



Επιστημονική Εργασία υπό Εξέλιξη (Working Paper) No. 767

Η Γερμανία και η κρίση στην ευρωζώνη: Η διαμόρφωση ενός ευπαθούς καταφυγίου

Του

Jörg Bibow*

Levy Economics Institute of Bard College

Ιούνιος 2013

*Ευχαριστώ τον Jesse Hurwitz για την προσφορά ερευνητικών στοιχείων καθώς και για τα σχόλια του. Ευχαριστώ τους συμμετέχοντες στο συνέδριο «Η Ευρωκρίση» που έλαβε χώρα στο Universidad del Pais Vasco, στο Μπιλμπάο της Ισπανίας, στις 14 Δεκεμβρίου 2012, για την ανταπόκρισή τους στην παρουσία της εργασίας μου, και τους Sergio Rossi, Andrea Terzi, και Yanis Varoufakis για τα σχόλια τους σε κάποια πρόωπη εκδοχή της. Ευχαριστώ επίσης τα διάφορα μέλη στο Destatis και στο τμήμα στατιστικών της Deutsche Bundesbank για τις χρήσιμες υπηρεσίες πληροφόρησης.

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 © 2013 Levy Economics Institute. All rights reserved.

Περίληψη

Η εργασία αυτή διερευνά την ευπάθεια της Γερμανίας στη συνεχιζόμενη κρίση της ευρωζώνης. Την περίοδο 2010-11, η Γερμανία ανέκαμψε από την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008-09. Η κρίση της ευρωζώνης εκείνη την περίοδο σήμαινε ιστορικά χαμηλά επιτόκια και πτώση του ευρώ, πράγμα που ενίσχυσε τον εξαγωγικό τομέα της Γερμανίας. Αλλά η κρίση που ξεκίνησε στη λεγόμενη περιφέρεια της ευρωζώνης έχει φτάσει πλέον στον πυρήνα της ευρωζώνης. Ο ευρωσκεπτικισμός εξαπλώνεται σε όλη την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) και το μέλλον του ευρώ παραμένει αβέβαιο ανεξάρτητα από τις υποσχέσεις που κάνει ο πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) Μάριο Ντράγκι. Η θέση της Γερμανίας ως «ασφαλές καταφύγιο» μπορεί να αποδειχθεί δίκιο μαχαίρι. Σε περίπτωση διάλυσης του ευρώ, η ταχεία ανατίμηση του νέου γερμανικού μάρκου θα επιδεινώσει απότομα την γερμανική ανταγωνιστικότητα και η γερμανική οικονομία θα βυθιστεί σε ύφεση. Επιπλέον, θα υπάρξουν απώλειες στη διεθνή επενδυτική θέση της Γερμανίας. Μια σωστή εκτίμηση της αρνητικής επίδρασης της κρίσης του ευρώ στη γερμανική οικονομία θα συνέβαλε ώστε να κατανοήσουν οι γερμανικές αρχές ότι οι συνταγές πολιτικής που εφαρμόζουν δεν είναι καθόλου προς το συμφέρον της Γερμανίας—και αυτό θα ήταν καλό να το κατανοήσουν και οι κυβερνητικές αρχές στις υπόλοιπες χώρες της ευρωζώνης. Η Γερμανία είναι υποχρεωμένη να αντιληφθεί ότι η ίδια είναι πολύ ευάλωτη απέναντι στην καταστροφή που προκαλεί σε όλη την Ευρώπη η πολιτική που εφαρμόζει. Η ΕΕ, κατά πάσα πιθανότητα με τη Γαλλία σε ηγετικό ρόλο, θα πρέπει να πείσει τη Γερμανία να αλλάξει πορεία στην αντιμετώπιση της κρίσης στην ευρωζώνη, ειδάλλως η υπόθεση ευρώ έχει τελειώσει.

1. Εισαγωγή

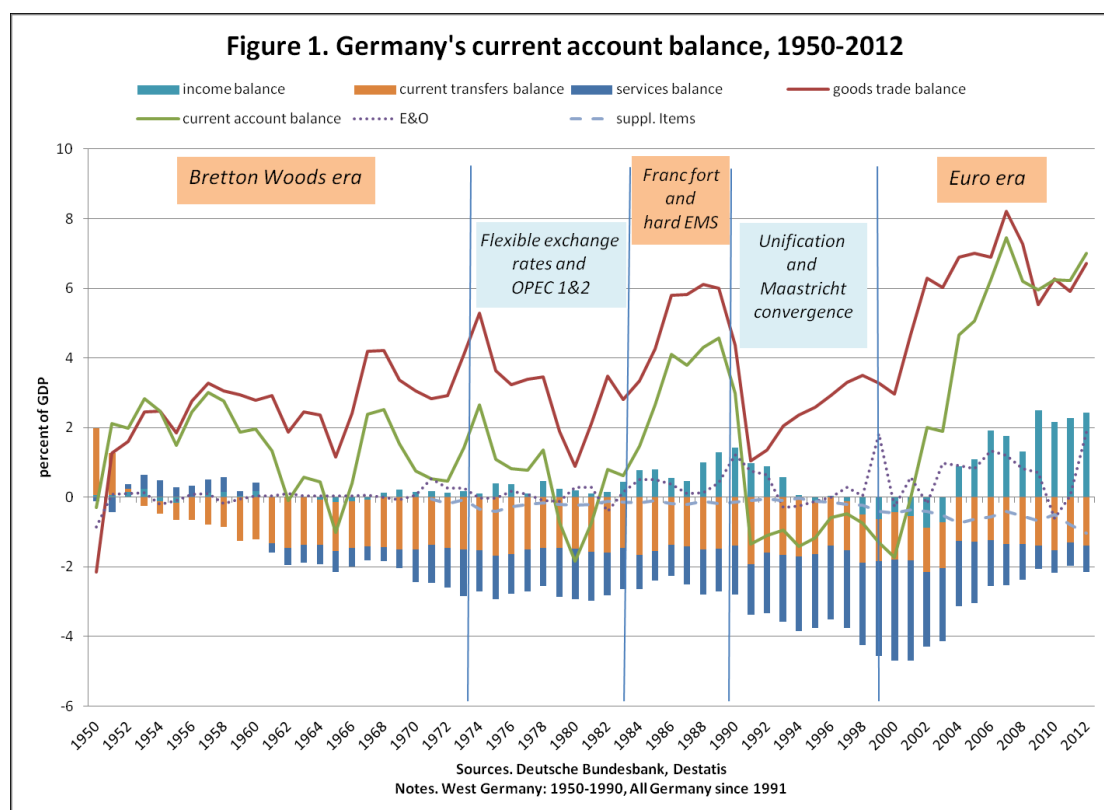
Η εργασία αυτή διερευνά την ευπάθεια της Γερμανίας στη συνεχιζόμενη κρίση της ευρωζώνης. Μέχρι στιγμής, η κρίση έχει επικεντρωθεί στις υπερχρεωμένες χώρες της ευρωζώνης, ενώ η Γερμανία φαίνεται να τα έχει πάει αρκετά καλά. Την περίοδο 2010-11, η Γερμανία ανέκαμψε από την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008-09. Η κρίση της ευρωζώνης εκείνη την περίοδο σήμαινε ιστορικά χαμηλά επιτόκια, λόγω της θέσης της Γερμανίας ως «ασφαλές καταφύγιο», και πτώση του ευρώ, εξελίξεις ενίσχυσαν τον εξαγωγικό τομέα της Γερμανίας. Αλλά η κρίση που ξεκίνησε στη λεγόμενη περιφέρεια της ευρωζώνης έχει φτάσει πλέον στον πυρήνα της ευρωζώνης. Το γαλλικό μοντέλο ανάπτυξης με βάση την εγχώρια ζήτηση κατέρρευσε το 2011 και η γερμανική οικονομία βίωσε μια κατάσταση στασιμότητας κατά τη διάρκεια του 2012. Ο ευρωσκεπτικισμός εξαπλώνεται σε όλη την ΕΕ και το μέλλον του ευρώ παραμένει αβέβαιο ανεξάρτητα από τις υποσχέσεις που κάνει ο πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας Μάριο Ντράγκι. Η θέση της Γερμανίας ως «ασφαλές καταφύγιο» μπορεί να αποδειχθεί δίκιο μαχαίρι. Σε περίπτωση διάλυσης του ευρώ, η ταχεία ανατίμηση του νέου γερμανικού μάρκου θα επιδεινώσει απότομα τη γερμανική ανταγωνιστικότητα και η γερμανική οικονομία θα βυθιστεί σε ύφεση. Επιπλέον, θα υπάρξουν απώλειες στη διεθνή επενδυτική θέση της Γερμανίας. Είναι αναμφισβήτητο γεγονός ότι η χάραξη πολιτικής στην Ευρωζώνη ακολουθεί ουσιαστικά την γερμανική συνταγή—σήμερα περισσότερο από ποτέ. Μια σωστή εκτίμηση της αρνητικής επίδρασης της κρίσης του ευρώ στην γερμανική οικονομία θα συνέβαλε ώστε να κατανοήσουν οι γερμανικές αρχές ότι οι συνταγές πολιτικής που εφαρμόζουν δεν είναι διόλου προς το συμφέρον της Γερμανίας – και καλό θα ήταν να το κατανοήσουν αυτό και οι κυβερνητικές αρχές στις υπόλοιπες χώρες της ευρωζώνης. Η Γερμανία είναι υποχρεωμένη να αντιληφθεί ότι η ίδια είναι πολύ ευάλωτη απέναντι στην καταστροφή που προκαλεί σε όλη την Ευρώπη η πολιτική που εφαρμόζει. Η ΕΕ, κατά πάσα πιθανότητα με τη Γαλλία σε ηγετικό ρόλο, θα πρέπει να πείσει τη Γερμανία να αλλάξει πορεία στην αντιμετώπιση της κρίσης στην ευρωζώνη, ειδάλλως η υπόθεση ευρώ έχει τελειώσει.

Η ανάλυση ξεκινά στην ενότητα 2 με την εξέταση της θέσης του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της Γερμανίας από το Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο και μετά, που υπογραμμίζει πως και γιατί διογκώθηκαν τα γερμανικά πλεονάσματα με την εισαγωγή του ευρώ. Αναλύοντας τη διεθνή επενδυτική θέση της Γερμανίας από τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο και μετά, η ενότητα 3 υπογραμμίζει ότι ενώ η θέση της Γερμανίας ως πιστωτής έχει διογκωθεί υπό το καθεστώς του ευρώ, οι

τεράστιες απώλειες αποτίμησης έχουν προκαλέσει μια μεγάλη τρύπα στη διεθνή επενδυτική της θέση. Οι ενότητες 4 και 5 επιχειρούν στη συνέχεια, με την ανάλυση των διαθέσιμων στοιχείων σχετικά με τις χρηματοοικονομικές ροές και τους τομεακούς ισολογισμούς, αντίστοιχα, να προσδιορίσουν τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους στους οποίους μπορεί να είναι εκτεθειμένη η Γερμανία. Η ενότητα 6 αξιολογεί τις κύριες πηγές της ευπάθειας της Γερμανίας στις εξελίξεις στην ευρωζώνη, ενώ η ενότητα 7 ασχολείται με το καταθλιπτικό γεγονός ότι η ευρωζώνη δεν έχει καταφέρει ακόμη να δώσει λύση στην τρέχουσα κρίση και ότι η συνεχιζόμενη κακοδιαχείριση της κρίσης μεγεθύνει περαιτέρω τις παράπλευρες απώλειες που έχουν υπάρξει έως τώρα. Η εργασία ολοκληρώνεται με μερικά συμπεράσματα στην ενότητα 8.

2. Τα περιβόητα πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Γερμανίας διογκώθηκαν με το ευρώ

Μετά από μια κρίση στο ισοζύγιο πληρωμών στην αρχική φάση της μεταπολεμικής ανοικοδόμησης, η Δυτική Γερμανία (και αργότερα η ενωμένη Γερμανία) καταγράφει σημαντικά πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών για το μεγαλύτερο μέρος του χρόνου. Τα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αποτελούσαν σπάνιο φαινόμενο και ήταν πολύ πιο περιορισμένα σε μέγεθος. Η πλεονασματική θέση της Γερμανίας στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών μεγεθύνθηκε κάτω από το καθεστώς του ευρώ και, στο 7% του ΑΕΠ, παραμένει πολύ υψηλό σήμερα με βάση τα διεθνή πρότυπα (βλέπε σχήμα 1).

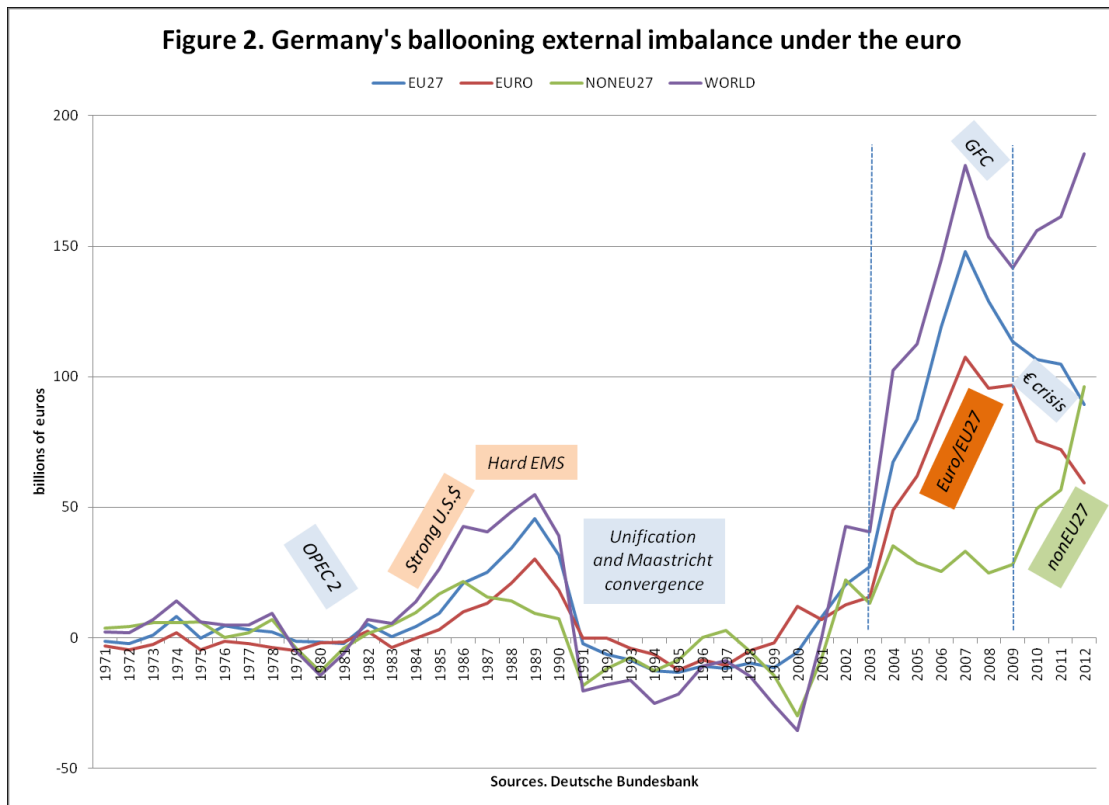


Η γερμανική κρίση στο ισοζύγιο πληρωμών του 1950 ανέκυψε στο πλαίσιο του πολέμου της Κορέας και της απότομης αύξησης του πληθωρισμού σε παγκόσμιο επίπεδο, γεγονότα που σύντομα αποδείχθηκαν ως μάννα εξ ουρανού για την αποκατάσταση του παραδοσιακού ρόλου της Γερμανίας ως εξαγωγέας κεφαλαιουχικών αγαθών. Στην πραγματικότητα, τα εμπορικά πλεονάσματα αναδύθηκαν το 1952 ως μείζονα κινητήρια δύναμη για το «οικονομικό θαύμα» της δεκαετίας του 1950 (Wallich 1955). Μετά από μια πρώτη ανατίμηση του γερμανικού μάρκου το 1961, η Δυτική Γερμανία βίωσε αρχικά συρρίκνωση του εμπορικού πλεονάσματος και ακόμη και ένα μικρό έλλειμμα στο ισοζύγιο

τρεχουσών συναλλαγών από το 1965, αλλά τα εμπορικά πλεονάσματα και το πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών επέστρεψαν δυναμικά στο δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του 1960. Παρά τις περαιτέρω ανατιμήσεις του γερμανικού μάρκου το 1969 και εκ νέου στα τέλη του 1971 (ως μέρος της συμφωνίας Smithsonian), τα μεγάλα και αυξανόμενα εξωτερικά πλεονάσματα διήρκεσαν μέχρι το 1973 (Wallich και Wilson 1979), όταν η τάση αντιστράφηκε τελικά με την άφιξη των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών τον Μάρτιο του 1973 και την εμφάνιση των πρώτων πετρελαϊκών κρίσεων του 1973-4. Ενώ το εμπορικό ισοζύγιο της Δυτικής Γερμανίας διατηρήθηκε πλεονασματικό καθ' όλη τη διάρκεια, προέκυψαν ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών την περίοδο 1979-1981. Αυτό συνέβη καθώς η δεύτερη πετρελαϊκή κρίση του 1979-1980 έδωσε ένα ακόμη χτύπημα στις εμπορικές συναλλαγές, ενώ το αμερικανικό δολάριο έπεσε σε μια περίοδο έντονης αδυναμίας. Η αδυναμία του δολαρίου ενίσχυσε το ενδιαφέρον της Γερμανίας σχετικά με την σταθεροποίηση των ενδοευρωπαϊκών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Για πρώτη φορά από το 1950, το έλλειμμα στην εξωτερική θέση, αντί το πλεόνασμα, εξελίχθηκε σε ζήτημα οικονομικής πολιτικής στη Δυτική Γερμανία (Bibow 2013b).

Όμως, η δεκαετία του 1980 έφερε μια νέα ανάκαμψη στην εξωτερική θέση. Ξεκινώντας από μια μικρή ελλειμματική θέση, η Δυτική Γερμανία σημείωσε κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980 ιστορικά ρεκόρ εμπορικών πλεονασμάτων και πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Κατά κάποιο τρόπο, η δεκαετία του 1980 ήταν μια πρώτη εκτέλεση των εξελίξεων που επρόκειτο να αναδυθούν στο πλαίσιο του καθεστώτος του ευρώ στη δεκαετία του 2000. Κατά το πρώτο ήμισυ της δεκαετίας του 1980, η εξαγωγική θέση της Δυτικής Γερμανίας ενισχύθηκε εξαιτίας ενός ισχυρού δολαρίου, με τις ΗΠΑ να ενεργούν ως παγκόσμια ατμομηχανή ανάπτυξης υπό την κυβέρνηση Ρέιγκαν. Καθώς η πορεία του δολαρίου αντιστράφηκε το 1985, η αύξηση των ευρωπαϊκών εξαγωγών (και η μείωση των τιμών του πετρελαίου) παρείχε στη συνέχεια μια ευπρόσδεκτη αντιστάθμιση κατά το δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του 1980. Την παραμονή της γερμανικής ενοποίησης, η Δυτική Γερμανία κατέγραφε εμπορικά πλεονάσματα και πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της τάξης του 5% του ΑΕΠ, που σε μεγάλο βαθμό ήταν συγκεντρωμένα στην Ευρώπη.

Η ενοποίηση της Γερμανίας προκάλεσε στη συνέχεια εξισορρόπηση στην Ευρώπη όσον αφορά τις ενδοπεριφερειακές θέσεις ανταγωνιστικότητας και τις εμπορικές σχέσεις. Η επέκταση της εγχώριας ζήτησης, η προσωρινή αύξηση του κόστους, και η ανατίμηση του γερμανικού μάρκου στο πλαίσιο των κρίσεων του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ) της περιόδου 1992-1993 έδωσαν λύση σε μεγάλο βαθμό στις σημαντικές εσωτερικές ανισορροπίες του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών που είχαν εμφανιστεί στην Ευρώπη. Η Γερμανία είχε ένα μικρό έλλειμμα (περίπου 1% του ΑΕΠ) στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στη δεκαετία του 1990. Η απότομη αλλαγή στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών τη δεκαετία του 1990, μετά από πλεονάσματα ρεκόρ στα τέλη της δεκαετίας του 1980, αντανάκλασε την κληρονομιά μιας κατεστραμμένης ανατολικογερμανικής οικονομίας και όχι κάποια έλλειψη ανταγωνιστικότητας εκ μέρους της δυτικής γερμανικής οικονομίας (Bibow 2005).

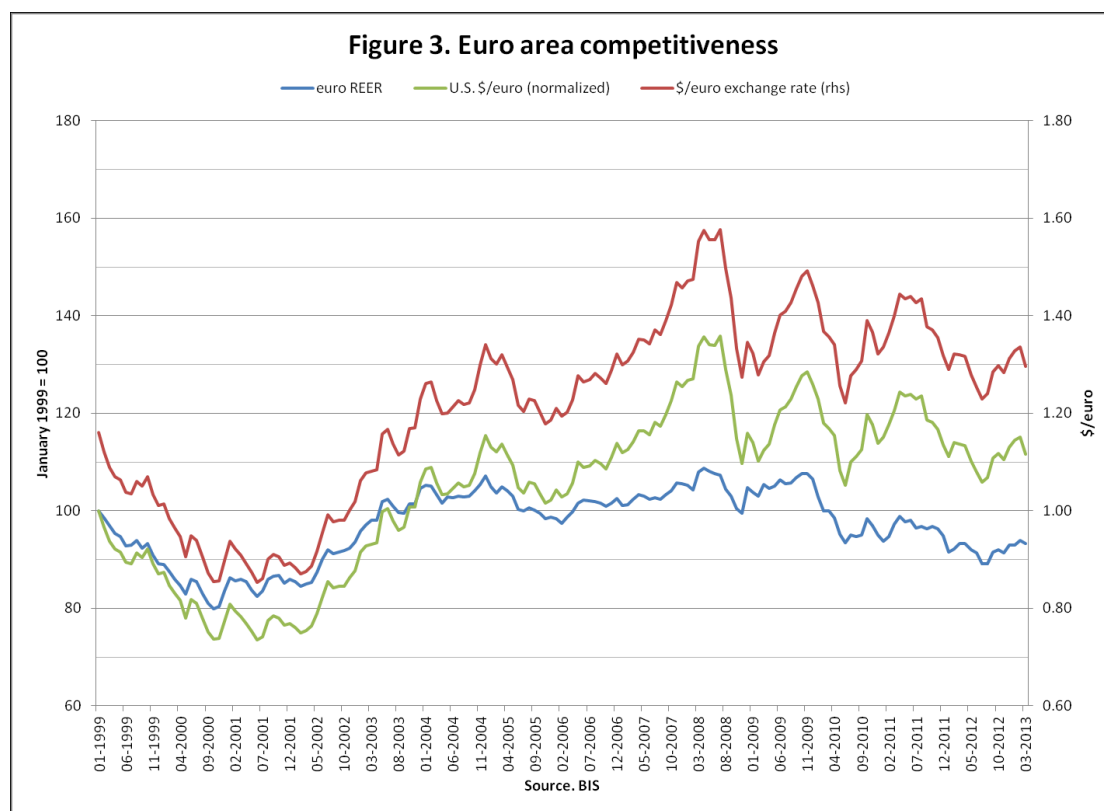


Μια νέα και πολύ πιο αξιοσημείωτη αλλαγή στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών πραγματοποιήθηκε στη συνέχεια στο πλαίσιο του καθεστώτος του ευρώ στη δεκαετία του 2000 καθώς το έλλειμμα της Γερμανίας της τάξης του 1% του ΑΕΠ κατά την έναρξη της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ONE) μετατράπηκε σε πλεόνασμα άνω του 5% του ΑΕΠ μέχρι το 2007 (βλέπε σχήμα 2). Όπως νωρίτερα στη δεκαετία του 1980, οι παγκόσμιες και περιφερειακές δυνάμεις έπαιξαν ρόλο σε αυτή την εξέλιξη. Αρχικά, η βελτίωση προήλθε κυρίως από την αύξηση των πλεονασμάτων έναντι μη χωρών-μελών της ευρωζώνης. Μετά την παγκόσμια ύφεση του 2001, η παγκόσμια οικονομία ανέκαμψε σημαντικά από το 2002 και διατηρήθηκε σε αναπτυξιακή τροχιά έως την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση του 2008. Αξίζει να σημειωθεί, ωστόσο, ότι η Γερμανία δεν επωφελήθηκε σημαντικά από την παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη μετά από το 2003. Αυτό που συνέβη ήταν η τρομερή αύξηση των πλεονασμάτων έναντι χωρών-μελών της ευρωζώνης και της υπόλοιπης ΕΕ κατά την διάρκεια της περιόδου 2003-2007.

Η Γερμανία επλήγη σοβαρά από την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση του 2008-09, αλλά ανέκαμψε γρήγορα εξαιτίας της έξαρσης των πλεονασμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Αλλά μια άλλη αλλαγή έλαβε χώρα σε εκείνο το σημείο: ενώ η κρίση του ευρώ και η ύφεση στην Ευρώπη συμπύκνωσε την πλεονασματική θέση της Γερμανίας εντός της Ευρώπης, τα πλεονάσματα έναντι των χωρών εκτός της ΕΕ εκτινάχθηκαν σε νέα υψηλά επίπεδα από το 2010. Συνολικά, το πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Γερμανίας το 2012, που ανερχόταν σε 185 δις ευρώ ξεπερνούσε ακόμη και το ρεκόρ του 2007, δηλαδή πριν από την κρίση. Ελαφρώς μεγαλύτερο από αυτό της Κίνας σε αμερικανικά δολάρια, ως ποσοστό του ΑΕΠ η εξωτερική ανισορροπία της Γερμανίας εξακολουθεί να υπερβαίνει το 7% του ΑΕΠ, ενώ για την Κίνα έχει μειωθεί σημαντικά από την έναρξη της κρίσης, στο 2.5% από το 10% του ΑΕΠ.

Η κύρια πηγή της εξωτερικής ανισορροπίας της Γερμανίας εξακολουθεί να είναι το παραδοσιακά μεγάλο εμπορικό πλεόνασμα. Ωστόσο, από τα μέσα της δεκαετίας του 2000 παρατηρείται μια αξιοσημείωτη μείωση στο παραδοσιακά αρνητικό ισοζύγιο υπηρεσιών καθώς και μια σημαντική βελτίωση στο ισοζύγιο εισοδημάτων. Επιπλέον, μπορεί κανείς να σημειώσει εδώ ότι τα λάθη και οι παραλείψεις ήταν σταθερά θετικές και σημαντικές κάτω από το καθεστώς του ευρώ (όπως στη δεκαετία του 1980), γεγονός που υποδηλώνει ότι είτε τα πραγματικά πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών μπορεί να ήταν ακόμη μεγαλύτερα ή ότι οι καθαρές χρηματοοικονομικές εκροές ήταν μικρότερες από ό, τι καταγράφονταν. Τέλος, από τη δεκαετία του 2000 η αύξηση των

«συμπληρωματικών στοιχείων» (ως καθαρή έκπτωση) είναι σε μεγάλο βαθμό αντανάκλαση της αυξανόμενης σημασίας των διεθνών (αλλά όχι διασυνοριακών) εμπορικών συναλλαγών σε φυσικό αέριο και ηλεκτρική ενέργεια (βλ. Statistisches Bundesamt 2013a, b).



Εκτός από τις έντονες διαφορές στην αύξηση του ΑΕΠ, η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ εξηγεί σε μεγάλο βαθμό την εικόνα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών έναντι των μη κοινοτικών χωρών. Το ευρώ ξεκίνησε μια ανοδική πορεία το 2002 σε πραγματικούς όρους, και ιδίως έναντι του αμερικανικού δολαρίου. Η δύναμη του ευρώ περιόρισε τη Γερμανία από το να επωφεληθεί ακόμη περισσότερο από την παγκόσμια οικονομική άνθιση στα μέσα της δεκαετίας του 2000. Η κρίση του ευρώ είχε ως αποτέλεσμα μια απότομη υποτίμηση του ευρώ, η οποία βοήθησε τη Γερμανία να επαναφορτίσει την εξαγωγική της μηχανή με την εκ νέου σύνδεση με τις τάσεις της παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης, ιδιαίτερα με την Κίνα και τις άλλες αναδύομενες οικονομίες της αγοράς που έχουν προτίμηση έτσι κι αλλιώς στα γερμανικά κεφαλαιουχικά αγαθά. Για παράδειγμα, ενώ η Γερμανία είχε σημαντικό διμερή έλλειμμα έναντι της Κίνας πριν από την παγκόσμια κρίση, η διμερής θέση έφθασε σε κατάσταση ισορροπίας το 2012. Σήμερα, περίπου το ήμισυ της εξωτερικής ανισορροπίας της Γερμανίας είναι με χώρες εκτός της ΕΕ και η συμβολή της Γερμανίας στις παγκόσμιες ανισορροπίες στο ισοζύγιο πληρωμών ξεπερνά άνετα τα 100 δις δολάρια. Το θέμα αυτό θα παραμείνει επίκαιρο για την παγκόσμια κοινότητα ενόψει της μελλοντικής σύσκεψης των G-20 με θέμα το «Πλαίσιο για Ισχυρή, Βιώσιμη και Ισορροπη Ανάπτυξη». Το θέμα αυτό μπορεί να αντιμετωπιστεί ευθέως με την κατάλληλη συναλλαγματική ισοτιμία για το ευρώ, υπό την προϋπόθεση ότι η νομισματική ένωση της ευρωζώνης είναι εσωτερικά ισορροπημένη.

Δυστυχώς, το γεγονός ότι η νομισματική ένωση είναι σοβαρά ασύμμετρη εσωτερικά αντιπροσωπεύει ένα πολύ πιο περίπλοκο πρόβλημα προς επίλυση. Οι ενδο-ανισορροπίες της ευρωζώνης κορυφώθηκαν το 2006-07 και έχουν μειωθεί σημαντικά από τότε, τουλάχιστον όσον αφορά τις πραγματικές—σε αντίθεση με τις «διαρθρωτικές» (ή πλήρους απασχόλησης)—ανισορροπίες είναι υπό εξέταση (βλ. ενότητα 7 παρακάτω). Αλλά ακόμα και οι πραγματικές ανισορροπίες εξακολουθούν να είναι μεγάλες σήμερα και αποτελούν κρίσιμη δοκιμασία για την μακροπρόθεσμη επιβίωση του ευρώ.

