

Άγγελος Α. Αντζουλάτος

Κυβερνήσεις, Χρηματαγορές & Μακροοικονομία

πλοήγηση στον κόσμο της οικονομίας
και των αγορών

2η έκδοση



Η Β΄ έκδοση έχει περισσότερη Ελλάδα και περισσότερη Ευρώπη.

Περισσότερη Ελλάδα, καθώς η χώρα μας θα αποτελεί για πολλά χρόνια αντικείμενο μελέτης των παθογενειών οι οποίες δημιουργούν τις συνθήκες για κρίση, αλλά και της λανθασμένης πολιτικής των μνημονίων η οποία μετέτρεψε μία επώδυνη, αλλά αναγκαία προσαρμογή, σε βαθύτατη κρίση χωρίς ορατό τέλος.

Περισσότερη Ευρώπη, καθώς τα προβλήματα της Ελλάδος είναι αντανάκλαση και των θεσμικών αδυναμιών του ευρώ – αδυναμίες οι οποίες απειλούν τη μακρομέρευσή του και για τις οποίες δεν υπάρχουν εύκολες λύσεις.

Παράλληλα, το βιβλίο παρέχει ένα ολοκληρωμένο πλαίσιο για τη λήψη οικονομικών και επενδυτικών αποφάσεων στην ταχύτατα μεταβαλλόμενη και επιρρεπή σε εξάρσεις οικονομία στην οποία ζούμε. Επιπλέον, αναδεικνύει τις μακροοικονομικές αιτίες των κρίσεων και εξετάζει λύσεις από την οικονομική πολιτική και το θεσμικό πλαίσιο, παρέχοντας έτσι και ένα ολοκληρωμένο πλαίσιο για την ανάλυση της μακροπροληπτικής εποπτείας – της αναδυόμενης τάσεως στην εποπτεία του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Και όλα αυτά, χρησιμοποιώντας τα διαχρονικά εργαλεία μακροοικονομικής ανάλυσης, τα υποδείγματα IS/LM και Mundell-Fleming, τα οποία επεκτείνει με έναν καινοτόμο τρόπο, ώστε να είναι εφικτή η ανάλυση των σύνθετων αλληλεπιδράσεων του χρηματοοικονομικού συστήματος με την οικονομία, τις κυβερνήσεις και τις κεντρικές τράπεζες.

Η προσέγγιση του βιβλίου είναι ένα μείγμα απαισιοδοξίας και αισιοδοξίας. Απαισιοδοξίας, λόγω της εγγενούς τάσεως του συστήματος της ελεύθερης οικονομίας να πηγαίνει από κρίση σε κρίση, χωρίς να διδάσκεται από τα λάθη και τα πάθη ακόμα και του πρόσφατου παρελθόντος· αισιοδοξίας, διότι η ευρηματικότητα των ανθρώπων, επικουρούμενη από καλά σχεδιασμένη οικονομική πολιτική και ισχυρούς θεσμούς, μπορεί να μειώσει το σχετικό κόστος και να δημιουργήσει πρόσφορες συνθήκες για αειφόρο ανάπτυξη με μεγαλύτερη κοινωνική δικαιοσύνη.

Αναλυτικά περιεχόμενα

Μέρος Α΄: Βασικές έννοιες

Το χάος των χρηματοοικονομικών εξελίξεων 3

- 1.1 Εισαγωγή 3
- 1.2 Η κρίση που άλλαξε τον κόσμο 5
- 1.3 Το χάος των χρηματοοικονομικών εξελίξεων 14
 - Μεγάλος αριθμός μεταβλητών 15
 - Σύνθετες αλληλεπιδράσεις 15
 - Συνεχείς αλλαγές στην οικονομία και τις χρηματαγορές 22
 - Έλλειψη καλών προβλέψεων 23
- 1.4 Στόχος, πλαίσιο αναλύσεων και εκπαιδευτικά εργαλεία 25
 - Στόχος 25
 - Πλαίσιο αναλύσεων 25
 - Εκπαιδευτικά εργαλεία 26
- 1.5 Περιγραφή του βιβλίου 29
 - Δομή 29
 - Φιλοσοφία 32
 - Αναγνωστικό κοινό 34
 - Το βιβλίο ως διδακτικό εγχειρίδιο 35

Εισαγωγή στους εθνικούς λογαριασμούς 37

- 2.1 Εισαγωγή 37
- 2.2 Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν 39
 - Τρεις μέθοδοι μετρήσεως 40
 - Η μέθοδος των δαπανών 45
 - Χρήση των πραγματικών στοιχείων 49
- 2.3 Οι εξωτερικοί λογαριασμοί μίας χώρας 56
 - Διεθνείς επενδύσεις, εισοδήματα και πληρωμές 56
 - Τρία ισοζύγια 63
- 2.4 Ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών 68
 - Χρηματοδότηση 68
 - Δυνητικές επιπτώσεις 75
- 2.5 Η ταυτότητα αποταμιεύσεων – επενδύσεων 80
- 2.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 87
- 2.7 Ασκήσεις 88

Δείκτες τιμών και πληθωρισμός 91

- 3.1 Εισαγωγή 91
- 3.2 Η άνοδος και η πτώση του πληθωρισμού 92
- 3.3 Δείκτες τιμών και πληθωρισμός 96
 - Βασικές έννοιες 96
 - Κατασκευή των δεικτών 100
 - Αδυναμίες των δεικτών 105
- 3.4 Πληθωρισμός – Ένα απλό υπόδειγμα 111
 - Πληθωριστικές πιέσεις και πληθωρισμός 112
 - Πληθωριστικές πιέσεις – Δυνάμεις προσφοράς και ζήτησης 120
- 3.5 Ένας επικίνδυνος φαύλος κύκλος 125
 - Δυναμική 125
 - Ο ρόλος του θεσμικού πλαισίου 126
 - Ο ρόλος των προσδοκιών 127
 - Ο ρόλος της αξιοπιστίας των Αρχών 129
 - Ο ρόλος της συναινέσεως και της αξιοπιστίας των θεσμών 130
- 3.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 131
- 3.7 Ασκήσεις 132

Πληθωρισμός και επιτόκια 135

- 4.1 Εισαγωγή 135
- 4.2 Το πραγματικό επιτόκιο 136
 - Η πλευρά των αποταμιευτών/δανειστών 136
 - Η πλευρά των δανειζομένων 142

- 4.3 Πραγματικό επιτόκιο & στρατηγική συμπεριφορά των καταθετών 146
 - Ο ρόλος του θεσμικού πλαισίου 146
 - Γιατί όχι διοικητικά μέτρα; 148
- 4.4 Θεσμικό πλαίσιο και πραγματικά επιτόκια 149
 - Μέτρα καταπιέσεως του χρηματοοικονομικού συστήματος 149
 - Απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος 154
- 4.5 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 159
- 4.6 Ασκήσεις 159

Πληθωρισμός, υπερπληθωρισμός, αντιπληθωρισμός 161

- 5.1 Εισαγωγή 162
- 5.2 Πληθωρισμός 164
 - Όταν η 'κοινή λογική' δεν είναι πολύ λογική 164
 - Το κόστος του πληθωρισμού 167
- 5.3 Υπερπληθωρισμός 186
 - Το μέγεθος του προβλήματος 186
 - Ανατομία 188
 - Συνέπειες 189
- 5.4 Αντιπληθωρισμός 197
 - Το μέγεθος του προβλήματος 197
 - Ανατομία 198
 - Συνέπειες 203
- 5.5 Σταθερότητα των τιμών – Ορισμός 211
- 5.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 213
- 5.7 Ασκήσεις 213

Οικονομικοί κύκλοι 217

- 6.1 Εισαγωγή 217
- 6.2 Σύνοψη παρουσίαση 218
 - Χαρακτηριστικά 219
 - Περιγραφή 222
- 6.3 Ανατομία ενός τυπικού κύκλου 225
 - Περί της πολυπλοκότητας των κύκλων 225
 - Ανατομία ενός τυπικού κύκλου 226
 - Περί της πολυπλοκότητας των κύκλων (συνέχεια) 232
- 6.4 Το κόστος των οικονομικών κύκλων 237
- 6.5 Πρόβλεψη των οικονομικών κύκλων 244
 - Δείκτες 244
 - Αδυναμίες των δεικτών 249
- 6.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 254
- 6.7 Ασκήσεις 255

Μέρος Β΄: Αναλύσεις βραχυχρονίων διακυμάνσεων

Λογική θεμελίωση των υποδειγμάτων 259

- 7.1 Εισαγωγή 259
- 7.2 Περί των υποδειγμάτων 260
 - Ορισμός 260
 - Χρονοδιάγραμμα παρουσιάσεως 261
 - Αλγόριθμος 262
 - Χρήση 263
 - Κατηγορίες μεταβλητών 264
- 7.3 Κύριες μεταβλητές – Αγορά αγαθών & υπηρεσιών 265
 - Συνολική ζήτηση 265
 - Ιδιωτική κατανάλωση 266
 - Διαθέσιμο εισόδημα 276
 - Φόροι 277
 - Επενδύσεις 278
 - Δημόσια κατανάλωση 283
 - Εξαγωγές 283
 - Εισαγωγές 285
 - Συνθήκη ισορροπίας 286

Σύνοψη	286
7.4 Επεκτάσεις – Άλλες μεταβλητές	289
Κατανάλωση, επενδύσεις και το χρηματοοικονομικό σύστημα	289
Κατανάλωση – Επιπλέον επιδράσεις	293
Επενδύσεις – Επιπλέον επιδράσεις	295
Εξαγωγές και εισαγωγές	298
Ισολογισμοί και συναλλαγματικός κίνδυνος	298
7.5 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία	299
7.6 Ασκήσεις	299
Ο 'Κεϋνσιανός Σταυρός'	301
8.1 Εισαγωγή	302
8.2 Ανάλυση ισορροπίας	303
Κύριες μεταβλητές	303
Ενδογενείς και εξωγενείς μεταβλητές	303
Ισορροπία	306
8.3 Αναλύσεις σεναρίων και διαταραχών	309
Αύξηση της δημοσίας καταναλώσεως – Επεκτατική δημοσιονομική πολιτική	311
Αναλύσεις διαταραχών – Συνοπτική παρουσίαση	318
8.4 Επεκτάσεις – Ευελιξία του υποδείγματος	324
6 ^ο Βήμα του αλγορίθμου – Περισσότερες επιδράσεις	325
8.5 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία	327
8.6 Ασκήσεις	327
Το υπόδειγμα IS/LM	331
9.1 Εισαγωγή	332
9.2 Ισορροπία στην αγορά αγαθών & υπηρεσιών	333
Κύριες μεταβλητές	333
Ενδογενείς και εξωγενείς μεταβλητές	333
Ισορροπία	334
Μεταβολές της ισορροπίας	339
9.3 Ισορροπία στην αγορά χρήματος	342
Κύριες μεταβλητές	342
Ενδογενείς και εξωγενείς μεταβλητές	345
Ισορροπία	345
Μεταβολές της ισορροπίας	348
9.4 Ισορροπία στην οικονομία	350
9.5 Ποιοτικές αναλύσεις σεναρίων και διαταραχών	352
9.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία	354
9.7 Ασκήσεις	354
Αναλύσεις σεναρίων & διαταραχών με το υπόδειγμα IS/LM	357
10.1 Εισαγωγή	357
10.2 Αναλύσεις σεναρίων και διαταραχών – Εισαγωγικά	358
10.3 Τυπικά σενάρια οικονομικής πολιτικής	360
Επεκτατική νομισματική πολιτική	360
Επεκτατική δημοσιονομική πολιτική	368
10.4 Θέματα οικονομικής πολιτικής	376
Πρώτη σύγκριση της δημοσιονομικής και της νομισματικής πολιτικής	376
Μείγμα δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής	377
Δημοσιονομική και νομισματική πολιτική: (πρέπει να) είναι ανεξάρτητες;	380
Οικονομική πολιτική και οικονομικός κύκλος	381
10.5 Άλλα σενάρια και διαταραχές	383
Εφαρμογές του αλγορίθμου	383
Προσδοκίες: ενδογενείς ή εξωγενείς;	389
Επεκτάσεις του υποδείγματος	390
10.6. Ελλείμματα του προϋπολογισμού και δημόσιο χρέος	391
Δυνητικές παρενέργειες	391
Συστατικά του προϋπολογισμού	396
Η δυναμική του δημοσίου χρέους	400
Η αξία της αξιοπιστίας και ο πειρασμός του χρέους	411
Χρηματοδότηση του ελλείμματος και του χρέους	412
10.7 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία	413

10.8 Ασκήσεις 414

Μέρος Γ': Νομισματική πολιτική & χρηματοοικονομικό σύστημα

Νομισματική πολιτική 419

- 11.1 Εισαγωγή 420
- 11.2 Νομισματική κυκλοφορία – Βασικές έννοιες και μεταβλητές 422
- 11.3 Σύντομη εισαγωγή στην τραπεζική 426
 - Τραπεζική λογιστική – Βασικές έννοιες 426
 - Διαμεσολάβηση και σχετικοί κίνδυνοι 430
- 11.4 Δημιουργία χρήματος από τις εμπορικές τράπεζες 443
- 11.5 Η έλλειψη ρευστότητας και το ευάλωτο των τραπεζών 447
- 11.6 Εμπορικές τράπεζες και νομισματική κυκλοφορία 457
 - Υπερβάλλοντα διαθέσιμα 457
- 11.7 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 460
- 11.8 Ασκήσεις 461

Κεντρική τραπεζική 463

- 12.1 Εισαγωγή 464
- 12.2 Οι αποφάσεις των κεντρικών τραπεζών 467
 - Στόχοι 467
 - Εργαλεία 471
 - Περιορισμοί 476
- 12.3 Άσκηση της νομισματικής πολιτικής 482
 - Κανονικές συνθήκες 482
 - Συνθήκες υπερπληθωρισμού ή αντιπληθωρισμού 491
 - Νομισματική πολιτική σε περιβάλλον μηδενικών επιτοκίων 492
- 12.4 Κεντρικές τράπεζες και αγορές – Δύσκολη συμβίωση 496
 - Η μεγάλη εικόνα 496
 - Ενδογενείς πιστωτικοί κύκλοι 501
 - ‘Φούσκες’ 509
 - Κρίσεις 515
- 12.5 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 528
- 12.6 Ασκήσεις 529

