



Επιστημονική Εργασία υπό Εξέλιξη (Working Paper) No. 734

**Η κρίση του χρηματιστικού καπιταλισμού στην ευρωπεριοχή, ελλείψεις στην
αρχιτεκτονική της οικονομικής πολιτικής, και πολιτικές αποπληθωριστικής
στασιμότητας***

Του

Eckhard Hein

Σχολής Οικονομικών και Δικαίου του Βερολίνου και Ινστιτούτο για τη Διεθνή Πολιτική
Οικονομία, Βερολίνο

Οκτώβρης 2012

* Για μια πιο λεπτομερή επεξεργασία της μακροοικονομικής θεωρίας του χρηματιστικού καπιταλισμού, δείτε τα αντίστοιχα κεφάλαια στο βιβλίο μου *The Macroeconomics of Finance-dominated Capitalism—and Its Crisis* (Hein 2012a). Η παρούσα εργασία βασίζεται σε αυτή τη θεωρία και επεκτείνει και ανανεώνει την ανάλυση της ευρωκρίσης που έχει διαμορφωθεί στο Hein (2112β). Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον Achim Truger για τα χρήσιμα σχόλια του και τον Matthias Mundt για την πολύτιμη ερευνητική βοήθεια του.

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

Στην εργασία αυτή, η ευρωκρίση ερμηνεύεται ως το τελευταίο επεισόδιο της κρίσης του χρηματιστικού καπιταλισμού. Αναλύονται τα κύρια χαρακτηριστικά του χρηματιστικού καπιταλισμού για τις 11 αρχικές χώρες της ευρωπεριοχής και, συγκεκριμένα, η αυξανόμενη ανισότητα στην κατανομή του εισοδήματος και οι αυξανόμενες ανισορροπίες του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Στο πλαίσιο αυτό, εξετάζεται η ευρωκρίση και οι αντιδράσεις οικονομικής πολιτικής εκ μέρους των ευρωπαϊκών κυβερνήσεων και των ευρωπαϊκών θεσμών. Δείχνουμε ότι από το 2010 επικρατούν πολιτικές αποπληθωριστικής στασιμότητας, με αποτέλεσμα μαζικές απώλειες στο πραγματικό ΑΕΠ. Έχει υπάρξει σχετική βελτίωση στην ανταγωνιστικότητα των τιμών στις χώρες υπό κρίση, αλλά ταυτόχρονα σημαντικές και επίμονες ανισορροπίες στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Έχουν προκύψει μειώσεις στην αναλογία του δημοσιονομικού ελλείμματος προς το ΑΕΠ, αλλά από την άλλη μεριά η αναλογία του ακαθάριστου δημοσίου χρέους προς το ΑΕΠ ακολουθεί ανοδικές τάσεις. Τέλος, υπογραμμίζουμε ότι υπάρχει κίνδυνος για περαιτέρω ύφεση στην ευρωπεριοχή ως σύνολο και αυξανόμενη απειλή για τελική κατάρρευση του ευρώ. Ως εκ τούτου, προτείνουμε μια εναλλακτική προσέγγιση μακροοικονομικής πολιτικής για την αντιμετώπιση των βασικών αντιφάσεων του χρηματιστικού καπιταλισμού και τις ελλείψεις των ευρωπαϊκών θεσμών και στρατηγικών οικονομικής πολιτικής, ιδίως την απουσία (1) ενός θεσμικού οργάνου που θα εγγυάται πειστικά το δημόσιο χρέος των κρατών μελών της ευρωπεριοχής και (2) ενός σταθερού και βιώσιμου χρηματοδοτικού μηχανισμού για τις ανισορροπίες στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

1. Εισαγωγή

Στην εργασία αυτή ερμηνεύουμε τις πρόσφατες κρίσεις που έπληξαν την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) και την ευρωπεριοχή ως το πιο πρόσφατο επεισόδιο της κρίσης του χρηματιστικού καπιταλισμού. Από τις αρχές της δεκαετίας του 1980, έχουν αναπτυχθεί σε διαφορετικό βαθμό σε διάφορες χώρες, τα ακόλουθα κύρια χαρακτηριστικά του χρηματιστικού καπιταλισμού (Hein, 2012a): η απορύθμιση των εθνικών και διεθνών αγορών, της εργασίας και των χρηματοπιστωτικών αγορών—και ιδίως η αναδιανομή του εισοδήματος εις βάρος των χαμηλών μισθών και οι αυξανόμενες ανισορροπίες στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών σε παγκόσμιο επίπεδο όσο και σε περιφερειακό επίπεδο, ιδίως στο πλαίσιο της ευρωπεριοχής από την εισαγωγή του ευρώ το 1999. Ξεκινώντας με την κατάρρευση της αγοράς ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ το 2007, η οποία απέκτησε ορμή με την κατάρρευση της Lehmann Brothers το 2008 και η οποία οδήγησε στη Μεγάλη Κάμψη σε παγκόσμια κλίμακα το 2008/09, η κρίση του χρηματιστικού καπιταλισμού θα μπορούσε, με την ευρωκρίση από το 2010, να ειδωθεί ως το τελευταίο επεισόδιο. Η κρίση αυτή απειλεί την περαιτέρω ύπαρξη του ευρώ λόγω δύο μεγάλων ελλείψεων στη συγκεκριμένη αρχιτεκτονική της οικονομικής πολιτικής στην ευρωπεριοχή. Πρώτον, η ρητή εγγύηση του δημοσίου χρέους των χωρών μελών από τη νομισματική αρχή της νομισματικής ένωσης, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), εξαιρείται από τις συνθήκες και τους κανονισμούς της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ως εκ τούτου, οι κυβερνήσεις των χωρών-μελών της ευρωζώνης εκδίδουν χρέος σε ένα κοινό

νόμισμα, το ευρώ, αλλά όχι στο δικό τους νόμισμα, υπό την έννοια ότι η δική τους κεντρική τράπεζα θα εγγυηθεί την νομισματοποίηση αυτού του χρέους σε περίπτωση που χρειαστεί. Δεύτερον, σταθερές και βιώσιμες δημοσιονομικές μεταβιβάσεις μεταξύ των χωρών-μελών έχουν επίσης αποκλειστεί από τις συνθήκες, έτσι ώστε το δημόσιο χρέος μιας χώρας μέλους δεν είναι εγγυημένο από την κοινότητα των κυβερνήσεων των χωρών μελών στο σύνολό της. Επειδή δεν έχουν επίσης υπάρξει αποτελεσματικοί μηχανισμοί για την πρόληψη της διόγκωσης των εξωτερικών μακροοικονομικών ανισορροπιών μεταξύ των χωρών στην ευρωπεριοχή, οι ανισοροπίες αυτές συνεπάγονται αυξανόμενο χρέος στους εγχώριους τομείς του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ελλειμματικών χωρών. Κατά τη διάρκεια της κρίσης, οι δύο αυτές θεσμικές ανεπάρκειες έγιναν ορατές και απαιτούσαν γρήγορες θεσμικές αλλαγές. Ωστόσο, αυτό δεν συνέβη επειδή οι φορείς χάραξης της ευρωπαϊκής οικονομικής πολιτικής, που κυριαρχούνται από τη χώρα με πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, τη Γερμανία, έχουν ερμηνεύσει την κρίση ως μια κρίση δημοσίου χρέους που προκλήθηκε από ανεύθυνες κυβερνήσεις στις χώρες που επηρεάστηκαν αρχικά από την κρίση. Η αντίδραση έχει ως εκ τούτου επιβάλλει πολιτικές λιτότητας στις χώρες που βρίσκονται υπό οικονομική κρίση. Αυτή η αντίδραση παρατείνει την κρίση σε αυτές τις χώρες, απειλεί να προκαλέσει νέα ύφεση στην ευρωπεριοχή στο σύνολό της το 2012/13, επιβάλλει πιέσεις αποπληθωριστικής στασιμότητας στην ευρωπεριοχή και προκαλεί κινδύνους για το ευρώ, οδηγώντας το σε τελική κατάρρευση.

Στο κείμενο που ακολουθεί, παρέχουμε μια εναλλακτική ερμηνεία για την ευρωκρίση, θεωρώντας την ως μια συγκεκριμένη και συστημική κρίση του χρηματιστικού καπιταλισμού στην ευρωπεριοχή, και περιγράφουμε τις βασικές αρχές μιας εναλλακτικής στρατηγικής οικονομικής πολιτικής, χωρίς να μπαίνουμε σε πολλές λεπτομέρειες. Στην ενότητα 2 ξεκινάμε με μια γενική επισκόπηση γύρω από την ανάπτυξη της κατανομής του εισοδήματος στις αρχικές 11 χώρες της ευρωπεριοχής (ΕΕ των 12, με εξαίρεση το Λουξεμβούργο): Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ιταλία, Ιρλανδία, Κάτω Χώρες, Πορτογαλία, Ισπανία και Φινλανδία. Εξάγουμε μια τυπολογία των μακροοικονομικών εξελίξεων πριν από την κρίση, εστιάζοντας σε δύο ακραίες μορφές, την «καταναλωτική έκρηξη καθοδηγούμενη από το χρέος» και τον «μερκανταλισμό», και παρουσιάζουμε ταυτόχρονα τις ανισοροπίες στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στην ευρωπεριοχή ως σύνολο. Στην ενότητα 3 εξετάζουμε την ευρωκρίση, την ερμηνεία της από τους κυρίαρχους διαμορφωτές οικονομικής πολιτικής, τις άστοχες πολιτικές ανταποκρίσεις και τα αποτελέσματα τους μέχρι τώρα. Τέλος, στην ενότητα 4 διαμορφώνουμε μια εναλλακτική προσέγγιση μακροοικονομικής πολιτικής με στόχο την εξάλειψη των αδυναμιών της παρούσας οικονομικής πολιτικής που εφαρμόζεται στην ευρωπεριοχή. Η τελευταία ενότητα συνοψίζει τη μελέτη και καταλήγει σε συμπεράσματα.

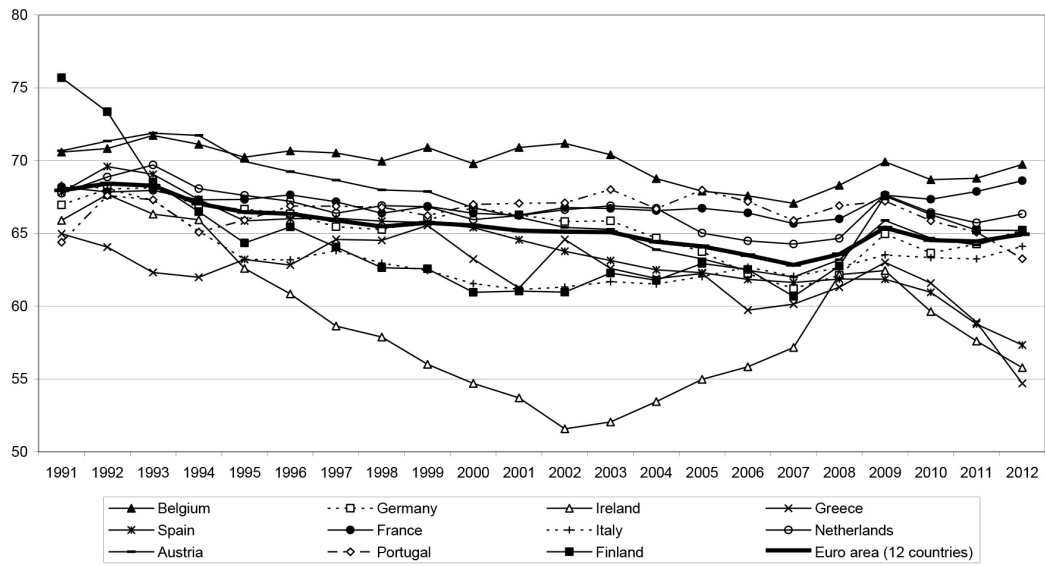
2. Ο χρηματιστικός καπιταλισμός στην ευρωπεριοχή: Αυξανόμενες ανισότητες και μακροοικονομικές ανισοροπίες

Μπορούμε να προσδιορίσουμε τρία κύρια κανάλια μέσω των οποίων συμβάλλει ο χρηματιστικός καπιταλισμός στην ανακατανομή του εισοδήματος εις βάρος των χαμηλών μισθών (Hein, 2011b, 2012a). Πρώτον, η τομεακή σύνθεση της οικονομίας μπορεί να

αλλάζει προς όφελος των χρηματοοικονομικών εταιριών που αποκομίζουν υψηλά μερίδια κέρδους και εις βάρος του μη χρηματοπιστωτικού εταιρικού τομέα και του δημόσιου τομέα με μειωμένα ή μηδενικά μερίδια κέρδους. Δεύτερον, τα γενικά έξοδα, ιδίως οι απολαβές στις κορυφαίες διευθυντικές θέσεις και οι πληρωμές επιτοκίου, καθώς και οι αξιώσεις κέρδους που επιβάλλονται στον τομέα των επιχειρήσεων από τους μετόχους, μπορεί να αυξηθούν. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την άνοδο της προσαύξησης στο άμεσο μοναδιαίο κόστος εργασίας στην τιμολογιακή πολιτική των επιχειρήσεων σε ατελώς ανταγωνιστικές αγορές και την πτώση του μεριδίου του εισοδήματος της (άμεσης) εργασίας, επειδή η προσαύξηση πρέπει να καλύπτει τα γενικά έξοδα και τις αξιώσεις για κέρδη. Τρίτον, η διαπραγματευτική δύναμη των εργαζομένων και των συνδικάτων μπορεί να αποδυναμωθεί εξαιτίας του προσανατολισμού της αξίας προς τους μετόχους και της βραχυπρόθεσμης επιδίωξης του κέρδους από την διοίκηση, αυξάνοντας τη σημασία του χρηματοπιστωτικού τομέα με αδύναμα συνδικάτα σε σχέση με το μη χρηματοπιστωτικό και τον κρατικό τομέα με ισχυρότερες συνδικαλιστικές οργανώσεις, που είναι η επίπτωση της απελευθέρωσης και της παγκοσμιοποίησης του χρηματιστικού κεφαλαίου και του εμπορίου, της απορρύθμισης της αγοράς εργασίας και της συρρίκνωσης ή της πλήρους εγκατάλειψης των κυβερνητικών πολιτικών για τη διαχείριση της ζήτησης. Το αποτέλεσμα είναι η τάση της πτώσης του μεριδίου του εισοδήματος της εργασίας και η τάση της αύξησης της ανισότητας των προσωπικών/οικιακών εισοδημάτων. Όπως μπορεί να δει κανείς από το Σχήμα 1 και τον Πίνακα 1, ακριβώς αυτό είναι που εμφανίζεται στις χώρες που αποτελούν τον πυρήνα της ευρωπεριοχής. Το μερίδιο του εισοδήματος της εργασίας εμφανίζει πτωτική τάση σε κάθε μία από τις χώρες από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 μέχρι το 2007, το έτος πριν από την Μεγάλη Κάμψη. Ο συντελεστής Gini ως μέτρο της ανισότητας των προσωπικών ή οικιακών εισοδημάτων πριν από τους φόρους αυξήθηκε για τις περισσότερες από τις χώρες για τις οποίες υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία από τα μέσα του 1980/μέσα του 1990 μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 2000, με την Ολλανδία να αποτελεί την μόνη εξαίρεση. Και ο συντελεστής Gini ως μέτρο της ανισότητας του διαθέσιμου εισοδήματος μετά τους φόρους αυξήθηκε σε πολλές χώρες. Ωστόσο, το Βέλγιο, η Γαλλία, η Ελλάδα, η Ιρλανδία και η Ισπανία δεν κατέγραψαν μια τέτοια αύξηση.

Figure 1

Labour income share as percentage of GDP at current factor cost, 1991-2012
 Source: European Commission (2012a)



Note: Values for 2012 are European Commission forecasts.

