρώ χαρακτηρίζεται από ενδεχόμενες αναντιστοιχίες μεταξύ της εγχώριας ζήτησης για ρευστότητα που προέρχεται από το βαθμό της χρηματοπιστωτικοποίησης και του βάθους των αγορών για τα εθνικά χρεόγραφα. Ως παράδειγμα, υπενθυμίζουμε ότι η πρόσφατη απόκτηση μεγάλων ποσοτήτων ομολόγων του θησαυροφυλακίου από το ομοσπονδιακό αποθεματικό σύστημα των ΗΠΑ (Fed) για το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης προκάλεσε κάποιες ελλείψεις στη διαθεσιμότητα των ομολόγων του θησαυροφυλακίου για τις πράξεις συναλλαγών και για την ίδια την Fed. Η εκπομπή πιστοποιητικών χρέους από την ΕΚΤ θα κόψει τον δεσμό μεταξύ της ζήτησης για ρευστότητα και της προσφοράς των περιουσιακών στοιχείων quasi μηδενικού κινδύνου σε εθνικό επίπεδο.

Όσο για τη συνοχή της εν λόγω επιχειρησιακής μεταρρύθμισης με τις συνθήκες της ΕΕ, έχουμε ήδη δει ότι η απόκτηση κρατικών ομολόγων στη δευτερογενή αγορά είναι σύμφωνη με το γράμμα των συνθηκών. Οπότε, η τακτική αυτή αυστηρά για τους σκοπούς της διαχείρισης της ρευστότητας της ενιαίας χρηματοπιστωτικής αγοράς θα πρέπει επίσης να θεωρηθεί ότι συμμορφώνεται με το πνεύμα των συνθηκών. Επιπλέον, η εκπομπή των πιστοποιητικών χρέους περιλαμβάνεται ήδη ανάμεσα στα εργαλεία που θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει η ΕΚΤ ως μέρος της εργαλειοθήκης της για τις πράξεις ανοικτής αγοράς. Ωστόσο, απ' ότι φαίνεται από τις οικονομικές καταστάσεις της ΕΚΤ, αυτά τα εργαλεία δεν χρησιμοποιήθηκαν ποτέ. Οι κατευθυντήριες γραμμές της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ επιτρέπουν ήδη την εκπομπή των πιστοποιητικών χρέους, τα οποία ταξινομούνται ως διαρθρωτικές πράξεις ανοικτής αγοράς [10], με διάρκεια 12 μηνών, και τα οποία πωλούνται με έκπτωση σε τακτικές δημοπρασίες που

διαχειρίζονται οι εθνικές κεντρικές τράπεζες. Παρά την χρονική διάρκεια ωρίμανσης που καθορίζεται από τις κατευθυντήριες γραμμές της πολιτικής, οι συνθήκες της ΕΕ και το καταστατικό της ΕΚΤ δεν θέτουν όρια σχετικά με την ποσότητα και τον τύπο των πιστοποιητικών χρέους. **[11]**

Ακόμη, οι τυπικές αντιρρήσεις κατά των προγραμμάτων που περιλαμβάνουν κάποια μορφή αμοιβαιοποίησης του δημόσιου χρέους της ΕΕ δεν ισχύει για τη δική μας πρόταση μεταρρύθμισης. Θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι οι ζημίες που θα προέρχονται από την κρατική χρεοκοπία θα μπορούσαν να μειώσουν το κεφάλαιο της ΕΚΤ, με αποτέλεσμα να χρειάζονται νέα δημοσιονομικές συνεισφορές από τα κράτη-μέλη. Είναι μοναδικό στο σχεδιασμό της ζώνης του ευρώ το γεγονός ότι μπορεί να προκύψει μια τέτοια ένσταση για τις ζημίες που προκύπτουν από το δημόσιο χρέος, αλλά όχι για τις ζημίες που προέρχονται από ιδιωτικές εξασφαλίσεις χρέους που δηλώθηκαν από τις τράπεζες. Ωστόσο, όπως με σαφήνεια εξηγεί ο De Grauwe (2014), είναι ανοησία να ασχολείται κανείς για το δήθεν ανεπαρκές ή αρνητικό κεφάλαιο μιας κεντρικής τράπεζας σε ένα καθεστώς χαρτονομισμάτων:

