



Επιστημονική Εργασία υπό Εξέλιξη (Working Paper) No. 693

Η Ευρωζώνη σε κρίση καθώς η παγκόσμια κατάρρευση ανεβάζει ταχύτητα

**Των
Δημήτρη Β. Παπαδημητρίου και L. Randall Wray
Ινστιτούτο Οικονομικών Levy**

Οκτώβριος 2011

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

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

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

Copyright © Levy Economics Institute 2011 All rights reserved

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Ένα ακόμα επιπλέον σχέδιο διάσωσης για την ευρωπαϊκή νομισματική ένωση κατευθύνεται μέσω κεντρικής Ευρώπης, αλλά κανείς δεν είναι αρκετά ανόητος να πιστέψει ότι είναι αρκετό. Ο Υπουργός Οικονομικών της Ελλάδας δήλωσε, με βάση κάποιες αναφορές, ότι η χώρα του δεν μπορεί να εξυπηρετήσει το χρέος της και άφησε να εννοηθεί ότι μια διαγραφή ύψους 50% είναι πιθανή. Αυτό, όμως, θα ήταν απλά η αρχή καθώς άλλες υπερχρεωμένες χώρες θα ακολουθήσουν τον ίδιο δρόμο. Όλες οι μεγάλες ευρωπαϊκές τράπεζες θα δεχτούν χτύπημα — και το ίδιο θα συμβεί και στην αμερικανική αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων, αξίας 3 τρις εκατομμυρίων δολαρίων, όπου περίπου το ήμισυ της συνολικής αξίας αυτών των κεφαλαίων έχουν επενδυθεί σε ευρωπαϊκές τράπεζες. Προσθέστε και τις άλλες αμερικανικές τράπεζες που είναι εκτεθειμένες στην Ευρώπη και έχουμε ένα πιθανό χτύπημα στο συνολικό χρηματοοικονομικό σύστημα των ΗΠΑ.

Πρώτα συνοψίζουμε την κατάσταση στην Ευρωζώνη. Το κύριο επιχείρημά μας θα είναι ότι το πρόβλημα δεν οφείλεται σε άσωτες δαπάνες από μερικές χώρες, αλλά στην αρχιτεκτονική της ίδιας της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης. Στρέφουμε ύστερα την προσοχή μας στα προβλήματα των ΗΠΑ, αξιολογώντας την πιθανότητα μιας επιστροφής στη χρηματοοικονομική κρίση και στην οικονομική υποχώρηση. Καταλήγουμε ότι δύσκολοι καιροί βρίσκονται μπροστά μας και πως υπάρχει υψηλή πιθανότητα ότι μια άλλη κατάρρευση θα πυροδοτηθεί από γεγονότα και εξελίξεις στην Ευρωζώνη ή στις Ηνωμένες Πολιτείες. Ολοκληρώνουμε με μια αξιολόγηση των πιθανών τρόπων για να βγούμε από την κρίση. Δεν είναι δύσκολο να διατυπωθούν απλές οικονομικές και τεχνικές πολιτικές λύσεις για τις ΗΠΑ και για την Ευρωζώνη. Το πραγματικό εμπόδιο είναι πολιτικό — και, δυστυχώς, η κατάσταση χειροτερεύει γρήγορα στην Ευρώπη. Μπορεί να είναι ήδη πολύ αργά.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ένα ακόμα σχέδιο διάσωσης για την ευρωπαϊκή νομισματική ένωση κατευθύνεται μέσω κεντρικής Ευρώπης, αυξάνοντας το συνολικό ποσό της έως τώρα συνολικής χρηματοδότησης σε ένα ποσό που ισοδυναμεί με 600 δις δολάρια. Η Γερμανία συμφώνησε να αυξήσει τη συνεισφορά της στο ταμείο με περισσότερα από 100 δις δολάρια. Κανείς δεν είναι αρκετά ανόητος να θεωρήσει ότι αυτά είναι αρκετά.

Ο Υπουργός Οικονομικών της Ελλάδας, σύμφωνα με τις υπάρχουσες πληροφορίες, είπε ότι το έθνος του δεν μπορεί να συνεχίσει να εξυπηρετεί το χρέος και υπαινίχθηκε ότι μια διαγραφή της τάξεως του 50% είναι πιθανή. Το δημόσιο χρέος της Ελλάδας είναι 350 δις εκατομμυρια ευρώ, έτσι οι απώλειες στους κατόχους του θα ήταν 175 δις εκατομμυρια ευρώ. Εντούτοις, αυτή θα ήταν απλά η αρχή.

Ο Νουριέλ Ρουμπινί έχει υποστηρίξει ότι η κρίση θα διαδοθεί από την Ελλάδα και θα αυξήσει την πιθανότητα ότι τόσο η Ιταλία όσο και η Ισπανία θα οδηγηθούν σε έξοδο από το ευρώ, εκτός κι αν οι ευρωπαίοι ηγέτες αυξήσουν κατά πολύ τα διαθέσιμα κεφάλαια για διασώσεις. Η εφημερίδα *The Sunday Telegraph* έχει προτείνει ότι θα χρειαστούν 1.75 τρις εκατομμυρια στερλίνες (Hennessy 2011). Για να καταλάβουμε για τι μιλάμε, το σχέδιο διάσωσης των ΗΠΑ για το χρηματοοικονομικό τους σύστημα μετά από το 2008 ήταν 29 τρις εκατομμυρια δολάρια. Το ποσό των 1.75 τρις εκατομμυρια στερλινών θα αποδειχθεί σίγουρα ευσεβής πόθος εάν το χρέος καταρρεύσει. Όλες οι μεγάλες ευρωπαϊκές τράπεζες θα χτυπηθούν άσχημα, καθώς και η αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων των ΗΠΑ. Προσθέστε και άλλες αμερικανικές τράπεζες που έχουν εκτεθεί στην Ευρώπη και έχουμε ένα πιθανό χτύπημα στο σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος των ΗΠΑ. (Αυτό πιθανώς να εξηγεί γιατί οι ΗΠΑ έχουν ξαφνικά εκδηλώσει έντονο ενδιαφέρον για την Ευρωζώνη, με την FED να αυξάνει τον δανεισμό σε ευρωπαϊκούς χρηματοοικονομικούς οργανισμούς).

Η χρηματοοικονομική καταιγίδα θα πλήξει άμεσα και τις Ηνωμένες Πολιτείες. Οι τιμές των commodities ξεκίνησαν την αναπόφευκτη προς τα κάτω τροχιά τους καθώς σπάει η μεγαλύτερη κερδοσκοπική φούσκα στην ανθρώπινη ιστορία. Οι πτώσεις των τιμών θα οδηγήσουν σε όχληση για κάλυψη ελάχιστου περιθωρίου, αναγκάζοντας τους κερδοσκόπους να πουλήσουν όχι μόνο commodities, αλλά άλλα «μη συσχετιζόμενα» περιουσιακά στοιχεία, όπως κοινές μετοχές.

Ο κτηματομεσιτικός τομέας των ΗΠΑ βρίσκεται σε διαρκή πτώση και δεν διαφαίνεται τέλος στην κρίση του. Νέες θέσεις απασχόλησης δεν δημιουργούνται, και τα πιο πρόσφατα στοιχεία του ΑΕΠ εμφανίζουν αύξηση μόλις άνω του 1% σε ετήσια βάση. Ενώ υπάρχουν μερικές ανακατατάξεις στην Ουάσιγκτον, η κατάσταση παραλυσίας που σχεδόν επικρατεί γύρω από τον προϋπολογισμό εγγυάται ότι οποιαδήποτε

πακέτα στήριξης της οικονομίας κι αν διαμορφωθούν θα είναι ωστόσο υποχρηματοδοτούμενα. Εν τω μεταξύ, οι πολιτειακές και τοπικές κυβερνήσεις συνεχίζουν να πετσοκόβουν τους προϋπολογισμούς τους, ζαλισμένες καθώς είναι από την κατρακύλα των φορολογικών εσόδων.

Ενώ οι πωτικές τιμές του πετρελαίου θα δώσουν κάποια ανακούφιση στους ιδιοκτήτες κατοικιών, μόλις λάβαμε τα νέα στοιχεία όσον αφορά το κόστος για την υγειονομική ασφάλιση, που εκτινάχτηκε στα ύψη καθώς οι ασφαλιστές εκμεταλλεύονται το σχέδιο «Obamacare», που αναγκάζει κάθε Αμερικανό πολίτη να παραδίδει μέρος του μισθού του στην ασφαλιστική βιομηχανία. Με αιχμαλωτισμένους πελάτες, γιατί να μην αυξηθούν οι τιμές;

Τέλος, οι μεγάλες τράπεζες χάνουν όλο και περισσότερο τις υποθέσεις απάτης στις οποίες είχαν εμπλακεί — πληρώνοντας μεγάλα πρόστιμα καθώς και μεγάλα χρηματικά ποσά για διευθετήσεις γύρω από απάτες με τα ασφάλιστρα. Έχουν επίσης αρχίσει να χάνουν και υποθέσεις κατασχέσεων, και μια και η μεγάλη πλειοψηφία των υποθηκών που έγιναν από το 2000 και μετά περιλάμβανε κάποιο είδος απάτης, θα μπορούσαν να υπάρξουν και εκεί μεγάλες απώλειες. Δεν απαιτούνται πολλά πράγματα για να πυροδοτηθεί μια άλλη αμερικανική χρηματοοικονομική κρίση σε κλίμακα Lehman και Bear.

Συνοψίζουμε αρχικά την κατάσταση στην Ευρωζώνη. Στρέφουμε στη συνέχεια την προσοχή μας στα προβλήματα των ΗΠΑ, αξιολογώντας την πιθανότητα μιας επιστροφής στη χρηματοοικονομική κρίση και στην οικονομική υποχώρηση. Καταλήγουμε ότι δύσκολοι καιροί βρίσκονται μπροστά μας και πως υπάρχει υψηλή πιθανότητα για άλλη μία κατάρρευση, που θα πυροδοτήσουν γεγονότα και εξελίξεις στην Ευρωζώνη ή στις Ηνωμένες Πολιτείες, και ολοκληρώνουμε με μια αξιολόγηση των πιθανών τρόπων για να βγούμε από την κρίση.

Η ΑΠΟΨΗ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ

Γίνεται όλο και περισσότερο σαφές ότι οι αρχές προσπαθούν μόνο να εξαγοράσουν χρόνο για να σκεφτούν καλύτερα πώς μπορούν να σώσουν τον πυρήνα των γαλλικών και των γερμανικών τραπεζών κόντρα σε έναν καταρράκτη από πιθανές κρατικές χρεοκοπίες. Εν τω μεταξύ, διατηρούν κλειστό το πάνω μέρος των χειλιών τους και απαιτούν περισσότερο αίμα υπό τη μορφή λιτότητας στην περιφέρεια. Ξέρουν ότι αυτό δεν έχει κανένα όφελος. Πραγματικά, θα αυξήσει το ενδεχόμενο κόστος της διάσωσης ενώ θα ανατροφοδοτεί την εχθρότητα μεταξύ βορρά και νότου. Πιθανώς ηγέτες όπως η Καγκελάρια Μέρκελ να ρίχνουν κόκκινο κρέας στους ψηφοφόρους τους για καθαρά εσωτερικούς πολιτικούς λόγους. Εάν η ευρωπαϊκή νομισματική ένωση τελικά σωθεί, η μνησικακία μπορεί, εντούτοις, να καταστήσει πολύ δύσκολο την επιδιόρθωση της ζημιάς που έχει γίνει.

Δεν υπάρχει καμία εναλλακτική λύση στην ανακούφιση του χρέους για την Ελλάδα και για τα άλλα έθνη της περιφέρειας. Ακόμα και η Γερμανίδα Καγκελάρια Μέρκελ είπε στα μέλη του κοινοβουλίου της, σύμφωνα με αναφορές, ότι δεν θα μπορούσε να αποκλείσει την πιθανότητα μιας χρεοκοπίας της Ελλάδας — ακόμα και ενώ προειδοποιούσε την Ελλάδα ότι το πακέτο διάσωσης που είχε εγκριθεί τον περασμένο Ιούλιο θα αναθεωρούταν εάν η Αθήνα αποτύγχανε να καλύψει τους στόχους μείωσης του ελλείμματος (Peel 2011). Έχει επίσης πει ότι όλοι οι οικονομικοί σύμβουλοί της συστήνουν ανακούφιση του χρέους για την Ελλάδα, αλλά αυτή επέμενε ότι η ανακούφιση χρέους απλά ενθαρρύνει άλλες ιδιαίτερα υπερχρεωμένες χώρες να απαιτούν παρόμοια μεταχείριση. Κατά συνέπεια, προτιμά να απαιτεί η ίδια λιτότητα και, αν αυτό οδηγήσει σε χρεοκοπία, ας οδηγήσει! Υπάρχουν ακόμη και φήμες που λένε ότι η Γερμανία θα είναι το πρώτο έθνος που θα εγκαταλείψει την ευρωπαϊκή νομισματική ένωση — επιλέγοντας ένα προληπτικό χτύπημα από παραχωρήσεις σε έθνη που θεωρεί δημοσιονομικά ανεύθυνα.

Με άλλα λόγια, οι ηγέτες της Ευρώπης θεωρούν ότι η ανακούφιση του χρέους πρέπει να συνδέεται με τη λιτότητα που θα επιβάλλει πόνο μέσω της τιμωρίας. Είναι άκρως εντυπωσιακό το γεγονός ότι ακόμη και τη στιγμή που οι ηγέτες συναρμολογούσαν άλλο ένα πακέτο διάσωσης, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ψήφιζε για να καθιερώσει ως αυτόματες διαδικασίες τις κυρώσεις σε χώρες που υπερβαίνουν τα κριτήρια του Μάαστριχτ για το χρέος και τα ελλείμματα. Στο παρελθόν, αν και υπήρχαν απειλές για κυρώσεις, ποτέ δεν εκτελέστηκαν. Ο Karel Lannoo, γενικός εκτελεστικός διευθυντής του Κέντρου Μελετών για την Ευρωπαϊκή Πολιτική στις Βρυξέλλες, τόνισε ότι ο σκοπός του νέου συστήματος ήταν «να δείξει στη Γερμανία ότι η οικονομική διακυβέρνηση βελτιώνεται και να συνεισφέρει στην προσπάθεια να ξεπεραστούν οι γερμανικές ανησυχίες για ανεπαρκή λογοδότηση σε αυτήν την πτυχή στο ευρωπαϊκό επίπεδο» (Stearns 2011). (Είναι διασκεδαστική η όλη αυτή κατάσταση αν αναλογιστεί κανείς ότι μόνο 4 από τα 27 έθνη της ΕΕ ικανοποιούν τα κριτήρια του Μάαστριχτ για τα ελλείμματα: η Σουηδία, η Φινλανδία, η Εσθονία, και το Λουξεμβούργο. Ακόμη και η Γερμανία θα πρέπει να πληρώσει πρόστιμα! Αυτό είναι ιδιαίτερα ειρωνικό καθώς η Γερμανία ήταν εκείνη που αρχικά χαλάρωσε τους κανόνες επειδή η αργή περίοδος ανάπτυξης που βίωνε την είχε αναγκάσει να υπερβαίνει για μεγάλο χρονικό διάστημα τα κριτήρια του Μάαστριχτ για τα ελλείμματα και τα χρέη. Και είναι ακόμα πιο ειρωνικό ότι η χαλάρωση στους κανόνες είναι αυτοί που επέτρεψαν στην Ελλάδα να αυξήσει το επίπεδο της αναλογίας του χρέους προς το ΑΕΠ, και για το οποίο τώρα την επιπλήττει η Γερμανία [Liu 2011].)