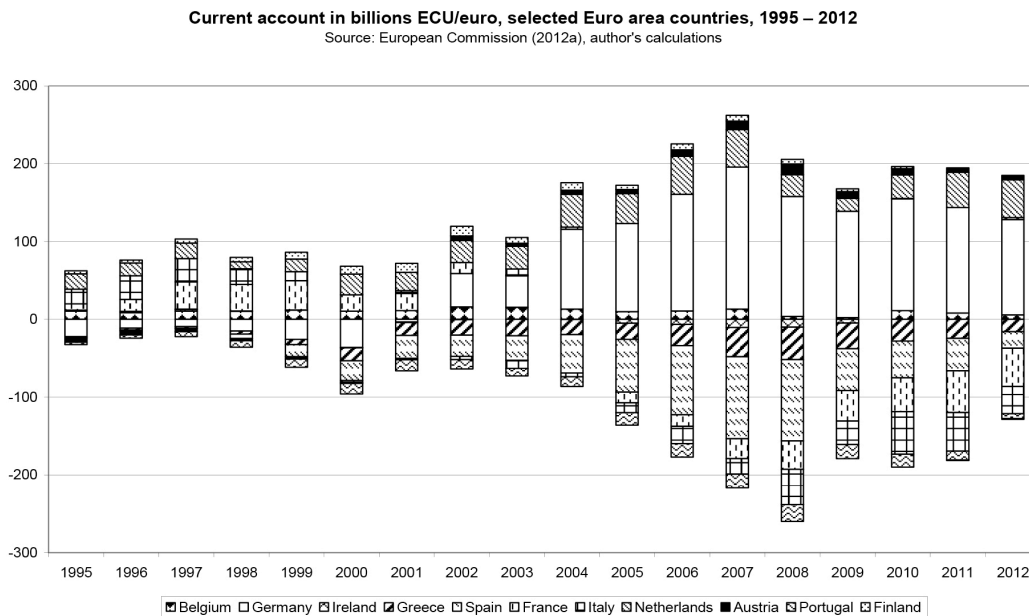
Table 1

Gini coefficient before taxes for households' market income							
Country	mid-80s	around 1990	mid-90s	around 2000	mid-2000s	late 2000s	Change from mid-80s/around 1990/mid 90s until late 2000s
Austria	..	..	..	..	0.433	0.472	..
Belgium	0.449	..	0.472	0.464	0.494	0.469	0.020
Finland	0.387	..	0.479	0.478	0.483	0.465	0.078
France	..	..	0.473	0.490	0.485	0.483	0.010
Germany	0.439	0.429	0.459	0.471	0.499	0.504	0.065
Greece	0.426	..	0.446	0.466	0.454	0.436	0.010
Ireland	..	..	..	..	..	..	..
Italy	0.420	0.437	0.508	0.516	0.557	0.534	0.114
Netherlands	0.473	0.474	0.484	0.424	0.426	0.426	-0.047
Portugal	..	0.436	0.49	0.479	0.542	0.521	0.085
Spain	..	..	..	..	..	0.461	..
Gini coefficient after taxes for households' disposable income							
Country	mid-80s	around 1990	mid-90s	around 2000	mid-2000s	late 2000s	Change mid-80s/around 1990 until late 2000s
Austria	0.236	..	0.238	0.252	0.265	0.261	0.025
Belgium	0.274	..	0.287	0.289	0.271	0.259	-0.015
Finland	0.209	..	0.218	0.247	0.254	0.259	0.050
France	0.300	0.290	0.277	0.287	0.288	0.293	-0.007
Germany	0.251	0.256	0.266	0.264	0.285	0.295	0.044
Greece	0.336	..	0.336	0.345	0.321	0.307	-0.029
Ireland	0.331	..	0.324	0.304	0.314	0.293	-0.038
Italy	0.309	0.297	0.348	0.343	0.352	0.337	0.028
Netherlands	0.272	0.292	0.297	0.292	0.284	0.294	0.022
Portugal	..	0.329	0.359	0.356	0.385	0.353	0.024
Spain	0.371	0.337	0.343	0.342	0.319	0.317	-0.054
Note: Gini coefficient is based on equivalised household income							
Source: OECD (2012), author's calculations							

Στο πλαίσιο της αύξησης της ανισότητας στην κατανομή του προσωπικού εισοδήματος σε πολλές χώρες και της πτώσης του μεριδίου του εισοδήματος της εργασίας σε όλες τις χώρες στην εποχή του χρηματιστικού καπιταλισμού ή της «χρηματιστικοποίησης», διαφορετικοί τύποι καπιταλισμού έχουν αναπτυχθεί κάτω από το καθεστώς της χρηματιστικοποίησης στην ευρωπεριοχή, οι οποίοι είναι συμπληρωματικοί και

τροφοδοτούν τις αυξανόμενες ανισορροπίες του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στην ευρωπεριοχή από την εποχή της ίδρυσής της, όπως μπορεί να δει κανείς στο σχήμα 2.

Figure 2



Note: Values for 2012 are European Commission forecasts.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στην ευρωπεριοχή ως σύνολο, όπως και για την αρχική ευρωπεριοχή (ΕΕ των 12), ήταν σχεδόν ισοσκελισμένο κατά την περίοδο 1999–2007 (European Commission 2012a), έτσι ώστε τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών των πλεονασματικών χωρών-μελών είχαν τα αντίστοιχά τους ελλειμματικά ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών μέσα στην ευρωπεριοχή. Φυσικά, οι χώρες-μέλη στην ευρωπεριοχή έχουν επίσης πλεονάσματα ή ελλείμματα έναντι της υπόλοιπης, μη ευρωπαϊκής περιοχής του κόσμου. Αλλά για την ευρωπεριοχή στο σύνολό της, τα ελλείμματα και τα πλεονάσματα περίπου ακυρώνουν το ένα το άλλο.

Με την ταξινόμηση των τύπων του καπιταλισμού κάτω από το καθεστώς της χρηματοοικονομικής για την ευρωπεριοχή, έχουμε, κατ' αρχάς, τον τύπο της καταναλωτικής έκρηξης καθοδηγούμενο από το χρέος. Δεύτερον, στον αντίποδα, έχει αναπτυχθεί ο μερκανταλισμός. Και τρίτον, μεταξύ των δύο αυτών άκρων, έχουμε τον τύπο της εγχώριας καθοδηγούμενης ζήτησης. Στον τύπο της καταναλωτικής έκρηξης καθοδηγούμενη από το χρέος, είναι η κατανάλωση της ζήτησης μέσω της χρηματοδότησης χρέους που επιτρέπει την άνθηση της συνολικής ζήτησης και την υλοποίηση της αύξησης των κερδών στο πλαίσιο της αναδιανομής του εισοδήματος εις βάρος των χαμηλών εισοδημάτων της εργασίας και τη στασιμότητα στις πραγματικές επενδύσεις, που είναι ένα άλλο χαρακτηριστικό του χρηματοοικονομικού καπιταλισμού. Στον τύπο του μερκανταλισμού, τα εξαγωγικά πλεονάσματα είναι αυτά που σταθεροποιούν τη

συνολική ζήτηση και φροντίζουν για την πραγματοποίηση των κερδών. Ο τρίτος τύπος, η εγχώρια καθοδηγούμενη ζήτηση, δεν μπορεί να στηριχθεί ούτε σε πλεονάσματα εξαγωγών, κάτι το οποίο την ξεχωρίζει από τον δεύτερο τύπο, ούτε σε άνθηση της κατανάλωσης χρηματοδοτούμενη από το χρέος, κάτι το οποίο την ξεχωρίζει από τον πρώτο τύπο. Παίρνουμε τις μέσες τιμές για την περίοδο από το 1999 μέχρι το 2007 για να διακρίνουμε αυτούς τους τύπους και για να κατατάξουμε τις χώρες στην ευρωπεριοχή που εξετάζονται στην παρούσα εργασία για την περίοδο πριν από τη Μεγάλη Κάμψη.

Την περίοδο από το 1999 μέχρι το 2007, ο τύπος του χρηματιστικού καπιταλισμού της καταναλωτικής έκρηξης καθοδηγούμενη από το χρέος μπορεί να εντοπιστεί στην Ελλάδα, την Ιρλανδία και την Ισπανία (Πίνακας 2α). Όλες αυτές οι οικονομίες σημείωσαν σημαντικές αυξήσεις στις τιμές των οικιστικών ακινήτων και/ή στις αναλογίες πλούτου-εισοδήματος για την περίοδο που εξετάζουμε. (BIS, 2010, Girouard et al, 2007, Hein, 2012b). Αυτή η πλασματική αύξηση του πλούτου, μαζί με την απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών αγορών και την εξασθένηση των συνθηκών της πιστοληπτικής ικανότητας, συνέβαλε στην αύξηση της καταναλωτικής ζήτησης, και κατά συνέπεια σε σημαντική αύξηση της συνεισφοράς της ιδιωτικής κατανάλωσης και της εγχώριας ζήτησης. Καταγράφηκαν σχετικά υψηλοί ρυθμοί αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ, σε σύγκριση με τις μερκανταλιστικές χώρες, αλλά αρνητικές χρηματοοικονομικές ισορροπίες (ως ποσοστό του ονομαστικού ΑΕΠ) στον τομέα των νοικοκυριών, και έτσι η αύξηση του ιδιωτικού χρέους των νοικοκυριών ήταν η συνέπεια. Αυτό μεταφράζεται επίσης σε αρνητικούς ισολογισμούς του ιδιωτικού τομέα στο σύνολό του—με τον επιχειρηματικό τομέα να έχει πλεόνασμα σε όλες τις χώρες αυτής της ομάδας, εκτός από την Ισπανία. Ο δημόσιος τομέας συνέβαλε στον αρνητική εγχώριο χρηματοοικονομικό ισολογισμό στην Ελλάδα, αλλά όχι στην Ιρλανδία, ούτε στην Ισπανία. Δεδομένου ότι οι συνολικές εγχώριες δαπάνες ξεπερνούσαν το εθνικό εισόδημα, οι χώρες αυτές έπρεπε να τρέξουν ελλείμματα στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών (δηλαδή, οι χρηματοοικονομικοί ισολογισμοί των εξωτερικών τομέων ήταν θετικοί για κάθε μία από τις χώρες που επιδίωκαν τον τύπο ανάπτυξης βασισμένο στην καταναλωτική έκρηξη καθοδηγούμενη από το χρέος). Συγκεκριμένα, η Ελλάδα και η Ισπανία έπρεπε να βασιστούν στην εισροή ξένων χρηματοοικονομικών πόρων. Η ισχυρή αύξηση της εγχώριας ζήτησης στις χώρες που λειτουργούσε ο τύπος της καταναλωτικής έκρηξης καθοδηγούμενη από το χρέος συνοδεύτηκε από αρνητικές συνεισφορές στην ανάπτυξη του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών στις χώρες αυτές, με εξαίρεση την Ιρλανδία, όπου η συμβολή της εξωτερικής ανάπτυξης ήταν επίσης θετική. Για τις χώρες αυτές, η αύξηση του μέσου μοναδιαίου κόστους εργασίας πάνω από τα αντίστοιχα επίπεδα αύξησης στην υπόλοιπη ευρωπεριοχή και του πληθωρισμού που συνοδευόταν από την ονομαστική ανατίμηση του ευρώ, και συνεπώς η απώλεια της ανταγωνιστικότητας των εγχώριων παραγωγών, συνέβαλαν στα ελλείμματα στο ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών και στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Οι οικονομίες που βασίστηκαν στην καταναλωτική έκρηξη καθοδηγούμενη από το χρέος ήταν οι μηχανές ζήτησης στην ευρωπεριοχή την περίοδο πριν από τη Μεγάλη Κάμψη.

Table 2a

Key macroeconomic variables for "debt-led consumption boom" economies, average values, 1999 – 2007			
	Greece	Ireland	Spain
Annual change in labor income share, as percentage of GDP at current factor costs	-0.5	-0.1	-0.5
Financial balances of external sector as a share of nominal GDP, percent	11.7	1.4	5.7
Financial balances of public sector as share of nominal GDP, percent	-5.3	1.6	0.2
Financial balance of private sector as a share of nominal GDP, percent	-6.4	-3.0	-5.9
Financial balance of private household sector as a share of nominal GDP, percent ^{a)}	-9.3	-6.3 ^{b)}	-1.1
Financial balance of the corporate sector as a share of nominal GDP, percent	2.9	3.3 ^{b)}	-4.7
Real GDP growth, percent	4.1	6.6	3.7
Growth contribution of domestic demand including stocks, percentage points	4.8	5.3	4.8
Growth contribution of private consumption, percentage points	2.6	2.9	2.3
Growth contribution of public consumption, percentage points	0.7	0.9	0.9
Growth contribution of gross fixed capital formation, percentage points	1.5	1.5	1.6
Growth contribution of the balance of goods and services, percentage points	-0.8	1.3	-1.0
Net exports of goods and services as a share of nominal GDP, percent	-11.5	13.4	-3.8
Growth rate of nominal unit labor costs, percent	2.6	3.6	3.0
Inflation (HCPI growth rate), percent	3.2	3.4	3.1
Growth rate of nominal effective exchange rates (relative to 35 countries), percent	1.1	0.9	0.7
Growth rate of real effective exchange rates (relative to 35 countries), percent	0.8	2.7	1.7
Note: ^{a)} adjusted such that private household plus corporate balances sum up to private sector balance, ^{b)} average value for 2002-2007			
Source: European Commission (2012a), author's calculations			

Στον αντίποδα των οικονομιών στην ευρωπεριοχή με βάση τον τύπο της καταναλωτικής έκρηξης καθοδηγούμενη από το χρέος ήταν οι μερκαντιστικές οικονομίες, που καθοδηγούνταν από τις εξαγωγές. Αυτή η ομάδα αποτελείται από την Αυστρία, το Βέλγιο, τη Γερμανία, τις Κάτω Χώρες και τη Φινλανδία (Πίνακας 2β). Αυτές οι οικονομίες χαρακτηρίζονταν από πλεονάσματα στο ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών και στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών, πράγμα που σημαίνει ότι οι χρηματοοικονομικοί

ισολογισμοί των αντίστοιχων εξωτερικών τομέων είχαν έλλειμμα. Αν και ορισμένες από αυτές τις χώρες (Βέλγιο, Κάτω Χώρες, Φινλανδία) είχαν δει σημαντική αύξηση στις αναλογίες πλούτου-εισοδήματος και/ή στις τιμές των κατοικιών, ενώ δεν συνέβη σε κάποιες άλλες χώρες (Αυστρία, Γερμανία) (BIS, 2010, Girouard et al, 2007, Hein, 2012b), οι χρηματοοικονομικοί ισολογισμοί των νοικοκυριών παρέμειναν σε πλεονασματική κατάσταση, με την εξαίρεση της Φινλανδίας. Ωστόσο, επίσης, στη Φινλανδία, όπως και στις άλλες χώρες σε αυτό το σύμπλεγμα, οι χρηματοοικονομικοί ισολογισμοί του ιδιωτικού τομέα ήταν δυναμικά θετικοί. Η συνεισφορά της ιδιωτικής κατανάλωσης και της εγχώριας ζήτησης στην ανάπτυξη ήταν μέτρια, όπως και για την Αυστρία, τη Φινλανδία, το Βέλγιο και την Ολλανδία, ή πολύ αδύναμη, όπως στην περίπτωση της Γερμανίας, και οι χώρες αυτές στηρίχθηκαν σημαντικά στις συνεισφορές της θετικής αύξησης των καθαρών εξαγωγών. Η βάση για τα εξωτερικά πλεονάσματα ήταν, συνεπώς, μια σχετικά αδύναμη εγχώρια ζήτηση, από τη μία πλευρά, αλλά και χαμηλό εργατικό κόστος ανά μονάδα προϊόντος και χαμηλός πληθωρισμός από την άλλη. Για τις μερκανταλιστικές χώρες, η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία αυξήθηκε σε μικρότερο βαθμό από ό, τι στις χώρες που βασίστηκαν στην έκρηξη της κατανάλωσης καθοδηγούμενη από το χρέος, ή ακόμη και μειώθηκε, όπως στην Αυστρία και τη Γερμανία, που συνεπάγεται αύξηση της ανταγωνιστικότητας των τιμών στις μερκανταλιστικές οικονομίες σε σχέση με τις οικονομίες που βασίστηκαν στην κατανάλωση με βάση το χρέος. Έτσι, οι μερκανταλιστικές χώρες επωφελήθηκαν από την περιφερειακή ζήτηση που καθοδηγείτο από την έκρηξη τη κατανάλωσης με βάση το χρέος. Ωστόσο, αυτό το μοντέλο είχε ένα τμήμα: η αύξηση του ΑΕΠ στις μερκανταλιστικές χώρες παρέμεινε κάτω από τα επίπεδα αύξησης του ΑΕΠ στις χώρες με καταναλωτική έκρηξη καθοδηγούμενη από το χρέος, και στην πιο κλειστή μεγάλη οικονομία, αυτή της Γερμανίας, η απόδοση του ΑΕΠ ήταν ακόμη χειρότερη από ό, τι στις μικρότερες οικονομίες της Αυστρίας, της Φινλανδίας, του Βελγίου και της Ολλανδίας.

