



Policy Note

2011 / 6

Προς μια εφαρμόσιμη λύση για την ευρωζώνη

Marshall Auerback

Αν και δεν προήλθε από οικονομολόγο, η άκαιρη έκφραση του Yogi Berra «déjà vu ξανά από την αρχή» έρχεται πάντα στο μυαλό με το τέλος κάθε Συνόδου Κορυφής της ΕΕ τα τελευταία χρόνια, οι οποίες ολοκληρώνονται σχεδόν πάντα με την υπόσχεση ότι θα δοθεί μια «τελική λύση» στα προβλήματα που προκαλούνται από μια ολοένα και περισσότερο προβληματική νομισματική ένωση.

Για να πούμε την αλήθεια, είναι δύσκολο να ενθουσιαστεί κανείς με οποιαδήποτε λύση έχει προσφερθεί έως τώρα, επειδή όλες οι προτεινόμενες «λύσεις» αρνούνται να αναγνωρίσουν ότι το πρόβλημα της ευρωζώνης είναι ουσιαστικά πρόβλημα μιας ελαττωματικής χρηματοοικονομικής αρχιτεκτονικής. Η σημερινή κρίση οφείλεται στο γεγονός ότι η δημιουργία του ευρώ έχει στερήσει από τα έθνη την κυρίαρχη ικανότητά τους να εμπλακούν σε μια δημοσιονομική αντεπίθεση ενάντια σε απότομες εξωτερικές διαταραχές της ζήτησης του είδους που βιώσαμε το 2008. Και αυτό είναι ένα πρόβλημα που γιγαντώνεται εξαιτίας της συνεχιζόμενης απροθυμίας της «Τρόικα»—Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ), Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), και Διεθνές Νομισματικό Ταμείο—να εγκαταλείψει την δημοσιονομική λιτότητα ως αντάλλαγμα για στήριξη στα κρατικά ομόλογα αυτών των εθνών. Τα δώρα που φέρνουν οι Γερμανοί σχετικά με τις υποσχόμενες «δημοσιονομικές ενώσεις», όπως έκανε τις προάλλες η Καγκελάριος

Ο MARSHALL AUERBACK είναι Ερευνητής στο Ινστιτούτο Οικονομικών Λίβι, Εταίρος στην οργάνωση Οικονομολόγοι για Ειρήνη και Ασφάλεια και στρατηγικός αναλυτής στην Madison Street Partners, LLC. Copyright © 2011 Levy Economics Institute of Bard College

Άνγκελα Μέρκελ, είναι τόσο επικίνδυνα όσο ήταν και ο Δούρειος Ιππος των Ελλήνων. Το τελικό αποτέλεσμα θα είναι μεγαλύτερη ποσότητα της αρρωστημένης δημοσιονομικής λιτότητας που έχει δημιουργήσει μια σύγχρονη έρημο στην ευρωζώνη.

Ωστόσο, ο θεσμός εκείνος που θα μπορούσε να σώσει την ευρωπαϊκή οικονομία—η ΕΚΤ—αρνείται πεισματικά να χρησιμοποιήσει την δημοσιονομική ικανότητα που διαθέτει (το γεγονός ότι έχει μονοπώλιο δικαιωμάτων στην έκδοση του κοινού νομίσματος) για να αμβλυνθούν οι κοινωνικές καταστροφές που συσσωρεύονται ολοένα και περισσότερο. Η ΕΚΤ περιστασιακά στηρίζει εθνικά κρατικά ομόλογα μέσω χλιαρών αγοραστικών κινήσεων, αλλά το αντάλλαγμα για την αποδέκτρια χώρα είναι η υιοθέτηση αντιαναπτυξιακών πολιτικών οι οποίες απλά επιδεινώνουν τις χρηματοοικονομικές αναλογίες και τις προοπτικές και βλάπτουν τους πολίτες. Η όλη κατάσταση μοιάζει με ένα σκύλο που κυνηγάει την ουρά του.

Για να είμαστε δίκαιοι προς την ΕΚΤ, είναι μια κεντρική τράπεζα, η οποία καλείται να κάνει τη βαριά δουλειά στο νομισματικό και δημοσιονομικό μέτωπο. Δεν σχεδιάστηκε γι' αυτό. Και στην πραγματικότητα, δεν είναι απαραίτητο να το κάνει.

