



---

# ***Public Policy Brief***

---

No. 121, 2011

## **Κρίση πιστωτών ή κρίση χρεωστών; Ποιος πληρώνει για το Ευρωπαϊκό κυρίαρχο χρέος και τις ζημίες από τα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου;**

Jan Kregel

### **Μια συνοπτική ιστορία της αναδιάρθρωσης του κρατικού χρέους**

Στον απόηχο της κρίσης χρέους στη Λατινική Αμερική οι συζητήσεις που κυριάρχησαν είχαν να κάνουν με το πως θα διαμοιραστεί το κόστος του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ) και της χρηματοπιστωτικής στήριξης των ανεπτυγμένων κρατών προς τις χρεοκοπημένες κυβερνήσεις που κουβαλούσαν μεγάλο δημόσιο χρέος. Από τη στιγμή που οι αμερικανικές τράπεζες θα ήταν, από τεχνική άποψη, χρεοκοπημένες εάν είχαν αναγνωριστεί οι ζημίες τους από τον δανεισμό στους Λατινοαμερικανούς δανειολήπτες, ήταν αδύνατο να προταθούν ζημίες για τους ιδιωτικούς δανειστές. Αντ' αυτού, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ υιοθέτησε μια πολιτική «προσωρινής αναβολής αποπληρωμής του χρέους», η οποία χρέωνε τους δανειολήπτες με την ευθύνη για την αποπληρωμή της πλήρους αξίας των δανείων τους.

Μια από τις δυσκολίες της κατανομής του κόστους της αναδιάρθρωσης του χρέους ήταν η επίτευξη συμφωνίας μεταξύ πολλών πιστωτών με νέους όρους αποπληρωμής. Η

---

Ο JAN KREGEL είναι Ανώτατος Μελετητής στο Ινστιτούτο Οικονομικών Levy του Κολεγίου Bard και διευθυντής του Προγράμματος Νομισματική Πολιτική και Χρηματοοικονομική Δομή. Κατέχει τις θέσεις του Διακεκριμένου Καθηγητή Έρευνας στο Κέντρο για την Πλήρη Απασχόληση και την Σταθερότητα Τιμών του Πανεπιστημίου του Μιζούρι-Κάνσας και Καθηγητή Χρηματοοικονομικών στο Πανεπιστήμιο Τεχνολογίας του Ταλίν. Copyright © 2011 Levy Economics Institute

εισαγωγή ρητρών περί συλλογικής δράσης σε επίσημο έγγραφο που περιγράφει τις υποχρεώσεις του εκδότη ομολόγων και τα δικαιώματα των επενδυτών προτάθηκε ως μέσο διευκόλυνσης της λήψης αποφάσεων με ειδική πλειοψηφία για την έγκριση αναδιάρθρωσης του χρέους. Από το τέλος της δεκαετίας του 1990 σχεδόν όλες οι διαθεσιμότητες κρατικών χρεογράφων περιλαμβάνουν ρήτρες περί συλλογικής δράσης.

Τα ίδια θέματα περί κατάλληλης κατανομής των ζημιών από μια χρηματοοικονομική κρίση ξαναήρθαν στην επιφάνεια μετά την ασιατική κρίση του 1997. Για να αντιμετωπίσει αυτού του είδους τα προβλήματα, το ΔΝΤ πρότεινε το 2001 έναν μηχανισμό αναδιάρθρωσης κρατικού χρέους (SDRM). Αρχικά, η ιδέα είχε προταθεί από την Διάσκεψη των Ηνωμένων Εθνών για το Εμπόριο και την Ανάπτυξη εκ μέρους των αναπτυσσόμενων χωρών στην κρίση χρέους της δεκαετίας του '70, αλλά δεν υιοθετήθηκε μετά την ασιατική κρίση εξαιτίας των αντιρρήσεων των αναπτυσσόμενων χωρών ότι θα ήταν ανάρμοστο για έναν προστατευόμενο πιστωτή (το ΔΝΤ) να είναι ο φορέας λειτουργίας αυτού του μηχανισμού. Την εποχή εκείνη σημειώθηκε ότι ένα δανειακό πρόγραμμα του ΔΝΤ δεν είχε ποτέ καταλήξει σε χρεοκοπία και, ως τούτου, ο οργανισμός θεωρήθηκε υπέρτατος πιστωτής για οποιαδήποτε συζήτηση σχετικά με την αναθεώρηση των όρων σε μια αναδιάρθρωση του χρέους (Βλ. Ocampo, Kregel, και Griffith-Jones 2007, 129).

Οι συζητήσεις συνεχίστηκαν κατά τη διάρκεια της κρίσης της Αργεντινής, με τον Αμερικανό Υπουργό Οικονομικών να είναι υπέρ της δυνατότητας μιας κρατικής χρεοκοπίας ως μέσο για την επιβολή μιας αγοραίας λύσης σχετικά με την κατανομή των ζημιών ανάμεσα σε οφειλέτες και πιστωτές. Ως αποτέλεσμα, το ΔΝΤ δεν παρείχε καμία επιπλέον χρηματοδότηση για να διευκολύνει ή να επηρεάσει την αναδιάρθρωση χρέους της Αργεντινής, η οποία παρήγαγε μια μονομερή πρόταση ανταλλαγής που περιλάμβανε ένα κούρεμα περίπου της τάξεως του 70%. Σε αντίθεση με τη προηγούμενη αναδιάρθρωση, η νέα κυβέρνηση της Αργεντινής υποστήριξε ότι πρώτη προτεραιότητα θα πρέπει να είναι η ανάκαμψη της οικονομίας της Αργεντινής, διότι δίχως αυτό ακόμα και οι υπόλοιπες υποχρεώσεις δεν θα μπορούσαν να εκπληρωθούν. Σε αυτό το πνεύμα, το νέο χρέος περιλάμβανε εγγυήσεις που συνέδεαν τις αποδόσεις των επενδυτών με την προσδοκόμενη βελτίωση στην απόδοση της οικονομίας. Και αυτή είναι η επικρατούσα τάση.

### **Η επίλυση του απομειωμένου χρέους στη σημερινή κρίση**

Επομένως, δεν προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι η πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση του ιδιωτικού τομέα στις ΗΠΑ και η κρίση κρατικού χρέους στην ευρωζώνη έχουν εγείρει παρεμφερή ζητήματα για το πως να κατανεμηθούν οι ζημίες μεταξύ δανειστών και δανειζόμενων. Αντηχώντας την επίλυση της κρίσης χρέους στην Λατινική Αμερική, η συζήτηση στις ΗΠΑ αφορά στο ρόλο της κυβέρνησης στην αποκατάσταση της φερεγγυότητας των τραπεζικών ιδρυμάτων, ακόμα και τη στιγμή που οι ιδιοκτήτες κατοικιών με ενυπόθηκα χρέη ίσα ή μεγαλύτερα της αξίας των σπιτιών τους αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο κατάσχεσης εάν δεν μπορούν να εξυπηρετήσουν το τρέχον χρέος. Ο φόβος για τις αρνητικές επιπτώσεις της αφερεγγυότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στις ανεπτυγμένες χώρες σημαίνει ότι έχουν

εξασφαλισμένη κυβερνητική προστασία και πως το μεγαλύτερο φορτίο των ζημιών το έχουν επωμισθεί οι ιδιώτες δανειολήπτες και οι κυρίαρχοι δανειολήπτες.

