



Επιστημονική Εργασία υπό Εξέλιξη (Working Paper) No. 810

Ο δρόμος προς την κόλαση είναι στρωμένος με καλές προθέσεις: Φόβι νομισματοποίησης και οι περιορισμένες επιλογές της Ευρώπης

Του

Andrea Terzi *

Levy Economics Institute of Bard College

Ιούνιος 2014

*Franklin University, Ελβετία

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 © 2014 Levy Economics Institute. All rights reserved.

Περίληψη

Με τη δημιουργία της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης και του ευρώ, το εθνικό δημόσιο χρέος των κρατών-μελών της ευρωζώνης έγινε πιστωτικά ευαίσθητο (credit sensitive). Ενώ οι δυνητικά αποσταθεροποιητικές επιπτώσεις των δυσμενών κυκλικών συνθηκών στο πιστωτικά ευαίσθητο χρέος είχε σοβαρά υποτιμηθεί, ο σχεδιασμός ήταν εκ προθέσεως, διαμορφωμένος στο πλαίσιο της άποψης που πρέσβευαν οι Friedman-Fischer-Buchanan ότι κανένας κανόνας «νομισματοποίησης» δεν μπορεί να προσφέρει ένα ισχυρό μέσο για την πειθαρχία της κρατικής συμπεριφοράς. Ωστόσο, παρά το γεγονός ότι οι περισσότερες χώρες ακολουθούν κάποιου είδους κανόνες «μη νομισματοποίησης», ο κανόνας που ασπάστηκε η ευρωζώνη ήταν ξεχωριστός, καθώς εμπόδιζε επίσης τη νομισματοποίηση για το χρέος στη δευτερογενή αγορά. Ως αποτέλεσμα, όλο το δημόσιο χρέος της ευρωζώνης απέκτησε θετική πιθανότητα χρεοκοπίας (**defaultable**) μέχρι τη στιγμή τουλάχιστον που η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) ανακοίνωσε το πρόγραμμα της αγοράς κρατικών ομολόγων (Outright Monetary Transactions), το οποίο μπορεί να θεωρηθεί ως μια προσέγγιση ενίσχυσης του κανόνα που κάνει τις κυβερνήσεις φερέγγυες υπό την προϋπόθεση ότι θα ισοσκελίσουν τους προϋπολογισμούς τους. Αυτό περιόρισε περαιτέρω τις επιλογές της Ευρώπης για πολιτικές λύσεις που συμβάλλουν στη δημιουργία θέσεων εργασίας. Μια προσέγγιση που δεν θα απαιτούσε καμία άμεση αλλαγή στην πολιτική δομή της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι η χρηματοδότηση των «καθαρών κρατικών δαπανών προς το συμφέρον της Ευρώπης» από την ΕΕ μέσω της έκδοσης ενός ευρωομολόγου από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

1. Συναλλαγματικός κίνδυνος στη ζώνη ενός ενιαίου νομίσματος;

Κατά τη διάρκεια της χρηματοοικονομικής και τραπεζικής κρίσης του 2008–2009, οι αγορές ανακάλυψαν ξαφνικά ότι όλο το δημόσιο χρέος εκφρασμένο σε ευρώ δεν ήταν εξίσου ασφαλές. Από το 2011, τα spreads των αποδόσεων επέστρεψαν στα επίπεδα που επικρατούσαν την περίοδο του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ), που τέθηκε σε λειτουργία μεταξύ 1979 και της έναρξης της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ) το 1999. Η εντυπωσιακή σύγκλιση των μακροπρόθεσμων αποδόσεων στα κρατικά ομόλογα μεταξύ των συμμετεχουσών χωρών κατά τη διαδικασία της μετάβασης από το ΜΣΙ στην ΟΝΕ είχε ξαφνικά εξατμιστεί. Οι κυβερνήσεις και οι τράπεζες των χωρών όπου οι αποδόσεις είχαν ανέβει αντιμετώπιζαν μεγαλύτερο κόστος για τη χρηματοδότηση, το οποίο επιδείνωσε τους ισολογισμούς των τραπεζών και διατάραξε το συνολικό σύστημα των διατραπεζικών αγορών χρηματοδότησης της ευρωζώνης. Σε ορισμένες χώρες, η κρίση του «δημοσίου χρέους» (καλύτερα, του «πρώην δημοσίου χρέους») ήταν τόσο σοβαρή ώστε να παρεμποδίζει την ικανότητα των κυβερνήσεων να αντλήσουν κεφάλαια μέσω νέων εκδόσεων κρατικών ομολόγων.

Η αύξηση στην απόκλιση των αποδόσεων έθεσε υπό αμφισβήτηση την άποψη ότι οι αποδόσεις των ομολόγων στα τέλη της δεκαετίας του 1990 είχαν συγκλίνει ως αποτέλεσμα των προσδοκιών για τον πληθωρισμό που πήγαζαν από την άσκηση ενός

«αξιόπιστου πλαισίου νομισματικής πολιτικής».[1] Όταν τα spreads άρχισαν να διευρύνονται, δεν υπήρχε κανένα «πληθωριστικό σοκ» ή εικαζόμενη απώλεια στην αξιοπιστία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) ως «θεματοφύλακας της σταθερότητας των τιμών». Το γεγονός ότι η απόδοση των spreads ξαφνικά αυξήθηκε εξηγείται καλύτερα από τις εκτιμήσεις των αγορών σχετικά με το αυξανόμενο ενδεχόμενο της κρατικής χρεοκοπίας.

Η βαθιά οικονομική ύφεση και η τραπεζική κρίση είχαν οδηγήσει σε αύξηση τις αναλογίες χρέους/ΑΕΠ και ανάγκασαν τις χρηματοπιστωτικές αγορές να επικεντρωθούν στο γνωστό θέμα (το οποίο είχε αγνοηθεί μέχρι τότε) ότι, σύμφωνα με τους ισχύοντες κανόνες της ΟΝΕ, οι χώρες-μέλη της ευρωζώνης που εξέδιδαν χρέος δεν μπορούσαν να διασωθούν αυτομάτως από την ΕΚΤ, οδηγώντας έτσι στο σενάριο της διάλυσης του ευρώ και της συνακόλουθης επανομαστικοποίησης του δημοσίου χρέους. Ήταν ένα σοκ αξιοπιστίας γύρω από τη δομή της ευρωζώνης, παρά ένα σοκ αξιοπιστίας γύρω από τον πληθωρισμό. Ο συναλλαγματικός κίνδυνος επέστρεφε στη ζώνη του ενιαίου νομίσματος και διεύρυνε τα spreads με παρόμοιο τρόπο όπως και κατά τη διάρκεια του ERM, όταν τα spreads αντανάκλυσαν τον κίνδυνο της αναπροσαρμογής των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Η πολιτική απάντηση της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) περιλάμβανε δανειακές συμβάσεις, κονδύλια έκτακτης ανάγκης και πακέτα λιτότητας. Η ΕΚΤ, με τη σειρά της, τροποποίησε τους διαύλους της για την αναχρηματοδότηση των τραπεζών και άρχισε να αγοράζει δημόσιο χρέος για να αποτρέψει περαιτέρω μειώσεις των τιμών. Οι πολιτικές αυτές ήταν, στην καλύτερη περίπτωση, αναποτελεσματικές για τον τερματισμό της κρίσης χρέους. Η κλιμάκωση της κρίσης χρηματοδότησης σταμάτησε μόνο όταν ο πρόεδρος της ΕΚΤ Mario Draghi ανέφερε ότι θα κάνει «ό, τι χρειάζεται».[2] που συνοδεύτηκε τον Σεπτέμβριο του 2012 με την ανακοίνωση των λεπτομερειών για την ανάληψη του προγράμματος της αγοράς κρατικών ομολόγων στις δευτερογενείς αγορές.

Επειδή το ευρωζωνικό δημόσιο χρέος είναι πιστωτικά ευαίσθητο και επειδή η ασφάλιση των καταθέσεων βασίζεται σε πιστωτικά εξαρτώμενες κυβερνήσεις, η πτώση των εισοδημάτων στην ευρωζώνη προκάλεσε γρήγορα μια ανατιμολόγηση του χρέους και ενώ είχε ήδη αρχίσει να επικρατεί η αντίληψη αναφορικά με τον κίνδυνο της επανέκφρασης του χρέους.[3] Με την κίνηση του Draghi το καλοκαίρι του 2012, η ΕΚΤ αντιμετώπισε ένα σοβαρό ελάττωμα στην αρχιτεκτονική του ευρώ θέτοντας κατώτατο όριο στην τιμή του δημοσίου χρέους με τη χρήση της μοναδικής ισχύος που κατέχει στο να προβαίνει σε μη χρηματοδοτούμενες πληρωμές σε ευρώ. Ωστόσο, ο ανασταλτικός μηχανισμός του Draghi ήταν υπό όρους: η κίνηση αποκατέστησε τη λειτουργική βιωσιμότητα του νομισματικού συστήματος του ευρώ με την επιβολή όρων στασιμότητας στην συνολική έκταση της ευρωζώνης. Στο πλαίσιο αυτό, η ευρωζώνη εξακολουθεί να αντιμετωπίζει μια άνευ προηγουμένου πρόκληση, επειδή το δημόσιο χρέος είχε γίνει ασφαλές υπό την προϋπόθεση ότι οι καθαρές κρατικές δαπάνες θα παραμείνουν πολύ κάτω από αυτό που απαιτείται για την αποκατάσταση της ανάπτυξης και τη δημιουργία θέσεων εργασίας.

Η φράση του Draghi ότι θα κάνει «ό, τι χρειάζεται» ήταν αξιοσημείωτη, διότι μετά από 14 χρόνια ύπαρξης η ΕΚΤ διακήρυξε ότι η διαμόρφωση μια αγοράς κρατικών ομολόγων εμπίπτει στην αρμοδιότητά της, ακόμη κι αν ήταν ένα μέσο για να σταματήσει μια απειλή που αφορούσε την ίδια την ύπαρξη της ευρωζώνης. Μέχρι τότε, οι αγορές είχαν λόγο να αμφιβάλουν ότι η ΕΚΤ θα αναλάμβανε ποτέ μια τέτοια ενέργεια με τους θεσμικούς περιορισμούς που υπάρχουν στο καταστατικό της. Το γεγονός ότι η ΕΚΤ προέβη σε μια τέτοια δήλωση μόνο όταν τέθηκε υπό απειλή η ακεραιότητα της ευρωζώνης εγείρει το ερώτημα ως προς το αν πίστευε η ΕΚΤ μέχρι τότε ότι θα μπορούσε να αποφύγει την καταφυγή σε τέτοιες ενέργειες ή είχε απλά μελετήσει τις ηθικά επικίνδυνες συνέπειες μιας τέτοιας ανακοίνωσης εκ των προτέρων, δηλαδή πριν από την εμφάνιση καταστάσεων έκτακτης ανάγκης.[4]

Είχαν αγνοήσει οι πρώιμοι αρχιτέκτονες του ευρώ την απειλή του πιστωτικά ευαίσθητου δημόσιου χρέους; Και ναι και όχι. Ναι, επειδή η εστίασή τους στη σταθερότητα των τιμών είχε στρέψει την προσοχή μακριά από τις δυνητικά αποσταθεροποιητικές επιπτώσεις των δυσμενών κυκλικών συνθηκών στο πιστωτικά ευαίσθητο δημόσιο χρέος. Όχι, επειδή ο σχεδιασμός έγινε εκ προθέσεως.

Οι κανόνες που καθόριζαν το ενιαίο νόμισμα περιλάμβαναν διατάξεις που σκόπευαν εσκεμμένα να στηρίζουν το νέο νόμισμα στα θεμέλια του προτύπου της οικονομικής πολιτικής που είχε κυριαρχήσει στον δυτικό κόσμο από τη δεκαετία του 1980: ένα «αξιόπιστο» στόχο σταθερότητας των τιμών και μια «βιώσιμη» δημοσιονομική θέση. Για την επίτευξη αυτού του στόχου, η εξουσία των μη χρηματοδοτούμενων πληρωμών σε ευρώ ανατέθηκε αποκλειστικά στην ΕΚΤ και αποσυνδέθηκε από κάθε πολιτικό φορέα σε οποιοδήποτε επίπεδο—εθνικό ή ευρωπαϊκό. Η διάταξη αυτή καθοδηγείτο από την πεποίθηση ότι η μεταβίβαση της νομισματικής κυριαρχίας[5] από τα κράτη σε έναν φορέα της ΕΕ (στο ευρωσύστημα), που δεν διέθετε καμία φορολογική εξουσία και δυνατότητα δημοσίων δαπανών, θα απέτρεπε τις εθνικές κυβερνήσεις από το να κάνουν χρήση της νομισματικής κυριαρχίας για απόσβεση του χρέους μέσω πληθωρισμού, θα περιόριζε τις καθαρές τους δαπάνες και θα διαμόρφωνε ένα σταθερό περιβάλλον για τη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη.

Η αβλεψία αυτής της διάταξης αφορούσε τη δραματική υποτίμηση που θα είχε το συγκεκριμένο πρότυπο στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Ωστόσο, το πρότυπο που υιοθετήθηκε αποτελεί απόδειξη ότι ο θεσμικός σχεδιασμός της ευρωζώνης ήταν σκόπιμος και διαμόρφωσε σκόπιμα το ενδεχόμενο της χρεοκοπίας ως ισχυρό μέσο για την πρόληψη των πληθωριστικών επιπτώσεων από τις κρατικές δαπάνες. Πολιτικά, αυτό θεωρείτο ιδιαίτερα σημαντικό λόγω της ποικιλομορφίας του δημοσίου τομέα ανάμεσα στα συμμετέχοντα κράτη-μέλη της ευρωζώνης.