Table 2b

Key macroeconomic variables for "export-led mercantilist" economies, average values, 1999 – 2007					
	Austria	Belgium	Finland	Germany	Netherlands
Annual change in labor income share, as percentage of GDP at current factor costs	-0.7	-0.3	-0.2	-0.5	-0.3
Financial balances of external sector as a share of nominal GDP, percent	-1.5	-4.4	-6.1	-2.7	-6.8
Financial balances of public sector as share of nominal GDP, percent	-1.8	-0.4	3.8	-2.2	-0.5
Financial balance of private sector as a share of nominal GDP, percent	3.2	4.8	2.3	4.9	7.3
Financial balance of private household sector as a share of nominal GDP, percent ^{a)}	4.3	4.2	-2.3	5.2	0.1
Financial balance of the corporate sector as a share of nominal GDP, percent	-1.2	0.6	4.7	-0.2	7.0
Real GDP growth, percent	2.6	2.3	3.6	1.7	2.5
Growth contribution of domestic demand including stocks, percentage points	1.6	1.9	2.8	0.8	2.0
Growth contribution of private consumption, percentage points	0.9	0.8	1.7	0.5	0.8
Growth contribution of public consumption, percentage points	0.3	0.4	0.3	0.1	0.7
Growth contribution of gross fixed capital formation, percentage points	0.3	0.6	0.7	0.2	0.4
Growth contribution of the balance of goods and services, percentage points	0.8	0.4	0.7	0.9	0.5
Net exports of goods and services as a share of nominal GDP, percent	3.5	4.3	7.1	3.8	6.7
Growth rate of nominal unit labor costs, percent	0.5	1.6	1.1	-0.1	2.2
Inflation (HCPI growth rate), percent ^{a)}	1.7	2.0	1.6	1.6	2.4
Growth rate of nominal effective exchange rates (relative to 35 countries), percent	0.6	0.6	0.8	0.8	0.5
Growth rate of real effective exchange rates (relative to 35 countries), percent	-0.7	0.4	0.0	-1.5	1.1
Note: ^{a)} adjusted such that private household plus corporate balances sum up to private sector balance					
Source: European Commission (2012a), author's calculations					

Table 2c

Key macroeconomic variables for "domestic demand-led" economies, average values, 1999 – 2007				
	France	Italy	Portugal	EU-12
Annual change in labor income share, as percentage of GDP at current factor costs	-0.1	-0.1	-0.1	-0.3
Financial balances of external sector as a share of nominal GDP, percent	-0.5	0.4	9.4	-0.5
Financial balances of public sector as share of nominal GDP, percent	-2.7	-2.9	-4.1	-1.9
Financial balance of private sector as a share of nominal GDP, percent	3.2	2.4	-5.3	2.4
Financial balance of private household sector as a share of nominal GDP, percent ^{a)}	3.8	3.8	0.4	...
Financial balance of the corporate sector as a share of nominal GDP, percent	-0.7	-1.2	-5.6	...
Real GDP growth, percent	2.2	1.5	1.8	2.2
Growth contribution of domestic demand including stocks, percentage points	2.5	1.7	1.9	2.1
Growth contribution of private consumption, percentage points	1.4	0.7	1.4	1.1
Growth contribution of public consumption, percentage points	0.4	0.4	0.4	0.4
Growth contribution of gross fixed capital formation, percentage points	0.7	0.5	0.0	0.6
Growth contribution of the balance of goods and services, percentage points	-0.3	-0.1	-0.1	0.1
Net exports of goods and services as a share of nominal GDP, percent	0.4	0.6	-9.0	1.6
Growth rate of nominal unit labor costs, percent	1.8	2.3	2.7	1.5
Inflation (HCPI growth rate), percent	1.8	2.3	2.9	2.1
Growth rate of nominal effective exchange rates (relative to 35 countries), percent	0.7	0.9	0.4	1.5 ^{b)}
Growth rate of real effective exchange rates (relative to 35 countries), percent	0.6	1.2	1.2	0.3 ^{b)}
Notes: ^{a)} adjusted such that private household plus corporate balances sum up to private sector balance, ^{b)} relative to 21 countries				
Source: European Commission (2012a), author's calculations				

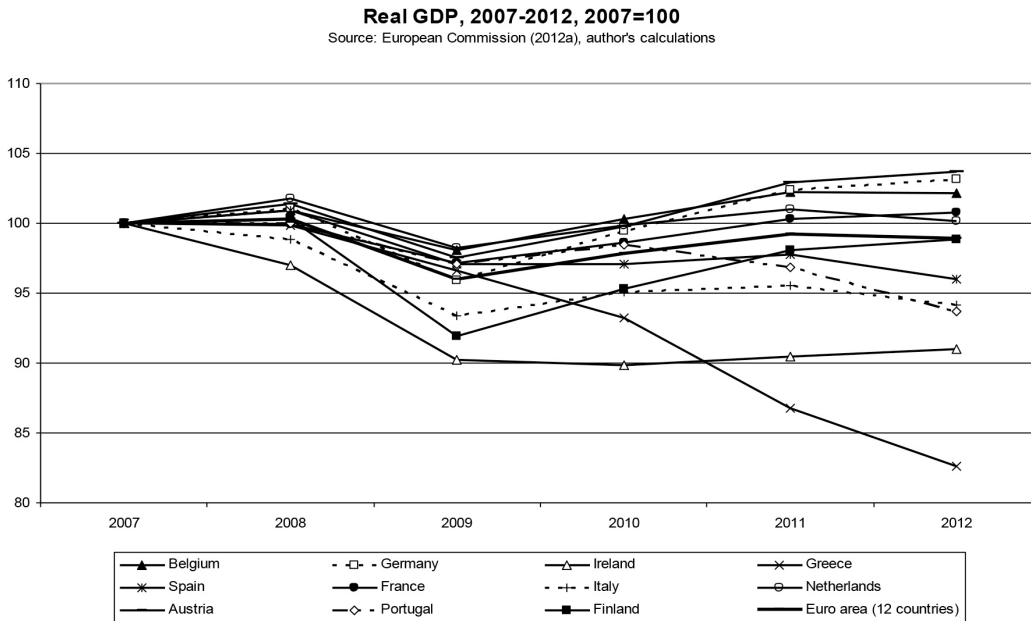
Κατά την περίοδο πριν από τη Μεγάλη Ύφεση, η Γαλλία, η Ιταλία και η Πορτογαλία δεν μπορούσαν να θεωρηθούν ότι ήταν οικονομίες που βασιζόντουσαν στο μοντέλο της έκρηξης της κατανάλωσης καθοδηγούμενη από το χρέος ούτε μερκανταλιστικές οικονομίες καθοδηγούμενες από τις εξαγωγές. Η ανάπτυξη ήταν μάλλον προϊόν της εγχώριας ζήτησης. Τα ίδια χαρακτηριστικά ισχύουν και για τις 11 χώρες της ΕΕ των 12

ως σύνολο. Αν και η Γαλλία και η Ιταλία είδαν σημαντική αύξηση στις αναλογίες καθαρού πλούτου-εισοδήματος και στις τιμές των κατοικιών, ενώ αυτό δεν συνέβη στην Πορτογαλία, (BIS, 2010, Girouard et al, 2007, Hein, 2012b), οι χρηματοοικονομικοί ισολογισμοί των νοικοκυριών παρέμειναν θετικοί στις τρεις χώρες. Ο επιχειρηματικός τομέας είχε αρνητικούς ισολογισμούς σε αυτές τις χώρες και, σε συνδυασμό με τους αρνητικούς ισολογισμούς στον δημόσιο τομέα, αυτό σήμαινε σημαντικά ελλείμματα στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών στην Πορτογαλία, ενώ στη Γαλλία και την Ιταλία τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών ήταν σχεδόν ισοσκελισμένα κατά μέσο όρο για τη διάρκεια της περιόδου που εξετάζουμε. Η ανάπτυξη στις χώρες αυτές προήλθε από την εγχώρια ζήτηση και η συνεισφορά των καθαρών εξαγωγών στην ανάπτυξη παρέμεινε κοντά στο μηδέν στις περιπτώσεις της Ιταλίας και της Πορτογαλίας, ή κινήθηκε σε αρνητικό έδαφος στην περίπτωση της Γαλλίας. Οι καθαρές εξαγωγές παρέμειναν θετικές για τη Γαλλία και την Ιταλία, αλλά ήταν εξαιρετικά αρνητικές για την Πορτογαλία. Όταν λάβουμε υπόψη τον πληθωρισμό και την αύξηση στο ονομαστικό μοναδιαίο κόστος εργασίας αποκαλύπτεται ότι ακόμη και η Γαλλία, αν και ήταν απόλυτα στοιχισμένη με το στόχο της ΕΚΤ για τον πληθωρισμό, «κάτω, αλλά κοντά στο 2%», είδε να μειώνεται η ανταγωνιστικότητα των τιμών της σε σχέση με τις περισσότερες από τις μερκανταλιστικές οικονομίες, ιδίως σε σχέση με τη Γερμανία. Στην Ιταλία και την Πορτογαλία, το μοναδιαίο κόστος εργασίας και ο πληθωρισμός ήταν πολύ πάνω από το στόχο της ΕΚΤ, και το μέσο ποσοστό του πληθωρισμού της ΕΕ των 12 υποδηλώνει σοβαρά προβλήματα ανταγωνιστικότητας τιμών σε αυτές τις χώρες, όπως προκύπτει από τις αυξήσεις στις πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες. Η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ στις οικονομίες που καθοδηγούνταν από την εγχώρια ζήτηση παρέμεινε χαμηλή στην Ιταλία και την Πορτογαλία, αλλά η Γαλλία κατάφερε να έχει καλύτερη απόδοση από ό, τι η Γερμανία και είδε το ΑΕΠ της να αυξάνεται με παρόμοιους ρυθμούς όπως αυτούς του Βελγίου.

3. Ευρωκρίσεις και πολιτικές αποπληθωριστικής στασιμότητας

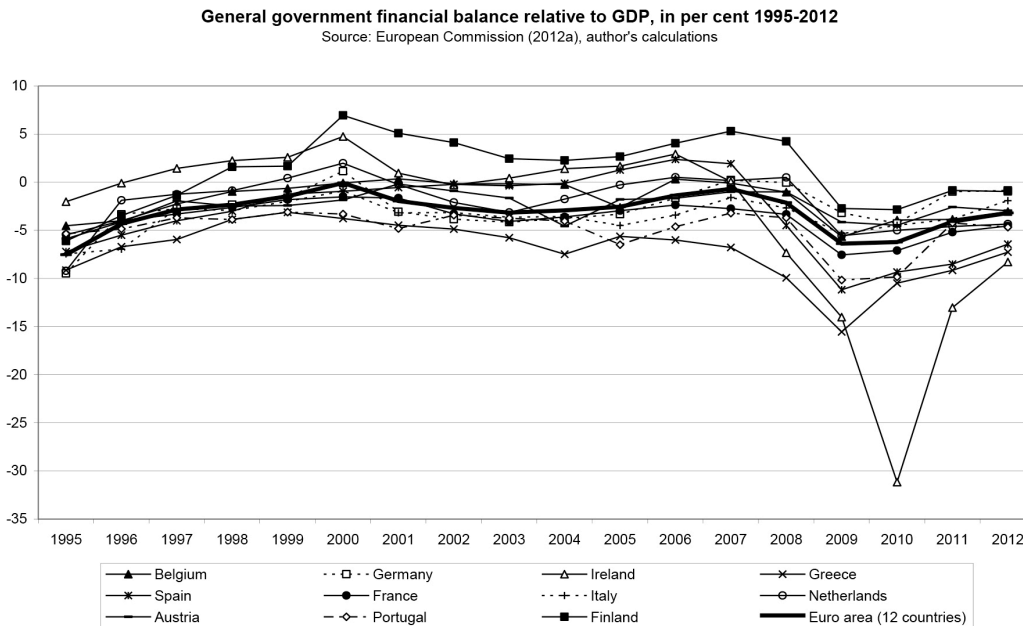
Όταν η Μεγάλη Κάμψη έπληξε τις ευρωπαϊκές οικονομίες το 2008/09, οι τρεις τύποι του καπιταλισμού κάτω από το καθεστώς της χρηματιστικοποίησης που περιγράψαμε στην προηγούμενη ενότητα επηρεάστηκαν σε αξιοσημείωτο βαθμό και το πραγματικό ΑΕΠ μειώθηκε σε όλες τις χώρες στο σύνολο των δεδομένων μας, σε μερικές από αυτές, μάλιστα, η μείωση του ΑΕΠ ήταν σημαντική (Σχήμα 3). Κατά τη διάρκεια της κρίσης, τα δημοσιονομικά ελλείμματα διογκώθηκαν προκειμένου να σταθεροποιηθεί ο ιδιωτικός τομέας της οικονομίας και οι αναλογίες ακαθάριστου δημοσίου χρέους προς το ΑΕΠ σημείωσαν ανοδική πορεία (σχήματα 4 και 5).

Figure 3



Note: Values for 2012 are based on European Commission forecasts.

Figure 4

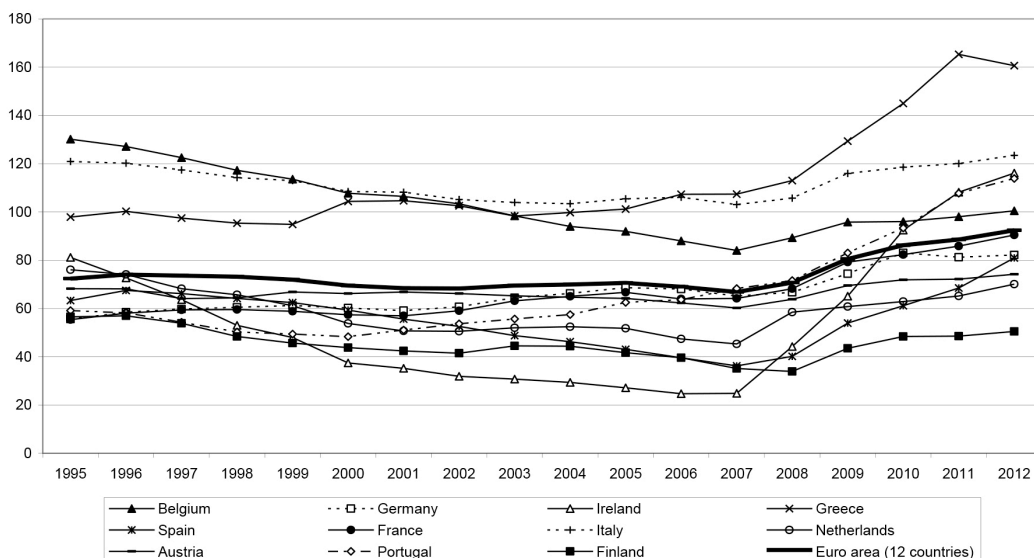


Note: Values for 2012 are based on European Commission forecasts.

Figure 5

General government gross consolidated debt relative to GDP, in percent, 1995-2012

Source: European Commission (2012a), author's calculations

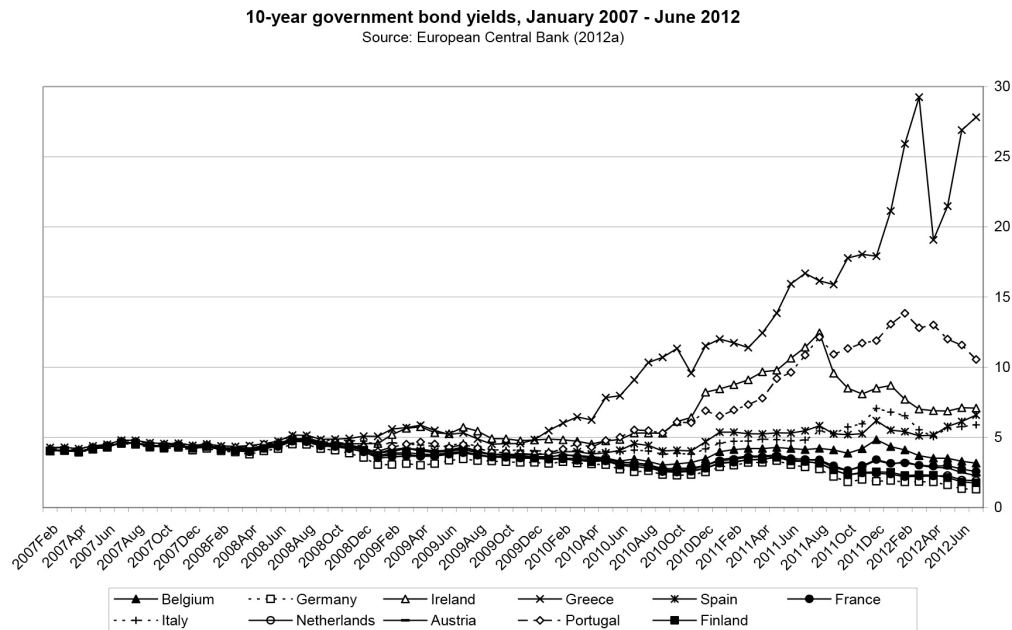


Note: Values for 2012 are based on European Commission forecasts.