Στις συζητήσεις για τη σημερινή και μελλοντική στήριξη που θα πρέπει να δοθεί προς τα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης που δεν μπορούν να έχουν πρόσβαση στις ιδιωτικές χρηματοπιστωτικές αγορές για να αναχρηματοδοτήσουν χρέη που ωριμάζουν, η Γερμανική κυβέρνηση επέμεινε ότι οι κυβερνήσεις θα πρέπει να θεσπίσουν πολιτικές ικανές να παράγουν δημοσιονομικά πλεονάσματα προκειμένου να αποπληρώνουν το χρέος καθώς ωριμάζει—ή, στην περίπτωση που αυτό δεν είναι εφικτό, οι κάτοχοι ομολόγων του ιδιωτικού τομέα να μοιραστούν το φορτίο των όποιων ζημιών. Ωστόσο, ο απερχόμενος πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) διαφώνησε με τη θέση αυτή με το αιτιολογικό ότι θα προκαλέσει μετάδοση καθώς οι κάτοχοι ομολόγων θα εγκαταλείψουν τις αγορές ομολόγων των άλλων υπερχρεωμένων Ευρωπαϊκών χωρών, καθιστώντας πιο δύσκολη την αναχρηματοδότηση του υφιστάμενου χρέους και λιγότερο πιθανή τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα σε μια αναδιάρθρωση του χρέους.

Θα μπορούσε να σκεφτεί κανείς ότι αυτή η συζήτηση για την κατανομή της επιβάρυνσης των ζημιών είναι το αποτέλεσμα μιας πεποίθησης ότι τόσο οι οφειλέτες όσο και οι δανειστές θα πρέπει να επωμιστούν ένα δίκαιο μέρος του φορτίου της προσαρμογής. Ομως, σχεδόν σε κάθε κρίση, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα απολαμβάνουν ευνοϊκή μεταχείριση λόγω του κρίσιμου ρόλου που έχουν στην οικονομία. Από εδώ πηγάζει και η άποψη ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι «πολύ μεγάλα για να αποτύχουν» και, ως εκ τούτου, πρέπει να διασωθούν με δημόσιους πόρους. Αλλά αυτό το επιχείρημα δεν ισχύει απαραίτητως για τον ιδιωτικό τομέα. Ωστόσο, στις κρίσεις της Λατινικής Αμερικής και της Ασίας, το ΔΝΤ παρείχε στις κυβερνήσεις τα απαραίτητα κεφάλαια για να πληρωθούν οι ιδιωτικοί πιστωτές τους στο ακέραιο. Αυτή η λύση έχει απλά μετατρέψει το φορτίο του χρέους του ιδιωτικού τομέα σε φορτίο χρέους για τον δημόσιο τομέα, μετατοπίζοντας την ευθύνη από τον ιδιωτικό τομέα προς το σύνολο του πληθυσμού.

Στην παρούσα κρίση στις ΗΠΑ, το φορτίο της ζημίας έχει μετατοπιστεί από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προς τον γενικό πληθυσμό, με ελάχιστη κατανόηση για τη θέση των δανειοληπτών—δηλαδή, για τα νοικοκυριά που έχουν συσσωρεύσει χρέη υποθηκών. Ωστόσο, ενώ υπήρχε ελάχιστη πίεση προς τις τράπεζες να καλύψουν τις ζημιές που προκάλεσαν οι δράσεις τους, οι πολιτικοί έχουν ταχθεί ανοιχτά υπέρ της άποψης ότι η κυβέρνηση των ΗΠΑ θα πρέπει να εξοφλήσει το χρέος που δημιουργήθηκε από την διάσωση αυτών των ιδρυμάτων. Δεν είναι σαφές σε ποιόν ακριβώς θα πρέπει να επιστραφούν χρήματα, αλλά η κυβέρνηση είναι υποχρεωμένη να εμφανίσει δημοσιονομικό πλεόνασμα για να μπορεί να το πράξει αυτό.

Το επιχείρημα που προωθείται στην ΕΕ είναι λίγο διαφορετικό. Υποστηρίζεται ότι, εν απουσία μιας ευρωπαϊκής κυβέρνησης ή μιας ενοποιημένης δημοσιονομικής υπηρεσίας, το κόστος στήριξης της ΕΕ θα το επωμιστούν κυρίως οι γερμανοί και οι γάλλοι φορολογούμενοι. Έτσι, το θέμα της ευθυδικίας δεν είναι θέμα κατανομής μεταξύ πιστωτών και οφειλετών, αλλά το πώς θα αναδιανεμηθεί το φορτίο χρέους των οφειλετών. Η κίνηση για την αύξηση της συμμετοχής των πιστωτών στην αναδιάρθρωση

του κρατικού χρέους έχει ως στόχο να μειωθεί η επιβάρυνση προς τους γερμανούς φορολογούμενους, όχι για να μειωθεί η επιβάρυνση των φορολογούμενων στις χώρες των κυρίαρχων οφειλετών.

Όποια κι αν είναι η φύση του επιχειρήματος, η βασική εικασία είναι ότι ο δανειολήπτης είναι η αιτία της ζημίας, και ως εκ τούτου ο οφειλέτης θα πρέπει να αναλάβει την ευθύνη να αποπληρώσει τους πιστωτές στο ακέραιο, είτε πρόκειται για ιδιωτικούς πιστωτές ή για τις κυβερνητικές διασώσεις του ιδιωτικού δανειστή. Αν η πηγή των ζημιών είναι η απάτη που ασκήθηκε προς τους δανειστές από χαμηλόμισθους, ψεύτες δανειολήπτες, αντί της απάτης που διαπράχθηκε προς τους δανειολήπτες από τους δανειστές κατά τη διάρκεια της παρουσίασης των όρων του δανείου, τότε ο δανειολήπτης θα πρέπει να πληρώσει μέσω της κατάσχεσης της κατοικίας του. Η πλευρά που αδικήθηκε, λέει το επιχείρημα, ήταν ο χρηματοπιστωτικός δανειστής, ο οποίος άξιζε να σωθεί από την κυβέρνηση. Δεν ήταν ο πλούσιος τραπεζίτης που εκμεταλλευόταν τον φτωχό πελάτη, αλλά ο χαμηλόμισθος δανειστής ήταν αυτός που είχε εξαπατήσει τον πλούσιο και έπρεπε συνεπώς να αναγκαστεί να πληρώσει για τις ζημιές. Το αποτέλεσμα ήταν η δημιουργία του κινήματος του Κόμματος του Τσαγιού, που σήμερα προκαλεί χάος στην δημοσιονομική πολιτική των ΗΠΑ.

Η πιο εκλεπτυσμένη εκδοχή αυτού του επιχειρήματος είναι ότι η αιτία του προβλήματος είναι η κυβερνητική πολιτική, μια πολιτική που προσπαθούσε να βοηθήσει οικογένειες με χαμηλό εισόδημα να αποκτήσουν το δικό τους σπίτι, ή οι κρατικά επιδοτούμενες επιχειρήσεις (όπως η Fannie Mae και η Freddie Mac) που έκαναν εφικτή την πρόσβαση ατόμων με χαμηλά εισοδήματα σε στεγαστικά δάνεια. Εδώ, υπάρχει υπαιτιότητα τόσο της κυβέρνησης όσο και των δανειοληπτών με χαμηλά εισοδήματα.