Το χρήμα είναι το «χρέος» της κεντρικής τράπεζας, αλλά η κεντρική τράπεζα μπορεί να εξαγοράσει αυτό το «χρέος» με την έκδοση νέου χρήματος, δηλαδή μετατρέποντας ένα παλιό χαρτονόμισμα σε καινούργιο. Αυτά τα τραπεζογραμμάτια δεν συνιστούν αξίωση επί των περιουσιακών στοιχείων της κεντρικής τράπεζας. Ως αποτέλεσμα, η κεντρική τράπεζα δεν χρειάζεται ίδια κεφάλαια (σε αντίθεση με τις ιδιωτικές εταιρείες). Μπορεί να ζήσει με αρνητικά ίδια κεφάλαια. Όσο η κεντρική τράπεζα διατηρεί την υπόσχεση της σταθερότητας των τιμών, δεν υπάρχει πρόβλημα με οποιοδήποτε ποσό ίσων κεφαλαίων, θετικό ή αρνητικό. Έτσι, ο περιορισμός που αντιμετωπίζει μια σύγχρονη κεντρική τράπεζα είναι άσχετος με τη θέση των ιδίων κεφαλαίων που διαθέτει. Ο μοναδικός περιορισμός προέρχεται από την υπόσχεσή της να διατηρήσει τη σταθερότητα των τιμών. (3)

Θα μπορούσαμε να προσθέσουμε ότι η δομή των οικονομικών καταστάσεων των κεντρικών τραπεζών είναι πολύ ξεπερασμένη, κληρονομημένη από την εποχή του κανόνα του χρυσού. Όσο τα χαρτονομίσματα είναι αποδεκτά, το οποίο απαιτεί την προϋπόθεση της συγκράτησης του πληθωρισμού, η κεφαλαιακή θέση μιας κεντρικής τράπεζας είναι πάντα θετική, λόγω της παρούσας αξίας μιας άπειρης σειράς από θετικές ροές που προκύπτουν από νομισματικά εισοδήματα. **[12]** Ο μόνος τρόπος με τον οποίο μπορεί να χρεοκοπήσει μια κεντρική τράπεζα είναι με την έκδοση χρέους εκφρασμένο σε ξένο νόμισμα, αλλά αυτή είναι μια εντελώς άλλη ιστορία. Ως εκ τούτου, ο ισολογισμός του είδους των τραπεζών είναι άνευ σημασίας για τις πράξεις νομισματικής πολιτικής της κεντρικής τράπεζας και επομένως είναι άνευ σημασίας να μιλάμε για ανακεφαλαιοποίηση σε περίπτωση απωλειών της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού της. Το θετικό περιθώριο τόκων που εξασφαλίζεται από το εκδοτικό προνόμιο (seigniorage) διατηρεί μια κεντρική τράπεζα σε μια θέση hedge τύπου Minsky. Όσον αφορά το πρόσθετο seigniorage, είναι αρκετά απίθανο ότι οποιαδήποτε μελλοντική αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους θα μπορούσε να κάνει τη μέση απόδοση των

κρατικών χρεογράφων χαμηλότερη από ό, τι το μέσο κόστος των πιστοποιητικών χρέους. Ωστόσο, αυτό μπορεί να συμβεί μόνο για περιορισμένο χρονικό διάστημα, έτσι ώστε δεν μπορεί να αναστραφεί το θετικό πρόσημο της παρούσας αξίας των μελλοντικών αποδόσεων. Σε κάθε περίπτωση, αν πρέπει οπωσδήποτε να εξευμενίσουμε τους ορθόδοξους οικονομικούς φόβους, κατά τα πρώτα χρόνια της εφαρμογής της προτεινόμενης μεταρρύθμισης η ΕΚΤ θα μπορούσε να βάλει στην άκρη ένα μέρος του νομισματικού εισοδήματος για να δημιουργήσει ένα ad hoc ταμείο.