Η δημοσιονομική πειθαρχία θεωρήθηκε ως μέσο για την ενίσχυση της ακεραιότητας και της αποτελεσματικότητας όλων των ευρωπαϊκών κυβερνήσεων. Ωστόσο, οι καλές προθέσεις έστρωσαν το δρόμο προς την κόλαση και ο εύλογος πολιτικός στόχος της σύγκλισης μέσω δημοσιονομικών κανόνων συγκρούστηκε με τις παρενέργειες της απενεργοποίησης του απόλυτου μηχανισμού της συνολικής ζήτησης στην ευρωπαϊκή οικονομία.

Η παρούσα εργασία υποστηρίζει ότι το πείραμα της ευρωζώνης υπό το αρχιτεκτονικό θεμέλιο με το οποίο οικοδομήθηκε απέτυχε στην επίτευξη των στόχων της σταθερότητας και της ανάπτυξης, επειδή απουσίαζαν δύο σημαντικές προϋποθέσεις. Ένα σχέδιο που θα απέτρεπε το χρέος της ευρωζώνης από το να μπορεί να γίνει πιστωτικά ευαίσθητο και μια επαρκή ροή καθαρών χρηματοοικονομικών στοιχείων προς τον ιδιωτικό τομέα μέσω καθαρών κρατικών δαπανών. Με άλλα λόγια, οι αρχιτέκτονες της ευρωζώνης χρησιμοποίησαν ένα κακοσχεδιασμένο πλαίσιο για την εφαρμογή υποτιθημένων καλών προθέσεων. Στον απόηχο του ανασταλτικού μηχανισμού που ενεργοποίησε η ΕΚΤ το 2012, το ανεπίλυτο ερώτημα είναι το εξής: πώς μπορεί η Ευρώπη να αποκαταστήσει την ανάπτυξη και τη δημιουργία θέσεων εργασίας; Οι μονομερείς κινήσεις για την αποκατάσταση των εθνικών νομισμάτων θα αποτελούσαν θανάσιμο πλήγμα στο εγχείρημα της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης. Μια άλλη προσέγγιση, φιλική προς την ΕΕ, είναι πιθανή και θα συζητηθεί στην τελευταία ενότητα.

2. Η βιωσιμότητα της ευρωζώνης: Μια βέλτιστη νομισματική περιοχή ή πρόβλημα φερεγγυότητας;

Από το σχέδιο Delors του 1989 και τη Συνθήκη του 1992 για την Ευρωπαϊκή Ένωση, το ενιαίο νόμισμα στην Ευρώπη έχει καθολικά περιγραφεί ως ένα απaráμιλλο πείραμα στη νομισματική ενοποίηση.[6] Οι απόψεις δίστανται ανάμεσα σε εκείνους που υπογράμμιζαν την τολμηρότητα των Ευρωπαίων να κινηθούν προς την κατεύθυνση μιας μεγαλύτερης οικονομικής ολοκλήρωσης και εκείνων που τόνιζαν την οικονομική αδυναμία ενός παρατραβηγμένου, απερίσκεπτου πολιτικού σχεδίου. Για τη μια πλευρά, το απaráμιλλο πείραμα αποτέλεσε ορόσημο στην ευρωπαϊκή ολοκλήρωση. Για την άλλη πλευρά αποτέλεσε ένα μεγαλοπρεπές, δύσμοιρο σχέδιο.

Το μεγαλύτερο μέρος της συζήτησης επικεντρώνεται σχεδόν αποκλειστικά στο ζήτημα του κατά πόσον ή όχι αποτελεί η ευρωζώνη μια βέλτιστη νομισματική ζώνη ή αν θα γίνει ποτέ μια βέλτιστη νομισματική ζώνη. Οι περισσότεροι από τους πρώιμους επικριτές της ευρωζώνης έβλεπαν δείγματα ότι οι χώρες-μέλη συγκροτούσαν μια οικονομική περιοχή που απείχε πολύ από το να είναι μια βέλτιστη νομισματική περιοχή. Οι οικονομίες τους υπόκεινταν σε ασύμμετρες κρίσεις, η κινητικότητα του εργατικού δυναμικού ήταν πολύ χαμηλή και η οικονομική απόκλιση μπορούσε να αντισταθμιστεί μόνο με διασυννοριακές δημοσιονομικές μεταβιβάσεις των οποίων το μέγεθος που απαιτείτο ήταν πολύ μεγαλύτερο από αυτό που θα μπορούσε ποτέ να αποδεχθεί μια πολιτικά διαιρεμένη ΕΕ. Αυτή η κριτική προς την ΕΕ αντιμετωπίστηκε με την έννοια της ενδογενούς βέλτιστης νομισματικής περιοχής,[7] σύμφωνα με την οποία οι νομισματικές ενώσεις μπορεί να πετύχουν ακόμα και όταν δεν έχουν αρχικά ολοκληρωθεί οι συνθήκες μιας βέλτιστης νομισματικής περιοχής. Με βάση αυτή την άποψη, το γεγονός ότι διαφορετικές χώρες μοιράζονται το ίδιο νόμισμα είναι μια κατάσταση που θα μπορούσε να λειτουργήσει ως κίνητρο σύγκλισης για τις οικονομίες των κρατών-μελών και σταδιακά να εκπληρώσουν τα κριτήρια μιας βέλτιστης νομισματικής περιοχής. Η υπόθεση της ενδογενούς βέλτιστης νομισματικής περιοχής προσέφερε στους αρχιτέκτονες του ευρώ ένα ισχυρό επιχειρήμα για να προσελκύσουν τους επικριτές της νομισματικής ένωσης στην Ευρώπη με το μέρος τους.

Ένας δεύτερος λόγος για να προχωρήσει η δημιουργία του ενιαίου νομίσματος ακόμη και ενώ δεν ικανοποιούνται πλήρως οι προϋποθέσεις μιας βέλτιστης νομισματικής περιοχής υπήρξε το επιχείρημα ότι η δημιουργία ενός ενιαίου νομίσματος διαμόρφωνε ένα σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών και όχι ένα σύστημα ελεύθερων κυμαινόμενων νομισμάτων. Σε μια παθιασμένη υπεράσπιση του ευρώ, η οποία δημοσιεύθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ως «ένα από τα πιο συναρπαστικά πειράματα στη νομισματική ιστορία», οι Jonung και Drea (2009) ισχυρίστηκαν ότι οι επικριτές ήταν προκατειλημμένοι κατά του ευρώ και ότι παρέβλεπαν το γεγονός ότι «η Ευρώπη αντιμετωπίζει μια επιλογή μεταξύ μόνιμων σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών και ημι-μόνιμων σταθερών επιτοκίων». Κατά συνέπεια, τα κριτήρια της βέλτιστης νομισματικής περιοχής ήταν ανεφάρμοστα στην περίπτωση της μετάβασης της Ευρώπης προς ένα ενιαίο νόμισμα.

Οι ίδιοι συγγραφείς τόνισαν ότι ο πραγματικός νέος χαρακτήρας του ευρώ δεν ήταν στην απώλεια της αυτονομίας της χάραξης πολιτικής, η οποία ήταν ήδη αρκετά περιορισμένη κάτω από το καθεστώς των ημι-μόνιμων σταθερών επιτοκίων του ΣΜΙ. Αντίθετα, το άλμα προς τα εμπρός ήταν στην αφαίρεση της νομισματικής κυριαρχίας από όλα τα κράτη της ευρωζώνης: «Ποτέ στο παρελθόν τα κυρίαρχα εθνικά κράτη δεν παρέδωσαν τα εθνικά τους νομίσματα σε μια κοινή κεντρική τράπεζα, απέχοντας από τη νομισματική κυριαρχία». Η ρήξη της σχέσης ανάμεσα στο χρήμα και τις κυβερνήσεις θεωρήθηκε ως μια μοναδική ιδιαιτερότητα και ένα ισχυρό σημείο του νέου νομίσματος σε σχέση με το προϋπάρχον καθεστώς συναλλαγματικής ισοτιμίας. Από αυτή την άποψη, και εφόσον κάποιος συμφωνεί ότι η εκτύπωση του χρήματος δεν δημιουργεί πραγματικό πλούτο παρά μόνο πληθωρισμό, η κρατική απώλεια της νομισματικής κυριαρχίας είναι μια ευλογία. Ο Otmar Issing (2006), πρώην μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ εξήγησε το όλο ζήτημα ως εξής:

Η εκχώρηση της εθνικής κυριαρχίας σε ένα τόσο σημαντικό τομέα είναι μια ουσιαστική συμβολή στην πολιτική ενοποίηση. Στο κάτω κάτω, μια κεντρική τράπεζα αποτελεί στοιχείο της κρατικής υπόστασης. Η Συνθήκη του Μάαστριχτ έχει κάνει ανεξάρτητη την ΕΚΤ από οποιαδήποτε πολιτική επιρροή έτσι ώστε να είναι σε θέση να μπορεί να εκπληρώσει την εντολή που έχει για τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Η χάραξη της νομισματικής πολιτικής είναι, ως εκ τούτου, όχι μόνο κεντροκοποιημένη, αλλά επίσης απολιτικοποιημένη.

Ο Issing τόνισε ότι η μεταβίβαση της νομισματικής κυριαρχίας από τις χώρες-μέλη προς την ΕΚΤ ήταν ένας τρόπος για να τεθούν γερά θεμέλια για τη σταθερότητα των τιμών. Από την άποψή του, αυτό ενισχύθηκε με την απόσπαση του ελέγχου του κράτους πάνω από το νόμισμα. Αντίθετα, η δημοσιονομική πολιτική έχει περιορισμένο πεδίο εφαρμογής:

Η συμμόρφωση των κρατών-μελών με τους κανόνες θα διατηρήσει τα ελλείμματα σε αρκετά χαμηλά επίπεδα ώστε να εξασφαλίζεται η κρατική φερεγγυότητα, παρέχοντας παράλληλα στις κυβερνήσεις τα αναγκαία

περιθώρια για την εξομάλυνση των οικονομικών διακυμάνσεων μέσω της λειτουργίας των αυτόματων δημοσιονομικών σταθεροποιητών.

Αυτή η άποψη παραδέχεται ότι η κρατική απώλεια της νομισματικής κυριαρχίας εισάγει το πρόβλημα της φερεγγυότητας. Ωστόσο, δεν υπάρχει καμία ανησυχία, υποστηρίζει η συγκεκριμένη άποψη, εφόσον τα κράτη-μέλη συμμορφώνονται με τους κανόνες που περιορίζουν τα ελλείμματα των (δήθεν) στενών διακυμάνσεων που προκαλούνται από τις συνθήκες του επιχειρηματικού κύκλου. Στην πραγματικότητα, η ρήξη της σχέσης ανάμεσα στη δημοσιονομική και τη νομισματική εξουσία θεωρήθηκε ως βασική προϋπόθεση για τη σταθερότητα της νέας Ευρώπης. Ως εκ τούτου, η συζήτηση σχετικά με τη βιωσιμότητα της ευρωζώνης παρέμεινε προσηλωμένος στην ενδογένεια της βέλτιστης νομισματικής περιοχής και στο εάν το ενιαίο νόμισμα θα διευκολύνει την οικονομική σύγκλιση.

Το ζήτημα της νομισματικής κυριαρχία, όμως, ήταν ακριβώς η ανησυχία ενός άρθρου του 1996 (που δημοσιεύθηκε δύο χρόνια αργότερα) από τον Charles Goodhart. Ο Goodhart είχε αναρωτηθεί αν η βέλτιστη νομισματική περιοχή θα μπορούσε να είναι το αποφασιστικό σημείο αναφοράς για την αξιολόγηση της βιωσιμότητας της νέας νομισματικής ζώνης. Στο κείμενό του, παρείχε στοιχεία που έδειχναν ότι η Chartalist εξήγηση της φύσης του χρήματος έχει ανώτερη ικανότητα πρόβλεψης και επεξήγησης από ό, τι η ανταγωνιστική και πιο ευρέως διαδεδομένη άποψη του χρήματος ως μέσο για τη ελαχιστοποίηση του κόστους των συναλλαγών στη διαδικασία της εμπορίας και των σχετικών χωροταξικών/γεωγραφικών πτυχών της θεωρίας της βέλτιστης νομισματικής περιοχής. Ο Goodhart (1998) τόνισε ότι «ένα μεγάλο μέρος της οικονομικής ανάλυσης και της αξιολόγησης των συγκριτικών πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων της μετάβασης προς το ενιαίο νόμισμα, το ευρώ, στην περιοχή της Ευρώπης, έχει πραγματοποιηθεί στο πλαίσιο του υποδείγματος της Βέλτιστης Νομισματικής Περιοχής. Αυτό, με τη σειρά του, είναι η χωροταξική/γεωγραφική πτυχή του σημερινού κυρίαρχου μοντέλου για τη φύση και την εξέλιξη του χρήματος».

