



**Επιστημονική Εργασία υπό Εξέλιξη (Working Paper) No. 710**

---

**Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και γιατί έχουν έτσι τα πράγματα—Ένα ιστορικό σημείο μεταπήδησης στη νομισματική πολιτική και μια στιγμή (σχετικής) ευκρίνειας**

**του Robert Dubois  
Trend Modus Capital Management**

**Ιανουάριος 2012**

---

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 2012 All rights reserved

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Οι θεσμοί και τα ζητήματα νομισματικής πολιτικής κυριαρχούν σήμερα στην εμπορική, οικονομική και πολιτική σκηνή όσο ποτέ άλλοτε από την εποχή της Μεγάλης Ύφεσης του '30. Η κρίση στην ευρωζώνη και θέματα αναφορικά με την παγκόσμια νομισματική πολιτική έχουν επισκιάσει τα τελευταία δύο χρόνια όλα τα άλλα ζητήματα.

Στις μεγάλες ανεπτυγμένες οικονομίες, οι αποδόσεις στα επιτόκια πέφτουν στο μηδέν, οδηγώντας σε φραγμό την επιβολή μάλλον ακραίων πολιτικών, όπως η φορολόγηση επί των ταμειακών διαθεσίμων, οι οποίες θεωρητικά θα μπορούσαν να οδηγήσουν τις αποδόσεις σε βαθιά αρνητικά επίπεδα. Τα χρέη διογκώνονται, με τις κυβερνήσεις στην ευρωζώνη και τμήματα της κοινωνίας να οδηγούνται σε πτώχευση και να αγωνίζονται να ξεφύγουν από την κινούμενη άμμο της ρευστότητας και τις πεισματικά χαμηλές ή και αρνητικές τάσεις ανάπτυξης και απασχόλησης.

Στο κέντρο της σημερινής κρίσης είναι η Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση (ONE)— μια νομισματική ένωση χωρίς δημοσιονομική και πολιτική ολοκλήρωση. Σε αντίθεση με τις περιπτώσεις όπου επικρατεί πλήρης ενσωμάτωση κρατών-μελών σε ομοσπονδιακό επίπεδο, ή όπου δεν υπάρχει καμία μορφή ολοκλήρωσης μεταξύ κρατών, η μερική ολοκλήρωση περιορίζει τις εναλλακτικές πολιτικές για τη διαχείριση οικονομικών και δημοσιονομικών κρίσεων. Όπως έχουμε γίνει μάρτυρες από την άνοιξη του 2008, αυτή η μεσοβέζικη επιλογή μεγεθύνει σταδιακά την οικονομική απόκλιση και την πολιτική και κοινωνική διχόνοια μεταξύ των κρατών-μελών στην ευρωζώνη.

Λαμβάνοντας υπόψη την κλίμακα και το εύρος της κρίσης στην ευρωζώνη, η πολιτική και τα μέτρα που λαμβάνονται (ή δεν λαμβάνονται) από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) έχουν ουσιαστικό αντίκτυπο σε μικρές και μεγάλες αγορές και επηρεάζουν κάθε σημαντικό τομέα της νομισματικής πολιτικής. Στη συγκεκριμένη ιστορική συγκυρία, η ΕΚΤ είναι ο πιο σημαντικός άξονας νομισματικής πολιτικής στον κόσμο.

Από το Νοέμβριο του 2011, η ΕΚΤ διαδραματίζει έναν αναμφισβήτητα ενεργό ρόλο παροχής ρευστότητας προς τις ιδιωτικές τράπεζες (και σε κάποιο σημαντικό βαθμό και προς τα κυρίαρχα κράτη), ενώ διατηρεί τη μακροχρόνια ρητορική της στάση ως ένθερμος υποστηρικτής της δημοσιονομικής πειθαρχίας απέναντι στα κυρίαρχα (αλλά με περιορισμένη κυριαρχία) «περιφερειακά» κράτη της ευρωζώνης που δεν λειτουργούν μέσα στο πλαίσιο μιας πλήρους νομισματικής και δημοσιονομικής ένωσης.

Τον Δεκέμβριο του 2011, η ΕΚΤ έκανε σαφή την πρόθεσή της να προσφέρει μαζική ρευστότητα όταν αντιμετωπίζει κρίσεις μεγάλης κλίμακας. Ήδη επιδεικτικά διακείμενες προς την ποσοτική χαλάρωση λόγω ιδιαίτερων συνθηκών στα αντίστοιχα εγχώρια μέτωπά τους, άλλες μεγάλες κεντρικές τράπεζες επίσης ενεργοποιήθηκαν δραστήρια από το τρίτο τρίμηνο του 2011. Έτσι, η συλλογική στάση της παγκόσμιας κεντρικής τραπεζικής πολιτικής έχει γίνει πιο ομογενοποιημένη, πιο συγχρονισμένη, και με περισσότερο ξεκάθαρους στόχους από οποιαδήποτε άλλη στιγμή από τις αρχές του 2009.

## **ΜΕΡΙΚΗ ΕΝΣΩΜΑΤΩΣΗ, ΘΕΣΜΙΚΗ ΑΔΡΑΝΕΙΑ ΚΑΙ ΕΝΑΣ ΠΟΛΙΤΙΚΟΣ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΣ ΠΟΥ ΚΑΘΟΔΗΓΕΙΤΑΙ ΑΠΟ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ**

Τα πολιτικά και επιχειρησιακά όρια που καθορίζουν τη νομισματική και δημοσιονομική πολιτική της ευρωζώνης έχουν αποκτήσει ολοένα και μεγαλύτερη σπουδαιότητα από την άνοιξη του 2010. Σε σχέση με τα μείζονα ζητήματα πολιτικής, η ενεργοποίηση των θεσμικών μοχλών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ), εκείνων τουλάχιστον που δεν προ-εγκριθεί από τα εγχειρίδια των συμφωνιών της ΕΕ, απαιτεί ουσιαστικά ομόφωνη προέγκριση της ευρωζώνης των 17 ή της ΕΕ των 27 μελών. Επίσης, πολλές από αυτές τις συναινέσεις απαιτούν εγκρίσεις από τα κοινοβούλια των κρατών, τους πολίτες, ή τα δικαστήρια. Μεταξύ των 17 εθνών που μοιράζονται το νόμισμα του ευρώ, η έλλειψη βασικών ομοσπονδιακών οργάνων περιορίζει τις ενέργειες που μπορεί να παρθούν σε πολλές σημαντικές πτυχές της πολιτικής.<sup>1</sup>

<b>Υπαρκτοί και μη υπαρκτοί θεσμικοί μηχανισμοί</b>	<b>Ευρωζώνη των 17</b>	<b>Ηνωμένες Πολιτείες</b>
Κοινό νόμισμα	Ναι	Ναι
Κεντρική Τράπεζα	Ναι	Ναι
Ομοσπονδιακή φορολόγηση	Όχι	Ναι
Ομοσπονδιακό Υπουργείο Οικονομικών	Όχι	Ναι
Λειτουργικές διαδικασίες δαπανών σε ομοσπονδιακό επίπεδο	Όχι	Ναι
Άμεσες εκλογές εκπροσώπων σε ομοσπονδιακό επίπεδο	Σε περιορισμένο επίπεδο	Ναι