Αυτές οι εμπειρικές εξελίξεις φαίνεται να είναι ένας από τους λόγους για τους οποίους η τρέχουσα ευρωκρίση θεωρείται ως κρίση χρέους και ελλειμμάτων από πολλούς παρατηρητές—πάνω απ' όλα από τους κυρίαρχους φορείς χάραξης οικονομικής πολιτικής στη Γερμανία, την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο. Εκ πρώτης όψεως, η άποψη αυτή φαίνεται να έχει κάποια πλεονεκτήματα: Από την έναρξη της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης το 2007, τα spreads των αποδόσεων για τα κρατικά ομόλογα των χωρών μελών της ευρωπεριοχής αυξήθηκαν σε σχέση με τα γερμανικά ομόλογα, κυρίως για την Ελλάδα, την Ιρλανδία και την Πορτογαλία (Σχήμα 6). Η εξέλιξη αυτή συνεχίστηκε, ειδικά για την Ιρλανδία και την Ελλάδα και ιδιαίτερα στα μέσα του 2009. Την άνοιξη του 2010, η εξέλιξη αυτή κλιμακώθηκε δραματικά και πάλι στην περίπτωση της Ελλάδας. Έκτακτα μέτρα έπρεπε να ληφθούν προκειμένου να αποτραπεί μια ελληνική χρεοκοπία. Ωστόσο, η ανακούφιση που παρείχε το πακέτο διάσωσης για την Ελλάδα (110 δις ευρώ) από τις χώρες στην ευρωπεριοχή και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), καθώς και από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSM) και το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) που συστάθηκαν στη συνέχεια για να αποτραπούν περαιτέρω προβλήματα με άλλες χώρες, αποδείχθηκε μικρής διάρκειας. Τον Οκτώβριο του 2010, τα spreads για τα ιρλανδικά ομόλογα αυξήθηκαν δραματικά και πάλι, έτσι ώστε τον Νοέμβριο του ίδιου έτους, η ιρλανδική κυβέρνηση αποφάσισε τελικά να ζητήσει βοήθεια από τον EFSM, το EFSF και το ΔΝΤ (85 δις ευρώ). Την άνοιξη του 2011, η πορτογαλική κυβέρνηση αναγκάστηκε να κάνει το ίδιο (78 δις ευρώ). Και κατά τη διάρκεια του 2011, το πρόβλημα του ελληνικού κρατικού χρέους επιδεινώθηκε και πάλι, έτσι ώστε στα τέλη του 2011 συμφωνήθηκε μια αναδιάρθρωση χρέους εθελοντικής απώλειας άνω της τάξης του 50% με τους ιδιώτες κατόχους των ελληνικών ομολόγων

και ένα δεύτερο πακέτο διάσωσης, χρησιμοποιώντας το EFSF ως όχημα χρηματοδότησης.

Figure 6



Αν και τα mainstream οικονομικά και οι συζητήσεις που διεξάγονται για την οικονομική πολιτική βλέπουν τα υψηλά και αυξανόμενα επίπεδα κρατικού χρέους ως την κύρια αιτία για την κρίση και θεωρούν την αποτυχία του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ) να συγκρατήσει τα δημοσιονομικά ελλείμματα και το δημόσιο χρέος ως το πιο σημαντικό πρόβλημα που πρέπει να αντιμετωπιστεί στην ευρωπεριοχή, έχουν ληφθεί μερικά σημαντικά έκτακτα μέτρα για τη σταθεροποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών και την πρόληψη των κρατικών χρεοκοπιών. Αυτά είναι, πρώτον, η σύσταση του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF), καθώς και του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Χρηματοπιστωτικής Σταθεροποίησης (EFSM), όπως έχουμε ήδη αναφέρει παραπάνω, και, τέλος, του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ESM). Δεύτερον, τα εργαλεία σταθεροποίησης του EFSF και ESM έχουν επεκταθεί σταδιακά, έτσι ώστε έχει επιτραπεί στο EFSF και στη συνέχεια στον ESM η δυνατότητα να χρηματοδοτήσουν την ανακεφαλαιοποίηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μέσω δανείων προς τις κυβερνήσεις και να μπορούν να παρεμβαίνουν στις δευτερογενείς αγορές κρατικών ομολόγων κάτω από ορισμένους όρους. Τρίτον, και ίσως το πιο σημαντικό, οι παρεμβάσεις της EKT στις δευτερογενείς αγορές κρατικών ομολόγων, με την αγορά δημοσίου χρέους των χωρών που βρίσκονται σε δύσκολη θέση, έχουν μέχρι στιγμής εμποδίσει την κατάρρευση αυτών των αγορών και έχουν προσφέρει κάποια ανακούφιση στις χώρες που βρίσκονταν κάτω από επίθεση.

Αλλά τα μέτρα αυτά δεν ήταν αρκετά για να δώσουν λύση στις σοβαρές θεσμικές ανεπάρκειες, οι οποίες είναι η έλλειψη ρητής εγγύησης του δημοσίου χρέους των χωρών μελών από την ΕΚΤ και η έλλειψη ενός σταθερού και βιώσιμου εσωτερικού μηχανισμού χρηματοδότησης των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών. Για παράδειγμα, η συνεδρίαση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου (2011b), το Δεκέμβριο του 2011, δεν εξέτασε καν την πρόταση των ευρωομολόγων (ή Ομόλογα Σταθερότητας) που υπέβαλε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2011), και η οποία θα μπορούσε να είναι ένα πρώτο βήμα προς την αντιμετώπιση των προβλημάτων. Και η ΕΚΤ έχει επικριθεί ξανά και ξανά για τις παρεμβάσεις της στη δευτερογενή αγορά κρατικών ομολόγων, ιδίως από μεγάλους γερμανούς οικονομολόγους, κεντρικούς τραπεζίτες και τους φορείς χάραξης πολιτικής.

Επιπλέον, τα μέτρα διάσωσης για τις χώρες-μέλη που αντιμετωπίζουν προβλήματα έχουν συνδυαστεί με τις απαιτήσεις της περιοριστικής δημοσιονομικής και μισθολογικής πολιτικής ως προϋπόθεση για την πρόσβαση στα πακέτα διάσωσης που αναφέρονται παραπάνω, με ένα αυστηρότερο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, ένα νέο «Σύμφωνο Euro Plus», καθώς και ένα νέο «δημοσιονομικό σύμφωνο». Για παράδειγμα, τον Μάρτιο του 2011, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο (2011A, σ., 2) «προσυπέγραψε τις προτεραιότητες για τη δημοσιονομική εξυγίανση και τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Τόνισε την ανάγκη να δοθεί προτεραιότητα στην αποκατάσταση υγιών προϋπολογισμών και στη δημοσιονομική βιωσιμότητα, μειώνοντας την ανεργία μέσω μεταρρυθμίσεων της αγοράς εργασίας και στην καταβολή νέων προσπαθειών για την ενίσχυση της ανάπτυξης». Ειδικότερα, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο (2011A, σ., 2) απαιτεί τη μείωση των διαρθρωτικών ελλειμμάτων του προϋπολογισμού «αρκετά πάνω από το 0,5% του ΑΕΠ» για το 2012 στις περισσότερες χώρες προκειμένου να αποκατασταθεί η «εμπιστοσύνη». Το Σύμφωνο Euro Plus που συμφωνήθηκε σε εκείνη τη συνεδρίαση απευθύνεται κυρίως στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας μέσω της παρακολούθησης του καθορισμού των μισθών, ιδίως στον δημόσιο τομέα, τις μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας, την αύξηση της «ευελιξίας με ασφάλεια» (“flexicurity”), την προώθηση της δια βίου μάθησης και τη μείωση της φορολογίας για τη χαμηλά αμειβόμενη εργασία, καθώς και στη βελτίωση της βιωσιμότητας των δημόσιων οικονομικών μέσω της επέκτασης της πραγματικής ηλικίας συνταξιοδότησης, μειώνοντας την πρόωρη συνταξιοδότηση και εφαρμόζοντας δημοσιονομικούς κανόνες (π.χ., «φρένα χρέους») στην εθνική νομοθεσία.

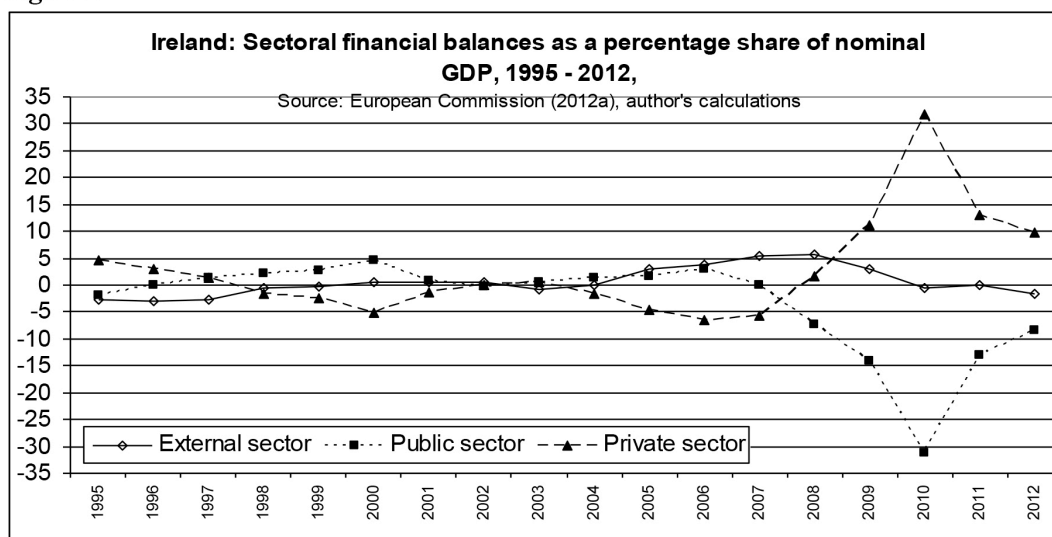
Η προσέγγιση αυτή υπογραμμίστηκε από την συμφωνία των επικεφαλής κρατών και κυβερνήσεων στην ευρωπεριοχή τον Δεκέμβριο του 2011 σχετικά με τη Δημοσιονομικό Σύμφωνο (European Council, 2011b). Το Δημοσιονομικό Σύμφωνο ενισχύει το στόχο του ισοσκελισμένου ή πλεονασματικού κυβερνητικού προϋπολογισμού (δηλαδή, τα διαρθρωτικά ελλείμματα δεν πρέπει να υπερβαίνουν το 0,5% του ΑΕΠ). Αυτός ο στόχος θα εισαχθεί στα συντάγματα των συμβαλλομένων χωρών μελών. Επιπλέον, οι αποκλίσεις από τον στόχο θα ενεργοποιήσουν μηχανισμούς αυτόματης διόρθωσης. Τέτοιοι αυτοματισμοί, συμπεριλαμβανομένων των κυρώσεων που θα επιβάλλονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, θα εφαρμόζονται επίσης σε περίπτωση που μια χώρα παραβιάζει το όριο του 3% του ΑΕΠ για το δημοσιονομικό έλλειμμα, εκτός εάν μια ειδική πλειοψηφία των κρατών μελών στην ευρωπεριοχή αντιτίθεται. Επιπλέον, έχει συμφωνηθεί να μειωθεί το δημόσιο χρέος που υπερβαίνει το όριο του 60% του ΑΕΠ κατά 1/20 ανά έτος, ανεξάρτητα από τις μακροοικονομικές συνθήκες.

Η εστίαση των ευρωπαϊών διαμορφωτών πολιτικής στα δημοσιονομικά ελλείμματα και το δημόσιο χρέος ως η αιτία της κρίσης όχι μόνο δεν αντιμετωπίζει τα δύο μεγάλα θεσμικά προβλήματα της ευρωπεριοχής που αναφέρθηκαν παραπάνω, αλλά δεν αντιμετωπίζει καν ούτε τα πραγματικά γεγονότα. Αυτό είναι σαφές αν ρίξουμε μια προσεκτική ματιά στην περίοδο πριν από την κρίση, από το 1999, και υπενθυμίσουμε στους εαυτούς μας μια απλή λογιστική ταυτότητα:

$$\begin{aligned}
 & \text{Χρηματοοικονομικό ισοζύγιο δημοσίου τομέα} \\
 & + \text{Χρηματοοικονομικό ισοζύγιο ιδιωτικού τομέα} \\
 & + \text{Χρηματοοικονομικό ισοζύγιο εξωτερικού τομέα} \\
 & = 0
 \end{aligned}$$

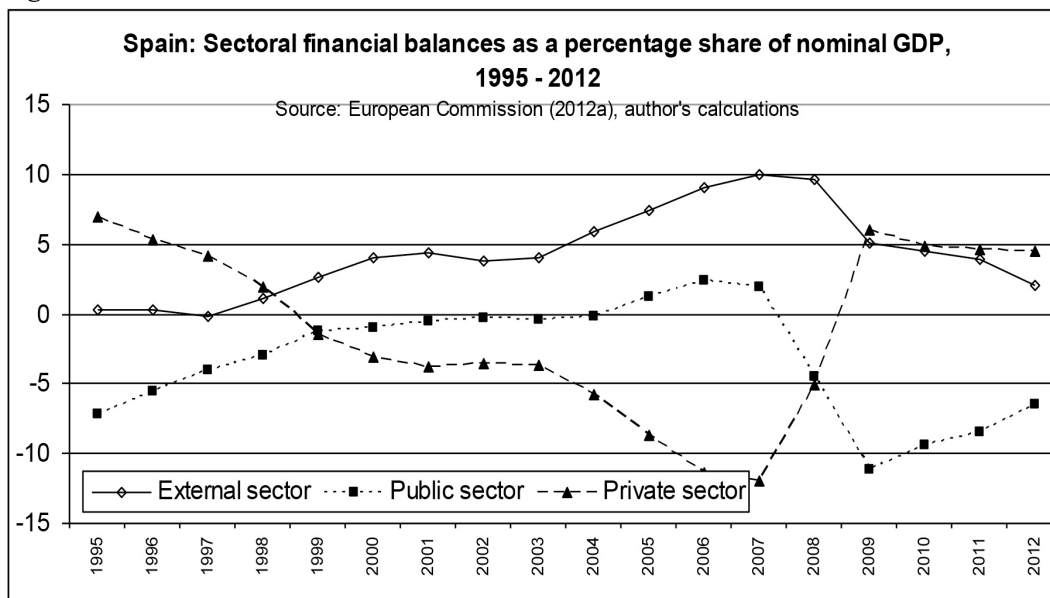
Από τις χώρες που μαστίζονται από την κρίση (ας τις ονομάσουμε GIPS), οι οικονομίες της Ιρλανδίας (Σχήμα 7) και της Ισπανίας (Σχήμα 8), οι οποίες στηρίχθηκαν στον τύπο χρηματιστικού καπιταλισμού της καταναλωτικής έκρηξης καθοδηγούμενη από το χρέος, κατέγραψαν σημαντικά πλεονάσματα στο χρηματοοικονομικό ισοζύγιο του δημοσίου τομέα (βλέπε επίσης Πίνακα 2α) και το ακαθάριστο δημόσιο χρέος προς το ΑΕΠ ήταν πολύ κάτω από το όριο του 60% της Συνθήκης και του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης (Σχήμα 5). Ο ιδιωτικός τομέας ήταν αυτός ο οποίος είχε τεράστια ελλείμματα, τα οποία ισοσκελίστηκαν με μεγάλα πλεονάσματα του εξωτερικού τομέα, και ως εκ τούτου με ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών έναντι του υπόλοιπου κόσμου. Όταν χτύπησε η κρίση, το ισοζύγιο του ιδιωτικού τομέα γρήγορα μετατράπηκε σε πλεόνασμα και οι κυβερνήσεις που σταθεροποίησαν την οικονομία έπρεπε να αποδεχθούν δραματικές αυξήσεις στα ελλείμματα. Συνεπώς, τα δημοσιονομικά ελλείμματα που σημειώθηκαν κατά τη διάρκεια της κρίσης αποδείχθηκαν ότι είναι συνέπεια των μη βιώσιμων ισολογισμών του ιδιωτικού και εξωτερικού τομέα πριν από την κρίση, με δεδομένες εξαρχής τις δύο θεσμικές ελλείψεις στην ευρωπεριοχή.