Μέρος Δ': Βραχυχρόνιες διακυμάνσεις & διεθνείς χρηματαγορές

Συναλλαγματικές ισοτιμίες 535

- 13.1 Εισαγωγή 535
- 13.2 Ονομαστική ισοτιμία 537
- 13.3 Πραγματική ισοτιμία 539
 - Τιμές και ανταγωνιστικότητα 539
 - Πραγματική ισοτιμία 541
 - Διμερείς και σταθμισμένες ισοτιμίες 544
- 13.4 Πληθωρισμός και μεταβολές της ονομαστικής ισοτιμίας 548
 - Πληθωρισμός και μεταβολές της ανταγωνιστικότητας 548
 - Ο ‘Νόμος της μίας τιμής’ 551
- 13.5 Συστήματα συναλλαγματικών ισοτιμιών – Σύντομη περιγραφή 555
 - Νομισματική ένωση 556
 - ‘Dollarization’ 559
 - Currency board 561
 - ‘Truly fixed’ exchange rate 562
 - Adjustable peg 563
 - Crawling peg 563
 - Basket peg 564
 - Target zone 565
 - Managed float 567
 - Pure float 567
- 13.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 567
- 13.7 Ασκήσεις 568

Το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών 571

- 14.1 Εισαγωγή 572
- 14.2 Περί των αποδόσεων 573
 - Αποδόσεις αξιογράφων/επενδύσεων 573
 - Συναλλαγματική απόδοση 574
- 14.3 Η συνθήκη ισοδυναμίας των επιτοκίων 578
 - Απόδειξη 578
 - Συνέπειες 586
- 14.4 Επεκτάσεις 595
 - Απλουστευτικές υποθέσεις – Επανεξέταση 595
 - Ασφάλιστρο ρευστότητας 597
 - Κόστη συναλλαγών 599
 - Ασφάλιστρο κινδύνου 602
 - Συνθήκη ισοδυναμίας των επιτοκίων – Ρεαλιστικότερη μορφή 603
- 14.5 Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών – Επιδράσεις 606
 - Νομισματική πολιτική 609
 - Πληθωρισμός 610
 - Χρηματοοικονομική μόλυνση 610
 - Οικονομική πολιτική 612
 - Μακροοικονομικές ανισορροπίες και χρηματοοικονομική σαθρότητα 613
 - Συνθήκες στις διεθνείς χρηματαγορές 615
 - Σύνοψη 616
- 14.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 617
- 14.7 Ασκήσεις 617

Το υπόδειγμα Mundell-Fleming 621

- 15.1 Εισαγωγή 622
- 15.2 Εξωτερική ανισορροπία – Αυτόματος σταθεροποιητικός μηχανισμός 623
 - Σύστημα μεταβλητών ισοτιμιών 624
 - Σύστημα σταθερών ισοτιμιών 624
 - Σύνοψη 626
 - Αδρανοποίηση 626
- 15.3 Ισορροπία στην αγορά συναλλάγματος 628
 - Κύριες μεταβλητές 628
 - Ενδογενείς και εξωγενείς μεταβλητές 629
 - Ισορροπία 629
 - Μεταβολές της ισορροπίας 631
- 15.4 Το υπόδειγμα Mundell-Fleming 632
 - Ισορροπία 632
 - Αλγόριθμος αναλύσεως σεναρίων και διαταραχών 633
 - Απλουστεύσεις 634
- 15.5 Σενάρια οικονομικής πολιτικής 635
 - (Αξιόπιστο) Σύστημα σταθερών ισοτιμιών 635
 - Σύστημα μεταβλητών ισοτιμιών 641
 - Σύστημα ισοτιμιών και αποτελεσματικότητα της οικονομικής πολιτικής 646
 - Επεκτάσεις – Άλλες διαταραχές από την Αγορά Αγαθών & Υπηρεσιών 648
- 15.6 Διαταραχές από την αγορά συναλλάγματος 649
 - Αύξηση του διεθνούς επιτοκίου 649
 - Αύξηση των ασφαλίσεων κινδύνου και ρευστότητας 651
 - Μη-αναμενόμενη υποτίμηση 651
 - Ένταση των προσδοκιών υποτιμήσεως 653
- 15.7 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 654
- 15.8 Ασκήσεις 655

Το υπόδειγμα Mundell-Fleming (Μέρος Β΄) 659

- 16.1 Εισαγωγή 659
- 16.2 Μικρή χώρα – Επεκτάσεις 660
 - Ο δυνητικός ρόλος των συναλλαγματικών περιορισμών 660
 - Περί των συναλλαγματικών αποθεμάτων 666
- 16.3 Μεγάλη χώρα – Σενάρια οικονομικής πολιτικής 669
 - Επεκτατική νομισματική πολιτική υπό σταθερές ισοτιμίες 670
 - Επεκτατική νομισματική πολιτική υπό μεταβλητές ισοτιμίες 672

- Σενάρια οικονομικής πολιτικής – Σύνοψη 673
- 16.4 Άλλα συστήματα συναλλαγματικών ισοτιμιών 674
- Μη-αξιόπιστο (Non-credible) σύστημα σταθερών ισοτιμιών 674
 - Ρυθμιζόμενη ισοτιμία (Adjustable peg) 682
 - Διολισθαίνουσα ισοτιμία (Crawling peg) 684
 - Σύστημα ζώνης (Target zone) 684
- 16.5 Ειδικά θέματα 687
- Δανεισμός σε ξένο νόμισμα – Τα στρεβλά κίνητρα των σταθερών ισοτιμιών 687
 - ‘Η αδύνατη τριάδα’ (‘The impossible trinity’) 689
 - Ο ρόλος των προσδοκιών και η αξία της αξιοπιστίας 690
- 16.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 693
- 16.7 Ασκήσεις 694

Διεθνή επενδυτικά κεφάλαια 697

- 17.1 Εισαγωγή 697
- 17.2 Διεθνή επενδυτικά κεφάλαια – Διλήμματα 699
- Θετικά 700
 - Αρνητικά 704
- 17.3 Περί των συναλλαγματικών περιορισμών 713
- Ταξινόμηση 715
 - Στόχοι 717
 - Θετικά και αρνητικά 719
- 17.4 Συναλλαγματικές κρίσεις 724
- Υποδείγματα 1^{ης} Γενεάς – Ο ρόλος των θεμελιωδών οικονομικών μεγεθών 726
 - Υποδείγματα 2^{ης} Γενεάς – Ο ρόλος των προσδοκιών 728
 - Μία σύνθεση των υποδειγμάτων 729
 - Οι ‘δίδυμες κρίσεις’ – Τραπεζικές και συναλλαγματικές 730
- 17.5 Διεθνή επενδυτικά κεφάλαια και το ευμετάβλητο των ισοτιμιών 733
- Προσφορά & ζήτηση – Ένα απλό υπόδειγμα για τις ισοτιμίες 735
 - Περί των πληροφοριών και προσδοκιών 737
 - Ονομαστικές ισοτιμίες και θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη 738
 - Εξηγώντας τη συμπεριφορά των ονομαστικών ισοτιμιών 739
 - Βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις, μεσο-μακροπρόθεσμες τάσεις 741
- 17.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 742
- 17.7 Ασκήσεις 742

Χρηματαγορές και το διεθνές νομισματικό σύστημα 747

- 18.1 Εισαγωγή 747
- 18.2 Σταθερές έναντι μεταβλητών ισοτιμιών 749
- Συγκριτικά πλεονεκτήματα των αξιόπιστων σταθερών ισοτιμιών 749
 - Συγκριτικά πλεονεκτήματα των μεταβλητών ισοτιμιών 752
- 18.3 Συστήματα ισοτιμιών – Σύντομη ιστορική αναδρομή 754
- Ο ‘Κανόνας του Χρυσού’ (‘Gold Standard’), 1879-1913 757
 - Η ταραχώδης περίοδος του Μεσοπολέμου, 1919-1939 762
 - Το Σύστημα Bretton Woods, 1945-1971 768
 - Κυμαινόμενες ισοτιμίες, 1971-Παρόν 775
- 18.4 ONE – Μακρά και δύσκολη κυοφορία, άδηλο μέλλον 778
- Η πορεία προς την ONE 778
 - Το μέλλον του ευρώ 781
- 18.5 Αναζητώντας το ιδανικό σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών 794
- 18.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 795
- 18.7 Ασκήσεις 796

Μέρος Ε΄: Μακροχρόνια ανάπτυξη

Η αγορά εργασίας στο προσκήνιο 801

- 19.1 Εισαγωγή 802
- 19.2 Η αγορά εργασίας 803
- Η συνάρτηση παραγωγής 803
 - Ζήτηση 812
 - Προσφορά 815
 - Ισορροπία 819

- Μεταβολές της ισορροπίας 825
- 19.3 Γενική ισορροπία – Όλες οι αγορές μαζί 831
 - Η αγορά εργασίας στο σύστημα συντεταγμένων (Y, i) 831
 - Γενική ισορροπία 833
 - Σταθεροποιητικοί μηχανισμοί 834
- 19.4 Ανάλυση σεναρίων και διαταραχών 835
 - Αγορά αγαθών & υπηρεσιών 836
 - Αγορά χρήματος 838
 - Αγορά συναλλάγματος 839
 - Αγορά εργασίας 840
- 19.5 Σταθεροποιητική πολιτική και μακροχρόνια ανάπτυξη 846
 - Από τη σταθεροποιητική πολιτική στη μακροχρόνια ανάπτυξη 847
 - Από τη μακροχρόνια ανάπτυξη στη σταθεροποιητική πολιτική 849
- 19.6 Βασικές έννοιες και αγγλική ορολογία 850
- 19.7 Ασκήσεις 852

Κυβερνήσεις, χρηματαγορές και μακροοικονομία 855

- 20.1 Εισαγωγή 855
- 20.2 Ακροβατώντας μεταξύ αναπτύξεως, ανισορροπιών, προσδοκιών και κρίσεων 856
 - Περί των κινδύνων 856
 - Ενισχυτές των διαταραχών 857
 - Ενισχυτές των διαταραχών και αποσταθεροποιητικοί μηχανισμοί – Αλληλεπιδράσεις 859
 - Άλλες επιδράσεις 860
- 20.3 Μετριάζοντας τους κινδύνους – Λύση από το θεσμικό πλαίσιο; 865
 - Η υπόσχεση των περιορισμών 865
 - Προβληματισμοί 867
- 20.4 Η άγνωστη χρυσή τομή του θεσμικού πλαισίου 869

Ευρετήρια

Ευρετήριο ονομάτων 872

Ευρετήριο εννοιών 874

Πρόλογος β' εκδόσεως

Στην παρούσα έκδοση, η δομή του βιβλίου δεν έχει αλλάξει, καθώς οι σύγχρονες τάσεις στις οικονομικές αναλύσεις και στην άσκηση της οικονομικής πολιτικής είχαν ήδη ενσωματωθεί στην α' έκδοση, αντανακλώντας την πεποίθηση του γράφοντος ότι η οικονομική λογική είναι διαχρονική. Τα προβλήματα τείνουν να επανέρχονται, αν και το κοινωνικό, πολιτικό και οικονομικό περιβάλλον είναι διαφορετικό· η λογική είναι η ίδια, οι λεπτομέρειες μόνο αλλάζουν.

Θέματα όπως η δυναμική του αποπληθωρισμού χρέους, οι συναλλαγματικοί περιορισμοί και η θεσμική σχέση των κεντρικών τραπεζών με τις εκλεγμένες κυβερνήσεις, τα οποία μέχρι πρότινος θεωρούντο ιστορικής σημασίας μόνο, επανήλθαν στο προσκήνιο· τα επανέφερε η δύσκολη οικονομική πραγματικότητα μετά την παγκόσμια κρίση η οποία ξέσπασε το 2007 και ακόμη ταλανίζει τις οικονομίες των βιομηχανικών χωρών.

Επίσης, απλά αναλυτικά εργαλεία, όπως το υπόδειγμα IS/LM και η επέκτασή του το Mundell-Fleming, αποδείχθηκαν αποτελεσματικοί οδηγοί για την κατανόηση των χρηματοοικονομικών εξελίξεων, τη χάραξη της οικονομικής πολιτικής και τη λήψη οικονομικών και επενδυτικών αποφάσεων, στο πολύ ευμετάβλητο και επιρρεπές σε κρίσεις οικονομικό περιβάλλον στο οποίο ζούμε. Το αναδεικνύει η διαπίστωση του βραβευθέντος με το βραβείο Νόμπελ στα οικονομικά καθηγητή Paul Krugman:

“...when the financial crisis came policy-makers relied on some version of the Hicksian sticky-price IS-LM as their default model; these models were ‘good enough for government work’. While there have been many incremental changes suggested to the DSGE model, there has been no single ‘big idea’ because even the simpler IS-LM type models were what worked well. In particular, the policy responses based on IS-LM were appropriate.”¹

Πρόκειται για διαπίστωση με την οποία συμφωνούν πολλοί ακαδημαϊκοί οικονομολόγοι, με σημαντική θητεία σε θέσεις ευθύνης σχετικές με την οικονομική πολιτική. Αντανακλάται, επίσης, στην πίεση από φοιτητές, ακόμη και κορυφαίων πανεπιστημίων, όπως το Harvard, για αλλαγή του τρόπου διδασκαλίας των οικονομικών, με στόχο να κατανοούν οι φοιτητές καλύτερα τι πιθανόν να μη λειτουργήσει σωστά στην οικονομία και πώς θα μπορούσε να αποφευχθεί· να κατανοούν, δηλαδή, τις αλληλεπιδράσεις της οικονομίας με το χρηματοοικονομικό σύστημα.

Η δομή, λοιπόν, δεν έχει αλλάξει, αλλά το βιβλίο έχει αλλάξει ριζικά, καθώς έχει γραφεί σχεδόν από την αρχή. Οι πλέον αξιοσημείωτες αλλαγές συνοψίζονται κατωτέρω.

Εστίαση.