Μια παρόμοια συζήτηση έχει χρησιμοποιηθεί για τον προσδιορισμό των ενόχων στην κρίση χρέους που αντιμετωπίζει η ευρωζώνη. Οι ένοχοι είναι σαφώς οι σπάταλοι Έλληνες (όπως και οι Ιταλοί, ή οι Ισπανοί, ή οι Πορτογάλοι) που είναι εγγενώς οκνηροί, ξοδεύουν πάρα πολύ, δανείζονται ακόμα περισσότερο, φοροδιαφεύγουν και συνταξιοδοτούνται πολύ νωρίς, και η ελληνική κυβέρνηση που προέβη σε ψευδείς εκθέσεις της δημοσιονομικής κατάστασης της χώρας όταν υπέβαλε αίτηση για ένταξη στην ευρωζώνη.

Και στις δύο από αυτές τις εξηγήσεις, το συμπέρασμα είναι προφανές. Οι δανειολήπτες πρέπει να υποχρεωθούν να πληρώσουν με το να μετατραπουν σε υπεύθυνους πολίτες που εργάζονται σκληρά, καταναλώνουν λίγο, αποταμιεύουν τα χρήματά τους, και αποπληρώνουν τα υφιστάμενα χρέη τους. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίον ο πιο αποτελεσματικός χρεοσυλλέκτης του πλανήτη και υπέρτατος εξασφαλισμένος πιστωτής, το ΔΝΤ, έχει κληθεί για να συνεισφέρει λύση στο ελληνικό πρόβλημα, που αποτελεί απειλή για την επιβίωση του ευρώ. Εδώ η εξήγηση οφείλεται στην ατομική συμπεριφορά, ή ακόμη και στα φυλετικά χαρακτηριστικά. Ουσιαστικά, το ΔΝΤ είχε υποστηρίξει κάποτε ότι ο πληθυσμός της Αργεντινής έπασχε από ψυχική ασθένεια επειδή είχε αποτύχει να ανταποκριθεί στην πολιτική λιτότητας του ΔΝΤ με μια συμπεριφορά που θα οδηγούσε σε μεγαλύτερη οικονομική μεγένθυση (Valente 2000). Οι Έλληνες πολίτες φαίνεται να πάσχουν εξίσου από την ίδια ασθένεια καθώς οι πολιτικές λιτότητας μέχρι στιγμής το μόνο που έχουν κατορθώσει είναι να συρρικνώσουν

την οικονομική δραστηριότητα και να αυξήσουν το δημόσιο έλλειμμα χωρίς να βελτιώσουν την βιωσιμότητα του χρέους.

### **Οι συνέπειες της προφανούς λύσης**

Μια και οι πιστωτές που κινδυνεύουν είναι οι νηφάλιοι Γερμανοί που ξοδεύουν λίγο και αποταμιεύουν πολύ, που πληρώνουν φόρους, δεν δανείζονται και που δεν μαγειρεύουν τα στατιστικά τους στοιχεία, οι Έλληνες θα πρέπει να εργάζονται περισσότερο και να ξοδεύουν λιγότερο. Αυτό θα επιτρέψει στην Ελλάδα να αποπληρώσει το χρέος της στο ακέραιο και να προστατεύσει τους ενάρετους Γερμανούς από την υποχρέωση να παρέχουν στήριξη στους Έλληνες τζαμπατζήδες.

Αλλά οι Έλληνες εργάζονται ήδη κατά μέσο όρο 1.900 ώρες το χρόνο, που είναι το υψηλότερο ετήσιο φόρτος εργασίας στην ΕΕ (μπροστά από τους Ισπανούς, που χτυπάνε 1,800 ώρες εργασίας το χρόνο). Αυτό καθιστά δύσκολο την αύξηση του χρόνου εργασίας και συνεπώς δύσκολο το εγχείρημα ότι πρέπει να «αποφασίσουν» να αυξήσουν το εισόδημά τους. Η μόνη λύση, λοιπόν, είναι ότι θα πρέπει να καταναλώνουν λιγότερο ώστε να μπορούν να αποταμιεύσουν μεγαλύτερο ποσοστό των εισοδημάτων τους και να πληρώνουν περισσότερους φόρους ώστε να παρέχουν ευρώ για την αποπληρωμή των ξένων πιστωτών. Αλλά εδώ είναι το κύριο σημείο της θεωρίας του Τζον Μέυναρντ Κέυνς: αυτό μπορεί να συμβεί μόνο εάν το εισόδημα παραμείνει το ίδιο. Και καθώς οι Έλληνες δεν μπορούν να πουλήσουν περισσότερα προϊόντα στους εαυτούς τους εάν καταναλώνουν λιγότερο, αυτό μπορεί να συμβεί μόνο εάν η Ελλάδα καταφέρει να πουλήσει περισσότερα στους ξένους από ότι τους πληρώνει για την εξυπηρέτηση του χρέους. Εάν αυτό δεν συμβεί, η ζήτηση θα μειωθεί, η ανεργία θα αυξηθεί και το χρέος θα συνεχίσει να διογκώνεται. Πραγματικά, δεν υπάρχει εγγύηση ότι το ποσοστό αποταμίευσης θα αυξηθεί καθώς το εισόδημα θα μπορούσε να μειωθεί γρηγορότερα εάν η εξωτερική ζήτηση δεν ήταν επαρκώς υψηλή. Και αυτό είναι μάλλον απίθανο να συμβεί εάν οι Γερμανοί συνεχίσουν να συμπεριφέρονται σαν Γερμανοί και καταναλώνουν λίγο.

Η πιθανότητα να διογκωθούν περαιτέρω οι αναλογίες χρέους προς το εισόδημα αυξάνεται ακόμα περισσότερο εάν τα επιτόκια για τον εξωτερικό δανεισμό αυξηθούν εξαιτίας της πεποίθησης για υψηλότερο κίνδυνο χρεοκοπίας ή υποβάθμιση της αξιολόγησης του κρατικού χρέους. Αυτό δείχνει ότι υπάρχουν δύο κρίσιμοι παράγοντες που εμπλέκονται σε οποιαδήποτε προσπάθεια να καταστεί ο δανειολήπτης υπεύθυνος για δανειακές ζημίες. Η πρώτη είναι η δυνατότητα μετακύλισης του χρέους που ωριμάζει με χαμηλά επιτόκια. Αυτός είναι ο παράγοντας τον οποίο αντιμετωπίζει σήμερα η ΕΕ με την παροχή βραχυπρόθεσμης επίσημης στήριξης από κυβερνήσεις κρατών-μελών και την ΕΚΤ ώστε να επιτραπεί στην Ελλάδα να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Αλλά είναι ο δεύτερος παράγοντας που είναι ακόμα πιο σημαντικός: πρέπει να υπάρχει μια επαρκή αύξηση στην καθαρή εξωτερική ζήτηση για να αντισταθμιστεί το φορτίο του υφιστάμενου χρέους και για να αυξηθεί το εισόδημα που θα χρησιμεύσει ως βάση για υψηλότερα κυβερνητικά έσοδα και εξόφληση του χρέους. Εάν αυτό δεν συμβεί, δεν υπάρχει κανένας τρόπος να μπορούν να επωμιστούν οι δανειολήπτες τις ζημίες με το να προσπαθούν να συμπεριφερθούν περισσότερο ως πιστωτές—εκτός εάν οι πιστωτές γίνουν περισσότερο σαν δανειολήπτες. Η επιτυχής

αποπληρωμή του χρέους θα απαιτούσε τότε από τους Γερμανούς να συμπεριφέρονται σαν Έλληνες!