Κατά συνέπεια, το επίπεδο της θεσμικής αδράνειας που πρέπει να ξεπεραστεί για να προκύψει υλική αλλαγή στην πολιτική της ΕΕ είναι εξίσου δύσκολο όσο είναι η επίτευξη συναίνεσης στα πιο δυσλειτουργικά κράτη μέλη. Πρόκειται για μια εξαιρετικά ενεργοβόρα διαδικασία.<sup>2</sup> Κατά συνέπεια, καμία ενιαία ευρωζωνική πολιτική δράση δεν μπορεί να ληφθεί παρά μόνο μετά την άφιξη μιας κρίσης. Για πρωτοβουλίες που συμπεριλαμβάνουν την θεώρηση μιας συνθήκης, η απαιτούμενη ομοφωνία επιτυγχάνεται με πολιτικές πιέσεις και μόνο μέσω μιας κρίσης.

Τα κράτη που έχουν υπό τον έλεγχο τους ολοκληρωμένες νομισματικές και δημοσιονομικές λειτουργίες διαθέτουν τέσσερις ξεχωριστές εναλλακτικές λύσεις για την αντιμετώπιση των ελλειμμάτων: (1) αύξηση των εσόδων (φόροι), (2) περικοπές στις δαπάνες, (3) «εκτύπωση» χρήματος (νομισματοποίηση του χρέους)<sup>3</sup> και (4) χρεοκοπία. Οι τρεις πρώτες από αυτές τις επιλογές μπορεί να χρησιμοποιηθούν σε συνδυασμό.

Αλλά η Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση δεν είναι ένα ολοκληρωμένο ομοσπονδιακό κράτος, όπως οι ΗΠΑ. Η ΕΕ έχει τον έλεγχο της νομισματικής πολιτικής, αλλά η διαχείριση των δημοσιονομικών θεμάτων παραμένει στην αρμοδιότητα των επιμέρους κρατών μελών. Κατά συνέπεια, το τοπίο της ΟΝΕ χαρακτηρίζεται από δύο διαφορετικά επίπεδα: το επίπεδο της νομισματικής πολιτικής, ο έλεγχος του οποίου ανήκει στην ΟΝΕ, και το επίπεδο της δημοσιονομικής πολιτικής, ο έλεγχος του

οποίου ανήκει στα κράτη-μέλη. Οι πιθανότητες για δημοσιονομική ολοκλήρωση (ή ακόμη και συντονισμού) είναι περιορισμένες λόγω της έλλειψης πολιτικής ολοκλήρωσης και των ευρειών διαφορών που επικρατούν ανάμεσα στα κράτη-μέλη.

Κατά συνέπεια, υπερχρεωμένες χώρες όπως η Ελλάδα δεν έχουν πολιτικές εναλλακτικής νομισματικής (νομισματοποίηση του χρέους) ενώ η ΟΝΕ δεν έχει την εξουσία να επιβάλλει μια δημοσιονομική πολιτική (έσοδα, δαπάνες) στην Ελλάδα και σε άλλα κράτη μέλη.

Η ιδιομορφία της ΟΝΕ, δηλαδή διχαλωτές νομισματικές και δημοσιονομικές λειτουργίες (σε συνδυασμό με την έλλειψη διατάξεων που να ρυθμίζουν την έξοδο χώρας από το ευρώ), αυξάνουν τον κίνδυνο για την παγίωση δύο ταχυτήτων στην ευρωζώνη.

### **ΜΙΑ ΕΥΡΩΠΗ ΔΥΟ ΤΑΧΥΤΗΤΩΝ ΚΑΘΩΣ ΑΠΟΚΛΙΝΕΙ Η ΚΟΙΝΗ ΜΟΙΡΑ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΩΝ**

Πριν από το 2008, το ημι-κράτος της ΟΝΕ συνέβαλε στη μείωση των πιστωτικών περιθωρίων για τα λιγότερο φερέγγυα κράτη-μέλη, επιτρέποντας στο δανεισμό να φτάσει σε επίπεδα όπου το χρέος δεν ήταν πλέον διαχειρίσιμο εξαιτίας των χαμηλών ποσοστών ανάπτυξης που άρχισε να εμφανίζει η οικονομία. Αλλά καθώς οι ανισορροπίες χρέους και ικανότητας εξυπηρέτησης του χρέους ξεσκεπάστηκαν στην περίπτωση της Ελλάδας τον Απρίλιο του 2010, οι ιδιωτικές αγορές δανεισμού έχασαν γρήγορα την όρεξή τους για το κυρίαρχο χρέος της Ελλάδας και για το χρέος των τραπεζών που ήταν φορτωμένες με ελληνικά κρατικά ομόλογα. Τα μάτια τους στράφηκαν (και με κλειστά τα πορτοφόλια) σε άλλα κράτη της ευρωζώνης με υψηλή μόχλευση. Αυτά τα κράτη-μέλη της ευρωζώνης απέκτησαν το προσβλητικό ακρώνυμο PIIGS, και αντιπροσώπευαν την Πορτογαλία, την Ιρλανδία, την Ιταλία, την Ελλάδα και την Ισπανία.

Από τον Απρίλιο του 2010, μια Ευρώπη δύο ταχυτήτων αναδύθηκε με έντονη απόκλιση στα spreads έναντι των κρατικών ομολόγων μεταξύ κρατών του πυρήνα (που είχαν τεράστια πλεονάσματα) και της περιφέρειας (που εμφάνιζαν τεράστια ελλείμματα)—ανισορροπίες που προέκυψαν σε μεγάλο βαθμό κατά τη διάρκεια της προηγούμενης δεκαετίας επειδή απλά οι περιφερειακές χώρες, ως μέλη της ευρωζώνης, είχαν την δυνατότητα υψηλού δανεισμού με πολύ χαμηλά επιτόκια.<sup>4</sup>

Δεδομένης της διάρκειας της κρίσης και του βαθμού παραλυσίας της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής εντός της ευρωζώνης, μια αναπόφευκτα βίαιη κρίση χρέους βρίσκεται σε εξέλιξη, προκαλώντας τεράστιες αλλαγές με ιλιγγιώδη ταχύτητα. Έξι από τις δεκαεπτά χώρες της ευρωζώνης έχουν πέσει θύματα της κρίσης. Το ένα τέταρτο σημαντικών ιρλανδικών και γαλλο-βελγικών τραπεζών, οι οποίες είχαν θεωρηθεί φερέγγυες από την Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή (ΕΒΑ) κατά την διάρκεια των ετήσιων πανευρωπαϊκών τεστ αντοχής τον Ιούλιο του 2010 και του 2011, βίωσαν κατάρρευση, πυροδοτώντας αρχικά τεράστιες εγχύσεις κεφαλαίου από την ΕΚΤ και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) και στη συνέχεια από τις κυβερνήσεις του Βελγίου και της Γαλλίας.