Συμπεράσματα

Σε κανονικές και ταραγμένες εποχές, μια βασική δομική προϋπόθεση για την απόκτηση μιας ενιαίας χρηματοπιστωτικής αγοράς είναι να αντιμετωπίζουν οι χρηματοπιστωτικοί φορείς μια κοινή καμπύλη αποδόσεων μηδενικού κινδύνου. Ο σημερινός σχεδιασμός της ζώνης του ευρώ, με πολλαπλές εθνικές δημοσιονομικές αρχές, δεν πληροί αυτή την προϋπόθεση. Έχουμε υποστηρίξει ότι το ομοσπονδιακό μέλλον για τη ζώνη του ευρώ είναι αμφίβολο και, σε κάθε περίπτωση, θα πρέπει να θεωρηθεί ως ένας μακροπρόθεσμος στόχος.

Με δεδομένες αυτές τις συνθήκες, θα πρέπει να διερευνήσουμε τρόπους για να αποφύγουμε τον υφιστάμενο ασυνεπή σχεδιασμό, που κατακερματίζει τις χρηματοπιστωτικές αγορές στη ζώνη του ευρώ και καλλιεργεί ευθραυστότητα. Οι μεταρρυθμίσεις που υιοθετήθηκαν ή προτάθηκαν μέχρι τώρα, όπως η τραπεζική ένωση, οδηγούν σε μια κατεύθυνση που συνάδει με την ενιαία χρηματοπιστωτική αγορά, αλλά δεν επαρκούν για τη δημιουργία της. Η χρηματοπιστωτική αγορά θα παραμείνει μια κατακερματισμένη δομή.

Η ουσία της πρότασής μας επιβάλλει την έκδοση πιστοποιητικών χρέους από την ΕΚΤ σε ποσότητες και με ημερομηνίες λήξης που είναι απαραίτητες για τους ενδιαμέσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς προκειμένου να διαμορφωθεί μια αποτελεσματική ενιαία καμπύλη αποδόσεων μηδενικού κινδύνου. Αυτή η εξέλιξη θα έχει το επιπλέον όφελος να καθιστά την αναχρηματοδότηση και τις πράξεις ανοικτής αγοράς της ΕΚΤ πλήρως λειτουργικές διαδικασίες, χωρίς την αντιμετώπιση πολιτικών προβλημάτων. Η ΕΚΤ θα εξισορροπήσει αυτές τις εκπομπές με την απόκτηση δημόσιου χρέους των χωρών της ζώνης του ευρώ από τη δευτερογενή αγορά. Αυτό θα δημιουργήσει ένα νέο είδος νομισματικού εισοδήματος, το οποίο θα διανεμηθεί στα εθνικά δημόσια ταμεία ανάλογα με τη συμμετοχή της κάθε χώρας στα κεφάλαια της ΕΚΤ. Το τελευταίο, ο ρητός στόχος των εκπομπών των πιστοποιητικών χρέους, και το ύψος του δημόσιου χρέους που εμπλέκεται δεν θα δημιουργήσει προβλήματα ηθικού κινδύνου. Η προτεινόμενη μεταρρύθμιση δεν είναι μόνο πλήρως συμβατή με τις συνθήκες της ΕΕ, αλλά θα εξαλείψει επίσης την ανάγκη να καταφύγει η ΕΚΤ σε αμφισβητήσιμες πρακτικές σε περιόδους στρες. **[13]**

Εκείνοι που βλέπουν στον υφιστάμενο συγκεχυμένο σχεδιασμό της ζώνης του ευρώ μια ευκαιρία ή ένα επιχείρημα για να μετακινηθούν τα κράτη-μέλη πιο κοντά στην ομοσπονδιοποίηση θα μπορούσαν να εξετάσουν την πρόταση που παρουσιάζεται σε αυτό το κείμενο πολιτικής ως έναν τρόπο για να αποδυναμώσουν το επιχείρημά τους.