Και ολοκλήρωσε λέγοντας ότι «αν, λοιπόν, το βασικό ζήτημα είναι οι πολιτικές σχέσεις ανάμεσα στον έλεγχο του χρήματος και την κυρίαρχη εξουσία, θα πρέπει να εξετάσουμε προσεκτικά τι προβλήματα μπορεί να προμηνύει αυτό για το μέλλον του ευρώ στη ζώνη του ενιαίου νομίσματος. Στην ευρωζώνη, οι παραδοσιακοί ιστορικοί δεσμοί ανάμεσα στη δημιουργία του χρήματος και την εθνική κυριαρχία θα διαλυθούν σε πρωτοφανή επίπεδο. Η δημιουργία του χρήματος θα είναι ευθύνη ενός ομοσπονδιακού οργανισμού, του Ευρωπαϊκού Συστήματος των Κεντρικών Τραπεζών, που έγινε εσκεμμένα, με τη Συνθήκη του Μάαστριχτ, εντελώς ανεξάρτητο από τις κυβερνήσεις, ενώ οι δημοσιονομικές αρμοδιότητες και άλλες εξουσίες θα παραμείνουν στα χέρια των συμμετεχόντων κρατών-εθνών».

Κατά συνέπεια, η κριτική του Goodhart γύρω από το εγχείρημα του ενιαίου νομίσματος μετατόπισε το επίκεντρο της έρευνας σχετικά με τη βιωσιμότητα της ευρωζώνης από το ζήτημα των συνθηκών της βέλτιστης νομισματικής περιοχής στο θέμα της ρήξης του δεσμού ανάμεσα στο χρήμα και το κράτος.

Ωστόσο, ακόμη και πολλοί από εκείνους που επικαλέστηκαν την κριτική του Goodhart δεν φαίνεται να έχουν κατανοήσει πλήρως την ανάλυσή του. Η συμβατική άποψη παραμένει ότι το μόνο πράγμα που χάνει μια κυβέρνηση με την παραχώρηση της εξουσία της να τυπώνει χρήμα είναι η ελευθερία της στο να δημιουργεί πληθωρισμό κατά βούληση. Ως εκ τούτου, η εισαγωγή του ζητήματος της φερεγγυότητας μπορεί να συμβάλλει μόνο στο να υποχρεώσει τις κυβερνήσεις να απέχουν από πληθωριστικές πολιτικές. Η ρήξη του δεσμού μεταξύ νομίσματος και κράτους ήταν ακριβώς ο λόγος που πολλοί αρχιτέκτονες του ευρώ είχαν ισχυριστεί ότι το ευρώ θα ήταν ένα υψηλής ποιότητας, σταθερό νόμισμα.

Στην απάντησή τους προς τους οικονομολόγους οι οποίοι είχαν ισχυριστεί ότι η ευρωζώνη δεν ταιριάζει με τις συνθήκες της βέλτιστης νομισματικής περιοχής, οι Jonung και Drea (2009) έφθασαν στο τραγελαφικό της υπόθεσης να επικαλεστούν την ανάλυση του Goodhart ως στήριγμα της θέσης έναντι του ευρώ: στο κάτω κάτω, ο Goodhart υποστήριζε την ιδέα ότι η θεωρία της βέλτιστης νομισματικής περιοχής δεν αποτελεί έγκυρο σημείο αναφοράς για την αξιολόγηση σχετικά με το μέλλον του ευρώ! Ωστόσο, τους διέφυγε το σημείο του Goodhart που αφορά τη σημασία της σχέσης του νομίσματος και του κράτους και τις πιθανές συνέπειες της μεταβίβασης της νομισματικής κυριαρχίας σε έναν μη κρατικό φορέα, όπως η ΕΚΤ.[8] Οι Jonung και Drea περιέγραψαν με υπερηφάνεια τη δύναμη του ενιαίου νομίσματος να είναι απελευθερωμένο από το κράτος και, ενώ επέκριναν τους αμερικανούς οικονομολόγους που εξέφραζαν ανησυχίες σχετικά με την Ευρώπη ως μια βέλτιστη νομισματική περιοχή, δεν συνειδητοποίησαν ότι το άρθρο του Goodhart περιείχε μια πολύ πιο ισχυρή κριτική από εκείνη που βασιζόταν στις συνθήκες της βέλτιστης νομισματικής περιοχής. Αυτό που πολλοί έβλεπαν ως ευλογία, όπως ο Issing και οι Jonung και Drea, ο Goodhart και άλλοι το είδαν ως κατάρα.

Κατά ειρωνικό τρόπο, όταν δημοσιεύθηκε η εργασία των Jonung και Drea, η φερεγγυότητα είχε ήδη γίνει θέμα και η κρίση του πρώην κρατικού χρέους είχε αρχίσει να ξετυλίγεται, απειλώντας την επιβίωση της ευρωζώνης. Από τότε, ένας αυξανόμενος αριθμός σχολιαστών έχει δώσει έμφαση στην έννοια ότι το ενιαίο νόμισμα άλλαξε βαθιά τη φύση του χρέους των χωρών της ευρωζώνης, καθώς οι εθνικές κυβερνήσεις εκδίδουν χρέος που είναι εκφρασμένο σε κάτι που ισοδυναμεί με ξένο νόμισμα και «πάνω από το οποίο δεν έχουν κανένα έλεγχο».[9] Αυτό σήμαινε ότι επειδή το ευρώ παραμένει εκτός του ελέγχου των κυβερνήσεων που συνεχίζουν να εκδίδουν χρέος, τα δημόσια οικονομικά των χωρών-μελών έχουν γίνει αναπόφευκτα ευάλωτα.[10]

Η αναγνώριση του προβλήματος της φερεγγυότητας στο πλαίσιο της ανάλυσης του Goodhart έγινε όμως κατανοητή με έναν τρόπο που την έκανε συνεπή με το ζήτημα της βέλτιστης νομισματικής περιοχής. Το θέμα της φερεγγυότητας που είχε προκαλέσει την κρίση του χρέους θεωρήθηκε ως συνέπεια των σκόπιμων περιορισμών στα κράτη-μέλη, αλλά η τελική αιτία αναφέρθηκε στην έλλειψη σύγκλισης. Η κρίση θεωρήθηκε ως αποτυχία της υπόθεσης της ενδογενούς βέλτιστης νομισματικής περιοχής. Στο πλαίσιο αυτής της άποψης, αν τα κράτη-μέλη καταφέρουν να συγκλίνουν, η ευρωζώνη θα είναι και πάλι μια βιώσιμη νομισματική ζώνη. Η φερεγγυότητα, με άλλα λόγια, είχε γίνει το σημείο αναφοράς για την ενδογένεια της βέλτιστης νομισματικής περιοχής: Όταν οι χώρες συγκλίνουν σε μια βέλτιστη νομισματική περιοχή, η φερεγγυότητα δεν είναι θέμα.

Σύμφωνα με αυτό το θεωρητικό πλαίσιο, το γεγονός ότι οι χώρες της ευρωζώνης δανείζονται τώρα σε ένα νόμισμα πάνω στο οποίο δεν έχουν κανένα έλεγχο σήμαινε ότι έχαναν την εξουσία της τύπωσης χρήματος και συνεπώς παρέδιδαν τη δυνατότητα να μπορούν να προβαίνουν σε υποτίμηση του δημόσιου χρέους και απαλλαγή του χρέους μέσω πληθωρισμού.[11] Από αυτή την οπτική σκοπιά, η απώλεια της νομισματικής κυριαρχίας θα είναι πρόβλημα μόνο για μια χώρα που είναι δομικά πιο αδύναμη από τις άλλες. Πάλι με βάση αυτή την άποψη, κάθε χώρα που απέχει πολύ από τον κανόνα της νομισματικής περιοχής και δεν μπορεί να ανταποκριθεί στη συνολική πειθαρχία, δεν έχει άλλη επιλογή από το προβεί σε μεταρρυθμίσεις με σκοπό τη σύγκλιση ή να εγκαταλείψει το ευρώ.

Η κριτική προς το ευρώ βασισμένη στη θεωρία της βέλτιστης νομισματικής πολιτικής φαίνεται να δικαιώνεται και πάλι: Αν μια νομισματική περιοχή δεν ταιριάζει με τις συνθήκες της βέλτιστης νομισματικής περιοχής, οι αδύναμες χώρες θα αισθανθούν τις συνέπειες της απώλειας της νομισματικής κυριαρχίας και θα αναγκαστούν να φύγουν. Πράγματι, η απόσπαση της νομισματικής εξουσίας από τα χέρια των κρατών-μελών της ευρωζώνης ήταν ακριβώς ο στόχος, με την προϋπόθεση ότι θα μπορούσε να λειτουργήσει για τις πιο αδύναμες χώρες ως ισχυρό κίνητρο για τη μεταρρύθμιση των οικονομιών τους σε έγκαιρο χρόνο. Στο πλαίσιο της ίδιας άποψης, κάθε πολιτική απάντηση που αποσκοπεί στην εισαγωγή μηχανισμών για τη χρηματοδότηση του χρέους της ευρωζώνης θα σήμαινε παραδοχή ήττας στον αγώνα για κρατική πειθαρχία και θα άνοιγε την πόρτα στον πληθωρισμό. Στην πραγματικότητα, όταν η ΕΚΤ εγγυήθηκε τελικά το εθνικό χρέος, η απόφαση ήταν ιδιαίτερα αμφιλεγόμενη και διαμορφώθηκε υπό τον αυστηρό όρο της διατήρησης της δημοσιονομικής πειθαρχίας εκ μέρους των κρατών-μελών.

3. Ισορροπημένος προϋπολογισμός και η δημιουργία της κρατικής χρεοκοπίας στην Ευρώπη

Όπως συζητήθηκε στην προηγούμενη ενότητα, η πειθαρχία στην ευρωζώνη είχε σκόπιμα σχεδιαστεί προκειμένου η αξία του δημοσίου χρέους να μην εξασφαλίζεται πλέον από τις κεντρικές τράπεζες. Αυτό ισοδυναμεί με την μετατροπή οποιασδήποτε κυβέρνησης σε απλό χρήστη (αντί μονοπωλιακό εκδότη) του νομίσματος. Η παρούσα ενότητα, η οποία ερευνά το θεωρητικό πλαίσιο που υποστηρίζει την ιδέα ότι υπάρχουν καθαρά οφέλη από την άρση της ισχύος των κρατών-μελών της ευρωζώνης να «τυπώνουν χρήμα», έχει δύο σκέλη. Το πρώτο σκέλος διερευνά το λογικό θεμέλιο της υπόθεσης για τον περιορισμό της κρατικής εξουσίας να τυπώνει χρήμα. Το δεύτερο σκέλος εξηγεί τα συγκεκριμένα μέσα που χρησιμοποιούνται για να κάνουν «defaultable» το δημόσιο χρέος της ευρωζώνης και τα μέτρα που επέλεξε να ασπαστεί η ΕΚΤ για να αποφευχθεί η κατάρρευση του ευρώ.

3.1. Θεσμικοί περιορισμοί στον κρατικό προϋπολογισμό

Αυτή είναι μια άποψη που κυριάρχησε στη δεκαετία του 1980 και επικεντρώνεται σε τρεις προτάσεις, που έχουν τις ρίζες τους στις εργασίες, μεταξύ άλλων, των Friedman, Fischer και Buchanan:

1) Η επέκταση της προσφοράς του χρήματος είναι πληθωριστική: Τα νομισματικά μεγέθη που διογκώνονται ταχύτερα από τη ζήτηση για χρήμα δημιουργούν πληθωρισμό μακροπρόθεσμα (Friedman, 1968)

2) Η νομισματοποίηση είναι κοινό αποτέλεσμα του μη βιώσιμου χρέους: Οποιοδήποτε αρνητικό δημοσιονομικό ισοζύγιο συνεπάγεται χρηματοοικονομικό παραγκωνισμό και το «μη βιώσιμο» χρέος πιέζει το κράτος να τυπώσει χρήμα για να καλύψει το έλλειμμα, επιταχύνοντας τον πληθωρισμό (Fischer, 1989).

3) Οι κυβερνήσεις έχουν ροπή προς τα ελλείμματα: Όταν οι ψηφοφόροι τάσσονται υπέρ των ελλειμματικών δαπανών (λόγω του μικρού τους ορίζοντα), η δημοκρατική διαδικασία αποτυγχάνει στον αποτελεσματικό έλεγχο ότι η κυβέρνηση δεν απειλεί τη μακροοικονομική σταθερότητα και ένας συνταγματικός κανόνας είναι επιθυμητός προκειμένου να περιοριστεί η ισχύ των κυβερνήσεων να δαπανούν πέραν των φορολογικών εσόδων (Buchanan and Wagner, 1977).

Σύμφωνα με την άποψη αυτή και τις τρεις προτάσεις της, οι κυβερνήσεις θα πρέπει να θεσπίσουν κανόνες που δένουν τα ίδια τους τα χέρια και περιορίζουν την ελευθερία τους στο να «τρέχουν» δημοσιονομικά ελλείμματα έτσι ώστε να αποφευχθούν οι απώλειες της κοινωνικής πρόνοιας. Οι κανόνες αυτοί δικαιολογούνται ως μια μορφή προστασίας των μελλοντικών γενεών, που είναι πιθανό να κουβαλούν το βάρος είτε καθυστερημένων φόρων (όταν μια κυβέρνηση με ροπή στα ελλείμματα επιλέγει να αποπληρώσει το χρέος με την αύξηση των φόρων) είτε του πληθωρισμού (όταν μια κυβέρνηση με ροπή στα ελλείμματα επιλέγει να εξοφλήσει το χρέος μέσω της νομισματοποίησης).