### Αυτοί οι τεμπέληδες οι Έλληνες

Ολο αυτό εγείρει και πάλι το ζήτημα του βαθμού στο οποίο το πρόβλημα προκαλείται από τα συμπεριφοριστικά χαρακτηριστικά των δανειοληπτών. Εάν αυτά έχουν όντως μια πολιτιστική προέλευση, τότε οι υπερχρεωμένοι και με χαμηλά επίπεδα αποταμίευσης Έλληνες δεν μπορούν να αυξήσουν τα ποσοστά των αποταμιεύσεων τους στα επίπεδα των ενάρετων Γερμανών χωρίς να προκαλέσουν κατάρρευση της ελληνικής οικονομίας—και να βλάψουν ενδεχομένως και την ίδια την γερμανική οικονομία. Πράγματι, μόλις γίνει αντιληπτή η αλληλεξάρτηση των ισολογισμών και των ταμειακών ροών μεταξύ των χωρών, είμαστε σε θέση να επισημάνουμε ότι δεν είναι κατ' ανάγκη τα συμπεριφοριστικά χαρακτηριστικά που εξηγούν τις διαφορές στην απόδοση μεταξύ της ελληνικής και της γερμανικής οικονομίας. Αυτό μπορεί να οφείλεται στον τρόπο που οι διαφορετικές εσωτερικές οικονομικές πολιτικές προσδιορίζουν τη σχετική ελκυστικότητα της κατανάλωσης και των επενδύσεων σε κάθε χώρα.

Από την ταύτιση του συνολικού εισοδήματος γνωρίζουμε ότι το εθνικό εισόδημα προσδιορίζεται από τη συνολική δαπάνη. Γνωρίζουμε επίσης ότι το σύνολο των δαπανών καθορίζεται από τις αποφάσεις των νοικοκυριών για την κατανάλωση, τον επιχειρηματικό επενδυτικό τομέα, τις κυβερνητικές δαπάνες μετά την αφαίρεση των φόρων και τις καθарές εξαγωγές. Συνήθως, ο τομέας των νοικοκυριών θεωρείται ότι είναι καθαρός αποταμιευτής, ξοδεύοντας λιγότερο από το εισόδημα, ενώ ο επιχειρηματικός τομέας είναι καθαρός δανειολήπτης, δαπανώντας σε επενδύσεις περισσότερο από ό, τι αποκομίζει σε κέρδη (αν και αυτό προφανώς δεν ισχύει στην περίπτωση των ΗΠΑ για την πρόσφατη περίοδο!). Αλλά ανεξάρτητα από την ισορροπία μεταξύ νοικοκυριών και επιχειρήσεων, ο συνολικός ιδιωτικός τομέας (νοικοκυριά και επιχειρήσεις) δεν μπορεί να έχει καθαρή αποταμίευση μεγαλύτερη από το καθαρό έλλειμμα του δημοσίου τομέα συν το καθαρό ισοζύγιο του τομέα των εξωτερικών συναλλαγών. Ενώ όλοι ξέρουμε (ίσως και από προσωπική εμπειρία;) ότι κάθε ατομική οικονομική μονάδα μπορεί να δαπανά περισσότερο από ό, τι κερδίζει, αυτό δεν ισχύει για την οικονομία ως σύνολο χωρίς κάποια προσαρμογή σε έναν άλλον τομέα ή στο επίπεδο του εισοδήματος. Αυτή είναι η βάση για το επιχείρημα που δόθηκε προηγουμένως. Είναι ένα απλό παράγωγο του κενυσιανικού ορισμού της συνολικής ζήτησης:

$$Y = C + I + (G - T) + (X - M)$$

$$C = Y - S \text{ έτσι } Y = (Y - S) + I + (G - T) + (X - M) \text{ ή}$$

$$0 = (I - S) + (G - T) + (X - M)$$

Έτσι, μπορούμε να εξάγουμε την καθαρή θέση κάθε δεδομένου τομέα από τη βάση της συμπεριφοράς των άλλων δύο τομέων—για παράδειγμα,  $(S - I) = (G - T) + (X - M)$ .

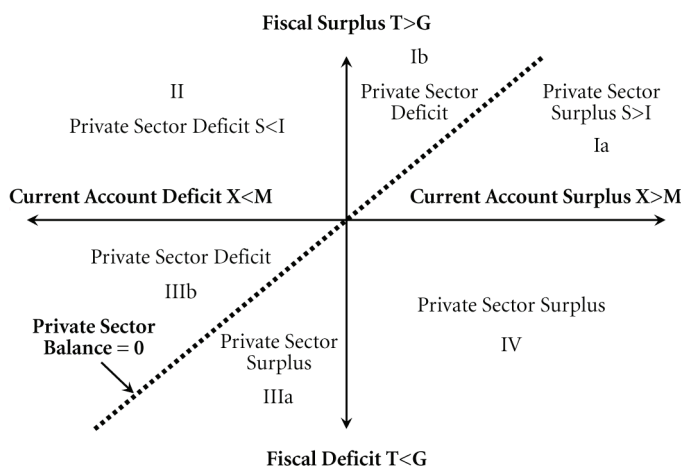
Η ικανότητα του ιδιωτικού τομέα να αποπληρώσει το χρέος θα απαιτήσει την απόκτηση χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού προκειμένου να κάνει απόσβεση του χρέους που εκκρεμεί. Αυτό σημαίνει ότι το εισόδημα του ιδιωτικού τομέα θα πρέπει να



υπερβαίνει τις δαπάνες και  $S > I$ . Αυτό με τη σειρά του θα απαιτήσει ότι η δεξιά πλευρά της εξίσωσης  $(S - I) = (X - M) - (T - G)$  πρέπει να είναι θετική. Την ίδια στιγμή, εάν ο δημόσιος τομέας πρέπει να είναι επίσης σε θέση να αποπληρώσει το χρέος, θα πρέπει τότε να συλλάβει μέρος των αποταμιεύσεων αυτού του ιδιωτικού τομέα, πράγμα που σημαίνει ότι  $(T > G)$ . Έτσι, προκειμένου για τη δεξιά πλευρά της εξίσωσης να είναι θετική με το δημόσιο τομέα να τρέχει δημοσιονομικό πλεόνασμα,  $(X - M) > (T - G)$ .

Το επιχείρημα αυτό μπορεί να αναπαρασταθεί γραφικά χρησιμοποιώντας το μοντέλο που πρότεινε ο Robert Parenteau του MacroStrategy Edge και του Ινστιτούτου Οικονομικών Levy. Στο Σχήμα 1, η διαγώνιος γραμμή αντιπροσωπεύει μια θέση μηδενικής καθαρής αποταμίευσης για τον ιδιωτικό τομέα και οι άξονες αντιπροσωπεύουν τις αξίες του δημοσιονομικού ισολογισμού και την εξωτερική ισορροπία.