Figure 7



Note: Values for 2012 are based on European Commission forecasts.

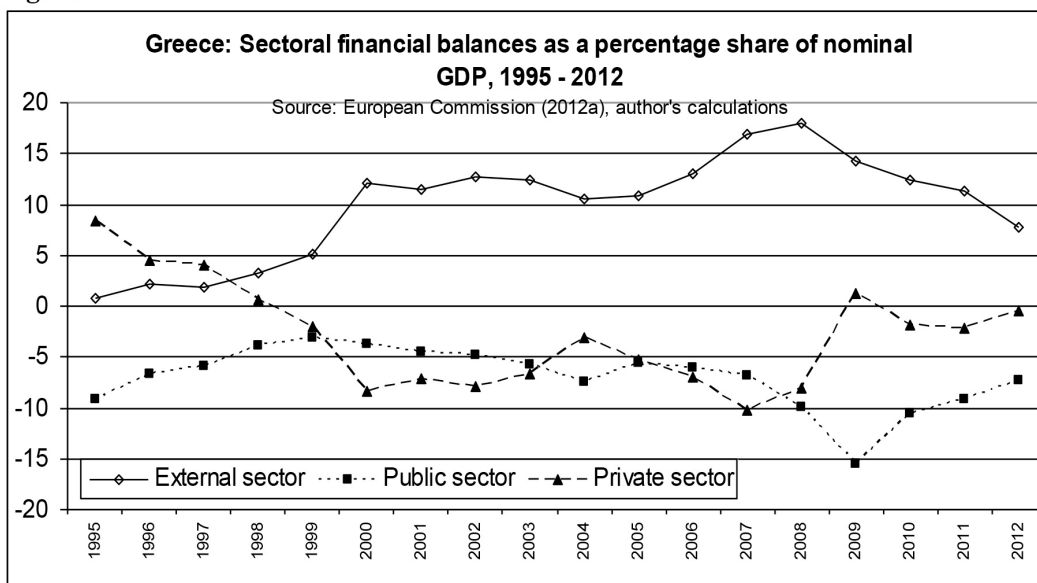
Figure 8



Note: Values for 2012 are based on European Commission forecasts.

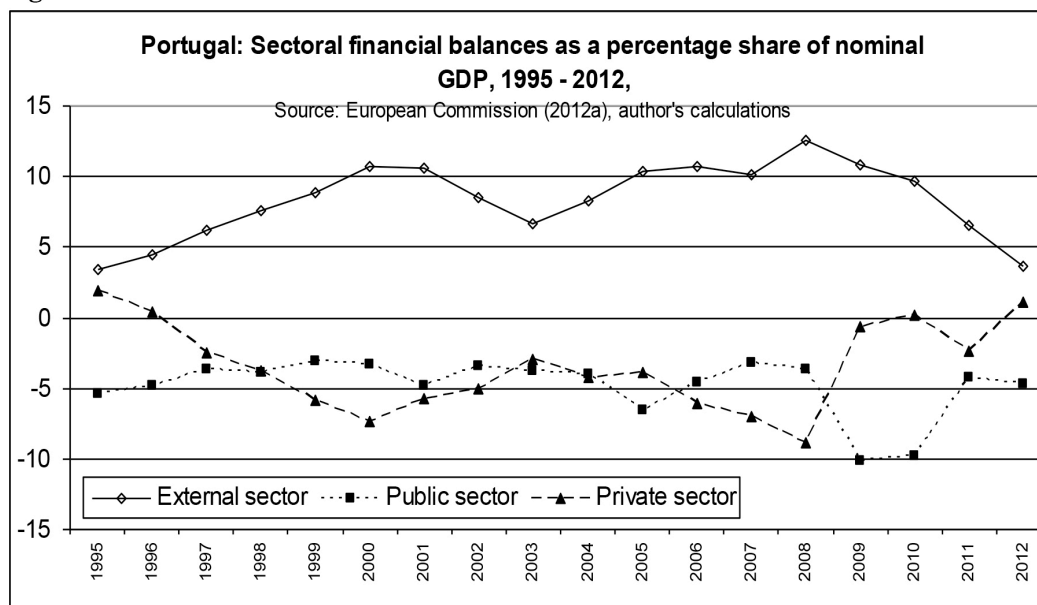
Για τις δύο άλλες οικονομίες της ΕΕ των 12 που περιλαμβάνονται αυτή τη στιγμή στα πακέτα διάσωσης, την Ελλάδα (Σχήμα 9), που ανήκε στον τύπου του χρηματιστικού καπιταλισμού της καταναλωτικής έκρηξης καθοδηγούμενης από το χρέος, και την Πορτογαλία (Σχήμα 10), μια οικονομία που βασιζόταν πριν από την κρίση στην εγχώρια καθοδηγούμενη ζήτηση, τόσο ο ιδιωτικός τομέας όσο και ο δημόσιος τομέας έτρεχαν συνεχώς ελλείμματα μετά την εισαγωγή του ευρώ. Πριν από την κρίση, τα ελλείμματα θα έπρεπε να χρηματοδοτούνται από εισροές κεφαλαίων, και ως εκ τούτου από σημαντικά ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης, το κράτος παρενέβη και στις δύο χώρες για να αποτρέψει την κατάρρευση της οικονομίας όταν ο ιδιωτικός τομέας μείωσε τα ελλείμματα ή άρχισε να τρέχει και πάλι πλεονάσματα, οδηγώντας σε αύξηση των δημοσίων ελλειμμάτων.

Figure 9



Note: Values for 2012 are based on European Commission forecasts.

Figure 10

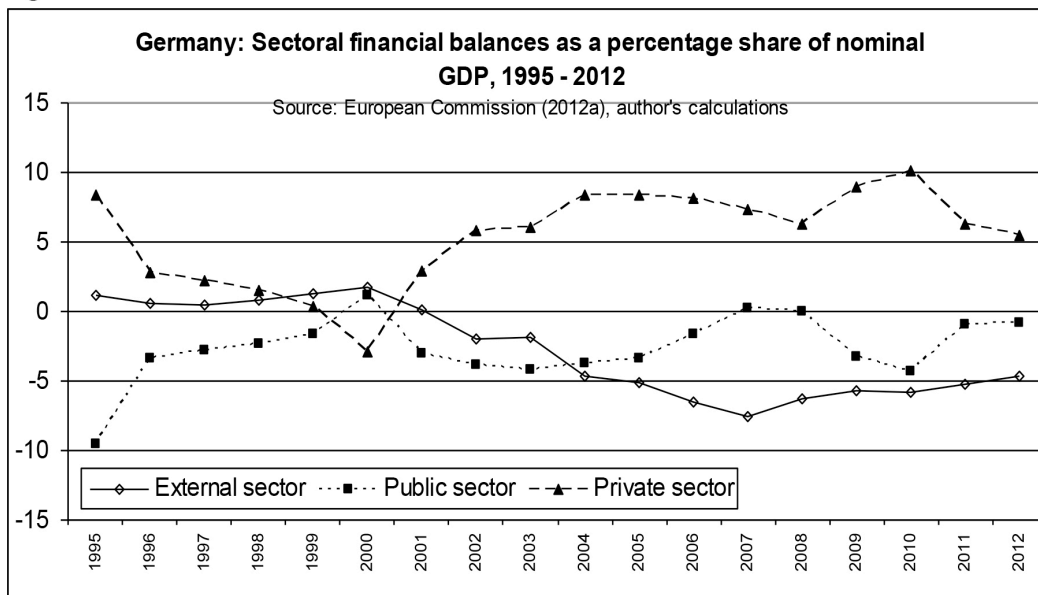


Note: Values for 2012 are based on European Commission forecasts.

Με βάση τη δεδομένη θεσμική αρχιτεκτονική του ευρωσυστήματος, η τρέχουσα κρίση έχει τις ρίζες της στα ιδιωτικά ελλείμματα και στις ανισορροπίες του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και δεν προκλήθηκε από υπερβολικά δημόσια ελλείμματα. Στις τέσσερις χώρες που αναφέρονται παραπάνω, ο ιδιωτικός τομέας έτεινε να ξοδεύει περισσότερα από το εισόδημά του. Αυτό σχετιζόταν με τα κρατικά πλεονάσματα (Ιρλανδία, Ισπανία) ή

ενισχυόταν από κρατικά ελλείμματα (Πορτογαλία, Ελλάδα), που οδήγησαν σε πολύ υψηλά και συνεχώς αυξανόμενα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στις τέσσερις χώρες. Δεδομένου ότι το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στην ευρωπεριοχή στο σύνολό του, καθώς επίσης και στην ΕΕ των 12 που εξετάζουμε στην εργασία αυτή, ήταν σχεδόν ισοσκελισμένο την περίοδο πριν από την κρίση, ο αντίποδας των σημερινών χωρών με ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών μπορεί να εντοπιστεί εντός της ευρωπεριοχής ή στην ΕΕ των 12, αντιστοίχως. Και αυτές δεν είναι άλλες από τις μερκανταλιστικές χώρες που αναφέρονται στην ενότητα 2 (Πίνακας 2b), με τη Γερμανία (Σχήμα 11) να είναι, ως η μεγαλύτερη χώρα της ευρωπεριοχής, η πιο σημαντική.

Figure 11



Note: Values for 2012 are based on European Commission forecasts.

Από τη στιγμή που οι οικονομικές πολιτικές απαντήσεις για την κρίση δεν έχουν αντιμετωπίσει ούτε τις ελλείψεις στην αρχιτεκτονική οικονομική πολιτική της ευρωπεριοχής ούτε έχουν αναγνωρίσει σωστά τις πραγματικές αιτίες της κρίσης, δεν αποτελεί έκπληξη το γεγονός ότι τα αποτελέσματα αυτών των πολιτικών ήταν μέχρι τώρα καταστροφικά. Έως το 2012, το πραγματικό ΑΕΠ της ΕΕ των 12 δεν έχει ακόμη επανέλθει στα επίπεδα που ήταν το 2007, δηλαδή πριν από την κρίση (Σχήμα 3). Το ΑΕΠ της Φινλανδίας, της Ιταλίας, της Ισπανίας, της Πορτογαλίας, της Ιρλανδίας και, ιδίως, της Ελλάδας, βρίσκεται πολύ κάτω από τα επίπεδα που βρισκόταν πριν από το ξέσπασμα της κρίσης. Από αυτή την ομάδα, μόνο η Φινλανδία και η Ιρλανδία έχουν δει μια αύξηση των πραγματικών τάσεων του ΑΕΠ από το 2010, ενώ για τις άλλες χώρες το ΑΕΠ τους σχεδόν συνεχώς συρρικνώνεται ή παραμένει στάσιμο από την αρχή της κρίσης.

Table 3a

Key macroeconomic variables for "debt-led consumption boom" economies, average values, 2008 – 2012 ^{b)}			
	Greece	Ireland	Spain
Annual change in labor income share, as percentage of GDP at current factor costs	-1.1	-0.3	-0.9
Financial balances of external sector as a share of nominal GDP, percent	12.7	1.3	5.0
Financial balances of public sector as share of nominal GDP, percent	-10.5	-14.8	-8.0
Financial balance of private sector as a share of nominal GDP, percent	-2.3	13.5	3.0
Financial balance of private household sector as a share of nominal GDP, percent ^{a)}	-10.6	4.1	3.2
Financial balance of the corporate sector as a share of nominal GDP, percent	8.3	9.4	0.3
Real GDP growth, percent	-3.7	-1.8	-0.8
Growth contribution of domestic demand including stocks, percentage points	-5.7	-4.8	-2.9
Growth contribution of private consumption, percentage points	-2.0	-1.4	-0.8
Growth contribution of public consumption, percentage points	-0.9	-0.5	0.0
Growth contribution of gross fixed capital formation, percentage points	-2.4	-2.9	-2.1
Growth contribution of the balance of goods and services, percentage points	2.1	3.1	2.1
Net exports of goods and services as a share of nominal GDP, percent	-9.5	17.7	-1.8
Growth rate of nominal unit labor costs, percent	0.3	-1.6	0.0
Inflation (HCPI growth rate), percent	2.6	0.5	2.2
Growth rate of nominal effective exchange rates (relative to 35 countries), percent	0.3	-0.1	0.0
Growth rate of real effective exchange rates (relative to 35 countries), percent	-1.8	-3.6	-2.1
Note: ^{a)} adjusted such that private household plus corporate balances sum up to private sector balance, ^{b)} values for 2012 are based on forecasts by the European Commission (2012a)			
Source: European Commission (2012a), author's calculations			

Table 3b

Key macroeconomic variables for "export-led mercantilist" economies, average values, 2008 – 2012 ^{b)}					
	Austria	Belgium	Finland	Germany	Netherlands
Annual change in labor income share, as percentage of GDP at current factor costs	0.6	0.5	0.9	0.8	0.4
Financial balances of external sector as a share of nominal GDP, percent	-2.9	-1.7	-1.1	-5.5	-5.6
Financial balances of public sector as share of nominal GDP, percent	-3.0	-3.5	-0.6	-1.9	-3.8
Financial balance of private sector as a share of nominal GDP, percent	6.0	5.2	1.7	7.4	9.5
Financial balance of private household sector as a share of nominal GDP, percent ^{a)}	4.2	4.0	-2.3	5.7	0.7
Financial balance of the corporate sector as a share of nominal GDP, percent	1.8	1.2	4.0	1.7	8.7
Real GDP growth, percent	0.9	0.5	-0.1	0.7	0.0
Growth contribution of domestic demand including stocks, percentage points	0.8	0.6	0.6	0.8	-0.2
Growth contribution of private consumption, percentage points	0.5	0.6	0.8	0.4	-0.3
Growth contribution of public consumption, percentage points	0.3	0.2	0.2	0.4	0.4
Growth contribution of gross fixed capital formation, percentage points	0.0	-0.1	-0.4	0.1	-0.3
Growth contribution of the balance of goods and services, percentage points	0.2	-0.1	-0.7	-0.2	0.3
Net exports of goods and services as a share of nominal GDP, percent	4.2	1.8	1.0	5.3	7.9
Growth rate of nominal unit labor costs, percent	2.5	2.8	3.5	2.2	2.1
Inflation (HCPI growth rate), percent ^{a)}	2.3	2.6	2.7	1.8	1.8
Growth rate of nominal effective exchange rates (relative to 35 countries), percent	-0.2	-0.1	-0.4	-0.3	0.0
Growth rate of real effective exchange rates (relative to 35 countries), percent	0.1	0.6	1.0	-0.2	0.0
Note: ^{a)} adjusted such that private household plus corporate balances sum up to private sector balance, ^{b)} values for 2012 are based on forecasts by the European Commission (2012a)					
Source: European Commission (2012a), author's calculations					

Λόγω της κρίσης στις πρώην οικονομίες με πρότυπο την καταναλωτική έκρηξη καθοδηγούμενη από το χρέος—Ελλάδα, Ιρλανδία και Ισπανία—και εξαιτίας των πολιτικών λιτότητας και της μείωσης του μεριδίου εισοδήματος της εργασίας, η συνεισφορά της εγχώριας ζήτησης και των συστατικών της στην ανάπτυξη είναι, κατά μέσο όρο για την περίοδο 2008–2012, αρνητική σε αυτές τις χώρες (πίνακας 3α). Η συνεισφορά στην ανάπτυξη των καθαρών εξαγωγών στα αγαθά και τις υπηρεσίες έχει γίνει θετική, οι αναλογίες των καθαρών εξαγωγών προς το ΑΕΠ έχουν βελτιωθεί, αλλά έχουν παραμείνει σημαντικά αρνητικές στην περίπτωση της Ελλάδας και αρκετά λιγότερο αρνητικές στην περίπτωση της Ισπανίας. Ο κύριος λόγος για τη βελτίωση των καθαρών εξαγωγών οφείλεται, από τη μια μεριά, στη συρρίκνωση της εγχώριας ζήτησης και, ως εκ τούτου των εισαγωγών, και, από την άλλη μεριά, στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας των τιμών, όπως υπολογίζεται από το ρυθμό μεταβολής της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας, με βάση τη στασιμότητα (Ελλάδα, Ισπανία) ή τη συρρίκνωση (Ιρλανδία) του ονομαστικού μοναδιαίου κόστους εργασίας.