Πράγματι, η εικόνα που θέλει να διαμορφώσει η Γερμανία για τους χρεώστες είναι μια εικόνα άσπυρης κατανάλωσης που τροφοδοτείται από ανεξέλεγκτες κυβερνητικές δαπάνες των Μεσογειακών λαών. Η μόνη λύση είναι το σφίξιμο στα λουριά. Όπως το έθεσε ο Υπουργός

Οικονομικών Βόλφγκανγκ Σόιμπλε, «Ο κύριος λόγος για την έλλειψη ζήτησης είναι η έλλειψη εμπιστοσύνης, και ο ο κύριος λόγος για την έλλειψη εμπιστοσύνης είναι τα ελλείμματα και τα δημόσια χρέη που θεωρούνται ως μη βιώσιμα.... Δεν θα μπορέσουμε να αντιμετωπίσουμε οικονομίες που απομοχλεύουν έχοντας κυβερνήσεις και κεντρικές τράπεζες να πετούν — κυριολεκτικά — ακόμα περισσότερα χρήματα προς την κατεύθυνση του προβλήματος. Δεν μπορείτε να πολεμάτε τη φωτιά με τη φωτιά» (Giles 2011).

Μια επιστολή του Προέδρου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας Ζαν Κλοντ Τρισέ, η οποία διέρρευσε, απαιτούσε να κινηθεί άμεσα η Ιταλία προς έναν ισορροπημένο προϋπολογισμό (Reuters 2011). Παρότρυνε επίσης την υιοθέτηση του γνωστού αγαπημένου πακέτου των νεοφιλελεύθερων πολιτικών μέτρων, που συμπεριλάμβαναν την «πλήρη απελευθέρωση των τοπικών δημοσίων υπηρεσιών», «μια λεπτομερή αναθεώρηση των κανόνων που ρυθμίζουν τις προσλήψεις και τις απολύσεις των υπαλλήλων», «διοικητική αποδοτικότητα», και «δομικές μεταρρυθμίσεις». Ακολουθώντας τις συμβουλές του Ραμ Εμάνουελ, οι νεοφιλελεύθεροι της ΕΕ χρησιμοποιούν την κρίση όχι μόνο για να επιβάλουν λιτότητα αλλά και για να ξεχαρβαλώσουν το κοινωνικό κράτος, να διαλύσουν την κοινωνική νομοθεσία, ενώ ιδιωτικοποιούν όσο μεγαλύτερο μέρος της οικονομίας γίνεται. Γι αυτόν το λόγο, είναι εξαιρετικά σημαντικό να στραφούν μακριά από τα προβλήματα που υπάρχουν στον ιδιωτικό τομέα (ειδικά με τις καταχρήσεις από τους χρηματοοικονομικούς θεσμούς που προκάλεσαν την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση) και να εστιάσουν την προσοχή τους προς την υποτιθέμενη ασωτία εκ μέρους των κυβερνήσεων, τόσο όσον αφορά τα δημοσιονομικά ελλείμματα όσο και από την άποψη του λεγόμενου παραχαιδέματος του εργαζόμενου πληθυσμού.

ΠΩΣ ΒΡΕΘΗΚΕ ΣΕ ΤΕΤΟΙΑ ΧΑΛΙΑ Η ΕΥΡΩΧΩΡΑ

Ενώ η αφήγηση της δημοσιονομικής υπερβολής είναι μια παρατραβηγμένη ιστορία ακόμη και στην περίπτωση της Ελλάδας, σίγουρα δεν μπορεί να ισχύει για την Ιρλανδία και την Ισλανδία, ή ακόμα και για την Ισπανία. Σε αυτές τις περιπτώσεις, οι χώρες αυτές υιοθέτησαν τη νεοφιλελεύθερη στάση απέναντι στις τράπεζες που έσπρωξαν οι διαμορφωτές πολιτικής στην Ευρώπη και στις ΗΠΑ, με απόλυτα καταστρεπτικά αποτελέσματα. Οι τράπεζες προσβλήθηκαν από έναν κερδοσκοπικό πυρετό, κατέρρευσαν, και έπειτα προσδοκούσαν από τις κυβερνήσεις τους να καλύψουν όλες τις απώλειες.

Επιπλέον, όπως υποστήριξε ο Ambrose Evans-Pritchard (2011), ακόμη και το συνολικό χρέος της Ελλάδας (ιδιωτικό συν δημόσιο) δεν είναι υψηλό: 250% του ΑΕΠ (έναντι σχεδόν 500% στις ΗΠΑ). Η αναλογία του κυβερνητικού χρέους της Ισπανίας είναι μόλις 65% του ΑΕΠ. Και ενώ αληθεύει ότι η αναλογία του κυβερνητικού χρέους της Ιταλίας είναι

υψηλή, η αναλογία του χρέους των νοικοκυριών είναι πολύ χαμηλή με βάση τα δυτικά πρότυπα.

Η γραφική παράσταση 1 παρουσιάζει το καθαρό χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ για διάφορες χώρες στην ευρωπαϊκή νομισματική ένωση. Κατ' αρχάς, είναι προφανές ότι, για τις περισσότερες από αυτές, η ίδια η οικονομική κρίση προκάλεσε σημαντική αύξηση στην αναλογία του δημοσίου χρέους προς το ΑΕΠ. Πριν από την κρίση, μόνο η Ελλάδα και η Ιταλία είχαν υπερβεί αρκετά την αναλογία του 60%. Εντούτοις, όλες τους είχαν αναλογίες ιδιωτικού χρέους πάνω από το 100% όταν ξέσπασε η κρίση — και οι μισές από αυτές είχαν αναλογίες πάνω από το 200%. Το να ονομάσουμε αυτό κρίση κυρίαρχου χρέους είναι μάλλον παράξενο. Είναι επίσης εντυπωσιακό ότι η Ιταλία και η Ελλάδα έχουν την χαμηλότερη αναλογία ιδιωτικού χρέους — κάτι που δεν συμβαδίζει με την άποψη ότι οι καταναλωτές σε εκείνες τις χώρες είναι άσωτοι. Τώρα, όπως αναφέρουμε στη συνέχεια, δεν αποτελεί έκπληξη το γεγονός ότι αυτές οι δύο χώρες συνδυάζουν σχετικά υψηλές αναλογίες κρατικού χρέους και χαμηλές αναλογίες ιδιωτικού χρέους, καθώς αυτές συσχετίζονται μέσω της «ταύτισης τριών τομέων». Αλλά αυτή η γραφική παράσταση δημιουργεί αμφιβολίες για την τόσο διαδεδομένη αφήγηση αναφορικά με τις κρατικές υπερβολές στην περιφέρεια.

Figure 1. Net Debt as a Percentage of GDP



Note: Government figures are I.M.F. calculations of net debt of general governments, after subtracting monetary assets held by governments.
Sources: International Monetary Fund; European Central Bank (via Rebecca Wilder)

Εάν λάβουμε υπόψη τη Δύση στο σύνολό της, αυτό που βλέπουμε είναι ότι, κατά τη διάρκεια των προηγούμενων 40 ετών, έχει υπάρξει μια μακροπρόθεσμη τάση ανοδικής αύξησης του χρέους σχετικά με το ΑΕΠ — από ελάχιστα κάτω από το 140% του ΑΕΠ το 1980 σε σχεδόν 320% σήμερα. Είναι αλήθεια ότι η κυβέρνηση έχει συμβάλει σε αυτό, αφού το δημόσιο χρέος αυξήθηκε από περίπου 40% του ΑΕΠ σε περίπου 90%.

Αλλά η αναλογία του χρέους του ιδιωτικού τομέα αυξήθηκε από το 100% σε περίπου 230% του ΑΕΠ.

Εν ολίγοις, είναι παραπλανητικό να αποκαλούμε την κατάσταση αυτή πρόβλημα κυρίαρχου χρέους. Η δυναμική είναι σίγουρα σύνθετη αλλά είναι σαφές ότι υπάρχει κάτι που οδηγεί στην αύξηση χρέους στον αναπτυγμένο κόσμο που δεν μπορεί να περιοριστεί σε δήθεν ασυγκράτητα κυβερνητικά ελλείμματα. Ούτε έχει νόημα να δακτυλοδείχνουμε τους κατοίκους της Μεσογείου αφού είναι (κυρίως) ο αγγλόφωνος κόσμος των ΗΠΑ, του Ηνωμένου Βασιλείου, του Καναδά, και της Αυστραλίας που εμφανίζει μερικές από τις μεγαλύτερες αυξήσεις στο χρέος των νοικοκυριών — η συνολική αναλογία του αμερικανικού χρέους είναι 500%, εκ του οποίου το χρέος των νοικοκυριών ανέρχεται από μόνο του στο 100% και το χρέος των χρηματοοικονομικών οργανισμών σε άλλο ένα 125% του ΑΕΠ.

Δεν θα επεκταθούμε εδώ σ' αυτό το σημείο, αλλά αυτό που ο Μίνσκυ αποκαλούσε «ο καπιταλισμός διαχειριστής χρήματος» (money manager capitalism) εξηγεί τη μεγάλη αύξηση των χρηματοοικονομικών στοιχείων (η αντίθετη όψη του χρέους) κάτω από επαγγελματική διαχείριση. Η μεγάλης διάρκειας μεταπολεμική οικονομική ανάκαμψη βοήθησε στη διαμόρφωση συνταξιοδοτικών ταμείων και άλλων μορφών χρηματοοικονομικού πλούτου που επιδίωκαν υψηλές αποδόσεις. Αυτό οδήγησε στην πίεση να ανοιχτεί η παγκόσμια οικονομία στις χρηματοοικονομικές ροές κεφαλαίου, και αυτό, στη συνέχεια, παρήγαγε μια σειρά από φούσκες και καταρρεύσεις σε όλες τις οικονομίες, από τον αναπτυσσόμενο κόσμο, στην Ασία, στις ΗΠΑ, και τελικά στην Ευρώπη. Συγχρόνως, παρήγαγε ανισότητα σε επίπεδα ρεκόρ και την επέκταση αυτού που πολλοί αποκαλούν «χρηματιστικοποίηση» σε κάθε πτυχή της ζωής. Έτσι, ο αυξανόμενος χρηματοοικονομικός πλούτος είναι η ηλιόλουστη πλευρά του «καπιταλισμού διαχειριστή χρήματος», αλλά η σκοτεινή πλευρά είναι το αυξανόμενο χρέος και η ανισότητα.

Πράγματι, υπάρχει εδώ μια *Godleyan* ταύτιση (που σχεδόν ουδείς αναγνωρίζει πέρα από όσους συνεργάζονται με το Ινστιτούτο Λίβι), που δείχνει τις *ex post* σχέσεις (χωρίς απαραίτητως να λέει τίποτα για τη σύνθετη ενδογενή δυναμική): η εγχώρια ιδιωτική ισορροπία είναι ίση με το ποσό της εγχώριας κρατικής ισορροπίας μείον την εξωτερική ισορροπία. Για να το θέσουμε περιληπτικά, εάν ένα έθνος «τρέχει» έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, τότε η εγχώρια ισορροπία του (νοικοκυριά συν επιχειρήσεις) είναι ίση με την κυβερνητική ισορροπία του μείον εκείνο το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Για να το κάνουμε συγκεκριμένο, όταν οι ΗΠΑ «τρέχουν» ένα έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών που αναλογεί στο 5% του ΑΕΠ και ένα δημοσιονομικό έλλειμμα που αναλογεί στο 10% του ΑΕΠ, ο εγχώριος τομέας τους έχει ένα πλεόνασμα 5%. Ή, εάν το έλλειμμα τους στο ισοζύγιο τρεχουσών

συναλλαγών είναι 8% του ΑΕΠ και το δημοσιονομικό έλλειμμα τους 3%, τότε ο ιδιωτικός τομέας πρέπει να έχει ένα έλλειμμα 5% — δηλαδή να «τρέχει» χρέος.

Ένας σημαντικός λόγος για τον οποίον ένα μεγάλο μέρος του ανεπτυγμένου κόσμου είχε αύξηση στα επίπεδα χρέους του ιδιωτικού και του δημοσίου τομέα σχετικά με το ΑΕΠ είναι επειδή έχουμε άνοδο των πλεονασμάτων στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών στη Βραζιλία, τη Ρωσία, την Ινδία, και την Κίνα (και σε άλλες χώρες, ειδικά στη Νοτιοανατολική Ασία) — με ανάλογα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στα ανεπτυγμένα δυτικά κράτη ως σύνολο. Ως εκ τούτου, τα δημοσιονομικά ελλείμματα των ανεπτυγμένων χωρών έχουν διευρυνθεί ακόμα και ενώ αυξάνονται τα χρέη του ιδιωτικού τομέα τους. Από μόνο του, αυτό δεν είναι ούτε καλό ούτε κακό. Αλλά με την πάροδο του χρόνου, οι αναλογίες χρέους και, ως εκ τούτου, η εξυπηρέτηση του χρέους από τον ιδιωτικό τομέα στις δυτικές χώρες διογκώθηκε σε επίπεδα που δεν μπορούσαν να εξυπηρετηθούν από τις εισοδηματικές ροές. Αυτός ήταν ένας σημαντικός συμβάλλοντας παράγοντας στην παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση.

Οι υπέρμαχοι της λιτότητας βλέπουν τη λύση στο σφίξιμο του ζωναριού, ειδικά από τις δυτικές κυβερνήσεις. Αλλά αυτό τείνει να επιβραδύνει την ανάπτυξη, να αυξάνει την ανεργία και, ως εκ τούτου, να αυξάνει το φορτίο του χρέους στον ιδιωτικό τομέα. Η ιδέα είναι ότι αυτή η πρακτική θα μειώσει τις αναλογίες κυβερνητικού χρέους και ελλείμματος, αλλά στην πράξη μπορεί να μην λειτουργήσει κατ'αυτόν τον τρόπο λόγω των επιδράσεων στον εγχώριο ιδιωτικό τομέα. Η σκλήρυνση της δημοσιονομικής θέσης μπορεί να λάβει μέρος από κοινού με τη μείωση του χρέους του ιδιωτικού τομέα και των ελλειμμάτων μόνο εάν αυτή η πρακτική μειώσει με κάποιο τρόπο τα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Ομως, πολλές χώρες σε όλο τον κόσμο στηρίζονται σε πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών για να τροφοδοτήσουν την εγχώρια ανάπτυξη και για να κρατήσουν την ισορροπία σε δημόσιο και ιδιωτικό τομέα σε γερή κατάσταση. Επομένως, αντιδρούν στη σκλήρυνση της δημοσιονομικής πολιτικής με την ανταλλαγή συνεργατών — είτε με την υποτίμηση των συναλλαγματικών ισοτιμιών τους ή με τη μείωση του κόστους τους. Στο τέλος, αυτό ενεργοποιεί μια μορφή δυναμικής σύγχρονου μερκανταλισμού που οδηγεί σε μια κούρσα πολιτικών προς τον πυθμένα, που λίγα Δυτικά έθνη μπορούν να κερδίσουν.

Η Γερμανία, εντούτοις, έχει ειδικευτεί σε μια τέτοια δυναμική και έχει παίξει καλά τα χαρτιά της. Έχει καταφέρει να συγκρατήσει τις ονομαστικές αμοιβές ενώ μπόρεσε να αυξήσει σημαντικά την παραγωγικότητα. Ως αποτέλεσμα, και παρά το υψηλό βιοτικό επίπεδο της χώρας, έχει καταστεί ένας παραγωγός χαμηλού κόστους στην Ευρώπη. Με δεδομένα τα πλεονεκτήματα παραγωγικότητας που διαθέτει, μπορεί να ανταγωνιστεί επιτυχώς τις χώρες εκτός του ευρώ —

παρά το ότι φαίνεται να υπάρχει σε ισχύ ένα υπερεκτιμημένο νόμισμα. Για τη Γερμανία, όμως, το ευρώ είναι σημαντικά υποτιμημένο — ακόμα κι αν οι περισσότερες ευρω-χώρες το βρίσκουν υπερεκτιμημένο. Το αποτέλεσμα είναι ότι η Γερμανία λειτουργεί με πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών που επιτρέπει στον εγχώριο ιδιωτικό της τομέα και την κυβέρνησή της να εμφανίζουν ελλείμματα που είναι σχετικά μικρά. Ως εκ τούτου, η συνολική αναλογία του χρέους της Γερμανίας στέκεται στο 200% του ΑΕΠ, περίπου 50% του ΑΕΠ χαμηλότερα από τον μέσο όρο στην ευρωζώνη.