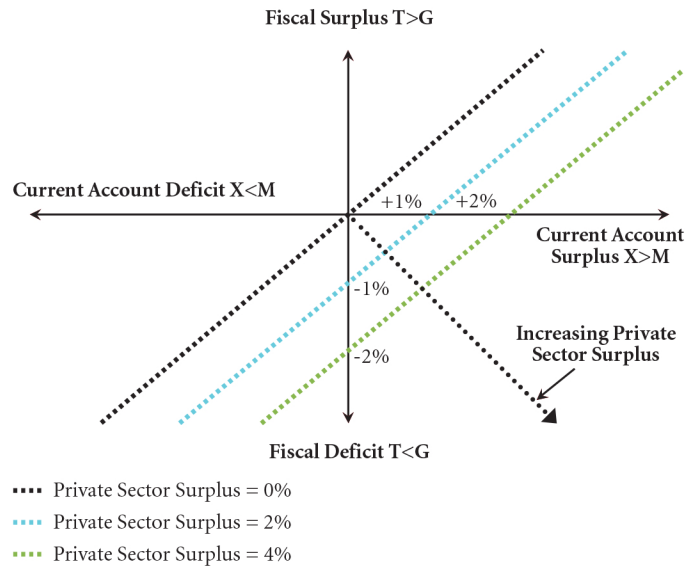
**Figure 1**



Το τεταρτημόριο IV δείχνει τις θέσεις για τους άλλους δύο τομείς που παράγουν πλεόνασμα του ιδιωτικού τομέα, όπως και οι τομείς Ia και IIIa. Εάν μια χώρα πρόκειται να αποπληρώσει το χρέος, τότε και ο ιδιωτικός και ο κρατικός τομέας πρέπει να τρέχουν πλεόνασμα. Έτσι, μας ενδιαφέρει ο τομέας Ia, όπου ο ιδιωτικός τομέας δείχνει καθαρές αποταμιεύσεις.

Αλλά εάν ο δημόσιος τομέας πρόκειται να είναι επίσης πλεονασματικός, πρέπει να εντοπίσουμε τις περιοχές του αυξανόμενου δημοσιονομικού πλεονάσματος, όπως δίνεται στο σχήμα 2. Όλες αυτές οι θέσεις βρίσκονται στον τομέα Ia, και η προϋπόθεση γι' αυτό είναι ότι το εξωτερικό πλεόνασμα πρέπει να είναι μεγαλύτερο από το κυβερνητικό πλεόνασμα. Αυτό σημαίνει ότι  $(X - M) > (T - G)$ —εάν ο δημόσιος θα πρέπει επίσης να είναι σε θέση να απομολχεύσει μέσω ενός δημοσιονομικού πλεονάσματος  $(T > G)$ . Έτσι, εάν πρόκειται να έχουμε εγχώρια αποταμίευση χωρίς μείωση του επιπέδου του εισοδήματος, ο εξωτερικός τομέας μετατρέπεται σε έναν καθοριστικό παράγοντα.

Figure 2



Οι ίδιες σχέσεις μπορεί να απεικονιστούν με τη λήψη της δημοσιονομικής ισορροπίας ως εξαρτημένη μεταβλητή. Αυτό φαίνεται στις γραφικές παραστάσεις 3 και 4. Όπως είπαμε, η σχετική περιοχή για να έχουν πλεόνασμα τόσο ο κυβερνητικός όσο και ο ιδιωτικός τομέας—δηλαδή, για να είναι σε θέση να αποπληρωθεί το χρέος—βρίσκεται στον τομέα Ia. Τα διαγράμματα, συνεπώς, επιβεβαιώνουν το αποτέλεσμα ότι η ικανότητα να δημιουργηθεί εξωτερικό πλεόνασμα είναι ζωτικής σημασίας για την ικανότητα των ιδιωτικών και κρατικών τομέων να αποπληρώσουν το χρέος. Εφόσον το εξωτερικό ισοζύγιο είναι η κατοπτρική εικόνα του καθαρού υπολοίπου των ιδιωτικών και κρατικών τομέων των ξένων εμπορικών τους εταίρων, η εγχώρια προσαρμογή ώστε να μπορούν οι οφειλέτες να εξοφλήσουν πλήρως τους πιστωτές μπορεί να πραγματοποιηθεί μόνο με τη συνεργασία των εμπορικών εταίρων των οφειλετών. Στην περίπτωση της ΕΕ και της Ελλάδας, ο πιο σημαντικός «εξωτερικός» τομέας είναι η υπόλοιπη ΕΕ—κυρίως η Γερμανία! Έτσι, ενώ η Ελλάδα θα μπορούσε θεωρητικά να παράγει πλεόνασμα στους δημοσιονομικούς και ιδιωτικούς τομείς χωρίς γερμανική συμμετοχή, αυτό θα ήταν εφικτό μόνο εάν η Ελλάδα ήταν σε θέση να τρέξει ένα αρκετά μεγάλο πλεόνασμα με τον υπόλοιπο κόσμο εκτός ΕΕ. Αυτό όμως δεν είναι διόλου πιθανό, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα και χωρίς προσαρμογή στην συναλλαγματική ισοτιμία. Ως εκ τούτου, η θέση που αντιμετωπίζει η Ελλάδα, αλλά και άλλες χώρες της περιφέρειας στην ΕΕ, μοιάζει με την κατάσταση που απεικονίζει η γραφική παράσταση 5 και η οποία αντανάκλα το όριο του -3% του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης για την δημοσιονομική ισορροπία.



