

Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών και Fletcher School, Tufts University

Η Ευρωζώνη και ο Ευρωπαϊκός Νότος

Γιώργος Αλογοσκούφης

Παρουσίαση στο Σεμινάριο Jean Monnet, Οικονομικό
Πανεπιστήμιο Αθηνών, 15, Μαΐου 2019

Νομισματική Συνεργασία στην Ευρώπη

Πέντε υποπεριόδοι στην εξέλιξη της νομισματικής συνεργασίας στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Πρώτον, η περίοδος του συστήματος *Bretton Woods* σταθερών αλλά ρυθμιζόμενων ισοτιμιών. Αυτή ήταν μια περίοδος σχετικής νομισματικής σταθερότητας και χαμηλού πληθωρισμού. Προς το τέλος αυτής της περιόδου, η έκθεση Werner ανέδειξε για πρώτη φορά την ανάγκη για ένα ενιαίο ευρωπαϊκό νόμισμα.

Δεύτερον, η περίοδος από την κατάρρευση του συστήματος σταθερών ισοτιμιών του *Bretton Woods* το 1973 μέχρι την εμφάνιση του ΕΝΣ το 1979. Πρόκειται για μια περίοδο νομισματικής αναταραχής, μεταβλητότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών και αύξησης του πληθωρισμού.

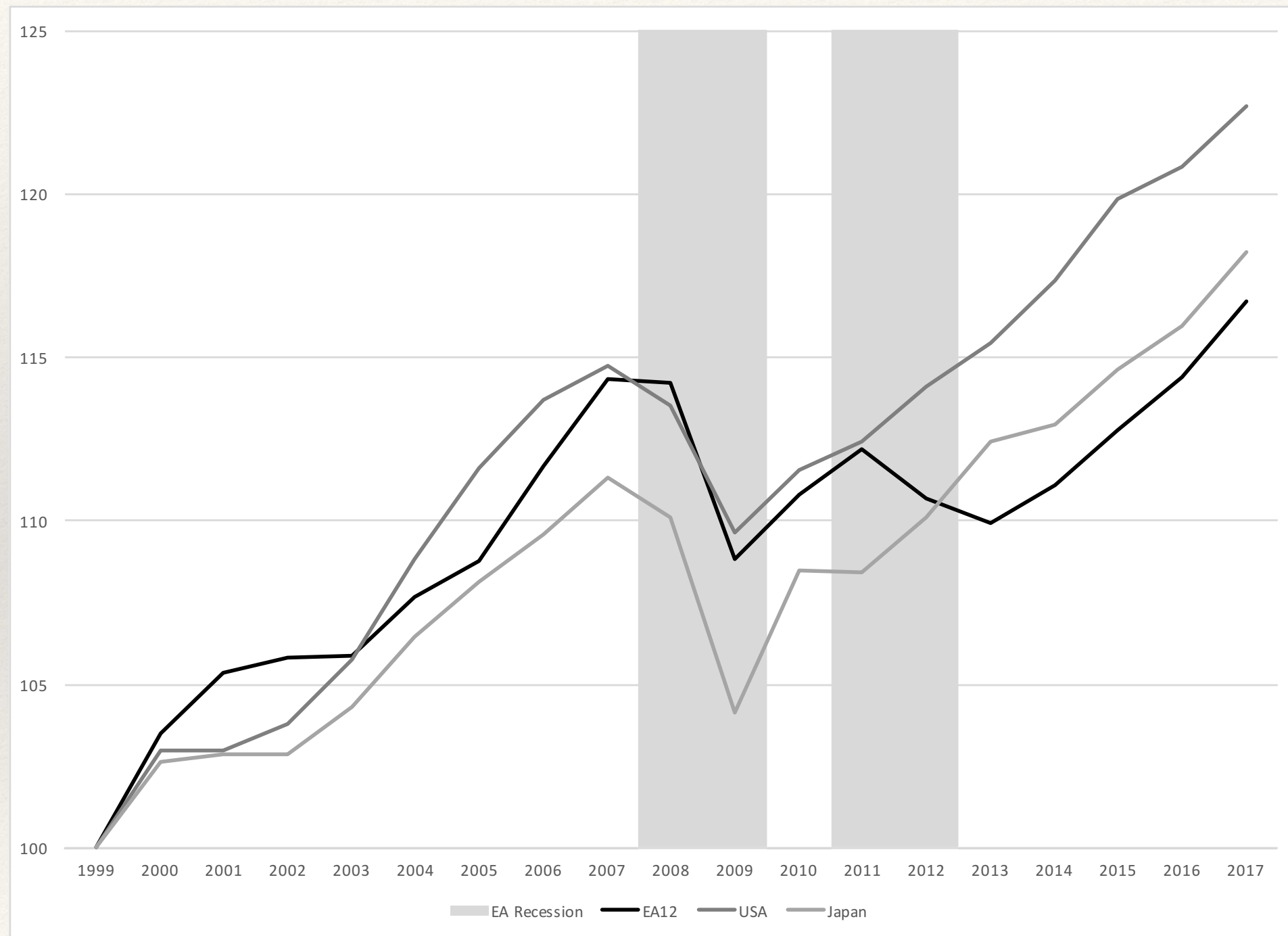
Τρίτον, η περίοδος λειτουργίας του ΕΝΣ έως τη δημιουργία του ευρώ το 1999. Αυτή είχε ως αποτέλεσμα την αντιμετώπιση του πληθωρισμού, καθώς οι περισσότερες οικονομίες της ΕΕ συμμορφώθηκαν με τη νομισματική πολιτική της Bundesbank και την έναρξη και καθιέρωση της διαδικασίας προς το ευρώ.