Ο πρωταρχικός κανόνας είναι ότι η ισχύ της εκτύπωσης χρήματος αποσπάται από το κράτος. Εάν η εξουσία της εκτύπωσης χρήματος βρίσκεται στα χέρια των ιδίων των αρχών που παίρνουν τις αποφάσεις για τις δαπάνες, αυτό αφήνει ανεξέλεγκτες τις κρατικές αποφάσεις για δαπάνες, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα. Όταν μια κυβέρνηση έχει τη δύναμη να τυπώσει χρήμα, είναι ουσιαστικά απαλλαγμένη από κάθε περιορισμό αναφορικά με τον προϋπολογισμό, ανοίγοντας έτσι το ενδεχόμενο της ανεξέλεγκτης αύξησης των δαπανών και, επομένως, ως προς το μέγεθος του δημόσιου τομέα.

Σύμφωνα με μια κλασική διατύπωση των θεσμικών περιορισμών στον κρατικό προϋπολογισμό,[12] κάθε δημοσιονομικό έλλειμμα θα πρέπει να χρηματοδοτείται με την έκδοση ομολόγων (δηλαδή με τον δανεισμό από τους κατοίκους της χώρας ή/και από τους ξένους) ή με την εκτύπωση χρήματος (δηλαδή με τον δανεισμό από την κεντρική τράπεζα). Όταν οι κυβερνήσεις «τρέχουν» επίμονα δημοσιονομικά ελλείμματα, αργά ή γρήγορα θα «τυπώσουν χρήμα» για να καλύψουν τα ελλείμματα του προϋπολογισμού τους [...] Η γρήγορη αύξηση του πληθωρισμού αποτελεί σχεδόν πάντα δημοσιονομικό φαινόμενο».[13]

Αυτό συνήθως διατυπώνεται με τον ακόλουθο τύπο δημοσιονομικής χρηματοδότησης:

$$G - T = \Delta B + \Delta M \quad (1)$$

όπου G είναι η δημόσια δαπάνη, T τα φορολογικά έσοδα, ΔB το νέο δημόσιο χρέος που εκδόθηκε κατά την περίοδο και αγοράστηκε από τον ιδιωτικό (εγχώριο και ξένο) τομέα, συμπεριλαμβανομένων των τραπεζών, και ΔM το νεοεκδιδόμενο χρηματικό απόθεμα. Η εξίσωση (1) έχει επίσης την πρόθεση να συλλάβει τις επιπτώσεις του δημοσίου χρέους στους ισολογισμούς του ιδιωτικού τομέα. Η κοινή ερμηνεία έχει ως εξής:

Οι δημόσιες δαπάνες (G) χρηματοδοτούνται κατά κύριο λόγο από φόρους (T). Όταν, σε οποιαδήποτε δεδομένη χρονική περίοδο, οι φόροι υπολείπονται των δαπανών, τότε η χρηματοδότηση θα πρέπει να προέρθει από εκδόσεις ομολόγων. Κανονικά, οι εκδόσεις αυτές αγοράζονται από τον ιδιωτικό τομέα (ΔB), στην οποία περίπτωση ο ιδιωτικός τομέας χρηματοδοτεί τη διαφορά μεταξύ των δημοσίων δαπανών και των φόρων με το να δανείζει στην κυβέρνηση το νόμισμα που κατέχει με αντάλλαγμα την υπόσχεση μιας μεγαλύτερης ποσότητας του νομίσματος στο μέλλον. Αν, αντίθετα, το νέο χρέος αγοράζεται από την κεντρική τράπεζα, αυτό σημαίνει ότι δεν υπάρχει κανένα πρόσθετο χρέος στα χέρια του ιδιωτικού τομέα και αντίστοιχη αύξηση της ποσότητας χρήματος σε κυκλοφορία (ΔM).

Η χρησιμοποίηση πρόσφατου τυπωμένου χρήματος ως πηγή χρηματοδότησης ονομάζεται συμβατικά «νομισματοποίηση του χρέους»[14] και όταν αυτό το είδος χρηματοδότησης είναι διαθέσιμο χωρίς όρια, οι κρατικές δαπάνες λέγεται ότι είναι ανεξέλεγκτες. Αν ισχύει η υπόθεση του Buchanan ότι οι ψηφοφόροι και οι κυβερνήσεις έχουν ροπή προς τα ελλείμματα, τότε τα ελλείμματα και ο πληθωρισμός θα αυξηθούν ανεξέλεγκτα. Για το λόγο αυτό, η νομισματοποίηση θεωρείται το άσχημο τέρας που φοβίζει τις αγορές, απειλεί τη σταθερότητα των τιμών και στηρίζει κάθε απερίσκεπτη κρατική δραστηριότητα. Όταν η νομισματοποίηση πάει πολύ μακριά, θεωρείται ότι θα αυξήσει τον πληθωρισμό στο σημείο όπου τα άτομα απομακρύνονται από το νόμισμα, προκαλώντας υπερπληθωρισμό. Αυτό καθιστά επιτακτική την ανάγκη να αφαιρεθεί το όπλο της εκτύπωσης χρήματος από τα χέρια τους κράτους, να μείνει η διαδικασία της δημιουργίας χρήματος απομακρυσμένη από την πολιτική και να ανατεθεί σε μια «ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα». Αυτό το σημείο έχει συνοψιστεί με ευθύ τρόπο από τον Hamilton (2008):

Η αρμοδιότητα της δημιουργίας χρήματος είναι ακριβώς το είδος της εξουσίας που δεν θέλουμε ποτέ να έχει στα χέρια του το Κογκρέσο ή ο Πρόεδρος. Αν οι πολιτικοί είχαν τη δυνατότητα να πληρώνουν για τα προγράμματά τους απλά με την εκτύπωση χρήματος, δεν υπάρχει καμία αμφιβολία ότι το αποτέλεσμα θα είναι ο άγριος πληθωρισμός. Ένα από τα πιο σαφή διδάγματα της ιστορίας είναι ότι μια κεντρική τράπεζα που δεν διαθέτει ισχυρή ανεξαρτησία από τις δημοσιονομικές αρχές είναι μια συνταγή για καταστροφή.

Η ικανότητα της δημιουργίας χρήματος για να χρηματοδοτηθεί οτιδήποτε που μπορεί κανείς να θεωρεί σημαντικό είναι κάτι που λίγοι άνθρωποι είναι ικανοί να ασκήσουν υπεύθυνα. Για το λόγο αυτό, η βασική θεσμική αρχή στην οποία στηρίζεται μια ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα είναι ότι στην πραγματικότητα δεν έχει τη δύναμη να δημιουργεί πλούτο ή να κατευθύνει στο ελάχιστο την κατανομή του.

Για να αντιμετωπιστεί κατάλληλα μια τέτοια απειλή, θα πρέπει να απαγορεύεται στις κυβερνήσεις, κατά την άποψη αυτή, να τυπώνουν χρήμα άμεσα ή από την πώληση νέου χρέους προς την κεντρική τράπεζα, αποκλείοντας έτσι τη δυνατότητα της νομισματοποίησης. Μόλις καθιερωθεί ένας κανόνας που απαγορεύει το κράτος από την νομισματοποίηση, η κατάσταση της δημοσιονομικής χρηματοδότησης (1) διαμορφώνεται ως εξής:

$$G - T = \Delta B \quad (2)$$

Με άλλα λόγια, η θεσμική απαγόρευση της νομισματοποίησης φέρεται να αναγκάζει τις κυβερνήσεις να αντιμετωπίζουν ένα δύσκολο εμπόδιο: Κάθε δαπάνη άνω των φόρων θα πρέπει τελικά να χρηματοδοτηθεί από την πώληση ομολόγων προς τον ιδιωτικό τομέα (ΔB) και από τη μελλοντική είσπραξη των φόρων. Αυτό, ωστόσο, δεν είναι μια συνηθισμένη κατάσταση, αλλά μια κατασκευή που στοχεύει στο να αποτρέψει τις κυβερνήσεις από τη νομισματοποίηση του χρέους ή, με άλλα λόγια, να αποτρέψει τις κυβερνήσεις από το να δανείζονται από την κεντρική τράπεζα χωρίς όρια.

Όταν αποκλειστεί η επιλογή της νομισματοποίησης, η κρατική χρεοκοπία καθίσταται δυνατή και οι θεσμικοί περιορισμοί στον κρατικό προϋπολογισμό έχουν σκόπιμα σχεδιαστεί ως μια μορφή προστασίας των μελλοντικών γενεών. Το επιθυμητό αποτέλεσμα της πολιτικής των θεσμικών περιορισμών στον κρατικό προϋπολογισμό είναι ακριβώς η επιβολή ενός ενδοχρονικού (ή ενδογενεαλογικού) περιορισμού στον κρατικό προϋπολογισμό, σύμφωνα με τον οποίο οι κρατικές δαπάνες καθίστανται εξαρτώμενες από τους τρέχων και μελλοντικούς φόρους.[15]

Σε ορισμένες χώρες, μια σειρά από θεσμικές διατάξεις έχει τεθεί σε ισχύ, προκειμένου να περιοριστεί η ισχύς των κυβερνήσεων να «τυπώνουν χρήμα» και να εκχωρηθεί αυτό το δικαίωμα στην κεντρική τράπεζα. Οι θεσμικές διατάξεις περιλαμβάνουν την απαγόρευση της κυβέρνησης να κάνει υπερεναλήψεις από την κεντρική τράπεζα, καθώς και τον κανόνα που απαγορεύει στην κεντρική τράπεζα να αγοράζει τραπεζικούς τίτλους απευθείας από την κυβέρνηση. Στις ΗΠΑ, οι κυριότερες διατάξεις που αποσκοπούν στην επίτευξη αυτού του στόχου έχουν διαμορφωθεί από την Πράξη για το Ομοσπονδιακό Αποθεματικό Σύστημα.[16]

Η παγίδα, όμως, είναι ότι ακόμη και υπό αυτούς τους θεσμικούς περιορισμούς η νομισματοποίηση παραμένει μια επιλογή. Σκεφτείτε, από τη σκοπιά των θεσμικών περιορισμών στον κρατικό προϋπολογισμό, μια κυβέρνηση που έχει παραχωρήσει την εξουσία της εκτύπωσης χρήματος στην κεντρική τράπεζα, αλλά εξακολουθεί να έχει ροπή προς τις ελλειμματικές δαπάνες. Επειδή η ικανότητά της να εξοφλήσει το χρέος

κάτω από έναν «κανόνα μη νομισματοποίησης» (εφεξής KMN) εξαρτάται από την τρέχουσα και τη μελλοντική είσπραξη των φόρων, το χρέος με τον ιδιωτικό τομέα μπορεί να γίνει «μη βιώσιμο».[17] Παρά το γεγονός ότι νέοι φόροι μπορούν θεωρητικά πάντα να επιβληθούν για την εξόφληση του χρέους, υπάρχει ένα όριο στη φορολογική επιβάρυνση που μπορεί να αντέξει μια οικονομία και, όταν φτάσει σε αυτό το όριο, η κυβέρνηση δεν μπορεί πλέον να εξοφλήσει το χρέος με την είσπραξη των φόρων. Όταν, κάτω από τον KMN, οι ανάγκες χρηματοδότησης της κυβέρνησης υπερβαίνουν κατά πολύ κάθε εύλογη φορολογική πίεση, η κυβέρνηση πρέπει να δηλώσει την αδυναμία της να εξοφλήσει το χρέος.[18]

Εναλλακτικά, ωστόσο, θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει την πολιτική κυρίαρχη εξουσία της να ανατρέψει οποιαδήποτε υφιστάμενο KMN.[19] Στο πλαίσιο της λογικής των θεσμικών περιορισμών στον κρατικό προϋπολογισμό, αυτό σημαίνει ότι όταν η νομισματοποίηση έχει επίσημα παραγραφεί, αλλά όμως το έλλειμμα και το χρέος δεν έχουν ανώτατο όριο, ο θεσμικός περιορισμός στον κρατικό προϋπολογισμό μπορεί να μην είναι αποτελεσματικός για την πρόληψη του «μη βιώσιμου χρέους». Το κράτος μπορεί να συνεχίσει να συσσωρεύει χρέος μέχρι που το υπερβολικό χρέος να φτάνει σε σημείο όπου η κυβέρνηση πρέπει να επιλέξει χρεοκοπία ή να αντιστρέψει τον KMN. Έτσι, στο βαθμό που η κυβέρνηση διατηρεί τη συνταγματική εξουσία να αναγκάσει την κεντρική τράπεζα να αγοράζει το χρέος της χωρίς όριο, η νομισματοποίηση του χρέους συνεχίζει να είναι μια επιλογή ακόμη και αν βρίσκεται σε ισχύ ο KMN. Όπως αποδεικνύεται, ο KMN είναι καλύτερα κατανοητός ως ένα μέσο για την πρόληψη υπέρπρους νομισματοποίησης. Ωστόσο, δεν μπορεί να εμποδίσει την παραβίαση του κανόνα ένα λεπτό πριν την κήρυξη χρεοκοπίας. Με άλλα λόγια, για όσο διάστημα διατηρεί συνταγματικά η εθνική κυβέρνηση τη νομισματική της κυριαρχία, οποιαδήποτε διάταξη που τις αφαιρεί αυτό το δικαίωμα μπορεί να ανατραπεί ανά πάσα στιγμή.