Παρότι το βιβλίο διατηρεί τον διεθνή προσανατολισμό του, αναγνωρίζοντας ότι δεν ζούμε σε μια απομονωμένη οικονομική νησίδα, αλλά ταξιδεύουμε στους ωκεανούς της διεθνούς οικονομίας και των διεθνών αγορών, η νέα έκδοση έχει *περισσότερη Ελλάδα και περισσότερη Ευρώπη*. Περισσότερη Ελλάδα, καθώς η χώρα μας θα αποτελεί για πολλά χρόνια αντικείμενο μελέτης των παθογενειών που δημιουργούν τις συνθήκες για κρίση, αλλά και της λανθασμένης πολιτικής των μνημονίων η οποία μετέτρεψε μία επώδυνη, αλλά αναγκαία, προσαρμογή, σε βαθύτατη κρίση χωρίς ορατό τέλος. Περισσότερη Ευρώπη, καθώς τα προβλήματα της Ελλάδος είναι αντανάκλαση και των θεσμικών αδυναμιών του ευρώ – αδυναμίες οι οποίες απειλούν την μακροήμερευσή του και για τις οποίες δεν υπάρχουν εύκολες λύσεις.

Επίσης, στη β' έκδοση αναδεικνύονται περισσότερο θέματα τα οποία σχετίζονται με τις σύγχρονες τάσεις στην οικονομική πολιτική, και δη στη *μακροπροληπτική εποπτεία*. Ου-

¹ “Good enough for government work? Macroeconomics since the crisis”, by Paul Krugman, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 34, No. 1-2, Spring-Summer 2018, pp. 156–168.

σιαστικά, συζητούνται σε μεγαλύτερο βάθος, ως εφαρμογές των απλών αναλυτικών εργαλείων του βιβλίου, οι μακροοικονομικές αιτίες των κρίσεων και εξετάζονται λύσεις από την οικονομική πολιτική και το θεσμικό πλαίσιο, παρέχοντας, συν τοις άλλοις, ένα ολοκληρωμένο πλαίσιο για την ανάλυση της μακροπροληπτικής εποπτείας.

Σημαντικότερες αλλαγές.

Ανάμεσα στις αλλαγές ξεχωρίζουν η επικαιροποίηση των διαγραμμάτων και των ενθέτων με τα πλέον σύγχρονα στοιχεία, ιδιαίτερα για την Ελλάδα και την Ευρώπη – τέτοια στοιχεία είναι πολύ ευκολότερο να βρεθούν από ό,τι μερικά χρόνια πριν. Προστέθηκαν, επίσης, νέες ασκήσεις, εμπνευσμένες από την ελληνική και τη διεθνή εμπειρία των τελευταίων ετών.

Επιπροσθέτως, αναλύονται σε μεγαλύτερο βάθος θέματα τα οποία σχετίζονται με τον *πολλαπλασιαστή των δημοσίων δαπανών* και την *παγίδα του χρέους*, στην ενότητα 10.6· τα *αντισυμβατικά εργαλεία* νομισματικής πολιτικής, στην ενότητα 12.3· τα εργαλεία *μακροπροληπτικής εποπτείας*, στην ενότητα 12.4· οι *επιπτώσεις των μακροοικονομικών ανισορροπιών* και της *χρηματοοικονομικής σαθρότητας*, στην ενότητα 14.5· και οι *θεσμικές αδυναμίες του ευρώ*, στην ενότητα 18.4.

Περαιτέρω, η συζήτηση στο κεφάλαιο 14, για τη *συνθήκη ισοδυναμίας των επιτοκίων* και τους προσδιοριστικούς παράγοντες του *ισοζυγίου χρηματοοικονομικών συναλλαγών*, έγινε με τρόπο ο οποίος διευκολύνει την ανάλυση των συναλλαγματικών περιορισμών.

Για την Ελλάδα, ειδικότερα, το κουβάρι των προβληματισμών αρχίζει να ξετυλίγεται από τα νέα ένθετα 10.24 “*Η παγίδα του χρέους της Ελλάδος*” και 16.6 “*Ελλάδα 2010 – Υπήρχε ελπίδα για ένα ‘Ελληνικό θαύμα;’*”.

Φιλικότερο για τον αναγνώστη κείμενο.

Το κείμενο έγινε φιλικότερο για τον αναγνώστη, λεκτικά και αισθητικά. Περισσότερα χρώματα στις εξισώσεις, για να τονίζεται η λογική, περισσότεροι τίτλοι ενοτήτων, για να σπάει η μονοτονία του κειμένου, συνεκτικότερα κείμενα, κομψότερα διαγράμματα και εξισώσεις.

Επίσης, αριθμημένα βέλη στα πολύπλοκα διαγράμματα, για να είναι ευκολότερη η συζήτηση στο κείμενο, με χαρακτηριστικά παραδείγματα τη δυναμική του κακού αντιπληθωρισμού, στο σχήμα 5.2, του καλού αντιπληθωρισμού, στο ένθετο 5.12, και του *αντιπληθωρισμού χρέους*, στο ένθετο 5.13· την αποσταθεροποιητική δυναμική του χρέους, στο σχήμα 10.10· την *παγίδα του χρέους*, στο σχήμα 10.11· τους παράγοντες που επηρεάζουν το *ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών*, στο σχήμα 14.4· και τη δυναμική των ‘*δίδυμων*’ κρίσεων –*συναλλαγματικών και τραπεζικών*– στο σχήμα 17.2.

Ευχαριστίες

Οφείλω πολλές ευχαριστίες σε πολλούς συναδέλφους, αλλά και φοιτητές –προπτυχιακούς και μεταπτυχιακούς–, για τα γενναϊόδωρα σχόλια, την επισήμανση πολλών αδυναμιών της πρώτης εκδόσεως και τις εύστοχες προτάσεις για βελτίωση του κειμένου. Είναι πάρα πολλοί για να τους αναφέρω ονομαστικά.

Ιδιαίτερος, όμως, ευχαριστώ τους φίλους και συναδέλφους καθηγητές Νικόλαο Απέργη, Δημήτριο Κυριαζή, Χριστόδουλο Στεφανάδη και Χρήστο Γσούμα, για τις ατελείωτες συζητήσεις και τους δημιουργικούς προβληματισμούς σχετικά με την οικονομική πολιτική, την ελληνική οικονομία και τον ρόλο των θεσμών, και Ιωάννη Σώρρο, ο οποίος πάντα έφερνε στο προσκήνιο την ανθρώπινη διάσταση των οικονομικών. Ομοίως, ευχαριστώ και τον φίλο και συνδιδάσκοντα στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς Γεώργιο Κόντο, ο οποίος, επιπλέον, διάβασε κριτικά το αναθεωρημένο κείμενο.

Ευχαριστώ, επίσης, τον κ. Εμμανουήλ Κορνηλάκη, του εκδοτικού οίκου ΔΙΠΛΟΓΡΑΦΙΑ, για την πολύτιμη βοήθειά του σε όλα τα στάδια της διαδικασίας αναθεωρήσεως, και την κα Γεωργία Μεταξά-Μαριάτου, για τις ανεκτίμητες συμβουλές της σχετικά με φιλολογικά θέματα, έχοντας και οι δύο ανεξάντλητη υπομονή και μεγάλη διάθεση δημιουργικής προσφοράς.

Τέλος, ευχαριστώ το Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής, καθώς και το Πανεπιστήμιο Πειραιώς, φοιτητές, διδάσκοντες και διοικητικά στελέχη, για το δημιουργικό κλίμα το οποίο επέτρεψε την ολοκλήρωση της πολύμοχθης αναθεωρήσεως.

Φυσικά, ουδείς εκ των προαναφερθέντων φέρει ευθύνη για τις όποιες αδυναμίες και παραλείψεις του βιβλίου.

Α.Α.Α.

Μάρτιος 2019

Ενότητα 18.4

ONE – Μακρά και δύσκολη κυοφορία, άδηλο μέλλον

Η πορεία προς την ONE

Το μέλλον του ευρώ

Το μέλλον του ευρώ

Η ευρωπαϊκή κρίση χρέους στις αρχές της δεκαετίας του 2010 δημιούργησε έντονο προβληματισμό για την επιβίωση του ευρώ, κατά πόσον, δηλαδή, δεν θα αποχωρήσουν κάποιες χώρες από την ΟΝΕ. Είναι ένας προβληματισμός ο οποίος ξεπερνά κατά πολύ τη διαπίστωση ότι οι ιθύνοντες έκαναν λάθη στη διαχείριση της κρίσεως: επεκτείνεται στην ανεπαρκή θεσμική υποδομή του ευρώ, στο τι πρέπει να γίνει για να διορθωθεί και κατά πόσον υπάρχει η πολιτική βούληση και η κοινωνική συναίνεση στις χώρες-μέλη να γίνει.

Συνέπεια της ανεπαρκούς θεσμικής υποδομής είναι το διαρκώς αυξανόμενο κόστος παραμονής στην ΟΝΕ για κάποιες χώρες. Όσο μεγάλο και αν είναι το κόστος της εξόδου, κάποια στιγμή ενδέχεται να υπερκεραστεί από το αυξανόμενο κόστος παραμονής. Κανείς δεν μπορεί να προβλέψει *πότε* και *αν* θα συμβεί. Επίσης, κανείς δεν μπορεί να προβλέψει την οικονομική και πολιτική συγκυρία που μία τόσο παρακινδυνευμένη απόφαση θα ληφθεί από μία χώρα. Πάντως, όσο δεν αντιμετωπίζονται οι θεσμικές αδυναμίες του ευρώ, θα ενισχύονται οι ευρωσκεπτικτικές πολιτικές δυνάμεις οι οποίες θα εκφράζουν τον αυξανόμενο αριθμό των πολιτών που επηρεάζονται αρνητικά.

Η σχετική συζήτηση είναι ατελείωτη. Κατωτέρω παρατίθενται οι διαγνώσεις τριών κορυφαίων ακαδημαϊκών, του Joseph Stiglitz, καθηγητή του Columbia και κατόχου του βραβείου Νόμπελ στα οικονομικά, και των Maurice Obstfeld (καθηγητή του Berkeley και Διευθυντή Ερευνών του ΔΝΤ) and Alan M. Taylor (καθηγητή του University of California – Davis). Θα τις αποκωδικοποιήσουμε με τα αναλυτικά εργαλεία του βιβλίου.

Περί της ανεπαρκούς θεσμικής υποδομής του ευρώ

Ξεκινάμε με τον κ. Stiglitz,¹² τα επιχειρήματα του οποίου είναι ευκολότερο να συνδεθούν με τα αναλυτικά εργαλεία του βιβλίου.

(Ελεύθερη απόδοση, με **έμφαση** του γράφοντος) «Με απλά λόγια, το ευρώ ήταν εκ γενετής προβληματικό. Ήταν σχεδόν αναπόφευκτο ότι η **αφαίρεση δύο βασικών σταθεροποιητικών μηχανισμών, των επιτοκίων και των ισοτιμιών**, θα καθιστούσε τη μακροοικονομική προσαρμογή δύσκολη. Προσθέσατε σε αυτό μία κεντρική τράπεζα [Σημείωση: αναφέρεται στην ΕΚΤ] η οποία έχει ως εντολή να **εστιάζει στον πληθωρισμό** και με τις χώρες περαιτέρω να περιορίζονται από τα **όρια στα ελλείμματα του προϋπολογισμού** [Σημείωση: αναφέρεται στη Συνθήκη του Maastricht], και το αποτέλεσμα θα ήταν **υπερβολικά υψηλή ανεργία και ΑΕΠ συστηματικά κάτω από το δυνητικό**. Με τις χώρες να **δανείζονται σε ένα νόμισμα το οποίο δεν ελέγχουν**, και χωρίς εύκολο μηχανισμό για έλεγχο των εμπορικών ελλειμμάτων, οι κρίσεις ήταν αναπόφευκτες.

Η **εναλλακτική επιλογή της ονομαστικής υποτιμήσεως είναι η πραγματική** – οι τιμές στην Ελλάδα να μειώνονται σε σχέση με τις τιμές στη Γερμανία. Αλλά **δεν υπάρχουν κανόνες οι οποίοι να εξαναγκάζουν σε άνοδο τις τιμές στη Γερμανία**, ενώ **το οικονομικό και κοινωνικό κόστος από ικανή πτώση των τιμών στην Ελλάδα είναι τεράστιο**. Θα μπορούσε κάποιος να ονειρευτεί **ταχύτερη αύξηση της παραγωγικότητας στην Ελλάδα** από ό,τι στη Γερμανία ως εναλλακτικό τρόπο προσαρμογής, αλλά κανείς δεν έχει καταφέρει να προτείνει τον τρόπο. Το ίδιο ισχύει για την Ισπανία και την Πορτογαλία.

...

Οι αλλαγές στους κανόνες που χρειάζονται για να κάνουν το ευρώ λειτουργικό είναι, από οικονομικής πλευράς, μικρές. **Τραπεζική ένωση, ιδίως κοινή εγγύηση των καταθέσεων: κανόνες για περιορισμό των εμπορικών πλεονασμάτων** [Σημείωση: εννοεί των βορείων χωρών της ΟΝΕ, και κυρίως της Γερμανίας]: και **κάποια μορφή κοινής εγγυήσεως των χρεών**. Η **νομισματική πολιτική να εστιάζεται περισσότερο στην ανεργία, την ανάπτυξη και τη σταθερότητα**, όχι μόνο στον πληθωρισμό. Εν τω μεταξύ, η **βιομηχανική και οι άλλες πολιτικές πρέπει να στοχεύουν στο να βοηθήσουν τις υστερούσες χώρες να μειώσουν την απόσταση με τις πλέον ανεπτυγμένες**. Το κυριότερο: **μετάβαση από τη λιτότητα σε αναπτυξιακή δημοσιονομική πολιτική**. Αλλά αυτές οι αλλαγές δεν φαίνονται πολιτικά εφικτές σήμερα, με τη Γερμανία ακόμη να διατείνεται ότι «η Ευρώπη δεν είναι μία δημοσιονομική μεταβιβαστική ένωση (*transfer union*)».

¹² “A split euro is the solution for Europe’s single currency – The problems with the structure of the eurozone may be insurmountable”, *Financial Times*, 17 Αυγούστου 2016.

Οι Obstfeld και Taylor, στη σελίδα 19 του αναφερόμενου στην υποσημείωση 5 άρθρου τους, εστιάζουν περισσότερο στον ρόλο του χρηματοοικονομικού συστήματος.