Με την υποβάθμιση του ελληνικού κρατικού χρέους σε καθεστώς «επιλεκτικής χρεοκοπίας» από την Standard & Poors στις 27 Φεβρουαρίου, μετά την αναδρομική

ενεργοποίηση των ρητρών συλλογικής δράσης εκ μέρους της ελληνικής κυβέρνησης, η ατέλειωτη ιστορία της χρεοκοπίας της Ελλάδας έχει εισέλθει σε μια νέα φάση. Με ομόλογα αξίας δισεκατομμυρίων ευρώ να λήγουν τις επόμενες εβδομάδες, η ελληνική κυβέρνηση ενεργοποίησε τις ρήτρες συλλογικής δράσης ενώπιον μιας συνεχιζόμενης αβεβαιότητας σχετικά με τα «εθελοντικά» ποσοστά συμμετοχής στην αναδιάρθρωση του χρέους ανάμεσα στις ιδιωτικές τράπεζες και τους ιδιώτες κατόχους ομολόγων, στα χέρια των οποίων βρίσκονται περίπου 200 από τα 360 δις ευρώ του ελληνικού δημοσίου χρέους. Οι διαπραγματεύσεις για «κούρεμα» μετακινήθηκαν από το 21% τον Ιούλιο, στο 50% τον Οκτώβριο, και, πιο πρόσφατα, στο 75% (με τους ιδιώτες επενδυτές να επωμίζονται το 100% της σχεδιαζόμενης απόσβεσης του χρέους). Υπάρχει πλέον αυξανόμενη πίεση και προς τους δημόσιους κατόχους (δηλαδή την ΕΚΤ, το ΔΝΤ και τα συνταξιοδοτικά ταμεία) για συμμετοχή στην απόσβεση του ελληνικού χρέους προκειμένου να συρρικνωθεί περαιτέρω το χρέος της Ελλάδας ενόψει της συνεχιζόμενης αρνητικής ανάπτυξης της οικονομίας.<sup>5</sup>

Η ΕΚΤ έκανε τα πάντα για να χαρακτηρίσει τις διαπραγματεύσεις για αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους ως εθελοντικές. Μια μη-εθελοντική αναδιάρθρωση (δηλαδή μια χρεοκοπία) θα είχε τις ακόλουθες πιθανές συνέπειες: (α) θα οδηγούσε σε πληρωμές στα ασφάλιστρα κινδύνου έναντι χρεοκοπίας (που μπορεί να είχαν αποσταθεροποιητικές συνέπειες), (β) θα απέκλειε επιπλέον αγορές ελληνικών κρατικών χρεωστικών τίτλων (ή την αποδοχή τους ως μέσο εγγύησης) εκ μέρους της ΕΚΤ, (γ) θα προκαλούσε σημαντικές ζημιές στην ΕΚΤ, στο ΔΝΤ, και σε άλλους μη ιδιωτικούς φορείς που κουβαλούν ελληνικό χρέος, και (δ) θα δημιουργούσε πιθανώς ένα ιστορικό προηγούμενο για τον χειρισμό άλλων προβληματικών κρατών.

Μένει να δούμε (α) κατά πόσον οι ρήτρες συλλογικής δράσης θα χρησιμοποιηθούν από την ελληνική κυβέρνηση προκειμένου να αναγκάσει τους ιδιώτες κατόχους να αποδεχθούν το «κούρεμα» (αυτό θα είναι συνάρτηση του ποσοστού συμμετοχής των ιδιωτών κατόχων ελληνικών κρατικών ομολόγων), (β) αν θα ενεργοποιηθούν τα ασφάλιστρα κινδύνου έναντι χρεοκοπίας, τα οποία ανέρχονται σε περίπου 3.2 δις ευρώ, και (γ) πως θα χειριστεί η ΕΚΤ τις εγγυήσεις υπό τη μορφή ελληνικού δημόσιου χρέους που έχει ήδη λάβει (καθώς και τις τράπεζες που εγγυήθηκαν για τα ομόλογα). Πολλά πράγματα μπορεί να παραμείνουν αβέβαια έως την κρίσιμη ημερομηνία της 20ης Μαρτίου, όπου ωριμάζουν 14 δις ευρώ ελληνικού δημοσίου χρέους.

Τα προβλήματα αφθονούν και σε άλλες χώρες της περιφέρειας. Τον Φεβρουάριο, η Πορτογαλία (με 10-ετή ομόλογα με αποδόσεις άνω του 15%) έκανε λόγο για την ανάγκη μιας κεφαλαιακής έγχυσης της τάξης των 30 δις ευρώ. Στην Ισπανία, έχουν αυξηθεί οι πολιτικές εντάσεις, κυρίως γύρω από τον προϋπολογισμό. Οι πιστώτριες χώρες ζητούν όλο και περισσότερο από τα κράτη οφειλέτες να παραδώσουν την κυριαρχία τους στα δημοσιονομικά θέματα ως αντάλλαγμα για ενέσεις ρευστότητας και απόσβεση μέρους του δημοσίου χρέους.

#### **ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΕΣ ΓΥΡΩ ΑΠΟ ΤΗΝ ΦΕΡΕΓΓΥΟΗΤΑ ΚΑΙ ΕΠΑΝΕΞΕΤΑΣΗ ΤΗΣ ΔΙΑΦΑΝΕΙΑΣ**

Σειρά από ευρωπαϊκά κράτη και ευρωπαϊκές ιδιωτικές τράπεζες βρίσκονται σε κατάσταση αφερεγγυότητας. Αυτό ισχύει απόλυτα για την περίπτωση της Ελλάδας και μεγάλων ελληνικών ιδιωτικών τραπεζών. Η Ισπανία, η Πορτογαλία, η Ιρλανδία, η

Ιταλία, και μέλη της ΕΕ εκτός ευρωζώνης όπως η Ουγγαρία, έχουν επίσης φτάσει σε αυτό το σημείο, ή βρίσκονται πολύ κοντά.

Μεγάλο μέρος του συνόλου της ομάδας των 90 και άνω μεγάλων ευρωπαϊκών ιδιωτικών τραπεζών<sup>6</sup> κουβαλάει τεράστιο φορτίο από προβληματικό κρατικό χρέος. Το γεγονός ότι πολλές από αυτές τις εν λόγω τράπεζες δεν έχουν δηλωθεί αφερέγγυες οφείλεται στα λογιστικά μέτρα που εφαρμόζουν αναφορικά με τον δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας. Το ελεύθερο της καταγραφής των τίτλων που κατέχουν οι τράπεζες με ιδιότητα, εσωτερικά λογιστικά μοντέλα, ή μέσω ταμειακών ροών, ή άλλων μέτρων (π.χ. αναφέροντας ως «ακίνδυνο» το δημόσιο χρέος στην ευρωζώνη) επέτρεψε το κουκούλωμα της αποτίμησης του ρίσκου και την εμφάνιση μιας υπερβολικά γενναιόδωρης, ποιοτικά αδιάφορης εκτίμησης του κρατικού χρέους (αλλά και άλλων μορφών χρέους) στους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας κάτω από το πλαίσιο της Βασιλείας II.