Από τη σκοπιά των θεσμικών περιορισμών στον κρατικό προϋπολογισμό, αν η νομισματοποίηση δεν μπορεί να αποκλειστεί πλήρως, το ερώτημα τότε που τίθεται είναι πώς θα αποτραπεί η συσσώρευση ενός υπερβολικού φορτίου χρέους που κάνει επιθυμητή τη νομισματοποίηση. Κατ' αρχήν, αν οι χρηματοπιστωτικές αγορές είναι αποτελεσματικές, θα πειθαρχήσουν τις κυβερνήσεις με τον έλεγχο κάθε κρατικής συμπεριφοράς με ροπή προς τα ελλείμματα σε εύθετο χρόνο. Αν οι αυτόκλητοι τιμωροί (vigilantes) των ομολόγων αισθανθούν ότι οι κυβερνήσεις έχουν αδύναμη στρατηγική για την εξισορρόπηση του προϋπολογισμού, η αγοραία τιμή των κρατικών ομολόγων πέφτει και αυτό ενεργεί ως μήνυμα ότι απαιτείται δημοσιονομική προσαρμογή. Η κυβέρνηση θα αναγκαστεί να προσαρμόσει τη δημοσιονομική της πορεία πριν γίνει αβάσταχτο το δημόσιο χρέος.

Ωστόσο, ακολουθώντας τη λογική της διατήρησης ενός KMN, τίθεται το εξής ερώτημα: Τι θα συμβεί αν η κυβέρνηση αγνοήσει πεισματικά τα μηνύματα της αγοράς και συνεχίσει να συσσωρεύει χρέος; Και τι γίνεται αν οι αγορές και οι «vigilantes» ομολόγων είναι πολύ επιεικείς με το δημόσιο χρέος; Μπορεί να εφαρμοστούν όρια στο έλλειμμα και το χρέος, αλλά κανένα αυτοεπιβαλλόμενο όριο δεν είναι μόνιμο και οι κανόνες μπορεί να αλλάξουν ανά πάσα στιγμή όταν επιτευχθεί το όριο.[20] Ως εκ τούτου, φαίνεται ότι ο κάθε KMN προσφέρει μια πολύ ατελή λύση στις ανησυχίες των Friedman-Fischer-Buchanan:

Ενώ οι κανόνες φαίνεται να μπορούν, βραχυπρόθεσμα, να αναβάλλουν την νομισματοποίηση, δεν μπορούν να αποτρέψουν την υπερβολική συσσώρευση του χρέους και, σε κάποιο σημείο, τη μαζική νομισματοποίηση όταν η κυβέρνηση αποφασίσει να αντιστρέψει τον κανόνα για την αποφυγή χρεοκοπίας.[21] Εν προκειμένω, ο οιοσδήποτε ΚΜΝ αποτελεί μια αναστρέψιμη δέσμευση.

Τέλος, ένας επιπλέον λόγος (και ιδιαίτερα σημαντικός για το υπόλοιπο μέρος της παρούσας εργασίας) για τον οποίο ο ΚΜΝ θεωρείται σχεδόν μη εφαρμόσιμος από τους ίδιους τους υποστηρικτές του είναι η δυνατότητα της «de facto» νομισματοποίησης όταν η κεντρική τράπεζα αγοράζει δημόσιο χρέος από τις τράπεζες στη δευτερογενή αγορά. Αυτή η πράξη της αφαίρεσης του δημοσίου χρέους από τους ιδιωτικούς ισολογισμούς και της αντικατάστασής του με κεντρικό τραπεζικό χρήμα είναι αυτό που ο Mishkin (1992, σελ., 421) αποκαλεί διαδικασία νομισματοποίησης «δύο σταδίων». Επειδή αυτό το είδος δράσης θεωρείται αναπόσπαστο μέρος στην εκτέλεση των πράξεων νομισματικής πολιτικής των κεντρικών τραπεζών, «η νομισματοποίηση του χρέους δεν μπορεί να ξεχασθεί ξεχωριστά από τους στόχους της πολιτικής του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού»[22] και το κατά πόσον νομισματοποιεί ή δεν νομισματοποιεί η κεντρική τράπεζα (ας πούμε, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ) το δημόσιο χρέος, ακόμη και κάτω από ένα καθεστώς ΚΜΝ, είναι τελικά ζήτημα «διαχείριση της προσφοράς της νομισματικής βάσης, σύμφωνα με τους στόχους που έχουν τεθεί από την διπλή εντολή της». [23]

Από τη σκοπιά των Friedman-Fischer-Buchanan, αν ο ΚΜΝ είναι δύσκολο να επιβληθεί, μια πιο αποτελεσματική διάταξη θα είναι αυτή που χρησιμοποιεί τα εργαλεία που έχουν σχεδιαστεί για να περιορίσουν την εξουσία του κράτους σε οποιαδήποτε συνταγματική δημοκρατία. Αυτή η διάταξη αφορά μια πρωταρχική αρχή που δεσμεύει το κράτος, έναν συνταγματικό κανόνα που αφαιρεί από την κυβέρνηση την εξουσία της εκτύπωσης χρήματος και που καμία κυβέρνηση δεν μπορεί να καταργήσει χωρίς ειδική πλειοψηφία των αντιπροσώπων. Επειδή κάθε ΚΜΝ είναι ένας αυτοεπιβαλλόμενος περιορισμός, ένας πρωταρχικός κανόνας είναι πιο αξιόπιστος εφόσον μπορεί να μειώνει την απειλή της αντιστροφής της τελευταίας στιγμής. Μια εξίσου ισχυρή δέσμευση είναι αυτή που αντικαθιστά το εθνικό νόμισμα με ξένο νόμισμα.

3.2. Περιορισμοί στον κρατικό προϋπολογισμό στην ευρωζώνη

Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα μιας λύσης με βάση το πλαίσιο των παραπάνω απόψεων προσφέρεται από τον σχεδιασμό της ευρωζώνης. Συνεπείς με την προοπτική των θεσμικών περιορισμών στον κρατικό προϋπολογισμό, οι αρχιτέκτονες του ευρώ ήθελαν να αποφύγουν το ενδεχόμενο να μπορούν οι χώρες που μοιράζονται το ίδιο νόμισμα να «νομισματοποιούν» το χρέος τους και συνεπώς να προκαλούν πληθωρισμό σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ. Ως εκ τούτου, ένας πρωταρχικός, οιονεί συνταγματικός κανόνας ιδρύθηκε με τη Συνθήκη της Ευρωπαϊκής Ένωσης με στόχο την άρση κάθε χρηματοδότησης προς τις εθνικές κυβερνήσεις μέσω του διαύλου της κεντρικής τράπεζας. Απαγορεύθηκαν οι άμεσες ρυθμίσεις χρηματοδότησης μεταξύ της ΕΚΤ και των κυβερνήσεων των κρατών-μελών της ευρωζώνης και η ΕΚΤ σχεδιάστηκε με τρόπο ώστε να μην διαθέτει δημοσιονομικές εξουσίες, προκειμένου να μην έχει καμία υποχρέωση να βοηθήσει τις κυβερνήσεις με τις χρηματοδοτικές τους διαδικασίες.

Αυτή η αρχή του διαχωρισμού μεταξύ των κυβερνήσεων της ευρωζώνης και της ΕΚΤ αντανακλά το «πνεύμα της Συνθήκης». Ο τρόπος που τέθηκε σε εφαρμογή ισοδυναμεί με πολλούς τρόπους με τις διατάξεις για την ανεξαρτησία της κεντρικής τράπεζας που υπάρχουν στις περισσότερες άλλες χώρες, καθώς η ΕΚΤ συμμορφώθηκε με τον ευρέως υιοθετημένο κανόνα ότι οι κεντρικές τράπεζες δεν επιτρέπεται να αγοράζουν απευθείας πρόσφατα ομόλογα εκδεδομένα από το Δημόσιο.

Υπήρξε, ωστόσο, μια σημαντική διάκριση σχετικά με τον σχεδιασμό της ΕΚΤ έναντι άλλων κεντρικών τραπεζών και αφορούσε τις λειτουργίες αναχρηματοδότησης. Ο σχεδιασμός της ΕΚΤ αποσκοπούσε στην πρόληψη της δυνατότητας της διαδικασίας νομισματοποίησης «δύο σταδίων». Στην περιγραφή αυτής της δυνατότητας, ο Thornton (2010) ισχυρίζεται ότι μια κεντρική τράπεζα που συμμετέχει στην δευτερογενή αγορά του δημοσίου χρέους μπορεί να συμπεριφέρεται με τέτοιο τρόπο ώστε να αποφεύγει κάθε κρυφή στήριξη στη βιωσιμότητα του δημοσίου χρέους. Προφανώς, όμως, η ευρωζώνη δεν ήθελε να αφήσει κανένα ενδεχόμενο να συμβεί κάτι τέτοιο και διαμόρφωσε μια πρόσθετη μορφή προστασίας έναντι της νομισματοποίησης που διαφέρει ριζικά από τις άλλες κεντρικές τράπεζες.

Όταν προσφέρεται προς τις τράπεζες κεντρικό τραπεζικό χρήμα, η ΕΚΤ δεν προβαίνει κανονικά σε άμεση αγορά κρατικών χρεογράφων. Αντίθετα, η ρευστότητα προσφέρεται στις τράπεζες έναντι εξασφάλισης. Η εξασφάλιση μπορεί να περιλαμβάνει ιδιωτικό και δημόσιο χρέος στο βαθμό που αυτό το χρέος θεωρείται «επιλέξιμο» και αφού έχει επιβληθεί ένα κατάλληλο κούρεμα. Ενώ οι άλλες κεντρικές τράπεζες συνήθως διαχειρίζονται την τραπεζική ρευστότητα από την εμπορία του κεντρικού τραπεζικού χρήματος με τίτλους του Δημοσίου με επιλεγμένο επιτόκιο (είτε ευθέως είτε μέσω συμφωνιών επαναγοράς), η ΕΚΤ δανείζει με επιλεγμένο επιτόκιο έναντι εξασφάλισης, αφήνοντας τα κρατικά ομόλογα να τιμολογούνται ως πιστωτικά ευαίσθητα περιουσιακά στοιχεία. Ως εκ τούτου, η βασική διαφορά με άλλες κεντρικές τράπεζες είναι ότι η ΕΚΤ δεν μπορεί να είναι ένας άνευ όρων κεντρικός διαμορφωτής κρατικών ομολόγων.[24] Το δημόσιο χρέος των χωρών μελών δεν εμπορεύεται απαραίτητως στα επίπεδα του επιλεγμένου επιτοκίου και τουναντίον, αντανακλά πιστωτικό κίνδυνο.

Συνεπώς, το σύστημα διακυβέρνησης της ευρωζώνης σχεδιάστηκε σκόπιμα, προκειμένου να αποφευχθεί η άμεση, καθώς και η έμμεση, νομισματοποίηση. Είναι σαφές ότι αυτό δεν ήταν μια παράλειψη από τους αρχιτέκτονες του ευρώ, που πραγματικά σκόπευαν να δημιουργήσουν ένα ισχυρό εργαλείο πειθαρχίας και ένα αποτελεσματικό μέσο για την απαγόρευση των κυβερνήσεων από την εκτύπωση χρήματος στην ευρωζώνη. Από τη σκοπιά των θεσμικών περιορισμών στον κρατικό προϋπολογισμό, οποιαδήποτε κυβέρνηση της ευρωζώνης συσσωρεύει χρέος σε σημείο που καθίσταται μη βιώσιμο, δεν θα μπορεί πλέον να το «νομισματοποιήσει». Ακόμη και η αλλαγή των κανόνων δεν αποτελεί επιλογή, λαμβάνοντας υπόψη το γεγονός ότι καμία χώρα δεν μπορεί να τροποποιήσει μονομερώς τους κανόνες που είναι ενσωματωμένοι σε μια διεθνή συνθήκη.[25] Αυτό που είναι διαφορετικό στην ευρωζώνη είναι ότι η νομισματοποίηση δεν μπορεί πλέον να θεωρηθεί μια εθελοντική εναλλακτική λύση για τη χρεοκοπία. Η χρεοκοπία μπορεί να αποφευχθεί με δανειακές συμβάσεις, αλλά μόνο εφόσον άλλα κράτη-μέλη συμφωνήσουν με το σχέδιο της επέκτασης των δανείων.[26]

Ενώ κάθε ΚΜΝ, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, είναι θεσμικά κατοχυρωμένος και πολιτικά εφαρμόσιμος στο βαθμό που είναι προς το συμφέρον της πολιτικής εξουσίας, η ευθύνη της επιβολής στην ευρωζώνη έχει εκχωρηθεί σε ένα δήθεν πολιτικά ουδέτερο όργανο, την ΕΚΤ, αντί να τεθεί στα χέρια των κυβερνήσεων, που μπορεί να θέλουν να ανατρέψουν αυτή την τάση. Αναμφίβολα, το βασικό χαρακτηριστικό ότι κάθε ΚΜΝ είναι ανακλητέος εξακολουθεί να υφίσταται και το κάθε κράτος-μέλος διατηρεί τη δυνατότητα να ανατρέψει τον κανόνα με την αποχώρησή του από την ευρωζώνη. Ωστόσο, μια τέτοια επιλογή θα συνεπαγόταν την πολιτικά δύσκολη και ταυτόχρονα τραυματική απόφαση της εξόδου από την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Όπως αναφέρθηκε στην ενότητα 1, η απόφαση να γίνει πιστωτικά ευαίσθητο το δημόσιο χρέος είχε σοβαρά μειονεκτήματα και η ευρωκρίση παρέχει στοιχεία που αποδεικνύουν ότι ένα νομισματικό σύστημα δεν είναι λειτουργικά βιώσιμο αν η κεντρική τράπεζα αρνείται να στηρίξει την τιμή του δημοσίου χρέους. Τον Μάιο του 2010, η ΕΚΤ βρήκε έναν τρόπο, σύμφωνα με το «πνεύμα της Συνθήκης», να αγοράσει κρατικά ομόλογα στο πλαίσιο του Προγράμματος Αγορές Κρατικών Τίτλων, το οποίο δικαιολογήθηκε λόγω «δυσλειτουργίας τμημάτων της αγοράς», που εμπόδιζαν τον «μηχανισμό μετάδοσης» της νομισματικής πολιτικής. Το 2012, ο πρόεδρος της ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι η ΕΚΤ, σε περίπτωση έκτακτης ανάγκης, θα εισέλθει στην αγορά κρατικών ομολόγων με όση δυναμική απαιτείται (μέσω του προγράμματος για τις Αγορές των Τίτλων) για να αποτραπεί η κατάρρευση του νομίσματος.