Όπως ήταν αναμενόμενο, η Godleyan ταύτιση ισορροπιών χτύπησε τις χώρες στην περιφέρεια ιδιαίτερα σκληρά καθώς πάσχουν από ένα υπερεκτιμημένο για αυτές τις οικονομίες ευρώ και χαμηλότερη παραγωγικότητα από ότι απολαμβάνει η Γερμανία. Με τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών να οδηγούνται σχεδόν αναπόφευκτα προς τα ελλείμματα, δεν αποτελεί έκπληξη η διαπίστωση ότι οι Μεσογειακοί καταγράφουν μεγαλύτερα επίπεδα κυβερνητικού και ιδιωτικού χρέους.

Τώρα, εάν το κέντρο της Ευρώπης καταλάβαινε από ισολογισμούς, θα ήταν προφανές ότι οι σχετικά «καλύτερες» ισορροπίες της Γερμανίας στηρίζονται σε κάποιο βαθμό στις σχετικά «χειρότερες» ισορροπίες της περιφέρειας. Εάν ο κάθε ένας είχε ξεχωριστά νομίσματα, η λύση θα ήταν να προσαρμοστούν οι συναλλαγματικές ισοτιμίες: οι χρεώστες μας θα έκαναν υποτίμηση του νομίσματός τους και η Γερμανία θα κατέληγε με ένα υπερ-εκτιμημένο νόμισμα. Αφού κάτι τέτοιο δεν είναι εφικτό μέσα στην ευρωζώνη, η μόνη προσαρμογή των τιμών που μπορεί να λειτουργήσει θα ήταν είτε με την αύξηση των μισθών και των τιμών στη Γερμανία είτε με πτωτικούς ονομαστικούς μισθούς και τιμές στην περιφέρεια. Αλλά η ΕΚΤ, η Μπούντεσμανκ και η πολιτική της ΕΕ γενικότερα δεν θα επιτρέψουν σημαντική αύξηση μισθών και πληθωρισμό τιμών στο κέντρο. Ως εκ τούτου, η μόνη λύση είναι επίμονες αντιπληθωρικές πιέσεις στην περιφέρεια. Αυτές οι δυναμικές οδηγούν σε αργή ανάπτυξη και ως εκ τούτου επιδεινώνουν τα προβλήματα του δανειακού βάρους.

Ξέρουμε από την εποχή του Ιρβινγκ Φίσερ ότι ο αποπληθωρισμός επιβάλλει ένα τεράστιο κόστος. Το μεγαλύτερο κόστος επιβαρύνει τους χρεώστες, καθώς η «πραγματική» αξία του ονομαστικού χρέους αυξάνεται. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίον ο αποπληθωρισμός είναι μια ασθένεια που πρέπει να αποφεύγεται. Οδηγεί χαρακτηριστικά στη δυναμική του χρέους-αποπληθωρισμού με τους χρεώστες να αναγκάζονται να δηλώσουν στάση πληρωμών στις υποχρεώσεις. Πέραν από βαθιές υποχωρήσεις ή μεγάλες υφέσεις, ο αποπληθωρισμός σε αμοιβές και τιμές είναι σπάνιο γεγονός — και μια έκβαση που η πολιτική εσκεμμένα προσπαθεί να αποφύγει. Αλλά εάν η Γερμανία αρνείται να προχωρήσει σε αύξηση των αμοιβών και των τιμών, και εάν η Ελλάδα και άλλα έθνη της περιφέρειας δεν μπορούν να υποτιμήσουν τα νομίσματά τους, τότε η δυναμική του χρέους- αποπληθωρισμού είναι ο

μόνος τρόπος για να αποφευχθούν οι αυξανόμενες μη ανταγωνιστικές αμοιβές και τιμές.

Οι μη ανταγωνιστικές αμοιβές και τιμές σχεδόν εγγυώνται δημοσιονομικά ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών που, στη συνέχεια, από ταύτιση, εγγυώνται αυξανόμενο χρέος — είτε από την κυβέρνηση είτε από τον ιδιωτικό τομέα. Και εάν το χρέος αυξάνεται γρηγορότερα από το ΑΕΠ, η αναλογία χρέους αυξάνεται. Σημειώστε ότι αυτές είναι δηλώσεις που γίνονται στο πλαίσιο της θεωρίας της ταύτισης και δεν προορίζονται για επίσημες θέσεις οικονομικής πολιτικής. Αλλά η πολιτική δεν μπορεί να αποφύγει τις ταυτίσεις. Η μείωση των ελλειμμάτων και του χρέους στα έθνη της περιφέρειας απαιτεί αλλαγές στις ισορροπίες έξω από την περιφέρεια. Εάν θέλουμε την Ελλάδα ή την Ιρλανδία να χαμηλώσουν τις αναλογίες χρέους, θα πρέπει να αλλάξουν τις ισορροπίες στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Αυτό, στη συνέχεια, απαιτεί ότι μερικά έθνη θα μειώνουν τα πλεονάσματα τους στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Για παράδειγμα, εάν η Γερμανία ήταν πρόθυμη να «τρέξει» μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, θα ήταν ευκολότερο για τα έθνη της περιφέρειας να μειώσουν τα ελλείμματά τους.

ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΕΣ ΛΥΣΕΙΣ ΣΤΟ ΕΥΡΩ-ΠΡΟΒΛΗΜΑ

Αντί να κάνει το προφανές, το κέντρο της Ευρώπης επιμένει να επιβάλει στις χώρες της περιφέρειας υποχρηματοδοτούμενα σχέδια διάσωσης συν λιτότητα. Αυτό υποτίθεται ότι θα κρατήσει τα υπερχρεωμένα κράτη στην ευρωπαϊκή νομισματική ένωση, στο πλαίσιο της πεποίθησης ότι με αρκετή δόση δημοσιονομικής πειθαρχείας θα μπορούν να επιβιώσουν σε ένα οικονομικό περιβάλλον με βάση τις απαιτήσεις της Συνθήκης του Μάαστριχτ. Το πρόβλημα είναι ότι συνεχίζουν να κουβαλάνε πολύ χρέος ενώ, την ίδια στιγμή, έχουν να αντιμετωπίσουν και τη γερμανική αδιαλλαξία σχετικά με αλλαγές στην εσωτερική δυναμική της οικονομίας τους. Η λιτότητα στην περιφέρεια δεν θα βελτιώσει τις αναλογίες ελλείμματος (των ιδιωτικών και κρατικών τομέων) εκτός αν βελτιωθούν οι ισολογισμοί του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Ενώ μπορεί να υπάρχει κάποιο επίπεδο μισθών και τιμών που θα επέτρεπαν σε μια Ελλάδα ή σε μια Πορτογαλία να ανταγωνιστεί με τους γερμανούς εργαζόμενους, το πρόβλημα είναι ότι το ΑΕΠ σε αυτές τις χώρες θα συρρικνωνόταν τόσο πολύ που τα κυβερνητικά ελλείμματα θα γινόντουσαν χειρότερα απ' ό,τι είναι σήμερα — και η χρεοκοπία τόσο στο δημόσιο όσο και στο ιδιωτικό χρέος θα ήταν σχεδόν εξασφαλισμένη.

Λαμβάνοντας υπόψη αυτή την δυναμική, η ανακούφιση του χρέους — που θα μπορούσε να λάβει τη μορφή μιας χρεοκοπίας — είναι ο μόνο τρόπος για την Ελλάδα, την Ιρλανδία, την Πορτογαλία, και ίσως την Ισπανία και την Ιταλία, να μπορέσουν να παραμείνουν στην ευρωπαϊκή

νομισματική ένωση. Αλλά δεν είναι καθόλου βέβαιο ότι η πυρηνική επιλογή — η διάλυση — θα αποφευχθεί. Ακόμα και πολύ Σοβαροί Άνθρωποι κάνουν αναλύσεις με σενάρια διαζυγίου στην Ευρωζώνη — από μια πλήρη αποσύνθεση έως μια διάσπαση μεταξύ μιας Τευτονικής Ένωσης που θα ασπαστεί την δημοσιονομική ορθότητα με ένα υπερεκτιμημένο νόμισμα και μιας Λατινικής Ένωσης με ένα πολύ υποτιμημένο νόμισμα. Σε μια πρόσφατη ψηφοφορία, οι παγκόσμιοι επενδυτές θεωρούν ότι οι πιθανότητες να αποχωρήσει μια χώρα από την ευρωζώνη μέσα στα επόμενα πέντε χρόνια είναι πάνω από 70% (το 40% πιστεύει ότι αυτό θα συμβεί μέσα σε ένα χρόνο), και τα τρία τέταρτα εξ αυτών αναμένουν ύφεση στην Ευρωζώνη μέσα στους επόμενους 12 μήνες — η PIMCO θεωρεί ότι η ύφεση έχει ήδη ξεκινήσει (Kennedy 2011).

Μια πρόσφατη έκθεση από την Credit Suisse τόλμησε να ρωτήσει τι θα συμβεί αν υπάρξει μια άτακτη αποσύνθεση της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης, με τα «PIGS» (Πορτογαλία, Ιρλανδία, Ελλάδα, και Ισπανία) να εγκαταλείπουν το ευρώ και να υιοθετούν το δικό τους νόμισμα. Η έκθεση προσέφερε μια σκοτεινή εικόνα σε μια τέτοια περίπτωση επειδή τα νομίσματα στην περιφέρεια θα υποτιμώνταν, αυξάνοντας το κόστος της εξυπηρέτησης του χρέους και προκαλώντας μια χιονοστιβάδα από εθνικές χρεοκοπίες σε όλα τα ιδιαίτερα υπερχρεωμένα ευρω-έθνη.

Η έκθεση υποθέτει ότι η Ιταλία δεν θα χρεοκοπήσει, αλλά σε περίπτωση που και αυτή χρεοκοπούσε, οι απώλειες στο κυρίαρχο χρέος θα ήταν πολύ μεγαλύτερες. Με την υπόθεση ότι η Ιταλία παραμένει στο ευρώ και κατορθώνει να αποφύγει την χρεοκοπία, οι συνολικές απώλειες στις ευρωπαϊκές τράπεζες στον πυρήνα της ευρωζώνης θα ήταν 300 δις εκατομμυρια ευρώ και 630 δις εκατομμυρια ευρώ για τις τράπεζες των εθνών στην περιφέρεια (μη συμπεριλαμβανομένης της Ιταλίας), ενώ οι απώλειες της ΕΚΤ θα ήταν 150 δις. (Σημειώστε ότι το συνολικό ποσό των τραπεζικών απωλειών είναι κοντά στο φημολογούμενο κόστος διάσωσης των 1.75 τρις εκατομμυριων λιρών — δίχως να συμπεριλαμβάνονται οι επιπτώσεις μιας κρίσης και μιας ύφεσης).

Κοιτάζοντας τις προηγούμενες «εύρυθμες» χρεοκοπίες σε αυτό το σενάριο, το ΑΕΠ θα μειωνόταν κατά 9%. Με τα πιο αδύνατα έθνη να έχουν εγκαταλείψει την ευρωζώνη, το ευρώ που θα χρησιμοποιείται από τα ισχυρότερα έθνη θα ανατιμώταν, βλάπτοντας τους εξαγωγικούς τους τομείς. Αυτό θα αύξανε τις πιέσεις για εμπορικούς πολέμους — και για μια Δεύτερη Μεγάλη Ύφεση. Η έκθεση δίνει σε αυτήν την πιθανότητα ένα αισιόδοξο 10%.

Στο πρόσφατο ενδιαφέρον άρθρο του, ο Ambrose Evans-Pritchard (2011) πλησιάζει, κατά την άποψή μας, πολύ κοντά στην ουσία του προβλήματος. Το πρόβλημα, επιβεβαιώνει, δεν είναι το «κυρίαρχο» ευρω-χρέος, αλλά μάλλον «το ίδιο το ευρώ», μια «μηχανή για διαρκή

καταστροφή». Καταδεικνύει το ανταγωνιστικό χάσμα που υπάρχει μεταξύ βορρά και νότου και υποστηρίζει ότι το ευρώ είναι υπερεκτιμημένο στο νότο και υποτιμημένο για τη Γερμανία. Σημειώνει επίσης τη γερμανική αυταπάτη που θεωρεί τα εμπορικά πλεονάσματά της δείγμα «καλής» ισορροπίας ισοζυγίων αλλά τα εμπορικά ελλείμματα του νότου δείγμα «κακής» ισορροπίας ισοζυγίων. Ομως προφανώς και συνδέονται. Ο Evans-Pritchard απορρίπτει τις συζητήσεις που στοχεύουν στο να τρομάξουν το κοινό σχετικά με τις καταστροφικές επιπτώσεις μιας αποσύνθεσης και υποστηρίζει ότι τα οφέλη μιας διάσπασης βορρά-νότου θα μπορούσαν να ήταν σημαντικά. Εάν η «λατινική βαθμίδα» μπορούσε να κάνει μια επανεκκίνηση με ένα σημαντικά υποτιμημένο (νέο) νόμισμα, θα μπορούσε να γίνει ανταγωνιστική. Αν και η δική μας θέση είναι λίγο διαφορετική, θεωρούμε ότι η ανάλυση του Evans-Pritchard βρίσκεται στο σωστό δρόμο και πως η κριτική που ασκεί προς το γερμανικό κέντρο της Ευρώπης είναι εύστοχη.

Μια εξ ολοκλήρου διαφορετική λύση προσφέρεται από τους Zak Delpa και Jakob von Weizsäcker (2011), η οποία θα διατηρούσε την ένωση αλλά θα συγκέντρωνε μαζί μέρος του χρέους κάθε κυβέρνησης μέλους της ευρωζώνης — ίσο με τα κριτήρια ενός Μάαστριχτ για 60% του ΑΕΠ. Αυτό θα διατιθόταν σε μια ταξινόμηση «μπλε ομολόγων», και με οποιοδήποτε χρέος πάνω από αυτό θα ταξινομείτο ως «κόκκινα ομόλογα». Η ιδέα είναι ότι τα μπλε ομόλογα θα ήταν χαμηλού κινδύνου, με τους κατόχους τους να εξυπηρετούνται πρώτοι. Οι κάτοχοι των κόκκινων ομολόγων θα πληρωνόντουσαν μόνο όταν είχαν εξυπηρετηθεί τα μπλε ομόλογα. Περίπου τα μισά από τα σημερινά μέλη της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης θα είχαν σχετικά λίγες εκδόσεις κόκκινων ομολόγων, ενώ περίπου το ένα τέταρτο εξ αυτών δεν θα πλησίαζαν καν το όριο για έκδοση μπλε ομολόγων στις τρέχουσες αναλογίες χρέους.

