



Επιστημονική Εργασία υπό Εξέλιξη (Working Paper) No. 721

Η κρίση ευρω-χρέους και το ευρωτρίλλημα της Γερμανίας

Του

Jörg Bibow

Levy Economics Institute of Bard College

Μάιος 2012

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

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

Levy Economics Institute
P.O. Box 5000
Annandale-on-Hudson, NY 12504-5000
<http://www.levyinstitute.org>

Copyright © Levy Economics Institute 2012 All rights reserved

Περίληψη

Η παρούσα εργασία διερευνά τα αίτια της κρίσης χρέους στην ευρωζώνη, ιδιαίτερα τη συμβολή της Γερμανίας προς αυτή τη κρίση. Η εργασία προβάλλει το επιχείρημα ότι η κρίση δεν είναι πρωτίστως «κρίση χρέους», αλλά μια διπλή κρίση τραπεζικού τομέα και ισοζυγίου πληρωμών. Η ενδο-ανταγωνιστικότητα και οι ανισορροπίες στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών, και οι αντίστοιχες ροές χρέους που προκαλούν αυτές οι ανισορροπίες, αποτελούν τον πυρήνα του θέματος, και όλα αυτά σχετίζονται με την πολιτική του ανταγωνιστικού αποπληθωρισμού των μισθών που εφαρμόζει η Γερμανία από τα τέλη της δεκαετίας του 1990. Η Γερμανία καταπάτησε τον χρυσό κανόνα μιας νομισματικής ένωσης: δέσμευση σε ένα κοινό δείκτη πληθωρισμού. Ως αποτέλεσμα, η χώρα αντιμετωπίζει ένα τρίλλημα δικής της κατασκευής, αναγκάζοντάς την τώρα να κάνει μια κρίσιμη επιλογή δεδομένου ότι δεν μπορεί να τα έχει όλα—διαρκή εξαγωγικά πλεονάσματα, μια μη μεταβιβάσιμη ένωση (ή μια ένωση με πολιτική διασώσεων), και μια «καθαρή» ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα. Η εσφαλμένη διάγνωση και η λανθασμένη συνταγή λιτότητας έχουν χειροτερέψει την κατάσταση και απειλούν την ίδια την επιβίωση του ευρώ. Η κρίση στην Ευρωζώνη αποτελεί μια παγκόσμια «πολύ μεγάλη για να καταρρεύσει» απειλή και αντιπροσωπεύει έναν ηθικό κίνδυνο που ίσως δεν έχει προηγούμενο στην παγκόσμια κοινότητα.

1. Εισαγωγή

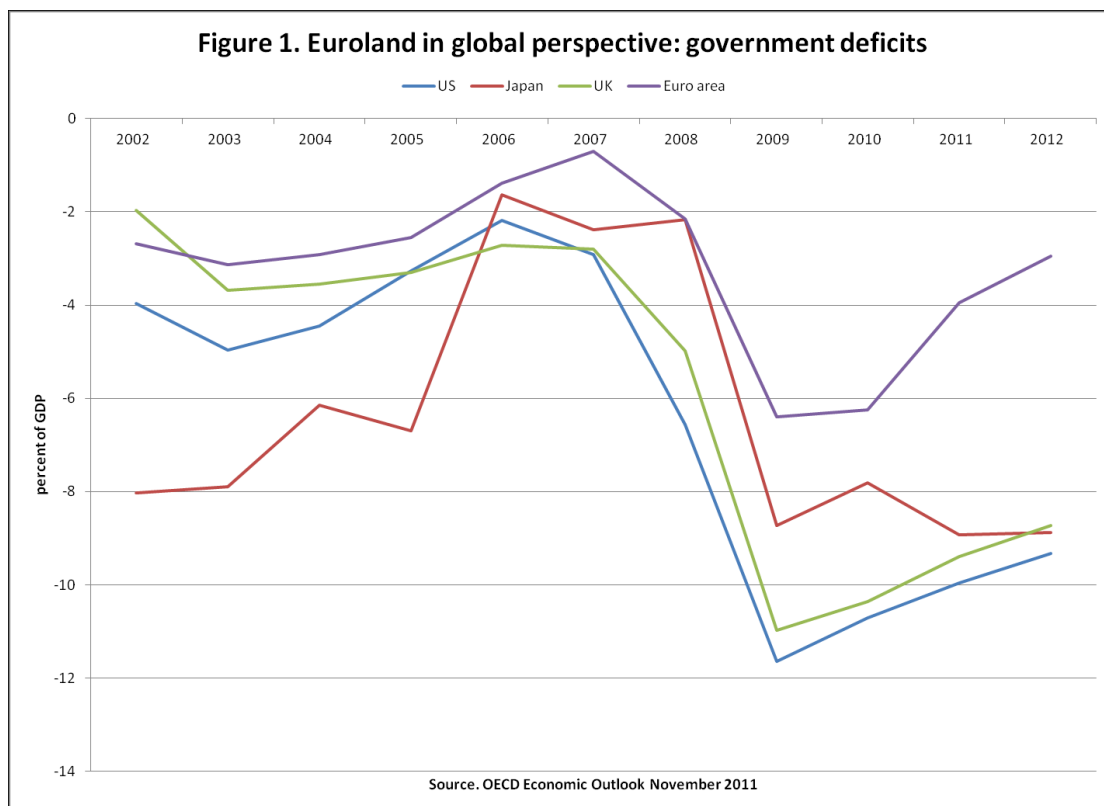
Η παρούσα εργασία διερευνά τα αίτια της κρίσης χρέους στην ευρωζώνη, ιδιαίτερα τη συμβολή της Γερμανίας στην κρίση. Η εργασία προβάλλει το επιχείρημα ότι η κρίση δεν είναι πρωτίστως μια «κρίση χρέους», και ότι οι πολιτικές συνταγές που προέρχονται μια τη λανθασμένη διάγνωση θα κάνουν ακόμα χειρότερη την κατάσταση—μια διπλή κρίση τραπεζικού τομέα και ισοζυγίου πληρωμών. Η ενδο-ανταγωνιστικότητα και οι ανισορροπίες στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών, και οι αντίστοιχες ροές χρέους που προκαλούν αυτές οι ανισορροπίες, αποτελούν τον πυρήνα του θέματος, και όλα αυτά σχετίζονται με την πολιτική του ανταγωνιστικού αποπληθωρισμού των μισθών που εφαρμόζει η Γερμανία από τα τέλη της δεκαετίας του 1990. Η Γερμανία καταπάτησε τον χρυσό κανόνα μιας νομισματικής ένωσης: δέσμευση σε ένα κοινό δείκτη πληθωρισμού. Ως αποτέλεσμα, η χώρα αντιμετωπίζει ένα τρίλλημα δικής της κατασκευής, αναγκάζοντάς την τώρα να κάνει μια κρίσιμη επιλογή δεδομένου ότι δεν μπορεί να τα έχει όλα—διαρκή εξαγωγικά πλεονάσματα, μια μη μεταβιβάσιμη ένωση (ή μια ένωση με πολιτική διασώσεων), και μια «καθαρή» ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα.

Η εργασία ξεκινάει με μια συγκριτική ανάλυση της δημοσιονομικής και της εξωτερικής θέσης της Ευρωζώνης στο παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον (τμήμα 2) και στη συνέχεια (τμήμα 3) υπογραμμίζει ότι οι ενδο-ανισορροπίες είναι το κύριο θέμα και όχι η συνολική θέση της Ευρωζώνης. Καθώς η διαπίστωση αυτή συνεπάγεται ότι οι βασικοί θεσμοί και οι πολιτικές της Ευρωζώνης έχουν αποτύχει στην εξασφάλιση της συνοχής και της σύγκλισης που απαιτούνται για μια Οικονομική και Νομισματική Ένωση, η ανάλυση στο τμήμα 4 επικεντρώνεται στο ρόλο που έχει παίξει η Γερμανία σε όλη αυτή την κατάσταση, η χώρα που αποτελεί τον πυρήνα της Ευρωζώνης και την «άγκυρα

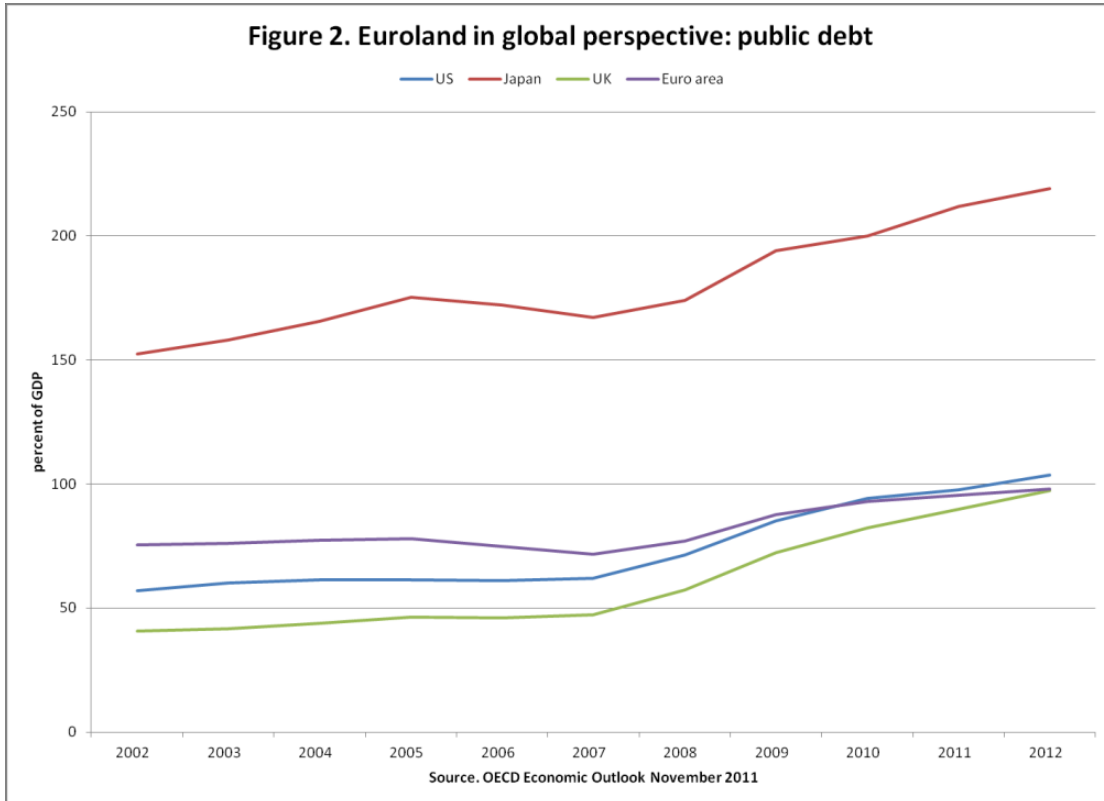
σταθερότητας». Μετά τον προσδιορισμό των μισθολογικών διαφορών ως κρίσιμος συντελεστής της σημερινής κρίσης, το τμήμα 5 εξετάζει πώς ο «ασθενής του ευρώ» τελικά επέστρεψε ως η κύρια δύναμη της Ευρωζώνης. Το τμήμα 6 ερευνά την ευπάθεια της Γερμανίας και αναδεικνύει το κρίσιμο τρίλημμα που αντιμετωπίζει η χώρα. Στο τμήμα 7 προειδοποιούμε ότι η άνευ όρων πολιτική της λιτότητας, η υποτιθέμενη πανάκεια που προτιμά η Γερμανία, μετατρέπει την Ευρωζώνη στη μεγαλύτερη απειλή σήμερα για την παγκόσμια σταθερότητα και την ευημερία—έναν ηθικό κίνδυνο που προκαλεί στο έπακρο τη διεθνή κοινότητα. Το Τμήμα 8 ολοκληρώνει την εργασία με μια σειρά από συστάσεις πολιτικής. Οι άκρως λανθασμένες πολιτικές της Γερμανίας έχουν οδηγήσει την ευρωπαϊκή νομισματική ένωση σε μια κατάσταση ανισορροπιών και χρέους, που θα είναι πολύ δύσκολο να ξεπεραστεί χωρίς ριζική μεταρρύθμιση προς την κατεύθυνση μιας πλήρους δημοσιονομικής ένωσης. Υπάρχει ένας μη αμελητέος κίνδυνος η πολιτική διαδικασία να μην παράγει έγκαιρες αποφάσεις πριν στερήσει η ρευστότητα από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)

2. Η Ευρωζώνη στον παγκόσμιο οικονομικό χάρτη

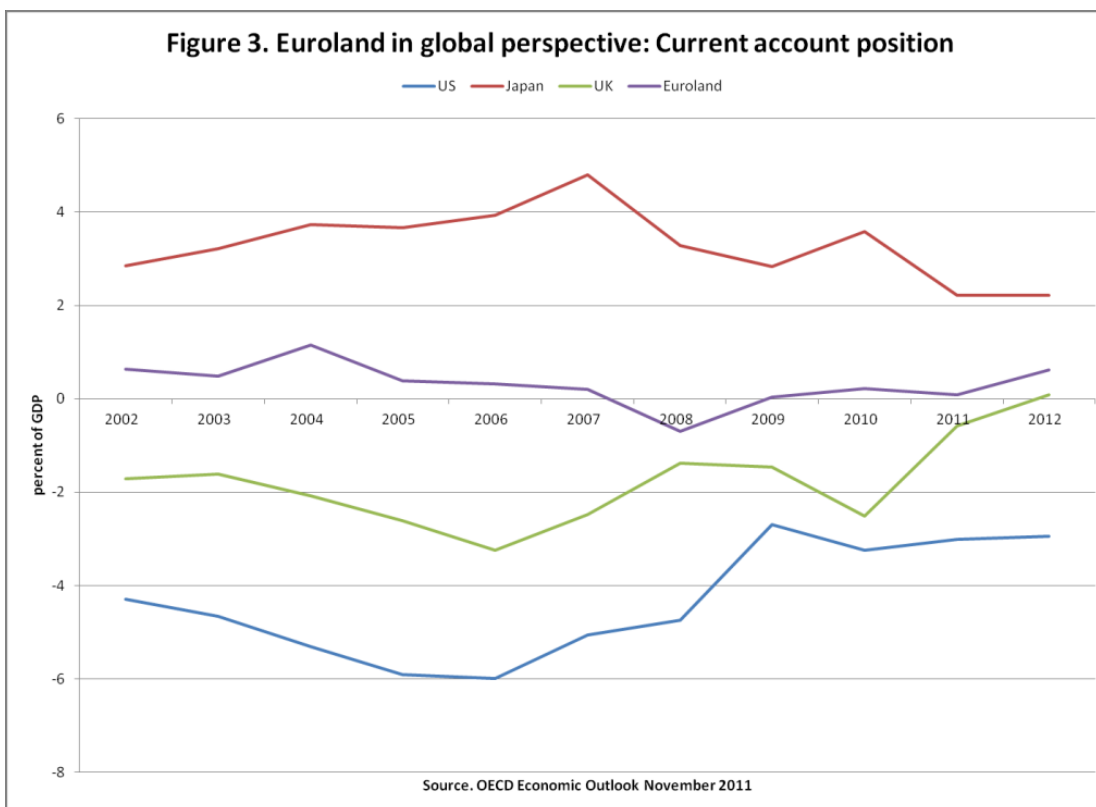
Κοιτάζοντας τη συνολική κατάσταση της περιοχής, δεν είναι καθόλου προφανές γιατί η Ευρωζώνη αποτελεί σήμερα το καυτό σημείο της παγκόσμιας αστάθειας. Αν δούμε ειδικά την κατάσταση από μια παγκόσμια άποψη, τα δημόσια οικονομικά της Ευρωζώνης δεν φαίνεται να είναι σε ιδιαίτερα κακή κατάσταση.



Η αναλογία ελλείμματος της Ευρωζώνης προς το ΑΕΠ κυμαινόταν περίπου στο 3% κατά το πρώτο ήμισυ της δεκαετίας του 2000, μειώθηκε όταν η νομισματική ένωση βίωσε καθυστερημένα την παγκόσμια οικονομική το 2006–07, και στη συνέχεια επιδεινώθηκε σε μόλις πάνω από το 6% όταν ξέσπασε η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση του 2008. Προβλέπεται ότι το έλλειμμα θα πέσει από το επίπεδο του 4% που βρισκόταν το 2011 στο 3% το 2012. Τα κρατικά ελλείμματα επιδεινώθηκαν πολύ πιο έντονα στις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ιαπωνία, και οι προβλέψεις δεν αφήνουν ελπίδες για σημαντική μείωση το 2012 από τα σημερινά επίπεδα, που κυμαίνονται κοντά στο 10% και για τις τρεις περιπτώσεις.



Οι αναλογίες χρέους-ΑΕΠ εμφανίζουν μια παρόμοια τροχιά στον παγκόσμιο αστερισμό του κρατικού χρέους. Ενώ ξεκίνησε από ένα κάπως υψηλότερο επίπεδο, της τάξης του 75%, η αύξηση της αναλογίας του δημόσιου χρέους της Ευρωζώνης από την έναρξη της παγκόσμιας κρίσης είναι λιγότερο απότομη από ό, τι στις άλλες τρεις περιπτώσεις. Το δημόσιο χρέος των ΗΠΑ, του Ηνωμένου Βασιλείου και της Ευρωζώνης έφτασε κοντά στο επίπεδο του 100% το 2012, ενώ η Ιαπωνία, με αναλογία χρέους προς ΑΕΠ πάνω από το 200%, ανήκει σε μια τελείως ξεχωριστή κατηγορία.



Ούτε η σύγκριση μεταξύ ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών αποκαλύπτει κάποια ειδική ευπάθεια για την περίπτωση της Ευρωζώνης. Ενώ η Ιαπωνία που είναι διαβόητη για τα μεγάλα πλεονάσματα που «τρέχει» στα τρέχοντα ισοζύγια πληρωμών, τόσο το Ηνωμένο Βασίλειο και ιδιαίτερα οι ΗΠΑ εμφάνιζαν θέσεις με μεγάλα ελλείμματα πριν από την παγκόσμια κρίση. Αυτά έχουν συρρικνωθεί από τότε (ΗΠΑ), ή μπορεί να βρίσκονται σήμερα ακόμη και στα πρόθυρα της εξαφάνισης (Ηνωμένο Βασίλειο). Αντίθετα, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Ευρωζώνης είναι αρκετά ισορροπημένο καθ' όλη την ύπαρξη του ευρώ, εμφανίζοντας μικρά πλεονάσματα για τα περισσότερα χρόνια, μια τάση που διακόπηκε από μικρά ελλείμματα το 2000 και το 2008 εξαιτίας της ανόδου της τιμής του πετρελαίου.

Αυτή η φαινομενικά ευνοϊκή σύγκριση με άλλες μεγάλες πλούσιες χώρες μπορεί να ενθάρρυναν τις εφησυχασμένες αυτοαντιλήψεις που επικρατούσαν ανάμεσα στους ηγέτες των ευρωπαϊκών θεσμών πριν από την παγκόσμια κρίση, οι οποίοι συχνά αισθανόντουσαν υποχρεωμένοι να κάνουν μαθήματα στους ξένους ομότιμους για τις δήθεν αποτυχίες τους, πλασάροντας την «προσανατολισμένη προς τη σταθερότητα» σοφία που είχε συνοδεύσει το σχεδιασμό των θεσμικών οργάνων και των πολιτικών στην Ευρωζώνη, που παρορμητικά προέβλεπαν ως «νησίδα σταθερότητας» που περιβάλλεται από επικίνδυνα παγκόσμια ρεύματα. Ειδικότερα, οι αρχές της Ευρωζώνης δεν σταματούσαν να προειδοποιούν για τους αυξημένους κινδύνους που έθεταν οι ανεύθυνα μεγάλες «παγκόσμιες ανισορροπίες», το ζετύλιγμα των οποίων θα μπορούσε να έχει εξαιρετικά αρνητικές επιπτώσεις στην Ευρωζώνη παρά το γεγονός ότι η ίδια η

Ευρωχώρα, κατά την άποψη τους, δεν είχε κανένα ρόλο στη συσσώρευση των ανισοροπιών στα τρέχοντα ισοζύγια πληρωμών.

Ο επίτροπος της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) για Οικονομικές και Νομισματικές Υποθέσεις Joaquín Almunia (2008) εξέφραζε τη γενική διάθεση που επικρατούσε αναφορικά με την θέση που κατείχε η ΕΕ στην παγκόσμια οικονομία όταν δήλωνε σε κατάσταση έκστασης στο ONE@10:

Μια ολόκληρη δεκαετία αφού οι ηγέτες της Ευρώπης έλαβαν την απόφαση να εισάγουν το ευρώ, έχουμε καλό λόγο να είμαστε υπερήφανοι για το ενιαίο νόμισμά μας. Η Οικονομική και Νομισματική Ένωση [ΟΝΕ] και το ευρώ είναι μια σημαντική επιτυχία. Για τα κράτη-μέλη, η ΟΝΕ παγίωσε τη μακροοικονομική σταθερότητα και αύξησε το διασυνοριακό εμπόριο, την χρηματοοικονομική ολοκλήρωση και τις επενδύσεις. Για την ΕΕ στο σύνολό της, το ευρώ αποτελεί ακρογωνιαίο λίθο για περαιτέρω οικονομική ολοκλήρωση και ένα ισχυρό σύμβολο της αυξανόμενης πολιτικής ενότητάς μας. Και για τον κόσμο, το ευρώ είναι ένα σημαντικό νέο πυλώνας στο διεθνές νομισματικό σύστημα και ένας πόλος σταθερότητας για την παγκόσμια οικονομία. Καθώς θα διευρύνεται η ζώνη του ευρώ κατά τα επόμενα χρόνια, τα οφέλη της θα εξαπλωθούν σε όλα τα νέα κράτη μέλη της ΕΕ που εντάχθηκαν το 2004 και το 2007.