Έχοντας αφήσει πίσω μας την εποχή της νομοθετικής πράξης Σαρμπάνη-Οξλι, η αδιαφάνεια έχει γίνει μέρος της πραγματικότητας—και όχι απλά είναι επιτρεπτή, αλλά διευκολύνεται και ενθαρρύνεται από τις λογιστικές, κανονιστικές και κεντρικές τραπεζικές αρχές.

Πέρα από τους μηχανισμούς διοχέτευσης ρευστότητας που οργανώνονται από την ΕΚΤ (π.χ. πράξεις μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης), οι ευρωπαϊκές και παγκόσμιες αγορές ιδιωτικής χρηματοδότησης είναι εντελώς κλειστές προς τις προβληματικές χώρες και τις ιδιωτικές τράπεζες του μεγαλύτερου οικονομικού μπλοκ στον κόσμο.

#### **ΠΡΑΞΕΙΣ ΜΑΚΡΟΠΟΘΕΣΜΗΣ ΑΝΑΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ—Η ΤΟ «ΜΠΑΖΟΥΚΑ» ΤΗΣ ΕΚΤ**

Σε μία μόνο ημέρα (21 Δεκεμβρίου 2011), η ΕΚΤ διανέμισε 489 δις ευρώ (περίπου 635 δις δολάρια, ένα ποσό που υπερβαίνει τον εξάμηνο δεύτερο γύρο του έργου της ποσοτικής χαλάρωσης που έχει θέσει σε εφαρμογή η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ) σε σχεδόν 500 ευρωπαϊκές τράπεζες για περίοδο τριών ετών και με επιτόκιο δανεισμού στο 1%, που είχε ως αντάλλαγμα μια φιλελεύθερη ποικιλία εγγυήσεων, συμπεριλαμβανομένου του δημόσιου χρέους των περιφερειακών κρατών στην ευρωζώνη (το πρόγραμμα είχε ανακοινωθεί για πρώτη φορά στις 8 Δεκεμβρίου 2011). Στο δεύτερο γύρο του άνευ προηγουμένου προγράμματος μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, στις 29 Φεβρουαρίου 2012, 530 δις ευρώ χορηγήθηκαν σε περίπου 800 τράπεζες. Μεταξύ των δύο πράξεων, σχεδόν 500 δις ευρώ νέου δανεισμού επεκτάθηκε από την ΕΚΤ (σχεδόν 300 δις ευρώ στον πρώτο γύρο και περίπου 230 δις ευρώ στον δεύτερο γύρο, αντίστοιχα, χορηγήθηκαν για την εξυπηρέτηση υφιστάμενων δανείων προς την ΕΚΤ).

Για την παραγμένη περιφέρεια, ο αντίκτυπος στην αγορά του προγράμματος μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης ήταν να μειωθούν οι αποδόσεις κατά περίπου το ήμισυ σε ομόλογα διάρκειας τριών ετών, καθώς επίσης και στις δευτερεύουσες αγορές και στις δημοπρασίες για νέες εκδόσεις ομολόγων. Οι αποδόσεις πέρα από τρία χρόνια, όπου οι τράπεζες δεν είναι σε θέση να προσδιορίσουν την ωρίμανσή τους έναντι της τριετούς περιόδου της ΕΚΤ, παρέμειναν πεισματικά υψηλές, σε

επίπεδα που καθιστούν την εξυπηρέτηση του χρέους για τις περιφερειακές χώρες μη βιώσιμα.

Οι πράξεις μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης προσέφεραν ρευστότητα που απεγνωσμένα χρειαζόταν ένας ιδιωτικός τραπεζικός τομέας ο οποίος έχει να καλύψει περίπου 700 δις ευρώ σε ληξιπρόθεσμα χρέη το 2012. Από την πλευρά των κρατών, η Ιταλία, η Ισπανία, και η Ελλάδα πρέπει, συλλογικά, να καλύψουν σχεδόν 600 δις ευρώ χρέους που ωριμάζει το 2012.

Μέσω της ρευστότητας προς τις τράπεζες (με την αποδοχή ουσιαστικά μη εμπορεύσιμου χρέους ως εγγύηση) και στα κράτη (στηρίζοντας την αξία των ομολόγων μέσω μιας πλάγιας οδού νομισματοποίησης νέων κρατικών ομολόγων με ωρίμανση τριών ετών), η παρέμβαση της ΕΚΤ φαίνεται να έχει τουλάχιστον επιβραδύνει το καθοδικό σπирάλ αξιοπιστίας στην ευρωζώνη. Ωστόσο, οι επιτόπου συνθήκες εξελίσσονται με γοργούς ρυθμούς. Κίνδυνοι αναδύονται και μορφοποιούνται καθώς ο οικονομικός, κοινωνικός, και πολιτικός ιστός της ηπείρου φθείρεται κάτω από το ανελέητο βάρος της κατάστασης στην οποία έχει περιέλθει.

#### **ΑΠΟ ΔΙΣΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ ΣΕ ΤΡΙΣΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ—ΜΙΑ ΕΚΡΗΞΗ ΚΛΙΜΑΚΑΣ**

«Στην οικονομική πολιτική των ημερών μας, το αδιανόητο μετατρέπεται ξαφνικά σε αναπόφευκτο, και δεν στεκόμαστε για πολύ ώρα στη σφαίρα του πιθανού. Πουθενά αλλού δεν αληθεύει αυτό περισσότερο από ό, τι στον κεντρικό τραπεζικό τομέα, όπου η πρόσφατη τεράστια επέκταση του μεγέθους των ισολογισμών θα φαινόταν αδιανόητη μόλις πριν από 4 χρόνια.»

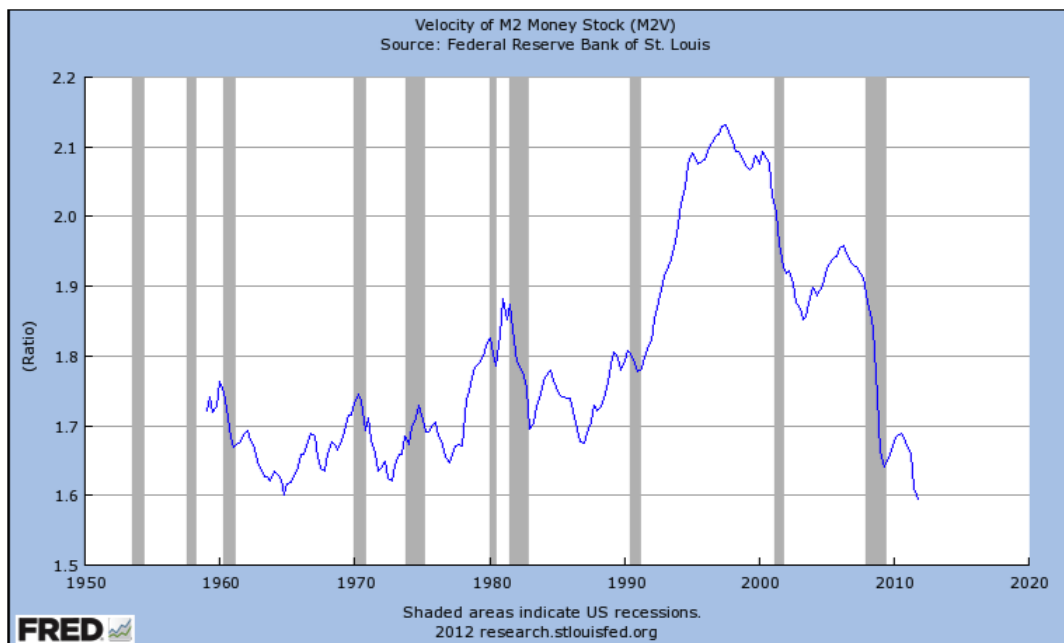
—Gavyn Davies, *Financial Times*<sup>7</sup>