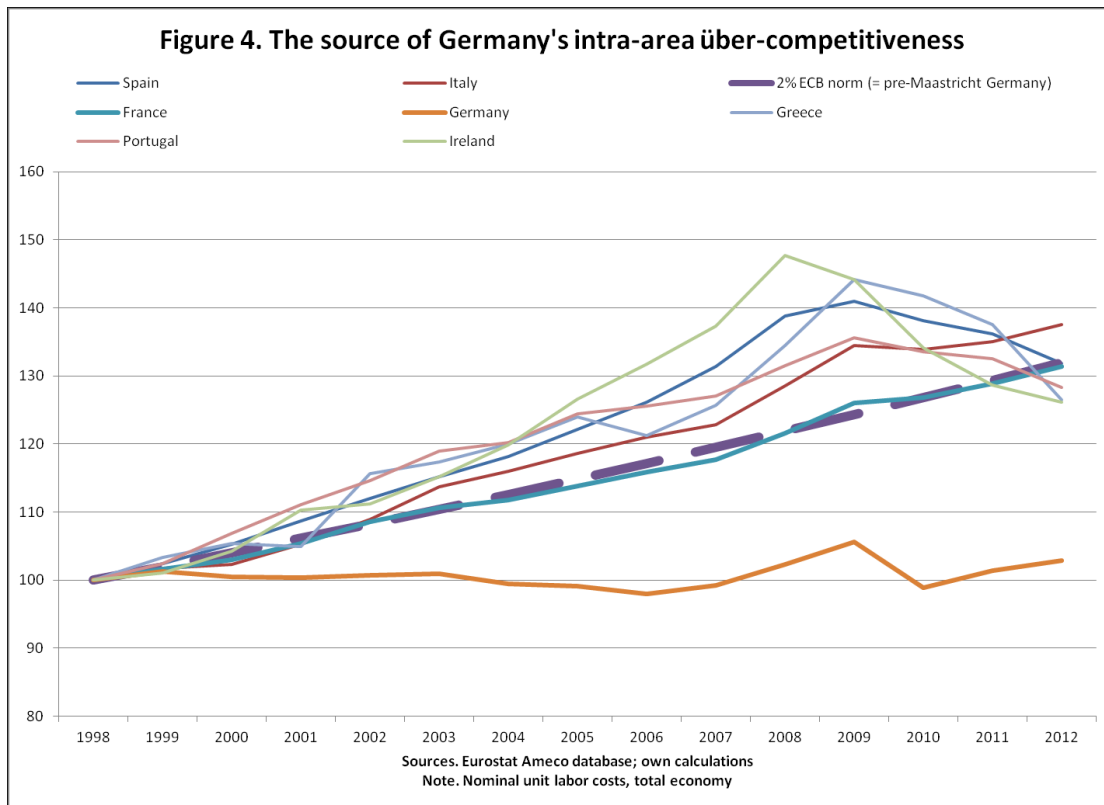
Όπως και στο παγκόσμιο επίπεδο, οι ανισορροπίες στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών μέσα σε μια περιφερειακή νομισματική ένωση απαιτούν επίσης ένα οικονομικό αντιστάθμισμα. Πριν από την κρίση του ευρώ υπήρχε μεγάλη ροή ιδιωτικών κεφαλαίων, ωθώντας την περιφερειακή χρηματοοικονομική ολοκλήρωση σε νέα επίπεδα. Αλλά για τις χώρες της ευρωζώνης που βρίσκονταν σε κρίση, οι ροές ιδιωτικών κεφαλαίων στέρεψαν ξαφνικά ή ακόμη και αντιστράφηκαν. Μια πρόκληση αφορά την πορεία προς την πλήρη εξισορρόπηση της νομισματικής ένωσης και τις απαιτούμενες ροές επίσημης χρηματοδότησης από την οποία εξαρτάται αυτή η διαδικασία—δηλαδή το θέμα της ροής (flow). Μια άλλη πρόκληση αφορά τα κληροδοτήματα του χρέους που άφησε πίσω της η συσσώρευση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών—δηλαδή το θέμα του αποθέματος (stock). Αυτή η τελευταία πρόκληση συνεχίζει να μεγαλώνει όσο εξακολουθούν να υφίστανται οι ανισορροπίες ακόμη και ενώ η χρηματοδότηση αυτών των ανισορροπιών μπορεί στο ενδιάμεσο να έχουν αλλάξει χέρια από τον ιδιωτικό στον επίσημο τομέα. Επιπλέον, οι δύο προκλήσεις είναι πραγματικά στενά συνδεδεμένες μεταξύ τους δεδομένου ότι η αντιμετώπιση του θέματος της ροής μέσω του αποπληθωρισμού στις οικονομίες οφειλέτες θα αυξήσει τα χρέη τους.

Θα επιστρέψουμε σε αυτές τις δύο μεγάλες προκλήσεις στην ενότητα 7 παρακάτω, μετά την ανάλυση της ευπάθειας της Γερμανίας στην ευρωκρίση. Πριν απ' αυτό θα αναφερθούμε εν συντομία στην βασική αιτία πίσω από τις ενδο-ανισορροπίες στη ζώνη του ευρώ, που έφεραν τη νομισματική ένωση σε κατάσταση κρίσης και η οποία παραμένει άλυτη.

Ουσιαστικά, η νομισματική ένωση είναι μια δέσμευση προς ένα κοινό επίπεδο πληθωρισμού. Και ο ορισμός της ΕΚΤ για τη σταθερότητα των τιμών ως «κάτω αλλά πλησίον του 2%» επισυνάπτει έναν αριθμό σε αυτή τη δέσμευση, ο οποίος παρέχει ένα πρότυπο σταθερότητας για τις τάσεις των μισθών. Ο «χρυσός κανόνας της νομισματικής ένωσης» λέει ότι οι εθνικές τάσεις των μισθών προσαρμοσμένες στην παραγωγικότητα (δηλαδή το μοναδιαίο κόστος εργασίας) δεν μπορούν να παρεκκλίνουν για πολύ καιρό από τον κανόνα σταθερότητας χωρίς να προκαλέσουν ανισορροπίες. Χωρίς τη δυνατότητα ονομαστικών συναλλαγματικών ισοτιμιών, η εξέλιξη του μοναδιαίου κόστους εργασίας καθορίζει αν οι πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες εντός της ζώνης του ευρώ παραμένουν σε ισορροπία. Στην πραγματικότητα, οι θέσεις ανταγωνιστικότητας απέκλιναν έντονα και μοιραία στο πλαίσιο του καθεστώτος του ευρώ.

Η συμβατική σοφία δηλώνει ότι οι χώρες που βρίσκονται σήμερα σε κρίση έχασαν την ανταγωνιστικότητά τους εξαιτίας του υπερβολικού πληθωρισμού στους μισθούς και τις τιμές. Δυστυχώς, η άποψη αυτή σφάλει κατά πολύ αφού η Γερμανία ήταν ο πραγματικός παραβάτης αν και προς την αντίθετη κατεύθυνση (βλέπε σχήμα 4). Με σχεδόν το 30% του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ, η Γερμανία είναι η μεγαλύτερη οικονομία της νομισματικής ένωσης. Όταν η Ευρώπη ερχόταν σε σύγκλιση με το πρότυπο σταθερότητας του 2%, η Γερμανία παραβίαζε τον δικό της ιστορικό κανόνα σταθερότητας κάτω από το καθεστώς του ευρώ. Μια συνέπεια αυτού ήταν ότι οι θέσεις της ανταγωνιστικότητας στο εσωτερικό της νομισματικής ένωσης εκτροχιάστηκαν και διαμορφώθηκαν μεγάλες ανισορροπίες. Μια άλλη συνέπεια ήταν ότι οι αποκλίνουσες τάσεις των μισθών υπονόμισαν επίσης την νομισματική πολιτική «ένα μέγεθος ταιριάζει σε όλους», πυροδοτώντας ένα ασύμμετρο σοκ. Καθώς η συγκράτηση των μισθών σε συνδυασμό με την αλόγιστη λιτότητα και τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας συμπίεσαν την εγχώρια ζήτηση στην οικονομία «του ασθενή του ευρώ», το ενιαίο ονομαστικό επιτόκιο της ΕΚΤ σήμαινε επίσης σχετικά αυστηρότερες οικονομικές συνθήκες στη Γερμανία, προκαλώντας ακόμη μεγαλύτερη απόκλιση, καθώς το αντίθετο θα ίσχυε σε χώρες με πληθωρισμό άνω του μέσου όρου, όπως στην Ισπανία και την Ιρλανδία (Bibow 2005, 2006, 2012B. Βλέπε επίσης Flassbeck 2007 και Cesaratto 2011) όπου οι οικονομίες ήταν σε φάση έντονης άνθησης.

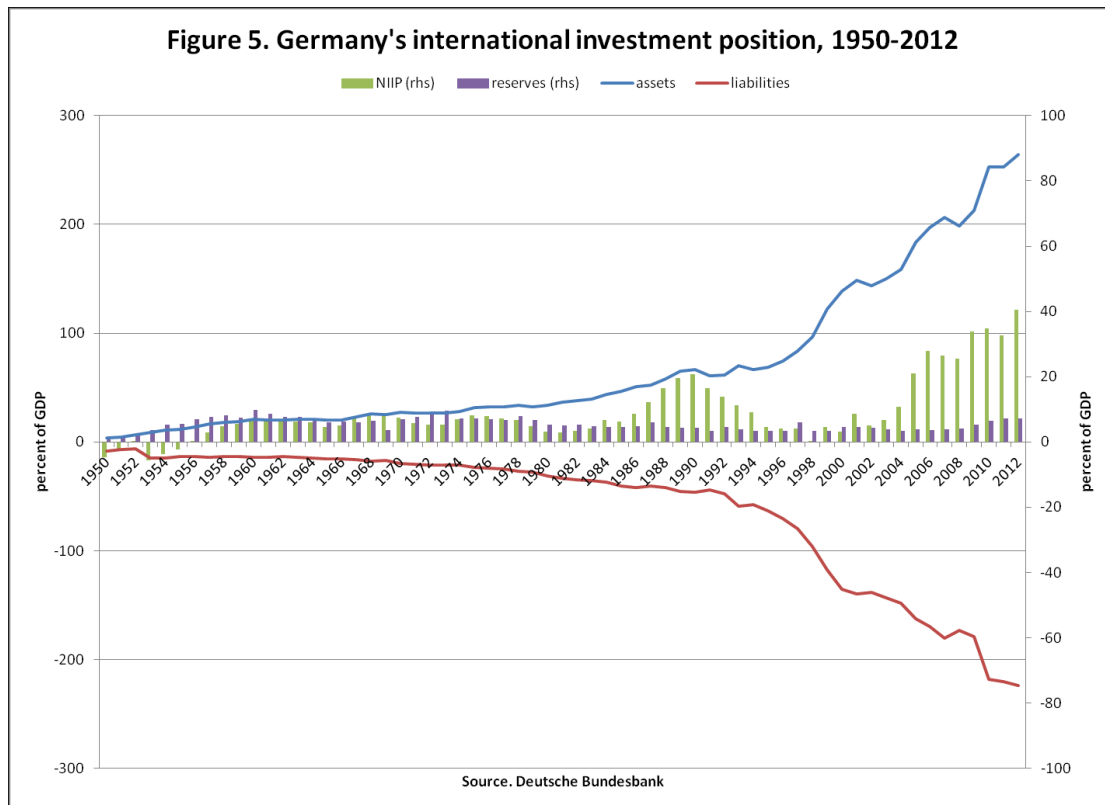
Το αποτέλεσμα για την νομισματική ένωση σε ό,τι αφορά τις εσωτερικές θέσεις της ανταγωνιστικότητας ισοδυναμούσε με περίπου 20% υποτίμηση του γερμανικού μάρκου. Το ευρώ έχει βεβαίως αποκλείσει το είδος στρατηγικής της εξαγωγής της κρίσης στον γείτονα («beggar-thy-neighbor»)—και ο απώτερος σκοπός του ήταν ακριβώς αυτός. Αλλά με τις συναλλαγματικές ισοτιμίες να μην είναι πλέον διαθέσιμες ως εργαλείο για την ταχεία εξισορρόπηση, οι ανισορροπίες εντός της ζώνης του ευρώ θα πρέπει να επιλυθούν με τον ίδιο τρόπο που δημιουργήθηκαν: με την αντίστροφη κίνηση στο μοναδιαίο κόστος εργασίας.



Κατ' αρχήν, η ανατροπή των ανισορροπιών μπορεί να γίνει με αρκετούς τρόπους και, όπως προαναφέρθηκε, η επιλογή του αποπληθωρισμού για τις υπερχρεωμένες χώρες μπορεί να μην είναι καθόλου σοφή. Θα επανέλθουμε στο θέμα αυτό στην ενότητα 6 παρακάτω όταν θα αξιολογήσουμε την ευπάθεια της Γερμανίας στις εξελίξεις στις υπερχρεωμένες χώρες της ευρωζώνης καθώς η απαιτούμενη εξισορρόπηση εντός της ζώνης του ευρώ διαμορφώνεται στο πλαίσιο του γερμανικού πολιτικού δόγματος, δηλαδή της πολιτικής «προσανατολισμένη προς τη σταθερότητα». Η επόμενη ενότητα ρίχνει μια ματιά στη διεθνή επενδυτική θέση της Γερμανίας.

3. Η διεθνής επενδυτική θέση της Γερμανίας και οι επιδράσεις της αποτίμησης

Μια χώρα που τρέχει επίμονα πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είτε αποπληρώνει καθαρό εξωτερικό χρέος είτε συσσωρεύει καθαρά συναλλαγματικά διαθέσιμα. Σε έντονη αντίθεση με τα χρέη λόγω των αποζημιώσεων που είχε επιβαρυνθεί η Γερμανία μετά το τέλος του Α΄ Παγκοσμίου Πολέμου και τη Συνθήκη των Βερσαλλιών του 1919, η αναγεννημένη (αν και διαιρεμένη) Δυτική Γερμανία αναδύθηκε μετά τον Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο με πολύ διαχειρίσιμο φορτίο εξωτερικού χρέους. Ουσιαστικά, η νέα κυβέρνηση της Δυτικής Γερμανίας ξεκίνησε με ένα καθαρό ισολογισμό εκτός από τα χρεόγραφα που χρησιμοποιούνταν για να καλύψουν τις τρύπες στους ισολογισμούς των τραπέζων λόγω της νομισματικής μεταρρύθμισης του 1948 («Ausgleichsforderungen») και το εξωτερικό χρέος της τάξης 5% περίπου του ΑΕΠ ως αποτέλεσμα της Συμφωνίας του Λονδίνου για το Χρέος του 1953 (η οποία περιόρισε στο ήμισυ το εξωτερικό χρέος της Δυτικής Γερμανίας). Το εξωτερικό χρέος καταβλήθηκε σταδιακά στις επόμενες δεκαετίες καθώς τα επίμονα πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών συνοδευόντουσαν επίσης από τη συσσώρευση αποθεματικών εκ μέρους της Bundesbank, με τα συναλλαγματικά αποθέματα να αντιπροσωπεύουν το μεγαλύτερο μέρος της καθαρής διεθνούς επενδυτικής θέσης της Δυτικής Γερμανίας, η οποία έγινε θετική το 1956 και στη συνέχεια κυμάνθηκε στο 5% περίπου του ΑΕΠ μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1980.



Χάρη στην εκτίναξη του πλεονάσματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, η Δυτική Γερμανία είδε για πρώτη φορά να αναδύεται μια πιο σημαντική καθαρή διεθνή επενδυτική θέση τη δεκαετία του 1980: τα καθαρά ξένα περιουσιακά στοιχεία, κυρίως ιδιωτικά πλέον, έφτασαν στο 22% του ΑΕΠ το 1989. Τα καθαρά ξένα περιουσιακά στοιχεία εξαφανίστηκαν και πάλι σταδιακά κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 καθώς το εξωτερικό πλεόνασμα της Δυτικής Γερμανίας της τάξης του 5% του ΑΕΠ είχε μετατραπεί σε εξωτερικό έλλειμμα της ενωμένης Γερμανίας της τάξης του 1% του ΑΕΠ.

Ευθυγραμμισμένη με την επακόλουθη ανατροπή στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στο πλαίσιο του καθεστώτος του ευρώ, η διεθνή επενδυτική θέση της Γερμανίας πήρε και πάλι θετική τροχιά, με τα καθαρά ξένα περιουσιακά στοιχεία να φθάνουν στο 40% του ΑΕΠ το 2012. Εκτός από την έντονη βελτίωση στην καθαρή θέση της Γερμανίας, το σχήμα 5 δείχνει επίσης ότι οι ακαθάριστες διασυννοριακές συμμετοχές (holdings) σημείωσαν πραγματικά ένα κβαντικό άλμα από την εισαγωγή του ευρώ. Τα ακαθάριστα στοιχεία του ενεργητικού είχαν διαμορφωθεί στο 50-70% του ΑΕΠ από τα μέσα της δεκαετίας του 1980 και τα μέσα της δεκαετίας του 1990, αλλά αυξήθηκαν πάνω από το 200% του ΑΕΠ το 2007, ενώ οι ακαθάριστες υποχρεώσεις πλησίασαν το ίδιο έτος το 180% του ΑΕΠ. Τα ξένα περιουσιακά στοιχεία της Γερμανίας ήταν ύψους 7 τρις ευρώ, οι ξένες υποχρεώσεις ανέρχονταν σε 6 τρις ευρώ, και τα καθαρά ξένα περιουσιακά στοιχεία ήταν πάνω από 1 τρις ευρώ έως το τέλος του 2012 (βλ. Σχήμα 6).

Figure 6. Germany's international investment position, 1950-2012

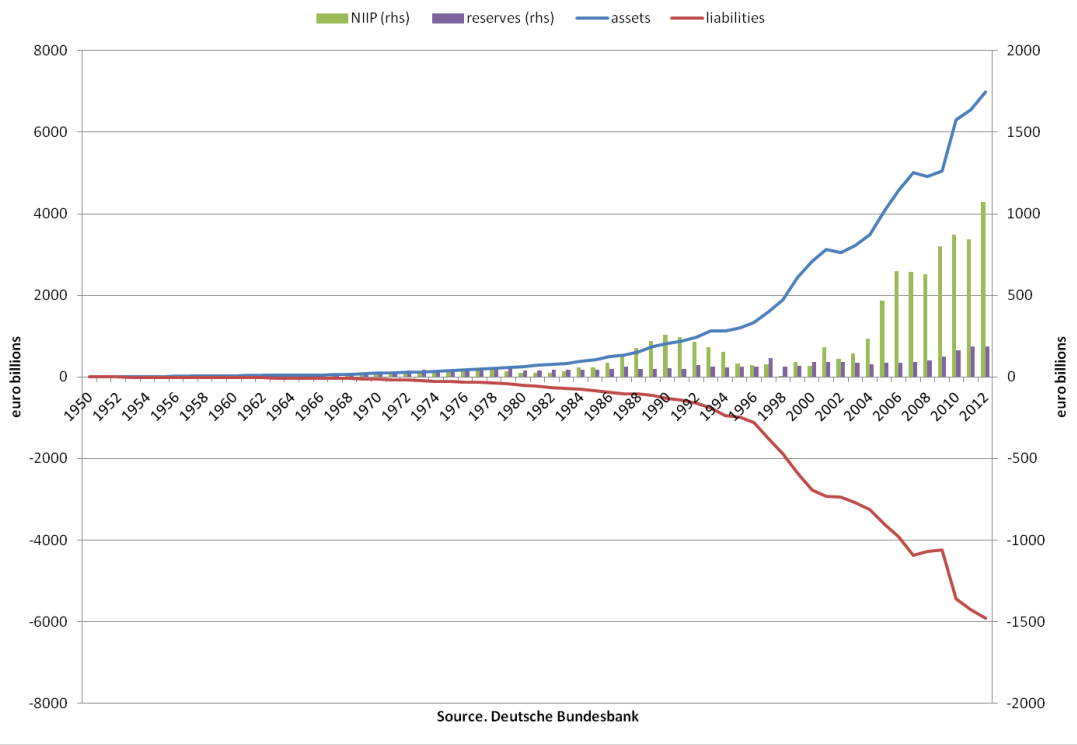
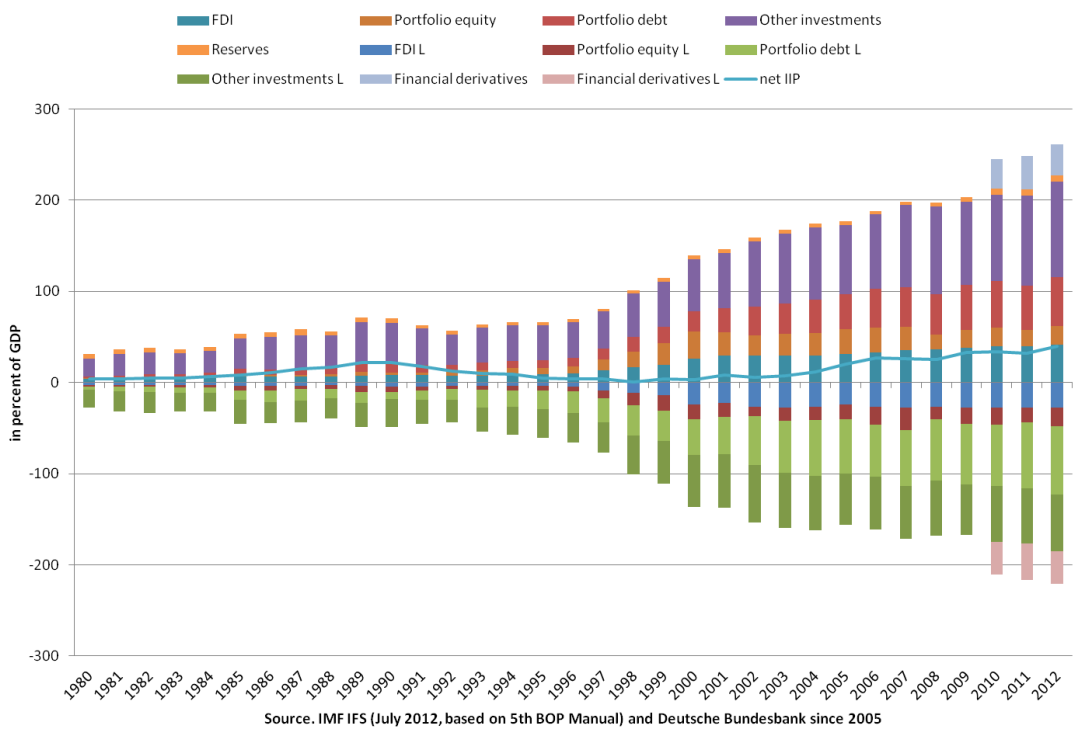
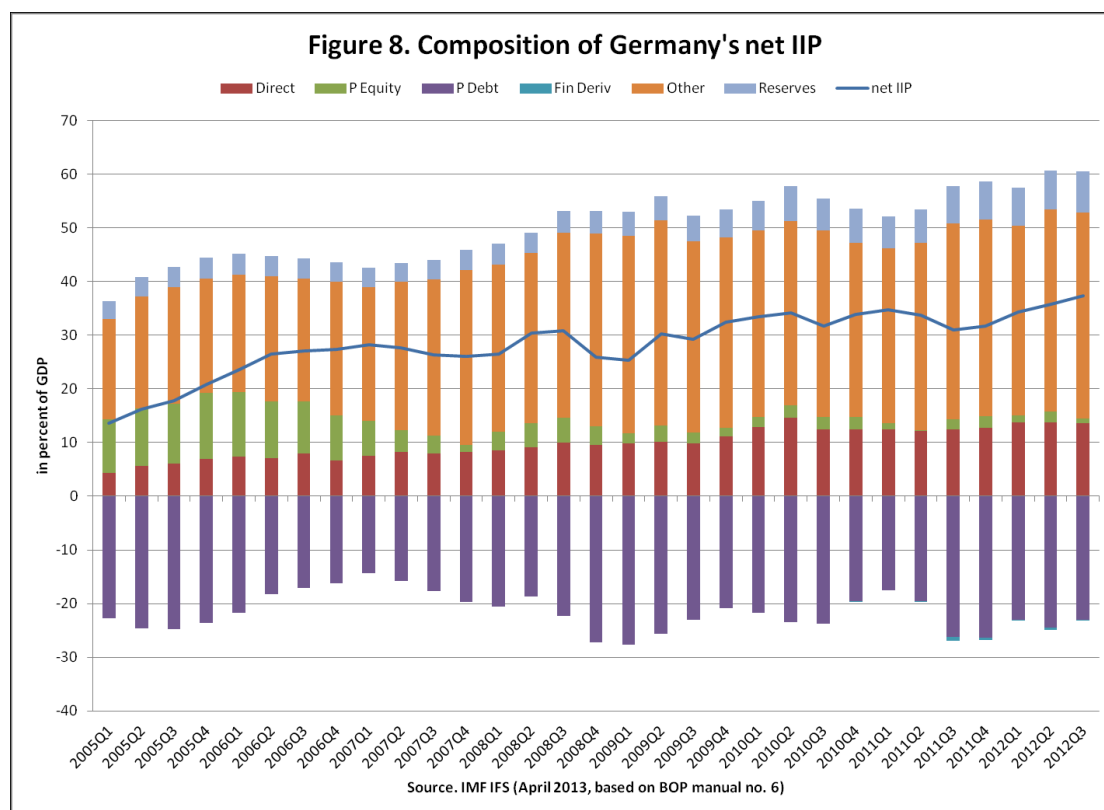


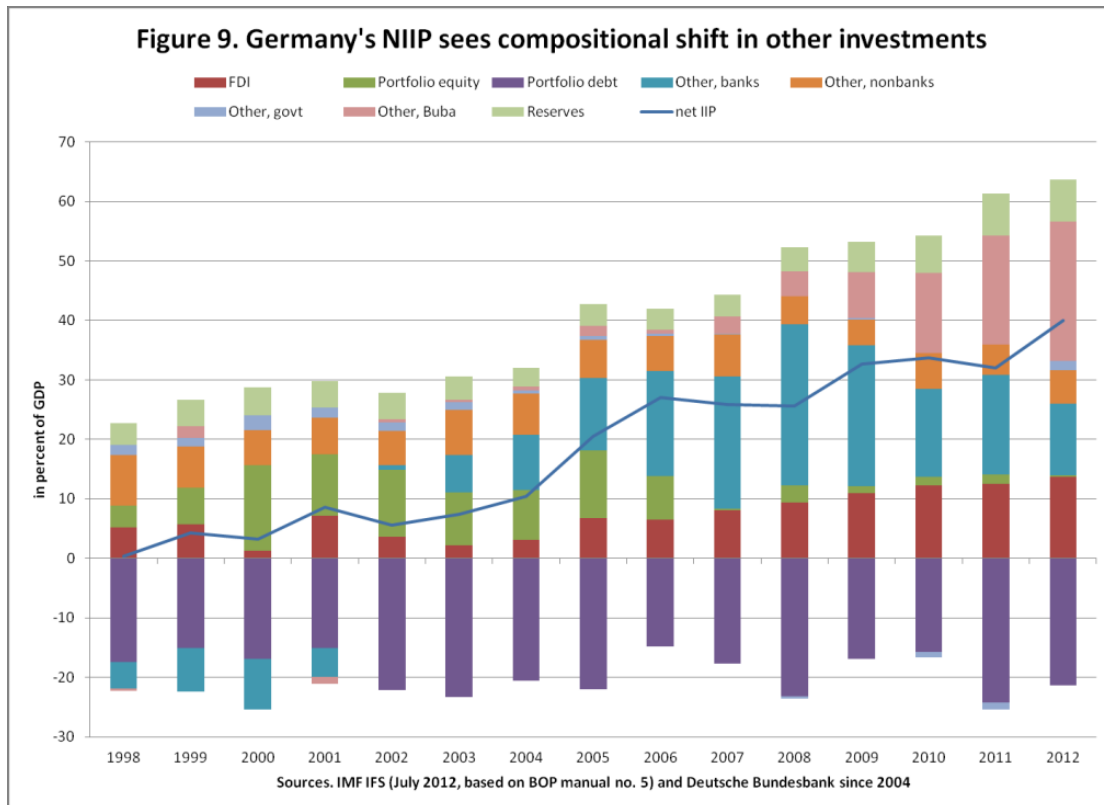
Figure 7. Germany's International Investment Position



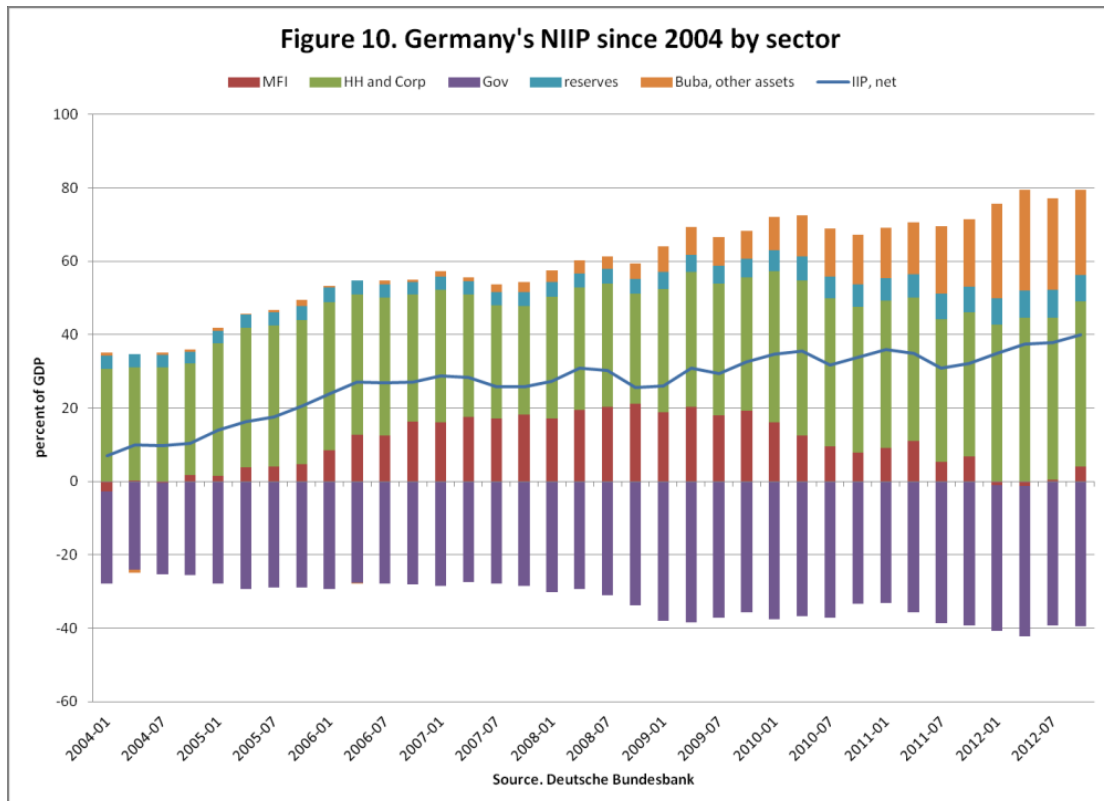
Ως προς τη σύνθεσή του, το σχήμα 7 δείχνει ότι η επέκταση της διεθνούς επενδυτικής θέσης της Γερμανίας από το 1990 έχει ευρεία βάση σε όλες τις κατηγορίες: άμεσες ξένες επενδύσεις, επενδύσεις χαρτοφυλακίου και λοιπών επενδύσεων, αν και με διαφορετικές ταχύτητες και με σημαντικές διαφορές μεταξύ ενεργητικού και παθητικού.