Ενώ η μεγάλη ψευδαίσθηση περί «νησιδάς σταθερότητας» θα άρχιζε να ξεφτίζει πολύ πιο σύντομα από ότι θα μπορούσε κανείς να φανταστεί, έως και την άνοιξη του 2012, οι ευρωπαϊκές αρχές απλά προσπαθούσαν να ακολουθήσουν τις εξελίξεις. Όταν, αρκετά αχαρακτήριστα, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο καλούσε τα μέλη του αρχές του 2008 να σχεδιάσουν πλάνα για τόνωση των οικονομιών τους, οι αρχές της Ευρωχώρας απάντησαν ότι δεν είχαν καμία πρόθεση να κάνουν κάτι τέτοιο, υποστηρίζοντας ότι θα έβλαπτε την αξιοπιστία του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης.¹ Ο πυρήνας της Ευρώπης είχε εισέλθει σε ύφεση την άνοιξη του 2008, αλλά οι αρχές παρέμεναν σε πλήρη άρνηση μέχρι το φθινόπωρο. Ακόμη και η αποτυχία της Lehman δεν κατάφερε αρχικά να τους ξυπνήσει από το αγαπημένο τους όνειρο ότι οι πολιτικές προσανατολισμένες προς τη σταθερότητα διατηρούσαν το οικοδόμημα της ευρωζώνης σώο και ασφαλές, και πως οποιαδήποτε καταιγίδα και να ερχόταν θα αποτελούσε σύντομα παρελθόν. Σχολιάζοντας τα μέτρα διάσωσης των ΗΠΑ που δρομολογήθηκαν για την αντιμετώπιση της κατάρρευσης της Lehman, ο Γερμανός υπουργός Οικονομικών Πέερ Στάινμπρουκ δήλωνε στα τέλη του Σεπτεμβρίου του 2008 ότι «αυτή η κρίση ξεκίνησε στις ΗΠΑ και πλήττει κυρίως τις ΗΠΑ ... [Στην Ευρώπη και τη Γερμανία, ένα τέτοιο πακέτο δεν θα είναι ούτε λογικό ούτε αναγκαίο].²

Ξεκινώντας τον Οκτώβριο του 2008, η Ευρωχώρα συμφώνησε να συμμετάσχει στην παγκόσμια εκστρατεία συντονισμένων μέτρων τόνωσης της οικονομίας με σκοπό την

¹ Βλ., David Wessel, "Trichet: No fiscal stimulus here, please," *Wall Street Journal*, 7 Φεβρουαρίου 2008.

² Βλ., Bertrand Benoit, "Germany sees an end to U.S. hegemony," *FT.com*, September 26, 2008.

αντιμετώπιση της παγκόσμιας κρίσης, αν και με μισή καρδιά καθώς αυτή η πολιτική ήταν ενάντια των πεποιθήσεών της. Έτσι, μόλις η παγκόσμια οικονομία άρχισε να ανακάμπτει, και ενώ η κατάσταση στην ευρωζώνη ειδικότερα ήταν ακόμα ιδιαίτερα επισφαλής, οι αρχές της Ευρωζώνης—κάτω από τη γερμανική ηγεσία—άρχισαν να τσιγκλίζουν τους εταίρους τους στο G-20 να εγκαταλείψουν την πολιτική τόνωσης της οικονομίας και να στραφούν προς την πολιτική λιτότητας.³

Από την αρχή, οι ευρωπαϊκές αρχές διατηρούσαν την φαρισαϊκή άποψη ότι η Ευρωζώνη είχε πληγεί ως αθώος θεατής από μια εξωτερική κρίση, για την οποία δεν είχε καμία ευθύνη για το ξέσπασμά της, και πως θα ήταν καλύτερα αν ο υπόλοιπος κόσμος ακολουθούσε το μοντέλο της Ευρωζώνης που ήταν βασισμένο στην πολιτική της σταθερότητας (βλέπε Bibow 2004, 2006a, 2007b, 2009a, b).

Τα γεγονότα, όμως, όπως αυτά παρουσιάζονταν στα μάτια των πιο ουδέτερων και περισσότερο προσεκτικών παρατηρητών με όλο και μεγαλύτερη σαφήνεια, αποκάλυπταν μια πολύ διαφορετική εικόνα. Ακόμα νωρίτερα, αρχής γενομένης από την άνοιξη του 2007, υπήρχαν όλο και περισσότερες ενδείξεις ότι οι ευρωπαϊκές τράπεζες είχαν δημιουργήσει μεγάλα χρηματοδοτικά ανοίγματα στην αμερικανική αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου που η Επιτροπή Ευρωπαϊκών Αρχών Τραπεζικής Εποπτείας φαινόταν να μην είχε καν γνώση. Με τον τρόπο αυτό, οι ευρωπαϊκές τράπεζες είχαν παράσχει μια σημαντική χείρα βοήθειας στη χορηγία της στεγαστικής φούσκας των ΗΠΑ τη δεκαετία του 2000, που τη στιγμή εκείνη έσκαγε. Στην πραγματικότητα, η κατάρρευση της Lehman, η οποία προκάλούσε καρδιακή προσβολή στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα και στις διατραπεζικές αγορές, ιδίως, κατέστησε σαφές ότι οι ευρωπαϊκές τράπεζες είχαν συμπεριφερθεί ειδικά απερίσκεπτα στα κερδοσκοπικά παιχνίδια τους σε ξένες χώρες, δηλαδή με το να ανέχονται μια τεράστια αρνητική θέση του δολαρίου την οποία ακόμη και η ΕΚΤ, ως ο δικός τους δανειστής έσχατης προσφυγής, δεν ήταν σε θέση να καλύψει (τουλάχιστον όχι χωρίς τη συνεργασία της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ, μέσω συμφωνιών ανταλλαγής νομισμάτων μεταξύ των κεντρικών τραπεζών σε εύθετο χρόνο—βλέπε Baba, McCauley και Ramaswamy 2009, McCauley και von Peter 2009, McGuire και von Peter 2009, Borio και Disyatat 2011).

³ Αρκετά μεγάλα πακέτα δημοσιονομικής ώθησης είχαν συμφωνηθεί στη σύνοδο κορυφής της G-20 στην Ουάσιγκτον τον Νοέμβριο του 2008 και στο Λονδίνο τον Απρίλιο του 2009. Στη Σύνοδο της G-20 στο Πίτσμπουργκ τον Σεπτέμβριο του 2009 διαμορφώθηκε το «Πλαίσιο για ισχυρή, βιώσιμη και ισορροπημένη ανάπτυξη», το οποίο μετατράπηκε στο επίκεντρο του συντονισμού της οικονομικής πολιτικής μεταξύ των μελών, δεσμεύοντας τα μέλη της G-20 να «συνεργαστούν για να εξετάσουν με ποιον τρόπο θα μπορούσαν να ταιριάξουν μεταξύ τους οι [εθνικές] πολιτικές τους, να αξιολογήσουν κατά πόσο είναι συλλογικά σύμφωνες με μια πιο βιώσιμη και ισορροπημένη ανάπτυξη, και να ενεργήσουν ανάλογα για την κάλυψη των κοινών [μας] στόχων» (G-20 2009). Κάνοντας στροφή από την προηγούμενη θέση τους ότι τα δημοσιονομικά κίνητρα θα πρέπει να διατηρηθούν μέχρι να εξασφαλιστεί η ανάκαμψη, σε μεγάλο βαθμό υπό γερμανική πίεση, η σύνοδος κορυφής της G20 στο Τορόντο τον Ιούνιο του 2010 καθιέρωσε στη συνέχεια τη δημοσιονομική εξυγίανση ως τη νέα προτεραιότητα της πολιτικής (Parkin, 2010).

Οι απερίσκεπτες παγκόσμιες περιπέτειες των ευρωπαϊκών τραπεζών και η συσσώρευση των αντίστοιχων παγκόσμιων χρηματοδοτικών ανοιγμάτων σήμαινε ότι η Ευρώπη ήταν έτοιμη για μια μεγάλη τραπεζική κρίση. Κατ' αυτόν τον τρόπο, η αμερικανική «κρίση ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου», όπως ονομάστηκε αρχικά, δεν ήταν καθόλου ένα «εξωτερικό» σοκ, αλλά εξαρχής ήταν ένα εσωτερικό σοκ πιστοληπτικής ικανότητας. Εκτός από την πίεση εξαιτίας της έκθεσης σε ξένες αγορές, οι φούσκες στην αγορά ακινήτων στην Ευρωχώρα άρχισαν να σπάνε σε συνδυασμό με τα γεγονότα στην άλλη άκρη του Ατλαντικού. Στο πλαίσιο αυτό, η σφικτή πολιτική της ΕΚΤ που ξεκίνησε στα τέλη του 2005 έπαιξε σίγουρα ρόλο στο σκάσιμο της φούσκας που θα απαιτούσε πολύ «σφουγγάρισμα» στη συνέχεια στο τραπεζικό μέτωπο της Ευρωχώρας (προς μεγάλη απογοήτευση της προπαγάνδας της ΕΚΤ γύρω από αυτό το σημείο—για παράδειγμα, βλ., ECB 2005 και Bibow 2005).

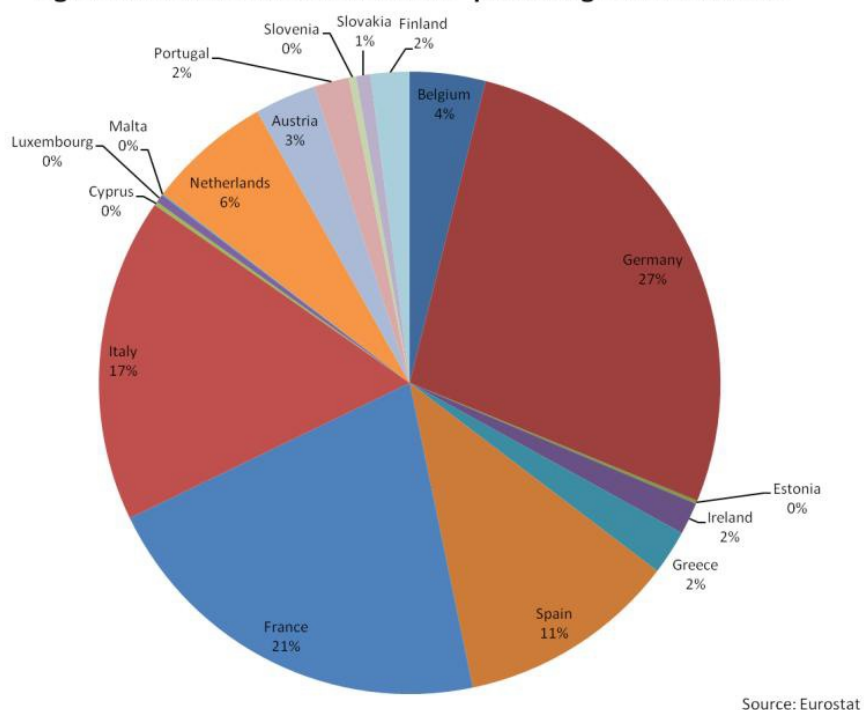
Σε συνδυασμό, αυτά τα γεγονότα—και η εξελισσόμενη τραπεζική κρίση που προανήγγειλαν—επρόκειτο να υπονομεύσουν την συνέχιση της πλούσιας ροής κεφαλαίων εντός της ζώνης του ευρώ από την οποία εξαρτάτο η σοβαρά ασύμμετρη αύξηση της ζήτησης στην Ευρωχώρα. Όπως θα αναπτύξουμε αναλυτικά παρακάτω, η τραπεζική κρίση στην Ευρώπη είναι εγγενώς συνδεδεμένη με την ενδο-ONE κρίση του ισοζυγίου πληρωμών.

Ωστόσο, στο μυαλό των αρχών της Ευρωχώρας, η ψευδαίσθηση της Ευρωχώρας ως ένας αθώος θεατής που χτυπήθηκε από μια εξωτερική, κατασκευασμένη στις ΗΠΑ κρίση, επέζησε την κατάρρευση της Lehman για άλλο ένα χρόνο, και στη συνέχεια

παρέδωσε τη θέση της σε μια νέα αυταπάτη, που λατρεύεται εξίσου το ίδιο έως και σήμερα. Η νέα αυταπάτη είναι ότι η Ευρωχώρα έχει πέσει θύμα μιας «κρίσης δημόσιου χρέους». Ξεκινώντας στα τέλη του 2009, τα γεγονότα στην Ελλάδα, μια χώρα που αποτελεί ένα απεριόριστα μικρό μέρος της ευρωπαϊκής οικονομίας, έφτασε στο σημείο να ενσαρκώνει τις κακές δυνάμεις της δημοσιονομικής ασωτίας και γρήγορα σημαδεύτηκε ως η ρίζα όλων των προβλημάτων στην ευρωζώνη.⁴ Η απομυθοποίηση αυτού του νέου μύθου θα απαιτήσει μια πιο κοντινή ματιά στο εσωτερικό της Ευρωχώρας.

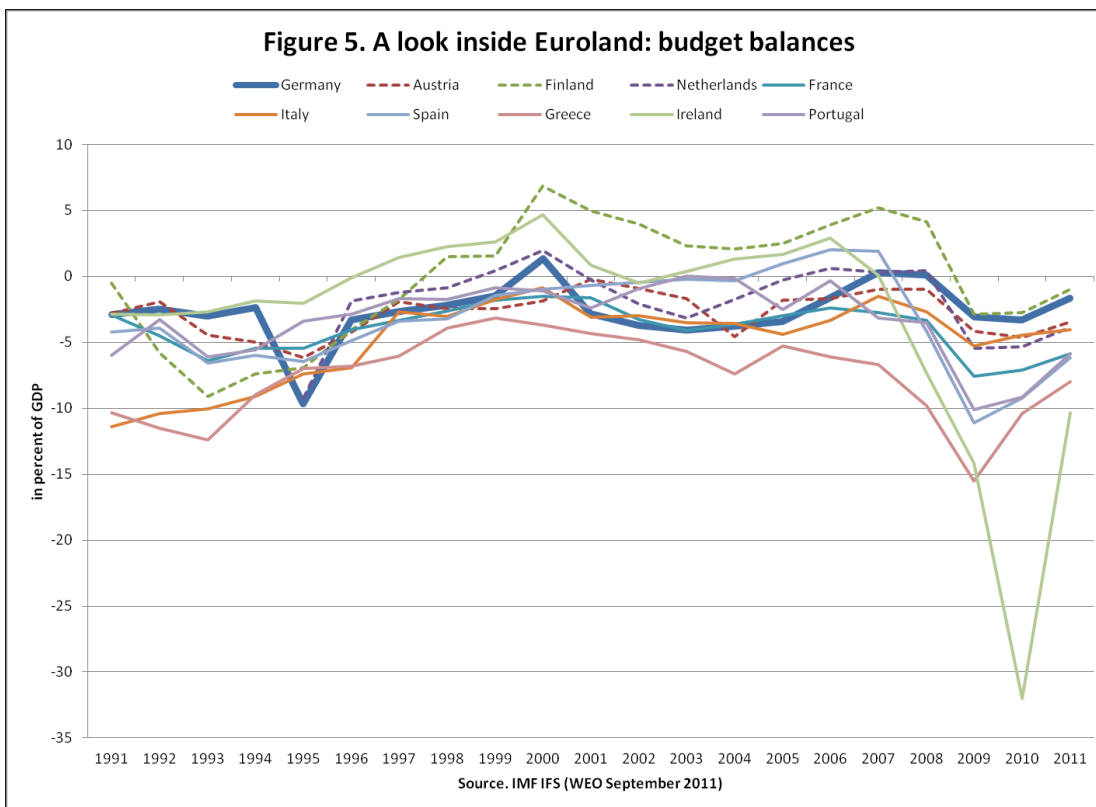
⁴ Νωρίτερα το 2009, πολύ πριν έρθει στο προσκήνιο η Ελλάδα, τα τραπεζικά τεστ αντοχής που ακολούθησαν ύστερα από μια σειρά υποβαθμίσεων της πιστοληπτικής ικανότητας της Ιρλανδίας οδήγησαν τον Γερμανό υπουργό Οικονομικών Πέερ Στάνιμπρουκ να δηλώσει: «οι συνθήκες στην περιοχή του ευρώ δεν προβλέπουν καμία βοήθεια για τις αφερέγγυες χώρες, αλλά σε πραγματικότητα, τα άλλα κράτη θα πρέπει να διασώσουν όσα αντιμετωπίζουν προβλήματα» (Benoit 2009).

Figure 4. The euro17 members: GDP percentage shares in 2011



3. Μια ματιά στο εσωτερικό της Ευρωζώνης—Η ψευδαίσθηση της σταθερότητας και η έλλειψη ενότητας

Το καθεστώς του Μάαστριχτ που καθοδηγεί την ΟΝΕ έχει σχεδιαστεί για τη σταθερότητα, για να ικανοποιήσει και να εξάγει την γερμανική «κουλτούρα της σταθερότητας». Πιστεύεται ότι η σταθερότητα θα προέρχεται μέσω της πολιτικής της ΕΚΤ (σταθερότητα τιμών) για τη διατήρηση του πληθωρισμού «κάτω αλλά πλησίον του 2%» σε συνδυασμό με «υγιή» δημόσια οικονομικά, δηλαδή, δημοσιονομικά ελλείμματα κάτω από το 3% (και ισοσκελισμένο ή πλεονασματικό προϋπολογισμό κατά τη διάρκεια του κύκλου, όπως ορίζεται από το λεγόμενο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης). Όταν η Ευρωζώνη βίωσε έντονες αναταράξεις στην αγορά χρέους το 2010, οι εκπρόσωποι της ΕΚΤ έτρεξαν να επισημάνουν ότι οι ανεξάρτητοι κεντρικοί τραπεζίτες έκαναν τα καθήκον του στο ακέραιο: με το μέσο ποσοστό πληθωρισμού να βρίσκεται στο 1,99% μεταξύ 1999 και 2011, οι πλοίαρχοι της Ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης ήταν άψογοι (Trichet 2011). Το οικονομικό κομμάτι της «ΟΝΕ» ήταν αυτό που είχε αποτύχει, και μια ματιά στα ελλείμματα των προϋπολογισμών έδειχνε ότι οι υπουργοί Οικονομικών ήταν οι κακοί της όλης υπόθεσης.



Η Ελλάδα, ειδικότερα, η οποία παραποιούσε για χρόνια τους αριθμούς του κρατικού της προϋπολογισμού, έτρεχε ελλείμματα που ήταν σταθερά πάνω από το 3% τόσο πριν όσο και μετά την ένταξή της στην ευρωζώνη. Όταν μια νέα κυβέρνηση έφερε το θέμα στο φως της δημοσιότητας το φθινόπωρο του 2009, οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων εκτοξεύθηκαν στα ύψη, ουσιαστικά αποκλείοντας την πρόσβαση της ελληνικής κυβέρνησης στις χρηματαγορές. Με τα δημοσιονομικά παραστρατήματα εκ μέρους των σπάταλων ελλήνων να θεωρούνται πλέον ως η αιτία των προβλημάτων της Ελλάδας, οι παλιοί γερμανικοί φόβοι που είχαν εμπνεύσει τη ρήτρα «μη διάσωσης» στη Συνθήκη του Μάαστριχτ, και αργότερα στο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, φαινομενικά επαληθεύονται το 2010, καθώς η «κρίση του κυρίαρχου χρέους» εξαπλώνεται σε ολόκληρη την Ευρωζώνη και ακόμη πιο πέρα.

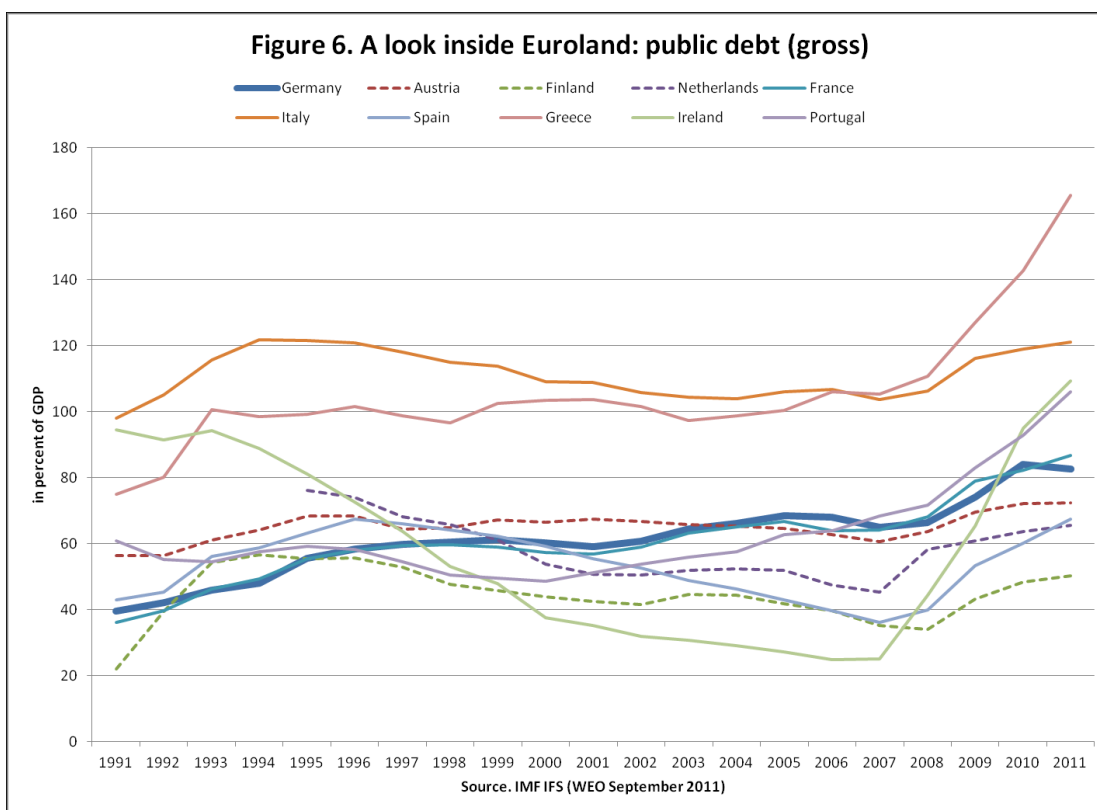
Υπάρχουν αρκετές παρατηρήσεις που πρέπει να γίνουν εδώ σχετικά με τη μάλλον πολυποίκιλη δημοσιονομική κατάσταση που χαρακτήριζε την Ευρωζώνη τόσο πριν όσο και μετά την παγκόσμια κρίση του 2008–09. Πρώτον, η Ελλάδα είναι σαφώς μία ακραία στατιστική περίπτωση. Ενώ οι δημοσιονομικές ισορροπίες των άλλων μελών της ευρωζώνης αντανakλούν κυρίως κυκλικά πρότυπα, ο έλεγχος των δημοσίων οικονομικών στην Ελλάδα φαίνεται πραγματικά να χαρακτηρίζεται από κάποια αμέλεια. Δεύτερον, η Φινλανδία, που τρέχει μεγάλα πλεονάσματα από την εισαγωγή του ευρώ, είναι η αντίθετη ακραία στατιστική περίπτωση. Είναι αξιοσημείωτο ότι μια δεκαετία νωρίτερα, η Φινλανδία βρέθηκε σε παρόμοια δημοσιονομική κατάσταση με αυτήν που είναι σήμερα η Ελλάδα. Η ανάκαμψη της δημοσιονομικής τύχης της Φινλανδίας έλαβε

μέρος στο πλαίσιο μίας μεγάλης υποτίμηση του φινλανδικού μάρκου έναντι του γερμανικού μάρκου της τάξης του 50% μεταξύ 1991 και 1993. Η κίνηση αυτή αποκατέστησε την ανταγωνιστικότητα της χώρας και, σε συνδυασμό με τον αναπροσανατολισμό των εμπορικών της συναλλαγών εξαιτίας της κατάρρευσης της Σοβιετικής Ένωσης, άνοιξε το δρόμο για τα μεγάλα πλεονάσματα τρεχουσών συναλλαγών.