Προτείνουμε ότι το πρόβλημα του δημόσιου χρέους είναι από μόνο του μια επαρκή βάση για μια βαθύτερη πολιτική ένωση. Επιπλέον, η πρόοδος που έχουμε δει μέχρι τώρα, σύμφωνα με το κακοσχεδιασμένο σχέδιο της Συνθήκης του Μάαστριχτ, δεν υποστηρίζει τη θέση ότι τα σοβαρά οικονομικά προβλήματα είναι αρκετά για να ξεπεραστούν τα πολιτικά προβλήματα. Αντίθετα, μία από τις επιπτώσεις της πρόσφατης κρίσης ήταν να προστεθεί ο πολιτικός κατακερματισμός στον οικονομικό κατακερματισμό. Στο βαθμό που η παρούσα πρόταση και τα μεταρρυθμιστικά μέτρα που έχουν ήδη υλοποιηθεί, ή εκείνα που είναι εφικτά στο εγγύς μέλλον, θα θέσουν την ευρωζώνη σε μια πιο σταθερή οικονομική βάση, τα ίδια αυτά μέτρα θα χρησιμεύσουν επίσης στη διευκόλυνση της πολιτικής διαδικασίας.

Ευχαριστίες

Το παρόν κείμενο πολιτικής βασίζεται σε μια εργασία που παρουσιάστηκε στο συνέδριο «Μετά τις εκλογές της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Τώρα τι; παλιά προβλήματα και νέες προκλήσεις», που διοργανώθηκε από το Economia Civile, το Finance Watch και το WEED, στο Βερολίνο της Γερμανίας, 2-3 Ιουλίου, 2014. Η εργασία και το συνέδριο ωφελήθηκαν από την υποστήριξη που παρείχε το Ίδρυμα Ford, με τη χορηγία 1100-1141-0. Είμαι υπόχρεος στον Jan Kregel για τα σχόλια και τις προτάσεις που έκανε σε προηγούμενο προσχέδιο αυτού του κειμένου, τα οποία συνέβαλαν σε μεγάλο βαθμό στην αποσαφήνιση της πρότασής μου.

Σημειώσεις

1. Δείτε την πρόταση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου (2012) για μια πραγματική Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση, την έκθεση της ομάδας εμπειρογνομόνων για την από κοινού έκδοση κρατικών ομολόγων (Expert Group 2014) και τη συμφωνία που επιτεύχθηκε για τον ενιαίο μηχανισμό επίλυσης της τραπεζικής ένωσης (EC 2014).
2. Για μια έγκαιρη προειδοποίηση σχετικά με τους κινδύνους που συνεπάγεται για τις χρηματοπιστωτικές αγορές από μία τέτοια κατασκευή, βλ., Kregel (2000). Για μια πρόσφατη συζήτηση για τη σημασία της καμπύλης αποδόσεων μηδενικού κινδύνου και των προβλημάτων που αντιμετωπίζει η ευρωζώνη, βλ., ECB (2014).
3. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα για τις πρώην κεντρικά κατευθυνόμενες οικονομίες που προσχώρησαν πρόσφατα στην ΕΕ και στη ζώνη του ευρώ.
4. Πρέπει να λάβουμε με επιφυλάξεις τη δεκαετία που προβλέπεται στην έκθεση, ειδικά αν την συγκρίνουμε με τις δύο δεκαετίες υπό το δημοσιονομικό σύμφωνο.
5. Η αποδοχή του ενιαίου μηχανισμού εποπτείας ως ένα ισχυρό καθεαυτού επίτευγμα, ικανό να κάνει ανθεκτικές τις τράπεζες, απαιτεί ένα βαθμό πίστης στη ρύθμιση και την εποπτεία του συλ Βασιλείας, στο οποίο προσωπικά δεν είμαστε έτοιμοι να προχωρήσουμε. Όσο για την ικανότητά του να ξεπεράσει τα εθνικά συμφέροντα, η πρόσφατη εμπειρία της ΕΚΤ με την ιρλανδική κρίση και η επιλογή της σχετικά με τα περιουσιακά στοιχεία επί των οποίων στηρίχθηκε για την τρέχουσα επανεξέταση των περιουσιακών στοιχείων δεν αποτελεί καλό οίον (βλέπε, π.χ., Legrain 2014). Σημειώστε ότι το αίτημα ορισμένων Ευρωπαίων αξιωματούχων, όπως του πρόεδρου της Bundesbank, Jens Weidmann, να εγκαταλειφθεί η μηδενική στάθμιση κινδύνου για το δημόσιο χρέος που διακρατείται από τις τράπεζες, η οποία είναι απολύτως νόμιμη σύμφωνα με την προσέγγιση της Βασιλείας και με βάση την οποία η ΕΚΤ έχει ήδη θέσει σε εφαρμογή για το «κούρεμα» στο discount window, καθιστά το πεδίο δράσης ακόμα πιο άνισο.
6. Η έκθεση καταλήγει στο συμπέρασμα ότι «δεδομένης της πολύ περιορισμένης εμπειρίας με την τροποποιημένη οικονομική διακυβέρνηση της ΕΕ, μπορεί να θεωρηθεί συνετό να συλλεχθούν πρώτα στοιχεία για την αποτελεσματικότητα της διακυβέρνησης προτού παρθούν οι οποιοσδήποτε αποφάσεις σχετικά με τις μορφές της κοινής έκδοσης χρέους. . . . Οι τροποποιήσεις της Συνθήκης θα ήταν απαραίτητες για να καταλήξουμε σε κοινά συστήματα έκδοσης χρέους, συμπεριλαμβανομένων αυτών περί κοινής και περιορισμένης ευθύνης, ορισμένων μορφών προστασίας κατά του ηθικού κινδύνου και κατάλληλη προσοχή στην δημοκρατική νομιμότητα» (Expert Group 2014, 86).
7. Σύμφωνα με τους Daluiso και Papadia (2013), «η κατάσταση στη ζώνη του ευρώ είναι διαφορετική από αυτή στις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο, την Ελβετία και την Ιαπωνία σε δύο σημεία. Πρώτον, η δυνατότητα της ενδογενούς σύσφιξης της νομισματικής πολιτικής περιορίζεται στην ΕΚΤ και δεν επεκτείνεται στις άλλες κεντρικές τράπεζες. Στην πραγματικότητα, όλες αυτές οι τράπεζες παρέχουν ρευστότητα στην αγορά σε ξεκάθαρη