Οι παρεμβάσεις της κεντρικής τράπεζας και οι λειτουργίες του θησαυροφυλακίου λαμβάνουν χώρα σε παγκόσμιο επίπεδο και με μια δυναμική που έχουμε να δούμε από την εποχή της Μεγάλης Ύφεσης.

Τα συνολικά επίπεδα χρέους στις περισσότερες αναπτυγμένες οικονομίες έχουν συνεχίσει να επεκτείνονται καθ' όλη τη διάρκεια της σημερινής κρίσης, ακόμη κι όταν μέρος του τραπεζικού τομέα και των νοικοκυριών έχουν καταφέρει να πετύχουν μέτρια επίπεδα απομόχλευσης μέσω ενός συνδυασμού συνταξιοδοτικού χρέους και τραπεζικού και καταναλωτικού χρέους από τις κεντρικές τράπεζες (μέσω απευθείας αγοράς χρέους και με εκτεταμένο εγγυημένο δανεισμό). Στο πλαίσιο μιας αδύναμης οικονομικής ανάκαμψης, αδύναμης αγοράς εργασίας, και αδύναμων φορολογικών συντελεστών αύξησης των εσόδων που εμφανίζονται σήμερα σε όλες τις ανεπτυγμένες οικονομίες, οι λειτουργίες του υπουργείου Οικονομικών (Treasury) έχουν γενικά επεκταθεί με στόχο τη χρηματοδότηση του αυξανόμενου ελλείμματος δαπανών και απώτερο σκοπό την τόνωση ή τη διατήρηση της ζήτησης και της ανάπτυξης.

Αλλά μετά από μια μέτρια ανάκαμψη το 2009 και αρχές του 2010, η ταχύτητα της κυκλοφορίας του χρήματος συνέχισε τη συσταλτική της πορεία καθώς ο καταναλωτικός και εμπορικός δανεισμός παρέμεινε αναιμικός και ο διατραπεζικός

δανεισμός, σε παγκόσμιο επίπεδο, συρρικνώθηκε (σημειώστε ότι ακόμη και μια επίπεδη κατάσταση των συνολικών χρηματικών ροών ενόψει μιας μειωμένης ταχύτητας κυκλοφορίας του χρήματος θα απαιτούσε την επέκταση της προσφοράς του χρήματος).



Σήμερα, με τις ανησυχίες τους καταλυτικά παραμορφωμένες αναφορικά με τους κινδύνους του αποπληθωρισμού, οι κεντρικές τράπεζες έχουν γίνει οι κύριες πηγές ζήτησης για τα θησαυροφυλάκια των αντίστοιχων χωρών τους και οι κύριες υπηρεσίες χρέους, κυρίως μέσω αγοράς χρέους στην δευτερογενή αγορά και με διαδικασίες εγγυημένου δανεισμού. Από τον Φεβρουάριο του 2011, η Ομοσπονδιακή Αποθεματική Τράπεζα των ΗΠΑ, για παράδειγμα, είχε μετατραπεί στον μεγαλύτερο κάτοχο (εκτός από το Ταμείο Κοινωνικών Ασφαλίσεων) τίτλων του αμερικανικού θησαυροφυλακίου—ξεπερνώντας την Κίνα και την Ιαπωνία.

Και στις 30 Νοεμβρίου 2011, η Ομοσπονδιακή Αποθεματική Τράπεζα των ΗΠΑ υπενθύμισε τον κόσμο την επεκτατική της στάση—την ικανότητά της να παρεμβαίνει με την παροχή τεράστιας ρευστότητας σε δολάρια και την ακάματη προθυμία της να το πράττει μέσω της πάγιας διευκόλυνσης ανταλλαγής δολαρίων με άλλες κεντρικές banks.<sup>8</sup>

Εν μέσω νέων και ολοένα και περισσότερων ενδείξεων αδυναμίας, οι κεντρικές τράπεζες του Ηνωμένου Βασιλείου, της Κίνας, της Αυστραλίας, και της Βραζιλίας έκαναν όλες στροφή 180 μοιρών το 2011 αναφορικά με τη χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής, ειδικά κατά τη διάρκεια του τέταρτου τριμήνου.

Από το Νοέμβριο του 2011—με την διεύρυνση και την εμβάθυνση της κρίσης στην Ευρώπη, και εν μέσω ενδείξεων για μείωση της δυναμικής της ανάπτυξης σε παγκόσμιο επίπεδο—η ΕΚΤ απέβαλε και το τελευταίο ίχνος διστακτικότητας προς μια



ενεργή νομισματική πολιτική. Και τώρα όλες οι μεγάλες κεντρικές τράπεζες ανά τον κόσμο έχουν ενεργοποιηθεί, παρεμβαίνοντας δυναμικά στις αγορές σε μια επίδειξη των δυνάμεών τους.

Το πρόγραμμα μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης της ΕΚΤ αντιπροσωπεύει, σε ορισμένες πτυχές, μια τεράστια μορφή πλαγίας οδού προς την ποσοτική χαλάρωση και την σταθεροποίηση των ιδιωτικών τραπεζικών ισολογισμών. Όσο για το τελικό μέγεθος των πιθανών παρεμβάσεων στην ευρωπαϊκή ήπειρο, το ποσό των 3 τρις ευρώ (3,9 τρις δολάρια) θα πρέπει να θεωρείται τώρα μάλλον δεδομένο, και στην ουσία μια αφετηρία για χαμηλές προσδοκίες.