Τρίτον, με την κατοχή ευνοϊκών θέσεων τόσο στον δημοσιονομικό όσο και στον εξωτερικό τομέα, η Φινλανδία είναι ευθυγραμμισμένη σήμερα με την Αυστρία, την Ολλανδία, και τη Γερμανία. Τέταρτον, όμως, ανάμεσα στην ομάδα των δημοσιονομικά ενάρετων χωρών, η Γερμανία εμφάνιζε δημοσιονομικά ελλείμματα της τάξης του 3% για το μεγαλύτερο μέρος του χρόνου από το 1991. Πριν από τη σημερινή ευνοϊκή του θέση, ο προϋπολογισμός της Γερμανίας ήταν ισοσκελισμένος μόνο για ένα σύντομο χρονικό διάστημα και σε δύο περιπτώσεις: στο αποκορύφωμα της έκρηξης της οικονομίας dot.com το 2000, και ξανά στο αποκορύφωμα της παγκόσμιας οικονομικής έκρηξης τη δεκαετία του 2000.

Πέμπτον, η αντίθετη ομάδα των δημοσιονομικά προβληματικών χωρών περιλαμβάνει δύο χώρες που έτρεχαν στην ουσία πλεονάσματα πριν από την κρίση: η Ιρλανδία και η Ισπανία. Στη συνέχεια, οι δύο αυτές χώρες βίωσαν την εντονότερη επιδείνωση του δημοσιονομικού ισοζυγίου τους όταν ξέσπασε η κρίση. Έκτον, ενώ η επιδείνωση της δημοσιονομικής κατάστασης της Πορτογαλίας ήταν λιγότερο δραστική, η σημερινή κατάσταση της χώρας από την πλευρά της απαιτούμενης λιτότητας είναι της ίδιας τάξης μεγέθους με εκείνη της Ισπανίας, αν και το οικονομικό της βάρος στην ευρωζώνη είναι πολύ μικρότερο. Τέλος, η Γαλλία, το υπ' αριθμόν 2 μέλος από άποψη μεγέθους, είναι σήμερα σε βαθύτερη δημοσιονομική στασιμότητα από την Ιταλία, το υπ' αριθμόν 3 μέλος της Ευρωζώνης, που έχει μια πιο αμαυρωμένη δημοσιονομική φήμη και θεωρείται μέρος της εκτεταμένης ομάδας των «PIIGS» (Πορτογαλία, Ιρλανδία, Ιταλία, Ελλάδα και Ισπανία).

Όσον αφορά τις αναλογίες χρέους, οι υψηλότερες και μεγαλύτερες (σε ποσοστιαίες μονάδες) αυξήσεις σημειώθηκαν στην Ιρλανδία, την Ελλάδα, την Πορτογαλία και την Ισπανία. Ενώ η Ελλάδα είναι και πάλι πρωτοπόρος στο ανώτατο άκρο του φάσματος, η Ιρλανδία έχει υποστεί κατά πολύ τις μεγαλύτερες συνέπειες από την κρίση διότι από κορυφαίος εκτελεστής βρέθηκε στο τέλος της λίστας με τους τρεις χειρότερους. Η αύξηση της αναλογίας του χρέους της Ιταλίας, ενώ ξεκινά από ένα πολύ υψηλότερο επίπεδο, ήταν πιο μετριοπαθής και μπορεί να συγκριθεί με τα επίπεδα αύξησης του χρέους άλλων χωρών. Ίσως η πιο αξιοσημείωτη τάση από όλες είναι ο σχεδόν σύγχρονος διπλασιασμός της αναλογίας του χρέους της Γερμανίας και της Γαλλίας, από το 40% σε άνω του 80% από το 1991—ακριβώς την περίοδο όταν η δημοσιονομική εξυγίανση προήχθη στην υψηλότερη κατάταξη των προτεραιοτήτων της οικονομικής πολιτικής, αποτελώντας την ενσάρκωση της σοφίας της οικονομικής πολιτικής του Μάαστριχτ.



Παρατήρησα παραπάνω ότι τα δημοσιονομικά ενάρτητα μέλη της ONE έχουν επίσης ένα άλλο κοινό χαρακτηριστικό: τρέχοντα πλεονάσματα στο ισοζύγιο πληρωμών. Ενώ η συνολική θέση της Ευρωζώνης στα τρέχοντα ισοζύγια πληρωμών είναι περίπου σε κατάσταση ισορροπίας στο σύνολό της, οι δημοσιονομικά προβληματικές χώρες-μέλη της ONE βρίσκονται όλες στην πλευρά των ελλειμματικών θέσεων στα τρέχοντα ισοζύγια πληρωμών. Η διαπίστωση αυτή δεν αποτελεί μια απλή σύμπτωση.

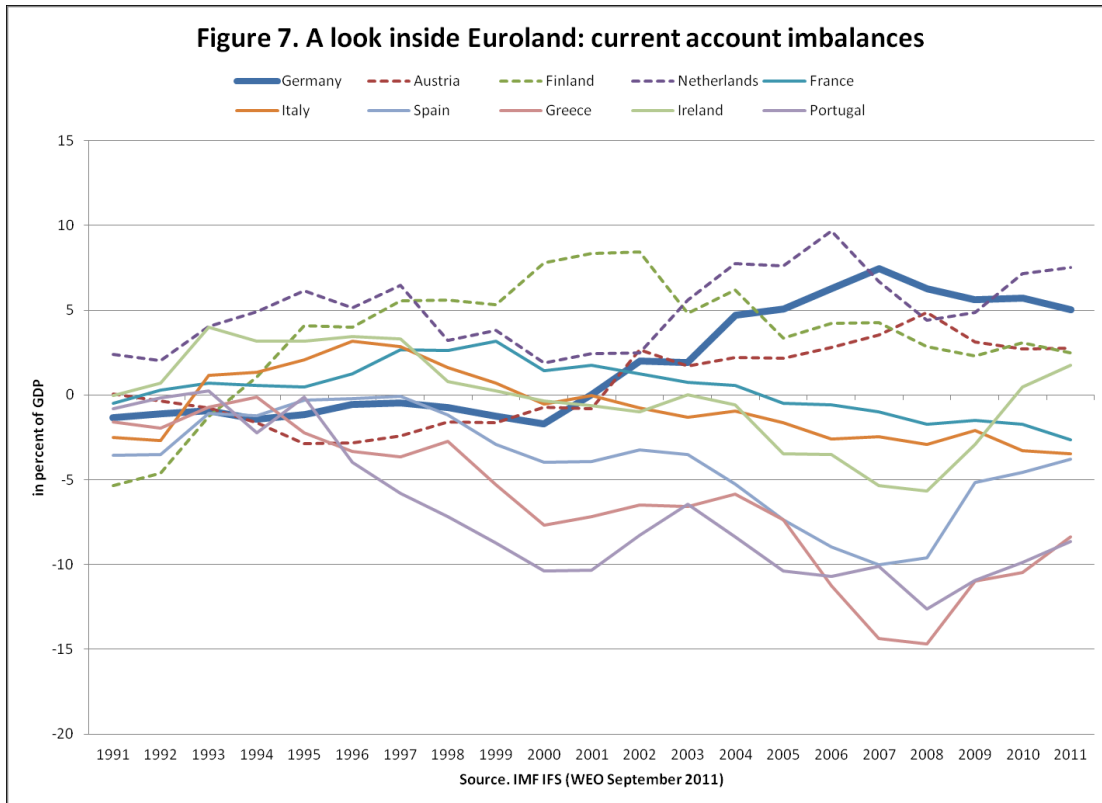
Όπως παρατήρησε πρόσφατα ο Wolf (2012) ότι «η ευρωζώνη βρίσκεται σε πόλεμο με τις διπλές λογιστικές καταχωρήσεις», μια γρήγορη επανεκπαίδευση στη λογιστική εθνικού εισοδήματος δεν θα έβλαπτε. Η λογιστική εθνικού εισοδήματος για μια κλειστή οικονομία μας πληροφορεί με αδιάβλητη βεβαιότητα ότι ο δημόσιος τομέας κάθε χώρας μπορεί να τρέξει πλεόνασμα του προϋπολογισμού, δηλαδή να δαπανά λιγότερο από το εισόδημά του, αν ο ιδιωτικός τομέας κάνει το αντίθετο, δηλαδή ξοδεύει περισσότερο από το εισόδημα του τομέα του. Οι υπερβολικές δαπάνες του ιδιωτικού τομέα μπορεί είτε να οδηγούνται από τον επιχειρηματικό τομέα (η επενδυτική έκρηξη στην οικονομία dot.com είναι ένα παράδειγμα) είτε από τα νοικοκυριά (συνήθως, έκρηξη στην στεγαστική αγορά), ή και τα δύο. Αντίθετα, αν ο ιδιωτικός τομέας ξεκινήσει απότομες περικοπές, όπως έγινε στην περίπτωση της παγκόσμιας κρίσης του 2008–09, η ισορροπία του δημόσιου τομέα θα αντανakλά αναπόφευκτα αυτή την εξέλιξη, με τα έσοδα να μειώνονται και τις δαπάνες να αυξάνονται, αντικατοπτρίζοντας τη λειτουργία των «αυτόματων (δημοσιονομικών) σταθεροποιητών». Στις ανοικτές οικονομίες πρέπει να προστεθεί ένας εξωτερικός

τομέας στο σύνολο των λογαριασμών και των τομεακών ισορροπιών, όπως αντανακλάται από το τρέχον ισοζύγιο πληρωμών. Με βάση τη λογική αναγκαιότητα, οποιαδήποτε συγκεκριμένη χώρα μπορεί να επιτύχει την εμφάνιση ενός πλεονασματικού δημόσιου τομέα εάν ο δικός της ιδιωτικός τομέας και/ή ο εξωτερικός τομέας καταγράφει υπερβολικές δαπάνες.

Στο πλαίσιο της Ευρωζώνης, η Ισπανία και η Ιρλανδία παρέχουν παραδείγματα της πρώτης περίπτωσης, ωθούμενες από εκρήξεις στην αγορά ακινήτων που όχι μόνο επέτρεψαν την εμφάνιση πλεονασμάτων στον προϋπολογισμό του εθνικού τομέα, αλλά και ελλείμματα στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών. Η Γερμανία, η Αυστρία, η Φινλανδία και οι Κάτω Χώρες παρέχουν παραδείγματα της δεύτερης περίπτωσης: χώρες που βασιζόντουσαν στα πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών για να συμβάλουν στην εξυγίανση των δημόσιων οικονομικών τους. Όντως σε πόλεμο με τις διπλές λογιστικές καταχωρήσεις, οι χώρες αυτές μπορούν να πείσουν τους εαυτούς τους για τη δική τους αρετή, αλλά η επιτυχία τους κατέστη στην πραγματικότητα εφικτή μόνο χάρη στις «αμαρτίες» άλλων. Όσον αφορά το στόχο του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, η Ευρωζώνη στο σύνολό της, εκτός από την ευγενική στάση του υπόλοιπου κόσμου, στην πραγματικότητα μπορεί να πετύχει μια ισοσκελισμένη θέση του δημόσιου τομέα μόνο ένα ο ιδιωτικός της τομέας σταματήσει να αποταμιεύει στο σύνολό του.

Οι παρατηρήσεις αυτές πρέπει να μας προειδοποιούν όχι μόνο για την λανθασμένη εμμονή της Ευρωζώνης με την ελληνική ακραία περίπτωση, που προωθεί τη βολική ψευδαίσθηση μιας «κρίσης κυρίαρχου χρέους», αλλά και για το ότι η αποκλειστική εστίαση στα ελλείμματα του δημόσιου τομέα διατρέχει επίσης τον κίνδυνο μιας σοβαρά λανθασμένης διάγνωσης για τα προβλήματα χρέους του ιδιωτικού τομέα.

Στην καρδιά της σημερινής κρίσης στην ευρωζώνη φωλιάζει μια κρίση ισοζυγίου πληρωμών μεταξύ των χωρών-μελών που προκλήθηκε από σοβαρές ελλείψεις ισορροπίας στις θέσεις ανταγωνιστικότητας μεταξύ των χωρών-μελών και τις επακόλουθες διασυννοριακές ροές χρέους, κυρίως του ιδιωτικού τομέα. Το θέμα αυτό αποτελεί το αντικείμενο της επόμενης ενότητας. Αρκεί να αναφέρουμε ότι η μελλοντική απόδοση της Ευρωζώνης δεν θα εξαρτάται τόσο πολύ από τα μικρά μέλη, όπως η Αυστρία, η Φινλανδία και οι Κάτω Χώρες, που τρέχουν πλεονάσματα στα τρέχοντα ισοζύγια συναλλαγών, ούτε από άλλα μικρά μέλη, όπως η Ελλάδα, η Ιρλανδία και η Πορτογαλία, που τρέχουν ελλείμματα στα ισοζύγια πληρωμών. Το πραγματικό ζήτημα είναι η τεράστια (σχεδόν 10-εκατοστιαίων μονάδων!) αλλαγή στη θέση του τρέχοντος ισοζυγίου συναλλαγών της Γερμανίας μετά το 2000, και οι αντίθετες μεταβολές που έχουν λάβει μέρος στις άλλες μεγαλύτερες χώρες-μέλη. Ενώ η Ισπανία, υπ' αριθμόν 4 σε μέγεθος, έχει συρρικνώσει το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών μέσω της πολιτικής λιτότητας με σκοπό την συμπίεση του εισοδήματος σε ευθυγράμμιση με τις μικρότερες χώρες των PIIGS, η επερχόμενη προσαρμογή στην Ιταλία και τη Γαλλία αναμένεται να προσθέσει μια νέα διάσταση στη διαδικασία του αποπληθωρισμού του χρέους της Ευρωζώνης που βρίσκεται σε εξέλιξη.



4. Η προέλευση των αποκλίσεων και η συσσώρευση των ανισορροπιών εντός της ζώνης του ευρώ

Οι ανισορροπίες στα τρέχοντα ισοζύγια συναλλαγών μπορεί να προκύψουν για διάφορους λόγους. Οι δύο πιο σημαντικοί για την περίπτωση της Ευρωζώνης ήταν οι εξής: πρώτον, οι θέσεις ανταγωνιστικότητας, οι οποίες ήταν αντιφατικές, και δεύτερον οι αποκλίνοντες ρυθμοί ανάπτυξης της εγχώριας ζήτησης. Στενά συνυφασμένες, οι δύο αυτές επιρροές ενίσχυαν ουσιαστικά η μία την άλλη λόγω της λειτουργίας του καθεστώτος του Μάαστριχτ.

Σε γενικές γραμμές, η εξέλιξη της ανταγωνιστικότητας στο εθνικό επίπεδο διαμορφώνεται κατά κύριο λόγο από δύο παράγοντες: πρώτον, από το ρυθμό αύξησης των μισθών (και άλλα κόστη) σε σχέση με το ρυθμό αύξησης της παραγωγικότητας, και δεύτερον από τη συναλλαγματική ισοτιμία. Καθώς η Ευρωζώνη έχει εξαλείψει τον παράγοντα της συναλλαγματικής ισοτιμίας, ολοκληρώνοντας τη μακροπρόθεσμη επιθυμία για απαλλαγή από τον κίνδυνο της πολιτικής για την προάσπιση των ιδίων συμφερόντων επί ζημιά των ανταγωνιστών μέσω της ανταγωνιστικής υποτίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας, μόνο ο πρώτος παράγοντας εξακολουθεί να ισχύει, αποκτώντας ύψιστη σημασία για τη διατήρηση της εσωτερικής ισορροπίας!

Στη Γενική Θεωρία, ο Κέινς είχε εντοπίσει συνολικές τάσεις στους μισθούς, που αλληλεπιδρούσαν με τις εθνικές νομισματικές πολιτικές στη διαμόρφωση της ανταγωνιστικότητας των χωρών και στις καθарές εξαγωγικές επιδόσεις. Οι ζωτικής σημασίας σχετικές τάσεις των μισθών και της παραγωγικότητας μέσα σε μια νομισματική ένωση μπορεί να γίνουν πιο εύκολα κατανοητές από τη σκοπιά της πρωτοποριακής συνεισφοράς του Mundell (1961) στη θεωρία της βέλτιστης νομισματικής ζώνης, εστιάζοντας στις «ασύμμετρες κρίσεις» και πώς είτε οι μηχανισμοί της αγοράς ή/και οι πολιτικές αποκρίσεις θα μπορούσαν να βοηθήσουν στην εξισορρόπηση των οικονομιών. Σκεφτείτε μια μετατόπιση της ζήτησης που ευνοεί τα γερμανικά αυτοκίνητα έναντι των γαλλικών, που οδηγεί σε αποσυντονισμένες κυκλικές θέσεις και εμπορικές ανισορροπίες μεταξύ των δύο χωρών σε μια διαδικασία ασύμμετρου σοκ. Ένας εύκολος τρόπος για να αντιμετωπιστεί αυτό το σοκ περιλαμβάνει μια επανευθυγράμμιση της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Εάν αυτό δεν αποτελεί επιλογή, και σε μια νομισματική ένωση δεν υπάρχει αυτή η επιλογή, το ίδιο αποτέλεσμα θα μπορούσε να επιτευχθεί μέσω της ευελιξίας των μισθών-τιμών, με μια «εσωτερική υποτίμηση» στη Γαλλία, και / ή το αντίθετο στη Γερμανία. Αμφιβάλλοντας ότι οι η ευελιξία μισθών-τιμών θα ήταν επαρκής ως υποκατάστατο για την προσαρμογή των συναλλαγματικών ισοτιμιών, ο Mundell κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι χώρες (με τον Καναδά και τις ΗΠΑ ως παραδείγματα) θα πρέπει να εναποθέσουν τις ελπίδες τους στον παράγοντα κινητικότητα ως τον εναλλακτικό μηχανισμό προσαρμογής. Οποιαδήποτε πολιτική προσαρμογή, ή μια προσαρμογή εκ μέρους της αγοράς, θα είναι αναγκαία μόνο όταν κάνουν την εμφάνισή τους ασύμμετρα σοκ, σοκ που πλήττουν τις χώρες με διαφορετικό τρόπο και, ως εκ τούτου, προκαλούν ανισορροπία στη νομισματική ένωση.

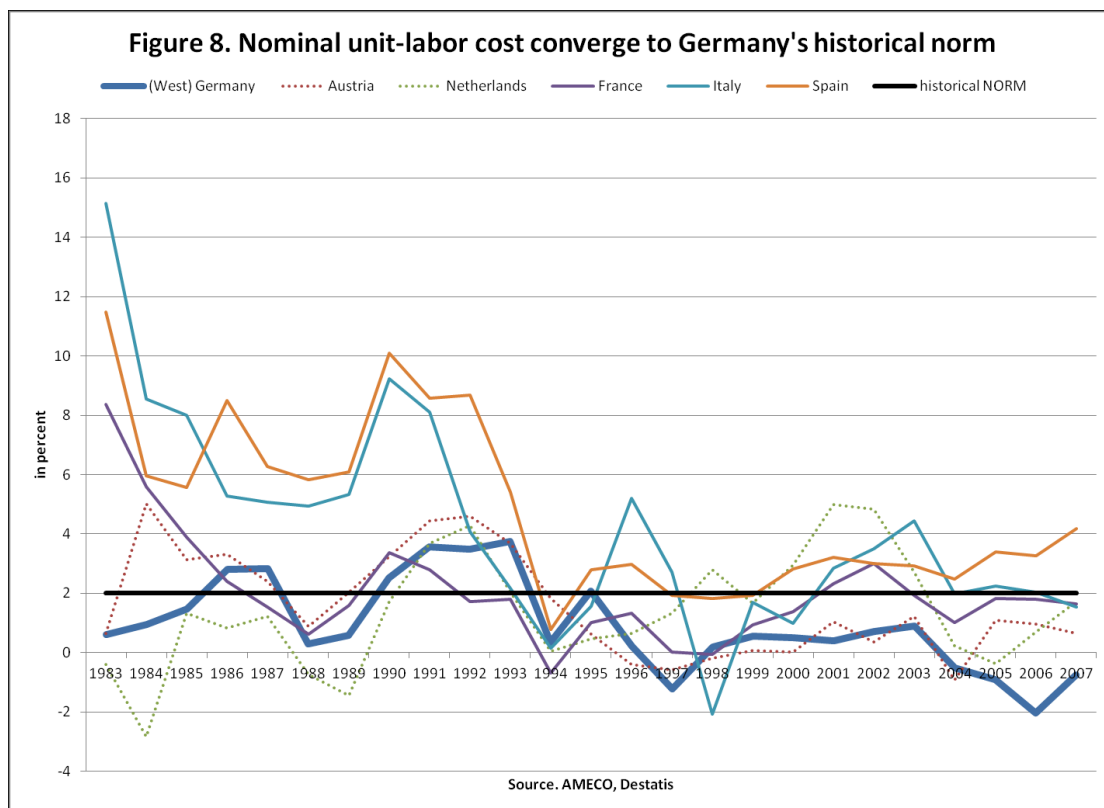
Αναμφίβολα, αυτό που συνεπάγεται η ανάλυση του Mundell είναι η ανάγκη για κοινή διαπραγμάτευση των μισθών, ή κάποια μορφή συντονισμού εντός της νομισματικής ένωσης, ώστε να αποτραπούν στις εθνικές τάσεις των μισθών να γίνουν *η πηγή των ασύμμετρων σοκ*.

Η Ευρώπη είχε μάθει τα μαθήματά της από τις ανταγωνιστικές υποτιμήσεις νομισμάτων της δεκαετίας του 1930. Από τις απαρχές της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης, είχε τονιστεί ότι οι συναλλαγματικές ισοτιμίες ήταν ένα «θέμα κοινού ενδιαφέροντος», και πως το ευρώ ήταν η απάντηση στο χειρισμό αυτής της απειλής. Δυστυχώς, το θέμα από τότε εξαφανίστηκε από το δημόσιο διάλογο, πιθανώς λόγω της τυφλής εμμονής της Ευρώπης με τη διαρθρωτική μεταρρύθμιση της αγοράς εργασίας. Αλλά η ουσία είναι ότι το ευρώ έκανε ακόμα πιο σημαντικές τις εθνικές εξελίξεις στους μισθούς, και όντως ένα «θέμα κοινού ενδιαφέροντος».