Όσον αφορά τις οικονομίες με πρότυπο την εγχώρια καθοδηγούμενη ζήτηση, βλέπουμε ότι η Πορτογαλία εμφανίζει ουσιαστικά ένα παρόμοιο μοτίβο με την Ελλάδα, την Ιρλανδία και την Ισπανία κατά την περίοδο 2008–12 (πίνακας 3c), ενώ η Ιταλία δεν έχει δει βελτίωση στην ανταγωνιστικότητα των τιμών με βάση τη στασιμότητα ή την πτώση του ονομαστικού μοναδιαίου κόστους εργασίας. Η αύξηση του μοναδιαίου κόστους εργασίας και του πληθωρισμού για την περίοδο 2008–2012 έχει παραμείνει στα επίπεδα της περιόδου 1999–2007, και η ανταγωνιστικότητα των τιμών δεν έχει βελτιωθεί. Οι μικρές θετικές συνεισφορές που έχουν στην ανάπτυξη οι καθαρές εξαγωγές στην Ιταλία οφείλονται ως εκ τούτου στη συρρίκνωση της ζήτησης εισαγωγών που την προκάλεσε η αρνητική συνεισφορά της εγχώριας ζήτησης στην ανάπτυξη. Ωστόσο, οι καθαρές εξαγωγές ως ποσοστό του ΑΕΠ έχουν επιδεινωθεί, όπως έχει επιδεινωθεί το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (δηλαδή, ο χρηματοοικονομικός ισολογισμός του εξωτερικού τομέα αυξήθηκε σημαντικά). Η Γαλλία είναι η μόνη οικονομία με πρότυπο την εγχώρια καθοδηγούμενη ζήτηση η οποία κατάφερε κατά τη διάρκεια της ανάκαμψης να φτάσει τα πραγματικά επίπεδα του ΑΕΠ που υπήρχαν πριν από την κρίση (Σχήμα 3). Με βάση τους όρους της αύξησης του μεριδίου των μισθών, ως σταθεροποιητικός παράγοντας της συνολικής ζήτησης σε περίοδο ύφεσης, η ανάκαμψη έχει βασιστεί μόνο στην εγχώρια ζήτηση και η συνεισφορά των καθαρών εξαγωγών στο μέσο όρο ανάπτυξης έχει παραμείνει μηδενική. Αν και ο μέσος πληθωρισμός ήταν στοιχισμένος με το στόχο πληθωρισμού της ΕΚΤ και συμβάδιζε με τον μέσο όρο πληθωρισμού στην ΕΕ των 12, και η ανταγωνιστικότητα των τιμών με βάση τον υπολογισμό της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας δεν έχει μειωθεί, η αναλογία των καθαρών εξαγωγών προς το ΑΕΠ έχει επιδεινωθεί και έχει γίνει αρνητική, όπως έχει γίνει αρνητικό και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, που σημαίνει ότι ο χρηματοοικονομικός ισολογισμός του εξωτερικού τομέα έχει γίνει θετικός.

Table 3c

Key macroeconomic variables for "domestic demand-led" economies, average values, 2008 – 2012 ^{b)}				
	France	Italy	Portugal	EU-12
Annual change in labor income share, as percentage of GDP at current factor costs	0.6	0.4	-0.5	0.4
Financial balances of external sector as a share of nominal GDP, percent	2.3	2.7	8.7	0.0
Financial balances of public sector as share of nominal GDP, percent	-5.5	-3.7	-6.5	-4.4
Financial balance of private sector as a share of nominal GDP, percent	3.3	0.9	-2.1	4.5
Financial balance of private household sector as a share of nominal GDP, percent ^{a)}	4.3	2.2	2.5	...
Financial balance of the corporate sector as a share of nominal GDP, percent	-0.9	-1.3	-4.6	...
Real GDP growth, percent	0.2	-1.2	-1.3	-0.2
Growth contribution of domestic demand including stocks, percentage points	0.2	-1.5	-3.0	-0.6
Growth contribution of private consumption, percentage points	0.3	-0.4	-1.2	0.0
Growth contribution of public consumption, percentage points	0.3	0.0	0.0	0.2
Growth contribution of gross fixed capital formation, percentage points	-0.3	-0.8	-1.4	-0.6
Growth contribution of the balance of goods and services, percentage points	0.0	0.3	1.7	0.4
Net exports of goods and services as a share of nominal GDP, percent	-2.4	-1.0	-5.8	1.4
Growth rate of nominal unit labor costs, percent	2.2	2.3	0.2	1.9
Inflation (HCPI growth rate), percent	1.9	2.4	1.9	2.0
Growth rate of nominal effective exchange rates (relative to 35 countries), percent	-0.3	-0.3	-0.1	-0.5 ^{c)}
Growth rate of real effective exchange rates (relative to 35 countries), percent	0.0	0.1	-1.5	-0.6 ^{c)}
Notes: ^{a)} adjusted such that private household plus corporate balances sum up to private sector balance, ^{b)} values for 2012 are based on forecasts by the European Commission (2012a), ^{c)} relative to 21 countries				
Source: European Commission (2012a), author's calculations				

Οι περισσότερες από τις μερκαντιστικές οικονομίες έχουν αναρρώσει από τη Μεγάλη Κάμψη και έφτασαν τα επίπεδα του πραγματικού ΑΕΠ που υπήρχαν πριν από την κρίση είτε το 2010 (Βέλγιο) είτε το 2011 (Αυστρία, Γερμανία, Κάτω Χώρες) (Σχήμα 3). Μόνο η Φινλανδία δεν το έχει ακόμη καταφέρει, αλλά το πραγματικό ΑΕΠ της χώρας εμφανίζει ανοδική τάση από το 2010. Με την αύξηση των μεριδίων του εισοδήματος εργασίας, που

ενεργεί ως σταθεροποιητής της συνολικής ζήτησης κατά τη διάρκεια μιας ύφεσης, η οικονομική ανάκαμψη σε αυτή την ομάδα χωρών έχει προκύψει κυρίως από την εγχώρια ζήτηση, με την εξαίρεση των Κάτω Χωρών (πίνακας 3β). Μόνο η Αυστρία και η Ολλανδία εμφανίζουν θετική συνεισφορά των καθαρών εξαγωγών στην ανάπτυξη, ενώ οι καθαρές εξαγωγές είναι ελαφρώς αρνητικές στο Βέλγιο και τη Γερμανία, και πολύ περισσότερο αρνητικές στη Φινλανδία. Η αύξηση του μοναδιαίου κόστους εργασίας είναι μεγαλύτερη σε σχέση με την περίοδο πριν από την κρίση και μεγαλύτερη από ό, τι στις χώρες της κρίσης. Οι μερκαντιλιστικές χώρες έχουν χάσει λίγο έδαφος σε σχέση με την ανταγωνιστικότητα των τιμών, με αξιοσημείωτες εξαιρέσεις τη Γερμανία, η οποία βελτίωσε ακόμη και την ανταγωνιστικότητα των τιμών, και τις Κάτω Χώρες. Ωστόσο, οι αναλογίες καθαρών εξαγωγών-ΑΕΠ παρέμειναν θετικές, με ιδιαίτερα υψηλούς δείκτες στην Αυστρία, τη Γερμανία και τις Κάτω Χώρες, αλλά σε μικρότερο βαθμό στο Βέλγιο και τη Φινλανδία. Τα ίδια αποτελέσματα και το ίδιο μοτίβο ισχύουν με τα πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στις χώρες αυτές. Οι χρηματοοικονομικοί ισολογισμοί των αντίστοιχων εξωτερικών τομέων έχουν παραμείνει αρνητικοί, αρκετά αρνητικοί μάλιστα στις περιπτώσεις της Γερμανίας, της Ολλανδίας και της Αυστρίας, αλλά σε μικρότερο βαθμό για το Βέλγιο και τη Φινλανδία.

Μέχρι στιγμής, οι πολιτικές αποπληθωριστικής στασιμότητας που εφαρμόζονται από το 2010 στις χώρες GIPS έχουν βελτιώσει τη θέση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών από τη Μεγάλη Κάμψη, το οποίο σημαίνει ότι τα πλεονάσματα των αντίστοιχων εξωτερικών τομέων έχουν μειωθεί σημαντικά (Σχήματα 7–10). Στην Ιρλανδία, ο χρηματοοικονομικός ισολογισμός του εξωτερικού τομέα έχει γίνει αρνητικός ήδη από το 2010, και για το 2012 αναμένεται να μειωθεί στο 2% για την Ισπανία, στο 3,6% για την Πορτογαλία και στο 7,8% για την Ελλάδα. Αυτό σημαίνει ότι το 2012 η τιμή για την Ισπανία θα είναι ακόμα μικρότερη από τις τιμές για τη Γαλλία (2,4%) και την Ιταλία (2,2%), οι οποίες εμφανίζουν μια ανοδική τάση από την εισαγωγή του ευρώ. Με εξαίρεση τις Κάτω Χώρες, τα πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών—δηλαδή, τα ελλείμματα στους χρηματοοικονομικούς ισολογισμούς των αντίστοιχων εξωτερικών τομέων—των μερκαντιλιστικών οικονομιών έχουν καταγράψει μια ελαφρά μείωση μετά την Μεγάλη Κάμψη (Σχήμα 2 και Σχήμα 11 για τη Γερμανία ως παράδειγμα). Στη Φινλανδία ο εξωτερικός τομέας εμφανίζει ακόμη και ένα πλεόνασμα της τάξης του 0,4% εκατό του ΑΕΠ από το 2011. Ωστόσο, τα ελλείμματα των αντίστοιχων εξωτερικών τομέων σε άλλες χώρες θα εξακολουθούν να είναι σημαντικά για το 2012. Στην Αυστρία, ο χρηματοοικονομικός ισολογισμός του εξωτερικού τομέα θα είναι στο μείον 1,9% του ΑΕΠ, στο Βέλγιο στο μείον 1,5%, στη Γερμανία στο μείον 4,7% και στις Κάτω Χώρες στο μείον 8%. Αυτό σημαίνει ότι μετά από τρία χρόνια πολιτικών αποπληθωριστικής στασιμότητας, εξακολουθούν να υπάρχουν αξιοσημείωτες ανισορροπίες στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών εντός της ευρωπεριοχής (Σχήμα 2). Επιπλέον, οι πολιτικές αποπληθωριστικής στασιμότητας έχουν αποτύχει έως τώρα να σταματήσουν την ανοδική τάση της αναλογίας του ακαθάριστου δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ μετά την κρίση σε όλες τις οι χώρες στο σύνολο των δεδομένων μας (Σχήμα 5), αν και οι αναλογίες του δημοσιονομικού ελλείμματος προς το ΑΕΠ έχουν μειωθεί σημαντικά (Σχήμα 4). Η απόκλιση στην εξέλιξη των αναλογιών του δημοσιονομικού ελλείμματος και του ακαθάριστου δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ οφείλεται εν μέρει στο γεγονός ότι το δημόσιο έλλειμμα είναι μια καθαρή τιμή, ενώ το δημόσιο χρέος έχει ληφθεί

ως ακαθάριστη τιμή, και εν μέρει στη διαδικασία της λογιστικής της Eurostat σχετικά με τις κρατικές παρεμβάσεις που σχετίζονται με τη στήριξη των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων κατά τη διάρκεια της κρίσης. Με την αύξηση των αναλογιών του ακαθάριστου δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ δεν προκαλεί ως εκ τούτου έκπληξη το γεγονός ότι τα spreads των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων δεν έχουν συγκλίνει καθόλου κατά τη διάρκεια της περιόδου των πολιτικών της αποπληθωριστικής στασιμότητας (Σχήμα 6). Ενώ οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων της Ιρλανδίας άρχισαν να μειώνονται τον Ιούλιο του 2011 και οι αποδόσεις των πορτογαλικών ομολόγων τον Ιανουάριο του 2012, δεν υπάρχει τέτοια τάση για τις αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων και οι αποδόσεις των ισπανικών και ιταλικών ομολόγων έχουν δείξει την τάση να αυξάνονται από την άνοιξη του 2012. Ως εκ τούτου, τον Ιούνιο του 2012 η Ισπανία αναγκάστηκε να απευθυνθεί στο Euro group για βοήθεια από το EFSF έως και 100 δισεκατομμύρια ευρώ για την ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού της τομέα και για να σπάσει το δεσμό μεταξύ του προβληματικού τραπεζικού τομέα και των αποδόσεων του δημοσίου χρέους (EFSF, 2012b, European Council, 2012b).

Συνοψίζοντας, οι πολιτικές αποπληθωριστικής στασιμότητας στην ευρωπεριοχή από το 2010 είχαν ως αποτέλεσμα μαζικές απώλειες του πραγματικού ΑΕΠ (και συναφή αύξηση της ανεργίας και της φτώχειας, που δεν αποτελούν μέρος της συζήτησης εδώ) στις πρώην οικονομίες με πρότυπο την καταναλωτική έκρηξη καθοδηγούμενη από το χρέος, καθώς και στην Πορτογαλία και την Ιταλία, που οφείλεται στην κατάρρευση της εγχώριας ζήτησης. Έχει υπάρξει σχετική βελτίωση στην ανταγωνιστικότητα των τιμών αυτών των χωρών λόγω αποπληθωριστικών εξελίξεων στους μισθούς, με εξαίρεση την Ιταλία. Έχουν υπάρξει κάποιες βελτιώσεις στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, ωστόσο εξακολουθούν να υφίστανται σημαντικές ανισορροπίες στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στη ευρωπεριοχή ως σύνολο. Έχουν προκύψει μειώσεις στις αναλογίες των δημοσιονομικών ελλειμμάτων προς το ΑΕΠ, αλλά από την άλλη μεριά η αναλογία του ακαθάριστου δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ ακολουθεί ανοδικές τάσεις σε όλες τις χώρες του πυρήνα της ευρωπεριοχής που εξετάζονται σε αυτή την εργασία. Επικρατούν επίμονες διαφορές στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων, υπάρχει κίνδυνος μιας περαιτέρω ύφεσης για την ευρωπεριοχή στο σύνολό της, και ένας αυξανόμενος κίνδυνος της οριστικής κατάρρευσης του ευρώ ως νόμισμα.

4. Εναλλακτικές προσεγγίσεις στις πολιτικές αποπληθωριστικής στασιμότητας

Για να βγει η ζώνη του ευρώ από την κρίση απαιτείται, αφενός, η αντιμετώπιση των μακροπρόθεσμων εξελίξεων του χρηματιστικού καπιταλισμού που προκάλεσαν την κρίση αυτού του τύπου του καπιταλισμού (δηλαδή, η ανεπαρκής ρύθμιση των χρηματοπιστωτικών αγορών, η αύξηση της ανισότητας στην κατανομή του εισοδήματος, και οι ανισορροπίες στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών σε παγκόσμιο και ευρωπαϊκό επίπεδο). Από την άλλη πλευρά, η Ευρωπαϊκή Ένωση και η ευρωπεριοχή θα πρέπει να ξεπεράσουν τις συγκεκριμένες θεσμικές ατέλειες και τις αποτυχίες της οικονομικής πολιτικής που μετέτρεψαν τις χρηματοπιστωτικές και οικονομικές κρίσεις σε μια ευρωκρίση.

Στους Hein και Truger (2011, 2012) και Hein (2012) έχουμε προτείνει ένα «Κεϋνσιανό New Deal σε Παγκόσμιο και Ευρωπαϊκό Επίπεδο» για να αντιμετωπιστεί από τη ρίζα της η κρίση του χρηματιστικού καπιταλισμού. Αυτό το πακέτο πολιτικής θα πρέπει να περιλαμβάνει τα εξής: (α) την εκ νέου ρύθμιση του χρηματοπιστωτικού τομέα προκειμένου να αποφευχθούν μελλοντικές υπερβολές στη λειτουργία του χρηματοοικονομικού τομέα και οικονομικές κρίσεις, δεύτερον, (β) τον αναπροσανατολισμό των μακροοικονομικών πολιτικών με σκοπό την τόνωση και τη σταθεροποίηση της εγχώριας ζήτησης, ιδίως στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών των πλεονασματικών χώρων, και (γ) τη ανοικοδόμηση του διεθνούς συντονισμού της μακροοικονομικής πολιτικής και μια νέα παγκόσμια χρηματοοικονομική τάξη προκειμένου να εξισορροπηθούν οι παγκόσμιες και οι περιφερειακές οικονομίες.