Αυτή η πρόταση επισύρει την προσοχή στο πείραμα στις ΗΠΑ με μέρος των καταβολών στις υποθήκες για να παραχθούν «ασφαλή» τρία Α τιτλοποιήσεις έναντι υποθηκών προστατευόμενες από «υπερεξασφάλιση», αφού υποτίθεται ότι οι τιτλοποιήσεις χαμηλότερου βαθμού απορρόφησαν όλους τους κινδύνους. Ομως, το πείραμα αυτό δεν είχε καλή κατάληξη! Η ιδέα είναι ότι οι αγορές θα πειθαρχήσουν τα ζητήματα χρέους από τη στιγμή που τα μπλε ομόλογα θα απολαμβάνουν χαμηλά επιτόκια και τα κόκκινα ομόλογα θα πληρώνουν υψηλότερα ποσοστά. Αλλά η αμερικανική εμπειρία αποδεικνύει ότι οι αγορές είναι πάρα πολύ έξυπνες για μια τέτοια κίνηση και, αν μη τι άλλο, η πειθαρχία της αγοράς κινήθηκε προς την αντίθετη κατεύθυνση. Οι κίνδυνοι στα χαμηλότερα μερίδια ήταν υποτιμημένοι και προσφερόντουσαν σε τρομερά χαμηλά τιμή. Σε αναζήτηση για υψηλές αποδόσεις, οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί διατήρησαν πολλά σκουπίδια. Και τα μερίδια τρία Α κατείχαν μεγάλο ποσοστό, περίπου το 85% του συνόλου, που σημαίνει ότι δεν ήταν καθόλου υπερεξασφαλισμένα. Τέλος, για να αυξήσουν τις αποδόσεις, τα χαμηλότερα μερίδια συγκεντρώθηκαν σε

CDOs με τριπλό A, και στη συνέχεια τα χειρότερα εξ αυτών χρησιμοποιήθηκαν σε CDOs-squared (ΥΓ. Η δεύτερη γενιά CDOs), και ούτω καθεξής. Και όλη αυτή η συμπεριφορά ήταν τέλεια ευθυγραμμισμένη με «την πειθαρχία της αγοράς» καθώς ο κάθε ένας στην τροφική αλυσίδα στην αγορά της στεγαστικής χρηματοδότησης επιδίωκε βραχυπρόθεσμες ανταμοιβές.

Παρά ταύτα, δεν είμαστε εντελώς ενάντια στην συγκεκριμένη πρόταση. Το σχέδιο θα είχε κάποια δυνατότητα εφαρμογής εάν η πλήρης αξιοπιστία ολόκληρου του ευρωπαϊκού νομισματικού οικοδομήματος (που θα περιλαμβάνει κυρίως αυτή της ΕΚΤ) ετίθετο πίσω από τα μπλε ομόλογα και σημαντικό μέρος της μη εμπορεύσιμης πειθαρχίας (δηλαδή ρυθμίσεις) τοποθετείτο σε κόκκινα ομόλογα. Ακόμα πιο σημαντικό, το σχέδιο μας κατευθύνει προς μια πραγματική λύση — ένα θέμα που εξετάζεται παρακάτω.

Οι συνάδελφοί μας Yanis Varoufakis και Stuart Ολλανδία (2011) έχουν παρουσιάσει μια παρόμοια πρόταση. Εν συντομία, η ΕΚΤ θα αγόραζε το κυρίαρχο χρέος των μελών της ευρωζώνης σε όγκο που θα ισοδυναμούσε με το 60% του ΑΕΠ ενός έθνους. Αυτό θα διατηρείτο ως ευρω-ομόλογα και οι χρεώστες θα συνέχιζαν να το εξυπηρετούν, αν και με ένα χαμηλότερο επιτόκιο για να απεικονίζει το χαμηλότερο κόστος της ΕΚΤ για την έκδοση του δικού της παθητικού. Με την μετακίνηση τόσο πολύ χρέους προς την ΕΚΤ, τα έθνη θα εκπλήρωναν με ευκολία τα κριτήρια του Μάαστριχτ — που θα είχαν εφαρμογή μόνο για το υπόλοιπο ανεξόφλητο χρέος προς τις αγορές. Η ΕΚΤ, στη συνέχεια, θα μπορούσε να πουλήσει ευρωομόλογα για να παρέχει ρευστό και ασφαλές ευρω-ονομαστικό χρέος στις αγορές, προσελκύοντας ξένους επενδυτές, ειδικά κεντρικές τράπεζες και κρατικά κεφαλαιακά ταμεία. Αυτό θα βοηθούσε να χρηματοδοτηθεί το Ευρωπαϊκό Πρόγραμμα Οικονομικής Ανάκαμψης, με την ΕΚΤ να εκδίδει ευρωομόλογα για να παρέχει νέα χρηματοδότηση στην Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων. Ως εκ τούτου, οι συγγραφείς όχι μόνο εξετάζουν τα σημερινά προβλήματα αφερεγγυότητας αλλά και αντιμετωπίζουν το πρόβλημα της ανάκαμψης. Η δική μας λίστα εναλλακτικών λύσεων που συνοψίζεται παρακάτω συμπεριλαμβάνει το ζήτημα των ευρωομολόγων εγγυημένα από την ΕΚΤ.

Μια δημοφιλής πρόταση είναι να χρησιμοποιηθεί ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Διευκόλυνσης Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας (EFSF) ως κεφάλαιο για να δημιουργηθεί ένα δομημένο όχημα επένδυσης (SIV) (ακολουθώντας, ξανά, το διδακτικό παράδειγμα με τα τεχνάσματα των τιτλοποιήσεων των αμερικανικών υποθηκών) που αγοράζει κυρίαρχο χρέος και εκδίδει τα δικά του ομόλογα, εξασφαλισμένα τώρα από το 600 δις δολαρίων ταμείο διάσωσης, το οποίο χρησιμεύει ως equity. Εάν μοχλευθεί, η συνολική διαθέσιμη χρηματοδότηση για να αγοραστεί το σκάρτο κρατικό χρέος θα μπορούσε να ανέλθει σε αρκετά τρισεκατομμύρια ευρώ. Αλλά όπως ανακαλύψαμε κατά τη διάρκεια της

κρίσης στις ΗΠΑ με τις τιτλοποιήσεις έναντι υποθηκών, η μόχλευση είναι μεγάλη όταν κινείται προς τα πάνω αλλά πολύ επίπονη όταν κινείται προς τα κάτω. Όταν ξεσπάσει μια κρίση, το δομημένο όχημα επένδυσης δεν μπορεί να συνεχίσει να χρηματοδοτεί τη θέση του, κι έτσι πρέπει να πουλήσει περιουσιακά στοιχεία σε πτωτικές αγορές. Εάν η μόχλευση είναι οκτώ προς ένα, το κεφάλαιό του εξαφανίζεται γρήγορα από μια αρκετά μικρή μείωση (12%) της αξίας των περιουσιακών του στοιχείων. Τα προβλήματα ενισχύονται από τις μειώσεις τιμών που μειώνουν το κεφάλαιο και μειώνουν την προθυμία των δανειστών να διατηρήσουν το χρέος του δομημένου οχήματος επένδυσης.

Έτσι αυτή η πρόταση λειτουργεί μόνο εάν: α) το SIV αγοράζει assets σε μειωμένες τιμές τώρα, έτσι ώστε β) οι κίνδυνοι περαιτέρω μεγάλων πτώσεων των τιμών να είναι απομακρυσμένοι. Εάν το χρέος του SIV είναι μακροπρόθεσμο, δεν χρειάζεται να ανησυχεί για την αναχρηματοδότηση της θέσης του, αλλά αυτό θα κάνει την αρχική χρηματοδότηση πιο ακριβή δεδομένου ότι ο κίνδυνος μετατοπίζεται προς τους πιστωτές. Ένας από τους λόγους που τα αμερικανικά δομημένα οχήματα επένδυσης φαίνεται να «λειτουργήσαν» είναι επειδή στηρίχθηκαν σε πολύ βραχυπρόθεσμη, και συνεπώς φτηνή, χρηματοδότηση. Αλλά αυτό φυσικά οδήγησε σε φυγή από τα δομημένα οχήματα επένδυσης μόλις ξέσπασε η κρίση. Στην περίπτωση αυτής της Ευρωπαϊκής πρότασης είναι δύσκολο να δούμε γιατί οι δανειστές στα δομημένα οχήματα επένδυσης θα προτιμούσαν να παγιδευτούν σε ομόλογα που ουσιαστικά θέτουν υψηλής μόχλευσης στοιχήματα σε προβληματικά περιουσιακά στοιχεία. Ο καθένας που θέλει να ριψοκινδυνέψει με ελληνικό χρέος μπορεί να αγοράσει ελεύθερα. Όπως γνωρίζουμε τώρα, η διαφοροποίηση σε μια ποικιλία σκάρτων υποθηκών subprime δεν βοήθησε στο ελάχιστο — ήταν όλα επικίνδυνα και οι κίνδυνοι συσχετιζόντουσαν σε ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο, επειδή όταν οι τιμές των ακινήτων σταμάτησαν να αυξάνονται, η παρωδία έληξε. Ομοίως, η μοίρα των εθνών στην ευρωπαϊκή νομισματική ένωση είναι ιδιαίτερα συνδεδεμένη — με εξαίρεση εκείνων με λίγο χρέος, συν τη Γερμανία, και ενδεχομένως τη Γαλλία. Εάν πέσει οποιοδήποτε ντόμινο, τότε πέφτει και το επόμενο.

Η ΑΠΟΨΗ ΑΠΟ ΤΙΣ ΗΠΑ

Το πρόβλημα με την διευθέτηση της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης ήταν ο χωρισμός των εθνών από τα νομίσματά τους — όπως έχουμε προ πολλού υποστηρίξει, μαζί με τους Charles Goodhart, Warren Mosler, και Wynne Godley. Ήταν ένα σύστημα σχεδιασμένο να αποτύχει. Θα ήταν όπως οι Ηνωμένες Πολιτείες χωρίς την Ουάσιγκτον — με κάθε πολιτεία πλήρως υπεύθυνη όχι μόνο για τις κρατικές δαπάνες, αλλά και για την κοινωνική ασφάλιση, την υγειονομική περίθαλψη, τις φυσικές καταστροφές, και τις διασώσεις των χρηματοοικονομικών οργανισμών μέσα στα σύνορά της. Στις ΗΠΑ, όλες αυτές οι ευθύνες εμπίπτουν κάτω

από τους θεσμούς που εκδίδουν το εθνικό νόμισμα — την Fed και το Treasury. Στην πραγματικότητα, η Fed πρέπει να διαδραματίσει έναν θυγατρικό ρόλο επειδή, όπως η ΕΚΤ, απαγορεύεται να αγοράσει άμεσα χρέος από το Treasury. Μπορεί μόνο να δανείσει στους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς και να αγοράσει κρατικό χρέος στην ελεύθερη αγορά. Μπορεί να βοηθήσει στη σταθεροποίηση του χρηματοοικονομικού συστήματος, αλλά μπορεί μόνο να δανείσει, όχι να ξοδέψει, δολάρια. Το Treasury ξοδεύει. Όταν το Κογκρέσο δεν ασχολείται με παιδιαριστικούς καβγάδες για «το ταβάνι του χρέους», αυτή η ρύθμιση λειτουργεί σχεδόν αρκετά καλά — ένας τυφώνας στον Κόλπο του Μεξικού οδηγεί το Treasury σε δαπάνες για να ανακουφίσει τον πόνο. Μια εθνική οικονομική καταστροφή παράγει ένα έλλειμμα στον ομοσπονδιακό προϋπολογισμό της τάξης του 5% ή 10% του ΑΕΠ για να αντιμετωπιστούν οι επιπτώσεις μιας ύφεσης.

Αυτό δεν μπορεί να συμβεί στην Ευρωζώνη, όπου ο προϋπολογισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου είναι λιγότερο από το 1% του ΑΕΠ (περίπου 100 δις δολάρια). Όπως υποστηρίξαμε πολύ καιρό πριν, η πρώτη σοβαρή πανευρωπαϊκή οικονομική κρίση θα εξέθετε τις ρωγμές του οικοδομήματος. Και αυτό ακριβώς έγινε.

Και τα πράγματα γίνονται πολύ χειρότερα επειδή η Ευρωζώνη δεν μπορεί να στραφεί προς το κέντρο για βοήθεια, ούτε μπορεί να στηριχθεί άλλο πια στον υπόλοιπο κόσμο. Οι οικονομίες της Δύσης παραπαίνουν. Εκτός από τα εναπομείναντα (και αυξανόμενα) προβλήματα στην αμερικανική κτηματαγορά, η κερδοσκοπική φούσκα των commodities φαίνεται να σπάει. Καθώς ανόητοι επενδυτές ορμούν με την πεποίθηση ότι μπορούν να εκμεταλλευτούν τις εκπτώτικες τιμές, ο αέρας από τη φούσκα δεν θα βγει έξω γρήγορα. Αλλά με τις τιμές των commodities σε 2, 3, και ακόμη και 4 σταθερές αποκλίσεις από το μέσο όρο, η γενική τάση θα είναι προς τα κάτω. Αυτό οδηγεί σε ένα φαύλο κύκλο κάλυψης διατηρητέου περιθωρίου (margin call), που θα έχει αλυσιδωτές συνέπειες καθώς εκείνοι με μακροχρόνιες θέσεις στα commodities θα πρέπει να πουλήσουν άλλες κατηγορίες ενεργητικού. Το χρηματιστήριο θα είναι πιθανώς το επόμενο που θα εξασθενίσει — και υπάρχουν καλοί λόγοι, έτσι κι αλλιώς, να ρευστοποιηθούν οι τραπεζικές μετοχές.

Οι αμερικανικές και ευρωπαϊκές τράπεζες είναι πιθανώς ήδη αφερέγγυες. Όταν η Ελλάδα χρεοκοπήσει και η κρίση διαδοθεί στην περιφέρεια, αυτό θα γίνει προφανέστερο. Οι μικρότερες αμερικανικές τράπεζες είναι σε άσχημη κατάσταση λόγω της οικονομικής κρίσης. Εντούτοις, οι μεγαλύτερες τράπεζες που προκάλεσαν την κρίση παραπαίνουν ακόμα από τα λάθη που έκαναν εκείνη την περίοδο. Κατά την άποψή μας, ήταν ήδη αφερέγγυες όταν ξέσπασε η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση, και παραμένουν αφερέγγυες. Οι διαμορφωτές πολιτικής έχουν ακολουθήσει την προσέγγιση «επέκτασης και προσποίησης» για να κρύψουν τις αφερέγγυότητες. Εντούτοις, η

θλιβερή κατάσταση αυτών των τραπεζών θα εκτεθεί όταν αρχίζει να διαδίδεται η επόμενη κρίση. Φαίνεται όλο και περισσότερο πιθανό ότι οι μπόμπες θα σκάσουν αρχικά στην Ευρώπη, αν και δεν είναι καθόλου απίθανο ότι μπορεί όλα να ξεκινήσουν από τα προβλήματα που υπάρχουν στην Bank of America ή την Citigroup ή την Morgan Stanley.

Ας εξετάσουμε τους λόγους που αμφισβητούν ότι «οι μεγάλες έξι» είναι ήδη φερέγγυες, και τους λόγους για τους οποίους δεν θα χρειαστεί πολύ για να βρεθούν οι ΗΠΑ ενώπιον μιας άλλης χρηματοοικονομικής κρίσης.

1. Η οικονομία υποφέρει. Οι τιμές των ακινήτων δεν ανακάμπτουν. Πράγματι, συνεχίζουν την πτωτική τάση. Δημιουργούνται λίγες νέες θέσεις εργασίας. Η κατάσταση με τις χρεοκοπίες και τις καθυστερήσεις αποπληρωμής οφειλών δεν βελτιώνεται. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ πέφτει.

Το χρέος των νοικοκυριών ως ποσοστό του ΑΕΠ έχει μειωθεί από το 100% μόνο στο 90%. Ενώ οι πωτικές αναλογίες χρέους είναι μια καλή εξέλιξη, παραμένουν πολύ υψηλές για να εξυπηρετηθούν. Το καταναλωτικό χρέος έπεσε από 12.5 τρις εκατομμυρια δολάρια το 2008 σε 11.4 τρις δολάρια τώρα. Το συνολικό χρέος των ΗΠΑ παραμένει περίπου πέντε φορές αυτό του ΑΕΠ, και ενώ ο δανεισμός των νοικοκυριών είναι τώρα αρνητικός, τα επίπεδα χρέους παραμένουν υψηλά. Οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί είναι ακόμα φοβερά υπερχρεωμένοι — κυρίως με χρέη του ενός προς τον άλλον (Wray 2011).