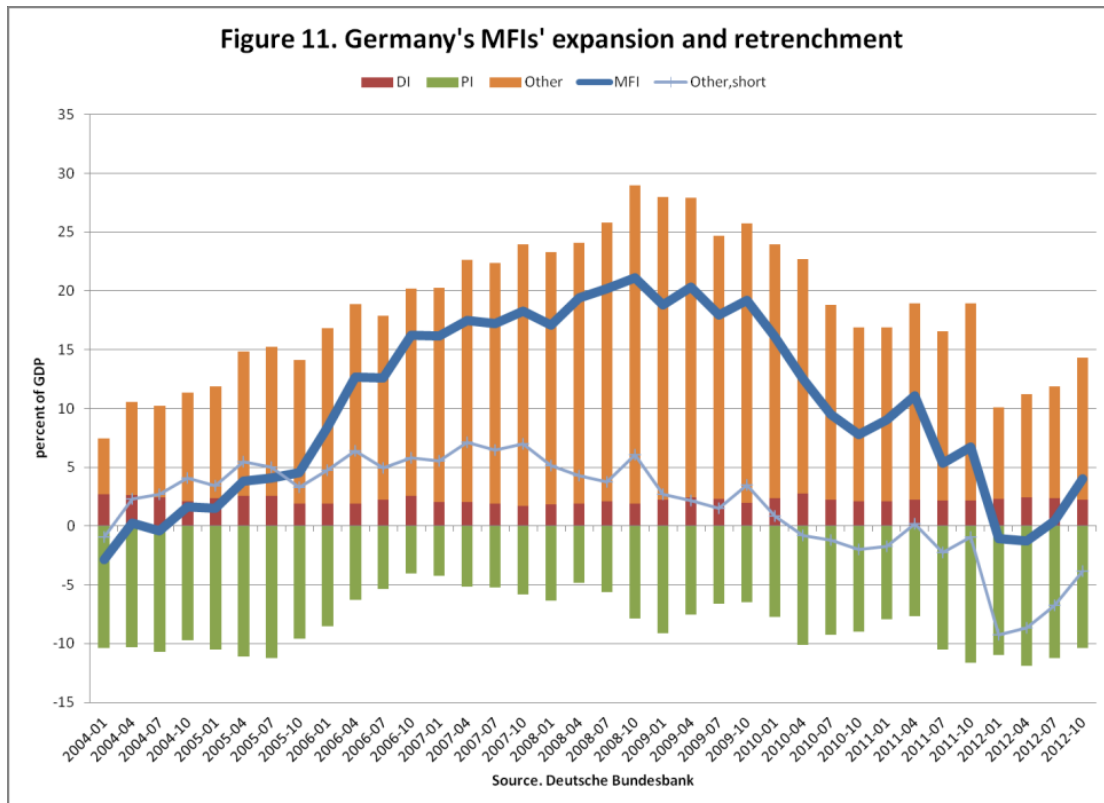
Σε καθαρή βάση (βλέπε σχήμα 8), η Γερμανία έχει ένα χαρτοφυλάκιο χρέους καθαρών υποχρεώσεων της τάξης του 20% του ΑΕΠ, το οποίο έχει παραμείνει σχετικά σταθερό κατά τη διάρκεια του χρόνου, αλλά οι άμεσες ξένες επενδύσεις και το χαρτοφυλάκιο μετοχών καθαρών θέσεων ενεργητικού αγγίζουν μαζί σήμερα το 20% του ΑΕΠ—μια σημαντική αύξηση από το 9% το 1998. Τα αποθεματικά περιουσιακά στοιχεία έχουν αυξηθεί από το 2004 από 3,5% του ΑΕΠ κοντά στο 7%, κυρίως λόγω της αύξησης της αποθεματικής θέσης της Γερμανίας στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και από κέρδη αποτίμησης λόγω της ανόδου στην τιμή του χρυσού. Αλλά το κύριο χαρακτηριστικό της συγκέντρωσης του 40% του ΑΕΠ στη θέση του διεθνή πιστωτή από το μηδέν κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου είναι η εκτόξευση της κατηγορίας «λοιπών επενδύσεων» (από περίπου 10% στο 35% του ΑΕΠ από το 2004).



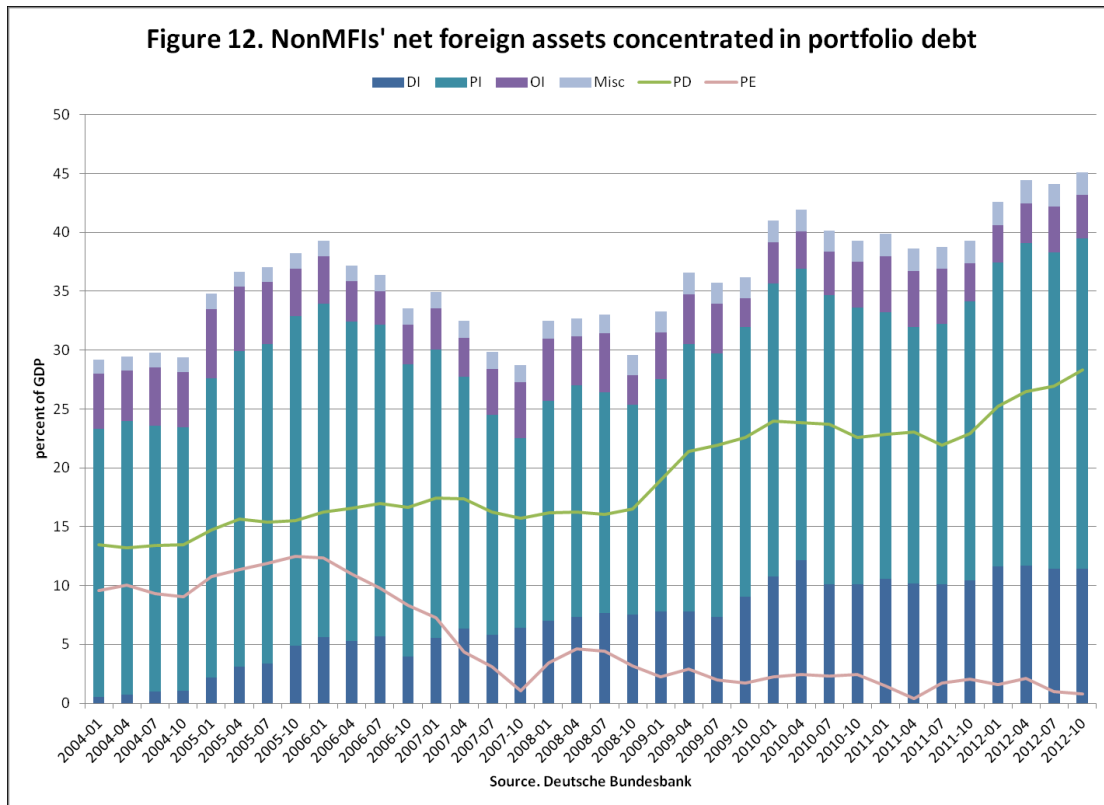
Όπως δείχνει το σχήμα 9, οι λοιπές επενδύσεις από τις τράπεζες σημείωσαν εκρηκτική ανοδική πορεία έως το 2009, αντιστρέφοντας ένα προηγούμενο καθαρό παθητικό. Από το μέγιστο επίπεδο του σχεδόν 30% του ΑΕΠ προς το τέλος του 2008, η καθαρή θέση των τραπεζών στην κατηγορία λοιπές επενδύσεις μειώθηκε όμως ξανά στο ήμισυ, μια δραστική συστολή στα διεθνή ανοίγματα των γερμανικών τραπεζών, η οποία συνοδεύτηκε και πλήρως αντισταθμίστηκε από μια εμφανή εκτίναξη των λοιπών επενδύσεων της Bundesbank στο εξωτερικό. Η θέση της Bundesbank στις λοιπές επενδύσεις αποτελείται κυρίως από τους κακόφημους πιστωτικούς ισολογισμούς του TARGET2 στην ΕΚΤ, οι οποίοι κορυφώθηκαν στα 720 δις ευρώ (27% του ΑΕΠ) τον Οκτώβρη/Νοέμβρη του 2012, αλλά έχουν μειωθεί από τότε κατά περίπου 100 δις ευρώ (γύρω στο 23% του ΑΕΠ). Ο ρόλος των ανισορροπιών του TARGET2 θα αναλυθεί παρακάτω στην ενότητα 6.



Όταν ειδωθεί ανά τομέα, όπως φαίνεται στο σχήμα 10, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της Γερμανίας είχαν αντιστρέψει πλήρως έως το τέλος του 2011 το 20% τα διεθνή ανοίγματά τους που είχαν προηγουμένως δημιουργηθεί μεταξύ 2005 και 2008. Κάποια μικρή επανενεργοποίηση σημειώθηκε κατά τη διάρκεια του 2012. Η απαγκίστρωση των τραπεζών αντικατοπτρίστηκε με την αντίστοιχη αύξηση τη θέσης της Bundesbank στο TARGET2. Επίσης, οι καθαρές ξένες υποχρεώσεις του δημόσιου τομέα της Γερμανίας αυξήθηκαν κατά την περίοδο αυτή από 30% στο 40% του ΑΕΠ, γεγονός που αντανακλά την αυξανόμενη ελκυστικότητα των γερμανικών ομολόγων σε ξένους δημόσιους και ιδιωτικούς επενδυτές ως περιουσιακό στοιχείο «ασφαλούς καταφυγίου». Όπως δείχνει το σχήμα 11, πέρα από την οπισθοχώρηση των λοιπών επενδύσεων τους, με τις βραχυπρόθεσμες επενδύσεις να μετατρέπονται απότομα σε αρνητικές σε καθαρή βάση, υπήρξε επίσης μια άνοδος στις καθαρές υποχρεώσεις του επενδύσεων χαρτοφυλακίου των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.



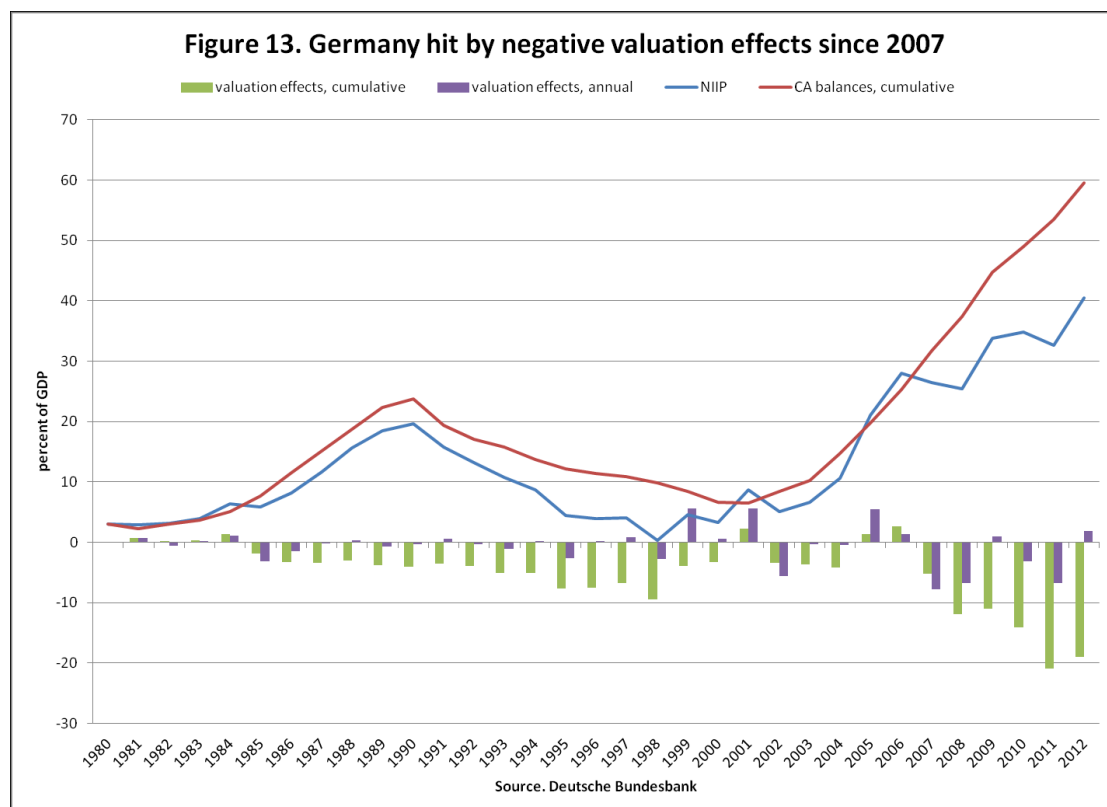
Πέρα από τα καθαρά συναλλαγματικά διαθέσιμα της Bundesbank της τάξης του 30% του ΑΕΠ (αποθεματικά συν πιστωτικά υπόλοιπα του TARGET2), τα γερμανικά νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις έχουν επίσης μια μεγάλη καθαρή εξωτερική θέση, δηλαδή περίπου 45% του ΑΕΠ μέχρι το τέλος του 2012. Και όπως δείχνει το σχήμα 12, τα καθαρά ανοίγματα των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων συγκεντρώνονται στην κατηγορία των επενδύσεων χαρτοφυλακίου χρέους.



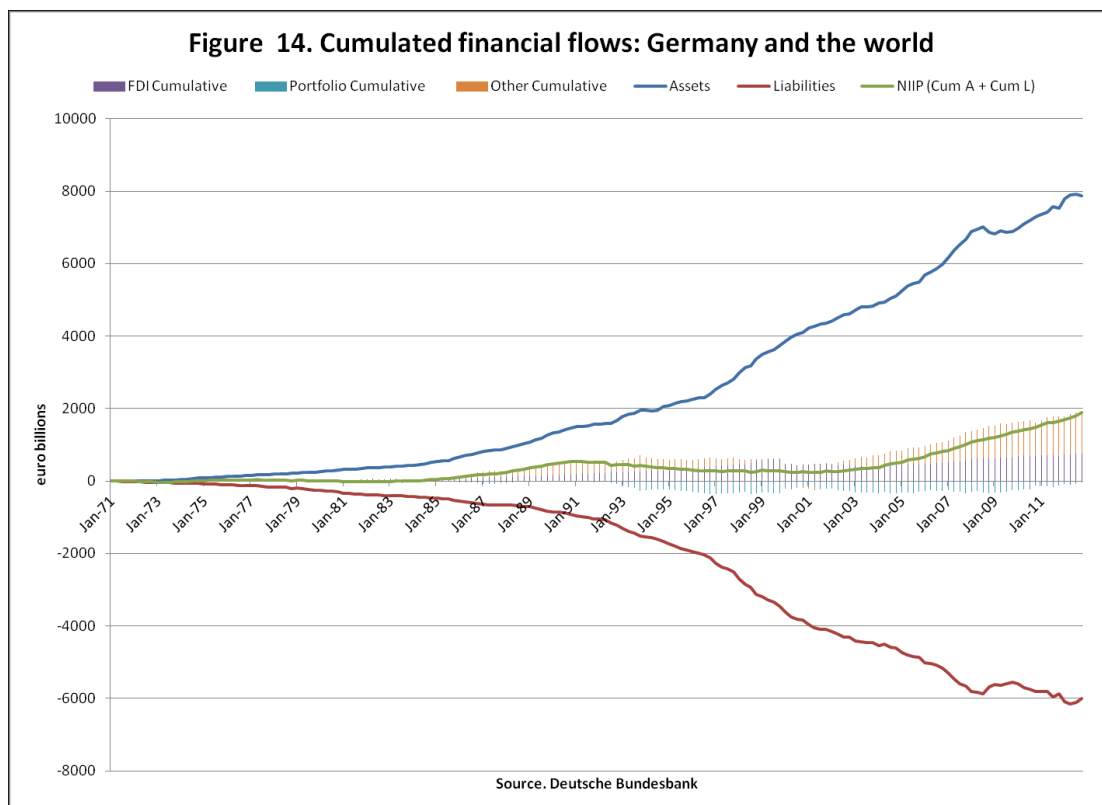
Ενώ η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση της Γερμανίας εκτινάχθηκε στα ύψη κάτω από το καθεστώς του ευρώ, είναι αξιοσημείωτο ότι η πραγματική βελτίωση υπολείπεται σημαντικά των σωρευτικών πλεονασμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Γερμανίας κατά την ίδια περίοδο. Σε σύγκριση με το άθροισμα των πλεονασμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών από το 1980, οι συσσωρευμένες αρνητικές επιπτώσεις της αποτίμησης ανέρχονται έως το τέλος του 2011 στο επιβλητικό 21% του ΑΕΠ, σημειώνοντας μια μικρή πτώση στο 19% του ΑΕΠ προς το τέλος του 2012. Δεδομένου του γεγονότος ότι η εξέλιξη της διεθνούς επενδυτικής θέσης της Γερμανίας περιλάμβανε κέρδη αποτίμησης στα μέσα της δεκαετίας του 2000, οι ζημιές εξ αποτίμησης που γνώρισε τα τελευταία χρόνια της κρίσης κορυφώθηκαν στο 25% περίπου του ΑΕΠ (βλ. σχήμα 13).

Εξετάζοντας την περίοδο 1999-2007, η Bundesbank (2008, σελ., 17) παρατήρησε ότι «οι μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών είχαν αρνητική επίδραση στη συνολική διεθνή επενδυτική θέση (ύψους 144 δις ευρώ). Λόγω της τάσης ανατίμησης του ευρώ, αυτό αντικατοπτρίζει τις συσσωρευμένες ζημιές που αφορούν θέσεις που εκφράζονται σε ξένο νόμισμα, οι οποίες, λόγω της υψηλότερης αναλογίας των ξένων νομισμάτων στην πλευρά του ενεργητικού, έχουν αρνητικό αντίκτυπο στην καθαρή διεθνή επενδυτική θέση. Αντίθετα, οι τιμές στην αγορά—ιδιαίτερα οι εξελίξεις στις αγορές μεριδίου και ομολόγων—είχαν μια ελαφρά θετική επίδραση στην υπό εξέταση περίοδο, αν και με σημαντικές διακυμάνσεις σε επιμέρους έτη (σωρευτικό αποτέλεσμα: 25 δις ευρώ). Πετσοκομμένες τιμές στην αγορά εφαρμόστηκαν μόνο στην αρχή της δεκαετίας και το 2007. Μόνο το περασμένο έτος, οι μεταβολές των τιμών της αγοράς μείωσαν την καθαρή διεθνή επενδυτική θέση κατά 67 δις ευρώ, εν μέρει επειδή, το 2007, οι τιμές των μετοχών των γερμανικών εταιρειών αυξήθηκαν πολύ περισσότερο από ό, τι εκείνες των ξένων εταιρειών». Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (European Commission 2012) αναφέρει μεγάλες συνολικές ζημιές αποτίμησης από το δεύτερο εξάμηνο του 2007 έως το 2011, που προκύπτουν από τις ζημιές αποτίμησης σε ξένα περιουσιακά στοιχεία και χρηματοοικονομικά παράγωγα, οι οποίες επιδεινώθηκαν από την αύξηση της αποτίμησης σε υποχρεώσεις έναντι του εξωτερικού, αλλά μετριάστηκαν από κέρδη αποτίμησης σε συναλλαγματικά αποθέματα. Επισημαίνει ότι «το μεγαλύτερο μέρος των ζημιών αυτών είχαν ήδη πραγματοποιηθεί κατά την περίοδο 2007-08 ως αποτέλεσμα της κατάρρευσης της αγοράς ενυπόθητων

δανείων υψηλού κινδύνου των ΗΠΑ. Η Γερμανία ήταν μεταξύ αυτών που επλήγη περισσότερο λόγω της πολύ υψηλής συμμετοχής της σε εμπορικά χρεόγραφα» (European Commission 2012, σελ., 40).



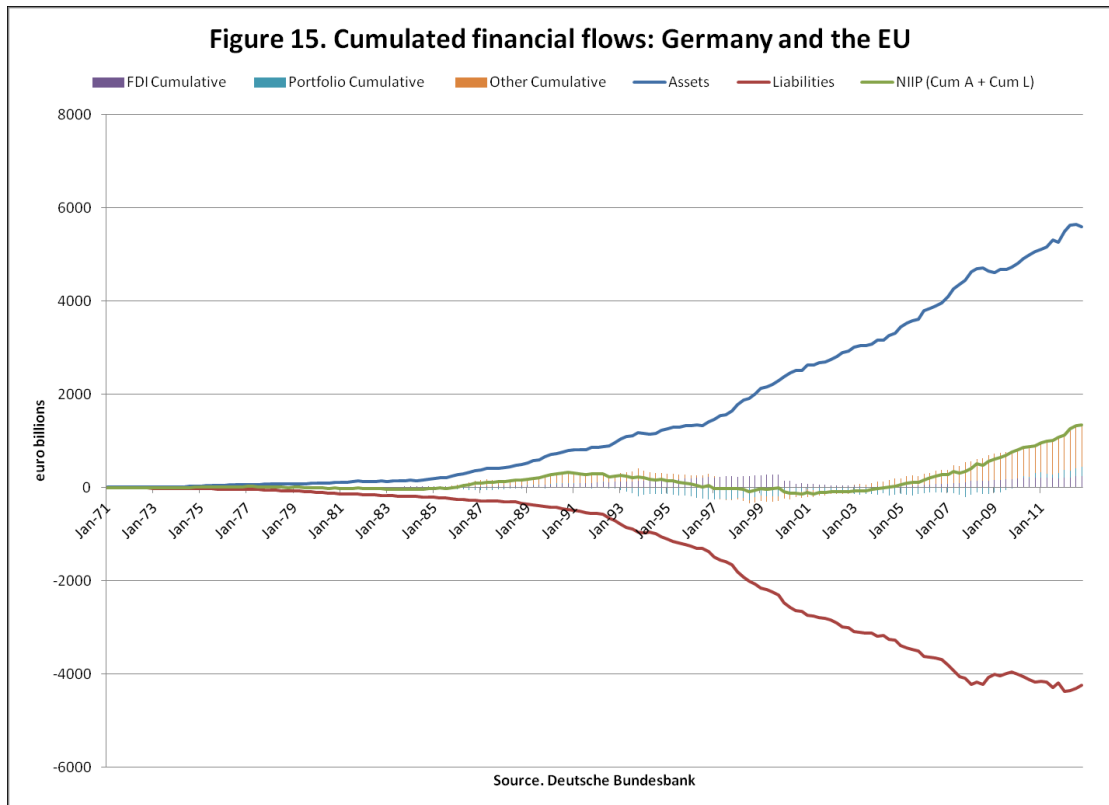
Οι σωρευτικές χρηματοοικονομικές ροές από το 1971 εμφανίζουν μια υποθετική θέση ξένων περιουσιακών στοιχείων, η οποία, στα 8 τρις ευρώ, υπερβαίνει κατά πολύ το ποσό των ξένων περιουσιακών στοιχείων που καταγράφονται στη διεθνή επενδυτική θέση της Γερμανίας (7 τρις ευρώ). Όσον αφορά την πλευρά των υποχρεώσεων, δεν φαίνεται να χωρίζει μεγάλη απόσταση τις ροές (flows) και τα αποθέματα (stocks). Με άλλα λόγια, με βάση τις συσσωρευμένες χρηματοδοτικές ροές, τα υποθετικά καθαρά ξένα περιουσιακά στοιχεία της Γερμανίας ανέρχονται το 2012 σε 1,8 τρις, έναντι του πραγματικού ποσού του ενός (1) τρις ευρώ που καταγράφεται. Αυτό το ακόμη μεγαλύτερο χάσμα οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στα συστηματικά «λάθη και παραλείψεις» στο ισοζύγιο πληρωμών της Γερμανίας που αναφέρονται παραπάνω, ένα κενό κοντά στα 290 δις ευρώ από το 1971 (230 δις ευρώ από το 1999). Ένα μικρότερο μέρος οφείλεται στις μεταβιβάσεις κεφαλαίου. Σε κάθε περίπτωση, η Γερμανία φαίνεται να έχει υποστεί κατά τη διάρκεια του χρόνου πολύ σημαντικές ζημιές αποτίμησης στις καθαρές διεθνείς επενδύσεις της—μια ξεκάθαρη αποτυχία που κορυφώθηκε τα τελευταία χρόνια.



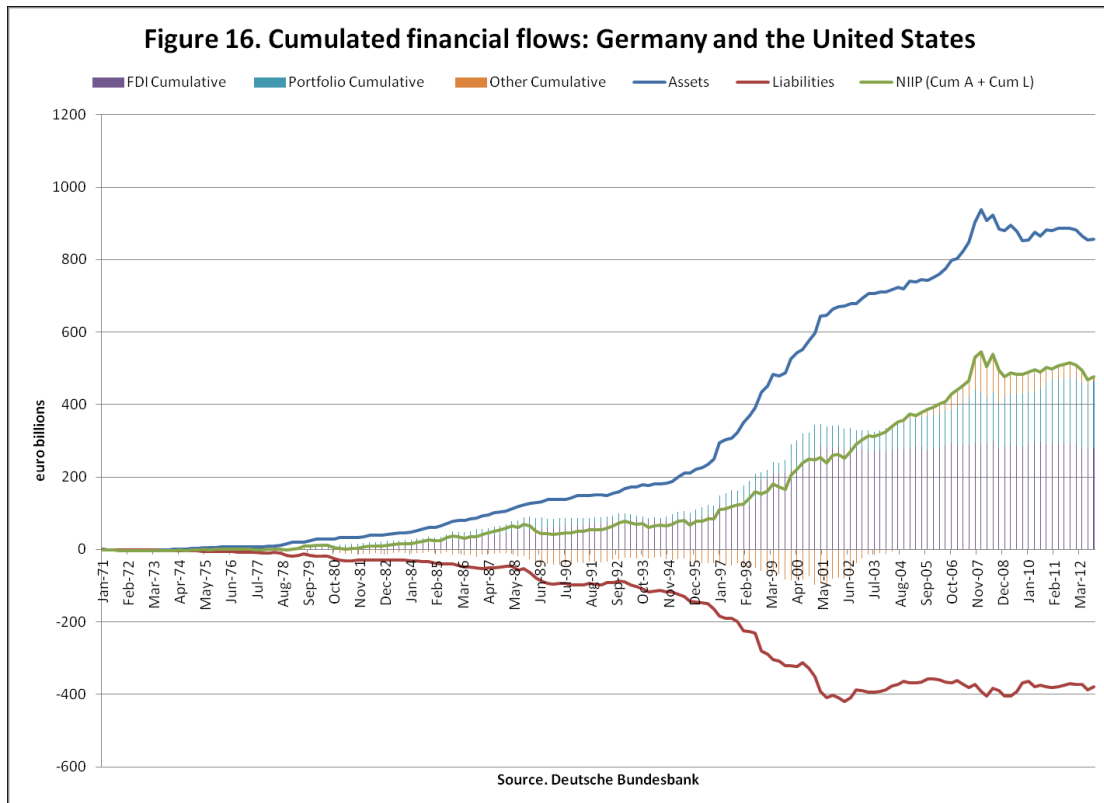
Εν ολίγοις, τα επίμονα, μεγάλα πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στη δεκαετία του 2000 οδήγησαν στη διαμόρφωση μιας μεγάλης θέσης διεθνούς πιστωτή. Η αύξηση των ξένων περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων ήταν ευρεία, αλλά ιδιαίτερα έντονη στην κατηγορία των λοιπών επενδύσεων. Σε αυτή την κατηγορία, οι γερμανικές τράπεζες ήταν η κινητήρια δύναμη της επέκτασης έως ότου ξέσπασε η κρίση, όταν ξεκίνησε μια απότομη οπισθοχώρηση που αντικατοπτριζόταν σε αντίστοιχη αύξηση των λοιπών επενδύσεων της Bundesbank. Σε σύγκριση με το άθροισμα των πλεονασμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ή το σωρευτικό χρηματοοικονομικό έλλειμμα), φαίνεται να υπάρχει μια μεγάλη τρύπα στη διεθνή επενδυτική θέση της Γερμανίας, που αντανάκλα τα αρνητικά αποτελέσματα της αποτίμησης. Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση του 2008-09 και η συνεχιζόμενη ευρωκρίση είναι οι κύριοι ένοχοι πίσω από τον αντίκτυπο στον συνολικό εθνικό πλούτο. Οι παρατηρήσεις αυτές αναφέρονται στη διεθνή επενδυτική θέση της Γερμανίας. Οι δύο επόμενες ενότητες θα προσπαθήσουν να δια φωτίσουν το ζήτημα της εξωτερικής ευπάθειας της Γερμανίας εξετάζοντας περιφερειακά αναλυτικά δεδομένα, ξεκινώντας με στοιχεία που αφορούν τις χρηματοοικονομικές ροές.

4. Οι χρηματοοικονομικές ροές υποδηλώνουν συγκέντρωση κινδύνων στην Ευρώπη

Οι σωρευτικές χρηματοοικονομικές ροές δείχνουν ότι οι διασυνοριακές ροές της Γερμανίας—και η έκθεση σε κινδύνους που μπορεί να προκύψουν—είναι κυρίως συγκεντρωμένες στην Ευρώπη (κυρίως στην ΕΕ και την Ελβετία) και, πέρα από την Ευρώπη, στις Ηνωμένες Πολιτείες. Αν μη τι άλλο, οι γερμανικές διασυνοριακές χρηματοοικονομικές ροές φαίνεται να είναι ακόμη περισσότερο συγκεντρωμένες σε ορισμένες περιοχές από ότι οι γερμανικές εμπορικές ροές (Bundesbank 2008). Για την ΕΕ, οι σωρευτικές ακαθάριστες χρηματοοικονομικές εκροές ξεπερνούν κατά τέσσερις φορές την καθαρή θέση του πιστωτή της Γερμανίας, ύψους 1.250 τρις ευρώ, (βλ. σχήμα 15), και θα εξηγήσουμε αμέσως τις σοβαρές στρεβλώσεις στην καταγραφή των ροών ως προς τη σύνθεση της χώρας. Όσον αφορά τις καθαρές θέσεις, οι ροές των λοιπών επενδύσεων (κυρίως τραπεζών) είναι η κυρίαρχη κατηγορία εδώ.