βάση, αγοράζοντας τιτλοποιήσεις (FED, η Τράπεζα της Αγγλίας και η Τράπεζα της Ιαπωνίας) ή ξένο συνάλλαγμα (Swiss National Bank), σε αντίθεση με την ΕΚΤ, η οποία παρέχει τον κύριο όγκο της με βάση τις συμφωνίες επαναγοράς (repos). Το ποσό της πλεονάζουσας ρευστότητας καθορίζεται ως εκ τούτου στις χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ από την κεντρική τράπεζα, όχι από τις εμπορικές τράπεζες με τις επιλογές αναχρηματοδότησης. Δεύτερον, δεν υπάρχει καμία διαφορά στον παράγοντα ώθησης και έλξης σε αυτές τις χώρες, στις οποίες τα επιτόκια κυριαρχούνται από τις εθνικές τιτλοποιήσεις» (3).

8. Υπάρχει πλέον ένας μεγάλος αριθμός προτάσεων για το πώς θα φτάσουμε σε κάποια μορφή αμοιβαιοποίησης του δημόσιου χρέους. Βλ., Expert Group (2014), 14, σημείωση 30.

9. Ένας τρόπος να δούμε τη μεταρρύθμιση που προτείνεται εδώ είναι ότι μπορεί να ξεπεράσει και την ασυμμετρία του ενιαίου μηχανισμού επίλυσης της τραπεζικής ένωσης.

10. «Οι [διαρθρωτικές] πράξεις διενεργούνται όποτε η ΕΚΤ επιθυμεί να προσαρμόσει τη διαρθρωτική θέση του Ευρωσυστήματος έναντι του χρηματοπιστωτικού τομέα» (ECB 2011a, 10).

11 Βλ., ECB (2011a, 2011b και 2012).

12. Για μια λεπτομερή συζήτηση αυτού του σημείου, βλ., Buitter (2008).