Κατά κανόνα, εάν οι μισθοί και η παραγωγικότητα αυξάνονται με τον ίδιο ρυθμό, «η «μονάδα κόστους εργασίας» μένει σταθερή. Το ίδιο θα συμβεί και με την εξωτερική ανταγωνιστικότητα των χωρών που έχουν τον ίδιο ρυθμό ανάπτυξης ανά μονάδα κόστους εργασίας (υποθέτοντας ότι τα περιθώρια κέρδους και οι έμμεσοι φόροι παραμένουν επίσης αμετάβλητα). Καθώς η μονάδα κόστους εργασίας είναι ο σημαντικότερος καθοριστικός παράγοντας του πληθωρισμού, ο στόχος για το ποσοστό του πληθωρισμού που έχει επιλεγεί από τις αρχές για κάθε συγκεκριμένη χώρα (ή ομάδα

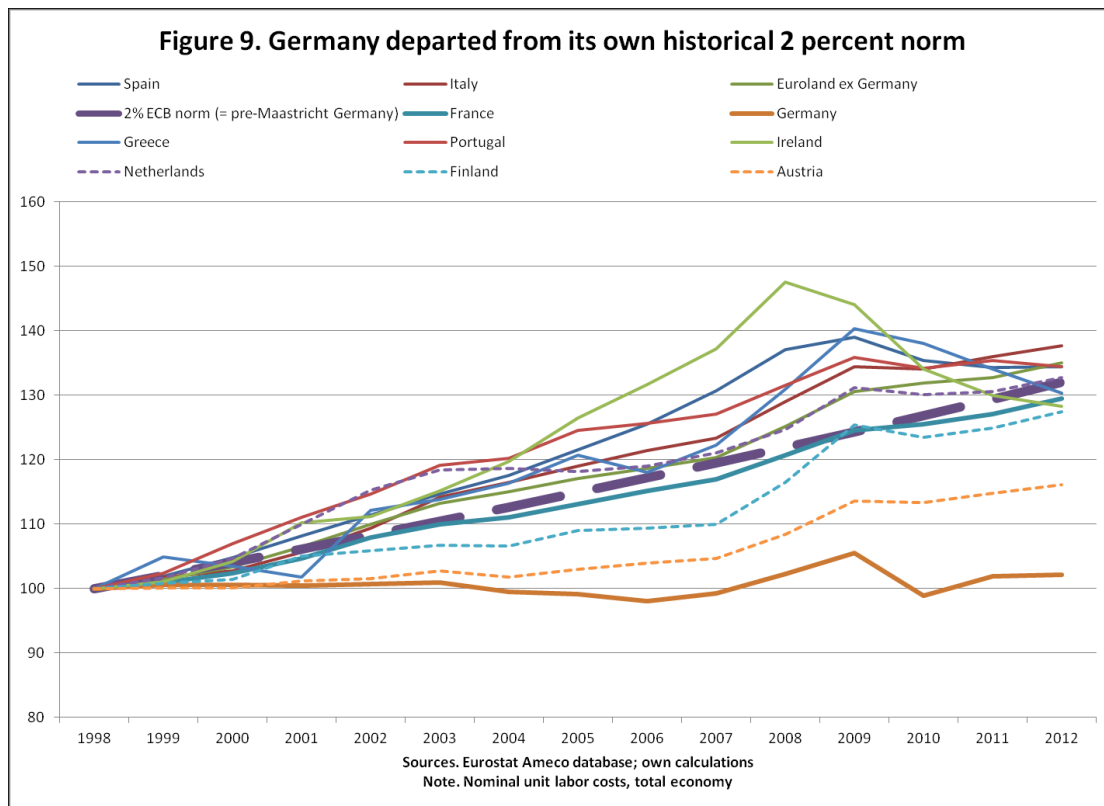
χωρών) παρέχει, επίσης, ως εκ τούτου, το πρότυπο ή τον κανόνα για τον ρυθμό αύξησης του ονομαστικού μοναδιαίου κόστους εργασίας. Ουσιαστικά, η νομισματική ένωση είναι μια δέσμευση σε έναν κοινό δείκτη πληθωρισμού. Η οικονομική και νομισματική ένωση της Ευρώπης σήμαινε τη δέσμευση των χωρών μελών σε ένα κοινό δείκτη πληθωρισμού που είναι επίσης πολύ χαμηλός και φρουρείται από μια απaráβατη, ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα. Η κηδεμονία του ευρώ από μια ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα ήταν μια γερμανική απαραίτητη προϋπόθεση για να εγκαταλείψει η χώρα το αγαπημένο της μάρκο.

Η Γερμανία όμως παρεξήγησε ολότελα τη δική της ιστορική εμπειρία και παρερμήνευσε τον τρόπο που η νομισματική ένωση θα μεταμόρφωνε τη θέση της. Κατά ειρωνικό τρόπο, ήταν η Γερμανία αυτή που απομακρύνθηκε από τον δικό της ιστορικό κανόνα σταθερότητας κάτω από το καθεστώς του Μάαστριχτ, με ενδεχομένως μοιραίες συνέπειες για το ευρώ. Σύμφωνα με τη θεωρία της βέλτιστης νομισματικής ζώνης, οι κοινές διαπραγματεύσεις των μισθών, ή ο συντονισμός των μισθών, είναι ζωτικής σημασίας για την πρόληψη ασύμμετρων σοκ και τη διατήρηση μιας νομισματικής ένωσης.



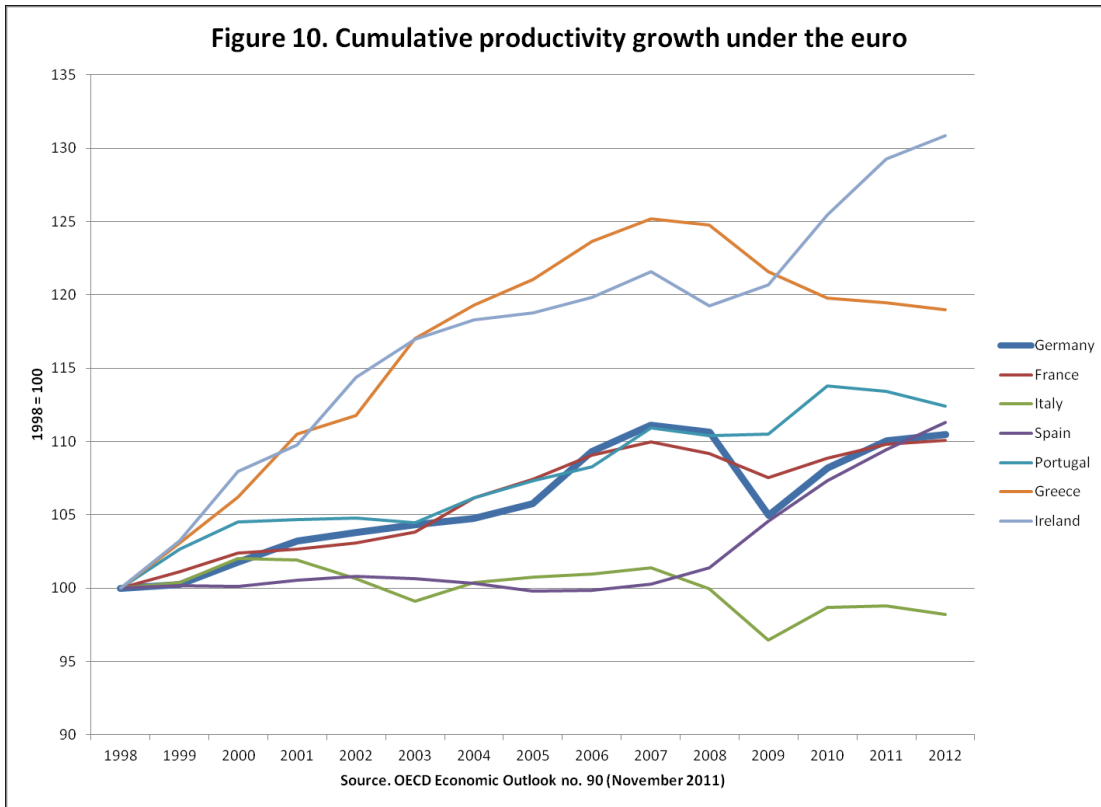
Η ΕΚΤ όρισε τη σταθερότητα των τιμών στην ευρωζώνη στο πλαίσιο ενός εναρμονισμένου δείκτη τιμών καταναλωτή με το ποσοστό του πληθωρισμού «κάτω αλλά κοντά» στο 2%. Εν απουσία ασύμμετρων σοκ που απαιτούν προσαρμογή στις σχετικές θέσεις της ανταγωνιστικότητας, αυτό σημαίνει ότι οι εθνικές τάσεις του κόστους εργασίας

ανά μονάδα προϊόντος θα πρέπει να συγκλίνουν στο 2%. Η σύγκλιση σε μια κοινή τάση του 2% θα συμβαδίζει με τη δέσμευση των μελών της νομισματικής ένωσης σε έναν ενιαίο συντελεστή πληθωρισμού, καθώς και με την παλαιότερη δέσμευση, πριν την ίδρυση της νομισματικής ένωσης, για μη προσφυγή σε στρατηγικές ανταγωνιστικής υποτίμησης. Στη δεκαετία του 1980, εξακολουθούσαν να επικρατούν μεγάλες διαφορές στους ρυθμούς αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Ιστορικά, η Αυστρία και οι Κάτω Χώρες ήταν πολύ κοντά στις τάσεις που επικρατούσαν στη Γερμανία. Στη δεκαετία του 1980, οι τάσεις στους μισθούς ήταν συστηματικά χαμηλότεροι από αυτούς στη Γερμανία (Bibow 2001), παρέχοντας κάποιο πεδίο για ολίσθηση αργότερα. Ενώ η Γαλλία είχε συγκλίνει με το γερμανικό πρότυπο από τα μέσα του 1980, η Ιταλία και η Ισπανία χρειάστηκαν έως τις αρχές της δεκαετίας του 1990 για να το πετύχουν. Με την έναρξη του ευρώ, η Ευρωζώνη είχε συγκλίνει πλήρως με το ιστορικό γερμανικό πρότυπο του 2% και, σε γενικές γραμμές, παρέμεινε κοντά σε αυτά τα επίπεδα από τότε—εκτός, βέβαια, από την ίδια τη Γερμανία διότι, από το 1996, η Γερμανία άλλαξε ταχύτητα προς τα κάτω και καθιέρωσε από τότε το δικό της νέο χαμηλότερο κανόνα του μηδενικού ονομαστικού πληθωρισμού ανά μονάδα κόστους εργασίας.

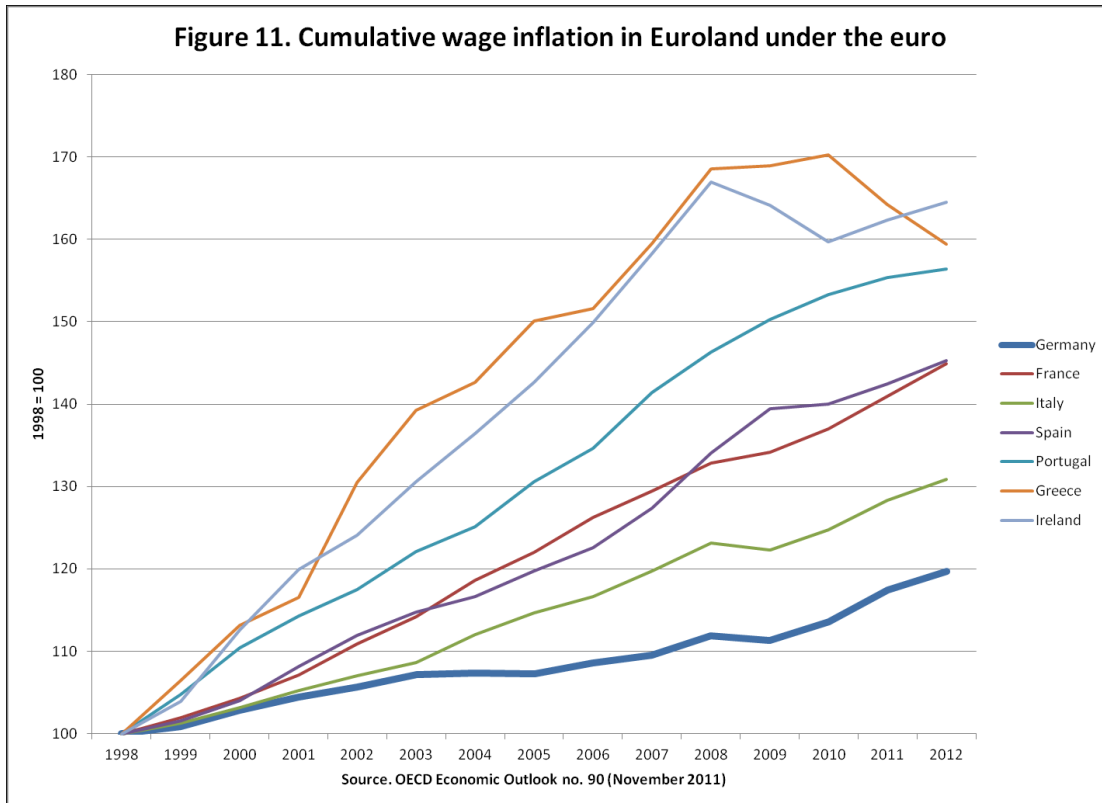


Η μείωση του ρυθμού αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος δεν οφειλόταν σε επιτάχυνση της αύξησης της παραγωγικότητας, αλλά προέκυψε από μια σημαντική μείωση του πληθωρισμού μισθών. Με άλλα λόγια, δεν ήταν η εφευρετικότητα της γερμανικής μηχανικής, αλλά η συγκράτηση των μισθών που πρόσφερε μια επιπλέον

ώθηση στους Γερμανούς εξαγωγείς. Από το 1998, η αύξηση του ποσοστού παραγωγικότητας της Γερμανίας κυμαίνεται στα επίπεδα του μέσου όρου, και είναι ανάλογη με αυτή της Γαλλίας και της Πορτογαλίας, πολύ χαμηλότερη από εκείνη της Ελλάδας και της Ιρλανδίας, ενώ η Ιταλία και η Ισπανία ξεχωρίζουν ως τα βραδυπορούντα κράτη μέλη όσον αφορά στην αύξηση της παραγωγικότητας.



Με την καταστολή των μισθών να αποτελεί την πραγματική αιτία της ανταγωνιστικότητας που απέκτησε η Γερμανία στο εσωτερικό της Ευρωζώνης, το θέμα είναι ότι, ακριβώς όπως με τα διαφορετικά ποσοστά πληθωρισμού, οι διαφορές στην αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος είναι αθροιστικές. Αν διατηρηθούν επί σειρά ετών, οι αποκλίνουσες τάσεις δημιουργούν ακόμη μεγαλύτερες στρεβλώσεις στις σχετικές θέσεις ανταγωνιστικότητας (Bibow 2006b, Flassbeck 2007).



Δεν ήταν η Γερμανία, αλλά η Γαλλία αυτή που παρέμεινε περισσότερο πιστή στη δέσμευση της ONE για ένα κοινό ποσοστό πληθωρισμού της τάξης του 2% στη ζώνη του ευρώ. Από τους άλλους εταίρους, η Ιταλία ακολούθησε μια κάπως ανοδική κατεύθυνση, και ακόμα περισσότερο η Ισπανία και οι μικρότερες από τις χώρες των PIIGS. Από την άλλη πλευρά, από τις μικρότερες χώρες με τρέχοντα πλεονάσματα συναλλαγών, η Αυστρία, και σε μικρό βαθμό επίσης και η Φινλανδία, παρέμειναν σταθερά κάτω από τον κανόνα της σταθερότητας. Αλλά από όλες τις χώρες εταίρους, η Γερμανία είναι αυτή, ο παραδοσιακός φρούραρχος σταθερότητας στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος, που ξεχωρίζει ως ακραίος παραβάτης από όλη την αγέλη.

Δεν υπάρχει καμία σοβαρή αμφιβολία ότι η αποχώρηση της Γερμανίας από τα δικά της ιστορικά πρότυπα σταθερότητας ήταν η κύρια αιτία της συσσώρευσης των ανισορροπιών στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών εντός της ζώνης του ευρώ. Η επόμενη ενότητα θα διερευνήσει τον τρόπο με τον οποίον το καθεστώς του Μάαστριχτ ενίσχυσε περαιτέρω τις αποκλίσεις καθοδηγούμενες από μια μη ισορροπημένη εξέλιξη των μισθών.

Πηγαίνοντας εμπρός, αυτό που είναι πιο σημαντικό είναι ότι ενώ οι χώρες των PIIGS έχουν κάνει τα απαιτούμενα βήματα σύγκλισης προς τη μεριά του επιπέδου των τιμών (ή του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος) στο πλαίσιο της αρχικής τους δέσμευσης, παραμένει εντούτοις ένα τεράστιο χάσμα ανταγωνιστικότητας μεταξύ Γερμανίας και των

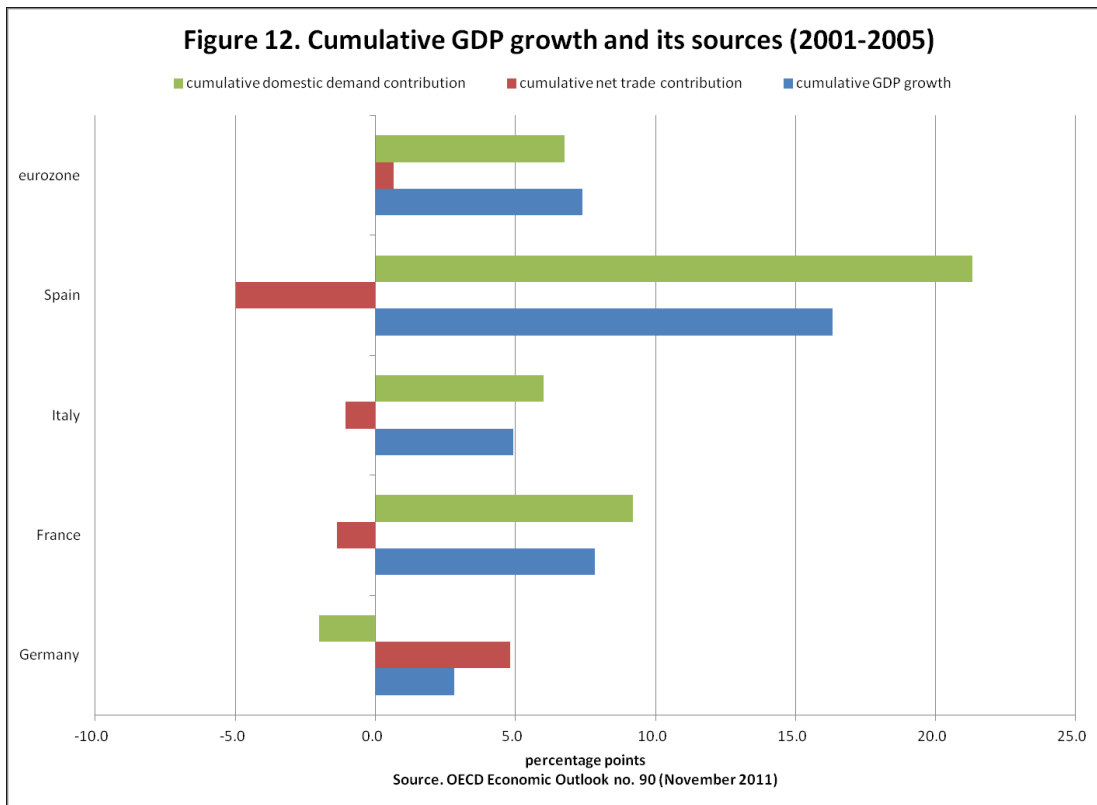
υπολοίπων μελών. Θα αναφερθούμε ξανά σε αυτή τη πρόκληση ζωτικής σημασίας για την επιβίωση του ευρώ παρακάτω, στο τμήμα 8.

5. Η αφύπνιση του «ασθενή του ευρώ»—Ένα οικονομικό θαύμα κατασκευασμένο στη Γερμανία»

Την άνοιξη του 1998, η Γερμανία μόλις και κάλυπτε το έλλειμμα του -3% που επέβαλαν οι κανόνες της Συνθήκης του Μάαστριχτ, ένα εμπόδιο που ήταν ιδιαίτερα κρίσιμο να ξεπεραστεί πριν δοθεί το πράσινο φως για το ξεκίνημα του ευρώ ως ενιαίο νόμισμα το 1999. Ξεκινώντας από έναν ισοσκελισμένο προϋπολογισμό το 1989, ο αρχικός δημοσιονομικός αντίκτυπος της ενοποίησης της Γερμανίας, που ουσιαστικά οδήγησε μέσα σε μια νύχτα σε χρεοκοπία το μεγαλύτερο μέρος της οικονομίας της Ανατολικής Γερμανίας, ήταν ένα έλλειμμα της τάξης του 2,8% το 1991. Εξαιτίας της απίστευτα κακής σύλληψης της μακροοικονομικής πολιτικής που δρομολογήθηκε ως απάντηση στην πρόκληση της ενοποίησης, η οικονομία της Δυτικής Γερμανίας (και ένα μεγάλο μέρος της υπόλοιπης Ευρώπης) ωθήθηκε απερίσκεπτα σε ύφεση το 1992–93 (Bibow 2003).

Η αγορά εργασίας και οι δημοσιονομικές συνέπειες της λανθασμένης πολιτικής που εφαρμόστηκε για την ενοποίηση διαμόρφωσαν τις οικονομικές πολιτικές της χώρας έως την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008–09, με την άνευ όρων δημοσιονομική εξυγίανση να αποτελεί τον ένα και αναμφισβήτητο πυλώνα της γερμανικής χάραξης πολιτικής και τη συγκράτηση των μισθών τον δεύτερο πυλώνα. Μια σοβαρά μη ισορροπημένη οικονομία, επίμονα υψηλή ανεργία, και συνεχιζόμενη δημοσιονομική πίεση ήταν τα προβλέψιμα αποτελέσματα μιας πολιτικής σοφίας που αγνοεί εμφανώς την εγχώρια διαχείριση της ζήτησης.