Για τις αναπτυσσόμενες οικονομίες της αγοράς, η μέθοδος επιλογής για την επέκταση της δημοσιονομικής ευελιξίας (δηλαδή, ρευστότητα στον δημόσιο τομέα) και της ρευστότητας των ιδιωτικών τραπεζών (και τα λειτουργικά περιθώρια κέρδους) είναι μέσω μιας μηχανικής νομισματοποίησης του χρέους εκτελούμενη από την κεντρική τράπεζα. Εντωμεταξύ, οι κεντρικές τράπεζες των αναπτυσσόμενων οικονομιών χαλαρώνουν τα τραπεζικά αποθεματικά απαιτούμενα και μειώνουν τα επιτόκια δανεισμού της κεντρικής τράπεζας. Σχεδόν όλοι οραματίζονται τη στήριξη της ζήτησης μέσω της βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας των εξαγωγών μέσα από το πλαίσιο ενός πιο αδύναμου νομίσματος που αναμένεται να προκύψει από τη χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής. Αλλά μαθηματικά, φυσικά, δεν είναι εφικτό να «κερδίσουν» όλοι σε αυτή την κούρσα νομισματικής υποτίμησης, και ούτε μπορούν όλοι να βρίσκονται σε χαμηλότερη κλίμακα από τους γείτονές τους.

#### **Ο ΠΡΟΣΑΝΑΤΟΛΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΗΣ ΕΚΤ—ΟΧΙ ΠΛΕΟΝ «ΕΝΑΣ «ΓΡΙΦΟΣ ΤΥΛΙΓΜΕΝΟΣ ΣΕ ΜΥΣΤΗΡΙΟ, ΜΕΣΑ ΣΕ ΕΝΑ ΑΙΝΙΓΜΑ»<sup>9</sup>**

Από τη στιγμή της εμφάνισης των πρώτων δειγμάτων κρίσης στο χρηματοπιστωτικό πεδίο της Ελλάδας το 2010, οι αξιωματούχοι της ευρωζώνης στρατολόγησαν για τον δημόσιο διάλογο, αναφορικά με τα λεπτά ζητήματα νομισματικής πολιτικής, μια βασανιστική εκδοχή σημασιολογίας και μια αποσπασματική λογική. Σίγουρα, ένα μεγάλο μέρος αυτού του διαλόγου μπορεί να αποδοθεί στην πολιτική φαγωμάρα, στο σοκ που προκάλεσε η όλη υπόθεση, στην κόπωση εξαιτίας της κρίσης, και στη σύγχυση. Αλλά σε έναν σχεδιασμένο και καλά σκηνοθετημένο λόγο, αυτή η πρακτική εξυπηρετεί δύο πρακτικούς λόγους: Πρώτον, το ενεργό τέντωμα και το βίαιο λύγισμα της γλώσσας χρησιμεύει επίσης ως μέσο για το τέντωμα και το λύγισμα της ερμηνείας των συνθηκών της ΕΕ και του δικαίου, διευκολύνοντας έτσι την εμπλοκή ενός ευρύτερου φάσματος πρωτοβουλιών από τα θεσμικά όργανα της ΕΕ. Δεύτερον, όπως κάνει και η Fed, η ΕΚΤ και οι αξιωματούχοι της ευρωζώνης δαπανούν πολλή ενέργεια και προσοχή στην προσπάθεια να διαμορφώσουν την αντίληψη των αγορών και τις αντιδράσεις τους.

Ο Δεκέμβριος του 2011 κατέστησε σαφές ότι, όσον αφορά τη ρευστότητα σε συστημικά σημαντικές τράπεζες και τραπεζικά μπλοκ (και μέσω αυτών συστημικά σημαντικά κράτη), η ΕΚΤ προτίθεται να κρατήσει ανοικτή την κάνουλα με ένα επίπεδο αυτοπεποίθησης συγκρίσιμο με εκείνο που έχει εμφανίσει η Fed από τα τέλη του 2008. Πριν από τον Δεκέμβριο του 2011, οι αγορές ήταν αβέβαιες γύρω από αυτό το θέμα. Τώρα είναι ολότελα βέβαιες για τη θέση της ΕΚΤ: η κάνουλα της ρευστότητας είναι πλήρως λειτουργική, και υπάρχουν τόσο τα μέσα όσο και η θέληση για να γυρίσει ο διακόπτης.

Όμως, η περίοδος από τον Νοέμβριο του 2011 έχει επίσης αποκαλύψει και τα όρια που έχουν θέσει η ΕΚΤ και οι υπόλοιποι παγκόσμιοι παίκτες για την κάλυψη μιας χώρας σαν την Ελλάδα—δηλαδή, χώρες που έχουν ένα σχετικά (εσωτερικά) μικρό τραπεζικό κλάδο, μέτριο μέγεθος ΑΕΠ και σχεδόν καμία ελπίδα ανάκαμψης χωρίς σημαντική διαγραφή του χρέους. Αυτό που ανησυχεί πολύ περισσότερο την ΕΚΤ έχει να κάνει με τις διασυνδέσεις τραπεζών και τους κινδύνους που μπορεί να προκύψουν με την Ελλάδα εκτός ευρωζώνης. Με την Ελλάδα να έχει περάσει τώρα το κατώφλι χρεοκοπίας, αυτό που απομένει απλά να δούμε είναι ο τρόπος χρεοκοπίας και οι αλυσιδωτές επιπτώσεις που θα έχει αυτή η εξέλιξη.

### **ΘΕΣΠΙΖΟΝΤΑΣ ΤΗΝ ΕΠΙΚΡΑΤΟΥΣΑ ΣΤΑΣΗ**

Οι τέσσερις μεγαλύτερες πηγές νομισματοποίησης του χρέους στον κόσμο (οι κεντρικές τράπεζες των ΗΠΑ, του Ηνωμένου Βασιλείου, της Ιαπωνίας, και τώρα της ΕΕ) είναι πλέον πλήρως λειτουργικές και πλήρως ενεργοποιημένες. Άλλοι σημαντικοί παίκτες επιδεικνύουν παρόμοια διάθεση. *Αυτό δεν συνέβαινε πριν από έξι μήνες*. Ο κοινός στόχος είναι η διατήρηση των παγκόσμιων και περιφερειακών τραπεζικών συστημάτων—όχι η εξασφάλιση της τύχης οποιασδήποτε προβληματικής χώρας.

Με τις πράξεις μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, ένα μεγάλο μέρος του ευρωπαϊκού τραπεζικού τομέα, που δεν θα μπορούσε διαφορετικά να έχει πρόσβαση σε αγορές κεφαλαίου, γίνεται στην πραγματικότητα ένας θάλαμος (ή μάλλον ένα λειτουργικό βοήθημα) της ΕΚΤ. Η ρευστότητα παρέχεται από την ΕΚΤ με επιτόκιο 1%, και τα λειτουργικά περιθώρια κέρδους παρέχονται επίσης από την ΕΚΤ μέσα από γενναιόδωρους όρους εγγύησης που επιτρέπουν στις τράπεζες να κάνουν αρμπιτράζ το ποσοστό δανεισμού έναντι κυριότητας ή αγορά χρέους με υψηλότερη απόδοση.