13. Αφού γράφτηκε η παραπάνω πρόταση, γίναμε γνώστες της συμβολής των Brunnermeier et al. (2011), που συνδέουν το πρόβλημα της διαχείρισης του δημόσιου χρέους των χωρών της ΕΕ με τις εκπομπές των κοινών περιουσιακών στοιχείων μηδενικού κινδύνου της ΕΕ. Μια ειδική ευρωπαϊκή υπηρεσία χρέους (EDA) θα διαχειρίζεται την τιτλοποίηση του εθνικού χρέους, στο μέτρο του 60% του ΑΕΠ της ΕΕ, χρηματοδοτώντας αυτή την απόκτηση χρέους με τη χρήση δύο δομών χρέους, με την μικρότερη δομή να δέχεται πρώτα τις ενδεχόμενες ζημιές που μπορεί να προέρχονται από κρατικές αποτυχίες. Σύμφωνα με τους συγγραφείς, η μεγαλύτερη δομή θα μπορούσε να σχεδιαστεί ώστε να είναι ουσιαστικά μηδενικού κινδύνου, αντιπροσωπεύοντας έτσι τα κοινά περιουσιακά στοιχεία μηδενικού κινδύνου που θα αποσυνδέουν τους ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς από τους τοπικούς κινδύνους. Επιπλέον, τα ευρωπαϊκά ασφαλή ομόλογα (ESBies) θα εκδίδονται με διαφορετική χρονική διάρκεια ωρίμανσης, τροφοδοτώντας έτσι την καμπύλη απόδοσης μηδενικού κινδύνου και την ποικιλία των περιουσιακών στοιχείων μηδενικού κινδύνου που είναι απαραίτητα στους φορείς εκμετάλλευσης για τη διαχείριση της ρευστότητας. Η γνώμη των συγγραφέων είναι ότι η πρότασή τους διατηρεί τα πλεονεκτήματα των ευρωομολόγων, αποφεύγοντας τις επικρίσεις που διατυπώθηκαν εναντίον τους, επειδή οι ιδιώτες επενδυτές, και όχι οι φορολογούμενοι, θα απορροφήσουν τυχόν ζημιές και το ποσοστό του δημόσιου χρέους που θα υπερβαίνει το όριο του 60% θα χρηματοδοτείται με τα επιτόκια της αγοράς, διατηρώντας έτσι την πειθαρχία της αγοράς έναντι σπάταλων κυβερνήσεων. Αν και διατηρούμε κάποιες αμφιβολίες σχετικά με τα θέματα της κατανομής των ζημιών και του ηθικού κινδύνου, δεδομένου ιδίως ότι οι χώρες-μέλη θα

πρέπει να συμβάλουν στα κεφάλαια του EDA για την ενίσχυση της ασφάλειας των ESBies, έχουμε πολλές άλλες αντιρρήσεις. Πρώτον, δεδομένου του ρόλου που δίνεται στα ESBies στις πράξεις της EKT, η πρόταση θα πρέπει να αναφέρεται στη ζώνη του ευρώ, όχι στην Ευρώπη. Δεύτερον, το όριο του 60% θα μπορούσε να είναι στο μέλλον πολύ υψηλό για ορισμένες «ενάρετες» χώρες και το κίνητρο να πετύχουν το ανώτατο όριο θα μπορούσε να ενισχύσει τον ηθικό κίνδυνο. Τρίτον, η εξάρτηση της κατάστασης των περιουσιακών στοιχείων μηδενικού κινδύνου σε υπολογισμούς πιστωτικής ενίσχυσης μπορεί να μην είναι ο ασφαλέστερος τρόπος για την παροχή ρευστότητας υψηλής ποιότητας. Τέταρτον, τα ESBies δεν θα ήταν πραγματικά περιουσιακά στοιχεία μηδενικού κινδύνου και η διαβάθμιση της πιστοληπτικής τους αξιοπιστίας θα μπορούσε να είναι λιγότερο σταθερή και να γίνει χαμηλότερη από εκείνη των χωρών με υψηλότερη διαβάθμιση. Για παράδειγμα, μπορούμε να φανταστούμε γερμανικές τράπεζες να προτιμούν γερμανικά ομόλογα αντί ESBies. Πέμπτον, η σύνδεση της δημιουργίας των ESBies στο 60% ΑΕΠ της ευρωζώνης θα παράγει ρευστά περιουσιακά στοιχεία σε ποσότητα που δεν θα σχετίζεται με τη ζήτηση για ρευστότητα και που θα προέρχονται επίσης από χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ, δημιουργώντας έτσι τη δυνατότητα για υψηλή μεταβλητότητα. Έκτον, η δημιουργία του EDA δίπλα στην EKT θα δημιουργήσει μια διπλή δομή για τη νομισματική πολιτική. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι, ακόμη και αν τα καινούργια ESBies διατίθονταν μέσω δημοπρασιών, οι μηχανικές εκπομπές που συνδέονται με τον κανόνα του 60% και οι αποφάσεις σε σχέση με τα ποσά που θα διατεθούν για τις διαφορετικές χρονικές διάρκειες ωρίμανσης θα μπορούσαν εύκολα να επηρεάσουν τη θέση και τη μορφή της καμπύλης αποδόσεων.