Εκτός από δύο σύντομα διαλείμματα το 2000 και το 2007, όταν οικονομικές εκρήξεις καθοδηγούμενες από τις εξαγωγές ισοσκέλισαν προσωρινά τον κρατικό προϋπολογισμό της Γερμανίας, οι υπουργοί Οικονομικών της χώρας βρέθηκαν εμπλεκόμενοι σε μια δονκιχωτική μάχη με το 3% όριο του Μάαστριχτ, πνίγοντας την ανάπτυξη μέσω μέτρων λιτότητας και συγκράτησης των μισθών, και παρακολουθώντας το έλλειμμα, ως αποτέλεσμα, να αντιστέκεται τη μείωση. Η Γερμανία ήταν μεταξύ των πρώτων χωρών που παραβίασαν τον μαγικό αριθμό του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης στις αρχές της δεκαετίας του 2000, παρακάμπτοντας τις διαδικασίες της γραφειοκρατίας των Βρυξελλών περί υπερβολικού ελλείμματος κατόπιν συνεννόησης γύρω από το ίδιο θέμα με τη Γαλλία. Εκείνη την εποχή, η Γερμανία έγινε γνωστή ακόμη και ως «ο ασθενής του ευρώ».



Αυτός ο μη τιμητικός τίτλος απονεμήθηκε στη Γερμανία για συγκεκριμένο λόγο. Δεν ήταν μόνο αντανάκλαση του γεγονότος ότι ήταν πολύ πεινιχρή η συνολική ανάπτυξη του ΑΕΠ της χώρας. Κατά την περίοδο 2001–05, η Γερμανία αναπτυσσόταν (μάλλον σερνόταν) αποκλειστικά και μόνο στον τομέα των εξαγωγών. Ακόμα και όταν πήρε μπρος η εγχώρια ζήτηση στο αποκορύφωμα της παγκόσμιας οικονομικής έκρηξης το 2006–07, αυτό οφειλόταν κυρίως στις τροφοδοτούμενες από επενδύσεις εξαγωγές, ενώ η ιδιωτική κατανάλωση παρέμεινε εξαιρετικά αδύναμη. Με την εγχώρια ζήτηση να είναι επίμονα σε «άρρωστη» κατάσταση, χάρη στην άνευ όρων λιτότητα και στη συγκράτηση των μισθών, οι εξαγωγές ήταν η σανίδα σωτηρίας της Γερμανίας και η μοναδική—έστω και κυκλική—ατμομηχανή ανάπτυξης. Η παρατεταμένη στασιμότητα στη Γερμανία σήμαινε αντίστοιχα την εύκολη εφαρμογή της πολιτικής «ένα μέγεθος για όλους» εκ μέρους της ΕΚΤ προς όλη την Ευρωζώνη, ιδιαίτερα εύκολη πολιτική για την περιφέρεια, όπου οι οικονομίες οδηγήθηκαν ως αποτέλεσμα σε φούσκες.

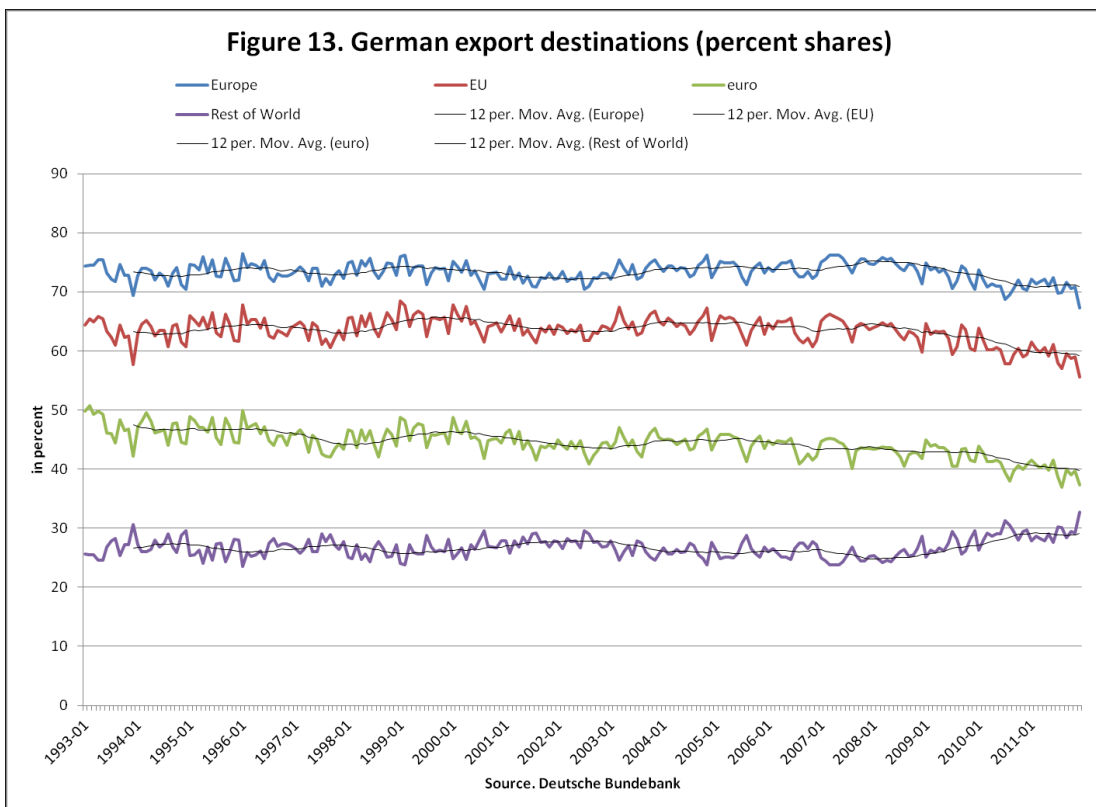
Το καθεστώς του Μάαστριχτ ουσιαστικά ενίσχυσε το ασύμμετρο σοκ που προέκυψε καθώς η Ευρωζώνη απέτυχε να διασφαλίσει κοινές μισθολογικές διαπραγματεύσεις. Στην ουσία, από τη στιγμή που η εθνική τάση των μισθών στη Γερμανία απέκλινε από τον κανόνα σταθερότητας του Μάαστριχτ, η επαναλαμβανόμενη αρνητική ανάδραση λόγω των εγγενών δυνάμεων του συστήματος έκανε το χάσμα μεταξύ των μελών κρατών ακόμα μεγαλύτερο. Ειδικότερα, καθώς η Γερμανία ξεκίνησε την πολιτική του σχετικού αποπληθωρισμού των μισθών, η νομισματική στάση της ΕΚΤ έγινε σχετικά σφιχτότερη για τη Γερμανία από ό, τι στις χώρες με υψηλότερα επίπεδα μισθών και

πληθωρισμού, περιορίζοντας την πιστωτική επέκταση και τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων ενεργητικού σε ακολουθία με τον αποπληθωρισμό των μισθών. Επίσης, προέκυψαν επιπλέον αντιξοότητες καθώς η στάσιμη οικονομία προκάλεσε συμπίεση του προϋπολογισμού, σε συμμόρφωση με το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, καθώς το έλλειμμα ξεπερνούσε το 3% την περίοδο μεταξύ 2002 και 2005. Οι χώρες με υψηλότερες εθνικές τάσεις μισθών θα βιώσουν το αντίθετο είδος επιπτώσεων από τις εγγενείς δυνάμεις του συστήματος, και με ακόμα μεγαλύτερη ορμή καθώς οι δυναμικότερες τάσεις ανάπτυξης κάνουν τους μισθούς να αποκλίνουν από τον κανόνα εξαιτίας της ανοδικής τους πορείας.⁵

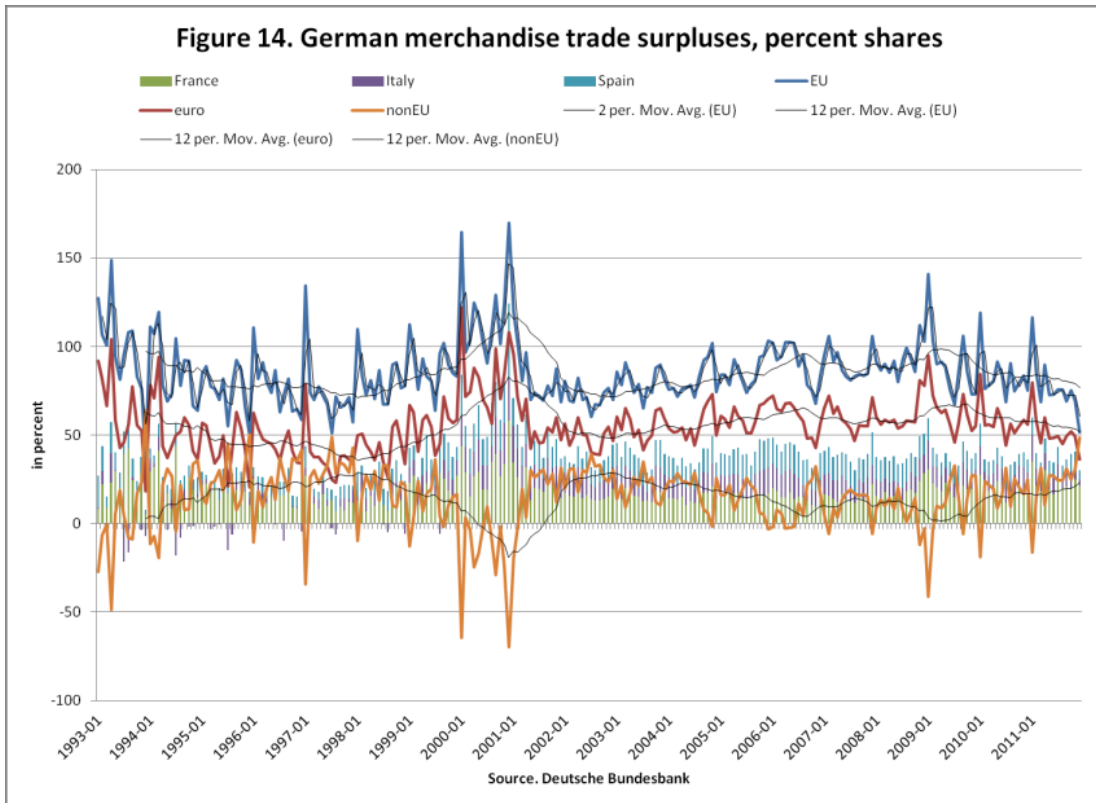
Ενώ η εξισορρόπηση της εξωτερικής ανταγωνιστικότητας της Ευρωζώνης εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ, στο εσωτερικό της, η εξισορρόπηση της κατάστασης της ανταγωνιστικότητας της κρατών μελών πρέπει να γίνει μέσω της μονάδας του κόστους εργασίας. Ενώ η θέση του συνολικού τρέχοντος ισοζυγίου συναλλαγών της Ευρωζώνης μπορεί να είναι σχεδόν ισορροπημένη επί της αρχής, η κατάσταση του τρέχοντος ισοζυγίου συναλλαγών των μεμονωμένων χωρών, τόσο σε ενδοευρωζωνικό όσο και σε εξω-ευρωζωνικό επίπεδο, μπορεί να αποκαλύπτει διαφορετικές πορείες ανάλογα με τις αντίστοιχες κατευθύνσεις του εμπορίου τους. Η εστίαση παρακάτω είναι στη Γερμανία.

Παραδοσιακά, τα τρία τέταρτα των γερμανικών εξαγωγών κατευθύνονται προς ευρωπαϊκούς προορισμούς. Στη δεκαετία του 1990, τα μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης λάμβαναν περίπου τα δύο τρίτα των γερμανικών εξαγωγών και τα μέλη της Ευρωζώνης λίγο κάτω από το ήμισυ των γερμανικών εξαγωγών. Από το 2008, τα μερίδια των παραδοσιακών εξαγωγικών αγορών της Γερμανίας εμφανίζουν πτωτικές τάσεις, ενώ το μερίδιο των μη-ευρωπαϊκών προορισμών των εξαγωγών βρίσκεται σε άνοδο, φθάνοντας το 30% στις αρχές του 2012. Η συνεχιζόμενη μετατόπιση στα μερίδια των γερμανικών εξαγωγικών προορισμών είναι πάνω από όλα αντανάκλαση της Ευρώπης ως ουραγός στην παγκόσμια ανάκαμψη από την κρίση του 2008–09 (UNCTAD 2010).

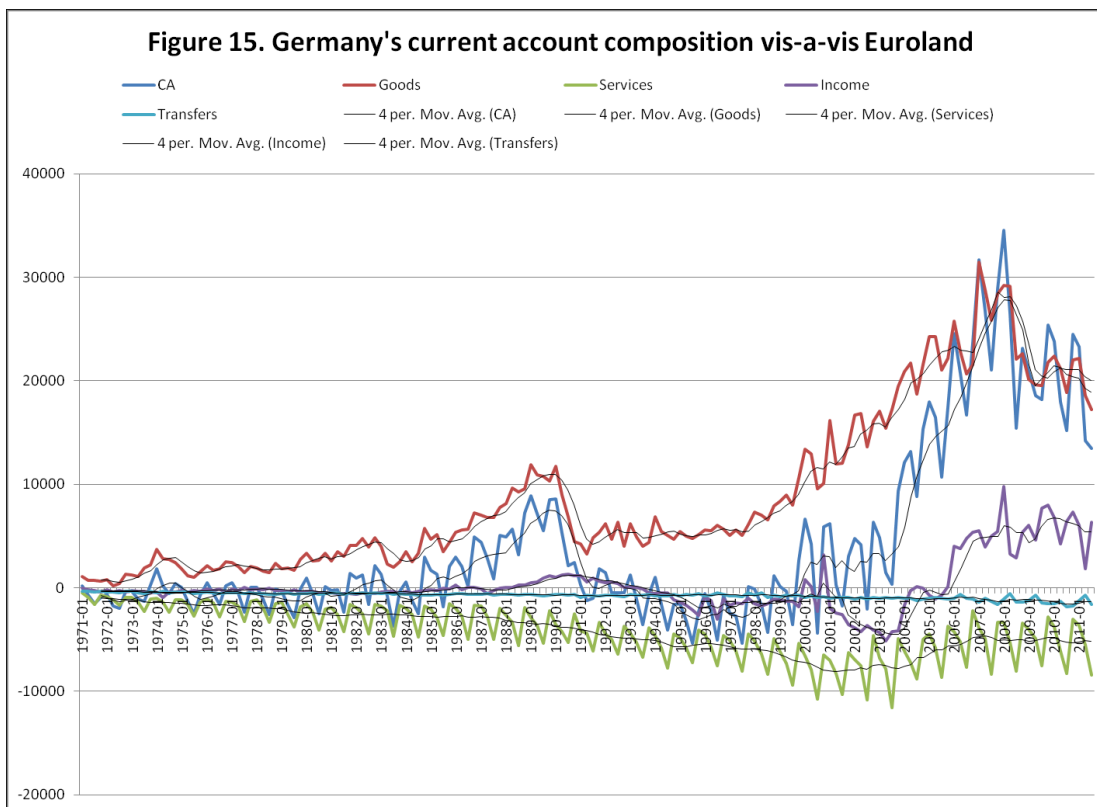
⁵ Τον Μάιο του 2005, ο Otmar Issing, πρώτος επικεφαλής οικονομολόγος της ΕΚΤ (και, αφού προηγουμένως υπηρέτησε στον ίδιο ρόλο την Bundesbank, ο ιθύνων νους πίσω από την προσέγγιση της ΕΚΤ για μια νομισματική πολιτική «προσανατολισμένη στη σταθερότητα») δήλωνε, αντανάκλωντας την πίστη του στο δόγμα «ένα μέγεθος πρέπει να ταιριάζει σε όλους», που είχε διαμορφωθεί κατά την έναρξη της ΟΝΕ: « Σήμερα, υπό το φως των στοιχείων που συγκεντρώθηκαν μέχρι σήμερα στη ζώνη του ευρώ, είμαι ακόμα πιο σίγουρος να πω: «Ένα μέγεθος ταιριάζει σε όλους» (Issing 2005). Το 2005-6, ο συγγραφέας κρούει τον κώδωνα του κινδύνου για αποκλίσεις και ανισορροπίες σε διάφορες ευρωπαϊκές διασκέψεις, μεταξύ των οποίων μία στις Βρυξέλλες όπου παρόντες ήταν εκπρόσωποι της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και της ΕΚΤ. Δείτε Bibow (2006b, 2007a).



Μια ματιά στη σύνθεση-από-τον προορισμό των εμπορικών πλεονασμάτων της Γερμανίας είναι ιδιαίτερα αποκαλυπτική καθώς η Ευρώπη αποτελεί την κύρια πηγή προέλευσης. Επιπλέον, τα εμπορικά πλεονάσματα με την ΕΕ και την Ευρωζώνη είχαν ανοδική πορεία από τις αρχές του 2000 έως και το ξέσπασμα της κρίσης, καθώς η ανατίμηση του ευρώ έκανε αρχικά τις γερμανικές εξαγωγές λιγότερο ανταγωνιστικές σε διεθνές επίπεδο, ενώ η Γερμανία άρχισε να κερδίζει σταδιακά έδαφος έναντι των Ευρωπαίων εταίρων της, με τις τάσεις να κορυφώνονται ως ποσοστά του μεριδίου του γερμανικού εμπορικού πλεονάσματος σε άνω του 80% και δύο τρίτα, αντίστοιχα. Στο πλαίσιο της συνεχιζόμενης κρίσης στην Ευρώπη, οι τάσεις αυτές έχουν αντιστραφεί, με την άνθηση των γερμανικών εξαγωγών προς την Κίνα και σε άλλες ταχέως αναπτυσσόμενες αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς να αντισταθμίζουν εν μέρει την πτώση στις παραδοσιακές ευρωπαϊκές εξαγωγικές αγορές της Γερμανίας. Εντός της Ευρωζώνης, οι εξαγωγές προς τη Γαλλία και τα πλεονάσματα εξαγωγών έναντι της Γαλλίας συνέχισαν να αυξάνονται στις αρχές του 2012, ενώ η οικονομική κρίση στη νότια περιφέρεια είχε αρχίσει ήδη από νωρίτερα να επηρεάζει αρνητικά τις γερμανικές εξαγωγές.



Αρκεί να αναφέρουμε ότι ενώ τα εμπορικά πλεονάσματα κυριαρχούν στη θέση του τρέχοντος ισοζυγίου συναλλαγών της Γερμανίας έναντι της ευρωζώνης, η συγκράτηση των μισθών συνέβαλε επίσης στην αντιστροφή της προηγούμενης τάσης των αυξανόμενων ελλειμμάτων σε εμπορικές υπηρεσίες. Επιπλέον, η εξισορρόπηση του εισοδήματος της χώρας έχει βελτιωθεί σημαντικά κατά τη δεκαετία του 2000, αντικατοπτρίζοντας τις εξελίξεις στη διεθνή επενδυτική θέση που θα αναλυθεί σύντομα, και αποτελεί τώρα περίπου το ένα τέταρτο του μεγέθους του εμπορικού πλεονάσματος της Γερμανίας και υπερβαίνει κατά πολύ τις καθαρές μεταβιβάσεις από τη Γερμανία.



Ενώ η ευρωπαϊκή κρίση πλήττει τη Γερμανία μέσω της άμεσης έκθεσής της σε εξαγωγές προς την περιφέρεια, η κρίση επίσης ωφελεί τη χώρα με δύο σημαντικούς τρόπους: πρώτον, με τη πτώση του ευρώ, που τονώνει τις καθαρές εξαγωγές σε χώρες εκτός ευρώ, και δεύτερον με τη πτώση των γερμανικών επιτοκίων λόγω της αντίληψης των αγορών για τη Γερμανία ως ένα ασφαλές καταφύγιο. Η μείωση των επιτοκίων έχει συμβάλει σε μία πιο ισορροπημένη ανάπτυξη της γερμανικής οικονομίας από ό, τι λάμβανε μέρος την τελευταία δεκαετία, με τις καθαρές εξαγωγές να συμβάλλουν «μόνο» στο ένα τρίτο της αύξησης του ΑΕΠ από το 2010, αλλά η ευπάθεια της Γερμανίας προς τους ευρωπαίους εταίρους της μέσω χρηματοδοτικών ανοιγμάτων μπορεί κάποια στιγμή να προκαλέσει έντονες ανησυχίες στις αγορές.

6. Η ευπάθεια της Γερμανίας—Η άρνηση του τριλλήματος του ευρώ που αντιμετωπίζει η Γερμανία έχει ημερομηνία λήξης

Η εκρηκτική αύξηση του γερμανικού ΑΕΠ και η γρήγορη βελτίωση του κρατικού προϋπολογισμού των τελευταίων δύο ετών έχουν εντυπωσιάσει πολύ τις αγορές. Οι επαναλαμβανόμενες κρίσεις πανικού των αγορών για τις προοπτικές των περιφερειακών μελών της Ευρωζώνης οδήγησαν τα κεφάλαια στη Γερμανία, βραβεύοντάς την με ιστορικά χαμηλά επιτόκια. Η θέση της Γερμανίας ως ένα ασφαλές καταφύγιο, κατά την άποψη των αγορών, προκύπτει μέσα από ένα ιστορικό παρελθόν όπου η Bundesbank αποτελούσε τον εγγυητή της σταθερότητας του μάρκου και της δημοσιονομικής στερεότητας στην προ ευρώ εποχή. Αλλά η κοινή αγορά της Ευρώπης και, ακόμη

περισσότερο, το κοινό νόμισμα, έχουν συνδέσει τη δημοσιονομική μοίρα της Γερμανίας στην Ευρώπη με πιο περίπλοκους τρόπους από ό,τι επί του παρόντος εκτιμάται από τις αγορές. Συγκεκριμένα, η συσσώρευση ανισορροπιών στην ανταγωνιστικότητα και στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών εντός της ζώνης του ευρώ έχουν δημιουργήσει αντίστοιχα χρηματοδοτικά ανοίγματα τα οποία είναι τελικά δημοσιονομικά ανοίγματα τεραστίων αναλογιών.