Η ανακοίνωση ήταν και παραμένει αμφιλεγόμενη. Ωστόσο, φαίνεται ότι ο θεσμικός σχεδιασμός της ευρωζώνης παραμένει συνεπής στον ΚΜΝ: Οποιαδήποτε άμεση συμμετοχή της ΕΚΤ στην αγορά κρατικών ομολόγων θα πρέπει να δικαιολογείται στο πλαίσιο της δυσλειτουργίας του μηχανισμού μετάδοσης και είτε να είναι περιορισμένης και προσωρινή εμπέλειας ή να εφαρμόζεται υπό αυστηρούς όρους. Η προσέγγιση της ΕΚΤ στο υπερβολικό χρέος των χωρών μελών της ευρωζώνης μέσω του Προγράμματος Αγορές Ομολόγων όχι μόνο απέχει πολύ από το να αποτελεί παραχώρηση στη νομισματοποίηση του χρέους, αλλά έχει την εμφάνιση μιας ενισχυμένης τεχνικής για την εφαρμογή του ΚΜΝ.

Όπως συζητήθηκε στην προηγούμενη ενότητα, ο οιοσδήποτε περιορισμός στον κρατικό προϋπολογισμό υφίσταται μόνο κάτω από συγκεκριμένους θεσμικούς κανόνες και μόνο έως ότου αντιστραφούν αυτοί οι κανόνες. Επιπλέον, μια κυβέρνηση που διατηρεί την εξουσία της να εκδίδει το δικό της νόμισμα μπορεί να συμφωνήσει στο να υποβάλλει τον εαυτό της σε έναν αυτοεπιβαλλόμενο κανόνα, αλλά μπορεί πάντα να επιλέξει να αντιστρέψει τον κανόνα αντί να προβεί σε χρεοκοπία. Στην ευρωζώνη, αυτή η επιλογή αφαιρέθηκε ως μονομερή πρωτοβουλία μιας κυβέρνησης, αλλά η ΕΚΤ έχει τη δυνατότητα, ωστόσο, κάτω από έκτακτες καταστάσεις, να «νομισματοποιεί» το χρέος μέσω του Προγράμματος Αγορές Ομολόγων για να αποφευχθεί η χρεοκοπία, ενώ ταυτόχρονα αναγκάζει τις κυβερνήσεις να προσαρμόσουν τις δημοσιονομικές τους θέσεις τους, προκειμένου να είναι συνεπείς με τους θεσμικούς περιορισμούς στον κρατικό προϋπολογισμό.

4. Η επανεξέταση της προϋπόθεσης για δημοσιονομική χρηματοδότηση και ο μύθος της νομισματοποίησης του χρέους

Όπως αναφέρθηκε στο τμήμα 3.2, ο «μαλακός» θεσμικός περιορισμός στον κρατικό προϋπολογισμό αφορά μια κυβέρνηση που υπόκειται σε αυτοεπιβαλλόμενους κανόνες, διατηρεί το μονοπώλιο της εξουσίας να εκδίδει το δικό «fiat» νόμισμα[27] και δεν απαγορεύει από την κεντρική τράπεζα την αγορά και την πώληση δημοσίου χρέους ως μέσο για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής. Αντίθετα, η ευρωζώνη έχει σχεδιαστεί να περιλαμβάνει ένα «σκληρό» θεσμικό περιορισμό στον κρατικό προϋπολογισμό όσον αφορά την προϋπόθεση της δημοσιονομικής χρηματοδότησης των χωρών μελών.[28] Αυτό θεωρήθηκε ότι αποτελεί βασικό πυλώνα της πολιτικής που αποσκοπεί στη σταθερότητα των τιμών.

Η επίδραση στην κοινωνική πρόνοια που έχει ο «σκληρός» περιορισμός της ευρωζώνης στους κρατικούς προϋπολογισμούς εξαρτάται, ωστόσο, από την ορθότητα του μοντέλου Friedman-Fischer-Buchanan και την εξίσωση της δημοσιονομικής χρηματοδότησης (1). Αυτή η ενότητα θα ασχοληθεί με ένα θεμελιώδες πρόβλημα του θεσμικού περιορισμού στους κρατικούς προϋπολογισμούς και θα αποδείξει ότι η εξίσωση (1) προσδιορίζει εσφαλμένα την προϋπόθεση της δημοσιονομικής χρηματοδότησης. Αυτή η προϋπόθεση πρέπει να διαμορφωθεί διαφορετικά, προκειμένου να ληφθεί υπόψη το σύστημα πληρωμών που προσφέρουν οι τράπεζες προς τον ιδιωτικό τομέα (για να εκτιμηθεί σωστά το αποτέλεσμα της νομισματοποίησης στην αγορά κρατικών ομολόγων στην πρωτογενή αγορά), καθώς και η σχέση μεταξύ δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής (για να εκτιμηθεί σωστά η συνέπεια της νομισματοποίησης στη αγορά κρατικών ομολόγων στην δευτερογενή αγορά). Όταν τροποποιηθεί κατάλληλα η εξίσωση (1) και η προϋπόθεση της δημοσιονομικής χρηματοδότησης πλαισιωθεί σωστά, ο αντίκτυπος του δημοσίου ελλείμματος στους ισολογισμούς του ιδιωτικού τομέα είναι εντελώς διαφορετικός από εκείνον που περιγράφεται στην εξίσωση (1) και η ίδια η έννοια της νομισματοποίησης ως απειλή στη σταθερότητα των τιμών χάνει τη σημασία της.

Το Σχήμα 1 απεικονίζει τον αντίκτυπο των καθαρών κρατικών δαπανών επί των ενοποιημένων ισολογισμών του τραπεζικού συστήματος και του μη τραπεζικού ιδιωτικού τομέα.

Σχήμα 1 Ο αντίκτυπος των καθαρών κρατικών δαπανών στους ισολογισμούς του ιδιωτικού τομέα

	Assets	Liabilities
Bank	$\Delta C_g^b + \Delta B_g^b$	$\Delta D_g^{nb} + \Delta L_g^b$
Nonbank	$\Delta C_g^{nb} + \Delta B_g^{nb} + \Delta D_g^{nb}$	

Παρατηρήστε στο Σχήμα 1 ότι η μεταβολή της ποσότητας χρήματος που κατέχεται από τον ιδιωτικό τομέα (ΔM), όπως περιγράφεται στην εξίσωση (1), έχει αντικατασταθεί από

i) Μια αλλαγή σε κεντρικό τραπεζικό χρήμα (ΔC_B^c), δηλαδή, υποχρεώσεις της κεντρικής τράπεζας, που μπορεί να διακρατηθούν ως περιουσιακό στοιχείο από τον τραπεζικό τομέα ως καθαρή πιστωτική θέση με την κεντρική τράπεζα (ΔC_B^b), καθώς και από τον μη τραπεζικό τομέα ως απόθεμα των τραπεζογραμματίων (ΔC_B^{nb}).

ii) Μια αλλαγή σε τραπεζικές καταθέσεις (ΔL_B^{nb}), δηλαδή υποχρεώσεις του τραπεζικού τομέα και ένα περιουσιακό στοιχείο για τον μη τραπεζικό τομέα.

Επιπλέον, η αλλαγή του δημοσίου χρέους (ΔB_G) που κατέχει ο ιδιωτικός τομέας (ΔB) στην εξίσωση 1 έχει διασπαστεί σε μεταβολή του δημοσίου χρέους που κατέχει ο τραπεζικός τομέας (ΔB_G^E) και μεταβολή του δημοσίου χρέους που κατέχει ο μη τραπεζικός τομέας (ΔB_G^{NE}). Τέλος, παρατηρούμε ότι οι τράπεζες μπορούν να δανειστούν C_B με τη λήψη δανείου από την κεντρική τράπεζα (ΔL_B^b).

Μια μέτρηση της συνολικής επίδρασης των καθαρών κρατικών δαπανών στον ιδιωτικό τομέα (τραπεζικό και μη τραπεζικό) είναι το άθροισμα όλων των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού του τραπεζικού και του μη τραπεζικού ιδιωτικού τομέα, όπως απεικονίζεται στο Σχήμα 1. Έτσι, η εξίσωση (1) θα πρέπει να γραφεί ξανά ως:

$$G - T = \Delta C_B^E + \Delta C_B^{nb} + \Delta B_G^E + \Delta B_G^{NE} - \Delta L_B^E \quad (3)$$

ή

$$G - T = \Delta C_B + \Delta B_G - \Delta L_B^E \quad (4)$$

Η εξίσωση (4) είναι η νέα προϋπόθεση δημοσιονομικής χρηματοδότησης και αντικαθιστά τις εξισώσεις (1) και (2). Υποθέτοντας, για λόγους απλότητας, ότι όλοι οι παραλήπτες των κρατικών δαπανών και οι φορολογούμενοι ανήκουν στον μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα, στη συνέχεια έχουμε το εξής

$$G - T = \Delta C_B^{nb} + \Delta B_G^{nb} + \Delta D_B^{nb} \quad (5)$$

Αυτό σημαίνει ότι κάθε δημοσιονομικό έλλειμμα ($G-T$) συνεπάγεται μια καθαρή πληρωμή προς τον ιδιωτικό μη τραπεζικό τομέα και, συνεπώς, μια αλλαγή στις καθαρές αξιώσεις αυτού του τομέα κατά του Δημοσίου ή της κεντρικής τράπεζας.

Οι εξισώσεις (3), (4) και (5), μαζί με το σχήμα 1, ρίχνουν νέο φως στη φύση και τις συνέπειες της νομισματοποίησης. Τα ακόλουθα σημεία έχουν σημασία για τη συζήτηση που διεξάγεται εδώ.

1) Οι καθαρές κρατικές δαπάνες είναι ίσες με τη μεταβολή της καθαρής αξίας του ιδιωτικού τομέα.

Οι καθαρές πληρωμές προς τον ιδιωτικό τομέα καταλήγουν υποχρεωτικά στην αύξηση κάποιου συνδυασμού τραπεζικών καταθέσεων (αξιώσεις κατά των τραπεζών), τραπεζογραμματίων (αξιώσεις έναντι της κεντρικής τράπεζας) ή κρατικών ομολόγων (αξιώσεις κατά του θησαυροφυλακίου). Αυτή η σύμπτωση ισχύει ανεξάρτητα από το ποιος αγοράζει και κατέχει κρατικά ομόλογα (ο ιδιωτικός τομέας ή η κεντρική τράπεζα).

2) Η αύξηση της ποσότητας χρήματος είναι το αποτέλεσμα των καθαρών κρατικών δαπανών, ανεξάρτητα από το αν η κεντρική τράπεζα αγοράζει ή δεν αγοράζει δημόσιο χρέος από την κυβέρνηση ή τις τράπεζες.

Χρησιμοποιώντας τον συνήθη ορισμό του «χρηματικού αποθέματος» ως την αξία των μέσων πληρωμών (μετρητά και καταθέσεις) που διακρατούνται από τον μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα, η μεταβολή στην ποσότητα χρήματος που δημιουργείται από τις καθαρές κρατικές δαπάνες ισούται με:

$$\Delta M = \Delta C_y^{\pi,b} + \Delta D_b^{\pi,b}$$

Δεδομένου του μεγέθους των καθαρών κρατικών δαπανών ($G-T$), τότε το ΔM εξαρτάται από τις προτιμήσεις του ιδιωτικού τομέα για την διακράτηση χρήματος (μετρητά και καταθέσεις) ή κρατικών ομολόγων.

3) Η αύξηση της ποσότητας χρήματος δεν μπορεί να είναι αποτέλεσμα της αγοράς δημοσίου χρέους στην οποία προβαίνει η κεντρική τράπεζα από την κυβέρνηση ή τις τράπεζες.