Figure 3

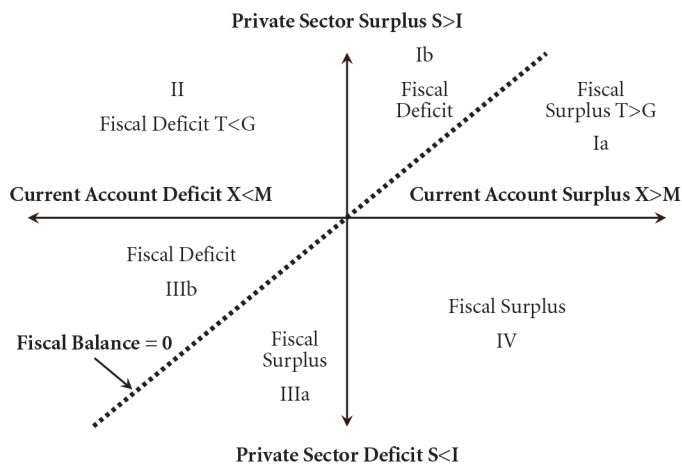


Figure 4

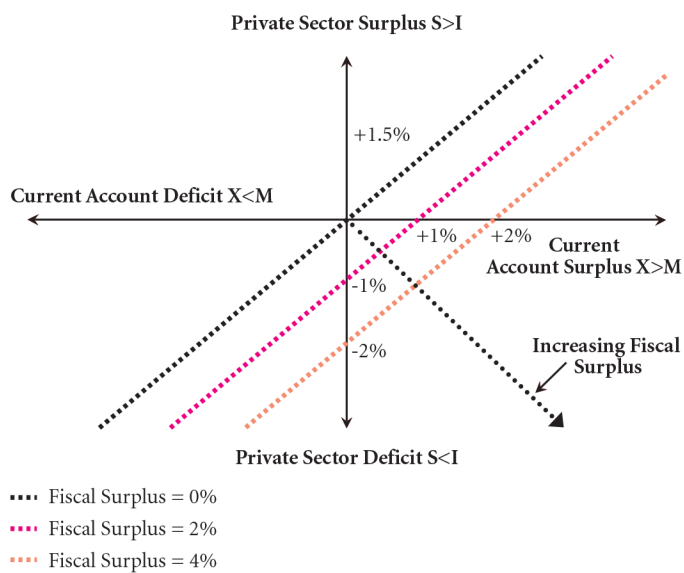
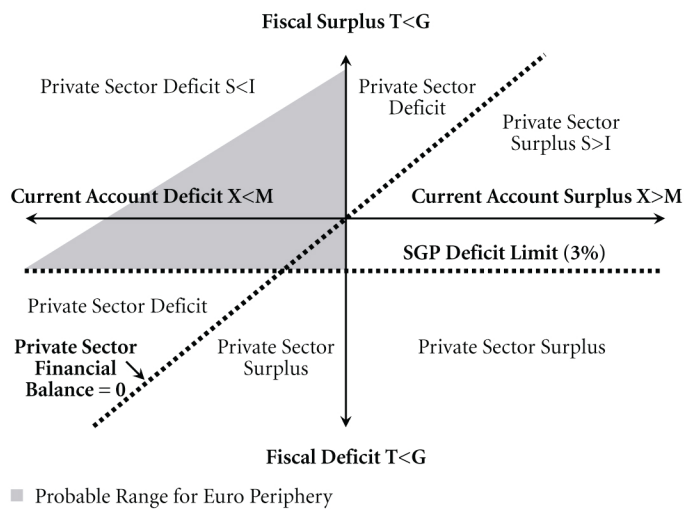


Figure 5



Συνεπώς, με δεδομένη την αδυναμία για βελτίωση της εξωτερικής ανταγωνιστικότητας στο βραχυπρόθεσμο χρονικό διάστημα, είναι αδύνατο να έχουμε πλεόνασμα τόσο στην οικονομική ισορροπία του ιδιωτικού όσο και του δημοσίου τομέα. Εάν ο δημόσιος τομέας πρόκειται να αποπληρώσει το δημόσιο χρέος, ο ιδιωτικός τομέας θα πρέπει να τρέξει έλλειμμα. Από την άλλη μεριά, εάν ο ιδιωτικός τομέας πρέπει να έχει πλεόνασμα, τότε το φάσμα των πιθανών εκβάσεων μειώνεται στο μικρό τρίγωνο που συνορεύει με το όριο του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Φαίνεται απίθανο ότι ο ιδιωτικός τομέας θα είναι σε θέση να τρέξει ελλείμματα εάν είναι ήδη υπερχρεωμένος και προσπαθεί να αποπληρώσει χρέος. Αυτό είναι το αίνιγμα που αντιμετωπίζει η Ελλάδα και από εκεί πηγάζει η εκτίμηση ότι η χώρα δεν μπορεί να ανταποκριθεί στις εξωτερικές χρεωστικές υποχρεώσεις της με βάση μόνο τα μέτρα εσωτερικής οικονομικής πολιτικής.

Τώρα, ακριβώς όπως είναι ανάρμοστο να επεκταθεί η ανάλυση των δημοσιονομικών περιορισμών του νοικοκυριού στη συνολική οικονομία, είναι επίσης ανάρμοστο να επεκταθεί στην ανάλυση της κρατικής φερεγγυότητας στο διεθνές επίπεδο. Εν ολίγοις, μπορεί πραγματικά να ισχύει ότι οι πολιτικές των ξένων κυβερνήσεων αποτελούν κύριο καθοριστικό παράγοντα για την απόδοση μιας εθνικής οικονομίας. Αυτό ήταν το συμπέρασμα που κατέληξε ο Κέυνς στην εργασία του για τις γερμανικές μεταπολεμικές επανορθώσεις. Η Γερμανία θα μπορούσε να ξεπληρώσει τους Συμμάχους μόνο αν οι Σύμμαχοι ήταν πρόθυμοι να ενισχύσουν τα επίπεδα της κατανάλωσής τους με γερμανικά προϊόντα. Η λύση που τελικά υιοθετήθηκε απέναντι στη Γερμανία—αύξηση του βραχυπρόθεσμου ιδιωτικού δανεισμού αντί αύξηση στις εισαγωγές των γερμανικών προϊόντων—έθεσαν τις βάσεις τόσο για την κατάρρευση του χρηματιστηρίου των ΗΠΑ το 1929 όσο και για την άνοδο του φασισμού στη Γερμανία.

Έτσι, η συμπεριφορά των πιστωτών είναι εξίσου σημαντική όσο και οι πολιτικές των οφειλετών—εάν το χρέος πρόκειται να αναδιαρθρωθεί με ένα σταθερό επίπεδο εισοδήματος. Εάν οι πιστωτές της Ελλάδας θέλουν να εξοφληθούν, οι χώρες της ευρωζώνης με θετικό εθνικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών έχουν την επιλογή να πίνουν περισσότερη ρετσίνα ή να δανείζουν στην Ελλάδα αρκετά χρήματα για να εξυπηρετεί το χρέος της.

Ωστόσο, υπάρχει μια πιθανή λύση μέσω του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών: η εξαγωγή ελλήνων εργαζομένων που θα οδηγήσει σε αρκετά αυξημένα επίπεδα μετανάστευσης και θα παράγει μια ροή εμβασμάτων που θα επαρκεί για την κάλυψη της εξυπηρέτησης του χρέους. Με δεδομένο το γεγονός ότι κατ' ουσίαν υπάρχει ελεύθερη διακίνηση εργατικού δυναμικού μέσα στην ΕΕ, αυτό θα μπορούσε να ήταν μια βιώσιμη λύση για την κρίση του ευρώ. Η Γερμανία θα είχε τότε να αντιμετωπίσει την επιλογή να αποδεκτεί ζημίες στο ελληνικό χρέος ή να επιτρέψει απεριόριστη μετανάστευση από την Ελλάδα.

Εν απουσία αυτής της λύσης, η ανταπόκριση είναι αυτή που έχει χρησιμοποιηθεί για τη Γερμανία μετά τον Πρώτο Παγκόσμιο Πόλεμο: επίσημη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση.

## Η λύση για την ευρω-κρίση είναι η Γερμανία, όχι η Ελλάδα

Μόνο μια κοινή λύση μπορεί να δώσει τέλος στα προβλήματα της ευρωζώνης. Εξετάστε τις πολιτικές που εισήγαγε η γερμανική κυβέρνηση μετά την επανένωση το 1990 (βλέπε Kregel 1999). Η αύξηση των μισθών περιορίστηκε σε χαμηλότερο επίπεδο από την αύξηση της παραγωγικότητας και το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος μειώθηκε. Ο πληθωρισμός έπεσε σε χαμηλότερα επίπεδα απ' ότι στην υπόλοιπη ευρωζώνη, προκαλώντας ουσιαστικά μια υποτίμηση στις γερμανικές εξαγωγές. Αυτό ισοδυναμεί με μια έμμεση επιδότηση για τα κέρδη των εξαγωγέων και τις εξαγωγικές πωλήσεις και με φόρο στην κατανάλωση. Ενώπιον του χαμηλού πληθωρισμού που επικρατεί γενικά στην ΕΕ, τα επιτόκια που καθορίζονται από την ΕΚΤ με βάση τον μέσο όρο του ποσοστού του πληθωρισμού της ευρωζώνης παράγουν ουσιαστικά υψηλά πραγματικά επιτόκια που κατά συνέπεια επιβραβεύουν περαιτέρω την αποταμίευση. Ως αποτέλεσμα αυτών των πολιτικών, το δημόσιο έλλειμμα της Γερμανίας μειώθηκε (καθώς μειώθηκαν τα έξοδα για την ενοποίηση) και το πλεόνασμα του ισοζυγίου των εξωτερικών συναλλαγών της αυξήθηκε, ενισχύοντας το γερμανικό επιτόκιο ταμιευτηρίου. Με ένα μειωμένο δημόσιο έλλειμμα, η εξωτερική θέση έπρεπε να το υπερκαλύψει, ειδικά ο ρυθμός ανάπτυξης θα είχε μειωθεί—που στην πραγματικότητα είναι αυτό που συνέβη. Το αποτέλεσμα είναι η αύξηση του γερμανικού ΑΕΠ που υπερβαίνει το ποσοστό αύξησης της κατανάλωσης και αυξανόμενα ποσοστά αποταμίευσης. Θα πρέπει να είναι προφανές ότι αυτό το αποτέλεσμα είναι ανεξάρτητο από το εάν ή όχι οι Γερμανοί είναι πιο φειδωλοί από τους Έλληνες, είτε εθνικά ή πολιτισμικά. Οι Γερμανοί απλά ανταποκρίθηκαν σε συγκεκριμένα κίνητρα οικονομικής πολιτικής που θεσπίστηκαν προκειμένου να πληρώσουν το κόστος για την επανένωση.