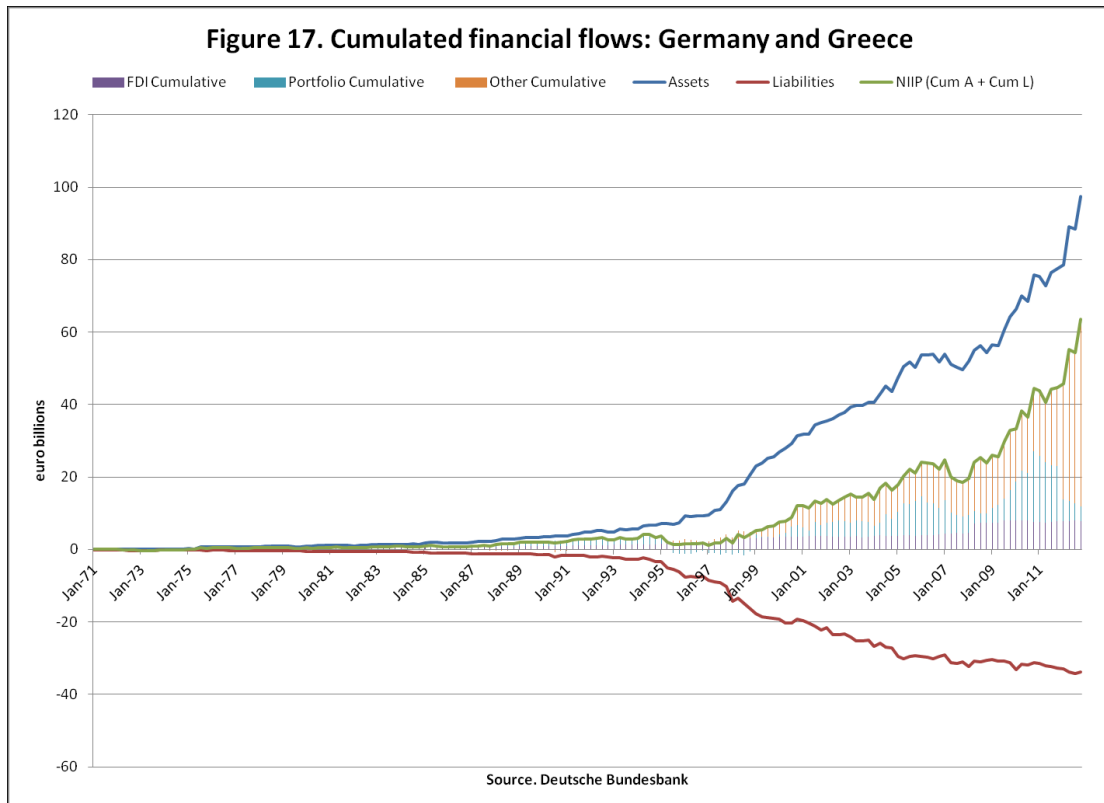


Για τις ΗΠΑ ξεχωρίζει μια μεγάλη καθαρή θετική θέση στις άμεσες ξένες επενδύσεις. Επιπλέον, ενώ οι γερμανικές τράπεζες είχαν παραδοσιακά καθαρή αρνητική θέση έναντι των ΗΠΑ, αυτή μετατράπηκε σε μια σημαντική θετική θέση το 2007, η οποία, ωστόσο, έχει μειωθεί σημαντικά από τότε ενώ τα ανοίγματα των καθαρών επενδύσεων χαρτοφυλακίου έχουν σημειώσει μια συνεχή σταθερή αύξηση (βλ. σχήμα 16).

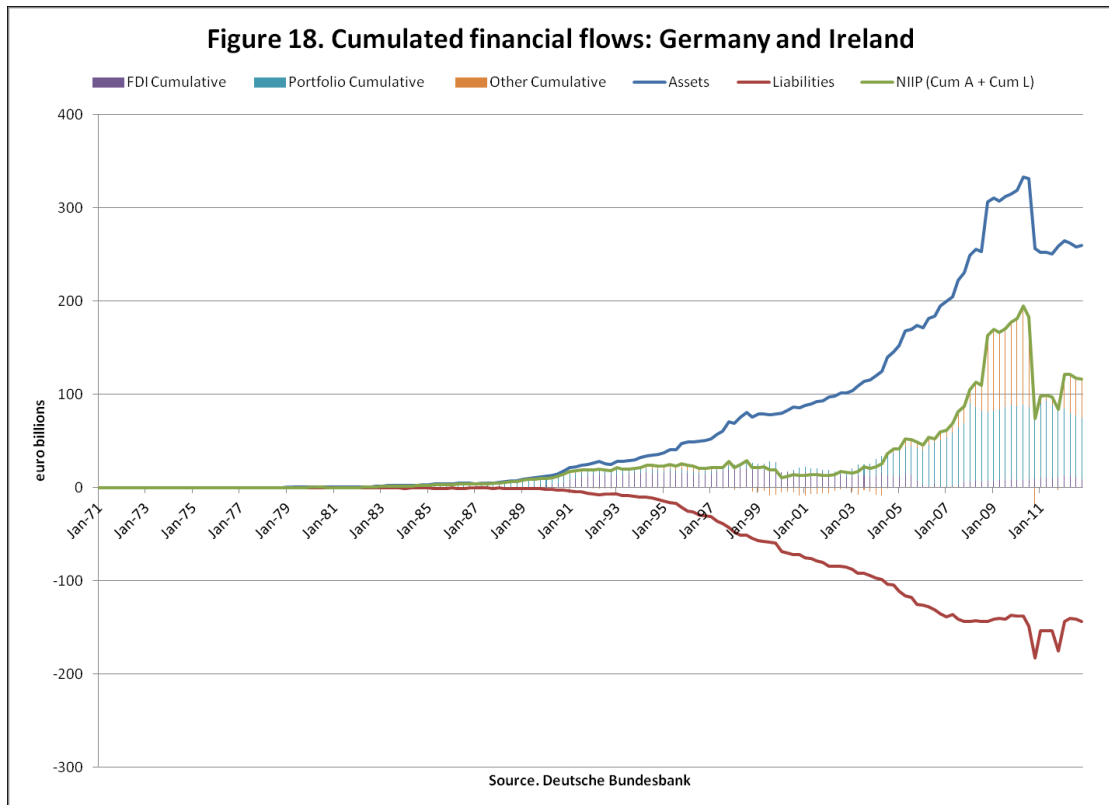


Δυστυχώς, τα αναλυτικά στοιχεία των ροών προσφέρουν μια περιορισμένη μόνο εικόνα ως προς τα ανοίγματα της Γερμανίας σε συγκεκριμένες χώρες μέσα στην Ευρώπη. Αυτό οφείλεται στο ότι τα στατιστικά των χρηματοοικονομικών στοιχείων καταγράφουν τις άμεσες ξένες αντισυμβαλλόμενες συναλλαγές στις διασυνοριακές συναλλαγές αντί ως ξένους επενδυτές/δανειστές. Ειδικά στην περίπτωση των ροών επενδύσεων χαρτοφυλακίου, οι διαφορές μπορεί να είναι πολύ μεγάλες λόγω των έντονων συναλλαγών στις δευτερογενείς αγορές και την έντονη παρουσία των κεντρικών αποθετηρίων τίτλων στην Ευρώπη. Στην πραγματικότητα, υπό αυτές τις συνθήκες, τα στοιχεία για τις γερμανικές χρηματοοικονομικές ροές έναντι του Βελγίου, του Λουξεμβούργου και, ειδικότερα, του Ηνωμένου Βασιλείου, είναι εντελώς άχρηστα. Για το Βέλγιο και το Λουξεμβούργο επειδή φιλοξενούν τα κεντρικά αποθετήρια τίτλων Euroclear και Clearstream, αντίστοιχα, τα οποία χειρίζονται το μεγαλύτερο μέρος των ροών αποπληρωμής. Και τα στοιχεία για τις διμερείς αγγλογερμανικές ροές καθίστανται άχρηστα από το γεγονός ότι οι διεθνείς συναλλαγές σε γερμανικά ομόλογα είναι συγκεντρωμένες στο Λονδίνο. Ενώ τα συνολικά στοιχεία για την ΕΕ, συμπεριλαμβανομένων και των τριών χωρών, είναι κατατοπιστικά, τα συγκεντρωτικά στοιχεία για την ευρωζώνη, εξαιρώντας το Ηνωμένο Βασίλειο, δεν είναι καθόλου κατατοπιστικά. Όσον αφορά τις επιμέρους χώρες εκτός από αυτές τις τρεις, τα αποτελέσματα της ετήσιας συντονισμένης έρευνας επενδύσεων χαρτοφυλακίου του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ) δείχνουν ότι οι στρεβλώσεις μπορεί να είναι πάρα πολύ μεγάλες.

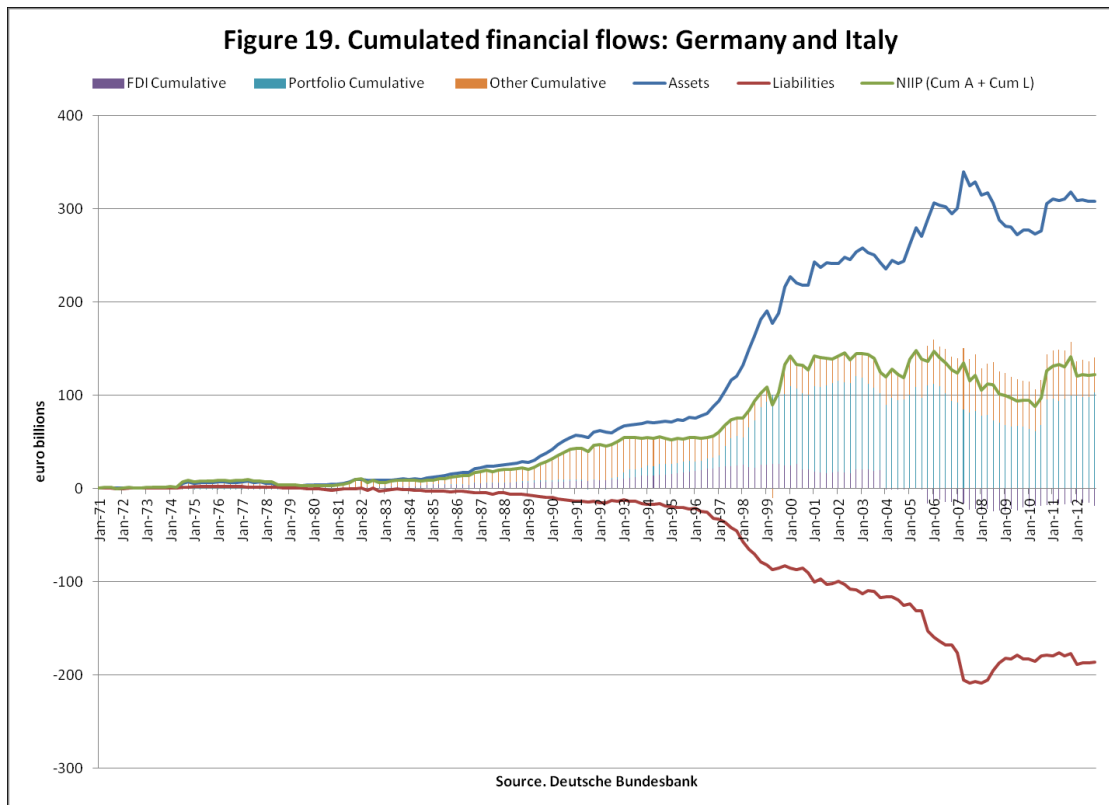
Αυτό φαίνεται να ισχύει, για παράδειγμα, με την περίπτωση της Ελλάδας και της Ιρλανδίας. Ενώ τα στοιχεία για τις χρηματοοικονομικές ροές εμφανίζουν μια συνολική πιστωτική θέση μόλις πάνω από 60 δις ευρώ (ή περίπου 2,5% του ΑΕΠ) για την Ελλάδα (βλέπε σχήμα 17) στο τέλος του 2012, τα αποτελέσματα της συντονισμένης έρευνας επενδύσεων χαρτοφυλακίου για το 2010 και το 2011 δείχνουν ότι η φαινομενικά ραγδαία έκθεση επενδύσεων χαρτοφυλακίου κατά τα έτη αυτά μπορεί στην πραγματικότητα να ήταν σημαντικά μικρότερη. Εντούτοις, μια πιθανή εξήγηση είναι επίσης ότι οι μεγάλες απώλειες αποτίμησης πραγματοποιήθηκαν σε αυτή την κατηγορία εκείνη την εποχή. Μια σημαντική αύξηση των λοιπών επενδύσεων σημειώθηκε από το 2010, αντανακλώντας τα διμερή δάνεια του πρώτου ελληνικού σχεδίου «διάσωσης».



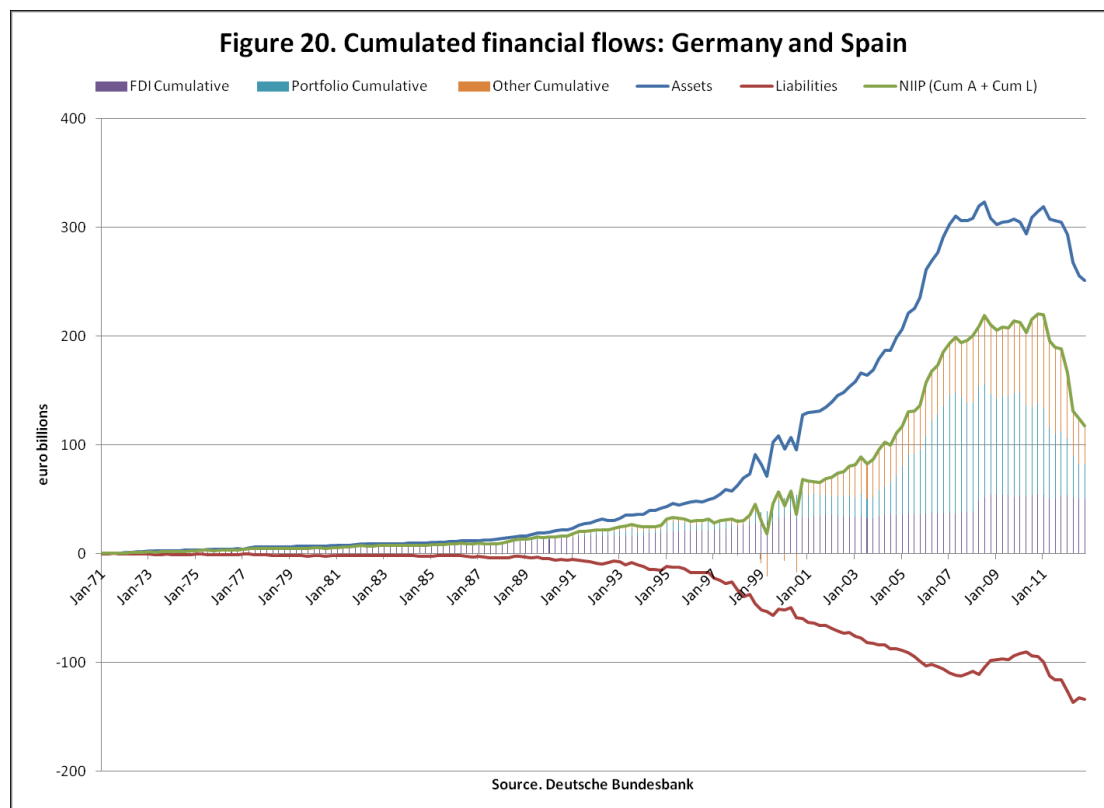
Η εικόνα για την Ιρλανδία (βλέπε σχήμα 18) δείχνει μια θέση πιστωτή συγκεντρωμένη στην κατηγορία των επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Σημειώθηκε μια προσωρινή αύξηση μεταξύ του φθινοπώρου του 2008 και του φθινοπώρου του 2010 στην κατηγορία των λοιπών επενδύσεων, αντανακλώντας την ενδο-τραπεζική ομαδική στήριξη που παρείχεται από μια τράπεζα που εδρεύει στη Γερμανία προς μια ιρλανδική θυγατρική (την περίοδο του περίφημου σχεδίου εγγύησης των ιρλανδικών τραπεζών προς το τέλος Σεπτεμβρίου του 2008). Με την καθαρή θέση στις λοιπές επενδύσεις να βρίσκεται σε ανοδική τροχιά και πάλι από την άνοιξη του 2012, η συνολική γερμανική έκθεση ήταν της τάξης περίπου των 120 δις ευρώ προς το τέλος του 2012 (ή το 5% περίπου του ΑΕΠ). Ωστόσο, τα στοιχεία της συντονισμένης έρευνας επενδύσεων χαρτοφυλακίου δείχνουν ότι η έκθεση των επενδύσεων χαρτοφυλακίου το 2010 και το 2011 ήταν στην πραγματικότητα τρεις φορές περίπου μεγαλύτερη από τις εκτιμώμενες χρηματοοικονομικές ροές.



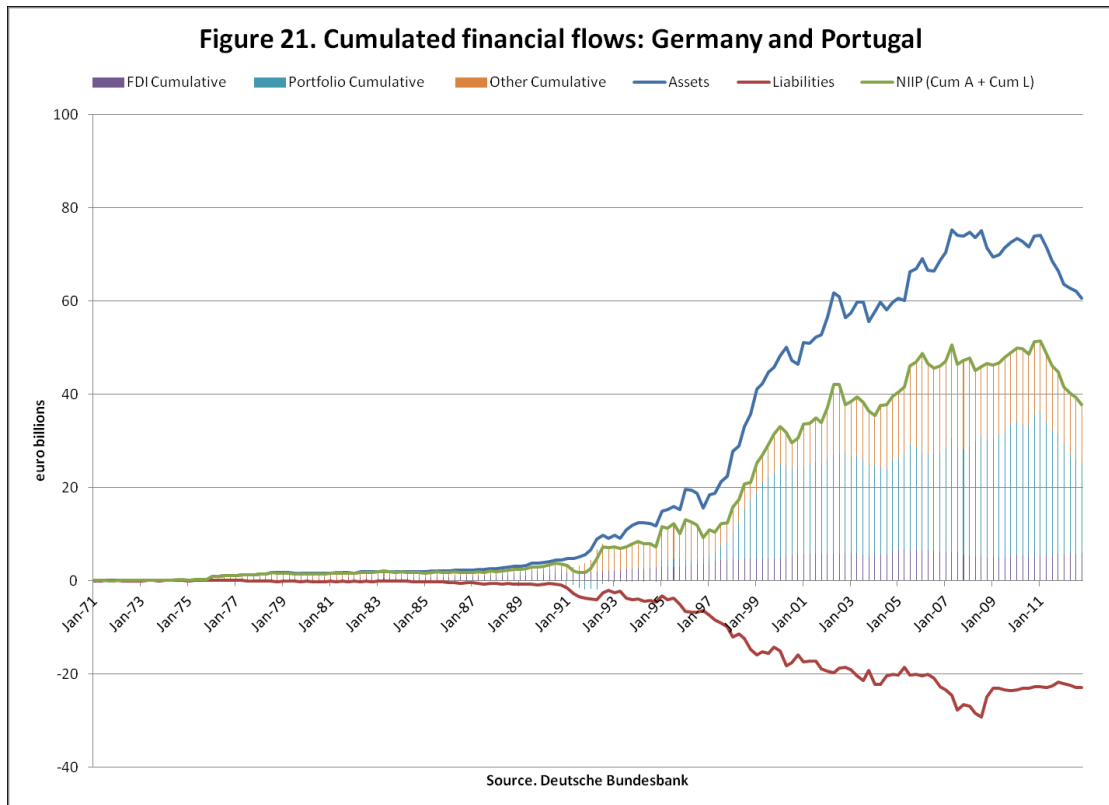
Σύμφωνα με τα στοιχεία της συντονισμένης έρευνας επενδύσεων χαρτοφυλακίου του 2010 και 2011, οι στρεβλώσεις στα στοιχεία των χρηματοοικονομικών ροών φαίνεται να είναι πιο περιορισμένες στην περίπτωση της Ιταλίας, της Ισπανίας και της Πορτογαλίας.



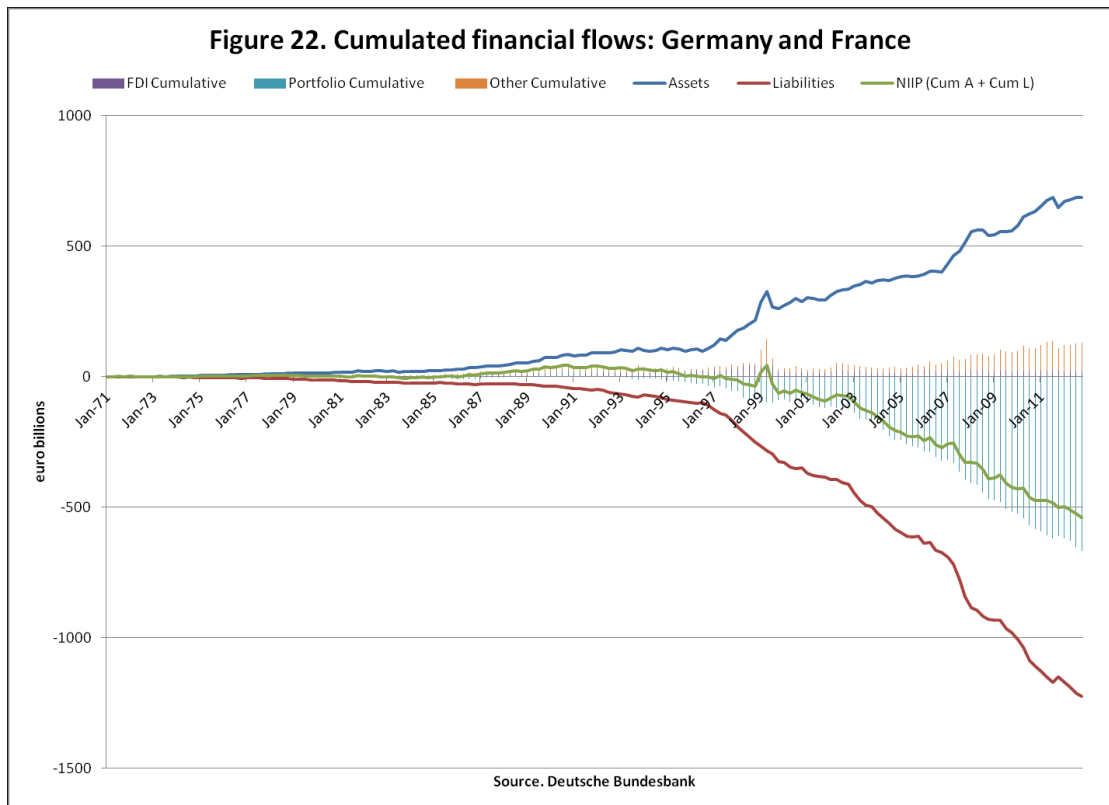
Για την Ιταλία, τα στοιχεία για τις χρηματοοικονομικές ροές δείχνουν μια θέση πιστωτή της τάξης περίπου των 120 δις ευρώ (το 5% περίπου του ΑΕΠ), η οποία επικεντρώνεται στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου. Ο ισολογισμός των καθαρών άμεσων επενδύσεων μετατοπίστηκε υπέρ της Ιταλίας στα μέσα της δεκαετίας του 2000 (αντανακλώντας σε μεγάλο βαθμό την εξαγορά της γερμανικής Hypo Vereinsbank από την ιταλική UniCredit Group). Από τα τέλη του 2010, η έκθεση των καθαρών επενδύσεων χαρτοφυλακίου έχει στην πραγματικότητα αυξηθεί και πάλι (βλέπε σχήμα 19).



Η εικόνα για την Ισπανία, που φαίνεται στο σχήμα 20, είναι πολύ διαφορετική. Η γερμανική έκθεση στην Ισπανία κορυφώθηκε σε 220 δις ευρώ (8,5% περίπου του ΑΕΠ) στις αρχές του 2011, αλλά έκτοτε έχει μειωθεί αισθητά σε 120 δις ευρώ προς το τέλος του 2012. Ενώ η καθαρή έκθεση ήταν αρκετά ισορροπημένη σε όλες τις τρεις κατηγορίες, η οπισθοχώρηση έχει επικεντρωθεί στο χαρτοφυλάκιο και σε άλλες επενδυτικές ροές.



Ομοίως, όπως δείχνει το σχήμα 21, η γερμανική καθαρή έκθεση στην Πορτογαλία κορυφώθηκε σε 50 δις ευρώ (2% περίπου του ΑΕΠ) στις αρχές του 2011, επικεντρωμένη στην κατηγορία των επενδύσεων χαρτοφυλακίου, αλλά έκτοτε μειώθηκε σε κάτω από 40 δις ευρώ προς το τέλος του 2012.

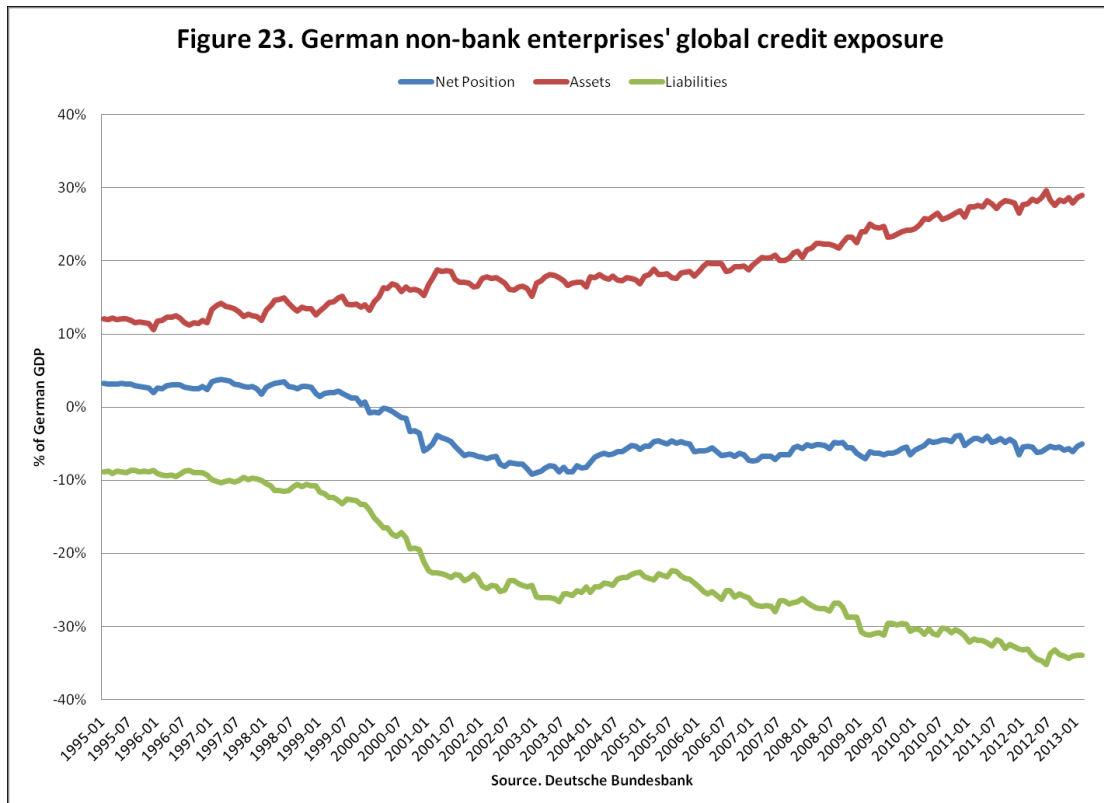


Σύμφωνα με τις διμερείς σωρευμένες χρηματοοικονομικές ροές, η Γερμανία έχει δημιουργήσει μια καθαρή θέση οφειλέτη έναντι της Γαλλίας κάτω από το καθεστώς του ευρώ, που ξεπέρασε τα 500 δις ευρώ μέχρι το τέλος του 2012 και η οποία επικεντρώνεται στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου (βλ. σχήμα 22). Ωστόσο, τα στοιχεία της συντονισμένης έρευνας επενδύσεων χαρτοφυλακίου για το 2010 και το 2011 δείχνουν ότι η πραγματική θέση των επενδύσεων χαρτοφυλακίου ήταν περίπου στο ήμισυ, οπότε η συνολική καθαρή θέση οφειλέτη της Γερμανίας έναντι της Γαλλίας μπορεί να είναι στο 8% περίπου του ΑΕΠ.