Η αγορά του δημοσίου χρέους από την κεντρική τράπεζα συνεπάγεται ότι

$$\Delta B_g < (G - T)$$

Και, ως εκ τούτου, έχουμε την εξίσωση (4)

$$\Delta C_g > \Delta L_g^g$$

Αυτό δεν έχει καμία επίδραση στη ΔM : Είτε οι τράπεζες κατέχουν μεγαλύτερους C ισολογισμούς ή μετατρέπουν τους ισολογισμούς με την κεντρική τράπεζα σε τραπεζογραμμάτια και τα πουλούν στον μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα με χρέωση του λογαριασμού των καταθέσεων τους ($D_b^{\pi,b}$), αφήνοντας το χρηματικό απόθεμα ξανά αμετάβλητο.

Από αυτό το τμήμα μπορούν να συναχθούν δύο κύρια συμπεράσματα. Πρώτον, από τη στιγμή που λαμβάνεται υπόψη ο ρόλος των τραπεζών ως φορείς πληρωμών του δημοσίου τομέα, κάθε δημόσιο έλλειμμα, ανεξάρτητα από το αν υπάρχει ή όχι θεσμικός

περιορισμός στον κρατικό προϋπολογισμό, μπορεί να προκαλέσει αύξηση της ποσότητας χρήματος που διακρατείται από τον μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα. Αυτό σημαίνει ότι η πληθωριστική δύναμη των καθαρών κρατικών δαπανών δεν εξαρτάται από το ποιος αγοράζει τα κρατικά ομόλογα.

Δεύτερον, ο κανόνας «μη νομισματοποίησης» δεν έχει καμία συνέπεια για τη βιωσιμότητα του χρέους, εφόσον δεν απαγορεύεται στην κεντρική τράπεζα από το να ενεργεί ως κεντρικός διαμορφωτής των κρατικών ομολόγων. Αν η κεντρική τράπεζα μπορεί να εμπορευθεί στην δευτερογενή αγορά όπως επιθυμεί το CB για BG ή το BG για CB, τότε η τιμή των κρατικών ομολόγων στη δευτερογενή αγορά (συμβατικά, το «short-end», δηλαδή η κοντύτερη πλευρά της καμπύλης των επιτοκίων) έχει οριστεί από τη νομισματική πολιτική. Υπό αυτές τις συνθήκες το δημόσιο χρέος δεν είναι πιστωτικά ευαίσθητο και το B και το C έχουν την ίδια λειτουργία, εκτός από το ότι το B δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί άμεσα για την διευθέτηση πληρωμών και πρέπει πρώτα να μετατραπεί σε C.

5. Οι περιορισμένες επιλογές της Ευρώπης και μια φιλική προς την ΕΕ λύση

Η «δημοσιονομική πειθαρχία» για την οποία ήταν τόσο περήφανοι οι αρχιτέκτονες της ευρωζώνης αποσκοπούσε στο να κάνει τους κανόνες μη νομισματοποίησης πολύ πιο δύσκολο να αντιστραφούν από τα πολιτικά κυρίαρχα κράτη, καθώς καμία χώρα δεν μπορεί να τροποποιήσει μονομερώς τους κανόνες που είναι ενσωματωμένοι σε μια διεθνή συνθήκη χωρίς να ενεργεί κατά παράβαση αυτής της συνθήκης. Η βασική διάταξη της ευρωζώνης, ωστόσο, δεν είναι ότι απαγορεύει την ΕΚΤ από την απευθείας χρηματοδότηση των κυβερνήσεων. Η ίδια διάταξη υπάρχει στις Ηνωμένες Πολιτείες και δεν κάνει τα κρατικά χρεόγραφα των ΗΠΑ «defaultable». Λειτουργώντας ως κεντρικός διαμορφωτής του ομοσπονδιακού χρέους, η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ (Fed) έχει τη δυνατότητα να είναι έτοιμη ανά πάσα στιγμή να μετατρέψει το εμπρόθεσμο κεντρικό τραπεζικό χρήμα (το κρατικό χρέος) σε άμεσο [«spot»] κεντρικό τραπεζικό χρήμα (ισολογισμοί τραπεζών στην κεντρική τράπεζα) με επιλεγμένο επιτόκιο. Οι ΗΠΑ, συνεπώς, μπορούν να χρεοκοπήσουν μόνο με εσκεμμένη άρνηση πληρωμών. Το χρέος της ευρωζώνης, αντιθέτως, έγινε «defaultable» μέσω της απαγόρευσης της νομισματοποίησης του ευρωζωνικού δημοσίου χρέους από την ΕΚΤ, μέχρι τη στιγμή τουλάχιστον που η ΕΚΤ αποκάλυψε ότι μπορούσε να λειτουργήσει ως κεντρικός διαμορφωτής μέσω του Προγράμματος Αγοράς Κρατικών Ομολόγων.

Αν η ΕΚΤ είχε τη δυνατότητα να εμπορευθεί τα ομόλογα των κρατών μελών, στοχεύοντας τις αποδόσεις τους, δεν θα είχαμε βιώσει καμία κρίση δημοσίου χρέους. Ωστόσο, ακριβώς όπως η Fed δεν έχει εντολή να είναι κεντρικός διαμορφωτής των τοπικών και δημοτικών χρεογράφων, η ΕΚΤ δεν έχει εντολή να λειτουργεί, άνευ όρων, ως κεντρικός διαμορφωτής του ευρωζωνικού δημοσίου χρέους. Εκτός από την ανακοίνωση του Προγράμματος Αγοράς Κρατικών Ομολόγων (το οποίο ακόμη δεν έχει εφαρμοστεί), η ΕΚΤ χρηματοδοτεί τις τράπεζες στη βάση «επιλέξιμων εξασφαλίσεων» και όχι με άμεσες αγορές στην αγορά κρατικών τίτλων. Οι τίτλοι των εθνικών Δημοσίων μπορεί να χρησιμοποιηθούν ως ενέχυρο, οι οποίοι αποτιμούνται με αναφορά την τιμή

της αγοράς με κούρεμα και δεν υπάρχει καμία εγγύηση ότι το χρέος των χωρών με υψηλό χρέος θεωρείται επιλέξιμο. Αυτή η διαδικασία ισοδυναμεί με το να καθιστά το ευρωπαϊκό δημόσιο χρέος de facto «defaultable». Κάθε κράτος μέλος της ευρωζώνης δεν διαφέρει από ένα περιφερειακό δήμο του οποίου οι δαπάνες περιορίζονται από την ικανότητά του να έχει πρόσβαση σε εξωτερική χρηματοδότηση.

Η πρόθεση των αρχιτεκτόνων της ευρωζώνης ήταν να κάνουν το δημόσιο χρέος «defaultable». Αυτό δεν θα προκαλούσε τραπεζική και νομισματική αστάθεια αν είχαν αντιμετωπίσει αποτελεσματικά δύο βασικά ζητήματα: Πρώτον, όλο το χρέος των κρατών-μελών πριν την ενεργοποίηση της ευρωζώνης απλά επανεκφράστηκε σε ευρώ όταν οι χώρες εισήλθαν στην ευρωζώνη, μετατρέποντας ξαφνικά το παλιό χρέος, που ήταν ασφαλές, σε πιστωτικά ευαίσθητο χρέος. Δεύτερον, οι αρχιτέκτονες της ευρωζώνης δεν διέθεταν ένα σχέδιο για τη δημιουργία ενός ομολόγου που θα εκδίδεται από ένα φορέα της ευρωζώνης και με την εγγύηση της ΕΚΤ (ισοδύναμο του ομοσπονδιακού χρέους των ΗΠΑ).

Είναι σαφές ότι, με μια τέτοια θεσμική ρύθμιση, ήταν απλά θέμα χρόνου μέχρι να έρθει αντιμέτωπη η ζώνη του ευρώ με μια δυνητικά καταστροφική κρίση χρέους. Οι ευνοϊκές συνθήκες ανάπτυξης που καθοδηγούνταν από τις καθαρές εξαγωγές και την επέκταση της ιδιωτικής πίστωσης ανέβαλαν την πίεση του χρέους.[29] Με το ξέσπασμα της παγκόσμιας κρίσης του 2008–2009, το χρέος των κρατών-μελών της ευρωζώνης αυξήθηκε ως αποτέλεσμα κυκλικών παραγόντων. Επειδή οι κανόνες της ευρωζώνης είχαν κάνει το χρέος πιστωτικά ευαίσθητο, η επιλογή της νομισματοποίησης υλοποιήθηκε με τη μορφή της επανέκφρασης του χρέους σε μια διαφορετική νομισματική μονάδα: η έξοδος από την ευρωζώνη έγινε μια αξιόπιστη εναλλακτική λύση για ορισμένα κράτη-μέλη της ευρωζώνης. Το πρόβλημα του «πρώην κυρίαρχου» χρέους εμφανίστηκε όχι επειδή η επιβολή των ορίων για τα ελλείμματα και το χρέος ήταν πολύ χαλαρή, αλλά επειδή όλο το δημόσιο χρέος είχε γίνει «defaultable» και αυτό αποτελεί απειλή για τη σταθερότητα κάθε νομισματικού συστήματος.

Όταν έκανε την εμφάνισή της μια τέτοια απειλή το 2012, η ΕΚΤ δεν είχε άλλη επιλογή από το να προσφέρει κάποια μορφή προστασίας στα κρατικά ομόλογα που εκδίδονταν από τα κράτη-μέλη. Δεν υπάρχει κανένας λόγος να αμφισβητηθεί ότι η ΕΚΤ είχε πλήρη επίγνωση ότι οι απαγορεύσεις της νομισματικής χρηματοδότησης, όπως αυτές που περιλαμβάνονται στη Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση, μπορεί να διαδραματίσουν «σημαντικό ρόλο στην εμβάθυνση της κρίσης»[30] όταν ξεκίνησε το πρόγραμμα αγορών χρεογράφων (SMP) και στη συνέχεια ανακοίνωσε τη δημιουργία του Προγράμματος Αγοράς Κρατικών Ομολόγων (OMT). Η ΕΚΤ απέτρεψε την κατάρρευση του συστήματος πληρωμών με το να προβεί σε μια εξαίρεση του κανόνα της «μη νομισματοποίησης». Η εξαίρεση αυτή δικαιολογήθηκε από το γεγονός ότι το ευρώ ήταν στα πρόθυρα της κατάρρευσης και χωρίς μια τέτοια κίνηση θα βρισκόταν σε κίνδυνο κατάρρευσης το σύνολο της ευρωζώνης.

Η ΕΚΤ προχώρησε όσο μακριά μπορούσε με βάση τις διατάξεις της Συνθήκης, αλλά αυτό σήμαινε ότι η παρέμβασή της θα γινόταν υπό αυστηρούς όρους σχετικά με την τήρηση των ευρωπαϊκών κανόνων δημοσιονομικής πειθαρχίας. Τελικά, η κίνηση του

Draghi συνέβαλε μόνο στο να περιοριστούν περαιτέρω οι επιλογές της Ευρώπης. Η δημοσιονομική πειθαρχία, με αδύναμες καθαρές εξαγωγές και αδύναμη ιδιωτική πιστωτική επέκταση, σημαίνει στασιμότητα, υψηλά ποσοστά ανεργίας, αύξηση της φτώχειας και κοινωνική αναταραχή, θέτοντας έτσι τις βάσεις για την κατάρρευση της ζώνης του ενιαίου νομίσματος.

Τώρα που η ΕΚΤ έχει αντιμετωπίσει τα αποσταθεροποιητικά αποτελέσματα των ρυθμίσεων που απαγόρευαν κάθε μορφή εγγύησης του εθνικού δημόσιου χρέους, απαιτείται μια λύση που θα διευρύνει τις επιλογές της Ευρώπης. Η κοινή ευημερία και η πλήρη απασχόληση στην Ευρώπη δεν αποτελούν επιλογές στο πλαίσιο της υφιστάμενης ρύθμισης, αλλά μπορεί να εξελιχθούν σε επιλογές κάτω από μια ποικιλία σεναρίων.

Η δημιουργία ενός ομοσπονδιακού προϋπολογισμού που έχει εγκριθεί από την ομοσπονδιακή κυβέρνηση θα ήταν ένας τρόπος για να προχωρήσει μπροστά η ευρωζώνη, αλλά δεν είναι υποχρεωτική θεσμική μεταρρύθμιση για να αναδυθούν οι επιλογές της ευημερίας και της πλήρους απασχόλησης.

Μια λύση που δεν απαιτεί μια ευρωπαϊκή ομοσπονδιακή κυβέρνηση είναι οποιοδήποτε πρόταση που επιτρέπει στην ευρωζώνη να πραγματοποιήσει επαρκώς μεγάλες ενοποιημένες καθαρές δαπάνες έτσι ώστε να επιστρέψει η καθαρή αξία του ιδιωτικού τομέα σε επίπεδα που θα στηρίξουν την αύξηση της συνολικής ζήτησης και τη δημιουργία θέσεων εργασίας. Η τροποποίηση του Δημοσιονομικού Συμφώνου δεν αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση για την πραγματοποίηση της βιωσιμότητας αυτού του σχεδίου. Αρκεί να συμφωνήσει η ΕΕ στα εξής:

(α) στην έκδοση ενός ευρωομόλογου, ενδεχομένως μέσω του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας, όπου η ΕΚΤ θα διαθέτει την επιλογή να εμπορεύεται με επιλεγμένο επιτόκιο,

(β) στη χρήση των εσόδων από την έκδοση του ευρωομόλογου για τη χρηματοδότηση της αύξησης των κρατικών δαπανών, σε κάποιο γενικό μέγεθος που θα συμφωνηθεί σε ευρωπαϊκό επίπεδο και με τη χρηματοδότηση να κατευθύνεται προς όλα τα κράτη-μέλη σε αναλογικά μερίδια,

(γ) στην εξαίρεση αυτής της αύξησης των κρατικών δαπανών από τους υπολογισμούς που αφορούν τα όρια του εθνικού δημοσιονομικού ελλείμματος.