(Ελεύθερη απόδοση, με έμφαση του γράφοντος) «Όμως, όπως η προγενέστερη συνθήκη του Bretton Woods, η **Συνθήκη του Maastricht, η οποία έθεσε τους κανόνες της ONE, παρέβλεψε τα θέματα της χρηματοοικονομικής σταθερότητας** (εν αντιθέσει με τα μακροοικονομικά), σε ένα διαφορετικό περιβάλλον και για διαφορετικούς λόγους, αλλά με σημαντική αποσταθεροποιητική δράση αργότερα. **Δεν υπήρχε μηχανισμός για να αντιμετωπίσει καταστάσεις όπου κάποιες χώρες είχαν μεγάλα και διαρκή εμπορικά πλεονάσματα ενώ κάποιες άλλες μεγάλα και διαρκή ελλείμματα. Δεν υπήρχε κοινό θεσμικό πλαίσιο για τις τράπεζες και το χρηματοοικονομικό σύστημα**, και ιδιαίτερα για κοινή ανάληψη του κινδύνου πτωχεύσεως των τραπεζών (π.χ., εγγύηση καταθέσεων). Και, όπως έγινε φανερό με τις κρίσεις στην ευρωζώνη, **παρά το κοινό νόμισμα, οι τράπεζες και οι κυβερνήσεις ήταν πιθανόν να αντιμετωπίσουν κρίση ρευστότητας η οποία μεγεθύνει τους κινδύνους για τη χρηματοοικονομική σταθερότητα**. Εν αντιθέσει με τις δεκαετίες του 1950 και του 1960, όταν ένα πολύ καταπιεστικό χρηματοοικονομικό περιβάλλον παγκοσμίως διασφάλιζε ότι η παράβλεψη των ανωτέρω θεμάτων στο Σύστημα Bretton Woods δεν θα δημιουργούσε μεγάλο κόστος, **η αγνόηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας στην αρχιτεκτονική του ευρώ, σε μία εποχή δραματικής επεκτάσεως του χρηματοοικονομικού συστήματος, αποδείχθηκε επώδυνη αμέλεια.**»

Συνοψίζοντας τη συζήτηση που ακολουθεί, οι σημαντικότεροι παράγοντες κινδύνου τους οποίους καλείται να ελέγξει η θεσμική υποδομή του ευρώ είναι

- α) ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών,
- β) ελλείμματα του προϋπολογισμού,
- γ) χρηματοοικονομική σαθρότητα.

Κάθε ένας είναι δυνατόν να εμφανιστεί ανεξάρτητα από τους άλλους δύο, αλλά είναι πιθανόν να εμφανιστούν και οι τρεις ταυτόχρονα καθότι αλληλεπιδρούν. Επίσης, κάθε ένας είναι δυνατόν να εμφανιστεί λόγω εξελίξεων στη διεθνή οικονομία και τις διεθνείς αγορές οι οποίες ίσως δεν σχετίζονται με την χώρα ούτε ελέγχονται από τις Αρχές της – προς επιβεβαίωσή του ανατρέξτε στο σχήμα 14.4 το οποίο συνοψίζει τους παράγοντες που επηρεάζουν το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και μέσω αυτού την οικονομία και τις αγορές μίας χώρας.

Επίσης, για όλες τις προτεινόμενες λύσεις υπάρχει λογικός αντίλογος – κάτι που ενισχύει τον προβληματισμό για την μακροημέρευση του ευρώ. Χωρίς αυτές, η μακροημέρευση είναι δύσκολη· με αυτές, δεν είναι σίγουρη. Επίσης, για να υπάρχει πιθανότητα επιτυχίας, πρέπει να εφαρμοστούν όλες· να αντιμετωπιστούν όλες οι θεσμικές αδυναμίες του ευρώ. Με άλλα λόγια, οι προτεινόμενες λύσεις συνιστούν *αναγκαία αλλά όχι ικανή* συνθήκη για την επιτυχία του ευρώ.

Αποκωδικοποίηση των προβλημάτων και των προτεινομένων λύσεων

Θα αποκωδικοποιήσουμε τα επιχειρήματα των τριών ακαδημαϊκών χρησιμοποιώντας τα αναλυτικά εργαλεία του βιβλίου. Στη συζήτηση κατωτέρω, προσπαθήστε να ξεχωρίσετε τα επιχειρήματα τα οποία είναι διαχρονικά από αυτά τα οποία σχετίζονται με τη συγκυρία της δεκαετίας του 2000 όταν εντάθηκαν οι ανισοροπίες που οδήγησαν σε κρίση στις χώρες του ευρωπαϊκού νότου (Ελλάδα, Ιταλία, Ισπανία, Πορτογαλία, συν την Ιρλανδία) – υπερδανεισμός, ‘φούσκες’, μεγάλα ελλείμματα του προϋπολογισμού και του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Στην επόμενη κρίση η συγκυρία θα είναι διαφορετική, αλλά οι δυσκολίες για το ευρώ οι ίδιες.

Αναφορικά με το προαναφερθέν αυξανόμενο κόστος παραμονής στην ONE, αντιστοιχεί σε αυτό το οποίο ο Stiglitz περιγράφει ως «υπερβολικά υψηλή ανεργία και ΑΕΠ συστηματικά κάτω από το δυνητικό» και σε αυτό το οποίο υπονοούν οι Obstfeld και Taylor, δηλαδή, τον κίνδυνο χρηματοοικονομικών κρίσεων. Οι κρίσεις, εκτός από μεγάλο βραχυχρόνιο κόστος, όπως αυτό το οποίο βιώνουμε στην Ελλάδα, έχουν μόνιμες επιπτώσεις στο παραγωγικό δυναμικό της οικονομίας και στη δυνατότητά της να δημιουργεί θέσεις εργασίας και να παράγει εισοδήματα (αναλύεται στο ένθετο 19.9 “Κρίσεις, υφέσεις και

δυναμική παραγωγή”). Κάθε κρίση και χειρότερα για τον μέσο πολίτη. Αλλά και χωρίς κρίση, επειδή οι θεσμικές αδυναμίες αυξάνουν το εύρος των οικονομικών κύκλων, αυξάνουν και το οικονομικό και κοινωνικό κόστος τους (βλέπετε την ενότητα 6.4 “Το κόστος των οικονομικών κύκλων”). Οπότε και κάθε ύφεση και χειρότερα για τον μέσο πολίτη.

Αφαίρεση δύο σταθεροποιητικών μηχανισμών.

Η αφαίρεση του επιτοκίου αναφέρεται στην αδυναμία ασκήσεως αυτόνομης νομισματικής πολιτικής σε σύστημα σταθερών ισοτιμιών (αναλύεται στην ενότητα 15.4)· της δε ισοτιμίας αναφέρεται στην αδυναμία υποτιμήσεως (αναλύεται στο σχήμα 15.10). Ουσιαστικά, η συμμετοχή στην ΟΝΕ εντείνει ένα εγγενές πρόβλημα της οικονομικής πολιτικής: ο αριθμός των αντικρουομένων στόχων είναι μεγαλύτερος από τον αριθμό των οργάνων (ένθετο 10.9). Μεγαλύτερη διαφορά αριθμού στόχων και αριθμού οργάνων, περισσότεροι στόχοι που θα θυσιάζονται, δυσκολότερη η χάραξη της οικονομικής πολιτικής, υψηλότερο το κοινωνικό κόστος.

Τα δύο αυτά εργαλεία βοηθούν στην καλύτερη διαχείριση της οικονομίας, με όφελος το μικρότερο εύρος των οικονομικών κύκλων και μικρότερη πιθανότητα δημιουργίας συνθηκών για κρίση. Όταν, για παράδειγμα, η χώρα οδεύει προς ύφεση, η μείωση των επιτοκίων, με επεκτατική νομισματική πολιτική, θα βοηθήσει στην αποφυγή της υφέσεως ή – τουλάχιστον – στον μετριασμό της, χωρίς να χειροτερεύσει ο προϋπολογισμός. Ομοίως και η υποτίμηση του νομίσματος η οποία, επιπλέον, θα συμβάλει στη βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ανάλυση όπως στο σχήμα 15.10).

Η αφαίρεσή τους απαιτεί ακόμη μεγαλύτερη πειθαρχία της δημοσιονομικής πολιτικής – του μόνου εναπομείναντος εργαλείου μακροοικονομικής πολιτικής (αναλύεται στο ένθετο 15.2 “Σταθερές ισοτιμίες και πειθαρχία της οικονομικής πολιτικής”). Η χώρα δεν πρέπει να έχει ελλείμματα του προϋπολογισμού σε περιόδους αναπτύξεως για να έχει τη δυνατότητα να ασκήσει επεκτατική δημοσιονομική πολιτική σε περιόδους που η οικονομία οδεύει προς ύφεση ή είναι σε ύφεση· και, ακόμη σημαντικότερο, να μην αναγκαστεί να ασκήσει συσταλτική πολιτική εν μέσω υφέσεως η οποία θα χειροτέρευε την ύφεση. Η εν λόγω συσταλτική πολιτική ίσως προέλθει από την *θεσμική πειθαρχία*, δηλαδή, τους κανόνες της Συνθήκης του Maastricht, ή από την *πειθαρχία της αγοράς*, δηλαδή, την αντίδραση των επενδυτών στην αύξηση του δημοσίου χρέους (αναλύεται στην ενότητα 10.6).

Ενισχύοντας τον προβληματισμό από την αφαίρεση των δύο αυτών σταθεροποιητικών μηχανισμών, η πειθαρχία της δημοσιονομικής πολιτικής δεν είναι σίγουρο ότι θα αποτρέψει τις ανισορροπίες –μακροοικονομικές και μικροοικονομικές (συνοψίζονται στον πίνακα 12.3)– και τις κρίσεις, όταν δεν λειτουργούν σωστά άλλες δικλείδες ασφαλείας της οικονομίας της αγοράς – εν προκειμένω δικλείδες που σχετίζονται με τη χρηματοοικονομική σταθερότητα. Θεωρείστε μία χώρα με διαχρονικά συνετή δημοσιονομική πολιτική, χάρη στην οποία δεν έχει έλλειμμα του προϋπολογισμού ούτε υψηλό κυβερνητικό χρέος. Η συνετή αυτή χώρα είναι ευάλωτη σε μαζικές εισροές επενδυτικών κεφαλαίων, ανάμεσα στις πολλές παρενέργειες των οποίων (αναλύονται στο σχήμα 18.3 κατωτέρω) είναι η χειροτέρευση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Ακόμη χειρότερα, οι εισροές ίσως ενεργοποιήσουν το τρίπτυχο *ενδογενείς πιστωτικοί κύκλοι – ‘φούσκες’ – κρίσεις* (αναλύεται στην ενότητα 12.4). Είναι η περίπτωση της Ιρλανδίας την περίοδο πριν ξεσπάσει η κρίση· η Ιρλανδία είχε πλεόνασμα του προϋπολογισμού μέχρι το 2007 και έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, δραματική πιστωτική επέκταση, φούσκα στα ακίνητα (βλέπετε τα στοιχεία στο ένθετο 12.17) και κρίση. Για να υπάρχει μία ακόμη αίσθηση των σχετικών μεγεθών, στην Ιρλανδία τα δάνεια για αγορά ακινήτων αυξήθηκαν από €43 δισ. τον Ιανουάριο 2003 σε €127 δισ. τον Μάιο 2008 – σχεδόν τριπλασιάστηκαν. Την ίδια περίοδο, τα συνολικά δάνεια σε νοικοκυριά αυξήθηκαν από €57 δισ. σε €157 δισ. (τα στοιχεία είναι από την Τράπεζα της Ιρλανδίας). Για να υπάρχει μέτρο συγκρίσεως, το ΑΕΠ της χώρας αυξήθηκε από €140,6 δισ. το 2003 σε €180,2 δισ. το 2008, πολύ λιγότερο από ότι τα δάνεια.

Θα μπορούσε η αυστηρότερη εποπτεία σε ευρωπαϊκό επίπεδο, στα πλαίσια της προτεινόμενης *τραπεζικής ενώσεως*, να αποτρέψει τέτοιες καταστάσεις; Πιθανό, αλλά όχι σίγουρο. Το αποδεικνύει η εμπειρία των ΗΠΑ. Παρότι οι ΗΠΑ ως νομισματική ένωση έχουν ισχυρότερη θεσμική υποδομή από την ΟΝΕ, δεν απέφυγαν την κρίση το 2008. Γενικότερα, όπως αναλύεται στην ενότητα 12.4 “Κεντρικές τράπεζες και αγορές – Δύσκολη συμβίωση”, η αποτελεσματικότητα της προληπτικής εποπτείας εξαρτάται από τις γενικότερες οικονομικές, κοινωνικές και πολιτικές συνθήκες. Εξαρτάται, επίσης, από τα άτομα σε θέσεις ευθύνης που, αν κρίνουμε από τα λάθη της νομισματικής πολιτικής (βλέπετε το ένθετο 12.7 “ΕΚΤ – Είκοσι χρόνια νομισματικής πολιτικής, 1999-2018”) και τη διόγκωση των ανισορροπιών πριν από την κρίση στην Ευρώπη και στις ΗΠΑ (συζητείται στο ένθετο 12.17 “Βλέποντας την κρίση να έρχεται”), δεν είναι 100% σίγουρο ότι θα αρθούν στο ύψος των απαιτητικών περιστάσεων.

Ο ανθρώπινος παράγων συχνά παραγνωρίζεται στον δημόσιο διάλογο για τη θεσμική θωράκιση της ευρωζώνης. Υπάρχει μία λανθάνουσα αισιοδοξία ότι οι προτεινόμενοι θεσμοί θα λειτουργούν αποτελεσματικά και θα συνεργάζονται αρμονικά –καθότι όλοι χρειάζονται για την εύρυθμη λειτουργία του ευρώ– με στόχο την ευημερία σε όλες τις χώρες-μέλη της ΟΝΕ.

Νομισματική πολιτική η οποία θα εστιάζεται περισσότερο στην ανεργία, την ανάπτυξη και τη σταθερότητα, όχι μόνο στον πληθωρισμό.