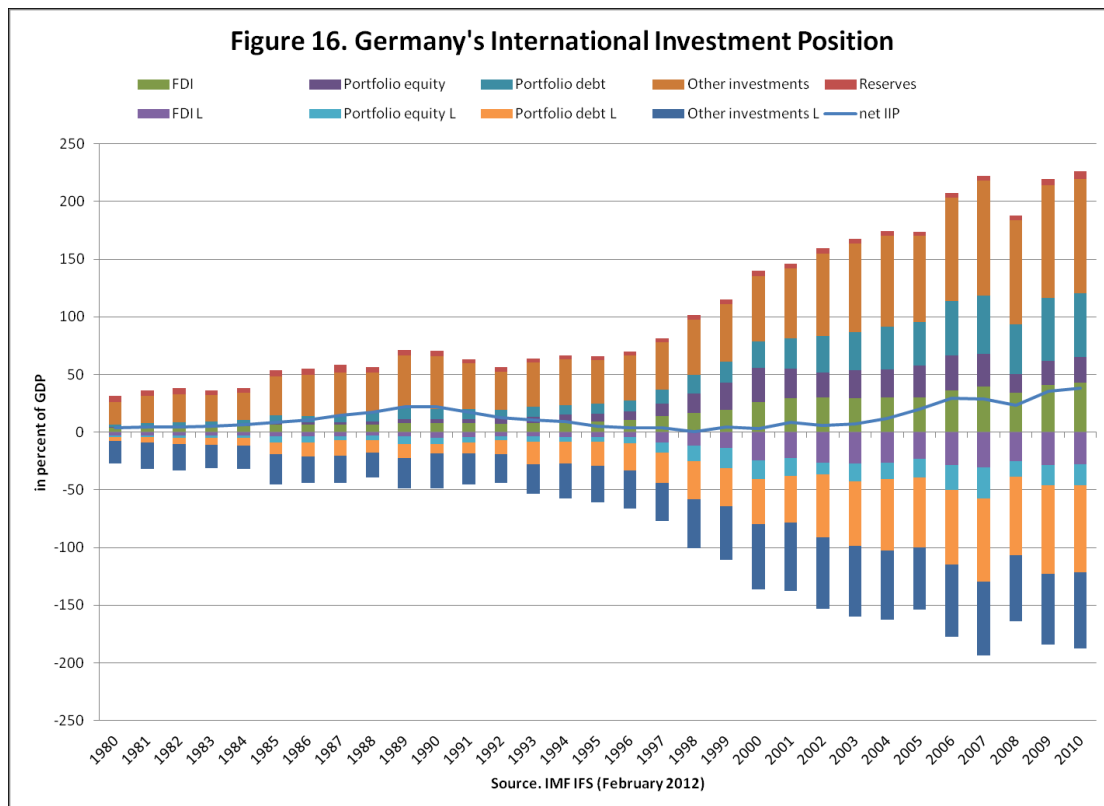
Προηγουμένως, στο τμήμα 2, δείξαμε ότι η συνολική θέση του τρέχοντος ισοζυγίου πληρωμών της Ευρωζώνης είναι σχεδόν ισοσκελισμένη από την έναρξη του ευρώ, ενώ έχουν δημιουργηθεί μεγάλες και επίμονες ανισορροπίες εντός της ζώνης του ευρώ μεταξύ μελών κρατών. Η παρατήρηση του Wolf (2012) ότι η Ευρωζώνη είναι σε πόλεμο με τις διπλές λογιστικές καταγραφές έγινε στο πλαίσιο της συζήτησης για μια πρόσφατη έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σχετικά με τη νέα ρύθμιση της ΕΕ για την πρόληψη και τη διόρθωση των «μακροοικονομικών ανισορροπιών» (βλ. European Commission 2012).⁶ Εκτός από το αυτόνομο σημείο ότι η εξισορρόπηση εντός της ζώνης του ευρώ μεταξύ κρατών μελών θα πρέπει να περιλαμβάνει τόσο τις πλεονασματικές όσο και τις ελλειμματικές χώρες, ίσως να αξίζει τον κόπο να διευκρινιστούν περαιτέρω κάποιες αλήθειες αναφορικά με τα εθνικά (και διεθνή) λογιστικά έσοδα, υπογραμμίζοντας τη σημασία της συνέπειας των αποθεμάτων ροών στην οικονομική ανάλυση που πρωτοστάτησε ο αείμνηστος Wynne Godley.

Κατ' αρχάς, μια χώρα που τρέχει επίμονα πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, όπως η Γερμανία, βελτιώνει την καθαρή διεθνή επενδυτική θέση της είτε με την αποπληρωμή του εξωτερικού χρέους ή με την απόκτηση ξένων περιουσιακών στοιχείων ενεργητικού. Ξεκινώντας με σχεδόν μηδενικά καθαρά περιουσιακά στοιχεία ενεργητικού στα τέλη της δεκαετίας του 1990, η θέση πιστωτή της Γερμανίας έφτασε στο 40% του ΑΕΠ στο τέλος του 2010. Όχι μόνο έχει βελτιωθεί σημαντικά η θέση της Γερμανίας στον τομέα των ξένων περιουσιακών στοιχείων ενεργητικού, αλλά η εισαγωγή του ευρώ έχει προκαλέσει επίσης μια απότομη αύξηση στις ακαθάριστες διασυννοριακές θέσεις, που αντανakλούν τις διογκούμενες ακαθάριστες ροές κεφαλαίων όλων των ειδών (άμεσες ξένες επενδύσεις, χαρτοφυλάκιο ιδίων κεφαλαίων, χαρτοφυλάκιο χρέους, καθώς και άλλες επενδύσεις, περιλαμβανομένων των τραπεζικών δανείων).

Στην πραγματικότητα, δεν είναι απαραίτητο ότι η αύξηση των μεικτών και καθαρών θέσεων ξένων περιουσιακών στοιχείων της Γερμανίας θα πρέπει να περιλαμβάνει σημαντικά άμεσα ανοίγματα προς τα ελλειμματικά μέλη των χωρών της ευρωζώνης. Οι

⁶ Αρχικά, η Επιτροπή προτίμησε μια συμμετρική αντιμετώπιση των πλεονασμάτων και ελλειμμάτων στα τρέχοντα ισοζύγια συναλλαγών στην εφαρμογή της νέας «Μακροοικονομικής Διαδικασίας Ανισορροπιών», η οποία, όμως, συνάντησε έντονη αντίσταση από τη Γερμανία και την ΕΚΤ, που διατύπωναν απόψεις ότι τα ελλείμματα αντιπροσωπεύουν μια μορφή αμαρτίας, ενώ τα πλεονάσματα είναι πραγματικό σημάδι αρετής. Έτσι, ο πίνακας αποτελεσμάτων της Επιτροπής σχετικά με τις επίμονες ανισορροπίες στα τρέχοντα ισοζύγια συναλλαγών κατέληξε να περιλαμβάνει ένα «ενδεικτικό κατώτατο όριο» της τάξης του 4% για τα ελλείμματα και ένα ενδεικτικό όριο της τάξης του 6% για τα πλεονάσματα. Με τη Γερμανία και την Ολλανδία να είναι μόλις κάτω από το όριο του 6%, δάγκωσα τη γλώσσα μου και παραιτήθηκα από κάθε περαιτέρω σχόλιο για το πόσο χρήσιμη θα μπορούσε να αποδειχτεί όλη αυτή η άσκηση.

χώρες αυτές μπορεί να έχουν δανειστεί από άλλες χώρες (κράτη μέλη ή μη μέλη της ευρωζώνης), ενώ η Γερμανία μπορεί να έχει επενδύσει, για παράδειγμα, σε αμερικανικά κρατικά ομόλογα. Ωστόσο, ενώ οι ακαθάριστες ροές κεφαλαίων έχουν αυξηθεί σημαντικά σε παγκόσμιο επίπεδο, και οι εθνικοί ισολογισμοί γίνονται συνεπώς περισσότερο αλληλένδετοι με τη διαδικασία σε όλο τον κόσμο, η παγκόσμια χρηματοοικονομική ολοκλήρωση είναι στην πραγματικότητα συγκεντρωμένη σε ορισμένες περιοχές, και μάλιστα σε ιδιαίτερα προηγμένο στάδιο μέσα στην ευρωζώνη.



Συζητώντας τις εξελίξεις και τη δομή της διεθνούς επενδυτικής θέσης της Γερμανίας από την έναρξη της ΟΝΕ μέχρι το τέλος του 2007, η γερμανική Bundesbank επισημαίνει ότι «η μείωση της εγχώριας τάσης φαίνεται να έχει αντισταθμιστεί από μια αύξηση προς τη ζώνη του ευρώ» (Deutsche Bundesbank 2008:25). Κατά την έναρξη της ΟΝΕ, οι επιλογές χαρτοφυλακίου των Γερμανών επενδυτών ήταν ακόμη έντονα στραμμένες προς εθνικούς τίτλους, και οι τίτλοι άλλων μελών της Ευρωζώνης ήταν δυσανάλογα υποεκπροσωπούμενοι σε σύγκριση με το μερίδιό τους στην παγκόσμια αγορά. Στα επόμενα οκτώ χρόνια, το μερίδιο της Ευρωζώνης σε ξένα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού της Γερμανίας αυξήθηκε πέρα από τα αντίστοιχα επίπεδα της εμπορικής ολοκλήρωσης. Στο τέλος του 2007, το συμπέρασμα στο οποίο κατέληγε η κεντρική τράπεζα της Γερμανίας ήταν ότι «η Γερμανία είναι περισσότερο χρηματοοικονομικά ενσωματωμένη στη ζώνη του ευρώ από ό, τι είναι οικονομικά» Bundesbank (2008: 23). Αναφερόμενη στα δάνεια καθώς και στις συμμετοχές ξένων τίτλων, η Bundesbank (2008: 18) επίσης παρατηρούσε ότι «ο τραπεζικός τομέας διαδραματίζει κεντρικό ρόλο

στην επέκταση της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης της Γερμανίας με άλλες χώρες. Σχεδόν το ήμισυ του συνόλου των εξωτερικών στοιχείων ενεργητικού και παθητικού της Γερμανίας ... αναλογούσε σε πιστωτικά ιδρύματα στο τέλος του 2007».

Τόσο οι διεθνείς «ενοποιημένες τραπεζικές στατιστικές», όπως αυτές που συντάχθηκαν από την Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (και σχετικές αναλύσεις όπως αυτές των Andjiev, Άνω και Vause 2010), όσο και μια μελέτη του ΔΝΤ περί «ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών συνδέσεων» (Waysand et al. 2010), η οποία κατασκευάζει και αναλύει μια νέα βάση δεδομένων που περιλαμβάνει διμερή εξωτερικά χρηματοπιστωτικά περιουσιακά στοιχεία ενεργητικού και παθητικού, επιβεβαιώνουν ότι η παγκόσμια χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση της Γερμανίας είναι ιδιαίτερα συγκεντρωμένη στο εσωτερικό της Ευρωζώνης. Και είναι μέσω αυτών των αυξημένων χρηματοδοτικών ανοιγμάτων που αναδύονται τα συνολικά τρωτά σημεία της Γερμανίας προς τις χώρες του ευρώ που βρίσκονται σε κρίση καθώς και η μοίρα του ευρώ.

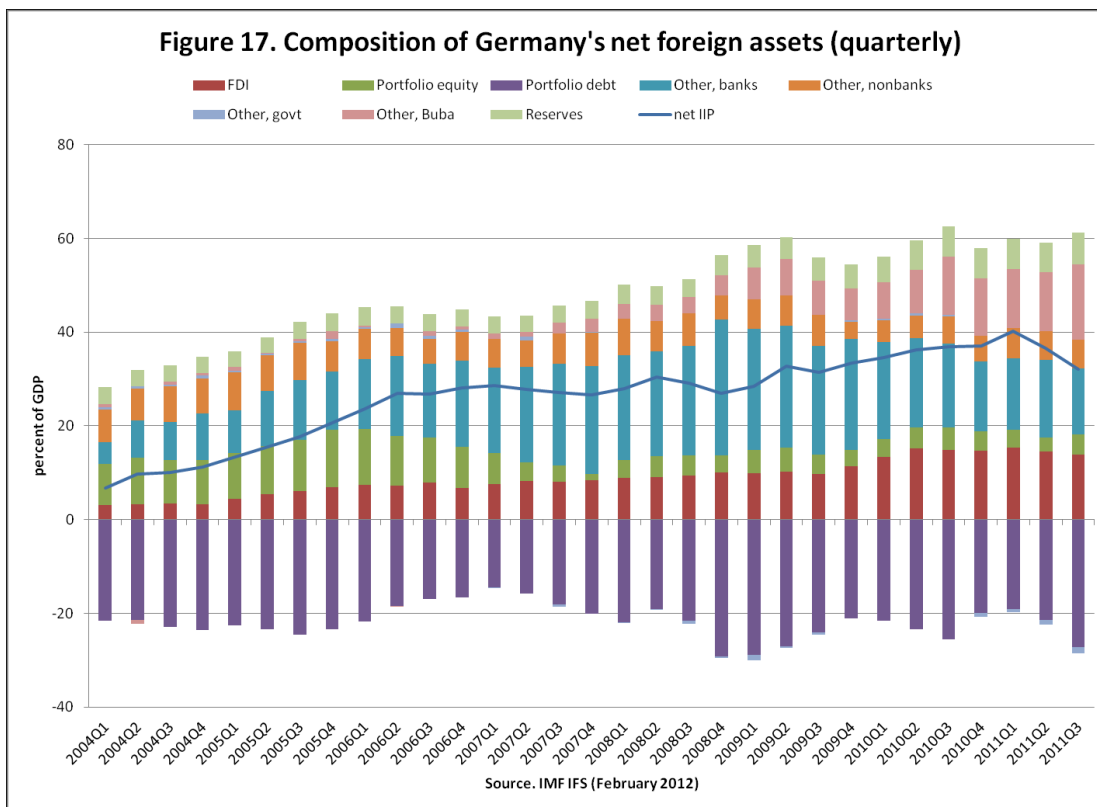
Αποδεικνύεται ότι «η Γερμανία παρουσίασε μεγαλύτερη ομοιότητα από τις περισσότερες άλλες χώρες μεταξύ εμπορικών και οικονομικών δεσμών» (Waysand et al. 2010:17). Ειδικότερα, στο τέλος του 2008, οι διμερείς καθαρές διεθνείς επενδυτικές θέσεις της Γερμανίας εντός της Ευρωζώνης εμφάνιζαν μεγάλες θέσεις πιστωτή έναντι της Ισπανίας (7,5% του γερμανικού ΑΕΠ) και της Ιταλίας (3% του ΑΕΠ), σχεδόν αποκλειστικά υπό τη μορφή χαρτοφυλακίου του χρέους και άλλων επενδύσεων. Επιπλέον, υπάρχει μια μεγάλη θέση πιστωτή γύρω από άλλες επενδύσεις έναντι του Ηνωμένου Βασιλείου (6% του ΑΕΠ), που αντικατοπτρίζει το ρόλο του Λονδίνου ως ένα διεθνές τραπεζικό κέντρο, με το ίδιο το Ηνωμένο Βασίλειο να εμφανίζει μεγάλες διμερείς διεθνείς επενδυτικές θέσεις πιστωτή σε άλλες επενδύσεις έναντι της Ισπανίας, της Ιταλίας και της Γαλλίας.

Οι διμερείς διεθνείς επενδυτικές θέσεις της Γερμανίας έναντι της Ιρλανδίας και της Γαλλίας δεν αντανakλούν τις τυπικές θέσεις της Γερμανίας. Ενώ ουσιαστικά τρέχει εμπορικά ελλείμματα με την Ιρλανδία, η Γερμανία, ωστόσο, έχει δημιουργήσει μια ισχυρή θέση πιστωτή έναντι της Ιρλανδίας, με μια διμερή καθαρή διεθνή επενδυτική θέση της τάξης του 5% εστιασμένη σε χαρτοφυλάκιο χρέους και ειδικότερα σε άλλες επενδύσεις. Στην περίπτωση της Γαλλίας, ενώ τρέχει αυξανόμενα διμερή εμπορικά πλεονάσματα με τη Γαλλία, η συνολική διμερής διεθνή επενδυτική θέση της Γερμανίας με τον βασικό εταίρο της στην ευρωζώνη είναι αρνητική (4% του ΑΕΠ). Αυτό, όμως, περιλαμβάνει μια θέση πιστωτή στην άλλη κατηγορία επενδύσεων (1% του ΑΕΠ), η οποία πιθανότατα αποτελεί αντανάκλαση της πολύ δυναμικής επέκτασης των εξωτερικών δραστηριοτήτων των γαλλικών τραπεζών, τόσο στην Ευρώπη όσο και παγκοσμίως. Αξίζει να σημειωθεί ότι η συνολική καθαρή διεθνή επενδυτική θέση της Γαλλίας έχει μετατοπιστεί από ένα θετικό 10% του ΑΕΠ στα τέλη του 1990 σε αρνητικό 10% το 2010. Ωστόσο, η Γαλλία έχει επίσης μια μεγάλη διμερή καθαρή διεθνή επενδυτική θέση πιστωτή έναντι της Ιταλίας και της Ισπανίας, συγκεντρωμένη γύρω από χαρτοφυλάκιο χρέους και άλλες επενδύσεις.

Ενώ είναι σαφές από τη μελέτη του ΔΝΤ ότι η Γερμανία είναι ιδιαίτερα ευάλωτη στα προβλήματα χρέους στην χρηματοοικονομικά βαθιά ενσωματωμένη ΕΕ και την Ευρωζώνη, είτε μέσω της άμεσης έκθεσής της σε χώρες της ευρωζώνης που βρίσκονται

σε κρίση (Ισπανία, Ιρλανδία και Ιταλία) είτε μέσω έμμεσων ανοιγμάτων χρέους έναντι της Γαλλίας και του Ηνωμένου Βασιλείου (και σε μικρότερο βαθμό προς το Λουξεμβούργο), αξίζει να τονιστεί ότι οι κίνδυνοι αυτοί αποκρυσταλλώνονται με ιδιόμορφους τρόπους στο εσωτερικό της σημερινής οικονομικής και νομισματικής ένωσης της Ευρώπης, δηλαδή στον ισολογισμό του Ευρωσυστήματος.

Τα τριμηνιαία στοιχεία δείχνουν την καθαρή διεθνή επενδυτική θέση της Γερμανίας να έχει ανέλθει στο 40% του ΑΕΠ στο αποκορύφωμά της στο τέλος του 2010, και να μειώνεται στο 33% προς το τέλος του τρίτου τριμήνου του 2011 λόγω των αρνητικών επιπτώσεων της αποτίμησης. Ενώ η καθαρή χρεωστική θέση της Γερμανίας στο χαρτοφυλάκιο χρέους αντικατοπτρίζει σε μεγάλο βαθμό το ρόλο των ομολόγων ως αποθεματικά περιουσιακά στοιχεία, η άνοδος της θέσης της Γερμανίας στις καθαρές ξένες επενδύσεις αντισταθμίζουν την πτώση στην καθαρή θέση του χαρτοφυλακίου ιδίων κεφαλαίων που κατέχει. Το μεγαλύτερο ενδιαφέρον έχει η κατηγορία «άλλες επενδύσεις», που αποσυντίθενται εδώ ανά τομέα (τράπεζες, κυβέρνηση, και νομισματική αρχή, δηλαδή η Bundesbank). Η γυμνή αλήθεια είναι ότι, μετά την πενταπλάσια αύξηση από το 5% του ΑΕΠ το 2004 στο 25% προς το τέλος του 2008, η συνολική καθαρή πιστωτική θέση των γερμανικών τραπεζών έχει τελευταία πέσει ξανά κάτω από το 15% του ΑΕΠ. Ωστόσο, ενώ οι γερμανικές τράπεζες περιορίζουν όσο πιο γρήγορα μπορούν τα διεθνή ανοίγματά τους, που είναι συγκεντρωμένα στην Ευρώπη, η καθαρή ξένη θέση περιουσιακών στοιχείων ενεργητικού της Bundesbank έχει εκτοξευθεί, λαμβάνοντας κυρίως τη μορφή μιας δυναμικής στη θέση πιστωτή της γερμανικής κεντρικής τράπεζας μέσα στο ευρωσύστημα, όπως αντανάκλαται από την αύξηση ανισορροπιών στο Διευρωπαϊκό Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ταχείας Μεταφοράς Κεφαλαίων και Διακανονισμού σε Συνεχή Χρόνο (TARGET 2).



Με τη σύνδεση συστημάτων πληρωμών και τις αγορές χρήματος σε ολόκληρη την Ευρωζώνη, το TARGET2 αποτελεί κεντρικό μέρος της τεχνικής υποδομής που στηρίζει το ευρώ, παρέχοντας τη δυνατότητα για οριστικό διακανονισμό στον ισολογισμό του Ευρωσυστήματος. Το TARGET2 είναι ουσιώδες για την εφαρμογή νομισματικής πολιτικής και για διατραπεζικές δραστηριότητες αναχρηματοδότησης σε ολόκληρη την ευρωζώνη. Οι ισολογισμοί του TARGET2 προκύπτουν ενδογενώς όταν οι ισολογισμοί πληρωμών των μελών της ONE δεν είναι ισοσκελισμένοι κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου. Μπορεί να φαίνεται περίεργο να μιλάμε για αποθεματικές ροές (συναλλαγές ξένου συναλλάγματος) μέσα σε μια νομισματική ένωση, ιδίως όταν οι ισολογισμοί του TARGET2 είναι εκφρασμένοι σε ευρώ, αλλά η συσσώρευση του πιστωτικού ισολογισμού του TARGET2 της Γερμανίας είναι ουσιαστικά ισοδύναμο με «αποθέματα χρυσού» που φεύγουν από άλλα σημεία του συστήματος προς το υποτιθέμενο ασφαλές καταφύγιο της Γερμανίας (μόνο που τα «αποθέματα χρυσού» δεν αποτελούνται ακριβώς από χρυσό, αλλά από δάνεια με τη δυνατότητα υπερανάληψης από την πιστώτρια κεντρική τράπεζα στην ΕΚΤ).

Το μέγεθος των ισολογισμών του TARGET2 της Bundesbank άγγιξε προς το τέλος του τρίτου τριμήνου του 2011 περίπου το ήμισυ της καθαρής διεθνούς επενδυτικής θέσης της Γερμανίας (και συνέχισαν από τότε την ταχεία ανάπτυξή του), προκαλώντας την έντονη ανησυχία του Hans-Werner Sinn, ενός εκ των πλέον δραστήριων γερμανών οικονομολόγων στη δημόσια арένα, και της Bundesbank, με αντίστοιχη αύξηση ανησυχιών ανάμεσα στα γερμανικά μέσα ενημέρωσης και το ευρύ κοινό. Ενώ ο Sinn

(2011a, b) συνιστά την εφαρμογή σφιχτών εθνικών ανώτατων ορίων στους ισολογισμούς του TARGET2 και ζητά ετήσιους διακανονισμούς στους ισολογισμούς μεταξύ μελών των κεντρικών τραπεζών μέσω της μεταφορά χρυσού ή ξένων συναλλαγματικών αποθεμάτων, η Bundesbank κατευθύνει την κριτική της στις «πράξεις μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης» της ΕΚΤ του Δεκεμβρίου 2011 και του Φεβρουαρίου 2012, δεδομένου ότι «ούτε η παροχή στήριξης σε προβληματικές τράπεζες ούτε η ενδυνάμωση της φερεγγυότητας των κρατών εμπίπτει στην αρμοδιότητα της νομισματικής πολιτικής» (Weidmann 2012b, και επίσης Wilson 2012). Και τα δύο είδη αυτών των επικρίσεων ή προτάσεων είναι εκτός θέματος.