Τέταρτον, τα πρώτα δέκα χρόνια της λειτουργίας της ζώνης του ευρώ, πριν από την κρίση του 2009-2010. Αυτή ήταν μια περίοδος μακροοικονομικής ευφορίας, υψηλής ανάπτυξης και χαμηλού πληθωρισμού, που φαινόταν να δικαιολογεί την εγκαθίδρυση της ζώνης του ευρώ. Το σκοτεινό σύννεφο ήταν η ανάπτυξη εξωτερικών ανισορροπιών μεταξύ του πυρήνα και της περιφέρειας της ζώνης του ευρώ.

Τέλος, η περίοδος από το 2010, όταν ξέσπασε η κρίση της ζώνης του ευρώ. Αυτή ήταν μια περίοδος δοκιμασίας, ειδικά για τις οικονομίες της περιφέρειας της ζώνης του ευρώ, οι οποίες κινήθηκαν από την έκρηξη στην αποτυχία.

Σε κάθε διαδοχική υποπερίοδο, η νομισματική ολοκλήρωση εξελίσσεται σταδιακά, εξελισσόμενη από το «φίδι» της δεκαετίας του '70, στο ΕΝΣ της δεκαετίας του '80, στο αυστηρότερο ΜΣΙ της δεκαετίας του 1990, με σπάνιες αναδιατάξεις των ισοτιμιών και τελικά στη δημιουργία του ευρώ .

Πραγματικό κατά κεφαλήν ΑΕΠ σε Ευρωζώνη, ΗΠΑ και Ιαπωνία (1999=100, λογαριθμική κλίμακα)



Πυρήνας και Περιφέρεια στην Ευρωζώνη των 12

Μεγάλες Οικονομίες	Πυρήνας	Περιφέρεια
Γερμανία (28.3%)	Ολλανδία (6.0%)	Ισπανία (11.1%)
Γαλλία (20.1%)	Βέλγιο (3.6%)	Ελλάδα (2.5%)
Ιταλία (19.5%)	Αυστρία (3.0%)	Πορτογαλία (2.4%)
	Φινλανδία (1.7%)	Ιρλανδία (1.5%)
	Λουξεμβούργο (0.3%)	
Μεγ. Οικονομίες (67.9%)	Πυρήνας (14.6%)	Περιφέρεια (17.5%)

Πηγή: Τα μερίδια είναι αυτά που χρησιμοποιούνται στη βάση δεδομένων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (AWM). Είναι βασισμένα στο ΑΕΠ, προσαρμοσμένο σε μονάδες ΙΑΔ, και αντανακλούν το προσαρμοσμένο πραγματικό ΑΕΠ κάθε οικονομίας ως ποσοστό του ΑΕΠ της οικονομίας της ζώνης του ευρώ το 2001. Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλ. Fagan et al (2005).

Μακροοικονομικές και Χρηματοοικονομικές Ασυμμετρίες μεταξύ του Πυρήνα και της Περιφέρειας

Όλες οι περίοδοι νομισματικής συνεργασίας στην ΕΕ, από τη δεκαετία του 1970, χαρακτηρίστηκαν από σημαντικές μακροοικονομικές και χρηματοοικονομικές ασυμμετρίες μεταξύ των κρατών μελών στον πυρήνα και την περιφέρεια, αλλά και από διαφορετικούς βαθμούς νομισματικής ολοκλήρωσης.