Αλλά μέσα σε μια νομισματική ένωση όπως το ευρώ, αυτή η εγχώρια πολιτική σημαίνει ότι η Γερμανία πρέπει να είναι καθαρός δανειστής προς τον υπόλοιπο κόσμο, και ιδίως προς την υπόλοιπη Ευρωπαϊκή Ένωση, στο βαθμό που έχει θετικό ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών εντός της ΕΕ, κάτι που τυχάνει να είναι και η πραγματικότητα στην συγκεκριμένη περίπτωση. Και ακριβώς αυτό είναι που έχει συμβεί. Οι Γερμανικές τράπεζες δανείζουν στην ελληνική κυβέρνηση και σε ιδιωτικούς δανειστές προκειμένου να έχουν ελλείμματα και να αγοράζουν εισαγόμενα αγαθά, πολλά εκ των οποίων προέρχονται από τη Γερμανία. Το αποτέλεσμα: ελληνικά δημοσιονομικά και εξωτερικά ελλείμματα, που παρήγαγαν ποσοστό ανάπτυξης του εισοδήματος χαμηλότερο από το ποσοστό ανάπτυξης της κατανάλωσης, χαμηλή αναλογία αποταμιεύσεων, και αυξανόμενη αναλογία χρέους. Δεν αποτελεί συνεπώς έκπληξη ότι οι γερμανικές (και οι γαλλικές) τράπεζες ήταν ιδιαίτερα εκτεθειμένες σε έλληνες δανειολήπτες. Αλλά εάν η Ελλάδα χρεοκοπήσει, τότε τα δάνεια στην Ελλάδα γίνονται προβληματικά και δεν θα αποπληρωθούν στο ακέραιο τους και η θέση των γερμανικών τραπεζών θα είναι ίδια με αυτή των αμερικανικών τραπεζών κατά τη διάρκεια της κρίσης χρέους στη Λατινική Αμερική. Αυτός είναι ο λόγος που η ΕΕ έχει επιμένει στο ότι πρέπει να αποπληρώσει η Ελλάδα το χρέος της στο ακέραιο—για να προστατέψει το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Αλλά αυτό δεν σημαίνει ότι οι Έλληνες είναι περισσότερο σπάταλοι και οι Γερμανοί είναι ολιγαρκείς. Είναι το μείγμα πολιτικής που τους κάνει έτσι, όχι κάποιο ενδογενές πολιτιστικό χαρακτηριστικό. Το πραγματικό κόστος μιας πιθανής χρεοκοπίας θα το επωμιστούν οι τράπεζες που δάνεισαν. Αναγνωρίζοντας αυτήν την πραγματικότητα, θα ήταν πιο αποτελεσματικό για την γερμανική κυβέρνηση απλά να αποζημιώσει τις δικές

της τράπεζες—ακριβώς όπως έγινε με τις ανατολικογερμανικές τράπεζες στην διαδικασία της επανένωσης.

Το συμπέρασμα αυτό αντικατοπτρίζει απλά τις αυξανόμενες ενδείξεις στους κύκλους της οικονομικής πολιτικής ότι οι χώρες με υποτιμημένα νομίσματα έχουν υψηλότερους ρυθμούς αύξησης του εισοδήματος από τα ποσοστά αύξησης της κατανάλωσης, και ως αποτέλεσμα έχουν υψηλά ποσοστά αποταμίευσης (βλ., π.χ., Frenkel ή Bresser-Pereira). Η Κίνα δεν είναι το μοναδικό παράδειγμα αυτού του φαινομένου. Η Αργεντινή μετά την κρίση είναι επίσης ένα παράδειγμα, όπως ήταν οι περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες κατά τη διάρκεια της μεταπολεμικής ανάκαμψής τους. Ο Angus Maddison, ο μάγος των εθνικών λογιστικών ανάπτυξης, πίστευε ότι μια υποτιμημένη συναλλαγματική ισοτιμία αποτελεί προϋπόθεση για την ανάπτυξη. Αλλά για κάθε υποτιμημένο νόμισμα πρέπει να υπάρχει ένα υπερτιμημένο νόμισμα, γεγονός που υποδηλώνει ότι η «συμπεριφορά» των GIPS (Ελλάδα, Ιταλία, Πορτογαλία και Ισπανία) δεν είναι περισσότερο συνυφασμένη με την κουλτούρα τους απ' ό, τι το γεγονός ότι το ΑΕΠ της ΕΕ καταφέρνει να αναπτύσσεται με θετικό ρυθμό παρά την γερμανική πολιτική. Και είναι η άρνηση της Γερμανίας να συνεργαστεί στο πλαίσιο μιας συλλογικής πολιτικής που επιβάλλει την αντίθετη συμπεριφορά στους εμπορικούς εταίρους της ευρωζώνης.

### **Εάν η Γερμανία δεν επιθυμεί τη Συνεργατική Λύση**

Όπως έχει ήδη σημειωθεί, εκτός κι αν η Γερμανία είναι πρόθυμη να συνεργαστεί με τους όρους της εσωτερικής πολιτικής, δεν υπάρχει τίποτα που να μπορεί να κάνει η Ελλάδα για να αλλάξει τη συμπεριφορά της. Η Ελλάδα δεν μπορεί να προσαρμόσει την συναλλαγματική της ισοτιμία και να παραμείνει στην ευρωζώνη. Θα μπορούσε να επιχειρήσει τη μείωση των πραγματικών μισθών κάτω από το ρυθμό αύξησης της παραγωγικότητας, αλλά αυτό θα πρέπει να είναι σε ποσοστό υψηλότερο από εκείνο που εφαρμόζεται στη Γερμανία και θα προκαλούσε μείωση όχι μόνο στη ζήτηση και στην κατανάλωση αλλά επίσης στην αποταμίευση. Θα μείωνε επίσης την αποταμίευση στη Γερμανία, εφόσον ο ρυθμός ανάπτυξης της θα μειωνόταν επίσης λόγω της μείωσης του καθαρού εξωτερικού πλεονάσματος. Η Γερμανία μπορεί να συνεχίσει με την ίδια συμπεριφορά που έχει επιδείξει μόνο με την ανακάλυψη εξαγωγικών αγορών έξω από την ευρωζώνη, που είναι αυτό που συνέβη καθώς η Γερμανία αύξησε τις εξαγωγές προς την Κίνα. Σε τελική ανάλυση, η Ελλάδα δεν μπορεί να εξοφλήσει το χρέος της χωρίς αναδιάρθρωση του χρέους ή μια μεταβολή στην εγχώρια πολιτική της Γερμανίας. Η λύση για την ευρω-κρίση εξαρτάται από τη γερμανική οικονομική πολιτική, όχι από τον πολιτιστικό χαρακτήρα του ελληνικού λαού.