Είναι ξεκάθαρα φανερό ότι οι ισολογισμοί του TARGET2 δεν θα μπορούσαν να προκύψουν χωρίς δανεισμό μέσω του ευρωσυστήματος (βλ. Bindseil και König 2011). Αυτό δεν σημαίνει ότι περιορίζοντας είτε τους ισολογισμούς του TARGET2 είτε τον δανεισμό μέσω του ευρωσυστήματος θα συνέβαλαν στην επίλυση της κρίσης του ευρω-χρέους. Το επίμαχο θέμα είναι η δίδυμη κρίση τραπεζικού τομέα και ισοζυγίων πληρωμών, τα βαθύτερα αίτια της οποίας αναλύθηκαν παραπάνω. Είναι ένα πράγμα ότι η συνεχιζόμενη ανταγωνιστικότητα και οι ανισοροπίες στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών προϋποθέτουν τη συνέχιση της χρηματοδότησης (ροές) για όσο διάστημα εξακολουθούν να υφίστανται, και εντελώς διαφορετικό πράγμα ότι τα κληροδοτήματα του χρέους (αποθέματα) που έχουν συσσωρευτεί έως τώρα πρέπει να μεταकुλιστούν ενώ η περιφερειακή χρηματοοικονομική ολοκλήρωση μπορεί να αντιστραφεί και η φυγή κεφαλαίων να επιβαρύνει ακόμη περισσότερο την όλη κατάσταση. Ενώ τα λεγόμενα «σχέδια διάσωσης» της Ελλάδας, την Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) μπορεί να έχουν προσφέρει στις συγκεκριμένες χώρες κάποια ανάσα, οι εξελίξεις στον ισολογισμό του ευρωσυστήματος αντανακλούν σε μεγάλο βαθμό το ευρύτερο ζήτημα της χρηματοοικονομικής αποσύνθεσης και της φυγής του κεφαλαίου, χαρακτηριστικό γνώρισμα του οποίου είναι το πάγωμα της τραπεζικής αναχρηματοδότησης μέσω τακτικών καναλιών στην αγορά χρήματος του ευρώ.

Αλλά η μοίρα των κρατών της ευρωζώνης και των τραπεζών σε μια κρίση ισοζυγίου πληρωμών είναι άρρηκτα συνδεδεμένη: οι χώρες με δημοσιονομικά προβλήματα περιορίζονται στη δυνατότητα στήριξης των εμπορικών τραπεζών τους, ενώ οι τράπεζες αντιμετωπίζουν προκλήσεις φερεγγυότητας και ρευστότητας και περιορίζονται στη δυνατότητα στήριξης των χωρών τους. Η οποιαδήποτε επιδείνωση της κατάταξης της μιας πλευράς παρασύρει επίσης την κατάταξη της άλλης πλευράς. Στην ΟΝΕ της Ευρώπης, οι τράπεζες και οι ίδιες οι κυβερνήσεις τους είναι δίχως τη στήριξη μιας εθνικής κεντρικής τράπεζας που έχει πλήρη έλεγχο της έκδοσης του εθνικού νομίσματος.⁷ Ως αποτέλεσμα, το Ευρωσύστημα έχει τώρα την ευθύνη να αντικαταστήσει τα παγωμένα κανάλια διατραπεζικής αναχρηματοδότησης είτε μέσω εθνικά στοχευόμενων στόχων «Παροχή Ρευστότητας Έκτακτης Ανάγκης» (βλ. Whittaker 2011) είτε μέσω ενός διευρυμένου συστήματος ρευστότητας (όπως οι πράξεις

⁷ Αντιπαραθέτοντας την προσέγγιση chartalist με την θεωρία της βέλτιστης νομισματικής ζώνης, ο Goodhart (1998) είχε αναγνωρίζει ξεκάθαρα αυτά τα ζητήματα πριν την έναρξη του ευρώ.

μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης). Προτάσεις για τον περιορισμό του ρόλου της ΕΚΤ στη στήριξη ρευστότητας και/ή των στόχων ισοζυγίων θα πρέπει να εξηγήσουν πώς θα μπορούσαν να αποφευχθούν οι χρεοκοπίες των τραπεζών και των κρατών χωρίς αυτή τη στήριξη. Τέτοιου είδους προτάσεις φαίνεται να είναι ιδιαίτερα δημοφιλείς στη Γερμανία, γεγονός που αντανακλά την άρνηση αυτού που αποκαλώ το «ευρωτρίλλημα της Γερμανίας».

Το ευρωτρίλλημα της Γερμανίας είναι ότι η Γερμανία «δεν μπορεί να έχει και τα τρία: διαρκή εξαγωγικά πλεονάσματα, μια μη μεταβιβάσιμη νομισματική ένωση, και μια «καθαρή» ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα» (Bibow 2012a). Ενώ οι εμπορικές ανισορροπίες μπορεί να διαρκέσουν για αρκετό ακόμα καιρό, από κάποιο σημείο και μετά η προοπτική της χρεοκοπίας των υπερχρεωμένων χωρών δεν θα μπορεί πλέον να διαφύγει της προσοχής των αγορών, οπότε και θα σταματήσει ξαφνικά η ιδιωτική χρηματοδότηση. Οι εμπορικές ανισορροπίες μπορεί στη συνέχεια να υποβασταχθούν μέσω επίσημου δανεισμού, αλλά τέτοια δάνεια έκτακτης ανάγκης (διασώσεις ρευστότητας) δεν επιλύουν το υποκείμενο πρόβλημα της φερεγγυότητας, που είναι, σε τελική ανάλυση, κάλεσμα για άφεση του χρέους (οι ορθές δημοσιονομικές διασώσεις). Ως εκ τούτου, κατά κανόνα, τα διαρκή εξαγωγικά πλεονάσματα, όπως αυτά για τα οποία φιλοδοξεί προφανώς η Γερμανία, μπορεί να είναι βιώσιμα μόνο εάν αντισταθμιστούν με δημοσιονομικές μεταβιβάσεις. Στην πραγματικότητα, η αντικατάσταση του δανεισμού με μεταβιβάσεις, αυτό που κάνει μια ορθή νομισματική ένωση, θα μπορούσε να σώσει και να αναζωογονήσει το ευρώ εν μία νυκτί.

Η Γερμανία σχεδίασε με ανυπομονησία το καθεστώς του Μάαστριχτ έτσι ώστε να αποκλείσει τόσο τις μεταβιβάσεις όσο και τις διασώσεις των εταιρών, αλλά αγνόησε το γεγονός ότι αν τρέχει διαρκή εμπορικά πλεονάσματα θα χρεοκοπούσε τους εμπορικούς εταίρους της και θα έκανε την εφαρμογή του απαγορευμένου φαρμάκου αναπόφευκτη. Το αληθινό δίλημμα που αντιμετωπίζει η Γερμανία είναι είτε να διασώσει τους χρεοκοπημένους εταίρους της στην ΟΝΕ ή τις δικές της τράπεζες (μετά το χτύπημα που δέχθηκαν οι τράπεζές της μετά την προοπτική μιας χρεοκοπίας των εταιρών της στην ΟΝΕ).

Η αναβολή της απόφασης για αυτή την απλή επιλογή έφερε το Ευρωσύστημα στο παιχνίδι. Φυσικά, η Γερμανία είχε επίσης σχεδιάσει με ανυπομονησία το καθεστώς του Μάαστριχτ προκειμένου να προστατεύσει το κεντρικό τραπεζικό σύστημα από το δημόσιο χρέος. Ωστόσο, δεδομένης της συνυφασμένης μοίρας των κρατών και των εθνικών τραπεζών στην ΟΝΕ της Ευρώπης, η έλλειψη βοήθειας προς τις χώρες σημαίνει επιδείνωση των προβλημάτων των τραπεζών της χώρας-οφειλέτη. Με την αποδοχή του de facto ρόλου της ως δανειστής της έσχατης προσφυγής στα τραπεζικά συστήματα (αντί στις μεμονωμένες τράπεζες) μέσω της παροχής ρευστότητας έκτακτης ανάγκης στις αγορές χρήματος, η ΕΚΤ έχει γίνει μάρτυρας της μετανάστευσης των ευρώ-διατραπεζικών αγορών χρηματοδότησης προς τους ισολογισμούς του ίδιου του ευρωσυστήματος. Ακριβώς όπως στην περίπτωση των διασώσεων του προσωρινού μηχανισμού ESFS, ο δανεισμός έκτακτης ανάγκης της ΕΚΤ δεν απομακρύνει τα βασικά προβλήματα φερεγγυότητας. Καθώς προσφέρεται χρόνος στις τράπεζες της πιστώτριας

χώρας να αποχωρήσουν και η φυγή κεφαλαίων γίνεται ανεξέλεγκτη, η τελική επιλογή της Γερμανίας είναι απλά να διασώσει την Bundesbank, αντί των γερμανικών τραπεζών.

Εν ολίγοις, η Γερμανία είναι παγιδευμένη και δεν υπάρχει κανένας τρόπος να ξεφύγει.⁸ Τα χρέη, που κρέμονται σαν δαμόκλειος σπάθη, θα μπορούσαν να γίνουν πιο εύκολα διαχειρίσιμα εάν οι θέσεις ανταγωνιστικότητας εντός της ζώνης μπορούσαν να αποκατασταθούν χωρίς να υπονομευθεί η ανάπτυξη. Αλλά, δυστυχώς, συνεχίζοντας να αρνείται το ευρωτρίλλημα που αντιμετωπίζει, η Γερμανία έχει επίσης τις δικές της απόψεις της σχετικά με τον καλύτερο τρόπο για να στηρίξει την ανάπτυξη, διατηρώντας παράλληλα τη γερμανική (υπέρ)«ανταγωνιστικότητα» (δηλαδή, τα εξαγωγικά πλεονάσματα).

7. Η άνευ όρων λιτότητα και η Ευρωχώρα ως ο «μεγάλος ασθενής της παγκόσμιας οικονομίας»

Με τις απόψεις του για «εξισορρόπηση της Ευρώπης», ο πρόεδρος της Bundesbank Weidmann (2012c) παρατηρεί ότι

κανονικά, οι διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών αποτελούν σημαντικό δίαυλο μέσω του οποίου διορθώνονται οι μη βιώσιμες θέσεις στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών—τελικά, οι ελλειμματικές χώρες υποτιμούν, ενώ οι πλεονασματικές χώρες αναπροσαρμόζουν την αξία των νομισμάτων τους. Η αντίδραση που προκαλεί αυτό σε εισαγωγές και εξαγωγές βοηθά στη συνέχεια να επανέρθει το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών πιο κοντά σε μια κατάσταση ισορροπίας.

Σημειώστε ότι ο Weidmann περιγράφει την προσαρμογή τόσο για τις ελλειμματικές όσο και για τις πλεονασματικές χώρες ως αρκετά συμμετρική στην προκειμένη περίπτωση. Ωστόσο, δεδομένου του γεγονότος ότι η «ευθυγράμμιση» της συναλλαγματικής ισοτιμίας δεν αποτελεί πλέον επιλογή σε μια νομισματική ένωση, η προσαρμογή θα πρέπει να γίνει μέσω των τιμών, των μισθών, της απασχόλησης, και της παραγωγής, γι αυτό και ο Weidmann θέτει το ερώτημα: ποιες χώρες πρέπει να προσαρμοστούν; Και μας προσφέρει μια περιέργως ασύμμετρη απάντηση στο ερώτημα αυτό:

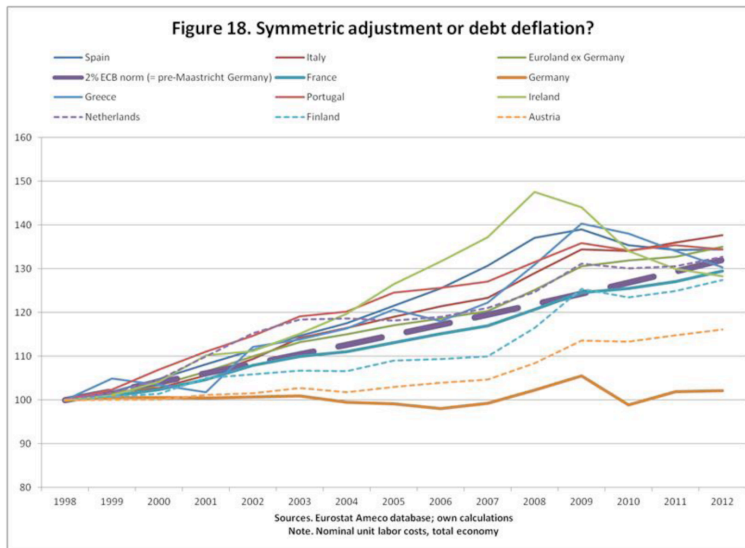
Η τυπική γερμανική θέση θα μπορούσε να περιγραφεί ως εξής: οι ελλειμματικές χώρες πρέπει να προσαρμοστούν. Πρέπει να

⁸ Η ετήσια έκθεση του 2011 της Bundesbank (2012) θέτει το θέμα ότι όποιες ενδεχόμενες απώλειες προκύψουν από τους ισολογισμούς της TARGET2 θα μοιραστούν εντός του Ευρωσυστήματος βάσει των κεφαλαιακών μεριδίων των εταίρων κεντρικών τραπεζών στην ΕΚΤ, που στη περίπτωση της Γερμανίας είναι 27%. Επιβεβαιώνοντας την άποψη αυτή, ο Weidmann (2012b) δηλώνει επίσης ότι «Όπως το βλέπω εγώ, οι ισχυρισμοί της Bundesbank για το TARGET2 δεν αποτελούν κίνδυνο από μόνοι τους επειδή θεωρώ ότι η ιδέα της διάλυσης της νομισματικής ένωσης είναι εντελώς παράλογη». Η υπόθεση αυτή προϋποθέτει ότι είτε η έξοδος είτε η αθέτηση οποιουδήποτε μέλους της δεν θα προκαλέσει ένα φαινόμενο ντόμινο που βλέπει την Bundesbank ως το τελευταίο άτομο που στέκεται όρθιο, όπως στο παιχνίδι των αγορών κρατικού χρέους με ομόλογα.

αντιμετωπίσουν τα διαρθρωτικά τους προβλήματα. Πρέπει να μειώσουν την εγχώρια ζήτηση. Πρέπει να γίνει πιο ανταγωνιστικές και θα πρέπει να αυξήσουν τις εξαγωγές τους. (Weidmann 2012c)

Η «τυπική γερμανική απάντησή» του έχει όμως μερικές κρίσιμες επιπτώσεις.

Αντικατοπτρίζοντας ενδεχομένως μια άποψη συναίνεσης της αγοράς, η απάντησή του μας λέει ότι ενώ οι ελλειμματικές χώρες θα πρέπει να υποστούν μια «εσωτερική υποτίμηση» για να αποκαταστήσουν την ανταγωνιστικότητά τους, η Γερμανία θα αντιμετωπίσει την αντίθετη μορφή «εσωτερικής αναπροσαρμογής» μέσω του αυξημένου πληθωρισμού, με την ευρωζώνη να «βρίσκεται στη μέση», όπως εμφανίζεται στο σχήμα 18 με τη συμμετρική σύγκλιση προς τον κανόνα σταθερότητας του 2% που αρχικά είχαν δεσμευθεί όλα τα μέλη της. Για παράδειγμα, μια μελέτη της Goldman Sachs για την «προσαρμογή της τιμής που απαιτείται για την εξωτερική βιωσιμότητα» εκτιμά ότι, ενώ η Ιρλανδία έχει ήδη βρει το στόχο (ή ακόμα και ελαφρώς πιο κάτω), η Πορτογαλία πρέπει να κατασκευάσει μια περαιτέρω υποτίμηση της τάξεως του 35%, η Ελλάδα περίπου στο 30%, η Ισπανία και η Γαλλία περίπου στο 20%, και η Ιταλία γύρω στο 10% με 15%. Η ίδια μελέτη επισημαίνει ότι: «η άλλη όψη μιας απαιτούμενης υποτίμησης στην περιφέρεια είναι μια ανατίμηση της Γερμανία κοντά στο 25%» (Nielsen 2012: 2), η οποία υποτίθεται ότι θα προκύψει από αύξηση της παραγωγής υψηλότερη από το μέσο όρο, οδηγώντας τον δείκτη του πληθωρισμού αρκετά πάνω από το 2% για μια παρατεταμένη χρονική περίοδο (με βάση την προσομοίωσή τους, πάνω από το 4% για πέντε έως δέκα χρόνια).



Φυσικά, η επιλογή για μια «μέση λύση» δεν είναι καν στο τραπέζι. Από τη γερμανική σκοπιά, αυτή η πορεία προσαρμογής ισοδυναμεί με μια εσκεμμένη προσπάθεια να καταστεί η Γερμανία λιγότερο ανταγωνιστική (αν και αυτό θα ήταν επίσης το προφανές αποτέλεσμα στην περίπτωση μιας επανευθυγράμμισης των συναλλαγματικών ισοτιμιών, αν και με αποπληθωριστικές συνέπειες στη Γερμανία). Στην περίπτωση των εσωτερικών

προσαρμογών σε τιμές και μισθούς, η συμμετρία δεν είναι ανεκτή για τον Weidmann (2012c), ο οποίος ρωτά: «πώς μπορεί η Ευρώπη να πετύχει σε αυτόν τον κόσμο εάν εμείς εγκαταλείψουμε πρόθυμα την σκληρά αποκτημένη ανταγωνιστικότητά μας;»⁹ Είναι σαφές, λοιπόν, ότι η Γερμανία δεν είναι διατεθειμένη να αλλάξει πορεία και θα επιδιώξει να αναγκάσει όλους τους άλλους να συγκλίνουν, αντιθέτως, προς το νέο πρότυπο σταθερότητας που επιδιώκει, που είναι κοντά στο μηδέν. Αν αυτό σημαίνει ότι εξαναγκάζεται η ευρωζώνη σε μια πορεία αποπληθωρισμού του χρέους, ας είναι έτσι. Στην πραγματικότητα, δίχως κανένα ίχνος φόβου περί αποπληθωρισμού, ο Weidmann (2012c) αναγνωρίζει επιπλέον ότι «εκτός και αν η αύξηση της παραγωγικότητας αυξηθεί ως εκ θαύματος, είναι βέβαιο ότι οι τιμές και οι μισθοί θα πρέπει να μειωθούν σε πολλές περιπτώσεις και [λανθασμένα επιβεβαιώνει ότι] δεν πρέπει να συγχέουμε μια τέτοια προσαρμογή που θα γίνει μια φορά με πλήρη αποπληθωρισμό».

Φυσικά, ο Weidmann είναι αυτός που έχει μπερδέψει μια προσαρμογή σε μισθούς και τιμές που θα γίνει μια φορά με τη διαδικασία του αποπληθωρισμού του χρέους. Η καθορισμένη πορεία προσαρμογής της Γερμανίας αναγκάζει ακόμη και τη Γαλλία, η χώρα που έμεινε περισσότερο πιστή στο 2% από όλους τους άλλους εταίρους της ONE που είχαν δεσμευτεί προς αυτό τον κανόνα, σε μια πορεία αποπληθωρισμού του χρέους, συντροφεύοντας την Ιταλία, το άλλο μεγάλο μέλος της ONE που επιβάλλει ήδη σκληρή λιτότητα. Καθώς η συστολή στην ONE υποχρεωτικά θα πλησιάσει κάποια στιγμή τη Γερμανία, το συνταγματικό «φρένο χρέους» της χώρας θα σφραγίσει στη συνέχεια την καθοδηγούμενη από τον αποπληθωρισμό του χρέους λιτότητα σε όλη την ευρωζώνη. Και δεν μπορούμε φυσικά να υποθέσουμε ότι η EKT θα έχει τη δύναμη όσο και τη θέληση να αποτρέψει μία πλήρη έξαρση του αποπληθωρισμού του χρέους, ιδίως καθώς η Bundesbank θα συνεχίσει επίσης να καταβάλλει κάθε δυνατή προσπάθεια για την πρόληψη επιθετικής νομισματικής δράσης.