Η εστίαση της ΕΚΤ στον πληθωρισμό (συζητείται στο ένθετο 12.1) παραβλέπει ότι η σταθερότητα των τιμών δεν αρκεί για μακροοικονομική και χρηματοοικονομική σταθερότητα και για την ευημερία του κοινωνικού συνόλου. Αντιθέτως, όπως συζητείται ένθετο 12.2. “Στόχευση του πληθωρισμού – Υπέρ και κατά”, ίσως αποβεί αντιπαραγωγική. Το αναδεικνύει το ότι η κρίση του 2008 δεν έπεσε ως κεραυνός εν αιθρία (ένθετο 12.17) και η γενική συζήτηση στην ενότητα 12.4. Μία πιθανή παρενέργειά της είναι λάθη στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής, όπως οι δύο αυξήσεις των επιτοκίων από την ΕΚΤ στο απόγειο της κρίσεως (για σχετικά στοιχεία βλέπετε το διάγραμμα στο ένθετο 12.7).

Η μεγαλύτερη ανοχή στον πληθωρισμό ίσως αποτρέψει την αποσταθεροποιητική δυναμική του χρέους (βλέπετε τον πίνακα 10.7 και το σχήμα 10.10). Επιπλέον, ο πληθωρισμός ίσως είναι η λιγότερο δυσμενής λύση όταν οι οικονομικοί παράγοντες (νοικοκυριά, επιχειρήσεις, κυβέρνηση) είναι υπερχρεωμένοι (αναλύεται στην ενότητα 4.2 “Το πραγματικό επιτόκιο”). Από τη στιγμή που δεν είναι σίγουρο ότι η εποπτεία, είτε σε εθνικό είτε σε ευρωπαϊκό επίπεδο, θα αποτρέψει τον υπερδανεισμό, μάλλον ενδείκνυνται να υπάρχει η επιλογή του πληθωρισμού.

Παρά τη δικαιολογημένη θεσμική και κοινωνική αποστροφή της Γερμανίας στον πληθωρισμό, για την εξήγηση της οποίας βλέπετε τις ιστορικές αναφορές στην ενότητα 5.3 και το ένθετο 5.10 “Γερμανία 1948 – Τα οφέλη της σταθερότητας των τιμών”, θα πρέπει όλες οι χώρες-μέλη να κάνουν κάποιους συμβιβασμούς για να επιβιώσει η ΟΝΕ. Εν προκειμένω, πληθωρισμός της τάξεως του 3%-4%, λίγο υψηλότερος από τον αυστηρό στόχο της ΕΚΤ του 2% (αναλύεται στην ενότητα 5.5 και το ένθετο 12.2) είναι μικρότερο κακό από μία κρίση ή λάθη –όπως αυτά που τεκμηριώνονται στο ένθετο 12.7– τα οποία υπονομεύουν την αξιοπιστία της ΕΚΤ και διακυβεύουν την ακεραιότητα της ΟΝΕ.

Παραμένει, όμως, το ερώτημα εάν η νέα εστίαση θα μετριάσει τα προβλήματα από την κοινή νομισματική πολιτική όταν δεν είναι το ίδιο κατάλληλη για όλες τις χώρες-μέλη. Αυτό ισχύει στην περίπτωση όπου οι οικονομικοί τους κύκλοι δεν είναι συγχρονισμένοι, δεν βρίσκονται, δηλαδή, στην ίδια φάση, ή δεν έχουν παρόμοιο πληθωρισμό (βλέπετε τα δυνητικά προβλήματα στο ένθετο 13.3 “Πραγματική ανατίμηση και πραγματικό επιτόκιο – Δύο «κρυφά» κόστη της ΟΝΕ”). Η πληθώρα των πιθανών διαταραχών, οικονομικών και χρηματοοικονομικών, εγχωρίων και διεθνών, δεν προδιαθέτει για θετική απάντηση.

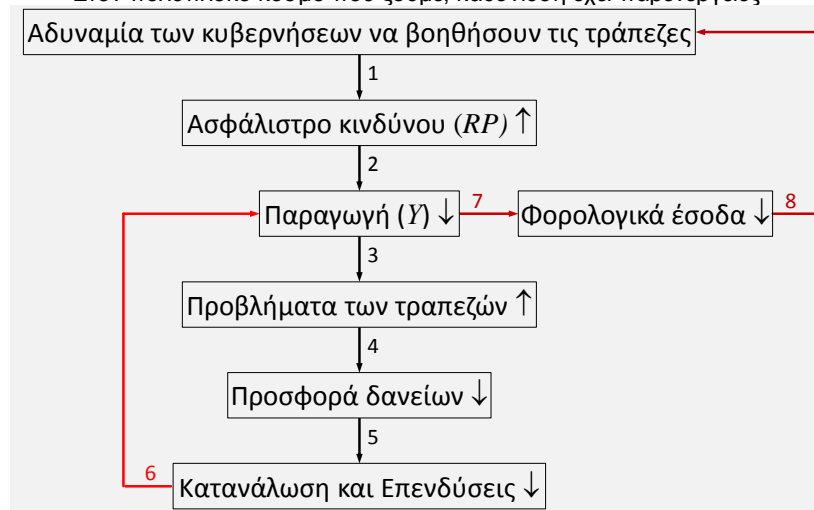
Τα εν λόγω προβλήματα, όμως, θα μετρίαζε η (λεγόμενη) *δημοσιονομική ένωση (fiscal union)*, η οποία συζητείται κατωτέρω.

Περιορισμοί της Συνθήκης του Maastricht.

Οι περιορισμοί για τα ελλείμματα του προϋπολογισμού και το χρέος της κυβέρνησης (ένθετο 18.8) αφαιρούν από τις χώρες-μέλη της ΟΝΕ τη δυνατότητα να ασκήσουν επεκτατική δημοσιονομική πολιτική σε περίπτωση υφέσεως ακόμη και αν οι αγορές είναι περισσότερο δεκτικές σε τέτοια πολιτική. Εν ολίγοις, η *θεσμική πειθαρχία*, η οποία εισήχθη στη Συνθήκη του Maastricht για τον φόβο της *πειθαρχίας της αγοράς*, ίσως είναι αυστηρότερη από την δεύτερη. Ακόμη χειρότερα, ενδέχεται να επιβάλουν συσταλτική πολιτική, με συνέπεια βαθύτερη ύφεση και, πιθανόν, διολίσθηση της χώρας στην καταστρεπτική *παγίδα του χρέους* (παρουσιάζεται στο σχήμα 10.11) – όπως συνέβη με την Ελλάδα (συζητείται στο ένθετο 10.24).

Επιπλέον, οι εν λόγω περιορισμοί μειώνουν τη δυνατότητα των κυβερνήσεων να βοηθήσουν τις τράπεζες της χώρας σε περίπτωση ανάγκης (βλέπετε τον πίνακα 12.4), κάτι το οποίο ενέχει τον κίνδυνο να θέσει σε κίνηση μία καταστρεπτική δυναμική. Συγκεκριμένα, επειδή εντείνει τους φόβους των επενδυτών για το τραπεζικό σύστημα της χώρας, ενδέχεται να προκαλέσει αύξηση των ασφαλιστρών κινδύνου, $RP \uparrow$ (βέλος 1 στο σχήμα 18.2): αυξάνονται τα επιτόκια στη χώρα και μειώνεται η παραγωγή (βέλος 2· στο σχήμα 15.9, η καμπύλη $BP=0$ μετατοπίζεται προς τα πάνω). Η μείωση της παραγωγής, και η συν αυτή μείωση της δυνατότητας των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων να εξυπηρετήσουν τα χρέη τους (ένεκα της αυξημένης ανεργίας και των μειωμένων εσόδων), θα αυξήσει τα μη-εξυπηρετούμενα δάνεια (βέλος 3), μειώνοντας τη δυνατότητα των τραπεζών να χορηγούν δάνεια (βέλος 4). Συνεπεία του τελευταίου, μειώνονται η κατανάλωση και οι επενδύσεις, $\tilde{C} \downarrow$ και $\tilde{I} \downarrow$ (βέλος 5· η καμπύλη IS μετατοπίζεται προς τα αριστερά), προκαλώντας περαιτέρω μείωση της παραγωγής (βέλος 6). Την αποσταθεροποιητική δυναμική ενισχύει η μείωση των φορολογικών εσόδων (βέλος 7) η οποία προκαλεί περαιτέρω μείωση της δυνατότητας των κυβερνήσεων να στηρίξουν τις τράπεζες (βέλος 8).

Σχήμα 18.2. Συνθήκη του Maastricht και χρηματοοικονομική σαθρότητα
Στον πολύπλοκο κόσμο που ζούμε, κάθε λύση έχει παρενέργειες



Εάν ή χώρα είχε δικό της νόμισμα, θα ήταν ευκολότερο να αντιμετωπίσει τέτοιες καταστάσεις. Η κεντρική τράπεζα της χώρας θα μπορούσε να παράσχει απεριόριστη ρευστότητα στις τράπεζες (ένθετο 12.18 “Lender of last resort – Λογική και δυνητικές παρενέργειες”) ή ακόμη και να τις ανακεφαλαιοποιήσει με νέο χρήμα, αποφεύγοντας έτσι την αύξηση του ελλείμματος του προϋπολογισμού. Βλέπετε επ’ αυτού τη συζήτηση για την *πιστωτική χαλάρωση* στην υποενοότητα “Νομισματική πολιτική σε περιβάλλον μηδενικών επιτοκίων” της ενότητας 12.3. Δημιουργώντας άσχημο προηγούμενο, στην περίπτωση της Ελλάδος το 2015, όταν η χώρα έφθασε ένα βήμα πριν την έξοδο από την ΟΝΕ, η ΕΚΤ όχι μόνο δεν βοήθησε αλλά, όπως τεκμηριώνεται στο ένθετο 13.7 “Η ΕΚΤ και η ευρωπαϊκή κρίση χρέους”, «στραγγάλισε» τις ελληνικές τράπεζες προκειμένου να πιέσει

την νεοεκλεγείσα κυβέρνηση της χώρας να συνεχίσει την λανθασμένη οικονομική πολιτική των μνημονίων. Στη νέα θεσμική υποδομή της ΟΝΕ, θα πρέπει να υπάρχει μεγαλύτερος δημοκρατικός έλεγχος της ΕΚΤ. Υπέρ αυτού συνηγορούν οι ευρύτερες αρμοδιότητες της (αναδεικνύονται στη συζήτηση που ακολουθεί), καθώς και η μεγαλύτερη δυνατότητα της να επηρεάζει την κατανομή του εθνικού εισοδήματος (συζητείται στην ενότητα 12.4) όπως και την κατανομή του κόστους των κρίσεων (για ένα παράδειγμα βλέπετε την υποσημείωση 13).

Εδώ θα βοηθούσε η *πανευρωπαϊκή εγγύηση των καταθέσεων*, διότι η ανωτέρω καταστρεπτική δυναμική θα σταματούσε στην αρχή, στο βέλος 1. Για παράδειγμα, επειδή η ελληνική κυβέρνηση δεν έχει την οικονομική δυνατότητα (εξαιτίας του μεγάλου χρέους και των ελλειμμάτων του προϋπολογισμού) να στηρίξει τις τράπεζες, η δική της εγγύηση για τις καταθέσεις δεν έχει αξία. Η ευρωζώνη συνολικά, ή η ΕΚΤ, έχει αυτή τη δυνατότητα, αποτρέποντας την αύξηση των ασφαλιστρών κινδύνου.

Από την αρνητική πλευρά, η εν λόγω εγγύηση ενδέχεται να εντείνει τα στρεβλά κίνητρα τα οποία περιγράφονται στο ένθετο 11.7 “Εγγύηση καταθέσεων – Δίκαιο μαχαίρι”, ως συνέπεια των οποίων ενδέχεται να αυξηθεί η πιθανότητα για τραπεζική κρίση: είναι μία μορφή *ηθικού κινδύνου* (περιγράφεται στο ένθετο 11.7).

Ένας άλλος προβληματισμός αφορά το οικονομικό μέγεθος του προβλήματος. Ενδεικτικά, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα, με συνολικό ενεργητικό €300,8 δις. τον Δεκέμβριο 2017, είναι σχετικά μικρό για το μέγεθος της ευρωζώνης η οποία το 2017 είχε ΑΕΠ €11.2 τρις. Θα μπορούσε, όμως, η ευρωζώνη να διασώσει το ιταλικό τραπεζικό σύστημα το οποίο τον Δεκέμβριο 2017 είχε συνολικό ενεργητικό €3,7 τρις.;

Έλλειψη μηχανισμού για την αντιμετώπιση των διαρκών ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Αυτή η έλλειψη δημιουργεί συνθήκες για κρίση στις ελλειμματικές χώρες αφού τα ελλείμματα δεν μπορούν να χρηματοδοτούνται εσαεί με ροές επενδυτικών κεφαλαίων (αναλύεται στις ενότητες 2.4 και 14.5). Πριν ξεσπάσει η κρίση το 2010, ελλείμματα είχαν οι χώρες του ευρωπαϊκού νότου και η Ιρλανδία, πλεονάσματα οι χώρες του ευρωπαϊκού βορρά με προεξάρχουσα την Γερμανία: τα ελλείμματα των πρώτων ήταν πλεονάσματα των δευτέρων – είναι παραλλαγή του ‘Προβλήματος N-1’ (ένθετο 18.6).

Η εν λόγω έλλειψη ήταν πειστικότερη για τις χώρες που είχαν διαρκή ελλείμματα πριν την είσοδό τους στην ΟΝΕ, όταν ακόμη είχαν τη δυνατότητα να τα ελέγχουν με περιοδικές υποτιμήσεις, όπως η Ελλάδα (αναδεικνύεται στο ένθετο 2.10 “Ελλάδα – Το χρονικό μίας προαναγγελθείσας κρίσεως”).

Η Συνθήκη του Maastricht δεν είχε καμία σχετική πρόνοια, επιτρέποντας την παρακινδυνευμένη απόφαση εισόδου των εν λόγω χωρών στην ΟΝΕ. Αφήνοντας κατά μέρος το ότι οι ροές διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων ενείχαν τον κίνδυνο να οδηγήσουν σε διεύρυνση των ελλειμμάτων (βλέπετε τα ένθετα 17.2 και 17.3 για το Μεξικό και την Ελλάδα στη δεκαετία του 1990 και το σχήμα 18.3), το πόσο παρακινδυνευμένη ήταν αυτή η απόφαση αναδεικνύεται από δύο επιχειρήματα. Και τα δύο ήταν γνωστά εκ των προτέρων.

✓ Η δημιουργία ελλειμμάτων είναι μάλλον αναπόφευκτη όταν οι χώρες-μέλη μίας νομισματικής ενώσεως έχουν διαφορετικό πληθωρισμό: οι χώρες με τον υψηλότερο πληθωρισμό θα χάνουν διαρκώς σε ανταγωνιστικότητα, με συνέπεια κάποια στιγμή να έχουν ελλείμματα τα οποία συνεχώς θα διευρύνονται (τεκμηριώνεται στα ένθετα 5.5 “ΟΝΕ και πραγματικά επιτόκια” και 5.4 “Exchange-rate-based stabilization programs”). Ακόμη και μικρή διαφορά στον πληθωρισμό οδηγεί σε μεγάλη απώλεια ανταγωνιστικότητας σε διάστημα λίγων ετών (βλέπετε τις προσομοιώσεις στην εφαρμογή 13.4).

✓ Ομοίως αναπόφευκτη είναι η δημιουργία ελλειμμάτων όταν η παραγωγικότητα αυξάνεται με διαφορετικούς ρυθμούς. Εν συντομία, η αύξηση της παραγωγικότητας μειώ-

νει το κόστος παραγωγής και επιτρέπει τη μείωση των τιμών· είναι ανάλογο της δυναμικής του *καλού αντιπληθωρισμού* η οποία περιγράφεται στο ένθετο 5.12 “Καλός και κακός αντιπληθωρισμός – Σύγκριση”. Η μείωση των τιμών προκαλεί *πραγματική υποτίμηση* (αναλύεται στην ενότητα 13.3 “Πραγματική ισοτιμία”) και βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της χώρας έναντι των εμπορικών της εταίρων των οποίων η παραγωγικότητα αυξάνεται με βραδύτερους ρυθμούς. Εδώ ταιριάζει η περίπτωση της Γερμανίας, στην πλευρά με την ταχύτερη βελτίωση της παραγωγικότητας, έναντι άλλων χωρών της ΟΝΕ.

Επώδυνη προσαρμογή. Αφού στην ΟΝΕ δεν υπάρχει η δυνατότητα υποτιμήσεως του νομίσματος των ελλειμματικών χωρών, η προσαρμογή θα είναι επώδυνη. Συγκεκριμένα, τα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, όταν πλέον δεν θα μπορούν να χρηματοδοτηθούν με εισροές επενδυτικών κεφαλαίων (αναλύεται στην ενότητα 2.4), θα προκαλούν συρρίκνωση της νομισματικής κυκλοφορίας (ενότητα 15.2), μείωση της παραγωγής (ανάλυση παρόμοια με αυτήν της συσταλτικής νομισματικής πολιτικής υπό σταθερές ισοτιμίες στην ενότητα 15.5) και αύξηση της ανεργίας. Ακόμη χειρότερα, ίσως δημιουργούν αντιπληθωριστικές πιέσεις από την πλευρά της ζήτησεως στις ελλειμματικές χώρες, με καταστρεπτικές συνέπειες για την οικονομία (στο σχήμα 5.2 “Η δυναμική του κακού αντιπληθωρισμού”, ξεκινήστε από το σημείο Ζήτηση ↓). Η δυναμική είναι παρόμοια με αυτήν του ‘Κανόνα του Χρυσού’ (ένθετο 18.1), όπου η επίτευξη της εξωτερικής ισορροπίας είναι εις βάρος της εσωτερικής (παραγωγή, απασχόληση, εισοδήματα) και, επιπλέον, με τον κίνδυνο κρίσεως.

Ποιος μηχανισμός θα μπορούσε να υποχρεώσει τις χώρες με τα πλεονάσματα να τα μειώσουν; Θυμηθείτε ότι οι εισαγωγές και εξαγωγές αποτελούν αποφάσεις ιδιωτών, τόσο στις ελλειμματικές όσο και στις πλεονασματικές χώρες, τις οποίες οι Αρχές όλων των χωρών επηρεάζουν μόνον εμμέσως. Αφήνοντας κατά μέρος περιορισμούς στο διεθνές εμπόριο, το οποίο αντίκειται στους κανόνες της κοινής αγοράς στην Ευρωπαϊκή Ένωση, οι επιλογές είναι δύο.

Η πρώτη επιλογή, αύξηση των τιμών στις πλεονασματικές χώρες, επιτυγχάνεται με δύο τρόπους.

- ✓ Ο ένας, μέτρα στην Αγορά Εργασίας, όπως αύξηση του ελάχιστου κατώτατου μισθού (αναλύεται στο ένθετο 19.5), είναι μάλλον απίθανο να εφαρμοστεί καθότι έχει πολλές παρενέργειες.

Την κατάσταση θα χειρότερευε η προσπάθεια των πλεονασματικών χωρών να βελτιώσουν την ανταγωνιστικότητά τους μέσω της μείωσης του κόστους παραγωγής, όπως έκανε το 2003 η Γερμανία με την (λεγόμενη) *Agenda 2010* η οποία, ανάμεσα σε άλλα, περιορίσε τις αυξήσεις των μισθών· με τεχνικούς όρους, το λιγότερο προστατευτικό θεσμικό πλαίσιο της Αγοράς Εργασίας προκάλεσε μείωση του πραγματικού μισθού (αναλύεται στο σχήμα 19.7) και, μέσω αυτού, πραγματική υποτίμηση έναντι των άλλων χωρών της ΟΝΕ – κάτι που επηρέασε αρνητικά την παραγωγή και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών τους (ανάλυση με το IS/LM και το Mundell-Fleming, με $R \downarrow$).

- ✓ Ο άλλος, αύξηση των τιμών μέσω του πληθωρισμού, δεν είναι σίγουρο ότι θα λειτουργήσει. Τη σχετική δυσκολία επιτείνει το ότι η δυναμική του πληθωρισμού εξαρτάται από το γενικότερο θεσμικό και κοινωνικό περιβάλλον κάθε χώρας (αναλύεται στις ενότητες 3.3 και 3.4). Στην ΟΝΕ την επιτείνει περαιτέρω η εστίαση της ΕΚΤ στη σταθερότητα των τιμών. Λόγω αυτής της εστίασεως, θα πρέπει να σχεδιαστεί πανευρωπαϊκή οικονομική πολιτική η οποία θα εντείνει τις πληθωριστικές πιέσεις στις πλεονασματικές χώρες περισσότερο από ό,τι στις ελλειμματικές – εύκολα λέγεται, δύσκολα γίνεται.

Η δεύτερη επιλογή, η υποχρέωση των πλεονασματικών χωρών να ασκήσουν επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, δεν είναι σίγουρο ότι θα λειτουργήσει. Θεωρείστε, για παράδειγμα, μία χώρα με μεγάλο πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και πλεόνασμα του προϋπολογισμού – το δεύτερο επιτρέπει την άσκηση επεκτατικής δημοσιονο-

μικής πολιτικής χωρίς να παραβιάζονται οι κανόνες της Συνθήκης του Maastricht ή να προκαλούνται δυσμενείς αντιδράσεις από τις αγορές.

Τι θα συμβεί, όμως, εάν οι Αρχές της εν λόγω χώρας αρνηθούν να ασκήσουν επεκτατική δημοσιονομική πολιτική επικαλούμενες διάφορους λόγους, προσχηματικούς ή μη; Ενδεικτικά, θα μπορούσαν να επικαλεστούν την πειθαρχία που επιβάλλει η συμμετοχή στην ΟΝΕ: στις καλές εποχές θα πρέπει να έχουν πλεονάσματα, ώστε να έχουν τη δυνατότητα να ασκήσουν επεκτατική πολιτική σε περιόδους υφέσεως ή βραδείας αναπτύξεως. Θα μπορούσαν, επίσης, να ισχυριστούν ότι το πλεόνασμα είναι πλασματικό· εάν ληφθούν υπ’ όψιν οι υψηλές κοινωνικές δαπάνες στο μέλλον για συντάξεις και παροχές υγείας, λόγω του γηράσκοντος πληθυσμού της χώρας, το πλεόνασμα αντανάκλα τις οικονομίες που πρέπει να κάνει σήμερα η χώρα για να έχει τους πόρους αύριο. Επίσης, θα μπορούσαν πολύ απλά να αρνηθούν να το κάνουν, χωρίς καμία συνέπεια, ακόμη και αν θεσπιστούν σχετικοί κανόνες. Η πρόσφατη ιστορία, όπου η Γαλλία και η Γερμανία, οι δύο μεγαλύτερες χώρες-μέλη της ΟΝΕ, ξεπέρασαν το όριο του ελλείμματος του προϋπολογισμού της Συνθήκης του Maastricht χωρίς να τους επιβληθούν οι προβλεπόμενες κυρώσεις, προδιαθέτει ότι δεν μπορεί να αποκλειστεί αυτή η πιθανότητα.

Εν κατακλείδι, η δεύτερη επιλογή είναι δύσκολο να επιβληθεί ακόμη και με κανόνες. Χρειάζεται η συναίνεση, αν όχι η καλή προαίρεση, των πλεονασματικών χωρών. Με τα υπάρχοντα στερεότυπα για τους χωρίς πειθαρχία νοτιο-ευρωπαίους που αρέσκονται στην καλή ζωή με δανεικά, στερεότυπα τα οποία ήλθαν στην επιφάνεια κατά τη διάρκεια της κρίσεως, δεν θα είναι εύκολο να δημιουργηθεί η απαραίτητη κοινωνική συναίνεση στις πλεονασματικές χώρες για τη δεύτερη επιλογή· ούτε για τις άλλες αναγκαίες θεσμικές αλλαγές, όπως η *δημοσιονομική ένωση* και η *τραπεζική ένωση*, ή για βοήθεια στις υστερούσες χώρες.

Πάντως, η πρώτη δικαιολογία, η ανάγκη για πειθαρχία στη δημοσιονομική πολιτική, θα ήταν ασθενέστερη εάν υπήρχε *δημοσιονομική ένωση* – θα επανέλθουμε αργότερα.

Αύξηση της ανταγωνιστικότητας μέσω των τιμών.

Με την υπάρχουσα θεσμική υποδομή της ΟΝΕ, είναι η μόνη εναλλακτική επιλογή – και επεβλήθη στην Ελλάδα. Εάν δεν υπάρχει τρόπος να αυξηθούν οι τιμές στις πλεονασματικές χώρες, και δη στη Γερμανία, πρέπει να μειωθούν στις ελλειμματικές. Προς τούτο πρέπει να μειωθεί το κόστος παραγωγής.

Βραχυπρόθεσμα, επιτυγχάνεται με μείωση των μισθών (αναλύεται στο ένθετο 13.4 “Υποτίμηση στην ΟΝΕ – Η εμπειρία της Ελλάδος”). Ελλοχεύει, όμως, ο κίνδυνος του *κακού αντιπληθωρισμού* (στο σχήμα 5.2 ξεκινά από το στοιχείο Τιμές ↓) και, μάλιστα, του *αντιπληθωρισμού χρέους* (αναλύεται στο ένθετο 5.13 “Τιμές ακινήτων & αξιογράφων και αντιπληθωρισμός”) για χώρες με υπερχρεωμένες επιχειρήσεις και νοικοκυριά.

⇒ Ο αντιπληθωρισμός χρέους δεν είναι νομοτελειακό ότι θα συμβεί, αλλά οι σταθερές ισοτιμίες δημιουργούν στρεβλά κίνητρα τα οποία ενδέχεται να οδηγήσουν σε υπερδανεισμό επιχειρήσεων και νοικοκυριών (αναλύεται στην ενότητα 16.5) ο οποίος αυξάνει τον σχετικό κίνδυνο. Για την αποφυγή του χρειάζεται αυστηρό θεσμικό πλαίσιο και αποτελεσματική εποπτεία του χρηματοοικονομικού συστήματος, και δη σε μακροσκοπικό επίπεδο (*μακροπροληπτική εποπτεία – macroprudential supervision*). Και πάλι, δεν είναι σίγουρο ότι θα αποτρέψει το τρίπτυχο *ενδογενείς πιστωτικοί κύκλοι – ‘φούσκες’ – κρίσεις* (ενότητα 12.4), ακόμη και αν οι ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές λειτουργούν χωρίς μεροληψία ή πολιτικούς περιορισμούς. Η αποτελεσματική εποπτεία είναι δυσκολότερη από ό,τι εκ πρώτης όψεως φαίνεται· το τεκμηριώνουν τα ένθετα 12.7 και 13.7.

Μακροπρόθεσμα, επιτυγχάνεται με αύξηση της παραγωγικότητας στις ελλειμματικές χώρες – είναι ανάλογο του *καλού αντιπληθωρισμού* (ένθετο 5.12 “Καλός και κακός αντιπληθωρισμός – Σύγκριση”). Πέραν της δυσκολίας να επιτευχθεί αυτό (αναδεικνύεται στο κεφάλαιο 19), όταν εμφανιστούν τα προβλήματα από τα διαρκή ελλείμματα, δεν θα υ-

πάρχει χρόνος για τις απαιτούμενες επενδύσεις σε φυσικό και ανθρώπινο κεφάλαιο (αναλύονται στο ένθετο 19.10 “Πηγές μακροχρονίου αναπτύξεως – Επανεξέταση” και τεχνικά στο σχήμα 19.14): ούτε και χρήματα. Οι χώρες σε ανάγκη θα πρέπει να έχουν βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση για κάλυψη των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, με στόχο να αποτραπεί η μείωση της παραγωγής, και μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση, για τις επενδύσεις. Σκεφθείτε πόσο αποτελεσματικά πρέπει να λειτουργούν οι ευρωπαϊκοί θεσμοί για να γίνει αυτό χωρίς όμως να δημιουργηθούν στρεβλά κίνητρα στις ελλειμματικές χώρες – εν προκειμένω, η προσδοκία της βοήθειας να εξασθενήσει το κίνητρό τους για οικονομική πολιτική η οποία θα αποθάρρυνε τα ελλείμματα (είναι μία άλλη μορφή *ηθικού κινδύνου*). Μία τέτοια πολιτική συνήθως δεν είναι δημοφιλής καθότι περιλαμβάνει έλεγχο των δαπανών.

Επανερχόμενοι στον ρόλο του χρηματοοικονομικού συστήματος, εάν λειτουργούσαν αποτελεσματικά οι δικλίδες ασφαλείας της αγοράς, οι χώρες με μεγάλα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, και πενιχρές προοπτικές να τα διορθώσουν χωρίς την επικίνδυνη μείωση των τιμών, θα είχαν τόσο υψηλά ασφάλιστρα κινδύνου, RP , και τα επιτόκιά τους θα ήταν τόσο υψηλά, που δεν θα πληρούσαν το κριτήριο 4 της Συνθήκης του Maastricht (στο ένθετο 18.8): δεν θα είχαν γίνει μέλη της ΟΝΕ, διατηρώντας το εργαλείο της υποτιμήςεως. Επιπλέον, τα υψηλά ασφάλιστρα κινδύνου θα επηρέαζαν αρνητικά την παραγωγή, οδηγώντας έτσι σε μείωση των ελλειμμάτων (ενότητα 15.6).

Έλλειψη υπεύθυνης ηγέτιδας δυνάμεως.

Η έλλειψη μηχανισμού για τον έλεγχο των εμπορικών ελλειμμάτων αύξησε την ευθύνη της ηγέτιδας δυνάμεως της ΟΝΕ, της Γερμανίας, για την εύρυθμη λειτουργία της ΟΝΕ – ευθύνη στην οποία μάλλον δεν ανταποκρίθηκε επαρκώς. Με οδηγό τον πίνακα 10.7 “Μειώνοντας το φορτίο του χρέους”, προβληματίζεστε τι θα μπορούσε να κάνει η ηγέτιδα δύναμη και δεν το έκανε για να βοηθήσει τις χώρες που είχαν μείνει πίσω, και δη όταν αντιμετώπιζαν τον κίνδυνο της *παγίδας του χρέους* (σχήμα 10.11 και ένθετο 10.24). Πληροφορικά, όταν ξέσπασε η ευρωπαϊκή κρίση χρέους στις αρχές της δεκαετίας του 2010, πολλοί γνώστες των οικονομικών καλούσαν την Γερμανία να ασκήσει επεκτατική δημοσιονομική πολιτική για να βοηθήσει τις πληγείσες από την κρίση χώρες του ευρωπαϊκού νότου. Σχηματικά (ανάλυση όπως στο σχήμα 15.5),

$$G_{\text{Γερμανίας}} \uparrow \Rightarrow X_{\text{Ευρωπαϊκού Νότου}} \uparrow \Rightarrow Y_{\text{Ευρωπαϊκού Νότου}} \uparrow \text{ και } CA_{\text{Ευρωπαϊκού Νότου}} \uparrow$$

Βεβαίως, αυτό δεν μπορεί να γίνεται εσαεί.

Μία εκδήλωση της ηγεσίας είναι η *βοήθεια σε υστερούσες χώρες*, ιδιαίτερα εάν έχουν γίνει λάθη στη διαχείριση της κρίσεως, όπως στην περίπτωση της Ελλάδος (βλέπετε σχετικά το ένθετο 16.6. “Ελλάδα 2010 – Υπήρχε ελπίδα για ένα ‘Ελληνικό θαύμα’;”). Αυτή η βοήθεια πρέπει να κατευθυνθεί στη δημιουργία παραγωγικής βάσεως για *εξωστρεφή ανάπτυξη* – ανάπτυξη η οποία θα βασίζεται στις εξαγωγές και όχι στην εγχώρια ζήτηση και δη για κατανάλωση, όπως ήταν η περίπτωση στα χρόνια πριν την κρίση (τεκμηριώνεται στις ενότητες 2.2 και 2.4). Τεχνικά, αντιστοιχεί σε αύξηση της δυνητικής παραγωγής με επένδυση σε παραγωγικές μονάδες και σε αύξηση της παραγωγικότητας (αναλύεται στο σχήμα 19.4). Και τα δύο απαιτούν χρήμα και χρόνο. Στο ενδιάμεσο, πρέπει να παρέχεται χρηματοδότηση στις ελλειμματικές χώρες όταν δεν μπορούν να χρηματοδοτηθούν από τις αγορές, προκειμένου να αποτραπεί η μετάσταση του κινδύνου ρευστότητας σε κίνδυνο για την ανάπτυξη.

Η μέχρι τώρα εμπειρία δεν προδιαθέτει θετικά. Το κόστος της προσαρμογής επωμίστηκαν αποκλειστικά οι πληγείσες χώρες, παρότι η δημιουργία των ανισορροπιών που προκάλεσαν την κρίση –και θα προκαλέσουν και άλλες κρίσεις στο μέλλον– οφείλεται και σε λάθη των πλεονασματικών χωρών.¹³ Εν συντομία, για κάθε κακό δανειζόμενο υπάρχει

¹³ Χαρακτηριστική είναι η διαπίστωση των *Financial Times* (από το άρθρο γνώμης (editorial) “Conflict over Athens’ surplus needles the IMF”, 10 Φεβρουαρίου 2017):

ένας τουλάχιστον κακός πιστωτής. Στην περίπτωση των υπερχρεωμένων χωρών, ευθύνη φέρουν και όσοι χρηματοδοτούσαν τα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών – διεθνείς επενδυτές και τράπεζες από άλλες χώρες (κυρίως ευρωπαϊκές). Ομοίως, στην περίπτωση των υπερχρεωμένων κυβερνήσεων ευθύνη φέρουν και όσοι χρηματοδοτούσαν τα ελλείμματα του προϋπολογισμού.

Με βάση την ανωτέρω διαπίστωση, μία άλλη μορφή ηγεσίας στις πλεονασματικές χώρες είναι να εξηγηθεί στους πολίτες τους ότι τα αρνητικά στερεότυπα δεν ανταποκρίνονται πλήρως στην πραγματικότητα. Για την Ελλάδα είναι μάλλον αργά, αλλά ίσως βοηθήσει να αποφευχθούν στο μέλλον παρόμοια λάθη τα οποία υπονομεύουν το ευρώ και, επιπλέον, να υλοποιηθούν οι αναγκαίες θεσμικές αλλαγές.

Έλλειψη πρόνοιας στη Συνθήκη του Maastricht για τη χρηματοοικονομική σταθερότητα.

Το απελευθερωμένο χρηματοοικονομικό σύστημα συμβάλει στη δημιουργία των συνθηκών για κρίση (βλέπετε τα ένθετα 12.14 “Διαταραχές και πιστωτικοί κύκλοι” και 13.3 “Πραγματική ανατίμηση και πραγματικό επιτόκιο – Δύο «κρυφά» κόστη της ONE”). Προσθέσατε και τον πιθανό υπερδανεισμό (αναλύεται στην ενότητα 16.5).

Εάν, για παράδειγμα, υπήρχε αποτελεσματικότερη εποπτεία του χρηματοοικονομικού συστήματος, ίσως είχε αποφευχθεί η αλληλουχία των γεγονότων η οποία οδήγησε στη διεθνή κρίση του 2008 αλλά και ενέτεινε τις ανισορροπίες στα χώρες του ευρωπαϊκού νότου. Επίσης, ίσως δεν είχε οδηγήσει σε λάθη στην αντιμετώπιση της κρίσεως. Κύριο χαρακτηριστικό της εν λόγω αλληλουχίας ήταν τα συνεχώς μειούμενα επιτόκια διεθνώς (για στοιχεία βλέπετε το ένθετο 12.13 “Αποτρέποντας τις κρίσεις – Από τη Σκύλλα στη Χάρυβδη”). Σχετικά με τη δημιουργία των ανισορροπιών, επαναλάβατε την ανάλυση του σχήματος 15.9 με μείωση του διεθνούς επιτοκίου και λάβετε υπ’ όψιν την ανάλυση στο ένθετο 13.3 “Πραγματική ανατίμηση και πραγματικό επιτόκιο – Δύο «κρυφά» κόστη της ONE”).

Η δημιουργία των ανισορροπιών περιγράφεται στο σχήμα 18.3, ξεκινώντας με τις εισροές των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων, $CF \uparrow$, στις οποίες συνέβαλαν τα μειούμενα επιτόκια – βλέπετε τη συζήτηση για τους (λεγόμενους) *push factors* στην υποσημείωση 8 του κεφαλαίου 14.

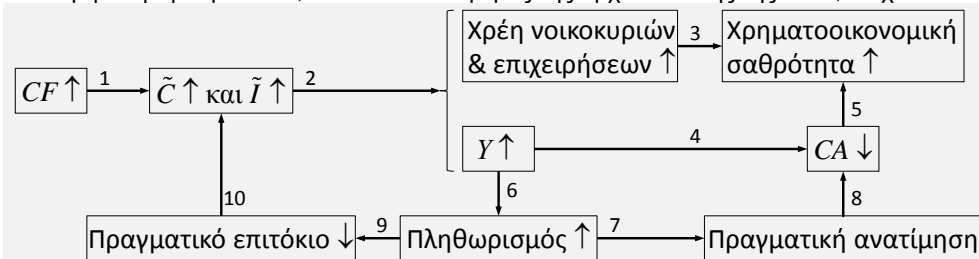
(Μετάφραση του γράφοντος) «Από την αρχή της ελληνικής κρίσεως το 2010, η πολιτική ανάγκη να προστατεύσουν τις τράπεζες και τους επενδυτές τους, και στη συνέχεια τους φορολογούμενους τους, έχει προκαλέσει στρεβλώσεις στις αποφάσεις των ευρωπαϊκών κυβερνήσεων. Έχουν συστηματικά αποδεχθεί εξωπραγματικούς στόχους για την ανάπτυξη και τα πλεονάσματα [του προϋπολογισμού], αντί να δεχθούν την ανάγκη για περισσότερη εξωτερική χρηματοδότηση και, εάν χρειαζόταν, απομείωση του χρέους.»

Ο Olivier Blanchard, καθηγητής του φημισμένου MIT και τότε διευθυντής οικονομικών μελετών του ΔΝΤ, το θέτει κάπως πιο διπλωματικά (από την ανάρτησή του “Greece: Past Critiques and the Path Forward”, στην ιστοσελίδα blogs.imf.org την 9^η Ιουλίου 2015 (το ελληνικό κείμενο είναι από την ιστοσελίδα):

- Η αναδιάρθρωση του χρέους καθυστέρησε κατά δύο χρόνια. Υπήρχαν λόγοι γι’ αυτό. Συγκεκριμένα, υπήρχαν ανησυχίες για τον κίνδυνο επιμόλυνσης (η πτώχευση της Lehman ήταν νωπή στις μνήμες), και δεν υπήρχαν προστατευτικές δικλείδες για την αντιμετώπιση της επιμόλυνσης. Υπάρχουν αμφίπλευρα επιχειρήματα για το αν οι λόγοι αυτοί ήταν επαρκείς. Σε πραγματικό χρόνο, οι κίνδυνοι θεωρήθηκαν πολύ μεγάλοι για να προχωρήσει η αναδιάρθρωση.
- Κατά ένα μέρος, σαν αποτέλεσμα αυτής της καθυστέρησης, ένα σημαντικό μέρος των κεφαλαίων του πρώτου προγράμματος χρησιμοποιήθηκε για την πληρωμή βραχυπρόθεσμων πιστωτών, και για την αντικατάσταση του ιδιωτικού χρέους με επίσημο χρέος. Όμως, η διάσωση δεν ωφέλησε μόνο τις ξένες τράπεζες, ωφέλησε επίσης και τους Έλληνες καταθέτες και τα Ελληνικά νοικοκυριά, γιατί το ένα τρίτο του χρέους το κρατούσαν Ελληνικές τράπεζες και άλλα Ελληνικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα.»

Σχήμα 18.3. Διεθνή επενδυτικά κεφάλαια και χρηματοοικονομική σαθρότητα

Η ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων, αναπόσπαστο μέρος της αρχιτεκτονικής της ONE, ενέχει κινδύνους



Λογική. Βέλη 1 και 2: ενότητα 7.4 και ενότητα 17.2 για χρέη νοικοκυριών & επιχειρήσεων, υπόδειγμα Mundell-Fleming (ενότητα 15.5) για $Y \uparrow$; βέλος 4: εξισώσεις (7.9) και (7.10); βέλος 5: ένθετο 12.16; βέλος 6: πληθωριστικές πιέσεις από την πλευρά της ζήτησης – ενότητα 3.4; βέλος 7 και 8: ενότητα 13.4; βέλος 9: ενότητα 4.2; βέλος 10: σχήμα 12.4.

Εκτός ONE, η αποσταθεροποιητική δυναμική θα μπορούσε να σπάσει στο βέλος 7, με υποτίμηση· η υποτίμηση θα αντιστάθμιζε την εξαιτίας του πληθωρισμού απώλεια της ανταγωνιστικότητας. Επίσης, λόγω του ελλοχεύοντος συναλλαγματικού κινδύνου, οι εισροές κεφαλαίων ίσως είναι μικρότερες και τα επιτόκια στη χώρα υψηλότερα (ένθετο 14.7 “Μακροοικονομικές ανισορροπίες και επιτόκια”), που σημαίνει μικρότερη αύξηση της καταναλώσεως και των επενδύσεων (βέλος 1) και μικρότερο κίνδυνο για χρηματοοικονομική σαθρότητα.

Οι συνέπειες θα εμφανιστούν όταν σταματήσουν οι εισροές, που κάποια στιγμή θα σταματήσουν είτε διότι οι επενδυτές δεν θα είναι διατεθειμένοι να χρηματοδοτούν τα διαρκή ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (αναλύεται στην ενότητα 2.4) είτε διότι θα αλλάξουν οι συνθήκες στις διεθνείς χρηματογορές (συζητείται στο ένθετο 17.4 “Sudden stops” – Το απρόβλεπτο των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων”). Δεν είναι μόνο η ύφεση ($Y \downarrow$) που θα προκληθεί. Σημαντικότερες είναι οι μόνιμες επιπτώσεις από την απώλεια της ανταγωνιστικότητας (πραγματική ανατίμηση – αναλύεται στο ένθετο 13.3) και τη μείωση της δυνητικής παραγωγής σε περίπτωση κρίσεως (αναλύεται στο ένθετο 19.9). Με άλλα λόγια, οι εισροές και οι εκροές των επενδυτικών κεφαλαίων εντείνουν τους οικονομικούς κύκλους και δημιουργούν πρόσφορο έδαφος για κρίσεις.

Οι ευάλωτες οικονομίες καθιστούν και τις τράπεζες ευάλωτες, σε έναν άλλον φαύλο κύκλο (ένθετο 12.16 “Από τις ανισορροπίες στους τραπεζικούς κινδύνους” και “Μακροοικονομικές ανισορροπίες και χρηματοοικονομική σαθρότητα” στην ενότητα 14.5).

Το δε ευάλωτο των τραπεζών επιτείνει το ότι το κοινό νόμισμα δεν επιτρέπει στις εθνικές κεντρικές τράπεζες να λειτουργούν ως *δανειστές τελευταίας καταφυγής* (ένθετο 12.18): συν το ότι το παρελθόν δεν διασφαλίζει πως η ΕΚΤ θα λειτουργήσει αποτελεσματικά προς αυτή την κατεύθυνση (τεκμηριώνεται στο ένθετο 13.7 “Η ΕΚΤ και η ευρωπαϊκή κρίση χρέους”). Επιπλέον, το μέγεθος των ανισορροπιών ίσως δεν επιτρέπει στις κυβερνήσεις να βοηθήσουν τις τράπεζες σε περίπτωση ανάγκης (αναλύθηκε ανωτέρω), ακόμη και χωρίς τους περιορισμούς στο δημόσιο χρέος από τη Συνθήκη του Maastricht: τα απαιτούμενα χρήματα είναι πάρα πολλά. Χαρακτηριστικά, λόγω του κόστους διασώσεως των ιρλανδικών τραπεζών, το έλλειμμα του προϋπολογισμού της Ιρλανδίας ξεπέρασε το 32% του ΑΕΠ το 2010 (σχετικά στοιχεία παρέχονται στο ένθετο 10.6). Τα δυνητικά προβλήματα αναδεικνύονται στην ενότητα 11.5 και συνοψίζονται στο σχήμα 12.7.

Αποκωδικοποίηση των άλλων θεσμικών αλλαγών

Κοινή εγγύηση του χρέους των κυβερνήσεων.

Η κοινή εγγύηση θα μείωνε τα ασφάλιστρα κινδύνου ($RP \downarrow$) και τα επιτόκια στις χώρες με το υψηλότερο χρέος –ως ποσοστό του ΑΕΠ– και θα συνέβαλε στην ανάπτυξη (ανάλυση με το σχήμα 15.9 με μετατόπιση της καμπύλης $BP=0$ προς τα κάτω). Θα απέτρεπε, επίσης, τη λειτουργία της αποσταθεροποιητικής δυναμικής του χρέους της κυβερνήσεως στο βέλος 1 του σχήματος 10.10. Δεν θα απέτρεπε, όμως, τη δημιουργία ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών· αντιθέτως, ίσως τα αύξανε.

Στα αρνητικά, επειδή αδυνατίζει την *πειθαρχία της αγοράς*, ίσως ενθαρρύνει κάποιες χώρες να έχουν μεγαλύτερα ελλείμματα του προϋπολογισμού. Είναι μία επιπλέον μορφή ηθικού κινδύνου.

Δημοσιονομική ένωση (Fiscal union).

Η κοινή εγγύηση του κυβερνητικού χρέους των χωρών-μελών της ΟΝΕ είναι μία διάσταση της (λεγόμενης) *δημοσιονομικής ενώσεως*.

Μία άλλη διάσταση είναι η μεταφορά πόρων στις χώρες με βραδεία ανάπτυξη ή ύφεση η οποία θα μειώνει το εύρος των οικονομικών κύκλων και, σε χώρες με υψηλό χρέος, θα απέτρεπε η λειτουργία της προαναφερθείσας αποσταθεροποιητικής δυναμικής. Η εν λόγω μεταφορά απαιτεί ένα ευρωπαϊκό υπουργείο οικονομικών το οποίο θα διαχειρίζεται σημαντικό ποσοστό από τους φόρους στις χώρες μέλη. Οι χώρες με χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης ή ύφεση, θα ωφελούνται διπλά: θα συνεισφέρουν λιγότερα στον κοινό προϋπολογισμό και θα εισπράττουν περισσότερα υπό τη μορφή επιδομάτων ανεργίας και άλλων κοινωνικών παροχών. Αυτοί οι *αυτόματοι σταθεροποιητές* –αυτόματοι διότι δεν ελέγχονται από κάποια πολιτική Αρχή– θα συμβάλουν στην επιτάχυνση της αναπτύξεως και στην ταχύτερο έξοδο από την ύφεση (από τεχνικής πλευράς, οι μεγαλύτερες εισπράξεις αντιστοιχούν σε $TR \uparrow$ ανάλυση με το IS/LM και το Mundell-Fleming).

Ένας ανασταλτικός παράγων είναι ότι πρέπει οι χώρες της ΟΝΕ να συμφωνήσουν να μεταφέρουν στον κοινό προϋπολογισμό μεγάλο ποσοστό των εισπραττομένων φόρων ώστε ο αυτόματος σταθεροποιητικός μηχανισμός να έχει σημαντική επίδραση. Ένας άλλος αφορά τον φόβο ότι κάποιες χώρες ίσως κάνουν κατάχρηση, μετατρέποντας τη δημοσιονομική ένωση σε *μεταβιβαστική ένωση (transfer union)* όπου κάποιες χώρες θα εισπράττουν συστηματικά περισσότερα από όσα συνεισφέρουν, ζώντας εις βάρος των υπολοίπων – μία άλλη μορφή ηθικού κινδύνου. Χρειάζεται πολύ ισχυρή θεσμική υποδομή για να ελεγχθεί αυτός ο κίνδυνος και ισχυρή ηγεσία για να ξεπεραστούν τα αρνητικά στερεότυπα για τις χώρες του ευρωπαϊκού νότου.

Πάντως, η δημοσιονομική ένωση δεν είναι πανάκεια. Στις ΗΠΑ, όπου υπάρχει, δεν απεφύχθη η κρίση. Επιπλέον, εάν υπάρχουν μόνιμα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, όπως είναι πολύ πιθανόν να υπάρχουν, οι ελλειμματικές χώρες ενδέχεται να καταλήξουν σε μόνιμους εισπράττοντες ακόμη και αν δεν το επιδιώκουν. Θα πρέπει, λοιπόν, η δημοσιονομική ένωση να συνυπάρχει με πολιτικές οι οποίες βοηθούν τις χώρες που μένουν πίσω στην ανταγωνιστικότητα.

Τραπεζική ένωση (Banking union).

Κύρια συστατικά της είναι η κοινή εγγύηση των καταθέσεων (αναλύθηκε ανωτέρω), το κοινό θεσμικό πλαίσιο και κοινή εποπτεία.

Το ότι δεν αποτελεί πανάκεια το αναδεικνύει η εμπειρία των ΗΠΑ. Παρότι έχουν τα ανωτέρω χαρακτηριστικά, δεν απέφυγαν την κρίση. Όμως στις ΗΠΑ, η δημοσιονομική ένωση μετρίασε το κόστος στις Πολιτείες που επλήγησαν περισσότερο από την κρίση. Στην ΟΝΕ, η τραπεζική ένωση χωρίς τη δημοσιονομική ουσιαστικά θα άφηνε τις πληγείσες χώρες να αντιμετωπίσουν το κόστος της κρίσεως μόνες τους.

Σκεφθείτε, λοιπόν, το εξής δίλημμα. Γιατί μία χώρα να συναινέσει στην τραπεζική ένωση, μεταφέροντας μεγαλύτερο μέρος από τις αρμοδιότητές της σε ευρωπαϊκά όργανα, χωρίς κάποιο απτό όφελος; Επιπλέον, τίθεται το ερώτημα κατά πόσον οι πανευρωπαϊκές εποπτικές αρχές θα έχουν μεγαλύτερη δυνατότητα να εντοπίζουν εγκαίρως τις δημιουργούμενες ανισορροπίες και τους διογκούμενους κινδύνους για τη χρηματοοικονομική σταθερότητα από τις εγχώριες εποπτικές αρχές: οι τελευταίες, αν μη τι άλλο, γνωρίζουν καλύτερα πρόσωπα και πράγματα στις χώρες τους. Συν το ό,τι πρέπει να διασφαλιστεί πως οι αποφάσεις τους δεν θα επηρεάζονται από πολιτικές επιρροές (βλέπετε σχετικά την υποσημείωση 13).

Το κόστος της αποτυχίας

Η έξοδος κάποιας χώρας από την ONE, υπό την πίεση των αδιεξόδων στα οποία οδηγεί η ανεπαρκής θεσμική υποδομή του ευρώ –και θα οδηγούσε ακόμη και αν όλες οι χώρες ακολουθούσαν συνετή οικονομική πολιτική, λόγω της τάσεως του χρηματοοικονομικού συστήματος για ανάληψη μεγάλων κινδύνων (βλέπετε την ενότητα 12.4)–, θα είναι η αρχή του τέλους της ONE (αναλύεται στο ένθετο 14.6). Πέραν των οικονομικών επιπτώσεων, θα υπονόμει το ευρωπαϊκό οικοδόμημα: ένα οικοδόμημα το οποίο άρχισε να κτίζεται το 1951, πάνω στις στάχτες του Β' Παγκοσμίου Πολέμου, όταν ιδρύθηκε η *Ευρωπαϊκή Κοινότητα Άνθρακα και Χάλυβα* με κύριο στόχο να μην ξαναζήσει η Ευρώπη τη φρίκη του πολέμου. Είναι χαρακτηριστικό το ακόλουθο απόσπασμα από τη συνθήκη για την ίδρυση της *Κοινότητας* το 1951:

«Βασικός πολιτικός στόχος αυτής της απόφασης ήταν η ενίσχυση της γαλλογερμανικής αλληλεγγύης, η απομάκρυνση του φόβου του πολέμου και η δημιουργία των προϋποθέσεων για την ευρωπαϊκή ολοκλήρωση.» (<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/>).

(Αναγνωρίζοντας ότι το κόστος της αποτυχίας θα είναι τρομακτικό, ο Martin Wolf, γνωστός αρθρογράφος, είναι περισσότερο αισιόδοξος από τον Stiglitz για το μέλλον του ευρώ, παρότι συμφωνεί ότι ή υπάρχουσα θεσμική υποδομή του ευρώ είναι ανεπαρκής.¹⁴

(Ελεύθερη απόδοση) «Εν τέλει, η ευρωζώνη είναι καταδικασμένη να επιτύχει. Η διάσπασή της θα προκαλούσε τρομερή ζημιά στην εύθραυστη τάξη που κτίστηκε πάνω στα μεταπολεμικά [Σημείωση: εννοεί του Β' Παγκοσμίου Πολέμου] ερείπια. Ανεξάρτητα από το εάν η ευρωζώνη ήταν καλή ιδέα ή όχι, το κόστος διαλύσεώς της είναι απαγορευτικό. Αλλά δεν θα επιτύχει –και πιθανόν ίσως δεν επιβιώσει– εάν υπάρξει εφησυχασμός. Η ευρωζώνη μόλις που επέζησε της κρίσεως. Για να απολαύσει μακρά και υγιή ζωή, πρέπει να αλλάξει σημαντικά.»

Ο χρόνος θα δείξει εάν υπάρχει η πολιτική βούληση και η κοινωνική συναίνεση στις χώρες-μέλη της ONE, καθώς και η πολιτική και πνευματική ηγεσία για να επιτευχθεί αυτή η συναίνεση, ώστε να γίνουν οι απαραίτητες αλλαγές με στόχο η συμμετοχή στην ONE να στηρίζεται στη συνεισφορά της στην ευημερία και την ειρήνη στην Ευρώπη και όχι στον φόβο των καταστρεπτικών συνεπειών από την αποτυχία της.

Πάντως, εάν το παρελθόν, και το πιο πρόσφατο, που αφορά την διαχείριση της κρίσεως, και το απώτερο, όπως συνοψίζεται στο ένθετο 18.7 “Υπάρχει ‘οικονομικό DNA’ των εθνών;”, αποτελεί πρόκριμα για το μέλλον, το μέλλον του ευρώ δεν είναι ευοίωνα. Κάθε χώρα, επιδιώκοντας το βραχυπρόθεσμο συμφέρον της και παραβλέποντας ότι έτσι υπονομεύεται το κοινό μέλλον, πριονίζει το κλαδάκι στο οποίο καθόμαστε όλοι.

Σε αυτούς του προβληματισμούς προσθέσατε τα διαχρονικά διλήμματα από τα διεθνή επενδυτικά κεφάλαια (βλέπετε το ένθετο 18.2) και το ότι τα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών θα συνεχίσουν να υπάρχουν καθώς οι χώρες της ONE θα συνεχίσουν να έχουν διαφορετικό πληθωρισμό και διαφορετικό ρυθμό αύξησεως της παραγωγικότητας. Προσθέσατε, επίσης, τα συσσωρευμένα προβλήματα από την προηγούμενη κρίση που έχουν δημιουργήσει έντονο προβληματισμό για την ευρωπαϊκή ολοκλήρωση.

Τι κινδύνους είναι διατεθειμένη να αναλάβει η Ευρώπη;

Συνοψίζοντας τη συζήτηση, όλες οι προτεινόμενες θεσμικές αλλαγές είναι αναγκαίες αλλά όχι ικανές για τη μακροήμερευση της ONE. Επιπλέον, ενέχουν ηθικό κίνδυνο.

Στους πολίτες των χωρών-μελών της ONE εναπόκειται να αποφασίσουν εάν θα προχωρήσουν μαζί, σε βαθύτερη ενοποίηση, αναλαμβάνοντας τον προαναφερθέντα ηθικό κίνδυνο· ή εάν θα συναινέσουν σε μερικές μόνο από τις αναγκαίες αλλαγές, αναλαμβάνοντας τους κινδύνους που επισημαίνει ο κ. Wolf.

¹⁴ “**Marking the euro at 20: the eurozone is doomed to succeed** – The single currency endures but significant adjustments are necessary”, *Financial Times*, 16 Ιανουαρίου 2019.