Τα κεφάλαια θα μεταβιβάζονται στις κυβερνήσεις της ΕΕ pro quota αποκλειστικά και μόνο για να στηρίξουν τα δημοσιονομικά προγράμματα που έχουν αναγνωρισθεί ως προς το κοινό συμφέρον της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι καθαρές κρατικές δαπάνες θα μπορούσαν να αυξηθούν είτε με προγράμματα δαπανών είτε με φορολογικές περικοπές σε όλους τους τομείς, που η ΕΕ θεωρεί ότι είναι «προς το συμφέρον της Ευρώπης». Το καθήκον των διαμορφωτών πολιτικής είναι να προετοιμάσουν το πολιτικό έδαφος για την αποκατάσταση της συνολικής ζήτησης και τη δημιουργία θέσεων εργασίας, αλλά δεν πρέπει να φοβούνται το ευρωομόλογο, επειδή δεν υπάρχει κανένας λόγος να

αισθάνονται φόβο. Είναι ακριβώς το στοιχείο που λείπει από μια κοινή πολιτική που θα παρέχει ανάπτυξη και απασχόληση στην Ευρώπη.

Σημειώσεις

1. Αυτή ήταν η κυρίαρχη άποψη ακόμη και λίγο πριν από το ξέσπασμα της κρίσης. Για παράδειγμα, ο Swanson (2008) ερμηνεύει τη σύγκλιση ως την «αναμονή της νομισματικής ένωσης και την αξιοπιστία της ΕΚΤ όσον αφορά τους στόχους της για τη διατήρηση του πληθωρισμού σε χαμηλά και σταθερά επίπεδα» και οι Ehrmann et al. (2007) υποστηρίζουν ότι «η κοινή νομισματική πολιτική έχει υπάρξει βασικός παράγοντας στην παγίωση των μακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό εκ μέρους των συμμετεχόντων στις χρηματοπιστωτικές αγορές σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ».
2. Το κείμενο της ομιλίας του 2012, στην οποία ο Draghi δηλώνει ότι «στο πλαίσιο της εντολής μας, η ΕΚΤ είναι έτοιμη να κάνει ό, τι χρειάζεται για να διατηρήσει το ευρώ» μπορεί να βρεθεί στο www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html.
3. Ο κίνδυνος ότι μια χώρα θα εξέλθει μονομερώς από την ΟΝΕ και θα επανεκφράσει το δημόσιο χρέος της.
4. Η τελευταία υπόθεση στηρίζεται στο γεγονός ότι η ΕΚΤ άφησε ανοικτό το ενδεχόμενο της πλήρους δέσμευσης μόνο μετά την έγκριση του Δημοσιονομικού Συμφώνου.
5. Σε αυτή την εργασία, η «νομισματική κυριαρχία» ορίζεται ως η εξουσία του κράτους να διευθετεί οποιαδήποτε υπόσχεση πληρωμής με την έκδοση μιας επιταγής από την κεντρική της τράπεζα, που δεν θα είναι ακάλυπτη επιταγή.
6. Κανένα άλλο προηγούμενο της νομισματικής ένωσης στην Ευρώπη δεν είχε εξετάσει το ενδεχόμενο ενός ενιαίου εκδότη για τη νομισματική περιοχή (Einaudi, 2001).
7. Βλ., Frankel and Rose (1998).
8. Τους διέφυγαν επίσης σημεία που τονίστηκαν και από άλλους επικριτές, πριν και μετά το άρθρο του Goodhart, οι οποίοι είχαν εκφράσει ανησυχίες με τη ρήξη της σχέσης μεταξύ νομίσματος και κράτους— επικριτές όπως ο Kaldor και ερευνητές στο Levy Institute όπως ο Godley, ο Forstater, ο Wray, ο Kelton και, κυρίως, ο Mosler, ο οποίος είχε οργανώσει και χρηματοδοτήσει ένα συνέδριο το 1996 στο Bretton Woods, στο οποίο συμμετείχε ο Goodhart για να συζητήσει την ευπάθεια της αναμενόμενης ενιαίας νομισματικής περιοχής στην Ευρώπη.
9. De Grauwe (2011). Βλ., επίσης Corsetti and Dedola (2013).

- 10.** Ο Kösters (2010), για παράδειγμα, υποστηρίζει ότι «είναι γνωστό ότι ένα κράτος-μέλος της νομισματικής ένωσης δεν έχει πλέον τη δυνατότητα να ξεπεράσει τη δημόσια υπερχρέωση με την εκτύπωση χρήματος».
- 11.** Βλ., για παράδειγμα, Martin και Waller (2012), οι οποίοι ισχυρίζονται ότι «μια χώρα μπορεί να κάνει κατάχρηση του κυριαρχικού δικαιώματος να εκτυπώνει χρήμα και να δημιουργήσει πολύ υψηλά ποσοστά πληθωρισμού, ακόμη και υπερπληθωρισμό».
- 12.** Βλ., Fischer (1989).
- 13.** Fischer (1989, σελ., 20).
- 14.** Η νομισματοποίηση του δημοσίου χρέους είναι συνώνυμο με την «εκτύπωση χρήματος» και εδώ αντιπροσωπεύει την αγορά κρατικών ομολόγων από την κεντρική τράπεζα που παρέχει επιπλέον μέσα πληρωμών στον ιδιωτικό τομέα.
- 15.** Εάν η κυβέρνηση είναι χρήστης νομίσματος, το χρέος της είναι βιώσιμο αν το απόθεμα του ανεξόφλητου χρέους δεν υπερβαίνει την προεξοφλημένη αξία των μελλοντικών πρωτογενών πλεονασμάτων.
- 16.** Αυτό επιτρέπει στην Fed να αγοράζει ομόλογα στην «ελεύθερη αγορά», αλλά όχι απευθείας από το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ.
- 17.** Αν η μόνη απομένουσα πηγή χρηματοδότησης είναι η συλλογή φόρων, αυτό θέτει υπό αμφισβήτηση την αποτελεσματικότητα των ελλειμματικών δαπανών στη συνολική ζήτηση. Κατά την άποψη των θεσμικών περιορισμών στους κρατικούς προϋπολογισμούς, αν ο ιδιωτικός τομέας κατανοεί τις επιπτώσεις του περιορισμού της «μη νομισματοποίησης» και ως εκ τούτου αναμένει περισσότερους μελλοντικούς φόρους κάθε φορά που παρατηρεί αύξηση του ελλείμματος, τότε ισχύει η ισοδυναμία Barro-Ricardo.
- 18.** Στο σύνολο, ένας νέος φόρος συγκροτεί μείωση των ιδιωτικών χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων όσο και μια κρατική χρεοκοπία.
- 19.** Αυτό είναι γνωστό ως μια περίπτωση «χρονικής ασυνέπειας»
- 20.** Παρόμοιες εκτιμήσεις ισχύουν και για την περίπτωση που η κυβέρνηση επιβάλλει περιορισμούς στον δικό της προϋπολογισμό με το να κάνει το νόμισμα εξαγοράσιμο σε πάγια τιμή σε ένα περιουσιακό στοιχείο που η κυβέρνηση δεν εκδίδει. Η εν λόγω δέσμευση μπορεί κανονικά να ανατραπεί ανά πάσα στιγμή.
- 21.** Σημειώστε ότι κατά την άποψη των Friedman-Fischer-Buchanan, η νομισματοποίηση περιγράφεται ως συμβάν χρεοκοπίας: Η αποπληρωμή του χρέους με «υποτιμημένο χρήμα» είναι ένα μέσο για την κυβέρνηση να αθετήσει τις υποσχέσεις της για αποπληρωμή του χρέους.

22. Thornton (1984).

23. Andolfatto-Li (2013).

24. Ενώ η Fed δεν είναι ένας κεντρικός διαμορφωτής πολιτειακών και δημοτικών ομολόγων, μπορεί να είναι ένας κεντρικός διαμορφωτής των ομολόγων του ομοσπονδιακού θησαυροφυλακίου

25. Ενώ οι περιορισμοί στις ΗΠΑ μπορούν να αρθούν με την ψηφοφορία του Κογκρέσου, οι περιορισμοί στην ευρωζώνη φαίνεται να είναι γραμμένοι σε πέτρα: Στην ευρωζώνη, η εθνική απόφαση για την παράκαμψη των κανόνων θα σήμαινε το σπάσιμο αυτής της πέτρας.

26. Σημειώστε ότι οποιαδήποτε κυβέρνηση που χορηγεί δάνειο επιδεινώνει αναπόφευκτα τη δική της δημοσιονομική θέση.

27. Το «fiat» εθνικό νόμισμα είναι μια πίστωση με το κράτος, η οποία μπορεί να εξαργυρωθεί επίσημα μόνο έναντι υποχρεώσεων με το κράτος.

28. Κάτω από τον «σκληρό» θεσμικό περιορισμό του κρατικού προϋπολογισμού στην ευρωζώνη, ένα κράτος-μέλος, του οποίου το χρέος φέρει τιμή τόσο χαμηλή ώστε να απειλεί την ικανότητά του να δανειστεί, θα αντιμετωπίσει δύο πιθανές επιλογές: να εισαχθεί στο πρόγραμμα του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας και να στηριχθεί το χρέος του από το Πρόγραμμα Αγοράς Κρατικών Ομολόγων ή να αποχωρήσει από την ΟΝΕ. Όπως αναφέρθηκε, ο οποιοσδήποτε περιορισμός στον κρατικό προϋπολογισμό υφίσταται μόνο κάτω από συγκεκριμένους θεσμικούς κανόνες και μόνο έως ότου αντιστραφούν αυτοί οι κανόνες. Στην περίπτωση της ευρωζώνης, ωστόσο, ένα κράτος-μέλος που είναι πρόθυμο να αποκατασταθεί «η νομισματική του κυριαρχία» (όπως ορίζεται στην σημείωση 4), θα πρέπει να ακυρώσει τη Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση.

29. Το γεγονός ότι οι καθαρές εξαγωγές προέρχονται σε μεγάλο βαθμό από μια συγκεκριμένη γεωγραφική περιοχή εντός της ευρωζώνης κάνει τις εσωτερικές ανισορροπίες να φαίνονται προβληματικές.

30. Bindseil and Winkler (2012).

Πηγές

Andolfatto, D., and Li, L. (2013). “Is the Fed Monetizing Government Debt?” Economic Synopses, Federal Reserve Bank of St. Louis, No. 5.

Bindseil, U., and Winkler, A. (2012). “Dual Liquidity Crises Under Alternative Monetary Frameworks: A Financial Accounts Perspective.” European Central Bank, Working Paper Series, No. 1478, 1–61.

Buchanan, J.M., and Wagner, R. (1977). “Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes.” New York: Academic Press.

Corsetti, G., and Dedola, L. (2013). “Is the Euro a Foreign Currency to Member States?” *Voxeu*, June 5.

De Grauwe, Paul (2011). “The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets?” CESifo Working Paper No. 3569, September.

Ehrmann, M., Fratzscher, M., Gürkaynak, R. S., and Swanson, E. T. (2007). “Convergence and Anchoring of Yield Curves in the Euro Area.” *Review of Economics and Statistics*, 817, 3, October, 50–364.

Einaudi, L. (2001). “Money and Politics: European Monetary Unification and the International Gold Standard (1865–1873).” New York: Oxford University Press.

Fischer, S. (1989). “The Economics of the Government Budget Constraint.” The World Bank, WPS, 224.

Frankel, J., and Rose, A. (1998). “The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria.” *Economic Journal*, 108, 1009–1025.

Friedman, Milton (1968). “The Role of Monetary Policy.” *American Economic Review* 58, 1–17.

Hamilton, J. (2008). “On (Too Much) Fed Independence.” Seeking Alpha, April 14.

Issing, O. (2006). “The Euro—A Currency Without a State.” Lecture Conducted from Bank for International Settlements, Helsinki, March 24.

Jonung, L., and Drea, E. (2009). “The Euro: It Can’t Happen. It’s a Bad Idea. It Won’t Last. U.S. Economists on the EMU, 1989–2002.” *European Economy, Economic Papers*, 395, December.

Kösters, W. (2010) “Eight Months Later — Has the Eurozone Been Stabilised or Will EMU Fall Apart?” *Intereconomics*, 6, 340–356.

Martin, F. M., and Waller, C. J. (2012). "Sovereign Debt: A Modern Greek Tragedy." *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 94(5), October, 321–341.

Mishkin, Frederic S. (1992). "The Economics of Money, Banking, and Financial Markets." 3rd ed., Harper Collins.

Swanson, E. T. (2008). "Convergence of Long-term Bond Yields in the Euro Area." *Economic Research*, November 21.

Thornton, Daniel L. (1984). "Monetizing the Debt." *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, December, 66(10), 30–43.

_____. (2010). "Monetizing the Debt." *Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Synopses*, No.14