Στο επίπεδο της οικονομίας συνολικά, παραμένει σε λειτουργία ένα ογκώδες σχέδιο Πόνζι — που αργά ή γρήγορα θα καταρρεύσει. Τα συνολικά επίπεδα χρέους των ΗΠΑ είναι πολύ υψηλότερα από αυτά που επικρατούν στο μεγαλύτερο μέρος της Ευρωζώνης. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα εάν το κυβερνητικό χρέος αφαιρεθεί από την εξίσωση (που πρέπει να γίνει όταν μιλάμε για τις ΗΠΑ — καθώς έχει μια κυρίαρχη κυβέρνηση που εκδίδει το δικό της νόμισμα). Συγκριτικά, οι Ευρωπαίοι είναι σφιχτοχέρηδες όσον αφορά το χρέος. Απο τη μια μεριά, αυτή δεν είναι μια δίκαιη σύγκριση, επειδή για μερικά από τα ευρωπαϊκά έθνη (ειδικά για την Ιταλία) το κυβερνητικό χρέος είναι το πρόβλημα, και αυτά τα έθνη δεν εκδίδουν το δικό τους νόμισμα. Αντ' αυτού, είναι περισσότερο κάτι σαν τις αμερικανικές πολιτείες, οι οποίες είναι χρήστες νομίσματος. Αλλά το θέμα είναι ότι ο ιδιωτικός τομέας των ΗΠΑ — που είναι ο τομέας που έχει σημασία — παραμένει βαριά χρεωμένος, ενώ η δυνατότητα του να πληρώσει τα χρέη του έχει μειωθεί κατακόρυφα. Τέλος, «η ανάκαμψη» της αγοράς εργασίας παραμένει θλιβερή — παρασάγγας η χειρότερη της μεταπολεμικής περιόδου. Καμία πραγματική οικονομική ανάκαμψη δεν μπορεί να ξεκινήσει δίχως αύξηση στην απασχόληση που θα αγγίζει περίπου

300,000 νέες θέσεις εργασίας το μήνα, και κανείς δεν προβλέπει να συμβεί κάτι τέτοιο για πολλά χρόνια.

Το μεγαλύτερο μέρος του χρέους των νοικοκυριών είναι συνδεδεμένο με την κτηματαγορά — σχεδόν τα τρία τέταρτα του συνολικού ποσοστού του χρέους. Είκοσι δύο τοις εκατό των ιδιοκτητών κατοικιών, 10.9 εκατομμύρια άνθρωποι, έχουν δει τις υποθήκες τους να βυθίζονται, ενώ 1.6 εκατομμύρια ιδιοκτήτες κατοικιών σημειώνουν μεγάλη καθυστέρηση στις πληρωμές ή βρίσκονται σε διαδικασίες κατάσχεσης (Ablan και Goldstein 2011). Οι τράπεζες έχουν ακόμα 700 δις δολάρια σε δεύτερες προσημειώσεις χρέους (κυρίως δάνεια βασιζόμενα στην κατεχόμενη αξία). Δεδομένου ότι αυτές είναι «πρόχειρες δεύτερες προσημειώσεις», ένα μεγάλο μέρος εξ αυτών είναι άνευ αξίας. Στους αμερικανούς καταναλωτές αναλογεί σχεδόν το ήμισυ από τα 9 τρις εκατομμυρια δολάρια των τιτλοποιημένων δανείων σε παγκόσμια κλίμακα.

Υπάρχει άλλο ένα 4.1 τρις εκατομμυρια δολάρια στο χρέος υποθηκών που πωλήθηκε από τις Fannie και Freddie. Εν ολίγοις, υπάρχει ακόμα ένα τεράστιο ποσό χρέους που συνδέεται με μια πτωτική αμερικανική κτηματομεσιτική αγορά, και ένα μεγάλο μέρος αυτού είτε το κατέχουν άμεσα οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί των ΗΠΑ είτε θα έρθει πίσω να τους δαγκώσει λόγω της εκτενούς στρωμάτωσης του χρέους σε όλο το μήκος και το πλάτος του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος. Και μια και μιλάμε γι αυτές τις διασυνδέσεις χρέους, οι αμερικανικές τράπεζες θα πρέπει να αναχρηματοδοτήσουν φέτος πάνω από 300 δις εκατομμυρια δολάρια ληξιπρόθεσμου χρέους.

Δεν είναι περίεργο που η Ουόλ Στριτ έχει κατορθώσει να παραμείνει, κατά ένα μεγάλο μέρος, απρόσβλητη; Η χρηματοδότηση είναι ένα ενδιάμεσο αγαθό. Είναι όπως τα λάστιχα για καινούργια αυτοκίνητα της Ford. Μπορούν να καταρρέουν οι πωλήσεις αυτοκινήτων αλλά οι πωλήσεις στα λάστιχα προς τις βιομηχανίες παραγωγής αυτοκινήτων να πηγαίνουν μια χαρά; Είναι δυνατόν να γίνεται αυτό; Οι τράπεζες να μην χορηγούν κανένα δάνειο, αλλά να παραμένουν κερδοφόρες;

2. Όχι μόνο οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί δεν κάνουν καμιά από τις παραδοσιακές εμπορικές τραπεζικές δουλειές (δανεισμός), αλλά δεν συμμετέχουν ούτε και σε πολλές επενδυτικές τραπεζικές δραστηριότητες. Πόσες αρχικές δημόσιες προσφορές έχουν ενεργοποιηθεί; Ζητήματα εταιρικού χρέους; Δεν κινούνται πολλά πράγματα σ'αυτά τα πεδία. Εμπορικές συναλλαγές; Μια από τις δύο επενδυτικές τράπεζες που επιβίωσαν, η Morgan Stanley (η έκτη μεγαλύτερη τράπεζα), μόλις εξέδωσε ανακοίνωση για την αρνητική προοπτική εμπορικών συναλλαγών, κατηγορώντας γι αυτή την κατάσταση «[τις] υψηλές δαπάνες, [τα] ιστορικά χαμηλά επιτόκια και [την] αστάθεια αγοράς που έχει ωθήσει τους πελάτες στα περιθώρια» (LaCapra 2011).

3. Οι αγορές των commodities υποφέρουν και οι αγορές των equities είναι στην καλύτερη περίπτωση οριζόντιες. Εκτός από την πραγματοποίηση των κερδών με το μαγείρεμα των βιβλίων τους, αυτά ήταν τα κύρια πεδία που μπορούσαν οι τράπεζες, από το 2008 και μετά, να πραγματοποιήσουν κέρδη. Και τα commodities και τα equities πήγαιναν αρκετά καλά, έχοντας καταφέρει να ξεπεράσουν τα χειρότερα της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης. Εδώ χρειάζεται προσοχή όμως επειδή, στην καλύτερη περίπτωση, ανέκτησαν μόνο τις απώλειες που είχαν υποστεί εξαιτίας της κρίσης. Ακόμα κι έτσι, οι φούσκες πιθανώς τελείωσαν και οι ζημιές θα αρχίσουν να συσσωρεύονται. Είναι αλήθεια ότι οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί αντισταθμίζουν τις μακροπρόθεσμες θέσεις τους στα commodities με μερικές βραχυπρόθεσμες – αλλά με τι; Ας θυμηθούμε την AIG, τον ασφαλιστή πρώτης και ύστατης στιγμής: οι αντισταθμίσεις έχουν όση αξία έχουν τα αντισυμβαλλόμενα, και τα επιλέξιμα αντισυμβαλλόμενα δεν είναι σε καλύτερη μοίρα απότι είστε εσείς όταν καταρρέουν οι αγορές. Σε μια κρίση, οι συσχετισμοί φθάνουν στο 100% – όλα τα ενεργητικά στοιχεία καταρρέουν μαζί λόγω της βαριάς στρωμάτωσης και της όχλησης για κάλυψη ελάχιστου περιθωρίου που αναγκάζουν πωλήσεις ακόμη και των καλών ενεργητικών στοιχείων στα χαρτοφυλάκια.

4. Τα αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου δεν έχουν πάει ιδιαίτερα καλά τα τελευταία δυο χρόνια, όμως δεν συμβαίνει και το ίδιο με τις τράπεζες, έτσι ώστε ακόμα κι αν τα κέρδη τους προέρχονται κατά ένα μεγάλο μέρος από τις εμπορικές συναλλαγές (συν το μαγείρεμα των βιβλίων και μειώνοντας τις πραγματικές απώλειες από δάνεια στα αποθεματικά τους), οι τράπεζες έχουν πολύ μεγαλύτερη επιτυχία σε κερδοφόρες επιλογές από τους διευθυντές των αμοιβαίων κεφαλαίων κινδύνου. Ακούγεται λογικό αυτό;

5. Και, όπως αναφέραμε προηγουμένως, αντιμετωπίζουν όλες αυτές τις αγωγές – που απαιτούν την πρόσληψη δικηγόρων, καταβολές αμοιβών και πρόστιμα, και την απασχόληση κάποιων που ως ρομπότ θα υπογράφουν πλαστογραφημένα έγγραφα. Με άλλα λόγια, είναι δαπανηρή η διαδικασία να συνεχίσουν να μάχονται απέναντι σε ένα αυξανόμενο κύμα αγωγών, όχι μόνο από ιδιοκτήτες κατοικιών αλλά και από κατόχους τιτλοποιήσεων με βαθιές τσέπες, όπως είναι η PIMCO, η Fed της Νέας Υόρκης, και οι Fannie και Freddie. Η απειλή αυτών των αγωγών οδηγεί επίσης σε πώση των τραπεζικών μετοχών, αυξάνοντας το κόστος για την εύρεση κεφαλαίου.

6. Η Ευρώπη είναι τελειωμένη. Η έκθεση των αμερικανικών τραπεζών στην Ευρωζώνη είναι τεράστια. Αλλά οι αμερικανικές τράπεζες τα πάνε μια χαρά; Αυτό δεν ακούγεται καθόλου λογικό. Πράγματι, η Morgan Stanley παλεύει τώρα να απομακρύνει τις φήμες που λένε ότι θα μπορούσε να χάσει 30 δις εκατομμυρια δολάρια επειδή είναι εκτεθειμένη στις γερμανικές και γαλλικές τράπεζες (LaCapra 2011).

Όπως σωστά υποστήριξε ο Robert Reich (2011), αν και ο άμεσος δανεισμός από τις αμερικανικές τράπεζες στις βαριά χρεωμένες ευρωπαϊκές κυβερνήσεις δεν είναι υψηλός, είναι εκτεθειμένες με σχεδόν 3 τρις εκατομμυρια δολάρια μέσω διασυνδέσεων με τις ευρωπαϊκές τράπεζες. Εάν, για παράδειγμα, η Ελλάδα χρεοκοπήσει, οι αμερικανικές τράπεζες θα δεχτούν χτύπημα στο βαθμό που οι ευρωπαϊκές τράπεζες κάνουν στάση πληρωμών στα χρέη τους. Τα αμερικανικά αμοιβαία κεφάλαια έχουν μεγάλες επενδύσεις στην Ευρώπη — περίπου το ήμισυ από το ενεργητικό τους είναι σε βραχυπρόθεσμα υποσχετικά γραμμάτια.

Σημειώστε ότι τα αμοιβαία κεφάλαια είναι ουσιαστικά ανασφάλιστες καταθέσεις που προσποιούνται ότι είναι τόσο ασφαλή όσο οι καταθέσεις από την κυβέρνηση — και υπάρχουν 3 τρις εκατομμυρια δολάρια από αυτά (έναντι περίπου 6 τρις εκατομμυρια δολαρίων από ασφαλισμένες καταθέσεις). Όταν ξέσπασε η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση, οι επενδυτές το έβαλαν στα πόδια και τα αμοιβαία κεφάλαια κινδύνεψαν με κατάρρευση. Σώθηκαν με την επέκταση της εγγύησης της αμερικανικής κυβέρνησης, η οποία είναι τώρα παράνομη σύμφωνα με το νόμο Dodd-Frank (ένα από τα ελάχιστα θαραλλέα πράγματα που έκανε το Κογκρέσο — τοποθετώντας ουσιαστικά μια πυρηνική βόμβα στη νομοθεσία για να εξασφαλίσει ότι η επόμενη παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση θα τινάξει την Ουόλ Στριτ σε χίλια κομμάτια). Κάποιος θα μπορούσε να πει «και λοιπόν, άστους να αποτύχουν». Ναι, αλλά δανείζουν στις τράπεζες των ΗΠΑ — που πρέπει να κυλήσουν βραχυπρόθεσμο χρέος που δανείστηκαν από τα αμοιβαία κεφάλαια. Η τραπεζική χρηματοδότηση θα στεγνώσει με μια κατάρρευση της Ουόλ Στριτ. Αυτό είναι το πρόβλημα με την διαστρωμάτωση — και τα αμοιβαία κεφάλαια είναι μια σημαντική σύνδεση στην αλυσίδα χρηματοδότησης. Ένα πρόβλημα με τα αμοιβαία κεφάλαια δεν είναι ένα γεγονός σταθερής απόκλισης 2 ή 3 βαθμών — είναι ένα γεγονός σχετικά υψηλών πιθανοτήτων που πρέπει να ληφθεί υπόψη όταν γίνονται τα «στρες τεστ» για τις τράπεζες. Αυτό είναι ένα ατύχημα που περιμένει να συμβεί.

Επιπλέον, η Fed έχει γίνει ο δανειστής της τελευταίας λύσης για την Ευρώπη. Αναμφίβολα, η Fed έχει τη δυνατότητα να δημιουργήσει έναν άπειρο ανεφοδιασμό αποθεμάτων σε αμερικανικά δολάρια μέσω «πληκτρολογήσεων» — το μόνο όριο της είναι αυτοεπιβαλλόμενο, εκτός αν το Κογκρέσο αναμειχθεί και τις πει να σταματήσει. Εως τις 21 Σεπτεμβρίου, υπήρχαν 575 εκατομμύρια δολάρια σε ανταλλαγές (swaps) που εκκρεμούν.

Και τώρα ακόμη και η Κίνα θέλει να επιβραδύνει την ανάπτυξή της. Το ευρώ ψήθηκε σε βαθμό που κάρηκε. Η ερώτηση τώρα είναι τι θα κάνει η Ευρώπη για αυτό — και εάν οι ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και οι άλλες

χώρες με τη δυνατότητα να αποφύγουν ένα ψήσιμο θα επιλέξουν μια πιο νόστιμη έκβαση.