Χωρίς τα προγράμματα των πράξεων μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, ένα μεγάλο μέρος του τραπεζικού τομέα θα είχε εξασθενημένες πηγές λειτουργικών περιθωρίων κέρδους και σχεδόν καθόλου πρόσβαση στη ρευστότητα. Χωρίς τα προγράμματα των πράξεων μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, οι προβληματικές χώρες του ευρώ δεν θα είχαν την παραμικρή προοπτική πώλησης χρέους σε βιώσιμες αποδόσεις. Τα προγράμματα των πράξεων μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης εξοπλίζουν πληρέστερα την ΕΚΤ για να ακολουθήσει τους ευρύτερους στόχους της πολιτικής της, αλλά και για να ανταποκριθεί, καλώς ή κακώς, στη δυναμική της αγοράς και στις δημόσιες ευαισθησίες της στιγμής (δηλαδή, όπως κάνει η Fed με το λεγόμενο Bernanke put<sup>10</sup>).

### **ΜΙΑ ΚΟΙΝΗ (ΑΝ ΟΧΙ ΠΛΗΡΩΣ ΣΥΝΤΟΝΙΣΜΕΝΗ) ΑΠΟΚΡΙΣΗ**

Λαμβάνοντας υπόψη την αντιδραστική φύση και την τρέχουσα στάση των κεντρικών τραπεζών, και το βαθμό της παγκόσμιας τραπεζικής αλληλεξάρτησης, οι αποκρίσεις των κεντρικών τραπεζών στις κρίσεις που θα εμφανιστούν στο άμεσο μέλλον μπορεί να είναι ιδιαίτερα σύγχρονες και κοινές, ανεξαρτήτως από το εάν είναι επίσημα συντονισμένες ή όχι.

Είναι σημαντικό, όμως, τα μέτρα νομισματικής πολιτικής να μπορούν να προκαλούν αρκετά ευρείες, φαινομενικά-αδιάκριτες και ακούσιες διαρροές ρευστότητας και αποκρίσεις σε όλο το φάσμα των περιουσιακών στοιχείων σε παγκόσμιο επίπεδο,

ανεξάρτητα από το αν καταφέρουν να πετύχουν τους επιθυμητούς στόχους στις τιμές, την απασχόληση και αλλού.

Οι ακραίες καταστάσεις στην αστάθεια των αγορών και οι αρνητικές επιδόσεις στις αγορές κεφαλαίων τείνουν να προκαλούν αυξημένη προσοχή στη νομισματική πολιτική—και αυτό ακριβώς έχει συμβεί από τα μέσα του 2007. Σε παγκόσμια κλίμακα, ο υλικός κίνδυνος για μία σειρά περιουσιακών στοιχείων μπορεί να διαρκέσει για όσο χρονικό διάστημα μεγάλα τμήματα του τραπεζικού κλάδου συνεχίζουν να απειλούνται από την έκθεσή τους σε ενδεχομένως χρεοκοπημένα κράτη. Φαίνεται, ωστόσο, ότι σημαντική ποσότητα ρευστότητας διοχετεύεται στις τράπεζες και την αγορά κάθε φορά που θεωρείται ότι η οικονομία πλησιάζει στην άκρη του γκρεμού. Οι σημαντικότεροι διαμορφωτές της νομισματικής πολιτικής έχουν ήδη ενεργοποιήσει μία ή περισσότερες εφαρμογές ελέγχου των πρωτογενών εργαλείων πολιτικής που διαθέτουν. Και το πιο πιθανό είναι ότι οι περισσότεροι από αυτούς θα προτιμήσουν την άμεση και επιθετική πολιτική με τη διοχέτευση ρευστότητας από την προοπτική να ατενίζουν (και πάλι) την άβυσσο.

Πάντως δεδομένης της κλίμακας των μακροοικονομικών εξαρθρώσεων που επικρατούν στην οικονομία σήμερα, υπάρχει επίσης η δυνατότητα να τροφοδοτήσει η μακροοικονομική πολιτική ένα απότομο ξέσπασμα στην αγορά περιουσιακών στοιχείων και να προκαλέσει νέες φούσκες. Αν λάβουμε υπόψη την επισφαλή θέση στην οποία βρίσκονται πολυάριθμες χώρες και σημαντικά τμήματα του τραπεζικού τομέα, καθώς και τις ιδιαίτερα αντιδραστικές τάσεις μεταξύ των μεγάλων κεντρικών τραπεζών, τότε η πιθανότητα διαδοχικών εξάρσεων οικονομικής ολίσθησης που θα συνοδεύεται από ξεσπάσματα των αγορών ενεργητικού εμπνευσμένα από την πολιτική της διοχέτευσης της ρευστότητας είναι ένα πολύ πιθανό σενάριο για το ασταθές περιβάλλον των επόμενων 18-36 μηνών. Αναμφισβήτητα, όμως, σε ένα τέτοιο περιβάλλον, η προσπάθεια για μια συνεπή πολιτική γραμμή θα αποτελεί, τόσο από διαχειριστική όσο και από πολιτική σκοπιά, μια μεγάλη πρόκληση.

Με την ΕΚΤ τώρα πλήρως ενεργοποιημένη, και παρά την πιθανότητα μιας ελληνικής χρεοκοπίας, η οποία ακόμα δεν μπορεί να αποκλειστεί, και που σίγουρα θα έχει επιπτώσεις, οι βραχυπρόθεσμες ανησυχίες όσον αφορά τον κίνδυνο μιας επικείμενης συμφοράς από τα δεινά της ευρωζώνης μπορεί να δώσουν χώρο σε διάφορα, όχι λιγότερο σημαντικά ζητήματα. Τα σημαντικότερα εξ' αυτών είναι οι επιπτώσεις της ανταγωνιστικής χαλάρωσης και της νομισματικής υποτίμησης στην παγκόσμια προσπάθεια να εξασφαλιστεί η ζήτηση, περιλαμβανομένων των κινδύνων που μπορεί να προκύψουν από αιχμηρές πληθωριστικές πιέσεις στα αχνάρια των αποπληθωριστικών μαχών που σχετίζονται με το μεγαλύτερο ξεφάντωμα χρέους και νομισματικής επέκτασης στην ιστορία του κόσμου.

Στα επόμενα τρίμηνα είναι πολύ πιθανό να έχουμε μια ολόκληρη σειρά από πολιτικές και οικονομικές ίντριγκες και να δούμε αυξημένους κινδύνους και αστάθεια στις αγορές, καθώς και ενισχυμένη αβεβαιότητα στις τιμές και την απασχόληση. Οι διαμορφωτές της παγκόσμιας νομισματικής πολιτικής έχουν βγάλει τα γάντια και έχουν σηκώσει τα μανίκια για τις δυσκολίες που ακολουθούν σε πολλά μέτωπα καθώς οι συνθήκες σε πολλές χώρες και τράπεζες παγκοσμίως είναι τεταμένες όσο ποτέ άλλοτε τα τελευταία εβδομήντα χρόνια.