Τόσο οι κορυφαίοι διαμορφωτές πολιτικής εντός της ευρωζώνης όσο και οι παράγοντες της αγοράς εξακολουθούν να συγχέουν δύο διαφορετικά αλλά συναφή θέματα: το ρόλο της εθνικής φερεγγυότητας και της ανεπαρκούς συνολικής ζήτησης. Οι διαμορφωτές πολιτικής θέλουν την ΕΚΤ να κάνει και τα δύο, αλλά, στην πραγματικότητα, η ΕΚΤ είναι υποχρεωμένη να ασχολείται μόνο με το θέμα φερεγγυότητας. Όταν το κάνεις αυτό με αξιόπιστο τρόπο, τότε ανοίγεις εκ νέου τις κεφαλαιαγορές και δίνεις στις χώρες μια καλύτερη ευκαιρία για να χρηματοδοτήσουν ξανά τους εαυτούς τους μέσω των κεφαλαιαγορών. Από τη στιγμή που οι αγορές δεν θεωρούν πλέον ένα έθνος (όπως η Ιρλανδία) ως κατά βάση χρεοκοπημένο, θα αρχίσουν ξανά να δανείζουν προς αυτά τα έθνη (με πολύ χαμηλότερα επιτόκια από τα σημερινά, που είναι τοκογλυφικά επιτόκια), κάτι που από μόνο του θα διευκολύνει την έκδοση νέων κρατικών ομολόγων για την επιδίωξη αναπτυξιακών πολιτικών.

Πώς θα γίνει αυτό με αξιόπιστο τρόπο; Μια πρόταση που έγινε από τον Warren Mosler^[1] και εμένα,^[2] είναι να διανείμει η ΕΚΤ τρισεκατομμύρια ευρώ ετησίως προς τις εθνικές κυβερνήσεις με βάση το κατά κεφαλήν ΑΕΠ. Το κατά κεφαλήν ΑΕΠ κριτήριο σημαίνει ότι αυτό που προτείνεται δεν είναι ούτε μια στοχοθετημένη διάσωση ούτε μια ανταμοιβή για κακή συμπεριφορά. Η διανομή αυτή θα προσαρμοζε προς τα κάτω τις αναλογίες του δημοσίου χρέους και, κατά συνέπεια, θα απομάκρυνε τους πιστωτικούς φόβους χωρίς να πυροδοτήσει επιπλέον εθνικές κρατικές δαπάνες. Αυτό θα χρησίμευε για να χαλαρώσουν σημαντικά οι πιστωτικές εντάσεις και, με αυτόν τον τρόπο, θα συνέβαλε στην κανονική λειτουργία των αγορών πίστωσης για την έκδοση κρατικών χρεογράφων.

Όπως ανέφερε ο Mosler:

Η διανομή ενός τρισεκατομμυρίου ευρώ δεν θα προσέθετει στη συνολική ζήτηση ή στον πληθωρισμό, καθώς οι δαπάνες και η φορολογική πολιτική του κάθε έθνους-μέλους περιορίζεται από τα κριτήρια του Μάαστριχτ.

Επιπλέον, η υλοποίηση αυτής της διανομής των πόρων σε ετήσια βάση βελτιώνει σημαντικά την εφαρμογή των κανόνων της ΕΕ καθώς η ποινή για μη συμμόρφωση μπορεί να είναι η παρακράτηση των ετήσιων πληρωμών. Αυτό είναι απέραντα πιο αποτελεσματικό από το σημερινό καθεστώς των προστίμων και των κυρώσεων για μη συμμόρφωση, τα οποία έχουν αποδειχθεί ότι είναι, πρακτικά, μη εφαρμόσιμα.[3]

Όσον αφορά τις απειλές για την «κερδοφορία» της, η ΕΚΤ θα μπορούσε εύκολα να κατασκευάσει «κέρδη» εάν συνέχιζε να αγοράζει τα ομόλογα των αναξιοπαθόντων χωρών της ομάδας PIIGS (Πορτογαλία, Ιταλία, Ιρλανδία, Ελλάδα και Ισπανία) και στη συνέχεια δεν τους επέτρεπε να χρεοκοπήσουν—αν και αυτό πρόγραμμα σαφώς θα σταματήσει όταν αρχίσει το μοίρασμα των εσόδων.

