



Policy Note

2012 / 4

ΕΚΔΟΣΗ ΚΡΑΤΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΜΕ ΤΗ ΣΤΗΡΙΞΗ ΦΟΡΩΝ – ΜΙΑ ΕΘΝΙΚΗ ΛΥΣΗ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΧΡΕΟΥΣ

του Philip Pilkington και Warren Mosler

Εισαγωγή

Ο σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να προσφέρει μια σύντομη εισαγωγή σε μια νέα προσέγγιση για την Ευρωπαϊκή κρίση χρέους: την έκδοση κρατικών ομολόγων που στηρίζονται από φόρους.

Τα κρατικά ομόλογα που θα εκδίδονται με τη στήριξη φόρων θα είναι παρόμοια με τα κανονικά κρατικά ομόλογα, αλλά θα περιλαμβάνουν μια ρήτρα που θα υπογραμμίζει ότι *εάν η χώρα που εκδίδει τα ομόλογα προχωρήσει σε αθέτηση πληρωμών—και μόνον εάν η χώρα προχωρήσει σε αθέτηση πληρωμών—*τα ομόλογα που στηρίζονται από φόρους θα είναι αποδεκτά για την πληρωμή φόρων στο εσωτερικό της χώρας, και θα συνεχίσουν να αποφέρουν τόκους σύμφωνα με τα καθορισμένα ποσοστά απόδοσης για τα συγκεκριμένα ομόλογα.

Το Πλαίσιο

Το βασικό πρόβλημα που αντιμετωπίζει η Ευρώπη είναι η κρίση του δημόσιου χρέους. Η κρίση έχει προκαλέσει τεράστια ζημιά στην Ευρώπη—πολιτικά, κοινωνικά, και

Ο PHILIP PILKINGTON είναι δημοσιογράφος και συγγραφέας με έδρα του το Δουβλίνο. **Ο WARREN MOSLER** είναι ανώτατος οικονομικός σύμβουλος του προέδρου της Γερουσίας στις Παρθένας Νήσους των ΗΠΑ και ένας από τους κύριους ιδρυτές της Σύγχρονης Νομισματικής Θεωρίας.

οικονομικά. Όπως έχουν δείξει οι πρόσφατες δημοσκοπήσεις, η εμπιστοσύνη στην Ευρωπαϊκή Ένωση και τα θεσμικά της όργανα βρίσκονται στο χαμηλότερο δυνατό σημείο, με πολλούς πολίτες να αμφισβητούν ανοικτά την πορεία του ευρωπαϊκού σχεδίου.

Τα βασικά ζητήματα που τέθηκαν και από τις δύο πλευρές στον δημόσιο διάλογο για την πορεία της ΕΕ είναι αυτά της εθνικής κυριαρχίας και της ευθύνης. Οι πληθυσμοί των πλουσιότερων ευρωπαϊκών χωρών επιμένουν ότι οι αναξιοπαθόντες περιφερειακές χώρες πρέπει να αναλάβουν την ευθύνη για το δημόσιο χρέος τους και να σταματήσουν να βασίζονται σε διασώσεις από την ΕΕ.

Από την άλλη μεριά, οι πολίτες στις χώρες της περιφέρειας δυσανασχετούν όλο και περισσότερο για την απώλεια της δημοσιονομικής κυριαρχίας που έχει προκύψει από τις διασώσεις και τα συνακόλουθα μέτρα λιτότητας. Στις πιο ακραίες περιπτώσεις, αυτή η δυσανασχέτηση μεταφράστηκε σε πολιτικό κάλεσμα για αποχώρηση των χωρών τους από την ευρωζώνη, μια κατάληξη που θα ήταν καταστροφική για το Ευρωπαϊκό πρότζεκτ στο σύνολό του.

Η ιδανική λύση θα ήταν αυτή που θα ικανοποιούσε και τις δύο πλευρές. Μια τέτοια λύση θα επέτρεπε στις χώρες-μέλη να διατηρήσουν την εθνική τους κυριαρχία και να επιστρέψουν στις αγορές ώστε να μην χρειάζεται να βασίζονται πλέον στην υπόλοιπη Ευρώπη για διασώσεις. Την ίδια στιγμή, θα πρέπει επίσης να εξασφαλίσουμε ότι το ενιαίο νόμισμα θα παραμείνει άθικτο. Αυτό που ακολουθεί στη συνέχεια του κειμένου είναι η παρουσίαση μιας χρηματοοικονομικής καινοτομίας που θα μπορούσε να προσφέρει μια τέτοια λύση.