Στη συνέχεια του κειμένου εφαρμόζουμε αυτή την έννοια στην ευρωπεριοχή και λαμβάνουμε υπόψη τις απαιτούμενες διορθώσεις που πρέπει να γίνουν στις ελλείψεις και τις δυσλειτουργίες στην αρχιτεκτονική της Ευρωπαϊκής οικονομικής πολιτικής. Βασίζουμε την επιχειρηματολογία μας για την μετα-κεϋνσιανή προσέγγιση στα μακροοικονομικά και τις μακροοικονομικές πολιτικές, όπως αυτή αναπτύχθηκε στη μελέτη των Hein και Stockhammer (2010), ως μια πιθανή εναλλακτική λύση στην ήδη απαξιωμένη «Νέα Συναίνεση στη μακροοικονομία», πάνω στην οποία έχει χτιστεί ένα μεγάλο μέρος του υπάρχοντος πλαισίου της οικονομικής πολιτικής στην ευρωπεριοχή. Οι κύριοι στόχοι του αναπροσανατολισμού των οικονομικών πολιτικών στην ευρωπεριοχή είναι να ξεπεραστεί η σημερινή οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση, να βελτιωθούν οι ρυθμοί ανάπτυξης στην ευρωπεριοχή στο σύνολό της, και να αποφύγουν οι μεγάλες ανισότητες στην οικονομική ανάπτυξη μεταξύ των χωρών μελών στην ευρωπεριοχή.

Κατ' αρχάς, προκειμένου να ξεπεραστεί η παρούσα ευρωκρίση, η ΕΚΤ δεν θα πρέπει να ενεργεί μόνο ως δανειστής έσχατης προσφυγής για το τραπεζικό σύστημα, αλλά θα πρέπει να εγγυάται επίσης το δημόσιο χρέος των χωρών μελών στην ευρωπεριοχή με πειστικό τρόπο, επιτρέποντας σε αυτές τις χώρες να εκδίδουν χρέος στο «δικό τους νόμισμα». Αυτό θα μειώσει άμεσα την πίεση που επιβάλλεται από τις «χρηματοπιστωτικές αγορές» για τις χώρες που βρίσκονται στην παρούσα φάση σε κρίση και θα δημιουργήσει τις προϋποθέσεις για μια μακροπρόθεσμη λύση στις ανισορροπίες του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εντός της ευρωπεριοχής. Η ΕΚΤ θα μπορούσε απλά να ανακοινώσει ότι θα παρεμβαίνει στις δευτερογενείς αγορές ομολόγων όταν το επιτόκιο των κρατικών ομολόγων υπερβαίνει τον μακροπρόθεσμο ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης της εκάστοτε χώρας. Επιπλέον, η ΕΚΤ θα πρέπει να τροποποιήσει τη στρατηγική της νομισματικής της πολιτικής και θα πρέπει να λάβει υπόψη τις επιπτώσεις των πολιτικών που εφαρμόζει στη μακροπρόθεσμη κατανομή του εισοδήματος, στην απασχόληση και την ανάπτυξη, και να επιδιώξει μια νομισματική πολιτική με στόχο χαμηλά πραγματικά επιτόκια, που θα κινούνται κάτω από την αύξηση της παραγωγικότητας στην ευρωπεριοχή ως σύνολο. Οι πολιτικές της θα πρέπει να είναι εποικοδομητικές για τις πραγματικές επενδύσεις και την ανάπτυξη. Τέλος, η ΕΚΤ θα πρέπει να επικεντρωθεί στη σταθερότητα της χρηματοπιστωτικής αγοράς. Αντί του χονδροειδούς εργαλείου των επιτοκίων, θα πρέπει να εισαγάγει τα μέσα που είναι

κατάλληλα για να εξουδετερώσουν τις φούσκες σε συγκεκριμένες αγορές περιουσιακών στοιχείων σε συγκεκριμένες χώρες ή περιοχές (π.χ., πιστωτικοί έλεγχοι ή απαιτήσεις αποθεματικών με βάση περιουσιακά στοιχεία (Palley, 2010)).

Δεύτερον, το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης σε ευρωπαϊκό επίπεδο πρέπει να εγκαταλειφθεί και πρέπει να αντικατασταθεί από ένα μέσο συντονισμού των εθνικών δημοσιονομικών πολιτικών στο επίπεδο της ευρωπεριοχής, που θα επιτρέπει τον βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο σταθεροποιητικό ρόλο της δημοσιονομικής πολιτικής. Οι Hein και Truger (2007) έχουν προτείνει τον συντονισμό της μακροχρόνιας πορείας των δαπανών για μη-κυκλικές κρατικές δαπάνες (δηλαδή για τα στοιχεία των δαπανών που είναι υπό τον έλεγχο της κυβέρνησης). Οι συγκεκριμένες δαπάνες θα μπορούσαν να προσανατολιστούν προς τη σταθεροποίηση της συνολικής ζήτησης στην ευρωπεριοχή σε μη πληθωριστικά επίπεδα πλήρους απασχόλησης, ενώ θα μπορούσαν να εφαρμοστούν αυτόματοι σταθεροποιητές καθώς και διακριτικές αντικυκλικές δημοσιονομικές πολιτικές για την καταπολέμηση των διαταραχών της ζήτησης. Προκειμένου να αποφευχθούν οι ανισορροπίες στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εντός της ευρωπεριοχής, αυτές οι δαπάνες θα πρέπει να εξασφαλίσουν τα εξής: Κατά μέσο όρο στη διάρκεια του κύκλου και του φορολογικού συντελεστή σε κάθε χώρα μέλος, τα δημοσιονομικά ελλείμματα στις ξεχωριστές χώρες (δηλαδή, δημόσιες δαπάνες (G) μείον φόροι (T)) θα πρέπει να είναι περίπου ίσα με τα επίπεδα της ιδιωτικής αποταμίευσης (S) που υπερβαίνουν να αντίστοιχα επίπεδα των ιδιωτικών επενδύσεων (I) στην αντίστοιχη χώρα, έτσι ώστε το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών να είναι περίπου εξισορροπημένο σε ένα υψηλό επίπεδο της συνολικής ζήτησης και της μη πληθωριστικής πλήρους απασχόλησης ($S - I = G - T$), και η αύξηση του ΑΕΠ να είναι κοντά στον περιοριστικό ρυθμό ανάπτυξης του ισοζυγίου πληρωμών της κάθε χώρας. Αυτό σημαίνει, φυσικά, την εφαρμογή της λειτουργικής χρηματοοικονομικής προσέγγισης που προτάθηκε από τον Lerner (1942) και πιο πρόσφατα ξανά από τους Arestis και Sawyer (2004b), αλλά και τη συμπερίληψη των εκτιμήσεων για τα ισοζύγια πληρωμών σε αυτή την προσέγγιση, όπως θα διευκρινιστεί περαιτέρω παρακάτω. Όσον αφορά τους περιορισμούς στον πληθωρισμό, που μπορεί να χαλαρώσουν από τις εισοδηματικές πολιτικές όπως αναφέρεται παρακάτω, και εφόσον η ΕΚΤ είναι έτοιμη να εγγυηθεί το δημόσιο χρέος των χωρών μελών και να κρατήσει τα επιτόκια σε χαμηλά επίπεδα, τα δημόσια ελλείμματα και το δημόσιο χρέος που σχετίζονται με αυτή την προσέγγιση δημοσιονομικής πολιτικής παύουν να αποτελούν πρόβλημα.

Τρίτον, ο προσανατολισμός της αγοράς εργασίας και οι κοινωνικές πολιτικές με στόχο την απορρύθμιση και την ελαστικοποίηση, που εξακολουθούν να κυριαρχούν στην ΕΕ και την ευρωπεριοχή, θα πρέπει να εγκαταλειφθούν υπέρ της αναδιοργάνωσης των αγορών εργασίας, της σταθεροποίησης των εργατικών συνδικάτων και των εργοδοτικών ενώσεων, και της υιοθέτησης μιας νομοθεσίας κατώτατου μισθού σε πανευρωπαϊκό επίπεδο. Αυτά τα μέτρα θα μπορούσαν να παρέχουν τις θεσμικές προϋποθέσεις για την αποτελεσματική εφαρμογή των πολιτικών για τη σταθεροποίηση των ονομαστικών μισθών. Οι ονομαστικοί μισθοί θα πρέπει να αυξηθούν ανάλογα με το επίπεδο του μακροχρόνιου μέσου όρου της αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας στην αντίστοιχη εθνική οικονομία καθώς με το στοχευόμενο ποσοστό του πληθωρισμού για την ευρωπεριοχή στο σύνολό της. Αυτό θα μπορούσε να συμβάλει στη διαμόρφωση

περίπου ίδιων ποσοστών πληθωρισμού σε όλη την ευρωπεριοχή και να αποτρέψει мерκαντιλιστικές στρατηγικές που βασίζονται στην συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων. Επιπλέον, θα μπορούσε να συμβάλει στη σταθεροποίηση του μεριδίου των μισθών στο εθνικό επίπεδο.

Τέταρτον, προκειμένου να ξεπεραστούν οι υπάρχουσες ανισορροπίες στην οικονομική ανάπτυξη στην ευρωπεριοχή, οι χώρες μέλη θα πρέπει να αποσκοπούν στην προσαρμογή των πραγματικών ρυθμών αύξησης του ΑΕΠ και του περιοριστικού ρυθμού αύξησης του ισοζυγίων πληρωμών. Για τις σημερινές πλεονασματικές χώρες, αυτό σημαίνει ότι θα πρέπει να χρησιμοποιούν επεκτατικές δημοσιονομικές πολιτικές για την αύξηση της εγχώριας ζήτησης. Για μια μεταβατική περίοδο, θα πρέπει επίσης να αυξήσουν τα ποσοστά του πληθωρισμού τους σε σχέση με τα ποσοστά πληθωρισμού στις χώρες με έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών προκειμένου να εξισορροπηθεί η ανταγωνιστικότητα των τιμών μεταξύ των χωρών μελών της ευρωπεριοχής. Η ονομαστική αύξηση των μισθών, ως εκ τούτου, θα πρέπει να υπερβαίνει το μισθολογικό πρότυπο που αναφέρεται παραπάνω (δηλαδή, το άθροισμα της αύξησης της εθνικής παραγωγικότητας συν το στοχευόμενο ποσοστό πληθωρισμού στην ευρωπεριοχή) κατά τη διάρκεια της διαδικασίας της προσαρμογής. Το κύριο έργο για τις χώρες με έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, με εξαίρεση την Ιρλανδία, θα είναι η βελτίωση του περιορισμένου ρυθμού αύξησης του ισοζυγίου πληρωμών. Αυτό σημαίνει, αφενός, να συμβάλουν στη μείωση των διαφορών στα επίπεδα πληθωρισμού σε σχέση με τις πλεονασματικές χώρες μέσω της αύξησης των ονομαστικών μισθών κάτω από το άθροισμα της αύξησης της εθνικής παραγωγικότητας συν το στοχευόμενο ποσοστό για τον πληθωρισμό. Για να αποτραπεί ο κίνδυνος αποπληθωρισμού στις χώρες αυτές κατά τη διαδικασία της προσαρμογής, ο στόχος για τον πληθωρισμό στην ευρωπεριοχή θα πρέπει να αυξηθεί πάνω από τον σημερινό φιλόδοξο στόχο του «κάτω, αλλά πλησίον του 2%» για τον εναρμονισμένο δείκτη των τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ). Από την άλλη πλευρά, οι χώρες με έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών θα πρέπει να αυξήσουν τη εισοδηματική ελαστικότητα της ζήτησης για τις εξαγωγές τους και να μειώσουν την εισοδηματική ελαστικότητα της ζήτησης για εισαγωγές μέσω βιομηχανικών, διαρθρωτικών και περιφερειακών πολιτικών. Αυτό σημαίνει ότι πρέπει να βελτιώσουν την διαρθρωτική ανταγωνιστικότητά τους.

Πέμπτον, ακόμη κι αν οι διαδικασίες προσαρμογής του πραγματικού και του περιοριστικού ρυθμού αύξησης του ισοζυγίου πληρωμών σε κάθε μία από τις χώρες μέλη της ευρωπεριοχής γίνουν δεκτές ως στόχος της οικονομικής πολιτικής, δεν αναμένουμε να δούμε μια πλήρη προσαρμογή να λαμβάνει μέρος στο βραχυπρόθεσμο ή το μεσοπρόθεσμο χρονικό διάστημα. Οι ρυθμοί ανάπτυξης των χωρών μελών θα διαφέρουν λόγω του ότι κάποιες οικονομίες έχουν να καλύψουν ένα κενό προτού υπάρξει σύγκλιση με την παραγωγικότητα άλλων, πιο προηγμένων οικονομιών, και δεν είναι πολύ πιθανό ότι οι χώρες που αναπτύσσονται γρηγορότερα προκειμένου να πλησιάσουν τις πιο προηγμένες οικονομίες θα έχουν χαμηλότερο πληθωρισμό, υψηλότερες εισοδηματικές ελαστικότητες της ζήτησης για τις εξαγωγές τους, και χαμηλότερες εισοδηματικές ελαστικότητες της ζήτησης για τις εισαγωγές από τις πιο προηγμένες οικονομίες, ούτως ώστε οι διαφορές στους πραγματικούς ρυθμούς

ανάπτυξης να αναλογούν πλήρως με τις διαφορές στον περιορισμένο ρυθμό ανάπτυξης του ισοζυγίου πληρωμών. Ως εκ τούτου, τα πλεονάσματα και τα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών θα αυξηθούν λόγω αυτών των διαφορών. Ο συντονισμός των δημοσιονομικών πολιτικών και των κυβερνητικών ελλειμμάτων στο επίπεδο της ευρωπεριοχής θα πρέπει ως εκ τούτου να λάβει υπόψη τα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών που συνδέονται με τις διαδικασίες σύγκλισης στο βραχυπρόθεσμο όσο και στο μεσοπρόθεσμο χρονικό διάστημα. Όπως δείξαμε στο Hein et al (2012), σε μια νομισματική ένωση με ισορροπημένο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών με τον υπόλοιπο κόσμο, και ως εκ τούτου με (σχεδόν) μηδενικό καθαρό ξένο ενεργητικό/παθητικό, δεν υπάρχει κανένας κίνδυνος ότι οι χώρες μέλη με ελλείμματα στο ισοζύγιο πληρωμών θα αντιμετωπίσουν μια έκρηξη στις αναλογίες καθαρών ξένων υποχρεώσεων προς το ΑΕΠ, υπό την προϋπόθεση ότι η αύξηση του ΑΕΠ στις ελλειμματικές χώρες υπερβαίνει τα ποσοστά ανάπτυξης στις πλεονασματικές χώρες. Βιώσιμα επίπεδα υψηλότερης ανάπτυξης από εκείνα των πλεονασματικών χωρών κατά μέσο όρο στη ζώνη του ευρώ θα πρέπει να είναι, συνεπώς, το απόλυτο κριτήριο για ανεκτά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών στη διαδικασία συντονισμού των οικονομικών πολιτικών εντός της ευρωπεριοχής.

Έκτον, αφού αποδεκτά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών στην ευρωπεριοχή θα πρέπει να χρηματοδοτηθούν από τις εισαγωγές κεφαλαίου, οι κατάλληλοι δημοσιονομικοί κανονισμοί για την αποφυγή μιας υπερβολικής αύξησης στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων και πιστωτικών φουσκών αποτελούν βασικές προϋποθέσεις για τη βιώσιμη ανάπτυξη και για τη σταθερότητα της αύξησης της παραγωγικότητας, καθώς και για τα σχετικά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών και τη θέση αναφορικά με τις καθарές ξένες υποχρεώσεις. Οι μακροπρόθεσμες ροές κεφαλαίων ως μέσο χρηματοδότησης των αποδεκτών ελλειμμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι, ως εκ τούτου, ιδιαίτερα σημαντικό στοιχείο. Οι μακροπρόθεσμες άμεσες επενδύσεις μπορεί να είναι οι πιο σταθερές και ωφέλιμες επενδύσεις, αλλά οι δομικές επιπτώσεις (και επίσης και η εκροή των κερδών) θα πρέπει να ληφθούν υπόψη. Εάν οι εισροές κεφαλαίων χρηματοδοτούνται μέσω πίστωσης, το επίκεντρο θα πρέπει να είναι η μακροπρόθεσμη πίστωση. Η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων, από κοινού με τα ευρωπαϊκά περιφερειακά και διαρθρωτικά ταμεία και τους κυβερνητικούς θεσμούς των παραληπτών χωρών, θα πρέπει, επομένως, να εμπλακεί στη διαδικασία της κατεύθυνσης των ροών κεφαλαίων σε κατάλληλους τομείς και περιοχές στις χώρες με έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, που διευκολύνουν τις πραγματικές διαδικασίες σύγκλισης και αποφεύγουν τις φούσκες σε ορισμένους τομείς (π.χ. στη στεγαστική αγορά ή στον χρηματοπιστωτικό τομέα).

5. Συμπεράσματα

Στην παρούσα εργασία έχουμε αναλύσει την ευρωκρίση ως το τελευταίο επεισόδιο στην κρίση του χρηματιστικού καπιταλισμού. Έχουμε αναλύσει τα κύρια χαρακτηριστικά του χρηματιστικού καπιταλισμού για τις έντεκα αρχικές χώρες της ευρωπεριοχής, και συγκεκριμένα τη μείωση του μεριδίου του εισοδήματος της εργασίας και την αύξηση της ανισότητας στην κατανομή του εισοδήματος καθώς και τις αυξανόμενες ανισορροπίες

στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εντός της ευρωπεριοχής. Στο πλαίσιο αυτό εξετάσαμε στη συνέχεια την ευρωκρίση και τις αντιδράσεις της οικονομικής πολιτικής των ευρωπαϊκών κυβερνήσεων και θεσμών. Δεδομένου ότι αυτοί οι φορείς χάραξης πολιτικής ερμηνεύουν την κρίση ως μια κρίση δημοσίου χρέους που προκλήθηκε από την ανεύθυνη συμπεριφορά ορισμένων κυβερνήσεων των χωρών μελών, οι πολιτικές τους αντιδράσεις και οι συστάσεις τους έχουν εστιάσει στον περιορισμό των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και του δημοσίου χρέους μέσω αυστηρότερων κανόνων και αποπληθωριστικών πολιτικών. Έχουμε δείξει ότι οι πολιτικές αποπληθωριστικής στασιμότητας στην ευρωπεριοχή από το 2010 είχαν ως αποτέλεσμα μαζικές απώλειες του πραγματικού ΑΕΠ, ιδίως στις χώρες που βιώνουν κρίση, αλλά κάποια βελτίωση της ανταγωνιστικότητας των τιμών και στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στις χώρες αυτές. Ταυτόχρονα, ωστόσο, διατηρούνται σημαντικές ανισορροπίες στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στην ευρωπεριοχή ως σύνολο, και ενώ έχουν προκύψει μειώσεις στις αναλογίες δημοσιονομικού ελλείμματος προς το ΑΕΠ, οι αναλογίες του ακαθάριστου δημοσίου χρέους προς το ΑΕΠ έχουν ανοδικές τάσεις σε όλες τις χώρες της ευρωπεριοχής που εξετάζονται σε αυτή την εργασία. Τέλος, παραμένουν οι έντονες διαφορές στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων, καθώς και ο κίνδυνος μιας περαιτέρω ύφεσης για την ευρωπεριοχή στο σύνολό της, αλλά και η αυξανόμενη απειλή της οριστικής κατάρρευσης του ευρώ. Ως εκ τούτου, περιγράψαμε μια εναλλακτική προσέγγιση μακροοικονομικής πολιτικής για την αντιμετώπιση των βασικών αντιφάσεων του χρηματιστικού καπιταλισμού και των ελλείψεων των ευρωπαϊκών θεσμών και στρατηγικών οικονομικής πολιτικής. Αυτό που απαιτείται επείγοντως προκειμένου να αποφευχθεί η επιδείνωση της κρίσης στην ευρωπεριοχή είναι, κατ' αρχάς, μια κεντρική τράπεζα που θα εγγυάται πειστικά το δημόσιο χρέος των χωρών μελών της ευρωπεριοχής και η οποία θα συμβάλλει στη βελτίωση της οικονομικής ανάπτυξης στην ευρωπεριοχή μέσω της στόχευσης χαμηλών πραγματικών επιτοκίων. Δεύτερον, θα πρέπει να εφαρμοστούν και να συντονιστούν δημοσιονομικές πολιτικές στο πλαίσιο των λειτουργικών χρηματοοικονομικών σε όλη την ευρωπεριοχή. Τρίτον, οι μισθολογικές και εισοδηματικές πολιτικές πρέπει να συμβάλουν στην ονομαστική σταθεροποίηση και την πρόληψη μερκαντιστικών στρατηγικών και των σχετικών ανισορροπιών, καθώς και σε σταθερά μερίδια του εισοδήματος. Τέταρτον, θα πρέπει να εφαρμοστούν βιομηχανικές και περιφερειακές πολιτικές προκειμένου να διευκολυνθεί η βιώσιμη διαδικασία της σύγκλισης εντός της ευρωπεριοχής.

Πηγές

Arestis, P. 2009. “New Consensus Macroeconomics and Keynesian Critique.” In E. Hein, T. Niechoj, and E. Stockhammer (eds.), *Macroeconomic Policies on Shaky Foundations. Whither Mainstream Economics?* Marburg: Metropolis, pp. 165–85.

———. 2011a. “Keynesian Economics and the New Consensus in Macroeconomics.” In E. Hein and E. Stockhammer (eds.), *A Modern Guide to Keynesian Macroeconomics and Economic Policies*. Cheltenham: Edward Elgar, pp. 88–112.

———. 2011b. “European Economic and Monetary Union policies from a Keynesian Perspective.” In E. Hein and E. Stockhammer (eds.), *A Modern Guide to Keynesian Macroeconomics and Economic Policies*. Cheltenham: Edward Elgar, pp. 191–214.

Arestis, P., and Sawyer, M. 2004a. *Re-examining Monetary and Fiscal Policy for the 21st Century*. Cheltenham: Edward Elgar.

———. 2004b. “On Fiscal Policy and Budget Deficits.” *Intervention: Journal of Economics*, 1 (2), pp. 61–74.

———. 2011. “The Design Faults of the Economic and Monetary Union.” *Journal of Contemporary European Studies*, 19 (1), pp. 21–32.

Bibow, J. 2008. “The International Monetary (Non-) Order and the ‘Global Capital Flows Paradox.’” In E. Hein, T. Niechoj, P. Spahn, and A. Truger (eds.), *Finance-led Capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector*. Marburg: Metropolis, pp. 219–48.

BIS. 2010. *Bank for International Settlements. Property Price Statistics*, <http://www.bis.org/statistics/pp.htm>.

Brunnermeier, M., et al. 2011. European Safe Bonds: *ESBies*, <http://euro-nomics.com/wp-content/uploads/2011/09/ESBiesWEBsept262011.pdf>.

Cesaratto, S., and Stirati, A. 2010. “Germany and the European and Global Crises.” *International Journal of Political Economy*, 39 (4), pp. 56–86.

Clarida, R., Gali, J., and Gertler, M. 1999. “The Science of Monetary Policy: a New Keynesian perspective.” *Journal of Economic Literature*, 37, pp. 1661–1707.

Council of the EU 2011a. *Council Reaches Agreement on Measures to Strengthen Economic Governance*. Brussels, 7681/11, PRESSE 63, 15 March 2011.

———. 2011b. *Statement by the Heads of State or Government of the Euro Area and EU Institutions*, Brussels, 21 July 2011.

Delpla, J., and von Weizsäcker, J. 2010. "The Blue Bond Proposal," Bruegel Policy Brief, 2010/3, Brussels: Bruegel.

ECB 2012a. *Long Term Interest Rate Statistics*,
<http://www.ecb.int/stats/money/long/html/index.en.html>.

———. 2012b. *Weekly Financial Statements*,
<http://www.ecb.int/press/pr/wfs/2012/html/index.en.html>.

EFSF 2012a. *European Financial Stability Facility: Lending operations*,
<http://www.efsfi.europa.eu/about/operations/index.htm>.

———. 2012b. *Master Financial Assistance Facility Agreement Between the European Financial Stability Facility, Kingdom of Spain as Beneficiary Member State, Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria as Guarantor and the Bank of Spain*,
http://www.efsfi.europa.eu/attachments/efsfi_spain_ffa.pdf.

European Commission. 2011. *Green Paper on the Feasibility of Introducing Stability Bonds*, Brussels, COM(2011) 818 final, 23 November 2011.

———. 2012a. *AMECO Database*, Spring 2012,
http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm.

———. 2012a. *The Greek Loan Facility*,
http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/greek_loan_facility/index_en.htm.

———. 2012c. *European Financial Stability Mechanism (EFSM)*,
http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/efsm/index_en.htm.

———. 2012d. *Eurostat Supplementary Table for the Financial Crisis, Background Note (April 2012)*,
http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics/documents/Background_note_fin_crisis_Apr_2012_final.pdf.

European Council. 2011a. *Conclusions*, EUCO 10/11, 24/25 March 2011.

———. 2011b. *Statement by the Euro Area Heads of State or Government*, Brussels, 9 December 2011.

———. 2012a. *Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union*, 2 March 2012, http://european-council.europa.eu/media/639235/st00tscg26_en12.pdf.

———. 2012b. *Euro Area Summit Statement*. Brussels, 29 June 2012.

Fitoussi, J.-P., and Stiglitz, J. 2009. "The Ways Out of the Crisis and the Building of a More Cohesive World," OFCE Document de Travail, No. 2009-17, Paris: OFCE.

German Federal Ministry of Finance. 2011. *German Stability Programme 2011 Update*. Berlin.

Girouard, N., Kennedy, M., and Andre, C. 2006. "Has the Rise in Debt Made Households More Vulnerable?" OECD Economics Working Paper, No. 535 8 ECO/WKP(2006)63, Paris: OECD.

Goodbody Stockbrokers. 2009. *Irish Economic Commentary*, 15 October 2009, Dublin: Goodbody Stockbrokers.

Goodfriend, M., and King, R. G. 1997. "The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy." In B. S. Bernanke and J. J. Rotemberg (eds.), *NBER Macroeconomics Annual: 1997*, Cambridge, Mass.: MIT Press, pp. 231–83.

Hein, E. 2011a. "Redistribution, Global Imbalances and the Financial and Economic Crisis—The Case for a Keynesian New Deal." *International Journal of Labor Research*, 3 (1), pp. 51–73.

———. 2011b. "Financialisation, Re-Distribution, and the Financial and Economic Crisis—A Kaleckian Perspective." In T. Niechoj, Ö. Onaran, E. Stockhammer, A. Truger, and T. van Treeck (eds.), *Stabilising an Unequal Economy? Public Debt, Financial Regulation, and Income Distribution*. Marburg: Metropolis, pp. 35–62.

———. 2012a. *The Macroeconomics of Finance-dominated Capitalism—and Its Crisis*. Cheltenham: Edward Elgar.

———. 2012b. "Financialisation, Re-Distribution and the Financial and Economic Crisis—A European Perspective." In E. Febrero and O. de Juan (eds.), *Post-Keynesian Views of the Great Crisis and Its Remedies*. Abingdon: Routledge, forthcoming.

Hein, E., and Mundt, M. 2012. "Financialisation and the Requirements and Potentials for Wage-led Recovery—A Review Focussing on the G20." ILO Conditions of Work and Employment Series No. 37, forthcoming, Geneva: ILO.

Hein, E., and Stockhammer, E. 2012. "Macroeconomic Policy Mix, Employment and Inflation in a Post-Keynesian Alternative to the New Consensus Model." *Review of Political Economy*, 22, pp. 317–54.

Hein, E., and Truger, A. 2007. "Germany's Post-2000 Stagnation in the European Context—a Lesson in Macroeconomic Mismanagement." In P. Arestis, E. Hein, and E. Le Heron (eds.), *Aspects of Modern Monetary and Macroeconomic Policies*. Basingstoke: Palgrave Macmillan, pp. 223–47.

———. 2009. “How to Fight (or Not to Fight) a Slowdown.” *Challenge: The Magazine of Economic Affairs*, 52 (3), pp. 52–75.

———. 2010. “Financial Crisis, Global Recession and Macroeconomic Policy Reactions—the Case of Germany.” In S. Dullien, E. Hein, A. Truger, and T. van Treeck (eds.), *The World Economy in Crisis—The Return of Keynesianism?* Marburg: Metropolis, pp. 191–220.

———. 2011. “Finance-dominated Capitalism in Crisis—the Case for a Keynesian New Deal at the European and the Global Level.” In P. Arestis and M. Sawyer (eds.), *New Economics as Mainstream Economics, International Papers in Political Economy*. Basingstoke: Palgrave Macmillan, pp. 190–230.

———. 2012. “Finance-dominated Capitalism in Crisis—the Case for a Global Keynesian New Deal.” *Journal of Post Keynesian Economics*, forthcoming.

Hein, E., Truger, A., and van Treeck, T. 2012. “The European Financial and Economic Crisis: Alternative Solutions from a (Post-)Keynesian Perspective.” In P. Arestis and M. Sawyer (eds.), *The Euro Crisis. International Papers in Political Economy*. Basingstoke: Palgrave Macmillan, pp. 35–78.

Kalecki, M. 1971. *Selected Essays on the Dynamics of Capitalist Economy, 1933–1970*. Cambridge: Cambridge University Press.

Lerner, A. 1943. “Functional Finance and Federal Debt.” *Social Research*, 10, pp. 38–51.

Meyer, L. H. 2001. “Inflation Targets and Inflation Targeting.” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 83 (6), pp. 1–13.

OECD. 2008. *Growing Unequal? Income Distribution and Poverty in OECD Countries*. Paris: OECD.

———. 2012. *OECD.StatExtracts*, <http://stats.oecd.org/Index.aspx>.

Palley, T. 2010. “Asset Price Bubbles and Counter-Cyclical Monetary Policy: Why Central Banks Have Been Wrong and What Should Be Done.” *Intervention. European Journal of Economics and Economic Policies*, 7, pp. 91–107.

———. 2011. “Monetary Union Stability: The Need for a Government Banker and the Case for a European Public Finance Authority.” IMK Working Paper 2/2011, Düsseldorf: Macroeconomic Policy Institute (IMK), Hans Boeckler Foundation.

Stockhammer, E. 2010a. “Income Distribution, The Finance-dominated Accumulation Regime, and the Present Crisis.” In S. Dullien, E. Hein, A. Truger, and T. van Treeck

(eds.), *The World Economy in Crisis—the Return of Keynesianism?* Marburg: Metropolis, pp. 63–86.

———. 2010b. “Neoliberalism, Income Distribution and the Causes of the Crisis.” Research on Money and Finance, Discussion Paper No. 19, London: Department of Economics, SOAS.

———. 2011. “Peripheral Europe’s Debt and German Wages: The Role of Wage Policy in the Euro Area.” Research on Money and Finance, Discussion Paper No. 29, London: Department of Economics, SOAS.

SVR. 2011. *Verantwortung für Europa übernehmen. Jahresgutachten 2011/12*, Wiesbaden: Statistisches Bundesamt.

Thirlwall, A. P. 1979. “The Balance of Payments Constraint as an Explanation of International Growth Differences.” *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 128, pp. 45–53.

———. 2002. *The Nature of Economic Growth*. Cheltenham: Edward Elgar.

UNCTAD 2009. *The Global Economic Crisis: Systemic Failures and Multilateral Remedies*. New York and Geneva: UNCTAD.

Uxo, J., Paul, J., and Febrero, E. 2011. “Current Account Imbalances in the Monetary Union and the Great Recession: Causes And Policies.” *Panoeconomicus*, 5, pp. 571–92.

Van Treeck, T. 2009. “The Political Economy Debate On ‘Financialisation’—A Macroeconomic Perspective.” *Review of International Political Economy*, 16, pp. 907–44.

Van Treeck, T., Hein, E., and Dühaupt, P. 2007. “Finanzsystem und wirtschaftliche Entwicklung: Neuere Tendenzen in den USA und in Deutschland.” IMK Studies 5/2007, Duesseldorf: Macroeconomic Policy Institute (IMK) at Hans Boeckler Foundation.

Wade, R. 2009. “From Global Imbalances to Global Reorganisations.” *Cambridge Journal of Economics*, 33, pp. 539–62.

Woodford, M. 2003. *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy* Princeton. N.J.: Princeton University Press.