Αλλά σε κάθε περίπτωση, η ιδέα μιας κεντρικής τράπεζας ως οργανισμός μεγιστοποίησης κέρδους είναι κάτι το παράλογο. Αν είστε ο φορέας του μονοπωλίου της προσφοράς ενός νομίσματος, έχει κανένα πραγματικό νόημα ο «προβληματικός ισολογισμός»; Σε ένα κείμενο του 2008 που έφερε τον τίτλο «Μπορούν να χρεοκοπήσουν οι κεντρικές τράπεζες;»—ο Willem Buiter, πρώην μέλος της Επιτροπής για τη Νομισματική Πολιτική στην Τράπεζα της Αγγλίας, σημειώνει ότι, στις τυπικές θεσμικές ρυθμίσεις που διέπουν τη λειτουργία ενός θησαυροφυλακίου και μιας κεντρικής τράπεζας, υπάρχει μια μοναδική «εθνική δημοσιονομική αρχή» («θησαυροφυλάκιο») που «στέκεται πίσω από μια ενιαία εθνική κεντρική τράπεζα».[4] Σε αυτήν την κατάσταση:

Δεν μπορεί να υπάρξει αμφιβολία . . . οι δημοσιονομικές αρχές, από την άποψη της τεχνικής, διοικητικής και οικονομικής διαχείρισης, είναι ικανές να εξάγουν και να μεταφέρουν στην κεντρική τράπεζα τους πόρους που απαιτούνται για την εξασφάλιση της κεφαλαιακής επάρκειας της κεντρικής τράπεζας σε τυχόν περίπτωση που η κεντρική τράπεζα παρουσιάσει σοβαρή έλλειψη κεφαλαίων στην εκτέλεση των λειτουργιών της ως δανειστής έσχατης ανάγκης και ως αγοραίος δημιουργός έσχατης ανάγκης.

Βέβαια, στο σημερινό περιβάλλον της ζώνης του ευρώ, δεν υπάρχει κάποιο υπερεθνικό θησαυροφυλάκιο που να βρίσκεται πίσω από την ΕΚΤ, και η ΕΚΤ είναι στην πραγματικότητα αναγκασμένη από αυτούς τους θεσμικούς περιορισμούς να υιοθετήσει έναν ημι-δημοσιονομικό ρόλο. Παρόλα αυτά, δεν υπάρχει τίποτα που να περιορίζει λειτουργικά την ικανότητα της ΕΚΤ να δημιουργήσει απεριόριστες ποσότητες ευρώ. Όσον αφορά την αναπλήρωση της κεφαλαιουχικής της βάσης (η άλλη πτυχή στην οποία αναφέρθηκε ο Buiter), η ΕΚΤ μπορεί να εξασφαλίσει, με το να συνεχίσει να αγοράζει το χρέος των χωρών της ευρωζώνης, ότι καμία χώρα δεν θα οδηγηθεί σε πτώχευση, πράγμα που σημαίνει ότι τα περιουσιακά στοιχεία δεν γίνονται ποτέ «τοξικά» ή άχρηστα. Στην πραγματικότητα, οι αγορές ομολόγων από το Πρόγραμμα της Δευτερογενούς Αγοράς της ΕΚΤ επιτρέπει στην κεντρική τράπεζα να αγοράσει ομόλογα σε εξαιρετικά χαμηλές τιμές από χώρες όπως η Ιταλία και η Ισπανία και να χρησιμοποιήσει τη ροή εσόδων που θα προκύψει για την ανοικοδόμηση της κεφαλαιακής βάσης της ΕΚΤ. Όσο

συνεχίζει να αγοράζει αυτό το χρέος, το θέμα της εθνικής φερεγγυότητας απομακρύνεται όλο και πιο πολύ και η ΕΚΤ συνεχίζει να αυξάνει τη λογιστική των κερδών της που ρέουν προς το κεφάλαιο.

Απο που παίρνει τα ευρώ η ΕΚΤ; Όπως σημειώνει ο Buiter, η ΕΚΤ, όπως κάθε κεντρική τράπεζα,

μπορεί πάντα να διασώσει οποιαδήποτε οντότητα—συμπεριλαμβανομένου και του εαυτού της—με τη βάση έκδοσης νέου χρήματος—εάν οι υποχρεώσεις της οντότητας είναι εκπεφρασμένες σε εγχώριο [νόμισμα] και σε ονομαστική αξία (δηλαδή δίχως τιμαριθμική αναπροσαρμογή). Εάν το παθητικό της εν λόγω οντότητας είναι σε ξένο νόμισμα ή τιμαριθμοποιημένο, μια διάσωση από την κεντρική τράπεζα μπορεί να μην είναι δυνατή.

Σκεφτείτε το ως δικαίωμα έκδοσης επιπλέον μετοχών για μια βαριά υπερχρεωμένη εταιρεία: Η εταιρεία Χ έχει μια αναλογία χρέους προς equity που είναι στο 200% και οι αγορές δεν θα την χρηματοδοτήσουν επειδή ανησυχούν για τη φερεγγυότητά της. Με κάποιο τρόπο, η εταιρεία Χ ξεκινά ένα δικαίωμα έκδοσης επιπλέον μετοχών μια προς μια και καταφέρνει να ρίξει την αναλογία χρέους προς equity κάτω από το 100%. Οι ανησυχίες των αγορών σχετικά με την πτώχευση έχουν μετριαστεί και οι αγορές κεφαλαίων άνοιξαν και πάλι για την εταιρεία. Μια παρόμοια κατάσταση θα λάβει μέρος στο εθνικό επίπεδο εάν η ΕΚΤ αποφάσιζε να ασπαστεί την πρότασή μας για το μοίρασμα των εσόδων. Επαναλαμβάνουμε ότι το μοίρασμα των εσόδων δεν θα λύσει το πρόβλημα της συνολικής ζήτησης, αλλά θα μειώσει τις ανησυχίες περί φερεγγυότητας και θα ανοίξει εκ νέου τις αγορές κεφαλαίων προς τις χώρες της ευρωζώνης.

Και ο άλλος τρόπος που θα πουλήσετε την πρόταση στο γερμανικό κοινό είναι ότι θα καταστήσει το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης περισσότερο αξιόπιστο και ευκολότερα εφαρμόσιμο, επειδή τώρα υπάρχει ένας μηχανισμός που θα εξασφαλίζει τη συμμόρφωση. Αντί να επιβάλλονται πρόστιμα σε έναν παραβάτη (προσπαθήστε να βάλετε έναν αξιωματούχο της ΕΕ να πάει στην Αθήνα για να συλλέξει ένα πρόστιμο για παραβίαση του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης—θα είναι τυχερός αν φύγει ζωντανός) θα παρακρατούνται τα κεφάλαια.

Με την ίδια λογική, μια χώρα όπως η Ιρλανδία, η οποία έχει δεχθεί πολλά σκληρά μέτρα λιτότητας και δεν έχει προσπαθήσει να ξεγελάσει το σύστημα με λογιστικά τεχνάσματα (αλά Ελλάδα ή Ιταλία), δεν θα τιμωρηθεί, καθώς η ΕΚΤ θα μπορούσε να συνεχίσει να πιστώνει την εθνική κεντρική τράπεζά της ακόμα και αν κάποια χώρα παραπόντης, όπως η Ελλάδα, αρνιόταν να τηρήσει τους κανόνες. Με αυτόν τον τρόπο, η επίπτωση μιας μετάδοσης θα ήταν περιορισμένη.

Για να προλάβω τις κραυγές αυτών που αγωνιούν για το φαινόμενο του υπερπληθωρισμού, η πρόταση περί μοιράσματος των εσόδων είναι μη πληθωριστική. Αυτό που είναι πληθωριστικό όσον αφορά τη νομισματική και δημοσιονομική πολιτική είναι οι πραγματικές δαπάνες. Η κατανομή αυτών των πόρων δεν θα μεταβάλλει τις πραγματικές ετήσιες δαπάνες της κυβέρνησης και τα επίπεδα φορολογίας που

απαιτούνται από τα μέτρα λιτότητας και τους περιορισμούς του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Απλά θα εξυπηρετήσει το ζήτημα της φερεγγυότητας, η οποία στην πραγματικότητα έχει αποκόψει τα PIIGS από τις χρηματαγορές (επειδή οι αγορές πιστεύουν ότι οι χώρες αυτές είναι αφερέγγυες).