Τα αίτια της σημερινής κρίσης

Η ρίζα της κρίσης του χρέους βρίσκεται στο γεγονός ότι οι επενδυτές ανησυχούν σήμερα για το δημόσιο χρέος των χωρών στην περιφέρεια της ευρωζώνης. Ανησυχούν ότι οι χώρες αυτές μπορεί να χρεοκοπήσουν και ότι θα χάσουν, συνεπώς, τα χρήματά τους. Αυτή η ανησυχία οδηγεί τους επενδυτές να απαιτούν μεγαλύτερες «αποδόσεις», ή επιτόκια, στα κρατικά ομόλογα των περιφερειακών χωρών. Αλλά όταν τα επιτόκια αυξάνονται πάρα πολύ, οι εν λόγω χώρες υποφέρουν αφόρητα κάτω από το βάρος του αυξανόμενου όγκου του χρέους και μπορεί να οδηγηθούν σε κατάσταση αδυναμίας εξόφλησης του χρέους προς τους πιστωτές. Σε μια τέτοια περίπτωση, η χώρα οφειλέτης μπορεί να ζητήσει κάποια μορφή διάσωσης από τους εταίρους της είτε μέσω ενός ταμείου που έχει δημιουργηθεί ειδικά για ένα τέτοιο σχέδιο διάσωσης ή μέσω του αιτήματος να αγοράσει μέρος αυτού του χρέους η κεντρική τράπεζα από την δευτερογενή αγορά. Και τα δύο αυτά σενάρια έχουν ήδη ενεργοποιηθεί και προκάλεσαν ένταση και σύγκρουση σε όλη την Ευρώπη.

Θα θέλαμε να επιστήσουμε την προσοχή στο γεγονός ότι τα κράτη-μέλη της ευρωζώνης δεν έχουν την δυνατότητα να εκδώσουν ευρώ και ότι οι χώρες που εκδίδουν το δικό τους νόμισμα δεν έχουν τέτοια προβλήματα. Ένα καλό παράδειγμα είναι η Ιαπωνία, η οποία έχει τη μεγαλύτερη αναλογία χρέους-ΑΕΠ στον ανεπτυγμένο κόσμο—κυμαίνεται πάνω

από το 220%, αλλά τα επιτόκια αποπληρωμής του χρέους της είναι από τα χαμηλότερα στον κόσμο (1.04% για τα 10ετή ομόλογα τη στιγμή που γράφεται αυτό το κείμενο).

Εξέχουσες προσωπικότητες όπως ο Alan Greenspan και ο Paul Krugman έχουν υπογραμμίσει ότι ο λόγος που οι χώρες που εκδίδουν το δικό τους νόμισμα έχουν χαμηλό κόστος εξυπηρέτησης χρέους οφείλεται στο γεγονός ότι οι χώρες αυτές έχουν πάντα τη δυνατότητα να αποπληρώσουν τα κρατικά χρέη τους—κι αυτό επειδή μπορούν πάντα να δημιουργήσουν χρήμα για να καλύψουν τις συμβατικές τους υποχρεώσεις. Και το γεγονός ότι έχουν αυτή τη δυνατότητα επιτρέπει στις αποδόσεις των ομολόγων τους να παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα ακόμη και όταν το χρέος τους φτάνει σε σχετικά υψηλά επίπεδα.

Το πρόβλημα, βέβαια, είναι ότι εάν κάποια από τις περιφερειακές χώρες επιθυμούσε να εκδώσει το δικό της νόμισμα θα έπρεπε να φύγει από το ευρώ, μια πολιτική επιλογή για την οποία δεν υπάρχει καμία πολιτική στήριξη.

Τα βασικά στοιχεία της προσέγγισης για την έκδοση κρατικών ομολόγων με τη στήριξη των φόρων

Αυτό που αναζητούν οι επενδυτές είναι η διαβεβαίωση ότι θα πληρωθούν. Στις αγορές, αυτό αναφέρεται ως «πιστοληπτική αξιοπιστία». Οι επενδυτές αναζητούν ασφαλή περιουσιακά στοιχεία τα οποία θεωρούν ότι αποτελούν «καλό χρήμα». Επομένως, αυτό που πρέπει να κάνουμε είναι να μετατρέψουμε το περιφερειακό χρέος σε ασφαλές χρέος ενώ (1) οι χώρες της περιφέρειας θα παραμείνουν χρήστες του ευρώ και (2) χωρίς την ανάγκη να ενεργοποιηθεί η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ως δανειστής έσχατης ανάγκης.

Προτείνουμε ότι μια απλή λύση στο πρόβλημα αυτό θα είναι να επιτρέψουμε στις περιφερειακές χώρες να αρχίσουν την έκδοση ενός νέου τύπου κρατικού χρέους. Ονομάζουμε αυτό το είδος χρέους «ομόλογα με τη στήριξη φόρων». Αυτά τα χρεόγραφα θα είναι παρόμοια με τα σημερινά κρατικά ομόλογα, αλλά θα περιλαμβάνουν μια ρήτρα που θα υπογραμμίζει ότι εάν η χώρα που εκδίδει τα ομόλογα προχωρήσει σε αθέτηση πληρωμών—και *μόνον εάν αυτό συμβεί*—τα συγκεκριμένα ομόλογα θα είναι αποδεκτά για την πληρωμή φόρων στο εσωτερικό της συγκεκριμένης χώρας.