## **ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ**

**1.** Σημαντικές πρωτοβουλίες που δεν εμπίπτουν στα όρια των θεσμών και διαδικασιών που συστάθηκαν μέσω συνθηκών της ΕΕ γενικά απαιτούν νέες συμβάσεις ή τροποποιήσεις των ισχυουσών συνθηκών, καθώς επίσης και ομόφωνη συγκατάθεση των κυβερνήσεων των μελών-κρατών (δηλαδή, αντί για επίλυση μέσω των υφιστάμενων νομοθετικών μηχανισμών της ΕΕ). Η πρωτοβουλία για ευρωπαϊκή νομοθεσία ανήκει στην αρμοδιότητα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (υπάρχει ένας εκπρόσωπος διορισμένος από κάθε χώρα-μέλος, που επικυρώνεται από το Κοινοβούλιο της ΕΕ, το οποίο λειτουργεί ως μια οιονεί-εκτελεστικό όργανο. Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο (754 έδρες) αποτελεί το μοναδικό όργανο της ΕΕ όπου τα μέλη εκλέγονται μέσω άμεσων εκλογών, και ένα από τα δύο (μαζί με το Συμβούλιο) νομοθετικά σώματα. Οι 27 αντιπρόσωποι στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο είναι συνήθως οι αρχηγοί των κυβερνήσεων των κρατών μελών, με το μέγεθος του πληθυσμού κάθε χώρας να παίζει ρόλο στη λήψη των αποφάσεων. Τα απαιτούμενα ποσοστά έγκρισης (από απλή πλειοψηφία μέχρι ομοφωνία) ποικίλλουν από σώμα σε σώμα, από το είδος της νομοθεσίας και από τις κρατικές εφαρμογές των συνθηκών (έχουν προγραμματιστεί ορισμένες αλλαγές να λάβουν μέρος έως το 2017).

**2.** Φανταστείτε εάν κάθε κομμάτι της ομοσπονδιακής νομοθεσίας των ΗΠΑ, εκτός από την έγκριση του Κογκρέσου, να απαιτούσε ομόφωνη έγκριση από τις πενήντα πολιτείες, με κάθε πολιτεία να έχει τα δικά της πρωτόκολλα και τις δικές της διαδικασίες για έγκριση (και τη δική της, διαρκώς εξελισσόμενη, πολιτική ατζέντα).

**3 ...** μέσω αγορών χρέους εκ μέρους των κεντρικών τραπεζών που θα καλύπτουν τις πληρωμές τόκων, ή/και την αποπληρωμή του αρχικού κεφαλαίου. Πλήρως ομοσπονδιακά ενσωματωμένες νομισματικές και δημοσιονομικές πολιτικές και λειτουργίες (και το πλήρες φάσμα των διαθέσιμων εναλλακτικών πολιτικών) επικρατούν, για παράδειγμα, στις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο, την Ιαπωνία, τον Καναδά και την Αυστραλία.

**4.** Η Βασιλεία II έπαιξε επίσης σημαντικό ρόλο στην αγορά δημόσιου χρέους από τις ιδιωτικές τράπεζες με την ανάθεση μηδενικού συντελεστή στάθμισης πιστωτικού κινδύνου στο κρατικό χρέος της ευρωζώνης και την πλήρη καταμέτρηση του ως κεφάλαια Tier 1, (κεφάλαια που παρέχουν σημαντικό κίνητρο σε σχέση με άλλα περιουσιακά στοιχεία).

**5.** Η αποτυχία της ΕΚΤ και άλλων δημόσιων φορέων που κατέχουν ελληνικά κρατικά ομόλογα να συμμετάσχουν ισότιμα με τους ιδιωτικούς φορείς και τους ιδιώτες κατόχους σε μια ανταλλαγή ομολόγων με την ελληνική κυβέρνηση ενδέχεται να προκαλέσει τη σιωπηρή υποταγή των ιδιωτών κατόχων σε άλλα κυρίαρχα ζητήματα της ευρωζώνης (με δυνητικά σημαντικές επιπτώσεις στην αγορά).

**6.** Μεγάλες ευρωπαϊκές τράπεζες που υπεβλήθησαν στα αναξιόπιστα πλέον «τεστ αντοχής» του 2011 και του 2010. Η Dexia, για παράδειγμα, κατέλαβε την υψηλότερη θέση στα τραπεζικά τεστ δοκιμής του 2011, αλλά κατέρρευσε μέσα σε τρεις μήνες. Το ίδιο συνέβη και με δύο από τις μεγαλύτερες τράπεζες της Ιρλανδίας—έλαβαν υψηλή βαθμολογία στα τεστ του 2010 και λίγο αργότερα κατέρρευσαν.

7. Gavyn Davies, "The Unprecedented Behavior of the Central Banks," *Financial Times*, January 8, 2012.

8. Οι ανταλλαγές σε αμερικανικά δολάρια είναι πιστωτικά όρια εκφρασμένα σε δολάρια που διατηρεί η Ομοσπονδιακή Τράπεζα με πέντε κεντρικές τράπεζες (την ΕΚΤ, την Τράπεζα της Αγγλίας, την Τράπεζα της Ιαπωνίας, την Τράπεζα της Κίνας και την Τράπεζα της Βραζιλίας) για το μεγαλύτερο μέρος της περιόδου από τον Δεκέμβριο του 2007. Λειτουργικά, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα δανείζει δολάρια σε άλλες κεντρικές τράπεζες, με το νόμισμα του πιστούχου (ως ενέχυρο) που πρέπει να αποπληρωθεί σε δολάρια (συν τόκους). Με τη σειρά τους, οι κεντρικές τράπεζες δανείζουν δολάρια σε ιδιωτικές τράπεζες που βρίσκονται υπό τη δικαιοδοσία τους. Μετά τις αποκαλύψεις το περασμένο καλοκαίρι σχετικά με το μέχρι τότε 1,2 τρισεκατομμυρίων δολαρίων μυστικό δανειοδοτικό πρόγραμμα της Ομοσπονδιακής Τράπεζας κατά τη διάρκεια της θερμότητας της κρίσης του 2008-2009, αυτοί που ξέρουν να διαβάζουν τα σήματα της Ομοσπονδιακής Τράπεζας δεν έχουν κανένα λόγο να αμφιβάλουν για την αποφασιστικότητα της Fed. Στις 30 Νοεμβρίου 2011, η Fed ανακοίνωσε τη μείωση των επιτοκίων δανεισμού για τις ανταλλαγές δολαρίου από 100 σε 50 μονάδες βάσης, και ότι η Fed και πέντε άλλες κεντρικές τράπεζες βρίσκονταν σε ετοιμότητα για να χρησιμοποιήσουν δυναμικά το πρόγραμμα με συντονισμένο τρόπο.

9. Η φράση αυτή αποδίδεται στον Γουίνστον Τσόρτσιλ, σε αναφορά που έκανε για τη Σοβιετική Ένωση το 1939. Εδώ φυσικά το πλαίσιο είναι εντελώς διαφορετικό σχετικά με τη χρήση της συγκεκριμένης φράσης, αλλά συνεχίζει να αντικατοπτρίζει την πρόκληση της απόσταξης μια συνεκτικής στρατηγικής από την περιπλανώμενη ρητορική των αξιωματούχων της ΕΕ κατά τη διάρκεια των τελευταίων δύο ετών.

10 ... όπου η Fed, σε μάλλον μια Παβλοβιανή αντίδραση, εξαπολύει ένα κύμα ρευστότητας κάθε φορά που καταρρέουν οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων.