



Επιστημονική Εργασία υπό Εξέλιξη (Working Paper) No. 776

**Δημοσιονομική πολιτική και επανεξισορρόπηση στην ευρωζώνη: Κριτική στο
«φρένο χρέους» στη Γερμανία από μια μετα-κεϋνσιανή προσέγγιση**

Των

Eckhard Hein

και

Achim Truger

Οικονομική και Νομική Σχολή Βερολίνου
Ινστιτούτο για τη Διεθνή Πολιτική Οικονομία, Βερολίνο

Σεπτέμβριος 2013

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 © 2013 Levy Economics Institute. All rights reserved.

Περίληψη

Το «φρένο χρέους» στη Γερμανία θεωρείται επιτυχημένη πολιτική και ως εκ τούτου λειτουργεί ως πρότυπο για τη ζώνη του ευρώ και το λεγόμενο «δημοσιονομικό σύμφωνο». Στην παρούσα εργασία ασκούμε έντονη κριτική στο «φρένο χρέους». Πρώτον, δείχνουμε ότι η πρόταση πάσχει από σοβαρές αδυναμίες και πώς η επιτυχία της συγκεκριμένης πολιτικής δεν είναι καθόλου βέβαιη ακόμη και από την άποψη των καθεστωτικών οικονομικών. Δεύτερον, υπογραμμίζουμε στο πλαίσιο μιας μετα-κεϋνσιανής οπτικής γωνιάς, ότι η πρόταση αγνοεί πλήρως τις προϋποθέσεις για την εφαρμογή της δημοσιονομικής πολιτικής από τις χώρες-μέλη μιας νομισματικής ένωσης και πώς θα αποτρέψει τη δημοσιονομική πολιτική από το να συμβάλλει στην αναγκαία επανεξισορρόπηση στην ευρωζώνη. Τέλος, υποδεικνύουμε ότι είναι εξαιρετικά απίθανο να διαμορφωθούν εναλλακτικά σενάρια τα οποία θα μπορούσαν να αποφύγουν τις αποπληθωριστικές πιέσεις του γερμανικού «φρένου χρέους» στην εγχώρια ζήτηση και να συμβάλουν στην επανεξισορρόπηση στο εσωτερικό της ζώνης του ευρώ. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τα εναλλακτικά σενάρια έχουν ως σημείο αναφοράς την αλλαγή της συμπεριφοράς της Γερμανίας σχετικά με τις επενδύσεις, την αποταμίευση και την κατανομή του εισοδήματος, όμως κάτι τέτοιο δεν θα γίνει, δεν είναι ρεαλιστικό.

1. Εισαγωγή

Το «φρένο χρέους» στη Γερμανία θεωρείται επιτυχημένη πολιτική. Η Γερμανία ενσωμάτωσε το «φρένο του χρέους» στο σύνταγμά της το καλοκαίρι του 2009, λίγο πριν από την έναρξη της κρίσης του ευρώ. Σύμφωνα με το «φρένο χρέους», από το 2020 και μετά το διαρθρωτικό έλλειμμα δεν θα πρέπει να υπερβαίνει το 0,35% του ΑΕΠ. Εκ πρώτης όψης, το «φρένο του χρέους» φαίνεται να αποδίδει. Μετά την ενεργοποίηση των μέτρων τόνωσης της οικονομίας για την αντιμετώπιση της ύφεσης την περίοδο 2009–10, η οπισθοχώρηση της γερμανικής δημοσιονομικής στρατηγικής ήταν γρήγορη και προφανώς αποτελεσματική: το 2010 το δημοσιονομικό έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης, που ανερχόταν στο 4,1% του ΑΕΠ, μετατράπηκε μέσα σε δύο χρόνια σε πλεόνασμα της τάξης του 0,1%, ενώ ένα μικρό πλεόνασμα παρουσίασε επίσης και το διαρθρωτικό ισοζύγιο. Ταυτόχρονα, η γερμανική οικονομία ανέκαμψε πολύ γρήγορα από την κρίση, εμφανίζοντας ακόμη και μειωμένα ποσοστά ανεργίας. Στα τέλη του 2011, η απόφαση πολλών κυβερνήσεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) να δεσμευθούν στην εφαρμογή αυστηρότερων κανονισμών για το δημόσιο χρέος και τα ελλείμματα ήταν αποτέλεσμα κατά κύριο λόγο της αίσθησης πανικού που επικρατούσε τότε σχετικά με την αντιμετώπιση της συνεχιζόμενης κλιμάκωσης της κρίσης του ευρώ. Αλλά το γεγονός ότι οι ευρωπαϊκές κυβερνήσεις ασπάστηκαν την γερμανική πρόταση του «φρένου χρέους» και την εισχώρησαν στα εθνικά τους συντάγματα είχε σίγουρα κάτι να κάνει με την προφανή επιτυχία του γερμανικού προτύπου.

Κατά την άποψή μας, ωστόσο, η ερμηνεία αυτή είναι λανθασμένη για πολλούς λόγους. Από τη μία πλευρά—ακόμη και χωρίς να αμφισβητήσουμε τις καθεστωτικές απόψεις για τις δημοσιονομικές πολιτικές και το δημόσιο χρέος—το «φρένο χρέους» πάσχει από

εννοιολογικές αδυναμίες. Επιπλέον, είναι πάρα πολύ νωρίς να κρίνουμε την έκβασή της επιτυχημένη διότι βρίσκεται σε ισχύ μόνο λίγα χρόνια και υπό πολύ ευνοϊκές μακροοικονομικές συνθήκες. Από την άλλη πλευρά, και το πιο σημαντικό, η όλη ιδέα του «φρένου χρέους» δεν είναι πειστική από την άποψη της μετα-κεϋνσιανής προσέγγισης.

Αρχικά, ο περιορισμός των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και του δημόσιου χρέους αγνοεί βασικές μακροοικονομικές εθνικολογιστικές ταυτότητες και απαιτεί εμμέσως αντίστοιχες αντιδράσεις από τους άλλους μακροοικονομικούς τομείς—τον ιδιωτικό τομέα και τον εξωτερικό τομέα—αν θέλουμε να αποφευχθούν οι βραχυπρόθεσμες και μακροχρόνιες επιπτώσεις στη συνολική ζήτηση, την παραγωγή και την απασχόληση. Δεύτερον, η επιβολή αυστηρών περιορισμών στο έλλειμμα και το χρέος («ένα μέγεθος για όλους») προς τα μέλη μιας ετερογενούς νομισματικής ένωσης όπως η ζώνη του ευρώ στερεί από τις διάφορες κυβερνήσεις το πιο σημαντικό εργαλείο που είναι διαθέσιμο για την αντιμετώπιση των ασύμμετρων κρίσεων στο βραχυπρόθεσμο χρονικό διάστημα και την εξισορρόπηση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μέσα σε μια νομισματική ένωση σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Ως εκ τούτου, η εφαρμογή της γερμανικής πρότασης για το φρένο στο χρέος φέρει σοβαρούς κινδύνους για τις μελλοντικές μακροοικονομικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ, συμπεριλαμβανομένης της Γερμανίας. Το «φρένο χρέους» θα έχει σοβαρές αποπληθωριστικές πιέσεις στην εγχώρια ζήτηση στη Γερμανία και στις άλλες χώρες που πρέπει να ακολουθήσουν αυτό το συγκεκριμένο υπόδειγμα. Είναι δύσκολο να δούμε πώς θα μπορούσε να αντιμετωπιστεί η συνακόλουθη έλλειψη της εγχώριας ζήτησης στη ζώνη του ευρώ με την αύξηση της εξωτερικής ζήτησης από τον υπόλοιπο κόσμο. Το «φρένο χρέους» εμποδίζει την εσωτερική επανεξισορρόπηση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εντός της ζώνης του ευρώ και αποτρέπει σε τελική ανάλυση την ενεργοποίηση κατάλληλων δημοσιονομικών απαντήσεων από τις χώρες-μέλη της ευρωζώνης για την αντιμετώπιση των σημερινών και των μελλοντικών κυκλικών υφέσεων ή περιόδων παρατεταμένης στασιμότητας.

Η εργασία είναι οργανωμένη ως εξής. Στην ενότητα 2 δείχνουμε ότι ακόμη και από την καθεστωτική οικονομική άποψη, το «φρένο χρέους» πάσχει από σοβαρές ελλείψεις και ότι η επιτυχία της συγκεκριμένης πολιτικής δεν είναι καθόλου βέβαιη. Στην ενότητα 3 παρουσιάζουμε μια μετα-κεϋνσιανή προσέγγιση για τα ελλείμματα του προϋπολογισμού και την επανεξισορρόπηση στη ζώνη του ευρώ. Στην ενότητα 4 αποδεικνύουμε ότι το «φρένο χρέους» εμποδίζει την εκπλήρωση των απαιτούμενων προϋποθέσεων για την εφαρμογή της δημοσιονομικής πολιτικής στη Γερμανία. Στην ενότητα 5 δείχνουμε ότι τα εναλλακτικά σενάρια που θα μπορούσαν να αποφύγουν τις αποπληθωριστικές πιέσεις του γερμανικού «φρένου στο χρέος» στην εγχώρια ζήτηση και να συμβάλουν στην επανεξισορρόπηση στο εσωτερικό της ζώνης του ευρώ είναι εξαιρετικά απίθανο να διαμορφωθούν δεδομένου ότι η επιτυχία τους εξαρτάται από την αλλαγή της συμπεριφοράς της Γερμανίας στη λειτουργική κατανομή του εισοδήματος υπέρ του μεριδίου της εργασίας και/ή στον τομέα των επενδύσεων και της αποταμίευσης. Η προσδοκώμενη αλλαγή στη συμπεριφορά της Γερμανίας γύρω από αυτά τα ζητήματα πολιτικής δεν είναι όμως καθόλου ρεαλιστική. Στην ενότητα 6 συνοψίζουμε τη μελέτη και προσφέρουμε μερικά συμπεράσματα.

2. Το γερμανικό φρένο στο χρέος: Βασικά χαρακτηριστικά και προβλήματα ακόμη και από την προσέγγιση των καθεστωτικών οικονομικών

Το «φρένο χρέους» που εισήχθη στο σύνταγμα της Γερμανίας το 2009 αποτελείται από τρία στοιχεία. Η διαρθρωτική συνιστώσα επιβάλλει αυστηρά όρια στα διαρθρωτικά ελλείμματα—0,35% του ΑΕΠ για το ομοσπονδιακό επίπεδο και 0,0% για τα ομόσπονδα κρατίδια. Η κυκλική συνιστώσα αυξάνει ή μειώνει τα όρια αυτά, σύμφωνα με την κυκλική θέση της οικονομίας. Τέλος, μια ρήτρα εξαιρέσεως επιτρέπει κάτω από εξαιρετικές περιπτώσεις την παραβίαση των ορίων. Οι μεταβατικές περίοδοι για συμμόρφωση με βάση τα όρια για τα διαρθρωτικά ελλείμματα έχουν καθοριστεί ως εξής: το 2016 για το ομοσπονδιακό επίπεδο και το 2020 για τα ομόσπονδα κρατίδια. Επιπλέον, το «φρένο χρέους» προβλέπει τη χορήγηση οικονομικής ενίσχυσης για πέντε ομόσπονδα κρατίδια (Βερολίνο, Βρέμη, Σάαρλαντ, Σαξονία-Άνχαλτ, Σλέσβιγκ-Χόλσταϊν) που βρίσκονται σε οικονομική δυσχέρεια, αλλά υπό αυστηρές προϋποθέσεις όσον αφορά τις προσπάθειες εξυγίανσης.

Παρά το γεγονός ότι στους γερμανικούς κύκλους των οικονομικών εμπειρογνομόνων δεν τίθεται θέμα αμφισβήτησης του «φρένου στο χρέος», η όλη ιδέα εγείρει σοβαρά ερωτήματα ακόμη και από την άποψη των καθεστωτικών οικονομικών.

Πρώτον, ο καθορισμός του ανωτάτου ορίου του διαρθρωτικού καθαρού δανεισμού της κυβέρνησης στο 0,35% για το ομοσπονδιακό επίπεδο και η απαγόρευση όλων των διαρθρωτικών ελλειμμάτων για τα ομόσπονδα κρατίδια είναι εντελώς αυθαίρετος. Αυτό σημαίνει ότι με μια μέση ετήσια αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ κατά 3%, η αναλογία του εθνικού χρέους προς το ΑΕΠ θα συγκλίνει στον μακροπρόθεσμο ορίζοντα μόλις στο 11,7%. Δεν αμφισβητούμε ότι υπάρχουν επιχειρήματα για κάποιο ανώτατο όριο σχετικά με την αναλογία χρέους προς το ΑΕΠ. Αν μη τι άλλο, όμως, οι πρόσφατες εμπειρικές έρευνες δείχνουν ότι το κρίσιμο όριο πέραν του οποίου το δημόσιο χρέος θα μπορούσε να βλάψει την ανάπτυξη είναι πάνω από το 80% ή ακόμα και το 90% του ΑΕΠ. Με την επιβολή τεχνητών ορίων σε αυτό που παραδοσιακά αποτελούσε την ασφαλέστερη μορφή για χρηματοοικονομική επένδυση, το «φρένο χρέους» θα στερήσει από τις κεφαλαιαγορές ένα κρίσιμο σημείο αναφοράς. Δεν είναι σαφές προς ποια χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, καθώς και σε ποιες χώρες, θα στραφεί στο μέλλον το παραδοσιακά υψηλό πλεόνασμα αποταμίευσης και ο συσσωρευμένος οικονομικός πλούτος του γερμανικού ιδιωτικού τομέα (συμπεριλαμβανομένων των περιουσιακών στοιχείων των ιδιωτικών συνταξιοδοτικών συστημάτων), αλλά είναι πιθανό ότι το μέτρο αυτό θα συμβάλει σε μεγαλύτερη αστάθεια των χρηματοοικονομικών αγορών.

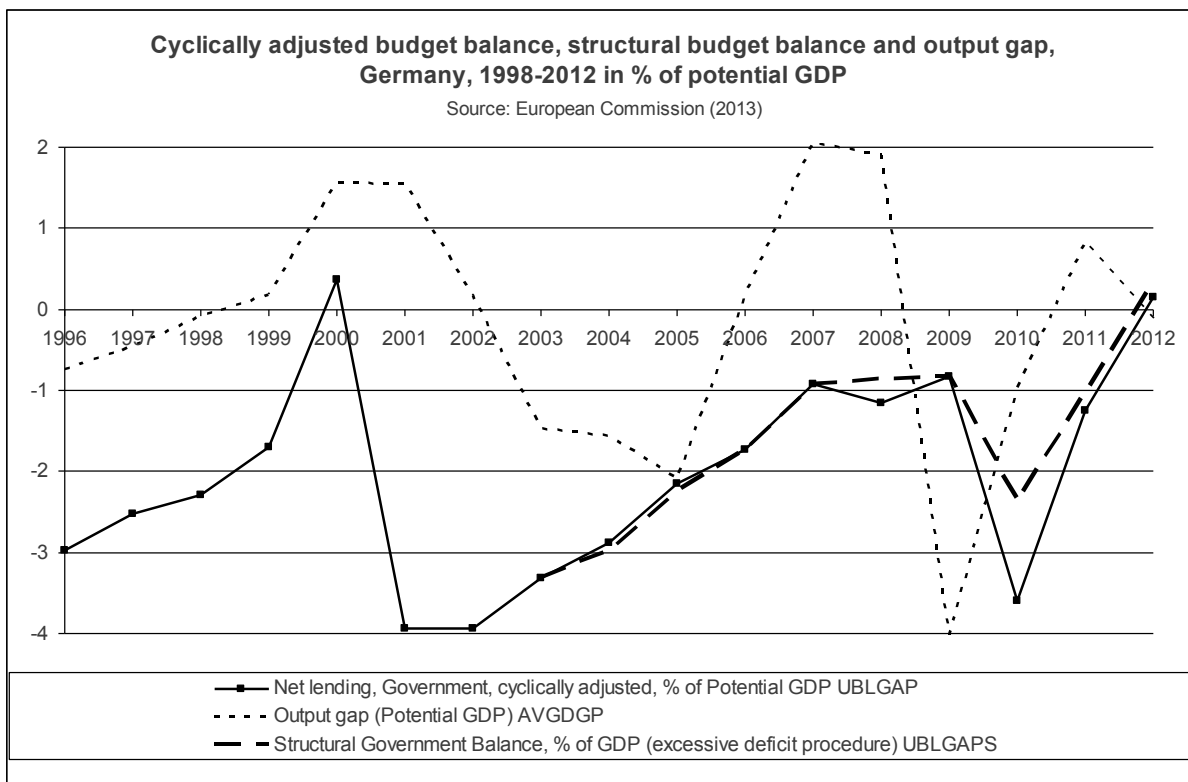
Δεύτερον, το «φρένο χρέους» βρίσκεται σε αντίθεση με ένα ευρέως αποδεκτό οικονομικό κριτήριο για την κλίμακα των εθνικών ελλειμμάτων—τον χρυσό κανόνα—και, υπό την έννοια αυτή, γυρίζει την πλάτη σε 60 χρόνια κοινής λογικής. Ο χρυσός κανόνας, ως ένας αναπτυξιακά προσανατολισμένος κανόνας για τα κρατικά ελλείμματα, επιτρέπει στα διαρθρωτικά ελλείμματα να είναι ισοδύναμα με τις καθαρές δημόσιες επενδύσεις. Η ιδέα πίσω από τον κανόνα έχει προφανώς να κάνει με την προσπάθεια να περιλαμβάνει πολλές γενιές στη χρηματοδότηση της συσσώρευσης δημοσίων κεφαλαίων δεδομένου

ότι οι μελλοντικές γενιές θα επωφεληθούν από την άποψη της μεγαλύτερης ευημερίας των παραγωγικών επενδύσεων που πραγματοποιήθηκαν σήμερα (βλ. Musgrave 1959). Είναι αλήθεια ότι οι παλαιοί κανόνες δανεισμού στο γερμανικό σύνταγμα, τόσο για την Ομοσπονδία όσο και για τα ομόσπονδα κρατίδια, ήταν ατελείς: δεν ήταν σε θέση να διαχωρίσουν μεταξύ των ακαθάριστων και των καθαρών επενδύσεων και, επιπλέον, δεν περιλάμβαναν όλες τις μορφές σχετικής οικονομικής επένδυσης. Ωστόσο, δεν υπήρχε σχεδόν καμία συζήτηση γύρω από έναν πιο λειτουργικό ορισμό ή μια εκτίμηση της απόσβεσης, όπως δεν υπήρχε για τα κριτήρια του Μάαστριχτ ή του Ευρωπαϊκού Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ), με αποτέλεσμα να έχουν επηρεαστεί αρνητικά τα κίνητρα για τις κυβερνήσεις προκειμένου να επενδύσουν στο δημόσιο μετοχικό κεφάλαιο.

Τρίτον, ο αντίκτυπος του φρένου στο χρέος εξαρτάται φυσικά από τον ακριβή τεχνικό σχεδιασμό της όλης πρότασης και με το πώς θα επιλεγθούν τα κριτήρια για τον προϋπολογισμό, καθώς και μη την υποκείμενη μέθοδος κυκλικής προσαρμογής. Παρά το γεγονός ότι η ομοσπονδιακή κυβέρνηση έχει ήδη επιλέξει τη μέθοδο που χρησιμοποιείται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ως μέρος της δικής της παρακολούθησης για τους προϋπολογισμούς των κρατών μελών, η απόφαση ως προς τις λεπτομέρειες της εφαρμογής θα λαμβάνεται από τα Υπουργεία Οικονομικών, που σημαίνει ότι ο μηχανισμός δεν είναι διόλου διαφανής και μπορεί εύκολα να χειραγωγηθεί. Όσον αφορά τα ομόσπονδα κρατίδια, οι λεπτομέρειες εφαρμογής για πολλά από αυτά παραμένουν ένα αναπάντητο ερώτημα (βλ. Deutsche Bundesbank 2011 και 2012). Δεδομένου μάλιστα ότι, σύμφωνα με το άρθρο 109 του συντάγματος, υπάρχουν σημαντικά περιθώρια για τοπική παρέμβαση, η Γερμανία θα μπορούσε να διαμορφώσει μέχρι το 2020 έως και 17 διαφορετικά «φρένα χρέους», ένα για το ομοσπονδιακό επίπεδο και ένα για κάθε ένα από τα ομόσπονδα κρατίδια, όλα με πολύ διαφορετικούς σχεδιασμούς και διαφορετικές επιπτώσεις.

Τέλος, το «φρένο χρέους» θα έχει προ-κυκλικές επιπτώσεις στην οικονομία λόγω του τρόπου με τον οποίο χρησιμοποιείται συνήθως η μέθοδος κυκλικής προσαρμογής και, ως εκ τούτου, θα αποσταθεροποιήσει την οικονομική ανάπτυξη. Σε περιόδους ύφεσης, θα απαιτούνται πολύ υψηλά επίπεδα εξυγίανσης και πολύ χαμηλά εξυγίανσης κατά τη διάρκεια της περιόδου ανάκαμψης. Επί του παρόντος, η γερμανική δημοσιονομική πολιτική φαίνεται να βρίσκεται σε μια πολύ άνετη θέση επειδή, για τον γενικό κρατικό τομέα, η διαρθρωτική ισορροπία για το 2012, όπως υπολογίζεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, εμφάνισε ένα μικρό πλεόνασμα (Σχήμα 1). Με αυτή την εικόνα, η Γερμανία φαίνεται να έχει ξεπεράσει τον στόχο της ακόμη και 8 χρόνια πριν από τον καθορισμό των τελικών ορίων για τα ελλείμματα.

Σχήμα 1



Ωστόσο, είναι γνωστό ότι το διαρθρωτικό ισοζύγιο θα επηρεαστεί από τις κυκλικές συνθήκες της οικονομίας καθώς η δυναμική παραγωγή και το διαρθρωτικό ισοζύγιο του προϋπολογισμού είναι ευαίσθητα στις μεταβολές της πραγματικής παραγωγής από την ίδια τη φύση της μεθόδου της κυκλικής προσαρμογής. Στην πραγματικότητα, αποδεικνύεται ότι ένα σημαντικό μέρος της επιτυχίας της διαρθρωτικής εξυγίανσης με τους γερμανικούς προϋπολογισμούς βασίζεται σε «δώρα» που προσφέρθηκαν από την ενδογένεια του διαρθρωτικού κρατικού ισοζυγίου που περιλαμβάνεται στην εφαρμοζόμενη μέθοδο υπολογισμού. Για παράδειγμα, στις προβλέψεις που έκανε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή από την άνοιξη του 2010 μέχρι το χειμώνα του 2013, το πραγματικό ΑΕΠ αναθεωρήθηκε προς τα πάνω για το 2012 κατά 2,7%. Ωστόσο, το εκτιμώμενο παραγωγικό κενό αυξήθηκε μόνο κατά 1,9% (European Commission, 2010 και 2013). Αυτό σημαίνει ότι η εκτίμηση της δυναμικής παραγωγής αυξήθηκε κατά 0,8% λόγω της απροσδόκητα ισχυρής ανάκαμψης. Αν πολλαπλασιάσουμε αυτό τον αριθμό με τον βαθμό δημοσιονομικής ευαισθησίας του 0,51% για τη Γερμανία, έχουμε ένα «δώρο» όσον αφορά τη διαρθρωτική εξυγίανση της τάξης του 0,4% του ΑΕΠ (Rietzler et al 2013:9). Επιπλέον, υπάρχουν ενδείξεις ότι ο βαθμός δημοσιονομικής ευαισθησίας που χρησιμοποιήθηκε, κυρίως αναφορικά με τους φόρους οι οποίοι έχουν ιδιαίτερη σημασία για τους προϋπολογισμούς της ομοσπονδίας και των ομόσπονδων κρατιδίων, είναι πάρα πολύ χαμηλός. Υπολογισμοί με στοιχεία από τον γερμανικό όμιλο για προβλέψεις γύρω από τα φορολογικά έσοδα δείχνουν ότι για τις προβλέψεις που έγιναν από την άνοιξη του 2010 έως την τελευταία πρόβλεψη, τα φορολογικά έσοδα της γενικής

κυβέρνησης για το 2011 αναθεωρήθηκαν προς τα πάνω κατά 59 δισ. ευρώ (2,3% του ΑΕΠ) αφού ελήφθησαν υπόψη οι αλλαγές στον φορολογικό κώδικα. Η πρόβλεψη για το πραγματικό ΑΕΠ για την ίδια περίοδο αυξήθηκε κατά 4,1%. Αυτό συνεπάγεται βαθμό ευαισθησίας των φορολογικών εσόδων προς το πραγματικό ΑΕΠ της τάξης του 0,55%. Ωστόσο, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, καθώς και η γερμανική ομοσπονδιακή κυβέρνηση χρησιμοποιούν μια αξία στη μέθοδο της κυκλικής προσαρμογής της τάξης μόλις του 0,3%. Ως εκ τούτου, η πρόσφατη διαρθρωτική εξυγίανση στη Γερμανία μπορεί να εξηγηθεί σε σημαντικό βαθμό από ενδογενείς τεχνικές αναθεωρήσεις του δυνητικού ΑΕΠ ως αντίδραση προς τις αναθεωρήσεις του πραγματικού ΑΕΠ και των φορολογικών εσόδων προς τα πάνω (Rietzler et al 2013: 9–10).

Συνεπώς, το μέλλον της δημοσιονομικής πολιτικής της Γερμανίας θα εξαρτηθεί σε μεγάλο βαθμό από τις μελλοντικές οικονομικές συγκυρίες. Αν η γερμανική οικονομία συνεχίσει να βιώνει ικανοποιητικούς ρυθμούς ανάπτυξης χωρίς οποιαδήποτε σημαντική επιβράδυνση, τότε οι βελτιώσεις στη διαρθρωτική εξυγίανση θα συνεχιστούν ακόμη και εν απουσία μεγάλων προγραμμάτων εξυγίανσης. Αν ωστόσο πληγεί η γερμανική οικονομία από μια μεγάλη ύφεση ή μια παρατεταμένη περίοδο στασιμότητας, τότε η όλη διαδικασία των προ-κυκλικών αναθεωρήσεων του δυνητικού ΑΕΠ, και μαζί με αυτήν του διαρθρωτικού ισοζυγίου, θα αντιστραφεί. Στη συνέχεια, θα αρχίσει να λειτουργεί προς την αντίθετη κατεύθυνση μιας κυκλικής επιδείνωσης του διαρθρωτικού ισοζυγίου η οποία στο πλαίσιο των καθορισμένων προθεσμιών για τα όρια στο διαρθρωτικό έλλειμμα θα οδηγήσει σχεδόν αναπόφευκτα σε προ-κυκλικά περιοριστικές δημοσιονομικές πολιτικές, όπως αυτές που παρατηρήθηκαν κατά την περίοδο 2001–2005.

3. Η δημοσιονομική πολιτική σε μια νομισματική ένωση: Μια μετα-κεϋνσιανή άποψη

Η δημοσιονομική πολιτική έχει να διαδραματίσει ένα σημαντικό ρόλο σε μια μετα-κεϋνσιανή προσέγγιση της μακροοικονομικής πολιτικής ενώ θα πρέπει να συντονιστεί προσεκτικά και με τη νομισματική πολιτική και την πολιτική γύρω από τους μισθούς (Hein και Stockhammer, 2010, Arestis, 2011c, 2013). Αυτό ισχύει ιδιαίτερα για μια νομισματική ένωση όπως η ζώνη του ευρώ, όπου η νομισματική πολιτική είναι κεντρική και τα επιτόκια, το κύριο εργαλείο της κεντρικής τράπεζας, δεν μπορεί να προσανατολιστούν με βάση τις απαιτήσεις των επιμέρους χωρών ή περιφερειών, όπου οι πολιτικές μισθών είναι δύσκολο να συντονιστούν για όλο το φάσμα της νομισματικής ζώνης και όπου η δημοσιονομική πολιτική εξακολουθεί να αποτελεί ευθύνη των εθνικών κυβερνήσεων στην ευρωζώνη. Σε αυτή την ενότητα θα περιγράψουμε το ρόλο της δημοσιονομικής πολιτικής κάτω από αυτές τις συνθήκες και στο πλαίσιο του συντονισμού της μακροοικονομικής πολιτικής στο σύνολό της με απώτερο σκοπό την αντιμετώπιση της τρέχουσας κρίσης στην ευρωζώνη.

Όσον αφορά τη νομισματική πολιτική, σε αντίθεση με τα Μακροοικονομικά της Νέας Συναίνεσης, η μετα-κεϋνσιανή προσέγγιση (Hein και Stockhammer, 2010) συνιστά ότι η πολιτική των επιτοκίων της κεντρικής τράπεζας θα πρέπει να απέχει από τον συντονισμό της ανεργίας σε βραχυπρόθεσμη βάση και του πληθωρισμού σε

μακροπρόθεσμη βάση. Αντ' αυτού, οι κεντρικές τράπεζες θα πρέπει να επικεντρώνονται γενικά στη στόχευση χαμηλών επιπέδων για τα πραγματικά επιτόκια στις πιστωτικές και χρηματοδοτικές αγορές προκειμένου να αποφευχθούν οι δυσμενείς επιπτώσεις του κόστους και της διανομής στις επιχειρήσεις και τους εργαζομένους. Ένας λογικός στόχος θα ήταν ένα ελαφρώς θετικό μακροπρόθεσμο πραγματικό επιτόκιο. Ο πραγματικός χρηματοοικονομικός πλούτος των εισοδηματιών θα προστατεύεται από τον πληθωρισμό, αλλά η αναδιανομή του εισοδήματος θα γίνεται υπέρ των παραγωγικών τομέων και σε βάρος των ραντιέρηδων. Οι εξελίξεις αυτές θα είναι ευνοϊκές για τις πραγματικές επενδύσεις, την απασχόληση και την ανάπτυξη.

Επιπλέον, η κεντρική τράπεζα θα πρέπει να λειτουργεί ως «δανειστής έσχατης προσφυγής» σε περιόδους κρίσης ρευστότητας, όχι μόνο για τον ιδιωτικό και τον δημόσιο τραπεζικό τομέα, αλλά και για τις κυβερνήσεις. Όπως έχει δείξει η πρόσφατη κρίση του ευρώ, αυτό είναι εξαιρετικά σημαντικό για τις χώρες μέλη της νομισματικής ένωσης. Αν η κεντρική τράπεζα εγγυάται άνευ όρων το δημόσιο χρέος των χωρών μελών της νομισματικής ζώνης, οι χώρες αυτές θα μπορούν αποφύγουν τα υπερβολικά ασφάλιστρα κινδύνου που επιβάλλονται από τους ραντιέρηδες στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Υπάρχουν θεσμικές λύσεις για την κρίση στην ευρωζώνη (βλ. π.χ. Hein 2013 ή Palley 2011). Αυτό που είναι σημαντικό για τους σκοπούς της παρούσας μελέτης είναι ότι η κεντρική τράπεζα της νομισματικής ένωσης πρέπει να είναι σε θέση να εγγυάται το δημόσιο χρέος των χωρών μελών χωρίς περιορισμούς ώστε να επιτρέψει στα κράτη μέλη να εκπληρώσουν τους σκοπούς της δημοσιονομικής πολιτικής, που θα αναφέρουμε στη συνέχεια.

Οι εισοδηματικές και μισθολογικές πολιτικές θα πρέπει να αναλάβουν τη φροντίδα της ονομαστικής σταθεροποίησης, δηλαδή του σταθερού πληθωρισμού σε κάποιο προκαθορισμένο επίπεδο. Δεδομένου ότι η επιτάχυνση του πληθωρισμού είναι πάντα το αποτέλεσμα ανεπίλυτων διενέξεων στον τομέα της κατανομής, οι απαιτήσεις των εργαζομένων, των επιχειρήσεων, των ραντιέρηδων, της κυβέρνησης και του εξωτερικού τομέα θα πρέπει να είναι συνεπείς μεταξύ τους. Ως εκ τούτου, αν οι απαιτήσεις των άλλων φορέων είναι σταθερές, οι ονομαστικοί μισθοί σε κάθε χώρα θα πρέπει να αυξάνονται ανάλογα με τα ποσοστά της μακροπρόθεσμης ανάπτυξης της παραγωγικότητας της εργασίας στην αντίστοιχη χώρα συν το επίπεδο του πληθωρισμού που επικρατεί στη νομισματική ένωση στο σύνολό της. Από τη μία μεριά, αυτή η πολιτική θα διατηρήσει τις μετοχικές απαιτήσεις σε κάθε χώρα σταθερές, ενώ από την άλλη μεριά θα υποδήλωνε ότι σε κάθε χώρα θα επικρατούσε το προκαθορισμένο επίπεδο πληθωρισμού.

Μια τέτοιου είδους πολιτική θα παρεμπόδιζε συνεπώς την εφαρμογή της στρατηγικής «*beggar-thy-neighbor*». Για να επιτευχθούν οι στόχοι για την αύξηση των ονομαστικών μισθών, ο συντονισμός των μισθολογικών διαπραγματεύσεων σε μακροοικονομικό επίπεδο, καθώς και η ύπαρξη οργανωμένων αγορών εργασίας με ισχυρές συνδικαλιστικές και εργοδοτικές οργανώσεις, είναι αναγκαία προϋπόθεση. Η συμμετοχή του κράτους στις μισθολογικές διαπραγματεύσεις μπορεί επίσης να είναι απαραίτητη. Μάλιστα, η νομοθεσία περί κατώτατου μισθού, ιδιαίτερα στις χώρες με απορρυθμισμένες αγορές εργασίας και αύξηση της οικονομικής ανισότητας, θα είναι χρήσιμο εργαλείο για

την ονομαστική σταθεροποίηση σε μακροοικονομικό επίπεδο. Ωστόσο η απορρύθμιση της αγοράς εργασίας, η αποδυνάμωση των εργατικών συνδικάτων και οι περικοπές στα επιδόματα ανεργίας θα έχουν αρνητικές επιπτώσεις στην ονομαστική σταθεροποίηση και θα επιβάλουν αποπληθωριστικές πιέσεις στην οικονομία.

Με την παραπάνω διαμόρφωση της νομισματικής και μισθολογικής πολιτικής, η δημοσιονομική πολιτική θα αναλάβει την ευθύνη για την πραγματική σταθεροποίηση και την πλήρη απασχόληση, καθώς επίσης και για μια πιο ισομερή κατανομή του διαθέσιμου εισοδήματος. Στο πλαίσιο αυτής της εξέλιξης, θα υπάρξει πλεόνασμα στην ιδιωτική αποταμίευση (S) έναντι των ιδιωτικών επενδύσεων (I) το οποίο θα πρέπει να απορροφηθεί από το πλεόνασμα των εξαγωγών (X) έναντι των εισαγωγών (M) (συμπεριλαμβανομένου του υπολοίπου του πρωτογενούς εισοδήματος και του ισοζυγίου των μεταβιβάσεων των εισοδημάτων, συνεπώς του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών), καθώς και το πλεόνασμα των δημοσίων δαπανών (G) έναντι των φορολογικών εσόδων (T) :

$$(1) \quad S - I = X - M + G = T$$

Ως εκ τούτου, με ισορροπημένο ισοζύγιο τρεχουσών λογαριασμών εντός της νομισματικής ζώνης, τα δημόσια ελλείμματα ($D=G-T$) θα καλύπτουν μόνιμα το πλεόνασμα της ιδιωτικής αποταμίευσης έναντι των ιδιωτικών επενδύσεων σε κάθε χώρα προκειμένου να εξασφαλιστεί ένα υψηλό επιθυμητό επίπεδο απασχόλησης:

$$(2) \quad D = G = S - I$$

Αυτή είναι φυσικά η άποψη της «λειτουργικής χρηματοδότησης» του Lerner (1943). Όπως είναι ευρέως γνωστό από τον Domar (1944), ένα σταθερό δημοσιονομικό έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ (D/Y) με σταθερούς μακροπρόθεσμους ρυθμούς αύξησης του ΑΕΠ (g) θα οδηγήσει την αναλογία του δημοσίου χρέους προς το ΑΕΠ (B/Y) σε σύγκλιση προς μια συγκεκριμένη αξία. Μια σταθερή αναλογία δημοσίου χρέους προς το ΑΕΠ (B/Y) απαιτεί ότι το δημόσιο χρέος και το ΑΕΠ αυξάνονται με τον ίδιο ρυθμό:

$$(3) \quad g = \frac{\Delta B}{B} = \frac{\Delta Y}{Y}.$$

Δεδομένου ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα είναι $D = G - T = \Delta B$, προκύπτει ότι:

$$(4) \quad g = \frac{D}{B} = \frac{D/Y}{B/Y},$$

και ως εκ τούτου

$$(5) \quad \frac{B}{Y} = \frac{D/Y}{g}.$$

Συνεπώς δεν θα υπάρξει κανένα πρόβλημα όσον αφορά την επιτάχυνση της αναλογίας δημοσίου χρέους προς ΑΕΠ εάν οι κυβερνήσεις ακολουθήσουν την άποψη της λειτουργικής χρηματοδότησης. Επιπλέον, αν η κεντρική τράπεζα διαμορφώσει χαμηλά επιτόκια και παρέμβει στις αγορές κρατικών ομολόγων προκειμένου να επικρατήσουν χαμηλά επιτόκια, η κρατική εξυπηρέτηση του χρέους δεν θα είναι υπέρ των ραντιέρηδων. Στο πλαίσιο αυτό, ο κατάλληλος συντονισμός μεταξύ νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής είναι ιδιαίτερα σημαντικός παράγοντας.

Κατά μέσο όρο κατά τη διάρκεια του κύκλου, με το μέσο καθαρό ποσοστό του φόρου (συμπεριλαμβανομένων των καθαρών κοινωνικών μεταβιβάσεων) σε κάθε χώρα μέλος ως μια πρώτη προσέγγιση, τα κρατικά ελλείμματα σε κάθε μία από τις χώρες θα πρέπει να είναι περίπου ίσα με το πλεόνασμα της ιδιωτικής αποταμίευσης έναντι των ιδιωτικών επενδύσεων στην αντίστοιχη χώρα. Αυτό θα σήμαινε ότι το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι σχεδόν ισοσκελισμένο σε υψηλό επίπεδο της συνολικής ζήτησης και της απασχόλησης και η αύξηση του ποσοστού του ΑΕΠ βρίσκεται κοντά σε αυτό που ο Thirlwall (1979, 2002, Κεφάλαιο 5) αποκάλεσε το «περιορισμένο ποσοστό αύξησης στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών» της εκάστοτε χώρας. Στη μελέτη των Hein et al. (2012) έχουμε επίσης υποστηρίξει ότι οι αποκλίσεις από αυτό τον κανόνα θα πρέπει να γίνουν αποδεκτές, με την προϋπόθεση ότι έχουν καθιερωθεί σταθεροί μηχανισμοί χρηματοδότησης στο εσωτερικό της νομισματικής ένωσης. Σε αυτή την περίπτωση, η δημοσιονομική πολιτική στις χώρες με υψηλά επίπεδα ανάπτυξης που στοχεύουν προς την σύγκλιση δεν θα χρειαστεί να περιορίσουν τη συνολική ζήτηση προκειμένου να επιτευχθεί ισορροπημένο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, και, ως εκ τούτου, θα μπορούσε να αποδεχθεί τα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ενώ η δημοσιονομική πολιτική στις ώριμες χώρες με χαμηλά ποσοστά ανάπτυξης δεν θα στοχεύει πλήρως στην εξάλειψη των πλεονασμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών μέσω της τόνωσης της οικονομίας.

Τα μόνιμα κρατικά ελλείμματα θα πρέπει να κατευθυνθούν προς τις δημόσιες δαπάνες (συμπεριλαμβανομένης της απασχόλησης στον δημόσιο τομέα), με την παροχή δημόσιων υποδομών και δημόσιας εκπαίδευσης με σκοπό την προώθηση των διαρθρωτικών αλλαγών προς μια περιβαλλοντικά βιώσιμη μακροχρόνια αναπτυξιακή πορεία. Εκτός από αυτό το μόνιμο ρόλο του δημόσιου χρέους, το οποίο παρέχει επίσης ένα ασφαλές καταφύγιο για την ιδιωτική αποταμίευση και ως εκ τούτου σταθεροποιεί τις χρηματοπιστωτικές αγορές, η αντικυκλική δημοσιονομική πολιτική, μαζί με τους αυτόματους σταθεροποιητές, θα πρέπει να σταθεροποιήσει την οικονομία εν όψει των διαταραχών στη συνολική ζήτηση. Την ίδια στιγμή, η προοδευτική φορολόγηση του εισοδήματος, του πλούτου, της ιδιοκτησίας και της κληρονομιάς, καθώς και των κοινωνικών μεταβιβάσεων, θα πρέπει να στοχεύει στην αναδιανομή του εισοδήματος και του πλούτου υπέρ των χαμηλών εισοδημάτων και των φτωχών νοικοκυριών. Από τη μία πλευρά, αυτό σταθεροποιήσει τη ζήτηση, χωρίς να δημιουργεί προβλήματα μη βιώσιμου χρέους για τα νοικοκυριά. Η προοδευτική φορολογία, ως εκ τούτου, μειώνει επίσης τις

απαιτήσεις για τα δημοσιονομικά ελλείμματα. Από την άλλη πλευρά, η αναδιανομή των φόρων και οι κοινωνικές πολιτικές θα βελτιώσουν τους αυτόματους σταθεροποιητές και ως εκ τούτου θα περιορίσουν τις διακυμάνσεις στην οικονομική δραστηριότητα.

Σε μια κατάσταση μεγάλων ανισορροπιών στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, όπως διαμορφώθηκε στη ζώνη του ευρώ από το 1999 έως το 2008/9, κάποιες αποκλίσεις από τους κανόνες για τις δημοσιονομικές και μισθολογικές πολιτικές που αναφέρθηκαν παραπάνω είναι υποχρεωτικές προκειμένου να υπάρξει εξισορρόπηση στο εσωτερικό της νομισματικής ένωσης. Οι σημερινές πλεονασματικές χώρες θα πρέπει να χρησιμοποιήσουν μια πιο επεκτατική δημοσιονομική πολιτική για την αύξηση της εγχώριας ζήτησης, σε βαθμό που θα μειωθούν τα πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ενώ ενδέχεται προσωρινά να προκύψουν ακόμη και ελλείμματα. Αυτό θα συμβάλλει στην εξωτερική ανάπτυξη για τις σημερινές ελλειμματικές χώρες και θα επιτρέψει στις χώρες αυτές να μειώσουν τα ελλείμματά τους. Για μια μεταβατική περίοδο, οι σημερινές πλεονασματικές χώρες θα πρέπει επίσης να αυξήσουν το ποσοστό του πληθωρισμού τους σε σχέση με το ποσοστό του πληθωρισμού που επικρατεί στις σημερινές ελλειμματικές χώρες. Κατά τη διάρκεια της διαδικασίας προσαρμογής, η ονομαστική αύξηση των μισθών στις πλεονασματικές χώρες θα πρέπει συνεπώς να υπερβαίνει το άθροισμα της αύξησης της εθνικής παραγωγικότητας συν τον στόχο του πληθωρισμού για τη ζώνη του ευρώ.

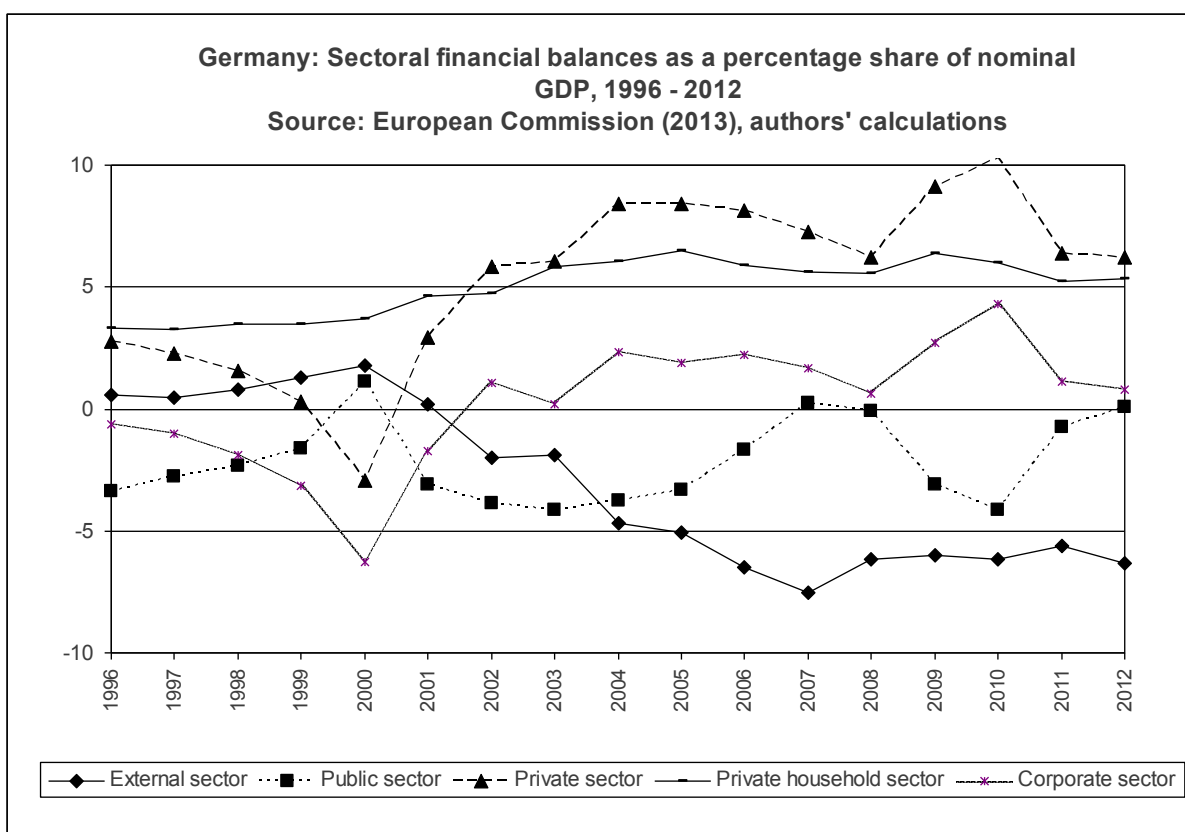
Το κύριο ζητούμενο για τις σημερινές ελλειμματικές χώρες είναι να βελτιώσουν το περιορισμένο ποσοστό αύξησης στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Αυτό σημαίνει, αφενός, να συμβάλουν στη μείωση της διαφοράς του πληθωρισμού σε σχέση με τις πλεονασματικές χώρες μέσω της αύξησης των ονομαστικών μισθών κάτω από το άθροισμα της αύξησης της εθνικής παραγωγικότητας συν τον στόχο για τον πληθωρισμό. Ο στόχος για τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ στο σύνολό της θα πρέπει να επιτρέπει περιθώρια ελιγμού και να αποτρέπει τον κίνδυνο του αποπληθωρισμού σε αυτές τις χώρες κατά τη διαδικασία της προσαρμογής. Σε μια μεταβατική περίοδο, η δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει να περιορίσει την εφαρμογή του προτύπου που περιγράψαμε πιο πάνω. Ωστόσο, το πιο σημαντικό είναι ότι οι χώρες αυτές θα πρέπει να αυξήσουν την εισοδηματική ελαστικότητα της ζήτησης για τις εξαγωγές τους και να μειώσουν την εισοδηματική ελαστικότητα της ζήτησης για εισαγωγές μέσω βιομηχανικών, διαρθρωτικών και περιφερειακών πολιτικών. Αυτό σημαίνει ότι πρέπει να βελτιώσουν την διαρθρωτική ανταγωνιστικότητά τους.

4. Λειτουργική χρηματοοικονομική και επανεξισορρόπηση: Προϋποθέσεις για γερμανική δημοσιονομική πολιτική στη ζώνη του ευρώ

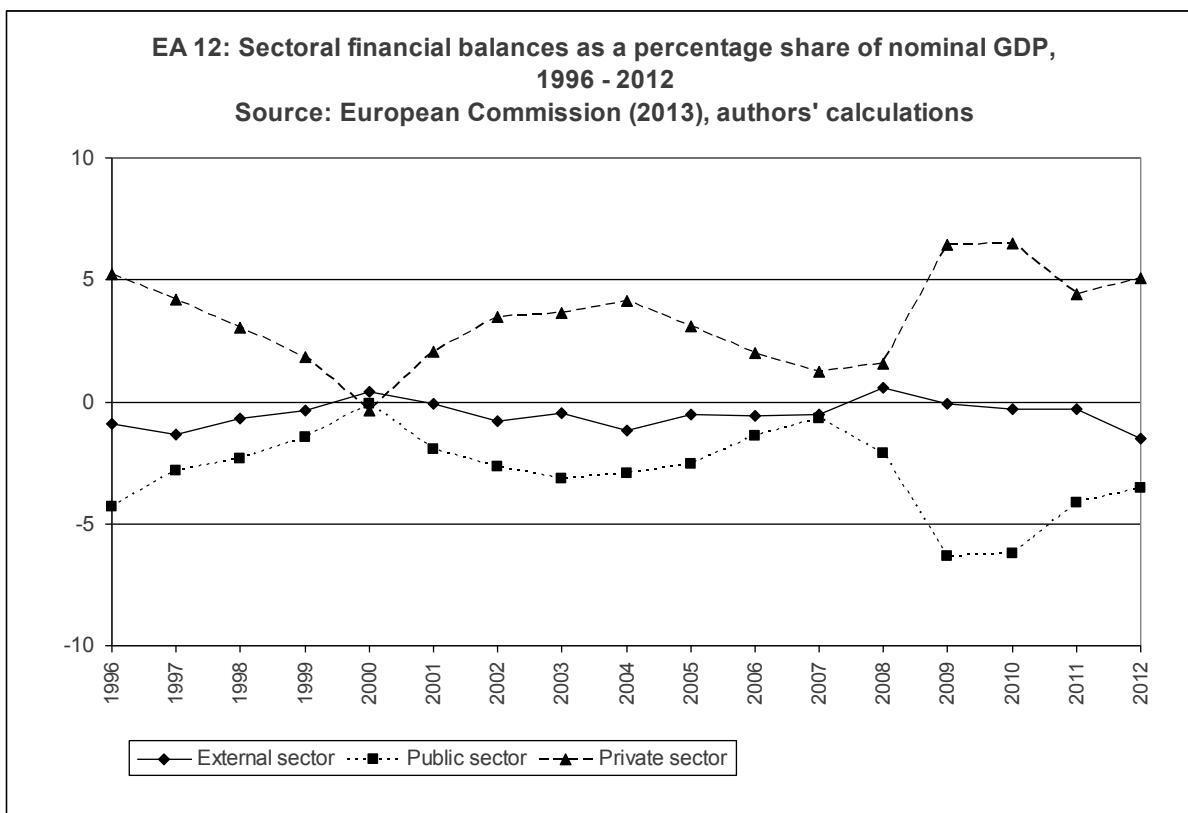
Οι τομεακές χρηματοοικονομικές ισορροπίες της Γερμανίας εμφανίζουν υψηλά πλεονάσματα του ιδιωτικού τομέα, δηλαδή μεγάλα πλεονάσματα της ιδιωτικής αποταμίευσης έναντι των ιδιωτικών επενδύσεων, η διατήρηση των οποίων απαιτεί μεγάλα εξωτερικά ελλείμματα—δηλαδή μεγάλα πλεονάσματα στο γερμανικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (Σχήμα 2). Τα λιγότερο έντονα πλεονάσματα του ιδιωτικού τομέα στις απαρχές της ευρωζώνης (EA-12) χρησιμοποιούνταν κατά κύριο λόγο

εσωτερικά από ελλείμματα του δημοσίου τομέα και ελάχιστα από ελλείμματα του εξωτερικού τομέα, με αποτέλεσμα να υπάρχει πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της αρχικής ευρωζώνης (Σχήμα 3). Τα ευρήματα αυτά υποδηλώνουν ότι τα αντίστοιχα των γερμανικών πλεονασμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εντοπίζονταν εντός της ζώνης του ευρώ, με την Ισπανία να αποτελεί σημαντικό παράδειγμα (Σχήμα 4). Στη Γερμανία, το πλεόνασμα στον ιδιωτικό τομέα προερχόταν από τον τομέα των νοικοκυριών, με την χρηματοοικονομική ισορροπία του τομέα των επιχειρήσεων να είναι, κατά μέσο όρο την περίοδο 1999–2007, ελαφρώς αρνητική. Ωστόσο, εξετάζοντας τη όλη εξέλιξη σε βάθος χρόνου, βλέπουμε ότι από το 2002 οι ισορροπίες στον εταιρικό τομέα υπήρξαν επίσης θετικές (Σχήμα 2).

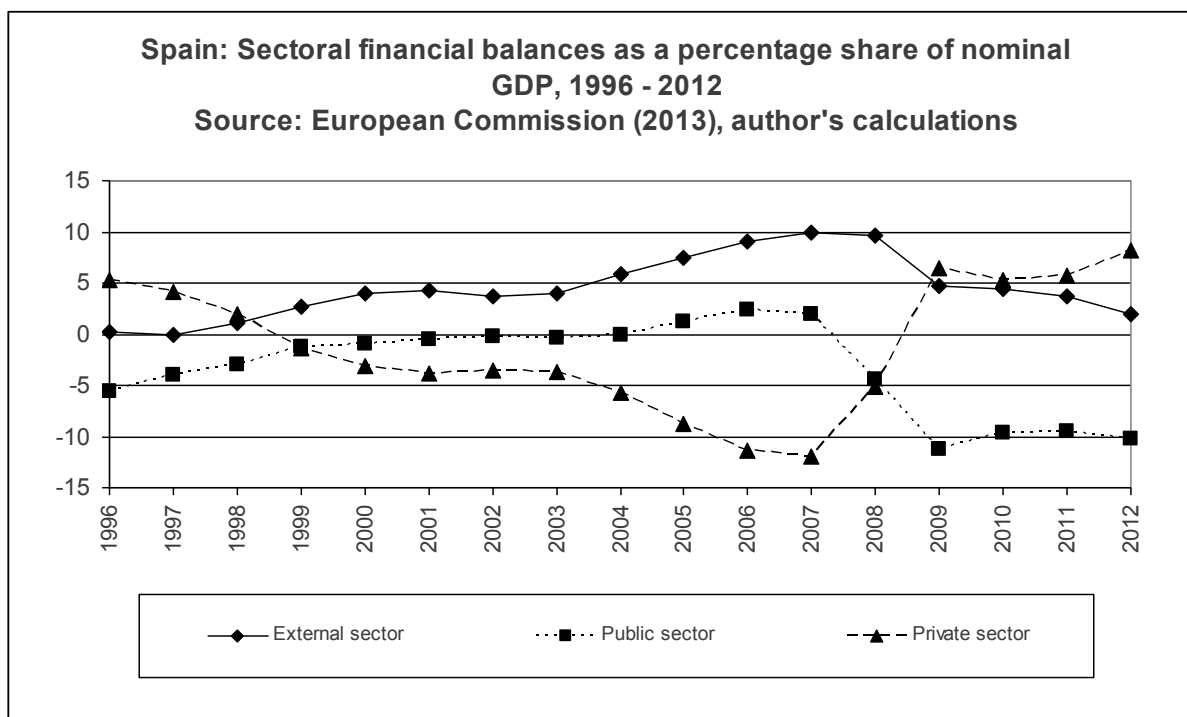
Σχήμα 2



Σχήμα 3



Σχήμα 4



Ως εκ τούτου, στον μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, τα δημοσιονομικά ελλείμματα στη Γερμανία δεν συμβάδιζαν με τα πρότυπα των μελών μιας νομισματικής ένωσης, που περιγράψαμε στην προηγούμενη ενότητα. Αλλά η γερμανική δημοσιονομική πολιτική ήταν υπερβολικά περιοριστική ακόμη και στο βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. Για παράδειγμα, την περίοδο 2002–2005 το διαρθρωτικό ισοζύγιο βελτιώθηκε σημαντικά και η δημοσιονομική πολιτική ήταν ως εκ τούτου περιοριστική, αν και το παραγωγικό κενό μειώθηκε και η οικονομία ήταν σε πτωτική πορεία (Σχήμα 1). Περιοριζόμενη από τις Ευρωπαϊκές Συνθήκες και το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, η γερμανική δημοσιονομική πολιτική ούτε ανταμείφθηκε για τα πλεονάσματα του ιδιωτικού τομέα σε μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα ούτε συνέβαλε στη δημιουργία επαρκούς εγχώριας ζήτησης και στην αποφυγή πλεονασμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Ούτε ήταν επαρκώς σταθεροποιητική η δημοσιονομική πολιτική σε βραχυχρόνια κυκλική βάση.

Η καλύτερη λύση για αυτά τα προβλήματα θα ήταν να εφαρμοστούν οι κανόνες για τη δημοσιονομική πολιτική σχετικά με τις χώρες μέλη μιας νομισματικής ένωσης, που έχουμε περιγράψει στην ενότητα 3. Αυτό θα σήμαινε ότι τα μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα δημοσιονομικά ελλείμματα θα ήταν περίπου ίσα με το πλεόνασμα της ιδιωτικής αποταμίευσης έναντι των ιδιωτικών επενδύσεων και ως εκ τούτου με το πλεόνασμα του ιδιωτικού τομέα των αντίστοιχων οικονομιών, δημιουργώντας υψηλά επίπεδα εγχώριας ζήτησης και εξασφαλίζοντας πλήρη απασχόληση. Δεδομένου του γεγονότος ότι ο μέσος όρος του πλεονάσματος στο ισοζύγιο του ιδιωτικού τομέα κατά την περίοδο 1999–2007 κυμαίνονταν πάνω από το 5% του ΑΕΠ και εντοπιζόταν και πάλι στη ζώνη του ευρώ το 2011 και το 2012 (Σχήμα 2), θα ήταν υποχρεωτικό να διαμορφωθούν δημοσιονομικά ελλείμματα γύρω από αυτό το επίπεδο προκειμένου να εξισορροπηθεί το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών σε μακροπρόθεσμη βάση. Ωστόσο, τα ελλείμματα αυτά θα παραβίαζαν το γερμανικό φρένο χρέους και τους κανονισμούς του Δημοσιονομικού Συμφώνου και θα απαιτούσαν συνεπώς την εγκατάλειψή τους. Αυτό είναι εξαιρετικά δύσκολο να επιτευχθεί επειδή το φρένο χρέους έχει ενσωματωθεί στο γερμανικό Σύνταγμα και η αναθεώρησή του θα απαιτήσει τα 2/3 των ψήφων στο γερμανικό κοινοβούλιο. Είναι επίσης δύσκολη, αν και όχι ακατόρθωτη, η αναθεώρηση του Δημοσιονομικού Συμφώνου. Ως εκ τούτου, στρέφουμε στη συνέχεια την προσοχή μας σε εναλλακτικές στρατηγικές.

5. Ικανοποιητική ανάπτυξη και επανεξισορρόπηση υπό το φρένο χρέους— Υπάρχει διέξοδος;

Καθώς η μεταρρύθμιση της δημοσιονομικής πολιτικής σύμφωνα με την κατεύθυνση της λειτουργικής χρηματοδότησης που μόλις παρουσιάσαμε φαίνεται πολιτικά να μην είναι εφικτή, στη συγκεκριμένη ενότητα θα εξετάσουμε μια πιθανή δεύτερη καλύτερη λύση, η οποία θα πρέπει να αποδεχθεί τους περιορισμούς που επιβάλλουν οι κανόνες για τα δημόσια ελλείμματα και το δημόσιο χρέος και θα πρέπει επομένως να αναζητήσει άλλους τρόπους για την επανεξισορρόπηση των οικονομιών της ευρωζώνης χωρίς να τις συντρίψει.

Προφανώς, τα μέτρα αυτά θα πρέπει να αντιμετωπίσουν τις χρηματοοικονομικές ισορροπίες του ιδιωτικού τομέα και θα πρέπει να προσαρμόσουν αυτές τις ισορροπίες σύμφωνα με τους δύο περιορισμούς, δηλαδή μια κρατική και μια εξωτερική χρηματοοικονομική ισορροπία, με την κάθε μία εξ αυτών κοντά στο μηδέν. Στην περίπτωση της Γερμανίας, αυτό θα σήμαινε την τόνωση των ιδιωτικών επενδύσεων και την αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης, μειώνοντας έτσι την ιδιωτική αποταμίευση. Προκειμένου να συμπεριληφθούν οι διανεμητικές επιπτώσεις αυτής της προσέγγισης, ξεκινάμε με την εξίσωση (1), ξεχωρίζουμε τη ροπή για αποταμίευση από τα κέρδη (s_{Π}) και τη ροπή για αποταμίευση από τους μισθούς (s_W), και δηλώνουμε το μερίδιο των κερδών του ακαθάριστου εθνικού εισοδήματος ως h και το μερίδιο των μισθών ως $1-h$. Η εξίσωση (1) μετατρέπεται έτσι σε:

$$(6) \quad S = s_W(1-h)Y + s_{\Pi}hY = I + X - M + G - T.$$

Με αυτή την εξίσωση, που βασίζεται σε μια λογιστική ταυτότητα, αποσπάμε το σιωπηρό μερίδιο επί των κερδών, με δεδομένες τάσεις αποταμίευσης από τους μισθούς και τα κέρδη:

$$(7) \quad h = \frac{\frac{I}{Y} - \frac{T-G}{Y} + \frac{X-M}{Y} - s_W}{s_{\Pi} - s_W}.$$

Η εξίσωση (7) μπορεί τώρα να χρησιμοποιηθεί προκειμένου να εξετάσουμε διάφορα σενάρια για το μερίδιο των επενδύσεων στο ΑΕΠ (I/Y), την χρηματοοικονομική ισορροπία της κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ $[(T-G)/Y]$, το πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ $[(X-M)/Y]$. Αυτό γίνεται σε σχέση με την κατανομή του εισοδήματος και ως εκ τούτου το ποσοστό κέρδους στο ΑΕΠ (h), λαμβάνοντας αφενός υπόψη τους περιορισμούς του γερμανικού φρένου στο χρέος και το Ευρωπαϊκό Δημοσιονομικό Σύμφωνο και αφετέρου την προϋπόθεση της αναπροσαρμογής της ευρωπαϊκής και της παγκόσμιας οικονομίας και ως εκ τούτου τη μείωση του γερμανικού πλεονάσματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Για την επεξεργασία αυτών των σεναρίων, χρειαζόμαστε κάποιες πληροφορίες σχετικά με τη ροπή για αποταμίευση από τους μισθούς και τη ροπή για αποταμίευση από τα κέρδη.

Αρκετές πρόσφατες εμπειρικές μελέτες έχουν εξετάσει τις επιπτώσεις των αλλαγών στη λειτουργική κατανομή του εισοδήματος για τη συνολική ζήτηση, συμπεριλαμβανομένης της Γερμανίας (Naastepad και Storm 2007, Hein και Vogel 2008, 2009, Stockhammer et al. 2011, Onaran και Galanis 2012). Στο πλαίσιο αυτών των μελετών, εκτιμήθηκε η ροπή της κατανάλωσης από τα κέρδη και τους μισθούς με βάση τα στοιχεία των εθνικών λογαριασμών και χρησιμοποιώντας μικτά κέρδη (συμπεριλαμβανομένων των αποσβέσεων, των αδιανέμητων κερδών, των τόκων, των μερισμάτων και των ενοικίων) και μισθούς. Τα αποτελέσματα αυτά είναι κατάλληλα για την εν λόγω άσκηση, η οποία ανήκει επίσης στο επίπεδο των στοιχείων των εθνικών λογαριασμών και των συνολικών μεγεθών. Οι εκτιμήσεις που πραγματοποιούνται σε αυτές τις μελέτες, με βάση τα ετήσια

στοιχεία που κυμαίνονται από τις αρχές της δεκαετίας του 1960 ή του 1970 με αρχές του 2000, εντοπίζουν διαφορές ανάμεσα στη ροπή για αποταμίευση από τα κέρδη και τη ροπή για αποταμίευση από τους μισθούς εντός του εύρους των 30 ποσοστιαίων μονάδων (Hein και Vogel 2008) και των 50 ποσοστιαίων μονάδων (Onaran και Galanis 2012). Η απόκλιση από αυτές τις μελέτες είναι κατά μέσο όρο 40 ποσοστιαίες μονάδες. Αν και οι εκτιμώμενες διαφορές μεταξύ των δύο ροπών δεν διαφέρουν και πολύ μεταξύ τους, τα επίπεδα της ροπής αποταμίευσης διαφέρουν σημαντικά. Για τη ροπή της αποταμίευσης από μισθούς, οι διαφορές κυμαίνονται από 9% (Naastepad και Storm 2007) έως 46% (Hein και Vogel 2008) και για τη ροπή της αποταμίευσης από τα κέρδη οι διαφορές κυμαίνονται από 48% (Naastepad και Storm 2007) έως 82% (Onaran και Galanis 2012).

Προκειμένου να βασιστούν τα σενάρια μας σε συνεπή στοιχεία, επιλέξαμε να ρυθμίσουμε την ροπή της αποταμίευσης από τους μισθούς κάνοντας χρήση της διαφοράς των 40 ποσοστιαίων μονάδων στη ροπή της αποταμίευσης από τα κέρδη και στη ροπή της αποταμίευσης από τους μισθούς που προέρχονται από οικονομετρικές μελέτες, μαζί με τα μέσα στοιχεία για τη Γερμανία για την περίοδο 1999–2007, που τα αποσπάσαμε από τους εθνικούς λογαριασμούς. Τροποποιώντας την εξίσωση (7), έχουμε υπολογίσει τη ροπή για αποταμίευση από τους μισθούς ως εξής

$$(8) \quad s_w = \frac{I}{Y} + \frac{X-M}{Y} - \frac{T-G}{Y} - h(s_\pi - s_w).$$

Με αυτή την εξίσωση, η ροπή της αποταμίευσης σύμφωνα με τα στοιχεία για την εξεταζόμενη περίοδο (και με τη διαφορά στη ροπή αποταμίευσης από τις προηγούμενες οικονομετρικές μελέτες) κυμαίνεται μόλις κοντά στο 5%.

Χρησιμοποιώντας την εξίσωση (7), έχουμε δημιουργήσει πέντε πιθανά σενάρια στον Πίνακα 1, λαμβάνοντας υπόψη αφενός την απαίτηση για ισοσκελισμένο προϋπολογισμό και αφετέρου την απαίτηση ισορροπημένου ή ελαφρώς πλεονασματικού ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών για τη Γερμανία. Γι αυτά τα σενάρια έχουμε εφαρμόσει τη ροπή της αποταμίευσης από μισθούς, τη διαφορά της ροπής για αποταμίευση όπως ελήφθη από την εμπειρική βιβλιογραφία, και τη μέση τιμή για το μερίδιο των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου του ονομαστικού ΑΕΠ κατά την περίοδο 1999–2007, στοιχεία που προέρχονται από τους εθνικούς λογαριασμούς. Ωστόσο, θα πρέπει να σημειωθεί ότι αυτό είναι ένα αρκετά αισιόδοξο σκηνικό δεδομένου ότι το μερίδιο των επενδύσεων δεν έχει φτάσει ξανά στο επίπεδο που βρισκόταν πριν από την κρίση: Το 2012, το μερίδιο των επενδύσεων στο ΑΕΠ ανερχόταν μόλις στο 18%.

Table 1 Redistribution requirements for the profit/wage share under different scenarios concerning investment, current account and the propensity to save from wages

Scenarios	A	B	C	D	E
Gross fixed investment as a share of nominal GDP (I/Y), in percent	18.9	18.9	18.9	21.5	18.9
Current account balance as share of nominal GDP [(X-M)/Y], in percent	0.0	-2.0	2.0	2.0	2.0
Government financial balance as a share of nominal GDP [(T-G)/Y], in percent	-0.35				
Propensity to save from wages (s_w), in percent	5.0	5.0	5.0	5.0	2.5
Differential between propensity to save from profits and from wages ($s_\Pi - s_w$), percentage points	40.0				
Required profit share (h), in percent	35.5	30.5	40.5	47.1	46.8
Average profit share (h) 1999-2008, in percent	47.7				
Required wage share (1-h), in percent	64.5	69.5	59.5	52.9	53.2
Average wage share (1-h) 1999-2008, in percent	52.3				
Redistribution requirements from profit share to wage share, percentage points	12.2	17.2	7.2	0.6	1.0

Source: European Commission (2013), authors' calculations.

Στο σενάριο A εφαρμόζονται αυστηρά οι απαιτήσεις του γερμανικού χρέους. Για να ταιριάξουν τα στοιχεία σε ένα δεδομένο επίπεδο του ονομαστικού ΑΕΠ, και ως εκ τούτου να αποτραπεί η κατάρρευση της γερμανικής οικονομίας, η αντίστοιχη απώλεια στην κρατική και εξωτερική ζήτηση θα πρέπει να αντισταθμιστεί από την αύξηση της καταναλωτικής ζήτησης. Με δεδομένη τη ροπή για αποταμίευση από τα κέρδη και τους μισθούς, η διαδικασία θα απαιτούσε μια τεράστια αναδιανομή υπέρ των μισθών. Το μερίδιο των μικτών κερδών του ονομαστικού ΑΕΠ θα πρέπει να μειωθεί κατά 12,2 ποσοστιαίες μονάδες και το μερίδιο των μισθών θα πρέπει να αυξηθεί στο επίπεδο των 64,5% του ονομαστικού ΑΕΠ. Μια τέτοια εξέλιξη δεν έχει υπάρξει ποτέ στη μεταπολεμική ιστορία της Γερμανίας. Τα υψηλότερα μερίδια της αποζημίωσης των εργαζομένων με βάση το ονομαστικό ΑΕΠ ήταν στο 56,4%, το 1981 στη Δυτική Γερμανία, και στο 58,7%, το 1991 στην ενωμένη Γερμανία (European Commission, 2013). Το σενάριο B παρουσιάζει μια ακόμη μεγαλύτερη πρόκληση αφού υποθέτει ότι προκειμένου να στηριχθούν οι χώρες του ευρώ που πλήττονται από την κρίση, η επανεξισορρόπηση της

γερμανικής οικονομίας θα πρέπει να δρομολογηθεί, τουλάχιστον προσωρινά, με ένα έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της τάξης του 2% του ΑΕΠ. Στην περίπτωση αυτή, η απαραίτητη προϋπόθεση για την ανακατανομή του μεριδίου των μισθών θα ανέλθει στο 17,2%.