ΠΟΡΕΙΑ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ;

Πού πηγαίνουμε απ' εδώ; Οι ΗΠΑ έχουν την δημοσιονομική ικανότητα να αντιμετωπίσουν τα προβλήματά τους. Εν συντομία, χρειάζεται μια προσέγγιση με τρεις στόχους:

1. Θέσεις απασχόλησης. Η καλύτερη πολιτική θα ήταν να ακολουθηθεί το παράδειγμα του New Deal με προγράμματα που οδηγούν στην άμεση δημιουργία θέσεων εργασίας στο πλαίσιο της Διοίκησης της Προόδου Εργασιών και του Civilian Conservation Corps. Δεν θα μπορούμε εδώ σε λεπτομέρειες επειδή υπάρχουν τόσες πολλές δημοσιεύσεις στο Ινστιτούτο Λίβι που συνεχίζουν το έργο του Χάιμαν Μίνσκυ στην προαγωγή του «εργοδότη της ύστατης λύσης», ή την προσέγγιση «της εγγύησης για δουλειά», με σκοπό να συμβάλλουν στον μετριασμό των επιπτώσεων της ανεργίας σε όλες τις φάσεις του επιχειρηματικού κύκλου. Εάν ένα καθολικό πρόγραμμα δεν είναι πολιτικά εφικτό, ένα πρόγραμμα μικρότερης κλίμακας θα μπορούσε να βοηθήσει (ο Πρόεδρος Κάρτερ κατόρθωσε να επεκτείνει τον Περιεκτικό Νόμο Απασχόλησης και Κατάρτισης κατά τη διάρκεια μιας περιόδου στασιμοπληθωρισμού, προς το τέλος της δεκαετίας του '70). Αυτό θα μπορούσε να συνεπάγεται κάποιο συνδυασμό ομοσπονδιακών προγραμμάτων εργασίας με επιχορηγήσεις κάποιου είδους στις πολιτείες για την χρηματοδότηση υποδομών και κοινωνικών δαπανών που θα δημιουργούσαν νέες θέσεις εργασίας. Πρέπει όμως να σκεφτούμε σε μεγάλη κλίμακα. Χρειαζόμαστε περισσότερες από 20 εκατομμύρια θέσεις πλήρους απασχόλησης και η ομοσπονδιακή κυβέρνηση θα πρέπει να παρέχει τη χρηματοδότηση για έναν σημαντικό μερίδιο αυτών των θέσεων απασχόλησης.

2. Ελάφρυνση χρέους. Ο αριθμός των ιδιοκτητών κατοικιών που βυθίζονται θα συνεχίσει να μεγαλώνει. Ακόμα και μετά από μια πώση της τάξεως του 30%, οι τιμές κατοικιών σε μερικά μέρη της χώρας παραμένουν πάρα πολύ υψηλές. Με βάση την ιστορία των καταρρεύσεων στην αγορά ακινήτων στις ΗΠΑ από τον Β' παγκόσμιο πόλεμο (που έως την πρόσφατη κατάρρευση ήταν πάντα σε περιφερειακή, όχι σε εθνική κλίμακα), θα χρειαστούν πολλά χρόνια για να επιστρέψουν οι τιμές στα επίπεδα που ήταν πριν από την κρίση. Επειδή η κερδοσκοπική φούσκα εκτίναξε τις τιμές σε πρωτοφανή επίπεδα, δεν θα πρέπει να αναμένουμε ότι τα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας θα δικαιολογούσαν μια επιστροφή στις τιμές που επικρατούσαν πριν από μια δεκαετία — ίσως ακόμη και μια γενιά σε μερικές περιοχές. Έτσι, θα πρέπει να μάθουμε να ζούμε με χαμηλότερες τιμές και αυτό σημαίνει ότι θα πρέπει να διαγράψουμε μέρος του χρέους των υποθηκών.

Για να γίνει αυτό δίκαια, θα πρέπει να συμπεριλαμβάνει όλους — όχι μόνο αυτούς που χρεοκόπησαν. Αυτό σχεδόν αναγκαστικά θα απαιτήσει έναν μεγάλο ρόλο για τον Θείο Σαμ. Οι τράπεζες δεν πρόκειται να το κάνουν. Χρειαζόμαστε μια τίμια αξιολόγηση των τιμών των ακινήτων, ακολουθώντας σαφείς οδηγίες, για να καθιερώσουμε μια βάση για μια αποδεκτή υποθήκη. Ας πούμε ότι, κατά μέσον όρο, οι κατοικίες θα εκτιμηθούν κατά ένα τρίτο λιγότερο από τις τιμές που επικρατούσαν πριν από την κρίση. Μια αποδεκτή υποθήκη θα ήταν ύστερα το 80% από αυτό.

Η ομοσπονδιακή κυβέρνηση, σε συνεργασία είτε με χρηματοδοτούμενες από την κυβέρνηση επιχειρήσεις είτε με ιδιωτικούς δανειστές (θα πρέπει να γίνει μια επιλογή), θα παρείχε στη συνέχεια μια νέα υποθήκη με ευνοϊκούς όρους (σταθερό επιτόκιο για 30 χρόνια), που θα χρησιμοποιούνταν για να εξοφληθεί η υποθήκη που εκκρεμεί. Μια πολιτική θα πρέπει να αναπτυχθεί για να καθορίσει το πώς θα μοιράζονται οι απώλειες (η διαφορά μεταξύ της νέας υποθήκης και το ανεξόφλητο χρέος της υποθήκης) μεταξύ του originator των υποθηκών, αυτών που τις παρέχουν, του κατόχου τιτλοποίησης έναντι υποθήκης, και του Θείου Σαμ. Μερικοί αναλυτές έχουν προτείνει ένα σχέδιο όπου οι πιστωτές θα μοιράζονται με τους ιδιοκτήτες κατοικιών όποια υπεραξία προκύψει με την αύξηση των τιμών στις κατοικίες. Σε κάθε περίπτωση, είναι ξεκάθαρο ότι η πολιτική κατεύθυνση θα πρέπει να προέλθει από την Ουάσιγκτον και η πολιτική θα πρέπει να επιβληθεί στους πιστωτές. Οι ιδιοκτήτες κατοικιών θα μπορούσαν να επιλέξουν να συμμετέχουν, ή να κρατήσουν τις τρέχουσες υποθήκες. Είναι σημαντικό, εντούτοις, να αποκλειστούν οι κερδοσκόποι που αγόρασαν αρκετά σπίτια στην περίοδο της έκρηξης στην αγορά κατοικιών. Η ελάφρυνση χρέους θα πρέπει να είναι μόνο για αυτούς που έχουν σπίτια για ιδιοκατοίκηση.

3. Διευθέτηση των αφερέγγυων οργανισμών. Ξέρουμε από την κρίση των «savings and loans» της δεκαετίας του '80 ότι το κόστος μιας τελικής διευθέτησης εκτινάσσεται στα ύψη όταν οι αφερέγγυες τράπεζες διατηρούνται ανοικτές από την πολιτική της «επέκτασης και προσποίησης». Όπως μάθαμε από την υπόθεση του Γουότεργκεϊτ, το κουκούλωμα είναι αυτό που μεγαλώνει την παράνομη δραστηριότητα. Εάν αφήσουμε μια αφερέγγυη τράπεζα να λειτουργήσει, και αφήσουμε τους ίδιους απατεώνες να συνεχίσουν να την διαχειρίζονται, θα έχουν κάθε κίνητρο να την ληστέψουν με κάθε ευκαιρία. Θα αμοίβονται με τεράστια μπόνους, θα πετσοκόβουν τα αποθέματα από απώλειες δανείων, θα καίνε έγγραφα, και θα διοχετεύσουν όσο περισσότερο ρευστό μπορούν σε off-shore παραδείσους επειδή ο οργανισμός είναι ήδη χρεοκοπημένος. Το μόνο που χρειάζεται να κάνουν είναι να τον κρατήσουν ανοικτό και να καταστρέψουν τα στοιχεία έως ότου λήξει η χρονική περίοδος κατά την οποία μπορούν να ληφθούν νομικά μέτρα.

Γι αυτό πρέπει να διευθετηθούν. Και σημειώστε πως αυτό λέει ο νόμος: αφερέγγυοι οργανισμοί πρέπει να διευθετηθούν με το λιγότερο δυνατό κόστος προς την Ομοσπονδιακή Εταιρεία Ασφάλισης Καταθέσεων (FDIC). Δυστυχώς, πέρασανε περισσότερα από τρία χρόνια από την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση και ακόμα δεν το έχουμε κάνει αυτό. Και εάν επιδιώξουμε την εφαρμογή μιας πολιτικής για την ελάφρυνση του χρέους από υποθήκες, με την κατάλληλη λογιστική για τις αξίες και τις απώλειες των περιουσιακών στοιχείων, οι αφερεγγυότητες θα εκτεθούν. Σημειώστε ότι η ελάφρυνση του χρέους είναι περισσότερο θέμα αναγνώρισης της πραγματικότητας από θέμα δημιουργίας απωλειών για τις τράπεζες. Οι υπάρχουσες υποθήκες δεν αναγνωρίζουν αυτή την πραγματικότητα, και το γεγονός ότι καταγράφονται στα βιβλία στην ονομαστική τους αξία αποκρύπτουν πραγματικά αυτή την πραγματικότητα. Οι απώλειες ήδη υπάρχουν και το κλείσιμο των αφερέγγυων οργανισμών είναι ο μόνος τρόπος για να τελειώσει η παρωδία, μειώνοντας συγχρόνως όλα τα κίνητρα για να συνεχιστεί το κουκούλωμα και η απάτη. Αυτό θα οδηγούσε επίσης σε ένα ισχυρότερο χρηματοοικονομικό σύστημα, με μικρότερους οργανισμούς και λιγότερη συγκέντρωση της οικονομικής δύναμης.

Το κλείσιμο των μεγαλύτερων αφερέγγυων οργανισμών θα προκαλέσει παράπλευρες απώλειες — απώλειες, για παράδειγμα, ανάμεσα στα συνταξιοδοτικά ταμεία, που έχουν υπό την κατοχή τους ενεργητικό και ανασφάλιστο χρέος αυτών των οργανισμών. Οι φορείς χάραξης πολιτικής θα πρέπει να διαμορφώσουν μια πολιτική για να το αντιμετωπίσουν αυτό το θέμα. Για παράδειγμα, το Pension Benefit Guaranty Corporation θα γίνει αφερέγγυο και θα χρειαστεί μια διάσωση.

Για την Ευρωζώνη, οι λύσεις είναι περισσότερο δύσκολες επειδή, όπως αναφέραμε παραπάνω (και σε αρκετές δημοσιεύσεις του Ινστιτούτου Λίβι), αυτά τα έθνη δεν διαθέτουν από μόνα τους την δημοσιονομική δυνατότητα να αντιμετωπίσουν τα προβλήματά τους. Έτσι, μια λύση για μια προβληματική χώρα είναι να αποχωρήσει από την ευρωζώνη και να επιστρέψει στο δικό της εθνικό νόμισμα — στη δραχμή η Ελλάδα, στη λίρα η Ιταλία, κοκ. Η μετάβαση θα ήταν αποδιοργανωτική, επώδυνη, με υψηλό βραχυπρόθεσμο κόστος. Αλλά το όφελος θα ήταν να δημιουργηθεί χώρος για μια εγχώρια δημοσιονομική πολιτική που θα αντιμετωπίσει την κρίση. Η χρεοκοπία στο χρέος με ονομαστική αξία το ευρώ θα ήταν υποχρεωτική. Αντίποινα από την ΕΕ δεν θα μπορούσαν να αποκλειστούν. Κατά την άποψή μας, όμως, αυτό είναι προτιμότερο από το σχέδιο των δύο νομισμάτων «Γερμανική εναντίον Λατινικής ευρωζώνης» που αναφέρθηκε προηγουμένως, το οποίο απλά θα έδενε την Ελλάδα, για παράδειγμα, σε ένα άλλο εξωτερικό νόμισμα. Δεν θα είχε περισσότερο χώρο για να εφαρμόσει μια δημοσιονομική ή νομισματική πολιτική απ' ό,τι έχει τώρα, αν και θα λειτουργούσε με ένα νόμισμα που θα ήταν υποτιμημένο σχετικά με το ευρώ.

Εάν δεν ακολουθήσει η διάλυση, τότε η μόνη πραγματική λύση είναι να αναδιαμορφωθεί η ευρωπαϊκή νομισματική ένωση. Πολλοί από τους επικριτές της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης έχουν κατηγορήσει την ΕΚΤ για αργή ανάπτυξη στην ευρωζώνη, ειδικά στην περιφέρεια. Το επιχείρημα είναι ότι διατήρησε τα επιτόκια σε πάρα πολύ υψηλά επίπεδα για να επιτευχθεί πλήρης απασχόληση. Πιστεύαμε πάντα ότι αυτή ήταν μια λανθασμένη κριτική, όχι επειδή τα χαμηλότερα επιτόκια είναι ανεπιθύμητα, αλλά επειδή ακόμη και με την καλύτερη δυνατή κεντρική τράπεζα, το πραγματικό πρόβλημα στην διευθέτηση ήταν οι περιορισμοί στην δημοσιονομική πολιτική. Πράγματι, σε ένα κείμενο αρκετά χρόνια πριν, ο Claudio Sardonι και ο Randall Wray κατέδειξαν ότι η πολιτική της ΕΚΤ δεν ήταν σημαντικά πιο περιοριστική από αυτήν της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ, αλλά η οικονομική επίδοση των ΗΠΑ ήταν με συνέπεια πολύ καλύτερη. Τη διαφορά την έκανε η δημοσιονομική πολιτική — με την Ουάσιγκτον να ελέγχει έναν προϋπολογισμό που ήταν μεγαλύτερος από το 20% του ΑΕΠ και να τρέχει ένα έλλειμμα αρκετών ποσοστιαίων μονάδων του ΑΕΠ. Σε αντίθεση, ο προϋπολογισμός του Κοινοβουλίου της ΕΕ ήταν μικρότερος από το 1% του ΑΕΠ. Ενώ τα μεμονωμένα έθνη προσπάθησαν να καλύψουν το κενό με ελλείμματα από τις δικές τους κυβερνήσεις, αυτά δημιούργησαν τα προβλήματα που βλέπουμε σήμερα.

Το πρόβλημα ήταν ότι καθώς αυξήθηκαν τα ελλείμματα και το χρέος, οι αγορές αντέδρασαν με την αύξηση των επιτοκίων — αναγνωρίζοντας ότι, σε αντίθεση με μια κυρίαρχη χώρα όπως οι ΗΠΑ, η Ιαπωνία, ή το Ηνωμένο Βασίλειο, τα μέλη της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης ήταν χρήστες ενός εξωτερικού νομίσματος. Όπως είπαμε προηγουμένως, ήταν κάτι σαν τις πολιτείες των ΗΠΑ. Από τη μια μεριά, μπορούσαν να τρέξουν πολύ μεγαλύτερα ελλείμματα από τις αμερικανικές πολιτείες (όπου όλες, εκτός από δύο, είναι περιορισμένες από συντάγματα να διατηρούν ισορροπημένους προϋπολογισμούς), εν μέρει λόγω της προσδοκίας ότι εάν τα πράγματα εξελίσσονταν άσχημα, η ΕΚΤ πιθανώς θα βοηθούσε τις κεντρικές τράπεζές τους. Αλλά από την άλλη μεριά, οι αμερικανικές πολιτείες έχουν την Ουάσιγκτον να τους παρέχει δημοσιονομική ανακούφιση — κάτι που τα μέλη της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης δεν είχαν. Στην καλύτερη περίπτωση, θα μπορούσαν να δανειστούν ευρώ από ευρωπαϊκούς οργανισμούς ή από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ). Αλλά ο δανεισμός θα αύξανε τα επιτόκια, και έτσι θα έμπαιναν σε μια άσχημη παγίδα χρέους. Ως ένα ορισμένο βαθμό, οι ΗΠΑ αποφεύγουν αυτήν την παγίδα καθώς οι αγορές εξαναγκάζουν τις πολιτείες σε ισορροπημένους προϋπολογισμούς και η Ουάσιγκτον ανακουφίζει τον πόνο με δημοσιονομικές μεταβιβάσεις. Κατά συνέπεια, ένα μεγαλύτερο ποσοστό των εθνικών ελλειμμάτων της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης πήγαινε προς την αποπληρωμή επιτοκίων, κάτι που δεν είναι και ότι καλύτερο για την πρόωθηση της οικονομίας καθώς σημαντικός πλούτος διαρρέει προς τα έξω, προς τους ξένους κατόχους του χρέους.