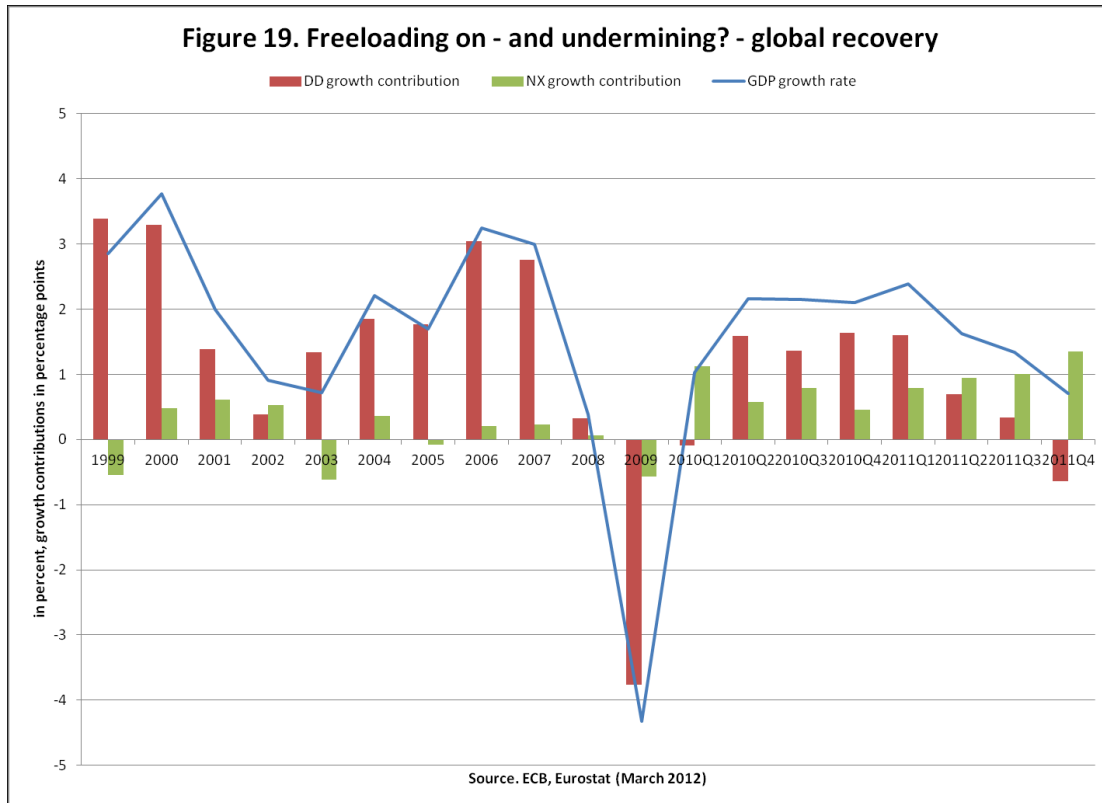
Η ομιλία του Weidmann περιλαμβάνει και άλλες αξιοσημείωτες παρατηρήσεις που έχουν μεγάλο ενδιαφέρον για την παγκόσμια κοινότητα. Ο Weidmann δεν αγνοεί το γεγονός ότι «οι πλεονασματικές χώρες θα επηρεαστούν τελικά καθώς οι ελλειμματικές χώρες θα προσαρμόζονται... Καθώς οι ελλειμματικές χώρες θα εισάγουν λιγότερο και θα γίνουν πιο ανταγωνιστικές, οι πλεονασματικές χώρες θα τρέχουν χαμηλότερα πλεονάσματα». Προσέξτε εδώ όμως ότι αναμένει τη Γερμανία να τρέχει «τελικά» «χαμηλότερα» πλεονάσματα, όχι ένα ισορροπημένο εμπορικό ισοζύγιο. Νωρίτερα στην ομιλία του, ο Weidmann επεσήμανε ότι «ένα μεγάλο ποσοστό των σημερινών ελλειμμάτων και πλεονασμάτων προκύπτουν από συναλλαγές με χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ». Στην πραγματικότητα, όπως έδειξε η ανάλυση στο τμήμα 5 αυτής της μελέτης, η συμπίεση των εμπορικών πλεονασμάτων της Γερμανίας εντός της ζώνης του ευρώ με τη λήψη μέτρων λιτότητας στις χώρες της ευρωζώνης αντισταθμίζεται από τη βολική συμπίεση του ευρώ, η οποία τονώνει τις εξαγωγές της Γερμανίας εκτός της ζώνης του ευρώ. Καθώς άλλοι εταίροι στην ευρωζώνη «αποκαταστατούν την ανταγωνιστικότητά τους» και την επανευθυγραμμίζουν με την ανταγωνιστικότητα της Γερμανίας για την

⁹ Υπενθυμίζεται εδώ ότι η καταστολή των μισθών αντί της μηχανικής εφευρετικότητας ήταν το μυστικό της «σκληρά αποκτημένης ανταγωνιστικότητας» της Γερμανίας.

επανεξισορρόπηση της ανταγωνιστικότητας εντός της ζώνης του ευρώ, η ανταγωνιστικότητά τους εκτός της ζώνης του ευρώ θα βελτιωθεί επίσης αναλόγως. Είναι επομένως μεγάλου ενδιαφέροντος ότι ο Weidmann (2012a) περιγράφει τη βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της Γερμανίας από την έναρξη της ΟΝΕ ως αποτέλεσμα της «αποκατάστασης» της ανταγωνιστικότητας της Γερμανίας. Αναμφισβήτητα, αν η μετατροπή ενός σχεδόν ισορροπημένου ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε πλεόνασμα της τάξης του 8% του ΑΕΠ μπορεί να θεωρηθεί ως «αποκατάσταση» της ανταγωνιστικότητας, ο Weidmann αποκαλύπτει στην παγκόσμια κοινότητα ποιες είναι οι πραγματικές επιπτώσεις μιας ευρωπαϊκής οικονομικής και νομισματικής ένωσης κάτω από την καθοδήγηση της Γερμανίας: ένας υπερτροφοδοτούμενος μερκαντισμός.

Η αναχαίτιση της απειλής από την αυτο-προκαλούμενη κρίση της ευρωζώνης στην παγκόσμια ανάκαμψη πρέπει, ως εκ τούτου, να επικεντρωθεί στην αποδυνάμωση του ευρώ που απορρέει. Η ασύνετη λιτότητα που επιβάλλεται σε ολόκληρη την ήπειρο κάτω από τη γερμανική ηγεσία, ακολουθώντας το παράδειγμα του συνταγματικού φρένου στο χρέος που σχεδίασε η Γερμανία και το οποίο ενέπνευσε την τελευταία «ενίσχυση» του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης καθώς και το νέο «δημοσιονομικό σύμφωνο»—πνίγει την εγχώρια ζήτηση. Όπως πάντα, η «αναπτυξιακή στρατηγική» της ΕΕ κάνει ακριβώς «μια από τα ίδια», δηλαδή περισσότερη λιτότητα και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις με σκοπό την ανάκτηση εμπιστοσύνης, που ουσιαστικά δεν αποτελούν τίποτα άλλο από μια αντιαναπτυξιακή στρατηγική.¹⁰ Προσθέτοντας μια κρίση ανάπτυξης στην ήδη διπλή κρίση της Ευρωζώνης (τραπεζικός τομέας και ισοζύγια πληρωμών) θα οδηγήσει αναπόφευκτα από το κακό στο χειρότερο τα προβλήματα φερεγγυότητας και θα μετατρέψει την Ευρώπη σε ακόμα μεγαλύτερη τροχοπέδη για την παγκόσμια ανάπτυξη και σε μεγαλύτερο κίνδυνο για την παγκόσμια σταθερότητα. Η διάλυση του ευρώ είναι ένας μη αμελητέος κίνδυνος σε αυτό το σημείο δεδομένου ότι μια έγκαιρη πολιτική συμφωνία δεν φαίνεται να διαγράφεται στον ορίζοντα και η ρευστότητα της ΕΚΤ θα πάψει κάποια στιγμή να πείθει τις αγορές.

¹⁰ Οι Varoufakis και Holland (2011) παρέχουν μια οικοδομητική «μετριοπαθή πρόταση» για να ξεπεραστεί η κρίση του ευρώ, συμπεριλαμβανομένης μιας κατάλληλης αναπτυξιακής στρατηγικής.



Από μια παγκόσμια οπτική γωνιά, η ευρωζώνη δεν είναι μόνο λαθρεπιβάτης στην εξωτερική ανάπτυξη για να αντισταθμίσει την ασφυξία στην εγχώρια ζήτηση που έχει προκαλέσει μέσα στη ζώνη του ευρώ η παράλογη λιτότητα (βλ. Σχήμα 19), αλλά ρίχνει λάδι στη φωτιά με το να χρησιμοποιεί το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο ως παγκόσμιο χορηγό στο χτίσιμο ενός τείχους προστασίας της ευρωζώνης (με τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας) για μια καθαρά εγχώρια κρίση. Ο γερμανικός мерκαντισμός είχε προκαλέσει περιφερειακές ανισορροπίες και εντάσεις την περίοδο πριν την ΟΝΕ. Το ευρώ έχει πολλαπλασιάσει το βάρος της Γερμανίας—και τη βαρύτητα της γερμανικής πολιτικής άποψης—στην παγκόσμια οικονομία. Ουσιαστικά, η Γερμανία, η παγκόσμια πρωταθλήτρια στα λόγια περί ηθικού κινδύνου, κρατάει όμηρο σήμερα την παγκόσμια κοινότητα με ένα «πολύ μεγάλο για να καταρρεύσει» παγκόσμιο κίνδυνο, «κατασκευασμένο στη Γερμανία», ο οποίος προκύπτει από ένα δυνητικά θανατηφόρο μίγμα μιας δυσλειτουργικής νομισματικής ένωσης σε συνδυασμό με τις οικονομικές συνέπειες της άρνησης της Γερμανίας για το ευρωτρίλλημα που αντιμετωπίζει. Είναι ένα πράγμα να είναι η Ευρωχώρα λαθρεπιβάτης στην εξωτερική ανάπτυξη, να υπαναχωρεί από τις δεσμεύσεις της προς τις χώρες της G-20 για παγκόσμια εξισορρόπηση, και εντελώς διαφορετικό να δημιουργεί η Ευρωχώρα τη σημαντικότερη απειλή για τη σταθερότητα στον κόσμο με τις δικές της ανόητες πολιτικές και να μην ντρέπεται καν να «ζητάει στήριξη από χώρες για τη διάσωση της ευρωζώνης που είτε είναι δημοσιονομικά πιο επιβαρυνμένες ή πολύ φτωχότερες από την ίδια την ευρωζώνη» (Bibow 2012b).

8. Τελικές Παρατηρήσεις

Σημαντικά ψεγάδια στον σχεδιασμό του καθεστώτος του Μάαστριχτ σε συνδυασμό με καθεστωτικές ανταγωνιστικές πολιτικές που ακολουθεί η μεγαλύτερη χώρα μέλος της νομισματικής ένωσης, η Γερμανία, έχουν προκαλέσει την σημερινή κρίση στην Ευρωζώνη. Η κρίση γίνεται καλύτερα κατανοητή ως μια διπλή κρίση τραπεζικού τομέα και ισοζυγίου πληρωμών. Η επίλυση της κρίσης απαιτεί ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών και συμμετρική εσωτερική εξισορρόπηση, δύο μέτωπα που μπορεί να αντιμετωπιστούν με επιτυχία μόνο αν διατηρηθεί παράλληλα η οικονομική μεγέθυνση. Σε μια μεγάλη οικονομία όπως αυτής της ευρωζώνης, αυτό συνεπάγεται διατήρηση της αύξησης της εγχώριας ζήτησης. Η λανθασμένη αντιμετώπιση της κατάστασης στην ευρωζώνη ως «κρίση δημόσιου χρέους», που θεωρεί ότι η μόνη θεραπεία είναι η λιτότητα και ο αποπληθωρισμός των μισθών στις χώρες κυρίως της περιφέρειας, συμβάλλει στην προσθήκη μιας αυτοπροκαλούμενης κρίσης ανάπτυξης πάνω σε μια ήδη δυσάρεστη οικονομική κατάσταση, που έχει προκύψει από μια τραπεζική κρίση και από εμπορικές ανισορροπίες. Η μετατροπή της Ευρωζώνης στον «μεγάλο ασθενή της παγκόσμιας οικονομίας» δημιουργεί μια παγκόσμια «πολύ μεγάλη για να καταρρεύσει» απειλή και έναν αντίστοιχο ηθικό κίνδυνο που προκαλεί την παγκόσμια κοινότητα στο έπακρο.

Οι λανθασμένες αντιλήψεις και η κακή συμπεριφορά της Γερμανίας έχουν επιβαρύνει την ΟΝΕ με ανισορροπίες και κληροδοτήματα χρέους που θα είναι πολύ δύσκολο να ξεπεραστούν χωρίς μεταρρύθμιση της ΟΝΕ προς την κατεύθυνση μιας πολιτικά ολοκληρωμένης δημοσιονομικής ένωσης (Bibow 2010). Η δημοσιονομική ένωση μπορεί να πάρει πολλές διαφορετικές μορφές. Εκτός από την κάλυψη της Κοινής Γεωργικής Πολιτικής, ο σημερινός κοινοτικός προϋπολογισμός, που είναι περίπου το 1% του ΑΕΠ της ΕΕ, επιτρέπει κάποια ανακατανομή μεταξύ των μελών για την προώθηση της σύγκλισης και της συνοχής. Δεδομένου ότι ο προϋπολογισμός πρέπει να είναι ισοσκελισμένος, δεν μπορεί να εξυπηρετήσει τους σκοπούς μιας πολιτικής για σταθεροποίηση. Ο Goodhart (2007) υπενθυμίζει δύο εκθέσεις από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή που εξετάζουν τις ελάχιστες απαιτήσεις για ομοσπονδιακή δημοσιονομική στήριξη του κοινού νομίσματος. Ενώ η πρώτη, η λεγόμενη έκθεση MacDougall του 1977, υποστήριξε ότι ήταν αναγκαίος ένας ομοσπονδιακός προϋπολογισμός από 5% έως 7% του ΑΕΠ της ΟΝΕ, η επόμενη έκθεση του 1993, με τίτλο «Σταθερό χρήμα και υγιή δημοσιονομικά» διαπίστωνε ότι ακόμη και με ένα πολύ μικρότερο ετήσιο κόστος, της τάξης μόλις του 0,2% του ΑΕΠ της ΟΝΕ, θα μπορούσε να δημιουργηθεί ένας μηχανισμός σταθεροποίησης για ασύμμετρα σοκ ανάλογο με αυτόν που υπάρχει στις ΗΠΑ. Αυτή η μινιμαλιστική έκδοση «αμοιβαίας ασφάλισης» της δημοσιονομικής ένωσης συνεχίζει να αφήνει στα χέρια της εθνικής δημοσιονομικής πολιτικής τον συντονισμό μιας κατάλληλης δημοσιονομικής πολιτικής σε επίπεδο ένωσης για την αντιμετώπιση συμμετρικών σοκ.

Η ρήτρα περί «μη διάσωσης» που περιλαμβάνει η Συνθήκη του Μάαστριχτ αρνείται κάθε ρόλο για την αμοιβαία ασφάλεια, ενώ το φρικτά ονομαζόμενο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης δεν προσπάθησε ποτέ καν να καθορίσει τον κατάλληλο συντονισμό της

δημοσιονομικής πολιτικής. Πρεσάροντας περαιτέρω το φάσμα ευελιξίας των μελών για την αντιμετώπιση ασύμμετρων σοκ, το πρόσφατα ενισχυμένο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης μέσω του «δημοσιονομικού συμφώνου» αποτυγχάνει παντελώς για άλλη μια φορά να καλύψει το σημαντικό κενό στην πολιτική της ΟΝΕ για μια αναπτυξιακή στρατηγική, η οποία θα πρέπει να περιλαμβάνει την εγχώρια διαχείριση της ζήτησης!

Ίσως η μεγαλύτερη ειρωνεία της «κρίσης του ευρώ κατασκευασμένη στη Γερμανία» είναι ότι η αποτυχία να αποτραπούν οι ασύμμετρες κρίσεις που ενδέχεται να προκύψουν από τις διαφορές των μισθών έχει μεγενθύνει κατά πολύ το απαιτούμενο περιθώριο για μια δημοσιονομική ένωση που θα μπορεί να διασφαλίσει την μελλοντική επιβίωση του ευρώ. Υπάρχει ένας μη αμελητέος κίνδυνος ότι η πολιτική διαδικασία μπορεί να μην παράγει έγκαιρες αποφάσεις πριν στερέψει η ρευστότητα της ΕΚΤ.

Πηγές

Almunia, J. 2008. "Foreword." In *EMU@10—Successes and Challenges after Ten Years of Economic and Monetary Union*. Brussels: European Commission.

Avdjiev, S., C. Upper, and N. Vause. 2010. "Highlights of International Banking and Financial Market Activity." *BIS Quarterly Review*, December: 13–25.

Baba, N., R.N. McCauley, and S. Ramaswamy. 2009. "U.S. Dollar Money Market Funds and Non-U.S. Banks." *BIS Quarterly Review*, March: 65–81.

Benoit, B. 2009. "Germany Ready to Help Eurozone Members." *FT.com*, February 18.

Bibow, J. 2001. "Making EMU Work: Some Lessons from the 1990s." *International Review of Applied Economics* 15(3): 233–59.

———. 2003. "On the 'burden' of German unification." *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* 61(225): 137–69. [Originally publishes as Working Paper No. 328. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.]

———. 2004. "Assessing the ECB's Performance Since the Global Slowdown—A Structural Policy Bias Coming Home to Roost?" Working Paper No. 409. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.

———. 2005. "Issing Fails to Justify Claims That ECB Policy Flagged Up Likely Threats." Letter to the Editor, *Financial Times*, December 19.

———. 2006a. "Inflation Persistence and Tax-Push Inflation in Germany and the Euro Area: A Symptom of Macroeconomic Mismanagement?" *Studies* 1/2006. Düsseldorf, Germany: Institut fuer Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK).

———. 2006b. “The Euro Area Drifting Apart—Does Reform of Labor Markets Deliver Competitive Stability or Competitive Divergence?” In *Structural Reforms and Macroeconomic Policy*. ETUC, 76–86.

———. 2007a. “How the Maastricht Regime Fosters Divergence as Well as Fragility.” In P. Arestis, E. Hein, and E. Le Heron (eds.), *Monetary Policies—Modern Approaches*. Basingstoke, UK: Palgrave. [Originally published as Working Paper 460. Annandale-on-Hudson, NY: The Levy Economics Institute of Bard College.]

———. 2007b. “Global Imbalances, Bretton Woods II, and Euroland’s Role in All This.” In J. Bibow and A. Terzi (eds.) *Euroland and the World Economy—Global Player or Global Drag?* Basingstoke, UK: Palgrave. [Originally published as Working Paper 486. Annandale-on-Hudson, NY: The Levy Economics Institute of Bard College].

———. 2009a. “The Euro and Its Guardian of Stability: The Fiction and Reality of the 10th Anniversary Blast.” Working Paper no. 583. Annandale-on-Hudson, NY: The Levy Economics Institute of Bard College. Forthcoming in L.-P. Rochone (ed.), *Monetary Policy and Crisis*, Cheltenham, UK: Edward Elgar.

———. 2009b. *Keynes on Monetary Policy, Finance and Uncertainty: Liquidity Preference Theory and the Global Financial Crisis*. London, UK and New York, NY: Routledge.

———. 2010. “Suffocating Europe.” *Eurointelligence*, June 25.

———. 2012a. “To Make or Break the Euro: Germany’s Euro Trilemma.” *Eurointelligence*, February 24.

———. 2012b. “Deal Is Indeed Unacceptable.” *Financial Times*, Letter to the editors, April 4.

Bindseil, U. and P.J. Koenig. 2011. “The Economics of TARGET2 Balances.” SFB Discussion Paper 2011-035.

Borio, C. and P. Disyatat. 2011. Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No link?” BIS Working Paper No. 346, May.

Deutsche Bundesbank. 2008. “Monthly Bulletin, Germany’s International Investment Position Since the Beginning of Monetary Union: Developments and Structure.” October, pp. 15–32.

———. 2012. “Annual Report 2011, TARGET2 Balances in the Eurosystem.” pp. 48–50.

European Central Bank (ECB). 2005. “Asset Price Bubbles and Monetary Policy.” *Monthly Bulletin* April: 47–60.

European Commission. 2012. Report from the Commission, Alert Mechanism Report, Report prepared in accordance with Articles 3 and 4 of the Regulation on the Prevention and Correction of Macro-Economic Imbalances, Brussels, 14 February, http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/documents/alert_mechanism_report_2012_en.pdf.

Flassbeck, H. 2007. "Wage Divergences in Euroland: Explosive in the Making." In J.

Bibow and A. Terzi (eds.) *Euroland and the World Economy: Global Player or Global Drag?* London, UK: Palgrave-Macmillan: 43–52.

Goodhart, C. A. E. 1998. "The Two Concepts of Money: Implications for the Analysis of Optimal Currency Areas." *European Journal of Political Economy* 14 (3): 407–432.

———. 2007. "Replacing the Stability and Growth Pact?" In J. Bibow and A. Terzi (eds.) *Euroland and the World Economy: Global Player or Global Drag?* London, UK: Palgrave-Macmillan: 135–53.

G-20 Leaders. 2009. "The Leaders Statement: The Pittsburgh Summit." 24–25 September.

Issing, O. 2005. "One Size Fits All! A single Monetary Policy for the Euro Area." Speech given in Frankfurt, Germany, 20 May. <http://www.ecb.int/press/key/date/2005/html/sp050520.en.html> .

McCauley, R.N., and G. von Peter. 2009. "The U.S. Dollar Shortage in Global Banking." *Quarterly Review* March. Basel, Switzerland: Bank for International Settlements.

McGuire, P., and G. von Peter. 2009. "The US Dollar Shortage in Global Banking and the International Policy Response." BIS Working Paper No. 291, October.

Mundell, R.A. 1961. "A Theory of Optimum Currency Areas." *American Economic Review* 51(4): 657–75.

Nielsen, L. H. W. 2012. "Achieving Fiscal and External Balance (Part 1): The Price Adjustment Required for External Sustainability." *European Economics Analyst* No. 12/01, March 15, Goldman Sachs.

Parkin, B. 2010. "Merkel Seeks 'Decisive' German Cuts as Geithner Urges Spending." *Bloomberg*, June 6.

Sinn, H.-W. 2011a. "The ECB's Secret Bailout Strategy." *Project Syndicate*, April 29. <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-ecb-s-secret-bailout-strategy>

———. 2011b. “The ECB’s Stealth Bailout.” *www.vox.org*, June 1.
<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6599>

Trichet, J.-C. 2011. “Economic and Monetary Union—What We Have Achieved and What We Must Do Next.” Speech, January 7.

Varoufakis, Y. and S. Holland. 2011. “A Modest Proposal for Overcoming the Euro Crisis.” Policy Note 2011/3, May. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.

Waysand, C., K. Ross, and J. de Guzman. 2010. “European Financial Linkages: A New Look at Imbalances.” IMF Working Paper WP/10/295.

Weidmann, J. 2012a. “Containing the Sovereign Debt Crisis—Germany’s Role and Contribution.” Speech, Mexico City, February 24, BIS Central Bankers’ Speeches.
<http://www.bis.org/review/r120228b.pdf>

———. 2012b. “What Is the Origin and Meaning of TARGET2 Balances?” Deutsche Bundesbank, March 15.
http://www.bundesbank.de/download/presse/publikationen/20120315.target2_balances.pdf,

———. 2012c. “Rebalancing Europe.” Speech, London, March 28, BIS Central Bankers’ Speeches. <http://www.bis.org/review/r120329a.pdf>.

Whittaker, J. 2011. “Intra-Eurosystem Debts.” Lancaster University Management School, March 30.

Wilson, J. 2012. “Bundesbank Squares Up to Draghi’s ECB.” *Financial Times*, March 1.
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/eb335298-63be-11e1-8762-00144feabdc0.html#axzz1oDRIDiQ5>.

Wolf, M. 2012. “The Pain in Spain Will Test the Euro.” *Financial Times*, March 6.
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f54332d2-66dc-11e1-9e53-00144feabdc0.html#axzz1qywylchO>.

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). 2010. *Trade and Development Report*. Report by the secretariat, New York and Geneva.