Πηγές

Angelini, P., G. Grande, and F. Panetta. 2014. "The Negative Feedback Loop between Banks and Sovereigns." *Questioni di Economia e Finanza, Occasional Papers No. 213*. Rome: Bank of Italy. ssrn.com/abstract=2419943.

Brunnermeier, M. K., et al. 2011. "European Safe Bonds (ESBies)." *Euro-nomics Blog*, September 26. Available at www.columbia.edu/~rr2572/papers/11-ESBies.pdf.

Buiter, W. 2008. "Can Central Banks Go Broke?" *Policy Insight No. 24*. Washington, D.C.: Center for Economic and Policy Research. May.

Coeuré, B. 2013. "The Way Back to Financial Integration." Speech by Benoit Coeuré, Member of the Executive Board of the ECB, "International Financial Integration and Fragmentation: Drivers and Policy Responses," conference organized by the Bank of Spain and the Reinventing Bretton Woods Committee, Madrid, Spain, March 12. Frankfurt am Main: ECB.
www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130312.en.html.

Daluiso, G., and F. Papadia. 2013. "Can the European Central Bank Control Interest Rates?" Brussels: Bruegel. July 9. www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1125-can-the-european-central-bank-control-interest-rates/.

De Grauwe, P. 2010. "Crisis in the Eurozone and How to Deal with It." CEPS Policy Brief No. 204. Brussels: The Centre for European Policy Studies. February.

———. 2014. "Economic Theories that Influenced the Judges of Karlsruhe." *Vox*, March 13.

EC (European Commission). 2014. "European Parliament and Council Back Commission's Proposal for a Single Resolution Mechanism: A Major Step towards Completing the Banking Union." Press Release. Brussels, March 20.

ECB (European Central Bank). 2011a. *The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area*. Frankfurt am Main: ECB. February.

———. 2011b. "Guideline of the European Central Bank." *Official Journal of the European Union*, December 14.

———. 2012. "On the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank." *Official Journal of the European Union*, October 26.

———. 2014. "Euro Area Risk-free Interest Rates: Measurement Issues, Recent Developments and Relevance to Monetary Policy." *Monthly Bulletin*. July.

Expert Group (Expert Group on Debt Redemption Fund and Eurobills, European Commission). 2014. *Final Report*. Brussels: EC. March 31.
ec.europa.eu/economy_finance/articles/governance/pdf/20140331_report_en.pdf.

European Council (European Council, Office of the President). 2012. *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*. Brussels: EC. December 5.
www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/131201.pdf.

Kregel, J. 2000. "Can European Banks Survive a Unified Currency in a Nationally Segmented Capital Market?" Working Paper No. 305. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. July.

Legrain, P. 2014. "Europe's Bogus Banking Union." *Project Syndicate*, April 8.

Mersch, Y. 2013. "The Banking Union—A European Perspective: Reasons, Benefits and Challenges of the Banking Union." Frankfurt am Main: ECB. April.
www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130405.en.html.

Tonveronachi, M. 2013. "L'unione bancaria Europea: Di nuovo un disegno istituzionale incompleto." *Moneta e Credito* 66, no. 264: 397–413.



Blithewood
PO Box 5000
Annandale-on-Hudson, NY 12504-5000