Μόλις γίνει κατανοητή η αδυναμία της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης, δεν είναι δύσκολο να δούμε τις λύσεις. Περιλαμβάνουν μεγένθυση του πεδίου δημοσιονομικής πολιτικής στο Ευρωκοινοβούλιο — για παράδειγμα, αυξάνοντας τον προϋπολογισμό του σε 15% του ΑΕΠ, μαζί με την δυνατότητα να εκδίδει χρέος. Το εάν οι αποφάσεις για τις δαπάνες θα πρέπει να κεντριοποιηθούν είναι ένα πολιτικό θέμα. Τα ταμεία θα μπορούσαν απλά να μεταβιβαστούν στα μεμονωμένα κράτη σε κατά κεφαλήν βάση.

Μπορεί επίσης να γίνει από την ΕΚΤ: αλλάξτε τους κανόνες έτσι ώστε η ΕΚΤ να μπορεί να αγοράσει ένα ποσό, υπό μορφή κρατικού χρέους που θα εκδίδεται από τα μέλη της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης, που θα ισοδυναμεί με το 6% του ΑΕΠ της Ευρωζώνης κάθε χρόνο. Αυτό θα μπορούσε να τεθεί και ως το ανώτατο όριο. Ως αγοραστής, μπορεί να προσδιορίσει το επιτόκιο, που θα μπορούσε να ήταν στο overnight επιτόκιο της ΕΚΤ ή λίγο παραπάνω από αυτό. Η κατανομή, επαναλαμβάνουμε, θα λάμβανε μέρος σε όλα τα κράτη μέλη σε κατά κεφαλήν βάση. Σημειώστε ότι αυτό είναι κάτι παρόμοιο με την πρόταση για μπλε και κόκκινα ομόλογα, που συζητήθηκε προηγουμένως. Τα ξεχωριστά μέλη θα μπορούσαν επίσης να συνεχίσουν να εκδίδουν ομόλογα στις αγορές, έτσι ώστε θα μπορούσαν να υπερβούν το επίπεδο χρέους που αγοράζεται από την ΕΚΤ, με τον ίδιο τρόπο που οι αμερικανικές πολιτείες εκδίδουν ομόλογα.

Κάποιος μπορεί να προτείνει διαφορετικές παραλλαγές σε αυτό το θέμα, όπως τη δημιουργία κάποιας χρηματοδοτικής αρχής σε επίπεδο της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης που να υποστηρίζεται από την ΕΚΤ, η οποία εκδίδει χρέος για να αγοράσει το κρατικό χρέος από τα ξεχωριστά έθνη — σύμφωνα, ξανά, με τον σχεδιασμό της πρότασης για μπλε ομόλογα. Αυτό που είναι ουσιαστικό, εντούτοις, είναι ότι η στήριξη θα προέρχεται από το κέντρο — την ΕΚΤ ή από την εγγύηση του χρέους από την ΕΕ. Αυτό θα διατηρήσει τα επιτόκια σε χαμηλά επίπεδα, αφαιρώντας την «πειθαρχία της αγοράς» και τους φαύλους κύκλους του χρέους εξαιτίας της έκρηξης των επιτοκίων. Με το δανεισμό να είναι διάχυτος σε όλα τα κράτη μέλη στο πλαίσιο κάποιου τύπου (π.χ. κατά κεφαλήν), κάθε μέλος θα απολαμβάνει το ίδιο επιτόκιο.

Όλες αυτές οι προτάσεις είναι τεχνικά απλές και οικονομικά υγιείς. Εκεί που υπάρχει δυσκολία είναι στο πολιτικό επίπεδο. Όσο περισσότερο καθυστερεί η ΕΕ, τόσο θα αυξάνεται η δυσκολία για την εφαρμογή αποτελεσματικών λύσεων. Οι κρίσεις μεγαλώνουν, δεν μειώνουν, τις δυνάμεις διαχωρισμού ή διάλυσης, αυξάνοντας και την εχθρότητα. Αυτό, με τη σειρά του, εμποδίζει οποιαδήποτε πρόοδο στην επίτευξη μιας πραγματικής λύσης, κάνοντας αρκετά πιθανή την δυνατότητα μιας Μεγάλης Υφεσης «2.0» — έναν συνδυασμό οικονομικής ύφεσης συν την δυναμική του χρέους-αποπληθωρισμού.

Όλα αυτά σημαίνουν ότι ο καπιταλισμός διαχείρισης χρήματος είναι καταδικασμένος. Χρειάζεται μόνο να αποφασίσουμε για το είδος του τέλους που προτιμούμε.

ΕΠΙΛΟΓΙΚΟ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ: Ένα ελληνικό τέλος για το ευρώ;

Το μεγάλο πείραμα μιας ενοποιημένης Ευρώπης με ένα κοινό νόμισμα έχει φτάσει στο τέλος του. Εάν η τρέχουσα τάση συνεχιστεί, η αποσύνθεση του ευρώ είναι αναπόφευκτη. Η Αθήνα είναι, φυσικά, στο κέντρο της δίνης. Το νεώτερο σχέδιο «διάσωσης» που έγινε αποδεκτό από την Ελλάδα βεβαίως και δεν θα σώσει το σύστημα και ούτε θα σώσει την Ελλάδα από μια κυρίαρχη χρεοκοπία. Οι όροι διάσωσης που απαιτούνται από την τρόικα (που κρατάει το καρότο και το μαστίγιο) περιλαμβάνουν μια αξιολόγηση, που έχει καθυστερήσει, προτού απελευθερωθεί η επόμενη δόση. Αλλά η αξιολόγηση θα αποκαλύψει ότι η Ελλάδα δεν έχει καμία ελπίδα να εκπληρώσει τους στόχους της.

Ο Όλι Ρεν, Επίτροπος Οικονομικών και Νομισματικών Υποθέσεων για την ΕΕ, έχει αναγγείλει ότι τα τελευταία μέτρα της ελληνικής κυβέρνησης αποτελούν σημαντικό βήμα για την επίλυση της κρίσης, και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στέλνει μια ομάδα στην Αθήνα να δουλέψει πάνω σε ένα άλλο σχέδιο διάσωσης. Η ΕΚΤ διατηρεί σε υψηλά επίπεδα την αγωνία με την απαίτηση ακόμα περισσότερης λιτότητας. Παρά αυτό το κλίμα άρνησης, η ετοιμόρροπη ελληνική κυβέρνηση θα πέσει και — μπουμ! — μια πλήρης χρεοκοπία θα ακολουθήσει. Καθώς οι εξελίξεις αυτές θα αρχίσουν να διαδίδονται σαν πυρκαγιά σε όλη την επικράτεια της ευρωζώνης, οι οίκοι αξιολόγησης, τα επιτόκια, και η πολιτική αναταραχή θα κλονίσουν τα θεμέλια και των ισχυρότερων και των πιο αδύνατων εθνών.

Πρόσφατα, ο Τίμοθι Γκάιτνερ, Υπουργός Οικονομικών των ΗΠΑ, πήγε στην Ευρώπη για να προσφέρει συμβουλές. Το μήνυμά ήταν ξανά μπερδεμένο, με τον υπουργό Οικονομικών των ΗΠΑ να προσπαθεί να είναι ο φορέας αλλαγής στον τρόπο σκέψης των ευρωπαίων ηγετών (δηλαδή, Μέρκελ και Σαρκοζί κατά κύριο λόγο) που συνεχίζουν να κάνουν ανακοινώσεις κενού περιεχομένου, όπως ότι η Ελλάδα πρέπει να σωθεί και δεν πρέπει να επιτραπεί η χρεοκοπία της, αλλά μην κάνοντας βήμα προς την οριοθέτηση μιας στρατηγικής που να συμφωνούν και οι δύο. Και φυσικά, οι εξαγγελίες από Λαγκάρντ (ΔΝΤ) και Ζέλικ (ΠΤ) ήταν κυρίως διδακτικές σε τόνο και ύφος και σε έναν βαθμό σχολαστικές με μοναδικό στόχο την εσωτερική κατανάλωση, δίχως επίδραση στις σκέψεις των χρηματοπιστωτικών αγορών, όπως έχουμε ήδη δει.

Η άποψή μας είναι πως αν και γνωρίζουν καλά ότι το πρόβλημα χρέους της Ελλάδας είναι ζήτημα φερεγγυότητας και όχι ρευστότητας, προσποιούνται και διά της βίας ισχυρίζονται ότι μπορεί να λυθεί με πακέτα διάσωσης και μόνο εάν η Ελλάδα μπορεί να υλοποιήσει τις

υποσχόμενες μεταρρυθμίσεις. Αλλά έχουν γνώση του γεγονότος ότι, ανεξάρτητα από την επιτυχία ή την αποτυχία των σκληρών μέτρων λιτότητας, το επίπεδο του χρέους της χώρας αυξάνεται, ενώ το ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα παραμένει σε κίνδυνο και, κατά πάσα πιθανότητα, θα δουν το ξήλωμα του ευρώ πρότζεκτ. Οι συνέπειες θα είναι αναμφίβολα καταστροφικές για τα κράτη-μέλη της ευρωζώνης που είναι υπερχρεωμένα (Ιταλία, Ελλάδα, Ισπανία, Ιρλανδία, Βέλγιο και Πορτογαλία), αλλά ακόμα περισσότερο για τις πλεονασματικές χώρες, ειδικά τη Γερμανία, τη Γαλλία, την Ολλανδία και τις σκανδιναβικές χώρες που εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τη σταθερότητα που παρέχει η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ προς τις εξαγωγικές κατευθυνόμενες οικονομίες τους. Επιπλέον, υπάρχει η επίδραση ντόμινο σε Ιταλία, Ισπανία, Πορτογαλία και Ιρλανδία, πιθανώς και στην παγκόσμια οικονομία, από τη στιγμή που θα αναγνωριστεί «επισήμως» η αδυναμία αποπληρωμής του ελληνικού χρέους. Αυτή είναι μια μεγάλη ευθύνη να αναλάβει κανείς, ιδιαίτερα μια ανίδεη ηγεσία. Έτσι, οι ευρωπαίοι ηγέτες θεωρούν καλύτερη επιλογή να κλοτσάνε όσο πιο μακριά γίνεται το ελληνικό πρόβλημα και να ελπίζουν πως με κάποιον τρόπο θα εξαφανιστεί.

Βεβαίως, η Ελλάδα είναι περιορισμένη από το κλίμα που επικρατεί στην εσωτερική πολιτική κατάσταση της χώρας και η κυβέρνηση δεν έπαιξε τα χαρτιά της καλά από την έναρξη της κρίσης. Είναι δύσκολο να ερμηνευθούν οι ενέργειες του Γιώργου Παπανδρέου. Υποψιαζόμαστε ότι πάνω στον ενθουσιασμό του να γίνει γνωστός σε όλη την Ευρώπη, και ακόμα πιο πέρα, ως ο τολμηρός φορέας αλλαγής της ελληνικής κοινωνίας, υπολόγισε λανθασμένα τι ήταν εφικτό και στηρίχθηκε κυρίως σε συμβουλές που προέρχονται από τις νεοφιλελεύθερες συνταγές που χρησιμοποιούνται από το ΔΝΤ και που υιοθετήθηκαν από την ΕΕ, οι οποίες, με την πάροδο του χρόνου, έχουν αποδειχθεί ότι προκαλούν μόνο καταστροφικά αποτελέσματα. Για μια κοινωνία σαν την Ελλάδα, με διακριτικό γνώρισμα την κατάφωρη φοροδιαφυγή και τη φοροαποφυγή, και σε συνδυασμό με τον υψηλό βαθμό αδιαφάνειας των συναλλαγών, τα συνεχιζόμενα σκληρά μέτρα και οι μεταρρυθμίσεις που υλοποιούνται έχουν αποδειχθεί άκρως αναποτελεσματικά. Ουσιαστικά, επιτείνουν τη φοροδιαφυγή, διογκώνουν την παραοικονομία και, αργά αλλά σταθερά, οδηγούν στην εξαφάνιση της μεσαίας τάξης και πιέζουν τα ευάλωτα τμήματα του πληθυσμού σε ακόμη μεγαλύτερη φτώχεια και απελπισία. Οι προνομιούχοι ωφελούνται δυσανάλογα, με αποτέλεσμα όλα αυτά να κάνουν την Ελλάδα μια από τις πιο άνισες χώρες της Ευρώπης.

Με δεδομένο τα άνευ προηγουμένου και εξαιρετικά υψηλά επίπεδα επιτοκίων στις αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων, οι αγορές και οι επενδυτές έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι η Ελλάδα αργά ή γρήγορα θα χρεοκοπήσει, είτε συντεταγμένα είτε άτακτα. Δεν αποτελεί έκπληξη, λοιπόν, ότι θέλουν ένα ξεκάθαρο σχέδιο που απομονώνει την Ελλάδα από την υπόλοιπη ευρωζώνη. Αλλά αυτό δεν είναι δυνατό όπως

αποκαλύπτουν τα τελευταία προβλήματα της γαλλοβελγικής τράπεζας Dexia. Το πρόβλημα του χρέους της Ελλάδας δεν περιορίζεται μόνο σε έλληνες δανειστές αλλά επηρεάζει το σύνολο της ευρωζώνης και απαιτεί μια ευρωζωνική λύση. Και αυτή η λύση μπορεί να δοθεί σύμφωνα με τις κατευθύνσεις του προγράμματος Troubled Asset Relief Program (στήριξης προβληματικών στοιχείων ενεργητικού) των ΗΠΑ. Μπορεί να επιτευχθεί με την ΕΚΤ να ανακοινώνει ότι είναι έτοιμη και πρόθυμη να αγοράσει όλα τα ελληνικά ομόλογα που εκκρεμούν σε τιμές αγοράς. Το αποτέλεσμα θα είναι μια δραματική πτώση στις αποδόσεις και στην αύξηση τιμών των ελληνικών ομολόγων. Το μήνυμα της ΕΚΤ θα ηρεμούσε γρήγορα τις χρηματοπιστωτικές αγορές και θα έλυσε το πρόβλημα της αστάθειας αγορών στην ευρωζώνη έως ότου σχεδιαστεί μια μόνιμη λύση. Αλλά μια τόσο τολμηρή προσέγγιση δεν πρόκειται να προέλθει αυτή τη στιγμή από την ανιαρή ηγεσία του Τρισέ — ειδικά τώρα που είναι έτοιμος να αποχωρήσει και να αφήσει την ελληνική «καυτή πατάτα» στον διάδοχό του — αλλά ούτε από την χωρίς έμπνευση ηγεσία της Γερμανίας και της Γαλλίας.

Αυτή η κατάσταση προετοιμάζει το έδαφος για μια εύρυθμη χρεοκοπία με ουσιαστικό «κούρεμα» τουλάχιστον 60%, μαζί με την επανακεφαλαίωση των ευρωπαϊκών τραπεζών για να αποτραπεί μια αποτυχία του χρηματοοικονομικού συστήματος. Η Ελλάδα θα συνεχίσει πιθανότατα να λαμβάνει στήριξη μέσω διαρθρωτικών ταμείων από την ΕΕ για λόγους ανάπτυξης, αλλά θα απαιτηθεί να συνεχίσει με την εφαρμογή ακόμα πιο σκληρών μέτρων λιτότητας και μεταρρυθμίσεων. Το δομικό έλλειμμα τελικά θα τεθεί υπό έλεγχο εις βάρος ενός πολύ υψηλού ποσοστού ανεργίας (20-25%). Τα μέτρα τη τρόικας θα πετύχουν το στόχο της μείωσης του ελλείμματος με πρωτοφανή ποσοστά ανέργων, σκληρή και άνιση κατανομή του εισοδήματος και του πλούτου, και μια χώρα που θα είναι εξαρτώμενη από τις ευρωπαϊκές δυνάμεις και με σημαντικούς περιορισμούς στην εθνική κυριαρχία της.