Ο τρόπος που θα λειτουργούν τα κρατικά ομόλογα με τη στήριξη φόρων

Αν ένας επενδυτής κατέχει, για παράδειγμα, ιρλανδικά κρατικά ομόλογα αξίας χιλίων (1000) ευρώ και η ιρλανδική κυβέρνηση χάσει κάποια πληρωμή δόσεων στους τόκους ή στο αρχικό κεφάλαιο, ο επενδυτής μπορεί απλά να χρησιμοποιήσει το ομόλογο για να καταβάλλει πληρωμές φόρων προς την ιρλανδική κυβέρνηση για το ποσό των 1000 ευρώ.

Εάν ο επενδυτής είναι ξένος κάτοχος του χρέους και η κυβέρνηση χάσει κάποια δόση, ο επενδυτής μπορεί απλά να πουλήσει το χρέος σε μια ιρλανδική τράπεζα (ίσως με μια μικρή απώλεια—ας πούμε 5 ευρώ), η οποία θα μπορούσε στη συνέχεια να

χρησιμοποιήσει τα ομόλογα για να πληρώσει τους φόρους των πελατών της σε αντάλλαγμα για τα ευρώ των πελατών της.

Το βασικό σημείο εδώ, όμως, είναι ότι από τη στιγμή που ο φόρος που στηρίζει αυτά τα ομόλογα θα έχει ένα απόλυτο κατώτατο όριο κάτω από το οποίο η αξία του περιουσιακού στοιχείου δεν θα μπορούσε να πέσει, και επειδή τα ομόλογα πληρώνουν σχετικά καλό επιτόκιο, δεν θα υπάρχει κίνδυνος πραγματικής απώλειας και κανένας λόγος να τα αποχωριστεί κανείς, και, ως εκ τούτου, τα ομόλογα αυτά μπορεί να μην χρησιμοποιηθούν ποτέ για την εξόφληση φόρων.

Τα συγκεκριμένα ομόλογα διαβεβαιώνουν τους επενδυτές ότι το ομόλογο είναι πάντα «καλό χρήμα» ανεξαρτήτως των περιστάσεων. Αυτό θα οδηγήσει σε χαμηλότερα επιτόκια για τα ομόλογα και, με τη σειρά του, θα εξασφαλίσει ότι οι περιφερειακές χώρες δεν θα οδηγηθούν σε χρεοκοπία.

Το ερώτημα που έχει τεθεί από οικονομολόγους και διαχειριστές κεφαλαίων είναι γιατί ένα χρεοκοπημένο κράτος δεν θα μπορούσε απλά να αρνηθεί να δεχτεί για την πληρωμή φόρων τα ομόλογα που δεν πληρώθηκαν. Για να συμβεί όμως αυτό κάποιος θα πρέπει να προσπαθήσει να χρησιμοποιήσει τα ομόλογα για την πληρωμή φόρων και η κυβέρνηση θα πρέπει να ισχυριστεί ότι καμία πληρωμή δεν έχει πραγματοποιηθεί και να ασκήσει δίωξη του φορολογούμενου για μη πληρωμή φόρων. Για να διασφαλιστεί ότι αυτό δεν θα συμβεί, εμείς υποστηρίζουμε ότι τα ομόλογα θα πρέπει να εκδοθούν υπό βρετανικό (διεθνές) δίκαιο. Αυτό θα σήμαινε ότι η κυβέρνηση δεν θα είχε καμία νομική υπόσταση για να προβάλλει μια τέτοια αξίωση.

Οι αποδόσεις των νέων ομολόγων θα πρέπει να οριστούν από τις αγορές. Πιστεύουμε ότι αυτές οι αποδόσεις θα αντανακλούν το χαμηλό κίνδυνο που θα συνδέεται με τα νέα ομόλογα και θα είναι σημαντικά χαμηλότερες από τις αποδόσεις που απαιτούνται αυτή τη στιγμή από τις αγορές. (Συμβουλεύουμε να εκδοθούν τα νέα ομόλογα με επιτόκιο καθορισμένο στο επίπεδο του διατραπεζικού προσφερόμενου επιτοκίου για το ευρώ προσαυξημένο κατά 3% σε κυμαινόμενη βάση, και στη συνέχεια να αφεθεί στην αγορά να ρυθμίσει την τιμή).

Συμπέρασμα

Θεωρούμε ότι αυτή είναι η πιο καθαρή και αποτελεσματική λύση για την τρέχουσα κρίση χρέους στην ευρωζώνη. Ωστόσο, είναι μια λύση που έχει αποσπάσει ελάχιστη προσοχή από τα μέσα μαζικής επικοινωνίας ή από την πολιτική τάξη. Τα ομόλογα που προτείνουμε θα μπορούσαν να αποτελέσουν την αφετηρία για μια νέα προσέγγιση στο θέμα του κρατικού χρέους στην Ευρώπη, μια προσέγγιση όπου η επιθυμία για εθνική κυριαρχία είναι ισορροπημένη από την ανάγκη να αναλάβουν ευθύνη οι χώρες για τις πράξεις τους χωρίς να ζητούν τη βοήθεια άλλων χωρών.