Μόλις αντιμετωπιστεί το ζήτημα της φερεγγυότητας με αξιόπιστο τρόπο, θα ανοίξουν εκ νέου οι κεφαλαιαγορές προς τις χώρες αυτές, επιτρέποντάς τες να δανείζονται κεφάλαια με αισθητά χαμηλότερα επιτόκια από τα τοκογλυφικά επιτόκια που επικρατούν σήμερα για χώρες όπως η Ελλάδα, αλλά θα τους δώσουν ταυτόχρονα και την ευκαιρία να απελευθερωθούν σε κάποιο βαθμό από τα δεσμά της δημοσιονομικής λιτότητας που επιβάλλει η ΕΚΤ. Όπως πρότεινε ο Έλληνας οικονομολόγος Γιάννης Βαρουφάκης, η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων είναι ιδανικό μέσο για την ενεργοποίησή της στο πλαίσιο ενός ευρωπαϊκού New Deal, ισοδύναμο με αυτό του Ρούζβελτ,

η επιτυχία του οποίου έδωσε στον Χάρι Τρούμαν την εμπιστοσύνη να χρηματοδοτήσει το Σχέδιο Μάρσαλ—από το οποίο η Γερμανία η ίδια ήταν ο κύριος δωρεοδόχος, και η οποία επωφελήθηκε με βάση τις επιχορηγήσεις και την αναδιάρθρωση του χρέους (και όχι με επιστρεπτέα, ακριβού δανεισμού χρηματοδότηση). Το κλειδί για το New Deal, πρέπει να λάβουμε υπόψη, δεν ήταν περικοπές στις δημόσιες επενδύσεις ή αύξηση των φόρων, αλλά ο δανεισμός για επένδυση μέσω αμερικανικών κρατικών ομολόγων.[5]

Είναι αυτονόητο ότι ο δανεισμός ήταν εφικτός επειδή δεν υπήρχαν θέματα εθνικής φερεγγυότητας καθώς τα ομόλογα είχαν στήριξη από την πλήρη πίστη και πίστωση της κυβέρνησης των ΗΠΑ, η οποία είχε (και εξακολουθεί να έχει) μια απεριόριστη ικανότητα να δημιουργεί δολάρια.

Ωστόσο, για να φτάσουμε σε αυτό το στάδιο, θα πρέπει πρώτα να αντιμετωπιστούν τα θέματα φερεγγυότητας. Και αυτό πρέπει να γίνει από την ΕΚΤ, καθώς παραμένει η μόνη οντότητα ικανή να δημιουργήσει μια απεριόριστη προσφορά ευρώ. Αυτό δεν είναι κάτι που απαιτεί καμία αλλαγή της Συνθήκης, καμία επιπλέον παράδοση της εθνικής κυριαρχίας (δηλαδή, μια «ένωση σταθερότητας» γερμανικού τύπου στην οποία μια χώρα όπως η Ιρλανδία θα είναι πλήρως ενταγμένη), αλλά θα λειτουργούσε ως ένα αποτελεσματικό τουρνικέ για να σταματήσει την αιμορραγία που σκοτώνει αυτή τη στιγμή το Ευρωπαϊκό πρότζεκτ.

Σημειώσεις

1. See Warren Mosler, “A Modern Monetary Theory Approach to Solving Greek Solvency,” *Huffington Post*, July 11, 2011.
2. See Marshall Auerback, “The ECB v. Germany,” *Naked Capitalism Blog*, September 22, 2011.
3. Warren Mosler, “The Eurozone Solution for Greece Is a Very ‘Clever Bluff’?” *Huffington Post*, March 12, 2010.

4. Willem H. Buiter, "Can Central Banks Go Broke?" Discussion Paper No. DP6827, Centre for Economic Policy Research, May 2008.

5. Yanis Varoufakis and Stuart Holland, "A Modest Proposal for Overcoming the Euro Crisis," Policy Note 2011/3, Levy Economics Institute of Bard College, May 2011.