Στο Σενάριο C χαλαρώνουμε την απαίτηση ενός ισορροπημένου—ή ακόμη και αρνητικού—ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και επιτρέπουμε τη διαμόρφωση ενός πλεονάσματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της τάξης του 2% του ΑΕΠ. Στη μελέτη Hein et al (2012) και Hein (2013), υποστηρίξαμε ότι σε μια ετερογενή νομισματική ένωση με διαδικασίες σύγκλισης δεν θα περίμενε κανείς να υπάρχουν ισοσκελισμένοι ισολογισμοί ακόμα και σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Ωστόσο, για να γίνουν βιώσιμες οι διαδικασίες σύγκλισης, θα πρέπει να οργανωθούν σε σταθερή βάση χρηματοοικονομικές μεταβιβάσεις από τις πλεονασματικές χώρες προς τις ελλειμματικές χώρες. Αλλά ακόμη και αν επιτρέψουμε μέτρια επίπεδα πλεονάσματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στη Γερμανία, θα πρέπει και πάλι να υπάρξει μια σημαντική αναδιανομή του εισοδήματος, δηλαδή μια μείωση του μεριδίου κέρδους κατά επτά ποσοστιαίες μονάδες και μια αύξηση του μεριδίου των μισθών κοντά στα επίπεδα που επικρατούσαν στις αρχές της δεκαετίας του 1990.

Τα σενάρια D και E έχουν συσταθεί κατά τέτοιο τρόπο ώστε να μην απαιτείται σχεδόν καμία αναδιανομή υπέρ του μεριδίου των μισθών. Στο σενάριο D η αύξηση του μεριδίου των επενδύσεων στο ΑΕΠ στο 21,5% παρέχει την απαιτούμενη εγχώρια ζήτηση. Ωστόσο, παραμένει ασαφές πώς θα μπορούσε να επιτευχθεί κάτι τέτοιο δεδομένου ότι αυτά τα ποσοστά δεν έχουν επικρατήσει στη Γερμανία από το 2000 (European Commission 2013). Στην ενωμένη Γερμανία, το μερίδιο των ακαθάριστων επενδύσεων σε ΑΕΠ που έφθασε ή ξεπέρασε το 21,5% επιτεύχθηκε μόνο με το κλίμα της ευφορίας που προκάλεσε η ενοποίηση της Γερμανίας στις αρχές της δεκαετίας του 1990. Και για τη Δυτική Γερμανία, θα πρέπει κανείς να πάει πίσω στην δεκαετία του 1960 και του 1970 προκειμένου να συναντήσει τόσο υψηλά ποσοστά, ενώ η δεκαετία του 1980 πριν από την ενοποίηση χαρακτηριζόταν ήδη από χαμηλότερα ποσοστά.

Τέλος, στο σενάριο E, μια μείωση της ροπής προς την αποταμίευση από τους μισθούς κατά 2,5 ποσοστιαίες μονάδες παρέχει την απαιτούμενη εγχώρια ζήτηση για την αντικατάσταση της απώλειας της ζήτησης από το κράτος και τον εξωτερικό τομέα. Αλλά είναι δύσκολο να δούμε πώς θα μπορούσε να επιτευχθεί μια μείωση της ροπής προς την αποταμίευση δεδομένης της περιβόητης έλλειψης των επιδράσεων του πλούτου στην ιδιωτική κατανάλωση στη Γερμανία και την τάση της προληπτικής αποταμίευσης να αυξάνεται σε περιόδους αυξανόμενης αβεβαιότητας, όπως έχει ήδη παρατηρηθεί πριν από την πρόσφατη κρίση (Dreger και Slacalek 2007, Klär και Slacalek 2006, Van Treeck και Sturn 2012).

Αυτοί οι απλοί υπολογισμοί με βάση τις εθνικές ταυτότητες λογιστικής δείχνουν πόσο δύσκολη υπόθεση είναι η εφαρμογή της δεύτερης καλύτερης λύσης με την επικράτηση του γερμανικού φρένου στο χρέος και το Δημοσιονομικό Σύμφωνο, καθώς και την ύπαρξη των μεγάλων χρηματοοικονομικών πλεονασμάτων του ιδιωτικού τομέα στη Γερμανία. Η αποτροπή του κράτους από την απορρόφηση αυτών των πλεονασμάτων

θέτει τεράστια πίεση στον υπόλοιπο κόσμο να αποδεχθεί τα γερμανικά πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και τη σχετιζόμενη ελλειμματική θέση. Για να αποφευχθεί αυτό, θα πρέπει αναγκαστικά να διαμορφωθούν υπεραισιόδοξες υποθέσεις για το μέλλον των ιδιωτικών επενδύσεων ή αλλαγές στη συμπεριφορά όσον αφορά την κατανάλωση και την αποταμίευση. Εναλλακτικά, θα πρέπει να υιοθετηθούν πολιτικές μεγάλης ανακατανομής υπέρ του μεριδίου των μισθών σε επίπεδα που δεν έχουμε δει στη σύγχρονη οικονομική ιστορία της Γερμανίας.

6. Σύνοψη και συμπεράσματα

Το γερμανικό «φρένο χρέους» θεωρείται επιτυχημένη υπόθεση και έχει ως εκ τούτου λειτουργήσει ως πρότυπο για τη ζώνη του ευρώ και το λεγόμενο «δημοσιονομικό σύμφωνο». Στην παρούσα εργασία ασκούμε έντονη κριτική στο «φρένο χρέους» από διαφορετικές προσεγγίσεις. Πρώτον, δείχνουμε ότι η πρόταση πάσχει από σοβαρές αδυναμίες και πώς η επιτυχία της δεν είναι καθόλου βέβαιη ακόμη και από την άποψη των καθεστωτικών οικονομικών. Δεύτερον, δείχνουμε ότι η πρόταση αγνοεί πλήρως τις προϋποθέσεις για την εφαρμογή δημοσιονομικών πολιτικών από τις χώρες-μέλη σε μια νομισματική ένωση και ότι θα αποτρέψει τελικά τη δημοσιονομική πολιτική από το να εφαρμόσει μια λειτουργική χρηματοδοτική προσέγγιση και να συνεισφέρει στην αναγκαία επανεξισορρόπηση στην ευρωζώνη. Τέλος, υπογραμμίζουμε ότι εναλλακτικά σενάρια τα οποία θα μπορούσαν να αποφύγουν τις αποπληθωριστικές πιέσεις του γερμανικού «φρένου χρέους» στην εγχώρια ζήτηση και να συμβάλουν στην επανεξισορρόπηση στο εσωτερικό της ζώνης του ευρώ είναι εξαιρετικά απίθανο να διαμορφωθούν δεδομένου ότι βασίζονται στην αλλαγή της συμπεριφοράς της Γερμανίας γύρω από τη λειτουργική κατανομή του εισοδήματος (δηλαδή υπέρ του μεριδίου του εργατικού εισοδήματος) και τις επενδύσεις ή/ και την αποταμίευση, κάτι το οποίο δεν είναι καθόλου ρεαλιστικό. Συνεπώς, καμία από τις εναλλακτικές λύσεις δεν φαίνεται να αποτελεί ρεαλιστική επιλογή. Ως εκ τούτου, η Γερμανία θα συνεχίσει να δρέπει καρπούς από την εξωτερική ζήτηση ως λαθρεπιβάτης και οι γερμανικές δημοσιονομικές πολιτικές θα οδηγήσουν σε πληθωριστικές πιέσεις και ανισορροπίες σε ευρωπαϊκό και παγκόσμιο επίπεδο.

Πηγές

Arestis, P. 2009. "New Consensus macroeconomics and Keynesian critique." In E. Hein, T. Niechoj and E. Stockhammer (eds.), *Macroeconomic Policies on Shaky Foundations. Whither Mainstream Economics?* Marburg, Germany: Metropolis.

———. 2011a. "Keynesian Economics and the New Consensus in Macroeconomics." In E. Hein and E. Stockhammer (eds.), *A Modern Guide to Keynesian Macroeconomics and Economic Policies*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.

———. 2011b. "European Economic and Monetary Union Policies from a Keynesian Perspective." In E. Hein and E. Stockhammer (eds.), *A Modern Guide to Keynesian Macroeconomics and Economic Policies*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.

———.2011c. “Fiscal Policy Is Still an Effective Instrument of Macroeconomic Policy.” *Panoeconomicus*, 6 (2), 143–156.

———. 2013. “Economic Theory and Policy: A Coherent Post-Keynesian Approach.” *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention, Papers and Proceedings of Research Network Macroeconomics and Macroeconomic Policies*. Forthcoming.

Arestis, P. and Sawyer, M. 2004a. *Re-examining Monetary and Fiscal Policy for the 21st Century*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.

———. 2004b. “On Fiscal Policy and Budget Deficits.” *Intervention: Journal of Economics*, 1 (2), 61–74.

Brecht, M., Tober, S., Truger, A. and van Treeck, T. 2012. “Squaring the Circle in Euro Land? Some Remarks on the Stability Programmes 2010–2013.” In Papadimitriou, D. B., and Zezza, G. (eds.), *Contributions to Stock-flow Modeling. Essays in Honor of Wynne Godley*. Basingstoke, UK: Palgrave Macmillan.

Deutsche Bundesbank. 2011. “Die Schuldenbremse in Deutschland—Wesentliche Inhalte und deren Umsetzung.” *Monatsbericht*, Oktober 2011, 15–40. Frankfurt a. Main: Deutsche Bundesbank.

———.2012. “Zur Entwicklung der Länderfinanzen in Deutschland seit dem Jahr 2005.” *Monatsbericht*, Oktober 2012, 31–51. Frankfurt a. Main: Deutsche Bundesbank.

Clarida, R., Gali, J. and Gertler, M. 1999. “The Science of Monetary Policy: A New Keynesian perspective.” *Journal of Economic Literature*, 37, 1661–1707.

Dreger, C., and Slacalek, J. 2007. “Finanzmarktentwicklung, Immobilienpreise und Konsum.” *DIW Wochenbericht*, 74, 533–536.

European Commission. 2010. “European Economic Forecast—Spring 2010.” *European Economy* 2. Brussels: European Commission.