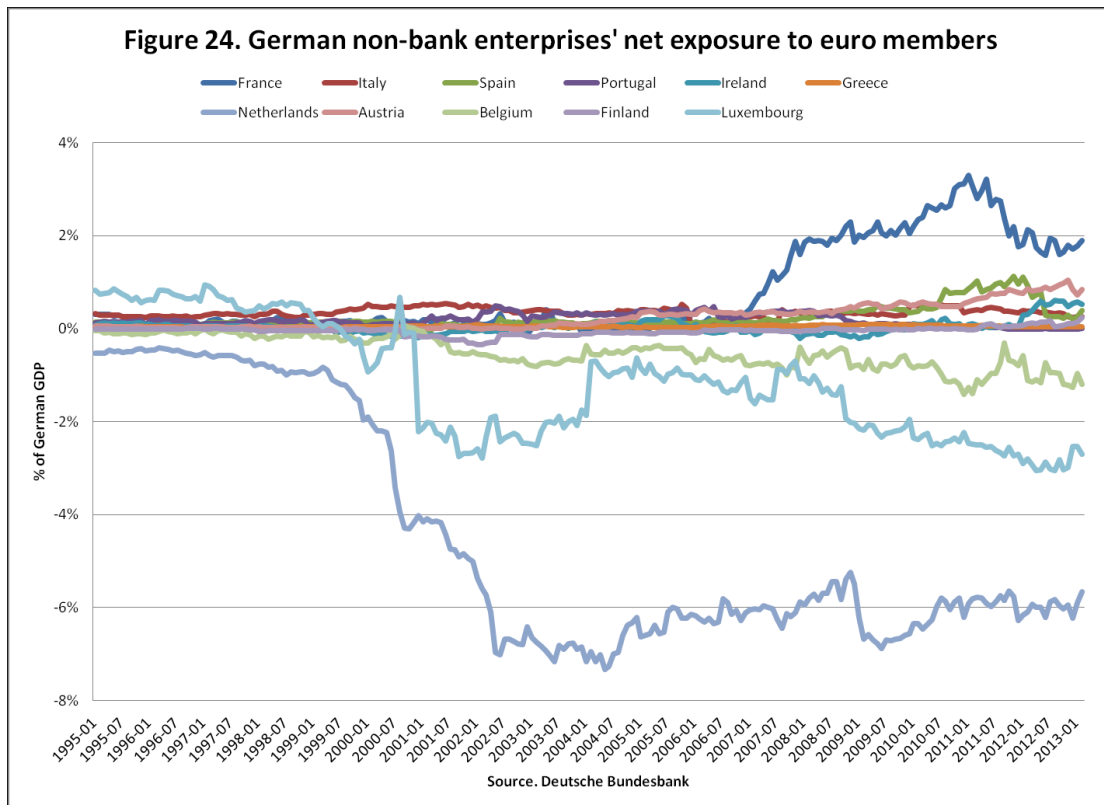
Για να συνοψίσουμε, ενώ τα στοιχεία για τις χρηματοοικονομικές ροές δείχνουν ότι τα διεθνή χρηματοοικονομικά ανοίγματα της Γερμανίας ήταν επικεντρωμένα στην ΕΕ, οι σημαντικές στρεβλώσεις των δεδομένων περιορίζουν τον βαθμό της εμπιστοσύνης με την οποία μπορεί να εκτιμηθούν τα ανοίγματα έναντι των μεμονωμένων χωρών. Τα αποτελέσματα, επομένως, απλά υποδηλώνουν ότι, προς το τέλος του 2012, τα καθαρά ανοίγματα της Γερμανίας στις χώρες του ευρώ υπό κρίση μπορεί να ήταν γύρω στα 500 δις ευρώ ή στο 20% περίπου του ΑΕΠ. Από την άλλη πλευρά, η Γερμανία φαίνεται να έχει μια καθαρή θέση οφειλέτη έναντι της Γαλλίας της τάξης των 200 δις ευρώ. Η επόμενη ενότητα συμπληρώνει την ανάλυση των περιφερειακών στοιχείων για τις χρηματοοικονομικές ροές με μια ανάλυση των περιφερειακών στοιχείων για τα αποθέματα.

5. Οι τομεακοί ισολογισμοί επιβεβαιώνουν ότι τα ανοίγματα είναι επικεντρωμένα στην Ευρώπη

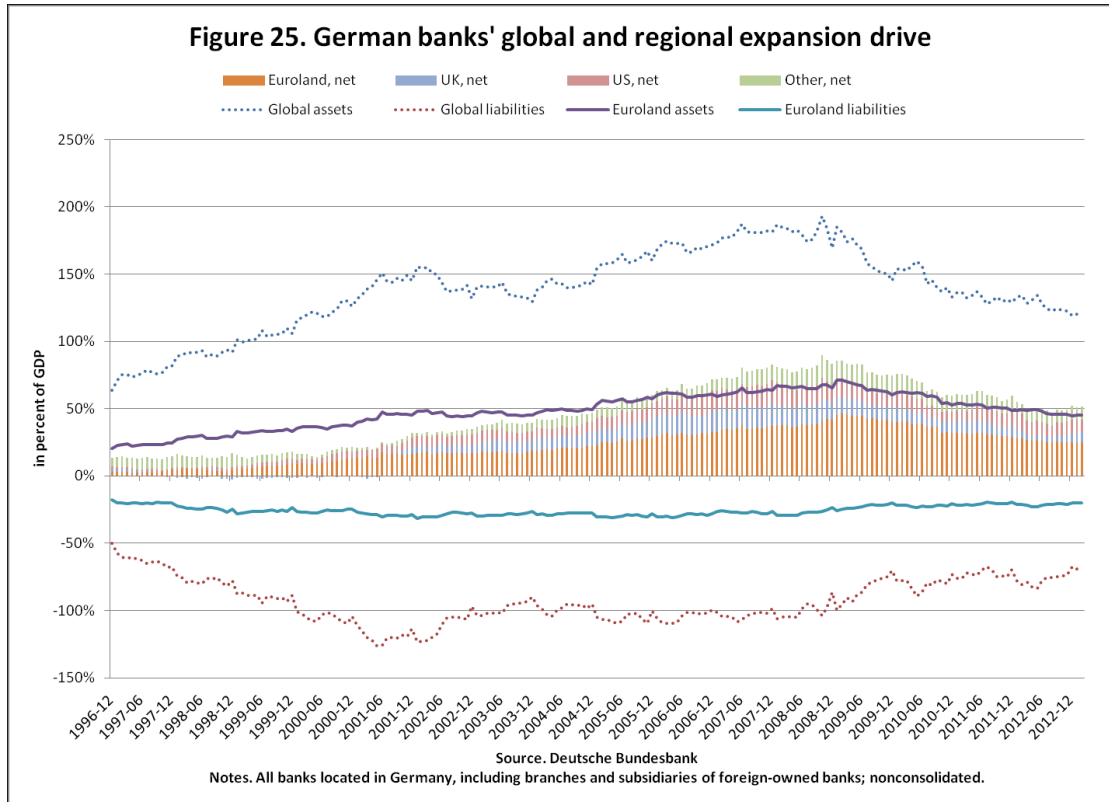
Πέρα από τα στοιχεία σχετικά με τη συνολική διεθνή επενδυτική θέση της Γερμανίας έναντι του υπόλοιπου κόσμου, η Bundesbank επίσης παρέχει στοιχεία σε επίπεδο χώρας για τους τομεακούς ισολογισμούς των γερμανικών τραπεζών και των μη τραπεζικών επιχειρήσεων. Ξεκινώντας με τις μη τραπεζικές επιχειρήσεις, τα στοιχεία του ισολογισμού που παρέχονται επικεντρώνονται στις σχέσεις πίστωσης, αλλά εξαιρούν το μετοχικό κεφάλαιο. Συνολικά, το σχήμα 23 δείχνει, ενώ τόσο τα ξένα περιουσιακά στοιχεία όσο και οι υποχρεώσεις επεκτάθηκαν αρκετά έντονα, η εξωτερική καθαρή θέση των μη τραπεζικών γερμανικών επιχειρήσεων, όσον αφορά τις πιστωτικές σχέσεις, στην πραγματικότητα εξελίχθησαν από θέση πιστωτή σε θέση οφειλέτη (μόλις πάνω από το 5% του ΑΕΠ) κάτω από το καθεστώς του ευρώ.



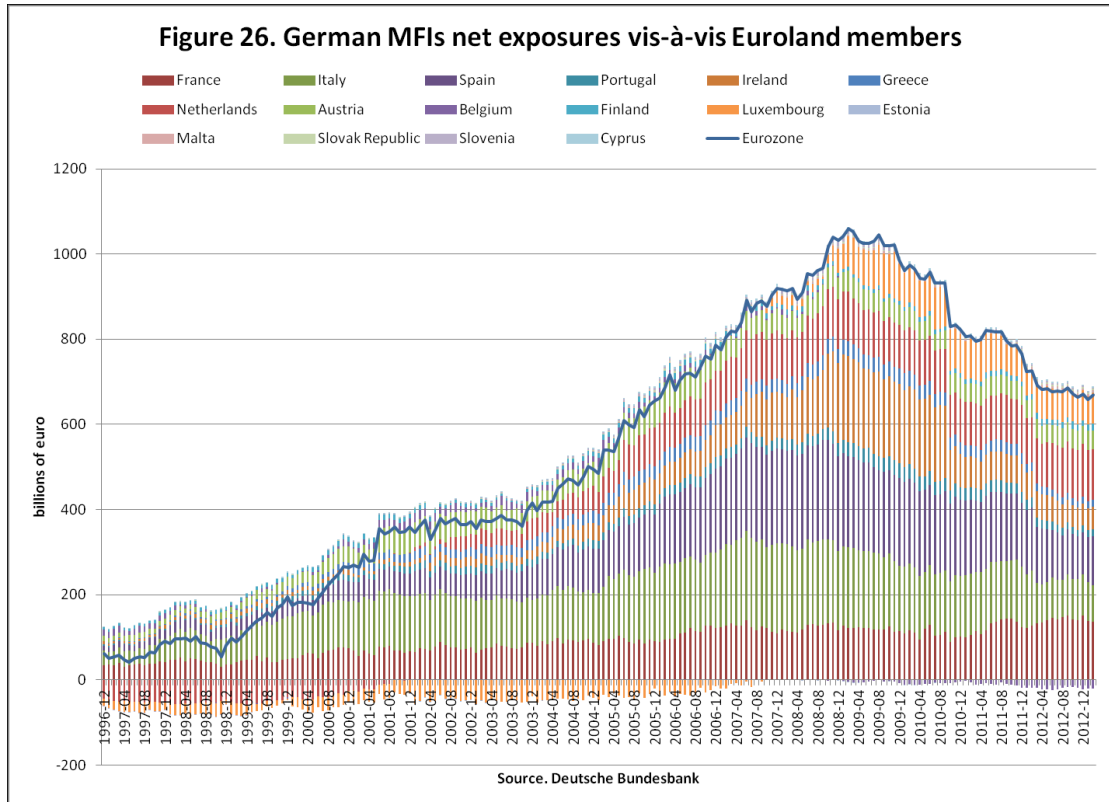
Η καθαρή θέση οφειλέτη των μη τραπεζικών επιχειρήσεων είναι επικεντρωμένη στην Ευρώπη και συγκεκριμένα στην Ολλανδία και το Λουξεμβούργο (βλ. σχήμα 24). Τα φορολογικά πλεονεκτήματα φαίνεται να είναι το βασικό κίνητρο. Η Bundesbank (2009, σελ., 43) παρατηρεί ότι «πολλοί [ο αριθμός που δίνεται είναι δώδεκα] από τους μεγάλους πολυεθνικούς ομίλους που εδρεύουν στη Γερμανία ίδρυσαν αυτόνομες θυγατρικές χρηματοδότησης (επίσης γνωστές ως δέσμιες εταιρείες χρηματοδότησης) στη δεκαετία του 1980 και του 1990, κυρίως, για φορολογικούς λόγους, στην Ολλανδία». Παρόμοιοι λόγοι φαίνεται να ισχύουν και στην περίπτωση του Λουξεμβούργου (Houlder 2013). Από την άλλη πλευρά, μεταξύ 2007 και 2010 διαμορφώθηκε μια καθαρή θέση πιστωτή έναντι της Γαλλίας, η οποία αντιστράφηκε εν μέρει την περίοδο 2011-12.



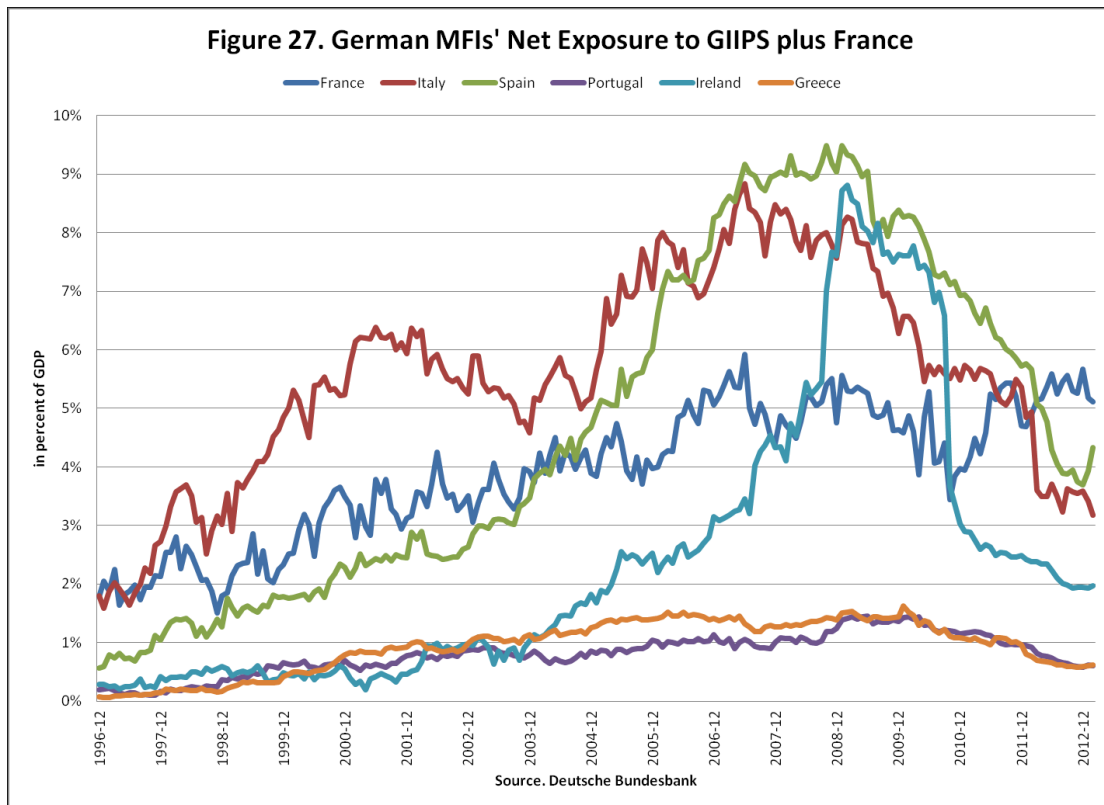
Στρέφοντας τώρα την προσοχή στα τραπεζικά ιδρύματα και ξεκινώντας με τα μη ενοποιημένα στοιχεία της Bundesbank για τις τράπεζες που βρίσκονται στη Γερμανία (συμπεριλαμβανομένων των υποκαταστημάτων και των θυγατρικών των ξένων τραπεζών), τα παγκόσμια περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις επεκτάθηκαν έντονα από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 και αρχές του 2000. Η «παγκόσμια επιβράδυνση» στις αρχές της δεκαετίας του 2000 προκάλεσε μια ήπια αντιστροφή αυτής της τάσης. Οι παγκόσμιες υποχρεώσεις στη συνέχεια σταθεροποιήθηκαν γύρω στο 100% του ΑΕΠ, αλλά τα παγκόσμια περιουσιακά στοιχεία επεκτάθηκαν και πάλι στα μέσα της δεκαετίας του 2000 και κορυφώθηκαν κοντά στο 180% του ΑΕΠ (βλ. σχήμα 25). Το μεγαλύτερο μέρος της καθαρής έκθεσης των τραπεζικών ιδρυμάτων είναι επικεντρωμένο στην ευρωζώνη, με τις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο να αποτελούν μεγάλο μέρος του υπόλοιπου. Η συνεχιζόμενη οπισθοχώρηση είναι ευρείας κλίμακας από τα τέλη του 2008 μέχρι το 2011. Από το 2012, η συνεχιζόμενη γενική συρρίκνωση με μειωμένη ταχύτητα στην συνολική καθαρή έκθεση έχει αντισταθμιστεί εν μέρει από μια νέα άνοδο των καθαρών χρηματοδοτικών ανοιγμάτων έναντι του Ηνωμένου Βασιλείου.



Εντός της ευρωζώνης, η σχετικά σταθερή αύξηση της καθαρής έκθεσης έναντι της Γαλλίας έρχεται σε αντίθεση με τις διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου (boom and bust) που είναι ορατές στα καθαρά χρηματοδοτικά ανοίγματα έναντι της Ιταλίας, της Ισπανίας, της Πορτογαλίας, της Ιρλανδίας και ειδικότερα της Ελλάδας. Τα αρνητικά καθαρά ανοίγματα έναντι του Λουξεμβούργου και της Ολλανδίας μετατράπηκαν σε μεγάλα θετικά ανοίγματα κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 2000 (βλ. σχήμα 26).

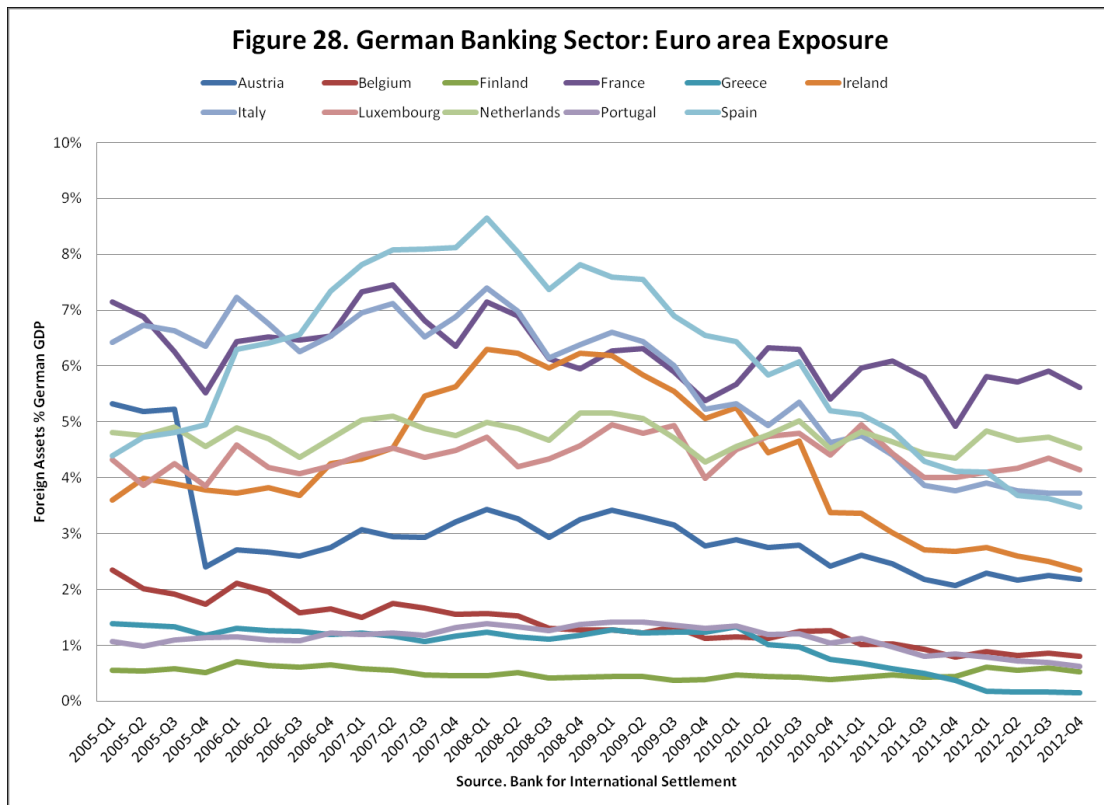


Το σχήμα 27 δείχνει ότι τα καθαρά ανοίγματα έναντι της Ιταλίας, της Ισπανίας και της Ιρλανδίας κορυφώθηκαν για κάθε μία από αυτές τις χώρες μεταξύ 8% και 10% το 2008, αλλά από τότε έχουν συρρικνωθεί σε ποσοστό μεταξύ 2% και 4% του ΑΕΠ. Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, η προσωρινή έκρηξη στην καθαρή έκθεση προς την Ιρλανδία αντικατόπτριζε τη στήριξη μιας γερμανικής holding τράπεζας προς μια ιρλανδική θυγατρική.

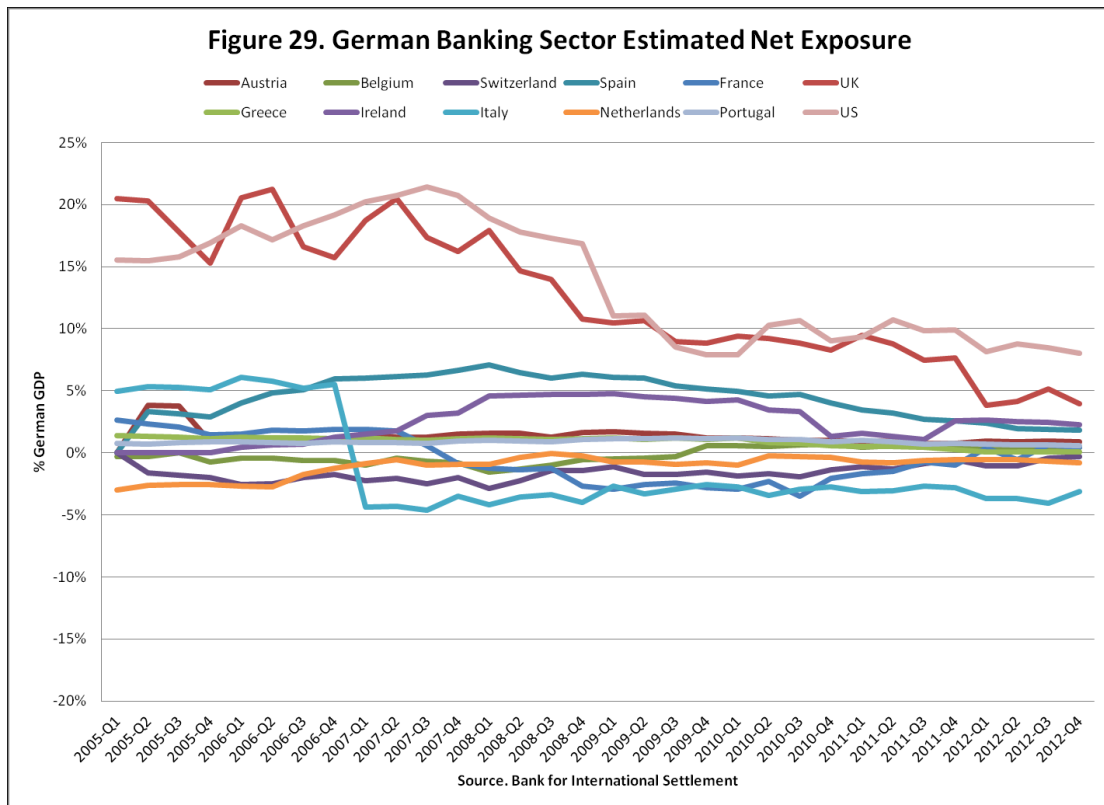


Η τραπεζική στατιστική της Bundesbank που αναφέρεται παραπάνω ακολουθεί τις αρχές της τραπεζικής στατιστικής της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών με βάση την τοποθεσία, οι οποίες παρέχουν γνώσεις σχετικά με την ιθαγένεια της κυριότητας των τραπεζών και τον τόπο κατοικίας των αντισυμβαλλομένων τραπεζών. Στα παραπάνω μη ενοποιημένα στοιχεία συμπεριλαμβάνονται οι inter-office θέσεις. Η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών δημοσιεύει επίσης ένα άλλο σύνολο στατιστικών για τη μέτρηση των ενοποιημένων διεθνών απαιτήσεων των τραπεζών σε παγκόσμιο επίπεδο τόσο σε βάση «άμεσου δανειολήπτη» όσο και σε βάση «απόλυτου κινδύνου». Αυτή η στατιστική ξεπερνά το πρόβλημα που αντιμετωπίστηκε παραπάνω με τις χρηματοοικονομικές ροές καθώς καταγράφει τους απόλυτους δανειολήπτες αντί των άμεσων αντισυμβαλλομένων και περιλαμβάνει επίσης hedges μέσω της προστασίας credit default swap που αγοράστηκαν και δημιουργήθηκαν ή εγγυήσεις τρίτων. Ωστόσο, τα ενοποιημένα στατιστικά στοιχεία της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών καλύπτουν μόνο τα ξένα περιουσιακά στοιχεία των τραπεζών και μόνο τράπεζες που είναι μέλη της ευρωζώνης προσκομίζουν αναφορές στην Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών

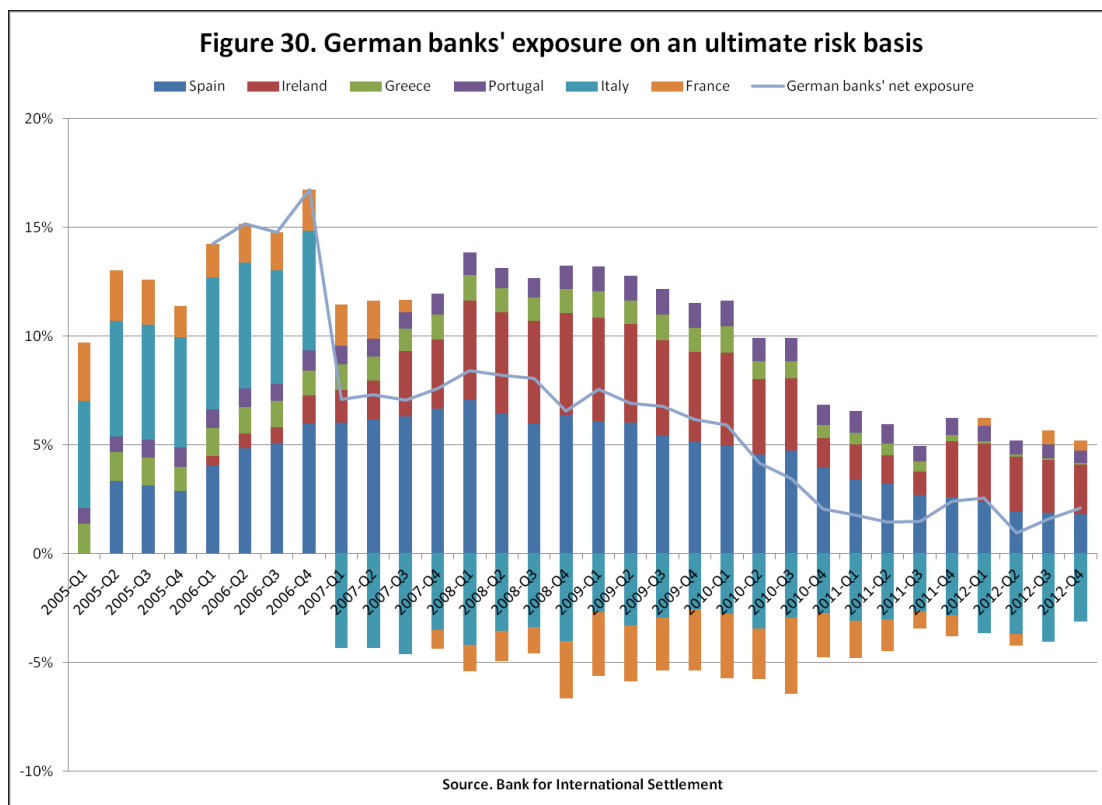
Το σχήμα 28 δείχνει τα consolidated holdings των γερμανικών τραπεζών στη ζώνη του ευρώ σε βάση απόλυτου κινδύνου. Ενώ έχει λάβει χώρα μια γενική απόσυρση των ανοιγμάτων για τις περισσότερες χώρες, ο κύκλος της επέκτασης και της περιστολής υπήρξε εντονότερος στις περιπτώσεις της Ιρλανδίας και της Ισπανίας—από 6% στο 2,5% του ΑΕΠ για την Ιρλανδία και από 8,5% στο 3,5% για την Ισπανία.



Για τα μέλη της ευρωζώνης τουλάχιστον που κάνουν αναφορές, είναι επίσης δυνατό να υπολογιστούν οι διμερείς θέσεις του τραπεζικού τομέα και τα καθαρά χρηματοδοτικά ανοίγματα στη βάση των ενοποιημένων στατιστικών στοιχείων της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών. Το σχήμα 29 παρακάτω δείχνει τη συνεχιζόμενη οπισθοχώρηση των γερμανικών τραπεζών από το 2008 έναντι τόσο των τραπεζικών συστημάτων των μεγάλων παγκόσμιων παικτών όσο και των βασικών χωρών-μελών του ευρώ. Φαίνεται ότι τα καθαρά γερμανικά ανοίγματα έναντι των τραπεζικών συστημάτων τόσο της Ιρλανδίας όσο και της Ισπανίας έχουν μειωθεί στο 2% του ΑΕΠ για κάθε ένα από αυτά. Από την άλλη πλευρά, το τραπεζικό σύστημα της Γερμανίας έχει αρνητική καθαρή έκθεση έναντι της Ιταλίας από το 2006 λόγω της προαναφερθείσας εξαγοράς της γερμανικής Hypo Vereinsbank από την ιταλική UniCredit. Οι δραστικές μειώσεις στα καθαρά τραπεζικά ανοίγματα μπορεί επίσης να ειπωθούν και έναντι του Ηνωμένου Βασιλείου και των ΗΠΑ. Και στις δύο περιπτώσεις, η μείωση των καθαρών τραπεζικών ανοιγμάτων δεν οφείλονται μόνο στην οπισθοχώρηση των γερμανικών τραπεζών, αλλά και στην επέκταση των επενδύσεων των αμερικανικών και βρετανικών τραπεζών προς τις γερμανικές τράπεζες.



Το σχήμα 30 δείχνει τη συνολική έκθεση των γερμανικών τραπεζών σε τράπεζες των χωρών του ευρώ που βρίσκονται σε κρίση συν τη Γαλλία, επιβεβαιώνοντας ότι, συνολικά, οι γερμανικές τράπεζες φαίνεται να έχουν σχεδόν πλήρως αποχωρήσει από τις τράπεζες αυτής της ομάδας εταιρών. Όποια καθαρά τραπεζικά ανοίγματα παραμένουν έναντι της Ιρλανδίας, της Ισπανίας και της Πορτογαλίας αντισταθμίζονται σε μεγάλο βαθμό από την αρνητική διμερή θέση έναντι της Ιταλίας, ενώ η διμερής θέση έναντι της Γαλλίας είναι σχεδόν ισορροπημένη.



Για να συνοψίσουμε, οι γερμανικές τράπεζες συμμετείχαν ολόψυχα στην εκρηκτική παγκόσμια επέκταση που είχε οδηγήσει επίσης στην επέκταση σε άλλα ευρωπαϊκά τραπεζικά συστήματα από τα τέλη της δεκαετίας του 1990. Ακολούθησε μια απότομη οπισθοχώρηση η οποία βρίσκεται ακόμη σε εξέλιξη. Ο οικονομικός κύκλος στην συμμετοχή των γερμανικών τραπεζών ήταν ισχυρότερος για την Ιρλανδία και την Ισπανία, οι δύο χώρες που βίωσαν τις μεγαλύτερες φούσκες στον στεγαστικό τομέα. Ωστόσο, φαίνεται ότι οι γερμανικές τράπεζες έχουν σχεδόν αποσύρει ολοκληρωτικά τη συνολική καθαρή έκθεση τους στις τράπεζες των χωρών του ευρώ που πλήττονται από κρίση καθώς και στο ενδιάμεσο και από τη Γαλλία. Αυτή είναι μια ενδιαφέρουσα εξέλιξη επειδή, αν μη τι άλλο, θα μπορούσε να κάνει τη διάλυση του ευρώ, με τη μορφή που αναλύεται στο επόμενο κεφάλαιο, πολύ πιο απλή. Αν και σίγουρα εξακολουθούν να υπάρχουν ανοίγματα, επίσης σε μη τραπεζικούς οργανισμούς και σε ξένες κυβερνήσεις, οι επενδύσεις χαρτοφυλακίου σε τίτλους δημοσίου χρέους στους εταίρους στην ευρωζώνη έχουν επίσης σημειώσει μια απότομη πτώση.

6. Παράγοντες που καθιστούν ευάλωτη τη Γερμανία

Η παραπάνω ανάλυση καθοδηγεί την εκτίμησή μας σχετικά με τη ευπάθεια της Γερμανίας στην τρέχουσα ευρωκρίση, από την οποία δεν μπορεί να αποκλειστεί, ακόμη και ως το χειρότερο δυνατό σενάριο, μια πιθανή διάλυση της νομισματικής ένωσης. Σε γενικές γραμμές, με την οικονομική ολοκλήρωση και αλληλεξάρτηση συνεπάγονται αμφίδρομες οικονομικές ευθραυστότητες ακόμη και όταν το εμπόριο είναι μόνιμα απόλυτα ισορροπημένο. Με την επικράτηση της πλήρους χρηματοοικονομικής φιλελευθεροποίησης όπως στην περίπτωση της ενιαίας αγοράς της Ευρώπης, οι διασυνοριακές ακαθάριστες χρηματοοικονομικές ροές και τα κέρδη από περιουσιακά στοιχεία μπορεί να είναι πολύ μεγάλα ακόμα και όταν οι καθαρές διεθνείς επενδυτικές θέσεις είναι μηδενικές. Σε περίπτωση απότομων διακυμάνσεων στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, πιέσεις ρευστότητας ή στάση πληρωμών σε οποιαδήποτε συγκεκριμένη κατηγορία στοιχείων ενεργητικού, δεν υπάρχει λόγος να προσδοκούμε τυχόν ζημιές που προκύπτουν να εξισορροπούνται σε όλα τα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις. Η οικονομική ολοκλήρωση και οι αμφίδρομες διασυνοριακές ευθραυστότητες είναι οι δύο όψεις του ίδιου νομίσματος. Εξ άλλου, η ευρωπαϊκή ολοκλήρωση είχε ως σκόπιμο στόχο τη δημιουργία βαθιών αλληλεξαρτήσεων προκειμένου να καταστεί ανέφικτος ο πόλεμος πέρα από όποιες βελτιώσεις της οικονομικής αποτελεσματικότητας (Schuman 1950).

Η νομισματική σύνθεση των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού της Γερμανίας είναι τέτοια ώστε η ανατίμηση του νομίσματος μεταφράζεται σε ζημίες αποτίμησης από την πλευρά της Γερμανίας. Με δεδομένη τη σημασία του δημόσιου χρέους (απολαμβάνοντας το στάτους ενός παγκόσμιου ασφαλούς καταφυγίου) μεταξύ των ξένων υποχρεώσεων της Γερμανίας, σε αντίθεση με ως επί το πλείστον πιο ριψοκίνδυνες επενδύσεις από την πλευρά του ενεργητικού της διεθνούς λογιστικής της Γερμανίας, οποιαδήποτε αύξηση στην προτίμηση για παγκόσμια ρευστότητα (ή αποστροφή κινδύνου) επίσης επιφέρει ζημίες αποτίμησης στη Γερμανία. Φυσικά, οι ζημίες αποτίμησης μπορεί να αποδειχθούν προσωρινές και να μην υλοποιηθούν σε πραγματικές ζημίες. Η ανάλυση στην ενότητα 4 παραπάνω αποκάλυψε ότι, μέχρι το τέλος του 2012, οι ζημίες αποτίμησης από το 2006 ανήλθαν στο 20% έως το 25% του γερμανικού ΑΕΠ. Η εκτίμηση αυτή περιλαμβάνει τις απώλειες που σχετίζονται τόσο με την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση του 2008-09 καθώς και τη συνεχιζόμενη ευρωκρίση. Μερικές από αυτές τις ζημίες αποτίμησης έχουν υλοποιηθεί, συμπεριλαμβανομένης για παράδειγμα της αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους με τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα τον Απρίλιο του 2012. Αλλά ένα μεγάλο μέρος των ζημιών αποτίμησης, ιδίως αυτών που προκύπτουν από την τρέχουσα ευρωκρίση, εξακολουθεί να είναι σε αυτό το σημείο υπό τη μορφή της «απώλειας χαρτιού», το οποίο μπορεί να ανακτηθεί μερικώς ή ολικώς κάτω από ευνοϊκότερες συνθήκες.

Πέρα από τις όποιες πραγματοποιήσιμες περικοπές τιμών, η ευρωκρίση έχει στην πραγματικότητα ανάμικτα αποτελέσματα όσον αφορά τις ζημίες αποτίμησης για τη Γερμανία. Για παράδειγμα, με την συμπίεση της εξωτερικής αξίας του ευρώ, η κρίση είχε θετικό αντίκτυπο στους διεθνείς ισολογισμούς της Γερμανίας. Την ίδια στιγμή, με την άρση των τιμών των γερμανικών ομολόγων, η κρίση είχε έναν φαινομενικά αρνητικό αντίκτυπο στην Γερμανία. Αλλά αυτή η εξέλιξη, φυσικά, περιόρισε με βολικό τρόπο το κόστος χρηματοδότησης για το δημόσιο χρέος της Γερμανίας (και επίσης το κόστος χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα). Τα γερμανικά ίδια κεφάλαια ξεπέρασαν ωστόσο σε μεγάλο βαθμό τους Ευρωπαίους εταίρους τους τα τελευταία χρόνια, και ο παράγοντας αυτός έχει ενίσχυσε επίσης τις γερμανικές ζημίες αποτίμησης.

Ενώ όλα αυτά τα κανάλια, που περιλαμβάνουν επιδράσεις από τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου, θα συνέχιζαν να υφίστανται σε περίπτωση μηδενικής καθαρής διεθνούς επενδυτική θέσης, η ευπάθεια της Γερμανίας μεγεθύνθηκε από το γεγονός ότι, εξαιτίας των έμμονων πλεονασμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, η χώρα διαθέτει στην πραγματικότητα μια πολύ μεγάλη καθαρή θέση πιστωτή. Κάνοντας τα πράγματα ακόμη χειρότερα, η καθαρή θέση του πιστωτή της Γερμανίας είναι ιδιαίτερα συγκεντρωμένη στην Ευρώπη, και συγκεκριμένα στην ευρωζώνη, ενώ οι βασικές διεθνείς υποχρεώσεις της Γερμανίας, τα κρατικά ομόλογα, έχουν μια πιο παγκόσμια παρουσία. Οι Chen, Milesi-Ferretti και Tressel (2012) κάνουν αναφορά για περίεργα ευρωπαϊκά πρότυπα χρηματοδότησης στη δεκαετία του 2000, όπου οι χώρες του πυρήνα της Ευρώπης χρηματοδότησαν το φούσκωμα των ελλειμμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών των περιφερειακών χωρών ενώ ο υπόλοιπος κόσμος συσσωρεύει στην πραγματικότητα απαιτήσεις έναντι των βασικών ευρωπαϊκών κυβερνήσεων. Οποιαδήποτε μπορεί να ήταν τα κίνητρα που είχαν οι μεμονωμένοι γερμανοί δανειστές και επενδυτές εκείνη την χρονική περίοδο, οι γερμανικές αρχές δεν μπόρεσαν να δουν ότι με το να τρέχει η Γερμανία μακρά πλεονάσματα εξαγωγών έναντι των εταίρων της στην ευρωζώνη—που κατέστη εφικτό εξαιτίας μιας φιλελεύθερης γερμανικής (επανα)χρηματοδότησης της υπερβολικής υπερδαπάνης εκ μέρους τους-- έχει αφήσει τη Γερμανία ως έθνος εξαιρετικά εκτεθειμένη σε οτιδήποτε θα μπορούσε να επιδεινώσει την πιστοληπτική ικανότητα των οφειλετών της στην ευρωζώνη και την κατάσταση στις χώρες αυτές γενικότερα. Καθώς η καθαρή διεθνής επενδυτική θέση της Γερμανίας εκτινάχθηκε στο 40% του ΑΕΠ, εκείνες των εταίρων της στην ευρωζώνη επιδεινώθηκε, ενώ στις περιπτώσεις της Ελλάδας, της Πορτογαλίας και της Ισπανίας άγγιξαν αρνητικά επίπεδα της τάξης του 100% του ΑΕΠ, το οποία είναι εξαιρετικά υψηλά με βάση τα διεθνή πρότυπα (Reinhard και Rogoff 2011). Όμως, η πτώχευση των εταίρων μιας χώρας, οι οποίοι είναι και αγοραστές και οφειλέτες, δεν είναι ακριβώς έξυπνη στρατηγική. Στην προ-ευρώ εποχή, μια ενδεχόμενη ανατίμηση του γερμανικού μάρκου κατέληγε να εξυπηρετεί (εν μέρει ή προσωρινά) την εξισορρόπηση των θέσεων της ανταγωνιστικότητας και το φορτίο του χρέους. Το ευρώ υποτίθεται ότι έχει κλείσει μόνιμα αυτή την πόρτα, χωρίς ωστόσο να κλείνει την πόρτα για τη δημιουργία ανισορροπιών.

Κατά ειρωνικό τρόπο, φαίνεται ότι ο μεγαλύτερος κίνδυνος της Γερμανίας βρίσκεται στον ισολογισμό της Bundesbank. Περισσότερο από το ήμισυ της καθαρής θέσης πιστωτή της Γερμανίας αποτελείται από τους κακόφημους TARGET2 ισολογισμούς της Bundesbank στην ΕΚΤ. Στη Γερμανία οι απαιτήσεις του TARGET2 έναντι της ΕΚΤ έχουν δώσει αφορμή στην έκρηξη κάποιου αξιοσημείωτου ενθουσιασμού. Κάποιοι σχολιαστές τις απεικονίζουν ως αντανάκλαση στα ψεγάδια του σχεδιασμού

του Ευρωσυστήματος (Sinn και Wollmershäuser 2012). Άλλοι φαίνεται τις ερμηνεύουν ως απόδειξη ότι η ηρωική Bundesbank έχει τεθεί υπό ληλασία από τους σπάταλους εταίρους της Γερμανίας στην ευρωζώνη (Burda 2012).

Οι ανισοροπίες του TARGET2 είναι πράγματι ένα σύμπτωμα της συνεχιζόμενης ευρωκρίσης, ωστόσο οι ισολογισμοί πίστωσης της Bundesbank είναι πάνω απ' όλα απόδειξη μιας χάρης αξίας πολλών δισεκατομμυρίων που έκανε η ΕΚΤ προς τις γερμανικές τράπεζες με τους αν τις επιτρέπει να αποχωρήσουν από τον διατραπεζικό δανεισμό προς τις αντισυμβαλλόμενες τράπεζες στις χώρες της ευρωζώνης που πλήττονται από την κρίση χωρίς σε μεγάλο βαθμό απώλειες (Bibow 2012B, Soros 2012). Όπως αποκάλυψε η ανάλυση στα τμήματα 3-5 παραπάνω, το γερμανικό τραπεζικό σύστημα προέβη σε όργια δανεισμού την δεκαετία του 2000, τόσο στην άλλη άκρη του Ατλαντικού όσο και σε όλο τον κόσμο και ιδιαίτερα στην ευρωζώνη, αλλά έκτοτε περιόρισε δραστικά τις περιφερειακές και παγκόσμιες δεσμεύσεις του. Κατά τη διαδικασία πραγματοποιήθηκαν μεγάλες απώλειες με τα εργαλεία ενυπόθηκων δανείων στις ΗΠΑ. Και σημαντικές απώλειες είναι επίσης βέβαιο ότι πραγματοποιήθηκαν στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου σε χώρες της ευρωζώνης που βρίσκονται σε κρίση. Αλλά στην περίπτωση των λοιπών επενδύσεων των τραπεζών που περιλαμβάνουν τα πολύ σημαντικά διατραπεζικά δάνεια, τα οποία πριν από την κρίση ήταν σε μεγάλο βαθμό ακάλυπτα, η έκτακτη στήριξη της ΕΚΤ στη ρευστότητα γλίτωσε τις γερμανικές τράπεζες από μαζικές απώλειες που αναπόφευκτα θα είχαν προκύψει χωρίς το αντιστήριγμα ρευστότητας της ΕΚΤ προς τα τραπεζικά συστήματα στη ζώνη του ευρώ (βλέπε επίσης Bibow 2012A).

Οι ισολογισμοί του TARGET2 της Bundesbank δεν αποτελούν νέα ανοίγματα, αλλά απλώς την μετενσάρκωση των παλιών ανοιγμάτων που είχαν δημιουργηθεί στο παρελθόν στους ισολογισμούς κυρίως των γερμανικών τραπεζών. Ειδικότερα, η άρνηση εκ μέρους των γερμανικών τραπεζών, μεταξύ άλλων, να κυλήσουν διατραπεζικά δάνεια που έγιναν σε εποχές ευφορίας προς τις χώρες της ευρωζώνης που βρίσκονται σήμερα υπό κρίση θα είχε οδηγήσει σχεδόν άμεσα σε χρεοκοπία τις προβληματικές τράπεζες στις εν λόγω χώρες. Είναι σημαντικό να υπογραμμιστεί ότι δεν είναι μόνο οι προβληματικές τράπεζες στις χώρες της ευρωζώνης στις οποίες είχαν προσφέρει πίστωση οι γερμανικές τράπεζες που θα είχαν καταρρεύσει, με αντίστοιχες αποσβέσεις για τα διατραπεζικά δάνεια, αλλά θα είχαν προκύψει πωλήσεις σε πολύ χαμηλές τιμές σε άλλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων και αγορές, εξελίξεις που θα είχαν πλήξει επίσης έμμεσα τις γερμανικές τράπεζες. Ήταν, φυσικά, ο φόβος της μετάδοσης ενός συστηματικού κινδύνου που ώθησε την ΕΚΤ να παρενέβη προκειμένου να στηρίξει τα τραπεζικά συστήματα που αντιμετώπιζαν τραπεζικές επιδρομές και όχι προκειμένου να κάνει κάποια χάρη σε οποιαδήποτε συγκεκριμένη γερμανική τράπεζα. Η διατήρηση του ευρώ ήταν αυτό που ανάγκασε την ΕΚΤ να κάνει ό, τι έκανε. Το αποτέλεσμα, ωστόσο, ήταν ότι η κίνηση της ΕΚΤ κατέληξε να είναι όντως μια μεγάλη χάρη προς τις γερμανικές τράπεζες. Και δεδομένου ότι είναι ασφαλές να υποθέσουμε ότι η γερμανική κυβέρνηση θα διέσωζε οποιαδήποτε γερμανική τράπεζα είχε πληγεί από την έκθεσή της σε χώρες της ευρωζώνης υπό κρίση, η ΕΚΤ έκανε τελικά μια μεγάλη χάρη και προς τους γερμανούς φορολογούμενους—αν και αυτό δεν σταματά τις γερμανικές εφημερίδες και άλλες ανίδεους σχολιαστές από το να κατηγορούν την ΕΚΤ για ακριβώς το αντίθετο.

Αυτή η χάρη μπορεί ωστόσο να αποδειχθεί απλά ένα προσωρινό όφελος, ειδικά στην περίπτωση που διαλύεται η ζώνη του ευρώ, αφού τότε οι ισολογισμοί της TARGET2 της Bundesbank στην ΕΚΤ θα υποστούν απώλειες, με τις απώλειες να κατανομούνται μεταξύ των κρατών μελών του ευρώ σύμφωνα με τα μερίδια κεφαλαίου των αντίστοιχων κεντρικών τραπεζών προς την ΕΚΤ. Σήμερα το μετοχικό κεφάλαιο της Γερμανίας είναι στο 27%. Κάποιος θα μπορούσε να πει, επομένως, ότι η έκτακτη στήριξη της ρευστότητας που παρείχε η ΕΚΤ προς τα τραπεζικά συστήματα της ευρωζώνης έχει κάνει αμοιβαία τα τρία τέταρτα των πιθανών ζημιών των γερμανικών τραπεζών. Τουλάχιστον για την ώρα, έτσι έχουν τα πράγματα. Διότι σε περίπτωση διάλυσης του ευρώ, ο επιμερισμός των ζημιών θα τεθεί σίγουρα υπό αναδιαπραγμάτευση και θα εξαρτάται από την ακριβή μορφή που τα πάρει μια τυχόν διάλυση. Σε κάθε περίπτωση, καθώς ο όλος σκοπός μιας διάλυσης του ευρώ θα είναι η επίτευξη της ελάφρυνσης του χρέους για τις χώρες της ευρωζώνης που βρίσκονται σε κρίση, εκτός από την αποκατάσταση των ενδοπεριφερειακών θέσεων της ανταγωνιστικότητας, η Bundesbank αντιμετωπίζει πιθανές ζημίες που θα καλύπτουν όλο το ποσό του ισολογισμού της στο TARGET2. Τα ποσά κορυφώθηκαν σε 720 ευρώ δις ή στο 27% του ΑΕΠ τον Οκτώβριο/Νοέμβριο του 2012, αλλά από τότε μειώθηκαν στο 23% του ΑΕΠ (έως τον Απρίλιο του 2013). Ανάλογα με τη μορφή της διάλυσης του ευρώ, οι πραγματικές ζημίες θα μπορούσαν να προκύψουν είτε από τις επιπτώσεις της αποτίμησης συναλλάγματος είτε από διαγραφή. Εναλλακτικά, οι ισολογισμοί στο TARGET2 θα μπορούσαν να

οδηγήσουν σε μόνιμες σιωπηρές μεταβιβάσεις μέσω διαφυγόντων κερδών της κεντρικής τράπεζας (εκδοτική προνομία) ή/και σε μεγαλύτερο κόστος δημόσιου δανεισμού.

Τα μέσα μαζικής ενημέρωσης οραματίζονται σενάρια διάλυσης του ευρώ όπου είτε μια συγκεκριμένη ή ολόκληρη ομάδα χωρών στην ευρωζώνη που μαστίζονται από την κρίση εγκαταλείπουν το ευρώ. Η έμφαση, στη συνέχεια, είναι στα άμεσα ανοίγματα της Γερμανίας έναντι των χωρών που εγκαταλείπουν το ευρώ. Κατά την άποψή μου, αν η διάλυση της ευρωζώνης αποδειχθεί ότι είναι αναπόφευκτη, ο «καλύτερος» τρόπος για να διαλυθεί η ζώνη του ευρώ θα ήταν να χωριστεί η νομισματική ένωση με βάση τον γαλλογερμανικό άξονα. Όσον αφορά τις θέσεις ανταγωνιστικότητας, η Γαλλία είναι στην ίδια βάρκα με την Ιταλία, την Ισπανία, την Πορτογαλία και την Ελλάδα. Σε γενικές γραμμές, η προκύπτουσα «νότια ευρωζώνη» θα είναι εσωτερικά ισορροπημένη. Και η κοινή συναλλαγματική ισοτιμία θα επιτρέψει την ομαλή εξωτερική εξισορρόπηση για την ομάδα του ευρωπαϊκού νότου. Η Γαλλία έχει υψηλή έκθεση έναντι των νότιων εταίρων της στην ευρωζώνη. Και η Γαλλία έχει μια χρεωστική θέση TARGET2, η οποία θα μπορούσε να αντισταθμίσει εν μέρει τη διμερή της θέση του πιστωτή έναντι της Γερμανίας. Έτσι, σε αυτό το «καλύτερο» σενάριο της διάλυσης του ευρώ, η Γερμανία θα αποχωρήσει ουσιαστικά από αυτό που θα έχει εξελιχθεί σε μια νότια ζώνη του ευρώ, με τους άλλους εταίρους να πρέπει να αποφασίσουν αν θα παραμείνουν στο ευρώ (στη νότια ευρωζώνη), με επικεφαλής τη Γαλλία, ή αν θα ευθυγραμμιστούν με το «νέο μάρκο» της Γερμανίας.

Σε αυτό το σενάριο της διάλυσης του ευρώ, το κούρεμα στους ισολογισμούς του TARGET2 θα αφήσει μια αρκετά μεγάλη τρύπα στον ισολογισμό της Bundesbank και το γερμανικό Υπουργείο Οικονομικών θα χρειαστεί να προχωρήσει στην ανακεφαλαιοποίηση της Bundesbank (δηλαδή να παραδώσει εργαλεία δημόσιου χρέους προς την κεντρική τράπεζά του). Καθώς οι τόκοι που καταβάλλονται για τα χρέη αυτά προσθέτουν στα κέρδη της Bundesbank που θα μεταφερθούν στο Υπουργείο Οικονομικών, η διάλυση του ευρώ φαίνεται να εξισορροπεί τα όποια μειονεκτήματα ή πλεονεκτήματα προκύπτουν με την ακύρωση του ενός από τα άλλο και, σύμφωνα με τον Whelan (2012), προκύπτει χωρίς κόστος για τη Γερμανία καθώς η «ανακεφαλαιοποίηση δεν θα έχει καμία επίπτωση ούτε στην καθαρή θέση των περιουσιακών στοιχείων του γερμανικού κράτους ούτε στο έλλειμμα του προϋπολογισμού». Δυστυχώς, αυτό το επιχείρημα παραβλέπει δύο ζητήματα. Ένα ζήτημα είναι ότι, ανεξάρτητα από το ποιες μπορεί να είναι οι επιπτώσεις στους εισπρακτέους λογαριασμούς του ενδο-δημοσίου τομέα, θα εξακολουθεί να υπάρχει μια αντίστοιχη τρύπα στη διεθνή επενδυτική θέση της Γερμανίας. Εσωτερικά, μπορεί να αληθεύει ότι αυτά που ξεκίνησαν ως ιδιωτικά δάνεια από τις γερμανικές τράπεζες, και που στη συνέχεια μετανάστευσαν προσωρινά στον ισολογισμό της Bundesbank, κατέληξαν τελικά να αντικαθίστανται από γερμανικό δημόσιο χρέος. Αλλά, εξωτερικά, αυτά τα αρχικά δάνεια από τις γερμανικές τράπεζες αντιπροσώπευαν ένα ξένο περιουσιακό στοιχείο που είτε απαιτούσε τη χώρα οφειλέτη να τρέχει πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών προκειμένου να αποσυρθεί το χρέος είτε να κερδίζει και να πληρώνει μια αέναη ροή εισοδήματος προς όφελος της Γερμανίας. Η απώλεια ενός ξένου ενεργητικού αντιπροσωπεύει σίγουρα απώλεια για τη Γερμανία, ακριβώς όπως η μετατροπή των ξένων περιουσιακών στοιχείων σε μια διαρκή ροή εισοδήματος που δεν πληρώνει τόκο περιλαμβάνει μια σιωπηρή μεταβίβαση.

Το δεύτερο θέμα είναι ότι αν το νέο γερμανικό μάρκο δεν δημιουργήσει μια πρωτοφανή ζήτηση—τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό—για την υπερμεγέθη νομισματική βάση της Bundesbank σε περίπτωση που χρηματοποιείται η τρύπα στο TARGET2, η Bundesbank θα πρέπει να πουλήσει έντοκα μέσα για να συγκεντρώσει περίσσεια αγοραία ρευστότητα (τουλάχιστον τη στιγμή που διαγνώσει ότι η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής απαιτεί θετικό επιτόκιο). Και δεδομένου ότι η αναγεννημένη Bundesbank θα είναι πρόθυμη να υπογραμμίσει την προσφιλή επιθετική της φήμη, η ημερομηνία αυτή θα φτάσει νωρίτερα παρά αργότερα. Για το σκοπό αυτό, η Bundesbank θα μπορούσε, για παράδειγμα, να εκδώσει είτε έντοκες καταθέσεις προθεσμίας ή να πωλήσει τίτλους δημοσίου χρέους που έλαβε από το Υπουργείο Οικονομικών για τους σκοπούς της αύξησης του κεφαλαίου της. Με τον ένα ή τον άλλον τρόπο, θα υπάρξει επίδραση τόσο στο καθαρό δημόσιο χρέος όσο και στον δημόσιο προϋπολογισμό της Γερμανίας είτε μέσω της πληρωμής υψηλότερων τόκων είτε μέσω διαφυγόντος εισοδήματος που προέρχεται από την έκδοση νομίσματος—ακόμη και αν το δημόσιο χρέος που χρησιμοποιήθηκε ουσιαστικά για την διάσωση των γερμανικών τραπεζών από τη στιγμή που η προσωρινή ρευστότητα διάσωσης της EKT δεν κατάφερε να αποτρέψει τη διάλυση του ευρώ αποθηκευθεί μόνιμα μακριά στον ισολογισμό της Bundesbank.

Δεν υπάρχει κανένας δρόμος να παρακαμφθεί αυτό. Τελικά, οι ισολογισμοί του TARGET2 της Bundesbank είναι γερμανικές δημοσιονομικές υποχρεώσεις. Στην περίπτωση της διάλυσης του ευρώ

με ελάφρυνση του χρέους για τις χώρες της ευρωζώνης που βρίσκονται σε κρίση, το γερμανικό δημόσιο χρέος θα κάνει ένα αντίστοιχο άλμα καθώς οι αναπροσαρμογές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες δεν θα μπορούν πλέον να κάνουν κατανομή στο φορτίο του χρέους όπως κάτω από το πλαίσιο του ευρώ. Αλλά η διάλυση του ευρώ θα μπορούσε να ανοίξει εκ νέου μια φραγμένη λεωφόρο. Η πραγματική απώλεια από τον ισολογισμό του TARGET2 της Bundesbank μπορεί να αποδειχθεί μικρότερη από την ενδεχόμενη απώλεια του σημερινού 20% του γερμανικού ΑΕΠ, αλλά είναι πιθανό να είναι σημαντική σε κάθε περίπτωση. Ως μερική αντιστάθμιση στην περίπτωση μιας γερμανικής εξόδου από το ευρώ (τη νότια ευρωζώνη), οποιεσδήποτε άλλες ζημιές της ΕΚΤ (για τα κρατικά ομόλογα, για παράδειγμα, που αγοράστηκαν στο πλαίσιο του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων) πιθανότατα θα περάσουν στα χέρια των μελών της νότιας ζώνης του ευρώ.

Ένα άλλο μέρος του ανοίγματος της Γερμανίας αποτελείται από τα διάφορα «πακέτα διάσωσης» και τους κοινούς μηχανισμούς διάσωσης που καθιερώθηκαν από την έναρξη της κρίσης. Αυτή η διαδικασία ξεκίνησε με το πρώτο ελληνικό πακέτο διάσωσης τον Μάιο του 2010 μέσω διμερών δανείων αξίας 110 δις ευρώ. Στη συνέχεια υπήρξαν τα πακέτα διάσωσης της «τρίοκας» για την Ιρλανδία (85 δις ευρώ), την Πορτογαλία (78 δις ευρώ) και ξανά για την Ελλάδα (επιπλέον 130 δις ευρώ), αυτή τη φορά μέσω του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) και του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Χρηματοπιστωτικής Σταθεροποίησης (EFSM). Το EFSF έχει δανειοδοτική ικανότητα ύψους 440 δις ευρώ και ο EFSM έως 60 δις ευρώ, που συμπληρώνεται έως και με 250 δις ευρώ δανειοδότησης από το ΔΝΤ. Τέλος, με τη διαμόρφωσή του το 2012 ως μόνιμο τείχος προστασίας της ευρωζώνης και μηχανισμός διάσωσης, ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ESM) έχει συνολική δανειοδοτική ικανότητα 500 δις ευρώ. Τα 100 δις ευρώ της δανειοδοτικής ικανότητας του ESM διατέθηκαν ως πακέτο στήριξης για την ανακεφαλαιοποίηση του ισπανικού τραπεζικού συστήματος. Το πακέτο διάσωσης για την Κύπρο (10 δις ευρώ) τον Μάρτιο του 2013 χορηγήθηκε μέσω του ESM. Το μερίδιο της Γερμανίας στις αλληλέγγυες υποχρεώσεις εγγύησης που στηρίζουν το EFSF και τον ESM είναι 27%. Ο EFSM είναι εγγυημένος από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή με τον προϋπολογισμό της ΕΕ να χρησιμοποιείται ως εγγύηση. Για ακόμη μια φορά, οι πιθανές απώλειες θα εξαρτηθούν από το χρόνο και κυρίως τη μορφή που θα πάρει η διάλυση του ευρώ. Η αξιολόγηση της έκθεσης της Γερμανίας σε κινδύνους που σχετίζονται με αυτά τα πακέτα διάσωσης και τους κοινούς μηχανισμούς διάσωσης περιπλέκεται επίσης από το γεγονός ότι το καταβεβλημένο κεφάλαιο πίσω από αυτά τα κοινά οχήματα διάσωσης είναι σχετικά μικρό και ότι οι τελικές υποχρεώσεις λόγω κοινού εγγυημένου δανεισμού μπορεί να γίνουν αντικείμενο επαναδιαπραγμάτευσης. Κατά την άποψή μου, οι πιθανές απώλειες της Γερμανίας στον τομέα αυτό ανέρχονται στο 5% περίπου του ΑΕΠ.

Τέλος, υπάρχει ένα σημαντικό άνοιγμα στον ιδιωτικό τομέα, του οποίου η έκθεση, το ακριβές μέγεθος και η θέση του αποτελούν αίνιγμα. Χάρη στην προθυμία της ΕΚΤ, οι γερμανικές τράπεζες μπορεί να έχουν μετατοπίσει σε μεγάλο βαθμό τα πρώην ανοίγματά τους στις χώρες της ευρωζώνης που πλήττονται από την κρίση, ιδιαίτερα τα διατραπεζικά χρηματοδοτικά ανοίγματά τους (λοιπές επενδύσεις), στον ισολογισμό της Bundesbank. Αλλά ο μη τραπεζικός ιδιωτικός τομέας της Γερμανίας, και συγκεκριμένα ο τομέας των νοικοκυριών, έχει καθαρά περιουσιακά στοιχεία άνω του 40% του ΑΕΠ, επικεντρωμένα στην Ευρώπη, μεγάλο μέρος των οποίων θα επηρεαστεί αρνητικά από μια διάλυση του ευρώ. Οι επενδύσεις είναι επικεντρωμένες σε δανειακά χαρτοφυλάκια και μεγάλο μέρος αυτών διαμεσολαβείται από ενδιάμεσους μη τραπεζικούς χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς (συνταξιοδοτικά ταμεία, αμοιβαία κεφάλαια και ασφαλιστικές εταιρείες, κυρίως). Εάν οι γερμανικές ζημιές αποτίμησης της τάξης του 20% του ΑΕΠ, όπως ποσοτικά προσδιορίστηκαν παραπάνω, αποτελούνται σε μεγάλο βαθμό από πραγματοποιηθείσες ζημιές που απορρέουν από την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση καθώς και από μη πραγματοποιηθείσες ζημιές που σχετίζονται με την ευρωκρίση, η δυναμική για περαιτέρω απώλειες στον λογαριασμό αυτό θα εξακολουθεί να είναι πολύ μεγάλη. Κατά την άποψή μου, πιθανές απώλειες της Γερμανίας στον τομέα κάτω από αυτή την κατηγορία είναι της τάξης του 10%-15% του ΑΕΠ.

Σε τελική ανάλυση, δεν υπάρχει κανένας τρόπος με τον οποίον δεν θα βρισκόταν άσχημα εκτεθειμένη η Γερμανία σε περίπτωση διάλυσης του ευρώ. Συνολικά, φαίνεται, οι γερμανικές απώλειες στα ξένα περιουσιακά στοιχεία θα μπορούσαν να εξαφανίσουν ένα καλό μέρος του 40% του ΑΕΠ της καθαρής διεθνούς επενδυτικής θέσης της χώρας. Θα υπάρξει ένα αντίστοιχο άλμα στην αναλογία του δημόσιου χρέους της Γερμανίας ως ο αντίποδας, για παράδειγμα, στις απώλειες του TARGET2 ή στις διασώσεις των γερμανικών ασφαλιστικών εταιρειών. Ίσως ένα μεγαλύτερο μέρος του συνολικού ανοίγματος της Γερμανίας θα μπορούσε να μεταναστεύσει στον ισολογισμό της Bundesbank προτού η πραγματική

διάλυση γίνεται μέσω του συνεχούς κατακερματισμού των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών, που θα απλοποιήσει πραγματικά πολύ την όλη κατάσταση.

Ίσως η πιο πρακτική μορφή της διάλυσης του ευρώ θα είναι να καθαρίσουν και να αντισταθμίσουν οι κυβερνήσεις τα ξένα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού (σε ευρωζωνικό επίπεδο) των αντίστοιχων υπηκόων τους. Η διαπραγμάτευση μεταξύ των κυβερνήσεων θα επικεντρωθεί στις καθαρές θέσεις ξένου χρέους. Η ελάφρυνση του χρέους θα μπορούσε να προκύψει από την εν μέρει ή εξ ολοκλήρου ακύρωση του καθαρού εξωτερικού χρέους. Θα μπορούσε κανείς να θυμηθεί εδώ τη γενναϊόδωρη συμφωνία χρέους του Λονδίνου του 1953, η οποία επέτρεψε στη (Δυτική) Γερμανία να ανακάμψει κάτω από εξαιρετικά ευνοϊκούς όρους (ενώ το Ηνωμένο Βασίλειο, για παράδειγμα, παρότι νικητής, παρέμεινε φορτωμένο με πολύ υψηλά χρέη πολέμου). Κατά πάσα πιθανότητα, όμως, ούτε οι διαπραγματεύσεις για τον διακανονισμό του χρέους ούτε η πραγματική διάλυση του ευρώ θα λάβουν χώρα με ομαλό τρόπο.

Εκτός από το θέμα της ελάφρυνσης του χρέους, η διάλυση του ευρώ θα μπορούσε επίσης να αποκαταστήσει γρήγορα τις ενδοπεριφερειακές θέσεις ανταγωνιστικότητας. Ακριβώς όπως ανάκαμψε και άνοιξε η Δυτική Γερμανία κάτω από ευνοϊκές συνθήκες συναλλαγματικής ισοτιμίας στη δεκαετία του 1950, οι σημερινές χώρες του ευρώ που βρίσκονται σε κρίση θα επιθυμούσαν να έρθει η τόσο αναγκαία ώθηση στην ανταγωνιστικότητά τους με μη αποπληθωριστικό τρόπο. Αντιθέτως, η Γερμανία θα βιώσει μια αποπληθωριστική εξισορρόπηση της περιφερειακής θέσης της ανταγωνιστικότητάς της.

Το μέγεθος της ανατίμησης του νέου γερμανικού μάρκου είναι ως εκ τούτου ο άλλος μεγάλος παράγοντας σε οποιοδήποτε σενάριο διάλυσης, διαμορφώνοντας τόσο την έκταση των ζημιών της αποτίμησης του νομίσματος (ή της διαγραφής) καθώς και την απότομη απώλεια της γερμανικής ανταγωνιστικότητας. Φυσικά, ως θέμα απλής λογικής, προκειμένου να επιτευχθεί η απαιτούμενη περιφερειακή εξισορρόπηση, η Γερμανία θα πρέπει να αποδεχθεί μια βιώσιμη απώλεια σχετικής ανταγωνιστικότητας έναντι των εταίρων της στη ζώνη του ευρώ ούτως ή άλλως. Στην περίπτωση των κύριων νότιων εταίρων της Γερμανίας—δηλαδή, Γαλλία, Ιταλία, Ισπανία—αυτό απαιτεί μια μετατόπιση στις θέσεις ανταγωνιστικότητας της τάξης του 20%-25%. Ένα ζήτημα είναι αν αυτή η αναπροσαρμογή θα πραγματοποιηθεί σε συμμετρική (δηλαδή με γενικές γραμμές ουδέτερο πληθωρισμό) ή ασύμμετρη (δηλ. αποπληθωρισμό) βάση. Ένα άλλο ζήτημα είναι αν θα γίνει σταδιακά ή απότομα η αναπροσαρμογή.

Η διάλυση του ευρώ θα επιφέρει απότομη αναπροσαρμογή με τη βία. Η Γερμανία θα δει απότομη επιδείνωση της ανταγωνιστικότητάς της εν μια νυκτί. Το νέο γερμανικό μάρκο θα μπορούσε ακόμη και να ξεπεράσει τα λογικά όρια ως νόμισμα, με αποτέλεσμα να δημιουργήσει ένα τεράστιο αποπληθωριστικό πλήγμα για τη γερμανική οικονομία. Εκτός από τις πιθανές ζημιές στα γερμανικά περιουσιακά στοιχεία που αναφέρονται παραπάνω, που συνεπάγεται αντίστοιχο άλμα στο γερμανικό δημόσιο χρέος (το θέμα του stock), ένα μεγάλο έλλειμμα στον προϋπολογισμό (το θέμα του flow) λόγω μιας βαθιάς ύφεσης και διόγκωση της ανεργίας θα μεγεθύνει την δυσχερή δημοσιονομική κατάσταση της Γερμανίας. Η δημιουργία ενός μεγάλου ελλείμματος στον προϋπολογισμό σε μια συρρικνούμενη οικονομία αποτελεί εκρηκτικό υλικό για τα δημόσια οικονομικά—η κατάσταση, δηλαδή, που βιώνουν σήμερα οι χώρες της περιφέρειας της ευρωζώνης. Τελικά, δεν είναι δύσκολο να δούμε την αναλογία του δημόσιου χρέους της Γερμανίας να εκτινάσσεται πέρα από το 120% του ΑΕΠ σε περίπτωση διάλυσης του ευρώ.

Με άλλα λόγια, η Γερμανία έχει πολλά να κερδίσει από την πρόληψη αυτής της έκβασης. Η επίλυση της κρίσης της ευρωζώνης και η εγκαθίδρυση μιας νομισματικής ένωσης σε υγιέστερη βάση για τη βιώσιμη ανάπτυξη σε ολόκληρη τη ζώνη ευρώ θα μπορούσε ακόμα να σημαίνει ανάκτηση των απωλειών αποτίμησης για τη Γερμανία. Έχει λοιπόν επιδιώξει η Γερμανία το καλύτερό της συμφέρον στη διαχείριση και την επίλυση της κρίσης στην ευρωζώνη;

7. Η διαχείριση κρίσεων στην Ευρωζώνη, τα κληροδοτήματα του χρέους και η αμοιβαιότητα του χρέους

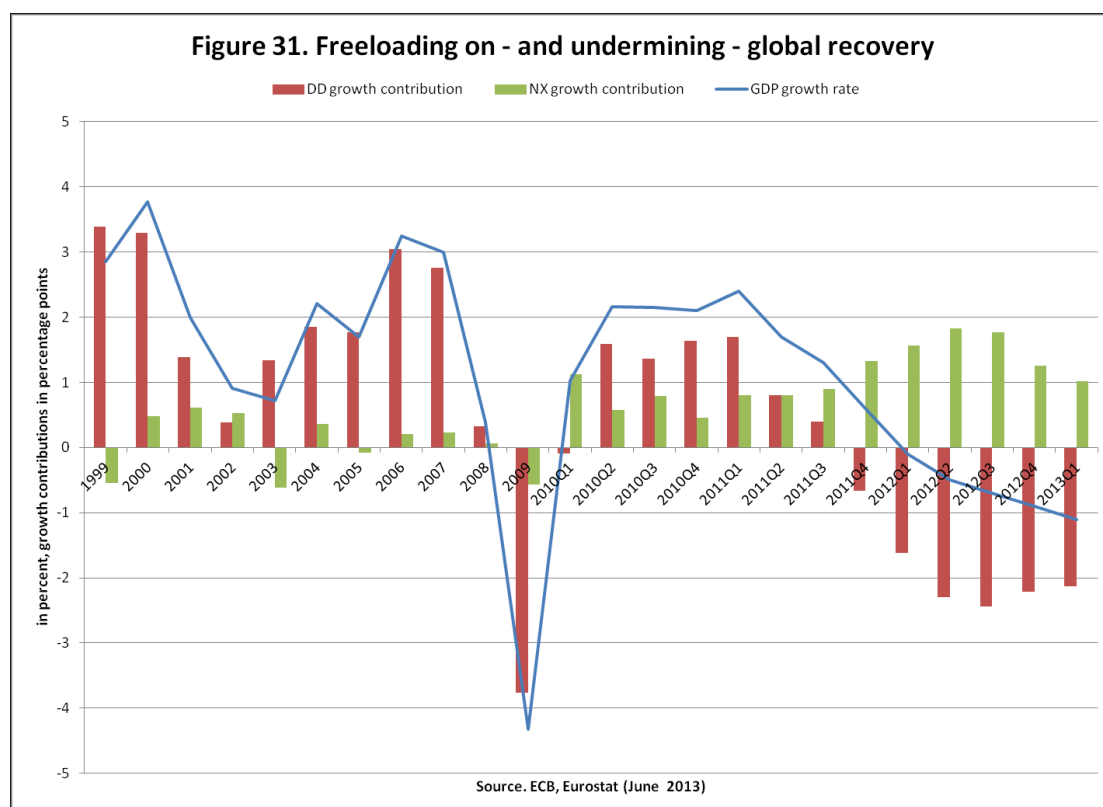
Ο Bibow (2012B) διέκρινε ότι η επίλυση της ευρωκρίσης χαρακτηρίζεται από τρεις βασικές προκλήσεις: Πρώτον, την εσωτερική εξισορρόπηση για την αποκατάσταση της ισορροπίας εντός της ζώνης του ευρώ. Δεύτερον, την διευθέτηση της κατανομής επιβαρύνσεων αναφορικά με τα κληροδοτήματα του χρέους. Και, τρίτον, την εγκαθίδρυση ενός βιώσιμου καθεστώτος πολιτικής για το

ευρώ με την επιδιόρθωση των ελαττωμάτων στο καθεστώς του Μάαστριχτ. Θα πρέπει να προσθέσουμε την δυναμική αύξηση του ΑΕΠ ως απαραίτητη προϋπόθεση αφού η αντιμετώπιση των προκλήσεων αυτών χωρίς ανάπτυξη θα κάνει το έργο πολύ πιο απαιτητικό, αν όχι αδύνατο.

Όσον αφορά την συγκεκριμένη προϋπόθεση, είναι αξιοσημείωτο ότι η διαχείριση της ευρωκρίσης δεν έχει χάσει καμία ευκαιρία προκειμένου να πνίξει την εγχώρια ζήτηση. Μετά από μια αρχική κενσιανή κίνηση το 2009, που περιλάμβανε ένα σημαντικό δημοσιονομικό ερέθισμα από την πλευρά της Γερμανίας, η Ευρωζώνη γρήγορα άλλαξε πορεία το 2010 και υιοθέτησε μια άνευ όρων πολιτική λιτότητας υπό την καθοδήγηση της γερμανικής ηγεσίας. Η σύσκεψη των G-20 στο Τορόντο τον Ιούνιο του 2010 σηματοδότησε την πολιτική στροφή που έλαβε χώρα στην Ευρώπη εκείνη την εποχή, αλλά και την έναρξη της απόκλισης μετά την κρίση στην διατλαντική στάση της μακροοικονομικής πολιτικής (Bibow 2009, UNCTAD 2010). Το επιχείρημα ότι οι αγορές ώθησαν αναγκαστικά την λιτότητα στην Ευρώπη, όπως κατέδειξε έντονα η εμπειρία στην κλιμάκωση της ελληνικής κρίσης, χάνει την ουσία. Οι αγορές δεν επέβαλαν λιτότητα στη Γερμανία. Αντιθέτως, απολαμβάνοντας εξαιρετικά χαμηλά επιτόκια, η Γερμανία επέλεξε να αγκαλιάσει ολόψυχα τη λιτότητα από ιδεολογική πεποίθηση, ενώ επικροτούσε και ωθούσε την πειθαρχία της αγοράς ως τιμωρία στους εταίρους της στην ευρωζώνη για τις υποτιθέμενες προηγούμενες αμαρτίες τους.

Το 2012, η Γερμανία ολοκλήρωσε την επιδιωκόμενη με ζήλο αποστολή της για την εξισορρόπηση του κρατικού προϋπολογισμού με την επιβολή μέτρων λιτότητας της τάξης του 3% περίπου του ΑΕΠ το 2011-12. Η οικονομία της αναπτύχθηκε δυναμικά το 2010-11 χάρη στην παγκόσμια ανάκαμψη, αλλά, όπως ήταν αναμενόμενο, η γερμανική οικονομία φρέναρε απότομα το 2012. Κατά το τελευταίο τρίμηνο του 2012, η γερμανική οικονομία συρρικνώθηκε με ετήσιο ρυθμό άνω του 2% εμβαθύνοντας περαιτέρω την ύφεση που μαστίζει την Ευρωζώνη από τα μέσα του 2011.

Αλλά οι συνέπειες του γερμανικού προτύπου «φιλικής ανάπτυξης» μέσω της δημοσιονομικής εξυγίανσης έγιναν αισθητές σε όλο τον κόσμο. Με την εγχώρια ζήτηση να συρρικνώνεται με ετήσιο ρυθμό της τάξης του 2%, η Ευρωζώνη έχει μετατραπεί σε παράσιτο και υπονομεύει την ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας (βλ. σχήμα 31).



Μια συμμετρική επανεξισορρόπηση θα απαιτούσε μια πληθωριστικά ουδέτερη στάση της μακροοικονομικής πολιτικής για την ευρωπαϊκή νομισματική ένωση στο σύνολό της (δηλαδή μακροοικονομικές πολιτικές στις πλεονασματικές χώρες που αντισταθμίζουν τη λιτότητα στις χώρες που βιώνουν κρίση μαζί με προσωρινά αυξημένα ποσοστά πληθωρισμού σε μισθούς και τιμές στις πλεονασματικές χώρες). Η συμμετρία όμως δεν ήταν ανεκτή στη Γερμανία. Αντιθέτως, η επιδίωξη της ανταγωνιστικής λιτότητας σε ολόκληρη την ήπειρο έχει αποτελέσει σημαντική κινητήρια δύναμη στη συνεχιζόμενη διαδικασία της ασύμμετρης επανεξισορρόπησης, που σπρώχνει τις χώρες της ευρωζώνης σε κρίση στον αποπληθωρισμό του χρέους. Ενώ η Γερμανία κατάφερε να ισορροπήσει τον δημόσιο προϋπολογισμό της με βάση τα φουσκωμένα εξωτερικά πλεονάσματα, οι χώρες της ευρωζώνης που βιώνουν κρίση, προσπαθώντας να ανακτήσουν την ανταγωνιστικότητά τους μέσα από μια αποπληθωριστική διαδικασία «εσωτερικής υποτίμησης», αντιμετωπίζουν εκρηκτικά δημόσια οικονομικά. Αγνοώντας εδώ τις μικρότερες χώρες μέλη, η Ισπανία είναι η πιο οξεία περίπτωση μεταξύ των μεγάλων χωρών. Το ονομαστικό ΑΕΠ της Ισπανίας το 2013 είναι 4% κάτω από το μέγιστο επίπεδο του 2008. Το έλλειμμα στον προϋπολογισμό της Ισπανίας, που ήταν 10% περίπου του ΑΕΠ τα τελευταία τέσσερα χρόνια, προβλέπεται να μειωθεί στο 6% του ΑΕΠ το 2013. Εν τω μεταξύ, το δημόσιο χρέος της Ισπανίας έχει εκτοξευθεί από 40% στο 100% του ΑΕΠ το 2013, με τον αποπληθωρισμό να μεγεθύνει επίσης τα προβλήματα χρέους στον ιδιωτικό τομέα της Ισπανίας, γεγονός που συνεπάγεται αυξανόμενες ανάγκες σε απομόχλευση των ιδιωτικών ισολογισμών και ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού συστήματος. Ένα σενάριο με βάση το οποίο η Ισπανία εξισορροπεί τον δημόσιο προϋπολογισμό της και σταθεροποιεί το δημόσιο χρέος κάτω από το 120% του ΑΕΠ είναι πιθανό, αλλά θα απαιτήσει ένα αρκετά μεγάλο ερέθισμα ανάπτυξης από τις εξαγωγές.

Η κατάσταση φαίνεται να είναι πιο ευνοϊκή στην Ιταλία αφού το ονομαστικό ΑΕΠ το 2013 είναι μόνο 1% χαμηλότερο από τα μέγιστα επίπεδα του 2008 και το δημόσιο έλλειμμα του προϋπολογισμού είναι μόνο στο 3% του ΑΕΠ. Δυστυχώς, η αναλογία του δημόσιου χρέους της Ιταλίας είναι ήδη στο 130% του ΑΕΠ και η οικονομία συνεχίζει να συρρικνώνεται. Τέλος, έχουμε την κρίσιμη περίπτωση του εταίρου της Γερμανίας που αποτελεί τον άξονα της ευρωζώνης, δηλαδή τη Γαλλία. Μέχρι στιγμής τουλάχιστον, η αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ έχει διατηρηθεί σε θετικά επίπεδα καθώς η Γαλλία απέφυγε έως τώρα να επιβάλλει στον εαυτόν της αυτοκτονικά μέτρα λιτότητας. Αλλά με την αναλογία του δημόσιου χρέους να πλησιάζει στο 110% του ΑΕΠ και το έλλειμμα του προϋπολογισμού στο 4,6% το 2012, η πίεση προς τη Γαλλία να πηδήξει από τον «δημοσιονομικό γκρεμό» αυξάνεται μέρα με τη μέρα. Εκφράζοντας την ανησυχία του για μια πιθανή «αντίδραση στη λιτότητα» και την απειλή της «δημοσιονομικής κυριαρχίας» την άνοιξη του 2013, ο Weidmann (2013b) επαναβεβαιώνει την παλιά μάντρα εμπιστοσύνης της Bundesbank, δηλώνοντας ότι «η σημερινή κρίση είναι, σε μεγάλο βαθμό, μια κρίση εμπιστοσύνης—οι χρηματοπιστωτικές αγορές έχουν χάσει την εμπιστοσύνη τους στη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών... Πιστεύω ότι αποφασιστική εξυγίανση θα συμβάλει στο να πεισθούν οι αγορές ότι η μελλοντική δημοσιονομική κατάσταση θα είναι καλή».

Στην πραγματικότητα, η «φιλική προς την ανάπτυξη» ανταγωνιστική λιτότητα είναι μόνο ένα στοιχείο στη στρατηγική της Ευρωζώνης για την επίλυση της ευρωκρίσης με πρότυπο τον «γερμανικό τρόπο». Επισήμως, η ανάπτυξη επίσης υποτίθεται ότι πρέπει να δημιουργηθεί μέσω θαρραλέων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Η απελευθέρωση των αγορών πραγματοποιείται για την ενίσχυση της «αναπτυξιακής δυναμικής» της Ευρωζώνης με την αύξηση της παραγωγικότητας. Στην πράξη, οι «διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις» είναι απλώς ένας ευφημισμός και ο κωδικός για τα μέτρα που έχουν σχεδιαστεί για να μειώσουν τους μισθούς. Τουλάχιστον αυτή ήταν η γερμανική εμπειρία με τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις τη δεκαετία του 2000. Δεν υπήρξε καμία θαυματουργή επιτάχυνση στον ρυθμό αύξησης της παραγωγικότητας που να έχει καταγραφεί. Αντιθέτως, ο «ασθενής του ευρώ» της δεκαετίας του 2000 είδε να κάνουν βουτιά οι επενδύσεις και να σημειώνουν απότομη αύξηση οι ανισότητες (Hein 2011, 2012).

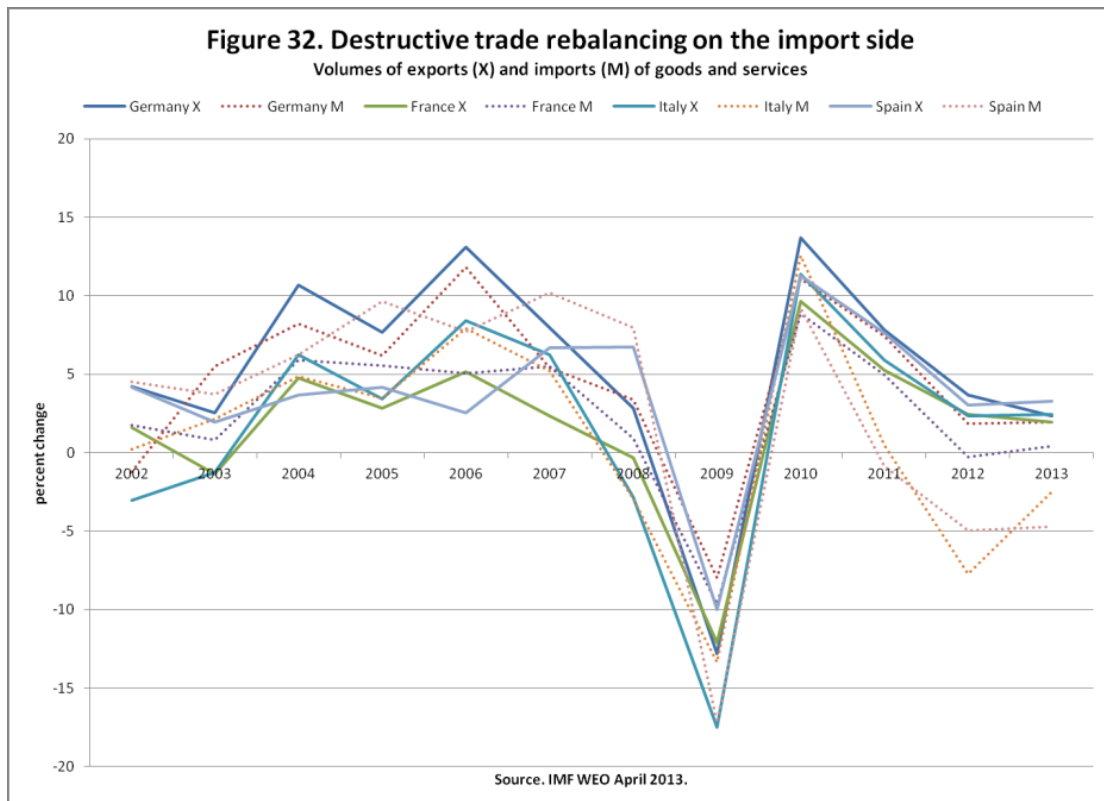
Η αύξηση της παραγωγικότητας και της απασχόλησης προϋποθέτει δυναμικές επενδύσεις. Αλλά ούτε οι χώρες της ευρωζώνης που βρίσκονται σε κρίση ούτε η Ευρωζώνη γενικότερα επενδύουν στο μέλλον. Μάλλον το αντίθετο. Οι δημόσιες επενδύσεις διαλύονται εξαιτίας της εφαρμογής της λιτότητας ενώ οι ιδιωτικές επενδύσεις συνεχίζουν να βυθίζονται παράλληλα. Ουσιαστικά, η απελευθέρωση των αγορών εργασίας εξυπηρετεί έναν και μόνο σκοπό: τη συμπίεση των μισθών, η οποία έχει ως στόχο την αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας μέσω της εσωτερικής υποτίμησης. Όπως αποκαλύπτει ήδη η εμπειρία στη Γερμανία, οι αυξανόμενες ανισότητες, εκτός από το ότι κάνουν χειρότερες τις κοινωνικές και οικονομικές αστάθειες, υπονομεύουν οποιαδήποτε ανάκαμψη της εγχώριας ζήτησης. Το ΔΝΤ έχει απομακρυνθεί από το δόγμα της «Συναίνεσης της Ουάσιγκτον» και

έχει αφυπνιστεί σχετικά με τις συνδέσεις μεταξύ ανισότητας και οικονομικής σταθερότητας και ανάπτυξης (βλ. Lagarde 2013), αλλά η «Συναίνεση Βερολίνου-Βρυξελλών-Φρανκφούρτης» ωθείται σε συνεχώς νέες υπερβολές.

Με την εγχώρια ζήτηση να πνίγεται συστηματικά, το ερώτημα είναι αν οι εξαγωγές μπορούν να κάνουν το κόλπο. Όπως φαίνεται στο σχήμα 31, μια σημαντική συμβολή στη ανάπτυξη από τις καθαρές εξαγωγές έχει περιορίσει σημαντικά το βάθος της συνεχιζόμενης ύφεσης. Επιπλέον, υπήρξε πολύς ενθουσιασμός για τη συρρίκνωση των ανισοροπιών στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Ευρωζώνης από το 2008. Προφανώς η συρρίκνωση των ελλειμμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στις χώρες της ευρωζώνης που βρίσκονται σε κρίση δικαιώνει την άποψη ότι οι χώρες αυτές έχουν κάνει καλή πρόοδο στην αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητάς τους. Ίσως αντιπροσωπευτικό της άποψης της αγοράς, μια σύντομη έρευνα της JP Morgan στα τέλη του Μάη του 2013 δήλωνε: «Η προσαρμογή στη ζώνη του ευρώ: περίπου στα μισά του δρόμου» (Barr και Mackie 2013).

Δυστυχώς, αυτό είναι σε μεγάλο βαθμό μια ψευδαίσθηση. Η μείωση του μοναδιαίου κόστους εργασίας και η εμφανής σύγκλιση προς τον κανόνα του 2% (και το πραγματικό ρεκόρ της Γαλλίας), αν και όχι το πρότυπο του 0% που έθεσε η Γερμανία (επισημαίνεται στο σχήμα 4 παραπάνω) δεν οφείλεται σε οποιαδήποτε πραγματική άνοδο στην αύξηση της παραγωγικότητας, αλλά αντικατοπτρίζει κυρίως περικοπές στο εργατικό δυναμικό και κάποια επιτυχία στη συμπίεση των ονομαστικών μισθών. Εκτός κι αν υπάρξει μια πραγματική άνοδο στην αύξηση της παραγωγικότητας σε σχέση με τη Γερμανία, η οποία είναι απίθανο να προκληθεί με το πνίξιμο των επενδύσεων, οι μισθοί στην Ισπανία, την Ιταλία και τη Γαλλία θα πρέπει να μειωθούν περίπου στο 20%-25% σε σχέση με τους γερμανικούς μισθούς. Με τους γερμανικούς μισθούς να αυξάνονται κατά 2% ή 3% σε ετήσια βάση στην καλύτερη περίπτωση, οι νότιοι εταίροι της Γερμανίας στην ευρωζώνη έχουν ακόμη πολύ δρόμο να διανύσουν.

Οι μειωμένες ανισοροπίες στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αντανακλούν σε μεγάλο βαθμό κυκλικές αντί διαρθρωτικές θέσεις. Οι εξαγωγές της Ισπανίας, της Ιταλίας και της Γαλλίας αυξάνονται, αλλά με χαμηλότερο ρυθμό από ό, τι πριν από το 2008. Τα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Ισπανίας και της Ιταλίας έχουν μειωθεί επειδή οι εισαγωγές συνθλιβονται μαζί με την οικονομία (βλ. σχήμα 32). Το κλείσιμο του εξωτερικού ελλείμματος με αυτό τον τρόπο μειώνει τις ανάγκες εξωτερικής χρηματοδότησης για τη μετακύλιση των υφιστάμενων χρεών ενώ εξαλείφει την ανάγκη για την προσέλκυση καθαρής εξωτερικής χρηματοδότησης. Αυτό θα πρέπει να μειώσει την ευπάθεια των χωρών της ευρωζώνης που μαστίζονται από την κρίση σε περίπτωση διάλυσης του ευρώ. Το πρόβλημα είναι ότι το κλείσιμο της εξωτερικής ανισοροπίας της Ισπανίας με ποσοστό ανεργίας σχεδόν στο 30% είναι βέβαιο ότι θα αφήσει την Ισπανία, μεταξύ άλλων, με μια μαύρη τρύπα στα δημόσια οικονομικά της. Η Γαλλία έχει μείνει πίσω από τους νότιους εταίρους της σε όλες τις πτυχές. Οι μισθοί δεν έχουν αρχίσει να προσαρμόζονται. Με τα επίπεδα των εισαγωγών να είναι στάσιμα και να εμφανίζεται ρεκόρ έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών το 2012, μια έντονα «φιλική προς την ανάπτυξη» λιτότητα σε συνδυασμό με διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις είναι αυτό που περιμένει τώρα τη Γαλλία. (Υπενθυμίζεται ότι η έλξη του παραπάνω σεναρίου διάλυσης του ευρώ-Νότου είναι ότι η ομάδα του ευρώ-Νότου βρίσκεται σε κατάσταση σχετικής ισορροπίας εσωτερικά, ενώ η εξωτερικά επανεξισορρόπηση θα μπορούσε να επιτευχθεί μέσω της υποτίμησης του ευρώ.)



Καθώς η «φιλική προς την ανάπτυξη» ανταγωνιστική λιτότητα συν οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις είναι οτιδήποτε άλλο εκτός φιλικές προς την ανάπτυξη όταν εφαρμόζονται ταυτόχρονα σε όλη την Ευρώπη, στο τέλος όλα βασίζονται στο στοίχημα της διάσωσης από τις εξαγωγές εκτός της ζώνης του ευρώ. Δεν υπάρχει καμία έκπληξη εδώ δεδομένου ότι αυτό είναι ακριβώς το γερμανικό μοντέλο που εφαρμόζεται στην Ευρώπη. Και η Γερμανία κάνει κουμάντο στην επικράτεια της ζώνης του ευρώ που μαστιζείται από την κρίση.

Στο πλαίσιο αυτό, αξίζει ως εκ τούτου να τονιστεί ότι όποιες μεταρρυθμίσεις έχουν αναληφθεί μέχρι τώρα προς το καθεστώς πολιτικής του ευρώ δεν είναι του είδους που θα διορθώσουν πραγματικά τα υφιστάμενα ελαττώματα του αρχιτεκτονικού οικοδομήματος. Δεν θεραπεύουν την έλλειψη δημοσιονομικής ένωσης και ιδίως την απουσία της ορθής διαχείρισης της ζήτησης, αλλά, αν μη τι άλλο, έχουν κάνει το σύστημα ακόμη πιο αυστηρά επικεντρωμένο σε ισοσκελισμένους προϋπολογισμούς και τη μόνιμη δημοσιονομική λιτότητα. Φαίνεται να μην υπάρχει καμία απολύτως εκτίμηση του γεγονότος ότι η αποχή από αυτές τις περιοχές ζωτικής σημασίας αφήνει την Ευρωζώνη στο έλεος της εξωτερικής ζήτησης. Με τη μακροοικονομική πολιτική αλυσοδεμένη στη σταθερότητα των τιμών συν τους ισοσκελισμένους προϋπολογισμούς, η εστίαση της πολιτικής στην ανταγωνιστικότητα και η εξάρτηση στις εξαγωγές είναι απλά μια εκδήλωση της γερμανικής άποψης του κόσμου. Ο κ. Weidmann (2012) το επιβεβαίωσε αυτό όταν τόνιζε πέρυσι ότι μόνο ένα μέρος της εξωτερικής ανισορροπίας της Γερμανίας ήταν έναντι των εταίρων της στην ευρωζώνη και πως η επανεξισορρόπηση της Ευρωζώνης θα εξαλείψει μόνο αυτό το μέρος των ανισορροπιών. Όπως φαίνεται στα σχήματα 2 και 3 παραπάνω, από την γερμανική σκοπιά, η ευρωκρίση είχε τη βολική παρενέργεια της υποτίμησης του ευρώ, η οποία ενίσχυσε τα πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Γερμανίας εκτός της ζώνης του ευρώ.

Με βάση το σκεπτικό του κ. Weidmann, λοιπόν, καθώς οι εταίροι της Γερμανίας στην ευρωζώνη θα ανακτούν την ανταγωνιστικότητά τους, δηλαδή να γίνονται εξίσου ανταγωνιστικοί με τη Γερμανία, θα πρέπει επίσης να καταλήξουν να τρέχουν πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εκτός της ζώνης του ευρώ. Όπως ακριβώς ισορρόπησε η Γερμανία τον δημόσιο προϋπολογισμό της μέσω φουσκωμένων εξωτερικών πλεονασμάτων, που σε μεγάλο βαθμό εκτονώθηκαν σε περιφερειακό επίπεδο πριν από την ευρωκρίση, η Ευρωζώνη καλείται σήμερα να επαναλάβει την άσκηση σε παγκόσμιο επίπεδο.

Στην πραγματικότητα, η τελευταία έκδοση του World Economic Outlook του ΔΝΤ (IMF 2013) τον Απρίλη του 2013 εμφανίζει όλα τα μέλη της Ευρωζώνης και τη νομισματική ένωση στο σύνολό της να έχουν διαμορφώσει μια μεγάλη και διογκούμενη πλεονασματική θέση στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών κατά τη διάρκεια του προβλεπόμενου ορίζοντα. Πριν από ένα χρόνο, οι εκτιμήσεις του ΔΝΤ (IMF 2012) έκαναν λόγο για εξωτερικό πλεόνασμα της τάξης του 1,5% ΑΕΠ, το οποίο θα είναι «συνεπές με τις θεμελιώδεις και επιθυμητές πολιτικές», στις οποίες η Ευρωπαϊκή Επιτροπή European Commission 2012, p. 99) ευτυχώς συμφώνησε, δηλώνοντας ότι «με δεδομένα τα δομικά της χαρακτηριστικά, η ευρωζώνη θα πρέπει να έχει ένα μέτριο πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών». Προφανώς, λοιπόν, αυτές οι αρχές συμφωνούν ότι το «Πλαίσιο για Ισχυρή, Βιώσιμη και Ισόρροπη Ανάπτυξη» των G-20 που συμφωνήθηκε κατά τη σύνοδο κορυφής του Πίτσμπουργκ το 2009, που δεσμεύει τα μέλη να μειώσουν τις παγκόσμιες ανισορροπίες και να επιτύχουν πιο ισορροπημένα πρότυπα παγκόσμιας ανάπτυξης, επιτρέπει στην πραγματικότητα την Ευρωζώνη να αγκαλιάσει πλήρως τον γερμανικό μερκαντιλισμό ως υπόδειγμα. Αλλά έχει πραγματικά λάβει υπόψη η Ευρωζώνη τι νομίζουν για αυτό οι G-20 εταίροι και ο υπόλοιπος κόσμος, που καλούνται να παρέχουν το ερέθισμα των εξαγωγών που απαιτείται για να κάνουν τον γερμανικό μερκαντιλισμό να λειτουργήσει για όλη την Ευρωζώνη;

Η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ είναι η ευάλωτη πλευρά της Ευρωζώνης. Το γερμανικό μοντέλο λειτούργησε για όσο καιρό κατάφερε η Γερμανία να δέσει τους εμπορικούς εταίρους της σε σταθερές ονομαστικές συναλλαγματικές ισοτιμίες (βλέπε σχήμα 1). Όμως, η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ δεν είναι ούτε σταθερή ούτε διαθέσιμη η Ευρωζώνη μια πολιτική συναλλαγματικής ισοτιμίας. Άλλες χώρες μπορεί επίσης να μην χρειάζονται καν να έχουν μια σαφή πολιτική συναλλαγματικών ισοτιμιών εφόσον μια πιο επιθετική νομισματική πολιτική μπορεί και κάνει τη δουλειά. Διανοητικά παγιδευμένη και θεσμικά ανάπηρη, η ΕΚΤ είναι δύσκολο να βγει νικητής στο παιχνίδι της ανταγωνιστικής ποσοτικής χαλάρωσης (γνωστό και ως συναλλαγματικός πόλεμος). Η διολίσθηση του γεν από το φθινόπωρο του 2012 είναι μια χαρακτηριστική περίπτωση εδώ—στριμώνοντας τη Γερμανία και την Ευρωζώνη στο σύνολό της. Η ελεύθερη μεταφορά στο όχημα της παγκόσμιας ανάπτυξης στο επίπεδο που σήμερα εφαρμόζει η Ευρωζώνη είναι βέβαιο ότι θα προκαλέσει νομισματικούς και εμπορικούς πολέμους.

Αυτές οι σκέψεις απλά υπογραμμίζουν πόσο εντελώς ακατάλληλο είναι το γερμανικό μοντέλο για την Ευρωζώνη. Υποκύπτοντας στη γερμανική νομισματική μυθολογία, η Ευρωζώνη δεν έχει κάνει τίποτα για την επίλυση της κρίσης. Αντιθέτως, ο μεγάλος ευρω-αποπληθωρισμός πνίγει την παγκόσμια ανάκαμψη. Η Ευρωζώνη θα πρέπει να συρρικνωθεί πρώτα σε οικονομικό νάνο προτού φέρει εις πέρας το τέχνασμα που προσπαθεί αυτή τη στιγμή. Στο ενδιάμεσο, οι οικονομικές συνέπειες της κ. Μέρκελ και του κ. Σόιμπλε συσσωρεύονται για όσο χρονικό διάστημα συνεχίζεται η κακοδιαχείριση της ευρωκρίσης εκ μέρους τους. Μέχρι σήμερα, οι παράπλευρες απώλειες έγιναν αισθητές κυρίως στις χώρες της ευρωζώνης που βρίσκονται σε κρίση και ελάχιστα στην ίδια τη Γερμανία. Ωστόσο, η Γερμανία θα έρθει αναπόφευκτα αντιμέτωπη με την πραγματικότητα ότι είναι πολύ ευάλωτη στην τεράστια καταστροφή που προκαλούν σε όλη την Ευρώπη οι γερμανικές πολιτικές. Η ΕΕ, πιθανότατα υπό την καθοδήγηση της γαλλικής ηγεσίας, θα πρέπει να πείσει τη Γερμανία να ακολουθήσει έναν τελείως διαφορετικό δρόμο, ειδάλλως θα δοθεί ένα άσχημο τέλος στην καταστροφή της ευρωζώνης (Bibow 2013a, b).

8. Συμπέρασμα: Ένα ευάλωτο ασφαλές καταφύγιο

Σχετική ηρεμία επικρατεί στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές από τότε που ο πρόεδρος της ΕΚΤ Μάριο Ντράγκι υποσχέθηκε ότι θα κάνει «ό, τι χρειάζεται» για να διατηρήσει το ευρώ, περιγράφοντας την υπό όρους στήριξη για τις αγορές δημόσιου χρέους μέσω του προγράμματος Outright Monetary Transactions. Ακόμη και η διάσωση της Κύπρου από την τρόικα τον Μάρτιο του 2013 δεν μπόρεσε να διαταράξει τον ύπνο των αγορών».

Όμως, παρά την κάποια χαλάρωση των χρηματοοικονομικών συνθηκών, οι υποκείμενες πραγματικότητες στις χώρες της ευρωζώνης που μαστίζονται από την κρίση, αλλά και σε όλη την ευρωζώνη, συνεχίζουν να επιδεινώνονται από τότε που η μεγάλη μπλόφα του κ. Ντράγκι κέρδισε μια σημαντική μάχη στην προστασία του ευρώ. Υπάρχουν δύο μεγάλα προβλήματα εδώ. Πρώτον, η προϋπόθεση πίσω από την υπόσχεση του κ. Ντράγκι για «απεριόριστη» στήριξη της ρευστότητας είναι τέτοια που εξασφαλίζει τη συνέχιση του αποπληθωρισμού του χρέους. Δεύτερον, σε τελική ανάλυση η ρευστότητα από μόνη της δεν μπορεί να κερδίσει τον πόλεμο του κ. Ντράγκι ούτως ή άλλως αν οι

δημοσιονομικές και οικονομικές πολιτικές είναι τέτοιες που σκοτώνουν τον ασθενή. Αφού πρώτα απέτυχαν οι χώρες της ευρωζώνης στη διατήρηση του οίκου τους σε τάξη και στη συνέχεια στο να διορθώσουν το οικοδόμημα του ευρώ όταν κατέρρευσε η στέγη, η Ευρωζώνη παραμένει ζωντανή αλλά με μπουκάλα οξυγόνου και στο έλεος των εξαγωγών προς τον υπόλοιπο κόσμο. Οι μεταρρυθμίσεις που έγιναν μέχρι τώρα δεν έχουν κάνει το ελαττωματικό πολιτικό καθεστώς ισχυρότερο, αλλά στην πραγματικότητα έχουν αποδυναμώσει περαιτέρω τη νομισματική ένωση με το σφράγισμα της μοίρα της ως μια «γερμανοποιημένη Ευρώπη». Ωστόσο, το γερμανικό και ουσιαστικά νεομερκαντιλιστικό μοντέλο είναι το λάθος πρότυπο για την Ευρώπη. Το μοντέλο αυτό λειτούργησε για τη Γερμανία υπό ιδιόμορφες προ-ONE συνθήκες ακριβώς επειδή και εφόσον οι άλλοι συμπεριφέρονταν διαφορετικά. Η σχετική σταθερότητα των τιμών λάδωνε την εξαγωγική μηχανή της Γερμανίας όταν οι εμπορικοί εταίροι της ήταν κλειδωμένοι σε καθεστώτα σταθερών ονομαστικών συναλλαγματικών ισοτιμιών με την ενίσχυση της γερμανικής ανταγωνιστικότητας. Η Γερμανία θα μπορούσε να την σκαπουλάρει με τη δημοσιονομική λιτότητα όταν οι υπερβολικές δαπάνες των άλλων χωρών βοήθησαν τη Γερμανία να εξισορροπήσει τον δικό της δημόσιο προϋπολογισμό παράλληλα με ένα χάσμα εξωτερικής ανισοροπίας.

Η (Δυτική) Γερμανία έθρεψε αυτή την παράδοση από το Β' Παγκόσμιο Πόλεμο. Όταν το γερμανικό μοντέλο εξήχθη στην Ευρώπη μέσω της Συνθήκης του Μάαστριχτ, η Γερμανία στην αρχή αρρώστησε. Γιατί, πολύ απλά, ένα μοντέλο ή λειτουργικότητα του οποίου εξαρτάται από τους άλλους συμπεριφέρονται διαφορετικά από τη Γερμανία δεν μπορεί να λειτουργήσει αν αναγκάσει όλους να συμπεριφέρονται ακριβώς όπως η Γερμανία. Ως εκ τούτου, καθώς η Ευρώπη συνέκλινε στο γερμανικό πρότυπο σταθερότητας, το γερμανικό μοντέλο σταμάτησε να λειτουργεί στη χώρα καταγωγής του και η Γερμανία έγινε ο «ασθενής του ευρώ». Αφού αρρώστησε πρώτη κάτω από καθεστώς του ευρώ, η Γερμανία παραβίασε στη συνέχεια τον δικό της κανόνα προκειμένου να θεραπευθεί. Έτσι, η ίδια η απειλή για την οποία σχεδιάστηκε το ευρώ προκειμένου να την εξαλείψει για πάντα υπονόμωσε τη νομισματική ένωση: η ανταγωνιστική υποτίμηση, αν και μέσω των μισθών αντί της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η γερμανική καταστολή των μισθών, που ισοδυναμούσε με μια πολιτική «beggar-thy-neighbor», έθεσε τις βάσεις για τη συνεχιζόμενη ευρωκρίση.

Η Γερμανία έκανε τα πράγματα πολύ χειρότερα για τον εαυτό της προσπαθώντας να αναστήσει μια εθνική έκδοση του εν λόγω μοντέλου στο εσωτερικό της νομισματικής ένωσης. Κατά ειρωνικό τρόπο, παρά την ανυποχώρητη αντίθεσή της σε μια ευρωπαϊκή «μεταβιβαστική ένωση», η Γερμανία έχει εγκλωβίσει τον εαυτό της ακριβώς σε ένα «ευρω-τρίλημμα» δικής της δημιουργίας. Πολύ απλά, η Γερμανία δεν μπορεί να έχει και τα τρία: διαρκή εξαγωγικά πλεονάσματα, καμία μεταβιβαστική ένωση και μια «καθαρή» ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα (Bibow 2012A).

Με το να τρέχει μεγάλα πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, που πριν από την ευρωκρίση ήταν συγκεντρωμένα στην Ευρώπη, τόσο από την άποψη των εμπορικών ροών όσο και από την άποψη των αντίστοιχων χρηματοοικονομικών τους, η Γερμανία έκανε τον εαυτό της εξαιρετικά ευάλωτη με την επιδείνωση των συνθηκών στις χώρες των εταίρων της στην ευρωζώνη. Η Γερμανία μπορεί να έχει πετύχει με το εγχείρημα της επαναφόρτωσης του πλεονάσματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών έξω από την νομισματική ένωση και να συνεχίζει να απολαμβάνει το στάτους ενός ασφαλούς καταφυγίου, αλλά η εξωτερική της θέση ως πιστωτής εξακολουθεί να αντιμετωπίζει το σοβαρό ενδεχόμενο μεγάλων απωλειών σε περίπτωση διάλυσης του ευρώ. Ακόμη και με το τραπεζικό σύστημα της Γερμανίας να έχει μειώσει σημαντικά την έκθεσή του, κρύβονται άλλοι κίνδυνοι στον ισολογισμό της Bundesbank και τους ισολογισμούς των μη τραπεζικών ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Εκτός από τις απώλειες πλούτου, η Γερμανία θα πληγεί από μια απότομη απώλεια της ανταγωνιστικότητας καθώς το νέο γερμανικό μάρκο θα βιώσει κατά πάσα πιθανότητα μια απότομη ανατίμηση σε περίπτωση διάλυσης του ευρώ.

Το ζήτημα φαίνεται να κρίνεται από μια επιλογή μεταξύ δύο ακόλουθων επιλογών. Η πρώτη επιλογή είναι να ακολουθήσει η Ευρωζώνη τον σημερινό δρόμο, με τη Γερμανία να έχει σταθεροποιήσει την αναλογία του δημόσιου χρέους γύρω στο 80% του ΑΕΠ και να απολαμβάνει τη θέση της ως διεθνής πιστωτής, προς το παρόν τουλάχιστον, και τις χώρες του νότου της ευρωζώνης να βλέπουν τις αναλογίες του δημόσιου χρέους τους να εκτινάσσονται πέραν του 120% του ΑΕΠ και χωρίς καμία ευκαιρία για την ανακούφιση του εξωτερικού τους χρέους εκτός αν ο υπόλοιπος κόσμος προθυμοποιηθεί να παρέχει εξωτερικά ερεθίσματα ανάπτυξης και να επωμισθεί το χρέος. Η δεύτερη επιλογή είναι η διάλυση του ευρώ προκειμένου να έρθει άμεση ανακούφιση του χρέους και ταχεία

αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας στον ευρωζωνικό νότο έτσι ώστε να αναζωπυρωθεί η ανάπτυξη εκεί. Στο ενδεχόμενο μιας τέτοιας περίπτωσης, η Γερμανία θα δει ένα μεγάλο μέρος της καθαρής διεθνούς επενδυτικής της θέσης να εξαφανίζεται και την αναλογία του δημόσιου χρέους της να εκτινάσσεται ή και να ξεπερνά του 120% του ΑΕΠ, σε συνδυασμό με μαζική ανεργία.

Έτσι, η Γερμανία έχει πολλά να κερδίσει από την αποφυγή της διάλυσης του ευρώ, η οποία θα πρέπει να προκαλέσει μια τρίτη επιλογή. Η τρίτη επιλογή είναι να διορθωθεί το ελαττωματικό καθεστώς του Μάαστριχτ και να αντιμετωπιστούν τα προβλήματα της επανεξισορρόπησης και οι προκλήσεις της κληρονομιάς του χρέους με πιο δίκαιο τρόπο. Το υποτιθέμενο ασφαλές γερμανικό καταφύγιο είναι πολύ ευάλωτο. Αν μπορούσαν να προβάλλουν ηγετική παρουσία, οι εταίροι της Γερμανίας στην ευρωζώνη θα ήταν σε θέση να προκαλέσουν την αναγκαία στροφή στη χάραξη της πολιτικής στην Ευρωζώνη και να δώσουν τέλος στις πολιτικές που έχουν ωθήσει τη νομισματική ένωση και τους λαούς της Ευρώπης στο χείλος της καταστροφής. Το γερμανικό μοντέλο είναι λάθος για την Ευρώπη. Είτε θα πεταχτεί στα σκουπίδια είτε θα διαλυθεί η νομισματική ένωση.

Πηγές

Atkins, R. and K. Fray, K. (2013). "Eurozone Banks Cut Cross-Border Debt Holdings." *Financial Times*, June 10. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/33429faa-cec4-11e2-8e16-00144feab7de.html#axzz2WfbioIFX>

Athanasio, P. (2009). "Withdrawal and Expulsion from the EU and EMU: Some Reflections." ECB, Legal Working Paper, No. 10, December. <http://www.ecb.int/pub/pdf/scplps/ecblwp10.pdf>

Atkins, R. (2010). "Germany Attacks U.S. Economic Policy." *Financial Times*, November 7.

Avdjiev, S., Z. Kuti., and E. Takáts. (2012). "The Euro Area Crisis and Cross-border Bank Lending to Emerging Markets." BIS, Quarterly Review, December, pp. 37-47.

Barber, L., Q. Peel, and G. Wiesmann. (2010). "Merkel Warns of Protectionism." *Financial Times*, 8 November.

Barr, M. and D. Mackie. 2013. "The Euro Area Adjustment: About Halfway There." J.P. Morgan, Europe Economic Research, 28 May.

Berentsen, A., A. Marchesiani and C.J. Waller. (2013). "Floor Systems for Implementing Monetary Policy: Some Unpleasant Fiscal Arithmetic." University of Zurich, Department of Economics, Working Paper 121, May. <http://ideas.repec.org/p/zur/econwp/121.html>

Bibow, J. (2005). "Germany in Crisis - The Unification Challenge, Macroeconomic Policy Shocks and Traditions, and EMU." *International Review of Applied Economics*, 19(1): 29-50.

———. (2006) "The Euro Area Drifting Apart - Does Reform of Labor Markets Deliver Competitive Stability or Competitive Divergence?" In *Structural Reforms and Macro-Economic Policy*, European Trade Union Confederation, 76-86.

———. (2009) "The American-German Divide: Macro Policy and International Co-operation." New America Foundation, New American Contract Policy Paper, July 8.

———. (2010). Comment: German Exports Are Fine but Perpetual Export Surpluses Are Not, The Economist debates Germany, The Economist, 10 April. <https://www.economist.com/user/3660236/comments>

———. (2012a). "The Euro and Its Guardian of Stability: Fiction and Reality of the 10th Anniversary Blast." In *Monetary Policy and Central Banking: New Directions in Post-Keynesian Theory*, edited by L.-P. Rochone and Salewa 'Yinka Olawoye. Cheltenham, U.K. and Northampton, MA, U.S., Edward Elgar, pp. 190-226. (Working Paper No. 583. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.)

- . (2012b). "The Euroland Crisis and Germany's Euro Trilemma", *International Review of Applied Economics Online*. (Working Paper No. 721. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.)
- . (2013a). "At the Crossroads: The Euro and Its Central Bank Guardian (and Savior?)." *Cambridge Journal of Economics*, 37(3): 609-26. (Working Paper No. 738, November 2012. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.)
- . (2013b). "On the Franco-German Euro Contradiction and Ultimate Euro Battleground." Working Paper No. 762, April. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College. Forthcoming in *Contributions to Political Economy*.
- Bootle, R. (2012). "Leaving the Euro: A Practical Guide." *Capital Economics*, <https://www.capitaleconomics.com/data/pdf/wolfson-prize-submission.pdf>
- Bundesbank (2008). "Germany's International Investment Position since the Beginning of Monetary Union: Developments and Structure." *Monthly Bulletin*, October, 15-32.
- . (2009). "German Enterprises' Profitability and Financing in 2007." *Monthly Bulletin*, January, 31-53.
- . (2011). "Germany's Balance of Payments in 2010." *Monthly Bulletin*, March: 17-36.
- . (2012). "Germany's Balance of Payments in 2011." *Monthly Bulletin*, March: 15-33.
- . (2013). "Germany's Balance of Payments in 2012." *Monthly Bulletin*, March, 15-28.
- Burda, M. (2012). "Hume on Hold?" *Vox EU*, 17 May. <http://www.voxeu.org/article/hume-hold-consequences-not-abolishing-eurozone-national-central-banks>
- Cecchetti, S., R.N. McCauley, and P.M. McGuire. (2012). "Interpreting TARGET2 Balances." BIS Working Paper No. 393, December.
- Central Bank of Ireland (2011). "Compositional Effects in Recent Trends in Irish Unit Labour Costs." *Quarterly Bulletin*, January.
- Cesaratto, S. (2011). "Notes on Europe, German Mercantilism and the Current Crisis." In *The Global Economic Crisis: New Perspectives on the Critique of Economic Theory and Policy*, edited by E. Brancaccio, G. Fontana, 246-60. London and New York: Routledge.
- Chen, R., G.-M. Milesi-Ferretti, and T. Tressel. (2012). "External Imbalances and the Euro Area." IMF Working Paper WP/12/236, Economic Policy, <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1468-0327.12004/pdf>
- Cliffe, M. , P. van den Houte, and M. van Vliet. (2012). "EMU: Fixing It Is Far Cheaper Than Breaking It." IMF, Financial Markets Research, 16 August.
- De Grauwe, P. and Y. Ji. (2012). "What Germany Should Fear Most Is Its Own Fear." *VoxEU.org*. 18 September.
- Deo, S., P. Donovan, and L. Hatheway (2011). "Euro Break-up – The Consequences." UBS, Global Economic Perspectives, September 6.
- European Banking Authority (2011). "European Banking Authority 2011 EU-Wide Stress Test Aggregate Report." 15 July. http://eba.europa.eu/documents/10180/15935/EBA_ST_2011_Summary_Report_v6.pdf/54a9ec8e-3a44-449f-9a5f-e820cc2c2f0a

European Central Bank (2012). “Technical Features of Outright Monetary Transactions, Press Release, September 6, http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html

European Commission (2012). “Current Account Surpluses in the EU.” *European Economy* 9/2012. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2012/pdf/ee-2012-9_en.pdf

Flassbeck, H. (2007). “Wage Divergences in Euroland: Explosive in the Making.” In *Euroland and the World Economy - Global Player or Global Drag?*, edited by J. Bibow and A. Terzi. Palgrave Macmillan.

Hein, E. (2011). “Financialization, Re-distribution, and the Financial and Economic Crisis: A Kaleckian Perspective” In *Stabilizing an Unequal Economy? Public Debt, Financial Regulation, and Income Distribution*, edited by T. Niechoj, Ö. Onaran, E. Stockhammer, A. Truger, and T. van Treeck, 35-62. Marburg: Metropolis.

———. (2012). “The Crisis of Finance-Dominated Capitalism in the Euro Area, Deficiencies in the Economic Policy Architecture, and Deflationary Stagnation Policies.” Working Paper No. 734. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.

Houlder, V. (2013). “Figures Shed Light on Tax Avoidance Haul.” *FT.com*, 30 April.

IMF (2011) “Germany: Technical Note on Banking Sector Structure.” IMF Country Report No. 11/370, December <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11370.pdf>

———. (2012). “Pilot External Sector Report.” Washington, D.C.

Lagarde, C. (2013). “Stability and Growth for Poverty Reduction.” Speech, Washington DC, 15 May. <http://www.imf.org/external/np/speeches/2013/051513.htm>

OECD (2013). “Economic Outlook, Interim Assessment.” March, Paris.

Reinhart, C. and K. Rogoff. (2011). *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, Princeton University Press.

Rose, A.K. (2007). “Checking Out: Exits from Currency Unions.” Monetary Authority of Singapore, Staff Paper No. 44, April. http://www.mas.gov.sg/About-MAS/Monographs-and-information-papers/Staff-Papers/2007/~//media/resource/publications/staff_papers/StaffPaper44Rose.ashx

Schorkopf, F. (2013). Statement to the German Constitutional Court, January, <http://www.handelsblatt.com/downloads/8135244/3/EZB%20Gutachten>

Schumacher, D., and M. Dourmaguet. (2013). “The High Costs of a Euro Break-Up for Germany.” Goldman Sachs, European Economics Analyst, No. 13/07.

Schuman, R. (1950). Schuman Declaration, 9 May.

Sinn, H.-W. and H. Feist. (1997). “Eurowinners and Eurolosers: The Redistribution of Seigniorage Wealth in EMU.” *European Journal of Political Economy* 13: 665-89. <http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/ifoContent/N/rtts/rtts-mitarbeiter/IFOMITARBSINNCV/CVSinnPDF/CVSinnPDFrefjournalsbis2006/EUROWINNERS.pdf>

Sinn, H.W. (2007). “The 30 Billion Euro Deal.” *Vox EU*, 22 June. <http://www.voxeu.org/article/30-billion-euro-deal>

Sinn, H.W., and T. Wollmershuser. (2012). “TARGET Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB’s Rescue Facility.” NBER Working Paper No. 17626, November.

Soros, G. 2012. “The Tragedy of the EU and How to Resolve It.” *The New York Review of Books*, September 27.

- Statistisches Bundesamt (2013). *Wirtschaft und Statistik*, January, p. 22.
- . (2013). Vermerk: Aussenhandel/VGR, 3 April.
- UNCTAD (2010). “Trade and Development Report: Employment, Globalization and Development.” Geneva.
- Van Rixtel, A. and N. Vause. (2012a). “Highlights of the BIS International Statistics.” Bank for International Settlements, *Quarterly Review*, June, 11-24.
- Van Rixtel, A. and C. Upper. (2012b). “Highlights of the BIS International Statistics.” Bank for International Settlements, *Quarterly Review*, December, 11-22.
- Van Rixtel, A., N. Vause, and C. Upper. (2013). “Highlights of the BIS International Statistics.” Bank for International Settlements, *Quarterly Review*, June, 13-23.
- Vause, N., G. von Peter, M. Drehmann, and V. Sushko. (2012). “European Bank Funding and Deleveraging.” Bank for International Settlements, *Quarterly Review*, March, 1-12.
- Wallich, H.C. (1955). *Triebkrafte des deutschen Wiederaufstiegs*. Frankfurt am Main, F. Knapp.
- Wallich, H.C. and Wilson, J.F. (1979). “Thirty Years (almost) of German Surpluses.” *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft*, Vol. 135 (2): 480-92.
- Weidmann, J. (2012). “Rebalancing Europe.” Speech, London, March 28, BIS Central Bankers’ Speeches. <http://www.bis.org/review/r120329a.pdf>
- . (2013a). “Crisis Management and Regulatory Policy.” Speech at the Walter Eucken Institute, Freiburg, February 11. <http://www.bis.org/review/r130214c.pdf>
- . (2013b). “Who calls the shots? The Problem of Fiscal Dominance.” Speech, Paris, BIS Central Bankers’ Speeches, May 24. <http://www.bis.org/review/r130524d.pdf>
- Whelan, K. (2012). “TARGET2 and Central Bank Balance Sheets.” UCD Center for Economic Research, Working Paper 12/29, November (revised March 2013). 60
- Wiesmann, G. and S. Pignal. (2010). “Germany Hits Back at French and U.S. Criticism.” *Financial Times*, October 21.