Πολλοί έχουν υποστηρίξει ότι το πρόβλημα που αντιμετωπίζει το ευρώ είναι η απουσία είτε μιας δημοσιονομικής πολιτικής σε επίπεδο ευρωπαϊκής ένωσης ή ενός «ευρωμόλογου.” Αλλά αυτό δεν επαρκεί για την επίλυση των δυσκολιών εκτός κι αν καταργηθεί επίσης η δυνατότητα των εθνικών κυβερνήσεων να καθορίζουν την εθνική δημοσιονομική, μισθολογική, βιομηχανική και χρηματοοικονομική πολιτική. Αυτό δεν φαίνεται πιθανό, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα ή μεσοπρόθεσμα. Από την άλλη πλευρά, η εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος έχει δικαιολογηθεί με βάση το μύθο ότι θα μετριάσει τον αντίκτυπο της γερμανικής εσωτερικής πολιτικής στην υπόλοιπη ΕΕ με την εξάλειψη των επιπτώσεων της αστάθειας της συναλλαγματικής ισοτιμίας και την ανάγκη της

διατήρησης αποθεματικών προκειμένου να σταθεροποιηθούν οι συναλλαγματικές ισοτιμίες. Ωστόσο, με το ευρώ να διατίθεται από την ΕΚΤ, αντί από τις εθνικές κυβερνήσεις της ΕΕ, ο μόνος τρόπος που οι εθνικές κυβερνήσεις μπορούν να προστατευθούν από τις κρίσεις χρέους είναι με το να τρέχουν ένα ενδοκοινοτικό πλεόνασμα ή ένα μόνιμο δημοσιονομικό πλεόνασμα. Κάτω από το ευρώ, οι κρίσεις χρέους απλά αντικατέστησαν τις κρίσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών και τα κυβερνητικά πλεονάσματα έχουν αντικαταστήσει τα ξένα συναλλαγματικά αποθέματα. Ο μόνος τρόπος με τον οποίο το ευρώ μπορεί να παράγει θετικό ρυθμό ανάπτυξης είναι εάν κάθε έθνος έχει ένα επιπλέον ευρωζωνικό πλεόνασμα. Το ευρώ είναι ως εκ τούτου προορισμένο να παράγει αποπληθωριστικές επιπτώσεις, είτε στην ευρωζώνη ή στον υπόλοιπο κόσμο—αν όχι και στα δύο.

### **Η δύσκολη θέση των ΗΠΑ**

Η λύση για τη Μεγάλη Οπισθοχώρηση που προκάλεσε η κρίση των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου στις Ηνωμένες Πολιτείες είναι παρόμοια. Η αποτυχία παροχής οποιασδήποτε βοήθειας προς τα νοικοκυριά που έχουν αρνητική καθαρή παρούσα αξία στις κατοικίες τους, ή που δεν μπορούν να ανταποκριθούν στην εξυπηρέτηση των επιτοκίων στις υποθήκες τους, σημαίνει ότι θα πρέπει να μειώσουν την κατανάλωση σε μια προσπάθεια να αυξήσουν την αποταμίευση για να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις πληρωμών που έχουν. Εάν την ίδια στιγμή ο ιδιωτικός επιχειρηματικός τομέας προσαρμοστεί στην κρίση μέσω της μείωσης του κόστους για αύξηση του ποσοστού κέρδους (που έχει ήδη γίνει), ο συνολικός ιδιωτικός τομέας προσπαθεί να τρέξει πλεόνασμα. Την ίδια στιγμή, εάν το Κογκρέσο επιμένει ότι το δημόσιο χρέος που δημιουργήθηκε για τη διάσωση των αφερέγγυων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων πρέπει να αποπληρωθεί με την εμφάνιση πλεονασμάτων στον προϋπολογισμό, τότε και οι δυο τομείς μπορούν να επιτύχουν αυτό το αποτέλεσμα μόνο εάν υπάρχει ένα αντισταθμιστικό εξωτερικό πλεόνασμα. Ωστόσο, υπό τις σημερινές διεθνείς συνθήκες αυτό φαίνεται απίθανο. Το ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών θα παραμείνει αρνητικό. Ως εκ τούτου, ούτε ο δημόσιος τομέας ούτε ο ιδιωτικός τομέας δεν θα μπορέσει να πετύχει τους στόχους του. Εάν ο δημόσιος τομέας καταφέρει να εισαγάγει έναν προϋπολογισμό που παράγει πλεόνασμα, τότε ο ιδιωτικός τομέας θα δει να μπαίνουν σε πτωτική τροχιά τα κέρδη, η απασχόληση και τα εισοδήματα. Αυτό θα καταστήσει ακόμα πιο δύσκολο για τα νοικοκυριά την προσπάθεια να ανταποκριθούν στις δεσμεύσεις του χρέους τους δεδομένου ότι όλο και περισσότερα από αυτά δεν θα έχουν καθόλου εισόδημα, καθιστώντας αδύνατη την αποταμίευση. Η κρίση χρέους είναι προφανές ότι δεν έχει τελειώσει, ούτε εντός του ιδιωτικού τομέα στις ΗΠΑ ή εντός του δημοσίου τομέα της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

### **Σημείωση**

Εκδοχές αυτού του κειμένου παρουσιάστηκαν στα workshops «Εληξε η κρίση χρέους;» του Universidad Autonoma Metropolitana, Πόλη του Μεξικού, Μεξικό, 11 Ιουλίου, 2011, και «Πόνζι, χρηματοοικονομικά, δημόσιο χρέος και χρηματοοικονομική κρίση: Η ευρωπαϊκή περίπτωση και πως να αποτραπεί από το να επαναληφθεί», Associazione P. Sylos Labini, IVIE, και το Ίδρυμα Ford, Βαλένθια, Ισπανία, 29 Σεπτεμβρίου 2011. Ο

Mario Tonveronachi και ο Etelberto Ortiz Cruz, καθώς και άλλοι συμμετέχοντες στα workshops, παρείχαν χρήσιμα σχόλια για αναθεώρηση.

### **Πηγές**

Bresser-Pereira, L. C. 2008. "The Tendency to the Overvaluation of the Exchange Rate." Manuscript, November 3.

Frenkel, R., and M. Rapetti. 2008. "Five Years of Competitive and Stable Real Exchange Rate in Argentina, 2002–2007." *International Review of Applied Economics* 22, no. 2.

Kregel, J. A. 1999. "Currency Stabilization through Full Employment: Can EMU Combine Price Stability with Employment and Income Growth?" *Eastern Economic Journal* 25, no. 1 (Winter).

Ocampo, J. A., J. Kregel, and S. Griffith-Jones, eds. 2007. *International Finance and Development*. London: Zed Books.

Valente, M. 2000. "IMF Attributes Crisis to 'Social Pathology.'" Inter Press Service, September 27, 2000.