Αλλά αυτό δεν είναι το μόνο πιθανό τέλος. Όταν τα σημάδια από τους θεσμούς και τα όργανα που είναι επιφορτισμένα με τη λειτουργία της ΕΕ δεν εμπνέουν εμπιστοσύνη, καθίσταται επιτακτική ανάγκη να εξεταστούν εναλλακτικές στρατηγικές. Η έξοδος της Ελλάδας από το ευρώ έχει παρουσιαστεί ως μια άλλη επιλογή στην αντιμετώπιση της χρεοκοπίας της χώρας. Οικονομολόγοι, πολιτικοί και σχολιαστές έχουν προτείνει διάφορες στρατηγικές εξόδου (προσωρινές ή μόνιμες). Ο Νουριέλ Ρουμπινί είναι ένας, ανάμεσα σε πολλούς, που υποστηρίζουν τη στρατηγική της εξόδου. Η έξοδος από το ευρώ συνεπάγεται σημαντικούς κινδύνους που είναι δύσκολο να προσδιοριστούν με απόλυτη ακρίβεια. Η στρατηγική αυτή θα προκαλέσει αναστάτωση στην αγορά που θα έχει αντίκτυπο σε όλη την παγκόσμια οικονομία, τουλάχιστον για κάποιο χρονικό διάστημα, ωθώντας άλλες χώρες της ευρωζώνης να ακολουθήσουν το παράδειγμα, και με σοβαρές συνέπειες για την Ελλάδα. Πρέπει να περιμένουμε άμεση υποτίμηση του εθνικού νομίσματος, στάση πληρωμών στο χρέος της χώρας,

πληθωριστικές πιέσεις, καταρρεύσεις των τραπεζών και την εθνικοποίησή τους μαζί με την ανάδυση επικίνδυνων οικονομικών και κοινωνικών τάσεων που είναι χαρακτηριστικές μιας δυσλειτουργικής οικονομίας. Είναι πιθανόν, ωστόσο, ότι ύστερα από μια περίοδο δραματικών κακουχιών, η χώρα θα μπορέσει, κάτω από μια πολιτική ηγεσία που μπορεί να δείξει το δρόμο, να αναδιαμορφώσει τον εαυτό της ως μια βιώσιμη οικονομία.

Εν ολίγοις, η κατάρρευση του ευρώ-πρότζεκτ θα προέλθει με έναν από δύο πιθανούς τρόπους. Αυτό που φαίνεται το πλέον πιθανό, και το λιγότερο επιθυμητό, είναι ότι τα έθνη θα αποχωρήσουν από το ευρώ κάτω από μια συντονισμένη διάλυση, η οποία θα μπορούσε ιδανικά να μοιάζει με ένα φιλικό διαζύγιο. Όπως με τα περισσότερα διαζύγια, θα άφηνε όλους τους συμμετέχοντες σε χειρότερη οικονομική κατάσταση. Οι πλουσιότερες χώρες θα επέστρεφαν στα είδη δασμών, στα υψηλά κόστη συναλλαγών, και στην ακινητοποιημένη εργασία και ακινητοποιημένο κεφάλαιο που ενέπνευσαν αρχικά την δημιουργία του ευρώ. Τα φτωχότερα έθνη θα έλεγαν αντίο στις επιχορηγήσεις οποιασδήποτε μορφής.

Λιγότερο πιθανό, αλλά πιο επιθυμητό, θα ήταν μια σημαντική οικονομική αναδόμηση που θα οδηγούσε προς μια αυξανόμενη ευρωπαϊκή ενοποίηση. Το EFSF, που είναι το ταμείο διάσωσης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, έχει τώρα πρόσβαση σε 440 δις εκατομμυρια ευρώ. Ως τώρα, αυτοί που έχουν πραγματικά ωφεληθεί από τα σχέδια διάσωσης της ΕΕ είναι οι τράπεζες που κρατούν στα χέρια τους όλο το χρέος. Αλλά με κάποια αναδιάρθρωση και αλλαγή στους κανονισμούς, αυτό δεν θα ήταν ανάγκη να συνεχίσει να υφίσταται. Τα καταδικασμένα σχέδια διάσωσης που βλέπουμε δεν αντιμετωπίζουν το κεντρικό πρόβλημα, που είναι ότι χώρες με πολύ διαφορετικές οικονομίες μοιράζονται το ίδιο νόμισμα. Έθνη όπως η Ελλάδα δεν είναι σε θέση να ανταγωνιστούν με χώρες που είναι περισσότερο παραγωγικές, όπως η Γερμανία, ή που έχουν χαμηλότερα κόστη παραγωγής, όπως η Λετονία. Οποιοδήποτε εφαρμόσιμο σχέδιο με σκοπό να σώσει το ευρώ θα πρέπει να εξετάσει αυτές τις διαφορές.

Οι καλύτερες δομικές αλλαγές θα ήταν αυτές που θα εξομούσαν τις εμπορικές ανισοροπίες με την ροή πλεονασμάτων από χώρες όπως η Γερμανία, η Γαλλία, και οι Κάτω Χώρες προς τις ελλειμματικές χώρες, επενδύοντας ευρώ προς αυτές τις οικονομίες. Η Γερμανία το έκανε αυτό με την πρώην Ανατολική Γερμανία μετά από την επανένωση. Αυτό το είδος μηχανισμού θα μπορούσε να τεθεί σε λειτουργία πολύ γρήγορα κάτω από το EFSF εάν υπήρχε ένα βαθύτερο πηγάδι από το οποίο θα μπορούσε να αντλήσει πόρους (πιθανώς ένα τρις ευρώ να επαρκούσαν).

Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, καθοδηγούμενο από τους κύριους ηγέτες του, την Άνγκελα Μέρκελ και τον Νικολά Σαρκοζί, θα μπορούσε να εξουσιοδοτήσει το EFSF να αναλάβει ολόκληρο το κυρίαρχο χρέος της

περιφέρειας, η οποία, εκτός από την Ελλάδα, θα περιελάμβανε την Ιρλανδία, την Πορτογαλία, την Ισπανία, και ενδεχομένως και την Ιταλία.

Δεν είναι απίθανο να ακολουθήσει τελικά η ΕΕ αυτό το μονοπάτι, ή κάποιο παρόμοιο, σε αναγνώριση της αξίας της ευρωζώνης. Η σημερινή προσέγγιση δεν είναι βιώσιμη, με τους Γάλλους και τους Γερμανούς φορολογούμενους να είναι εξαγριωμένοι επειδή πληρώνουν το λογαριασμό, και οι κάτοικοι στις περιφερειακές χώρες να αντιστέκονται εξαγριωμένοι στις περικοπές. Και είναι αξιοπρόσεκτο το γεγονός ότι η Μέρκελ δεν έχει ακόμα συνειδητοποιήσει ότι, ως ο μεγαλύτερος καθαρός εξαγωγέας της ΕΕ, η επιμονή της Γερμανίας στην δημοσιονομική λιτότητα για τους πολλούς προβληματικούς γείτονές της είναι μια στάση που μόνο ζημιές μπορεί να επιφέρει.

Σε ένα ιδανικό περιβάλλον, το EFSF θα ήταν υπεύθυνο απέναντι στο εκλεγμένο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο. Η ρύθμιση αυτή θα αντέγραφε, με κάποιους τρόπους, τη σχέση του Treasury των ΗΠΑ με τις πολιτείες, αλλά με περισσότερο έλεγχο από τα έθνη της Ευρώπης. Ναι, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο διοχετεύει πόρους προς την περιφέρεια εδώ και πολύ καιρό, αλλά ο συνολικός προϋπολογισμός του έχει παραμείνει κάτω από το 1% του ΑΕΠ, το οποίο είναι σαφώς πάρα πολύ μικρό.

Η ίδρυση της ΕΕ ήταν μια πολιτική επιχείρηση που προέκυψε από τα φιλόδοξα κεφάλια των δύο ηγετικών ηπειρωτικών δυνάμεων, τη Γερμανία και τη Γαλλία. Η δημιουργία της εξελίχθηκε σε ένα υποσχόμενο οικονομικό εργαστήριο. Είναι ειρωνικό ότι είναι η απουσία μιας αληθινής πολιτικής ένωσης — μια οντότητα με μια ενοποιημένη δημοσιονομική πολιτική καθώς επίσης και ένα ενοποιημένο νόμισμα — που μπορεί να αποτελέσει την αιτία του θανάτου της.

Η ραδιενεργός τέφρα από μια ευρωπαϊκή κατάρρευση θα είναι σημαντική. Πραγματικά, πιστεύουμε ότι εξαιτίας της ενδοσυνοχής της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής σφαίρας, μια χρηματοοικονομική κατάρρευση σε οποιαδήποτε περιοχή είναι πιθανό να πυροδοτήσει μια δεύτερη δόση της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης. Ο σπινθήρας της μετάδοσης θα μπορούσε να ξεκινήσει από την Ευρώπη, τις ΗΠΑ, ή ακόμα και από την Ασία ή από τα BRICS (Βραζιλία, Ρωσία, Ινδία, Κίνα). Ενώ πιστεύουμε ότι υπάρχουν οφέλη στη ενοποίηση της Ευρώπης και σε μια μεγαλύτερη ολοκλήρωση όλων των οικονομιών σε όλη την υδρόγειο, υπάρχει επίσης ο κίνδυνος ότι ο υπερμοχλευμένος παγκόσμιος χρηματοοικονομικός καπιταλισμός θα προκαλέσει μια κρίση σε μια περιοχή που θα εκφυλιστεί γρήγορα σε μια παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση.

Αυτό που έχουμε σήμερα, με τους όρους του Μίνσκυ, είναι ένας καπιταλισμός διαχειριστής χρήματος. Δεν θα επαναλάβουμε άλλες αναλύσεις που έχουν γίνει στο Ινστιτούτο Λίβι, ξεκινώντας με τις ίδιες τις συνεισφορές του Μίνσκυ. Αρκεί να πούμε ότι αυτό που

χρειαζόμαστε είναι μια διαφορετική μορφή από αυτό που ο Μίνσκυ αποκάλυψε οι «57 ποικιλίες του καπιταλισμού». Η σημερινή μορφή είναι απλά πάρα πολύ εύθραυστη για να διατηρηθεί. Ενώ τα προβλήματα στην Ευρωζώνη έχουν κάποιες ιδιοσυγκρασίες — ενοποιημένο νόμισμα χωρίς ενοποιημένη δημοσιονομική πολιτική — η Ευρώπη μοιράζεται επίσης με τις Αγγλοσαξωνικές οικονομίες τα κοινά χαρακτηριστικά ενός καπιταλισμού διαχειριστή χρήματος: πάρα πολύ υψηλό χρέος, πολύ διαστρωμάτωση και μόχλευση, και πάρα πολλή δύναμη στα χέρια των διευθυντών χρημάτων. Το μεγαλύτερο εμπόδιο στην επίλυση της κρίσης στην Ευρώπη είναι ο φόβος μεταξύ των ηγετών ότι η μεταρρύθμιση θα βλάψει τις μεγαλύτερες τράπεζες. Και η Ευρώπη και οι Αγγλοσαξωνικές χώρες, καθώς επίσης και η Ισλανδία, χρειάζονται ανακούφιση από το χρέος και συρρίκνωση του ρόλου που διαδραματίζει το χρηματικό κεφάλαιο. Αλλά η ίδια η δύναμη που έχει συγκεντρώσει το χρηματικό κεφάλαιο καθιστά τις πραγματικές λύσεις πολιτικά ανέφικτες.

Μπορεί να χρειαστεί μια συνολική κατάρρευση του καπιταλισμού διαχειριστή χρήματος προτού μπορέσει να κάνει την εμφάνισή της μια πραγματική λύση.

ΠΗΓΕΣ

Ablan, J. and M. Goldstein. 2011. “Special Report: The great haircut, a radical plan to jumpstart the US economy may have to involve massive write-downs of US consumer debt.” Thomson Reuters, October 3.
<http://www.reuters.com/article/2011/10/03/ushaircut-idUSTRE79125J20111003>

Credit Suisse. 2011. “Global Equity Strategy.” *Global Equity Research*, September 23.

Delpla, J. and J. von Weizsäcker. 2011. “Eurobonds: The Blue Bond Concept and its Implications.” *Bruegel.org*, March 21.
<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/509-eurobonds-theblue-bond-concept-and-its-implications/>

Evans-Pritchard, A. 2011. “Frau Merkel, It Really Is a Euro Crisis.” London *Telegraph Blog*, September, 27.
<http://blogs.telegraph.co.uk/finance/ambroseevanspritchard/100012223/frau-merkel-it-really-is-a-euro-crisis/>

Giles, C. 2011. “Dark humour and hard talk at IMF meetings.” *Financial Times*, September 25.
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/630bdfce-e76c-11e0-da300144feab49a.html#axzz1afcxZMj1>

Hennessy, P. 2011. "£1.75 trillion deal to save the euro." *London Telegraph*, September 24.
<http://www.telegraph.co.uk/news/worldnews/europe/eu/8786945/1.75-trillion-deal-to-save-the-euro.html>

Kennedy, S. 2011. "Europe Meltdown seen converging with recession in survey." Bloomberg, September 29.
<http://www.bloomberg.com/news/2011-09-29/world-recession-seen-triggered-by-europe-breakdown-in-global-investor-poll.html>

Liu, H. C.K. 2011. "The Eurozone Sovereign Debt Crisis: Part I: A currency union not backed by political union." Henry Liu: Independent Critical Analysis and Commentary, September 29.
<http://henrykliu.com/page250.html>

Peel, Q. 2011. "Merkel warns Athens of threat to rescue deal." FT.com, September 28.
<http://www.ft.com/cms/s/0/f03d449c-e9f2-11e0-b997-00144feab49a.html#axzz1abFyjsth>

Reich, R. 2011. "Follow the Money: Behind Europe's debt crisis lurks another giant bailout of Wall Street?" Robert Reich, October 4.
<http://robertreich.org/post/11033625495>

Stearns, J. 2011. "EU Stiffens deficit, debt rules to prevent further crises." *Bloomberg*, September 28. <http://www.bloomberg.com/news/2011-09-28/eu-approves-first-of-six-new-laws-to-toughen-deficit-rules.html>

Taibbi, M. 2011. "Attorneys General Settlement: The next big bank bailout?" *Rolling Stone*, October 6.

Tara LaCapra, L. 2011. "Morgan Stanley gives subdued outlook for brokerage." *Reuters Global Wealth Management Summit News*, October 4.
www.reuters.com/summit/wealthmanagement11?pid=500

Thomson Reuters. 2011. "Trichet's letter to Rome published, urged cuts, reform." Reuters, September 29.
<http://www.reuters.com/article/2011/09/29/italy-ecbidUSL5E7KT06020110929>

Torres, Craig and C. S. Gage. 2011. "Euro Crisis Makes Fed Lender of Only Resort as Funding Ebbs." *Bloomberg*, September 28.
<http://mobile.bloomberg.com/news/2011-09-28/eurocrisis-makes-fed-lender-of-only-resort-as-banks-chase-dollar-funding>

Wray, L. R. 2011. "Waiting for the Next Crash: The Minskyan Lessons We Failed to Learn." Public Policy Brief No. 120. Annandale-on-Hudson, NY : Levy Economics Institute of Bard College . October.
http://www.levyinstitute.org/pubs/ppb_120.pdf

Ο Δημήτρης Β. Παπαδημητρίου είναι Πρόεδρος στο Οικονομικό Ινστιτούτο Levy του Κολεγίου Bard, Εκτελεστικός Αντιπρόεδρος και Provost και Καθηγητής Οικονομικών στην έδρα «Jerome Levy». Ο L. Randall Wray είναι Καθηγητής Οικονομικών και Διευθυντής του Κέντρου για την Πλήρη Απασχόληση και τη Σταθερότητα Τιμών στο Πανεπιστήμιο του Μιζούρι-Κάνσας και Ανώτατος Μελετητής στο Οικονομικό Ινστιτούτο Levy.