Με την εμβάθυνση της νομισματικής συνεργασίας, στην εξέλιξη από το φίδι στο ευρώ, μερικές από αυτές τις ασυμμετρίες αντιμετωπίστηκαν, ενώ άλλες όχι.

Οι κυριότερες ασυμμετρίες που αντιμετωπίστηκαν από το ΕΝΣ και το ευρώ ήταν οι ονομαστικές ασυμμετρίες, όπως οι ασυμμετρίες στα ποσοστά πληθωρισμού.

Ωστόσο, δεν αντιμετωπίστηκαν πραγματικές ασυμμετρίες, όπως οι ασυμμετρίες της αγοράς εργασίας και των προϊόντων, οι ασυμμετρίες στα ισοζύγια των επενδύσεων και αποταμιεύσεων και οι ασυμμετρίες στη διεθνή ανταγωνιστικότητα.

Στην πραγματικότητα, τόσο κατά τη διαδικασία σύγκλισης της δεκαετίας του 1990 όσο και μετά τη δημιουργία του ευρώ το 1999, δεν έγιναν πολλά για να αντιμετωπιστούν οι εναπομείνασες πραγματικές και χρηματοοικονομικές ασυμμετρίες, μεταφέροντας ουσιαστικά το βάρος της προσαρμογής στα μεμονωμένα μέλη της ευρωζώνης και ιδιαίτερα στα δημοσιονομικά τους συστήματα .

Ως αποτέλεσμα, ενώ οι ονομαστικές ασυμμετρίες, όπως οι διαφορές στα ποσοστά πληθωρισμού και τα ονομαστικά επιτόκια αντιμετωπίστηκαν με τη δημιουργία του ευρώ, διευρύνθηκαν οι πραγματικές, χρηματοοικονομικές και εξωτερικές ασυμμετρίες τόσο πριν όσο και μετά την κρίση στη ζώνη του ευρώ.

Η Παγίδα του Mundell και τα Διλήμματα της Περιφέρειας

Η δημιουργία της ζώνης του ευρώ (ΕΖ) αποτέλεσε ένα σημαντικό ασυμμετρικό σοκ για τις οικονομίες της περιφέρειας, καθώς οδήγησε σε ταχεία και μεγάλη μείωση των πραγματικών τους επιτοκίων, καθώς εξέλειπε ο κίνδυνος υποτίμησης που τα διατηρούσε υψηλά.

Η μείωση των πραγματικών επιτοκίων οδήγησε σε αύξηση της συνολικής ζήτησης, της παραγωγής και της απασχόλησης, καθώς οι επενδύσεις αυξήθηκαν και οι αποταμιεύσεις μειώθηκαν. Η αύξηση όμως των επενδύσεων και η μείωση των αποταμιεύσεων οδήγησε και στη διεύρυνση των εξωτερικών ανισορροπιών, με την αύξηση των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Οι οικονομίες της περιφέρειας παγιδεύτηκαν σε αυτό που μπορεί να χαρακτηριστεί ως παγίδα του Mundell. Λειτουργώντας με τέλεια κινητικότητα κεφαλαίων και σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία, το μόνο διαθέσιμο μέσο βραχυχρόνιας σταθεροποίησης των οικονομιών τους ήταν η δημοσιονομική πολιτική. Ωστόσο, σε συνθήκες ενιαίου νομίσματος, η δημοσιονομική πολιτική συνεπάγεται σύγκρουση μεταξύ των στόχων της εσωτερικής και εξωτερικής ισορροπίας.

Η αντιμετώπιση των εξωτερικών ανισορροπιών απαιτούσε μία περιοριστική δημοσιονομική πολιτική. Ωστόσο, κάτι τέτοιο θα μείωνε την ανάπτυξη και θα αύξανε την ανεργία, και θα οδηγούσε ενδεχομένως σε ύφεση. Χωρίς περιοριστική δημοσιονομική πολιτική, θα εξακολουθούσαν να απολαμβάνουν υψηλή οικονομική μεγέθυνση, αλλά οι εξωτερικές ανισορροπίες θα εξακολουθούσαν να υφίστανται.

Οι περισσότερες χώρες της περιφέρειας επέλεξαν, σε διαφορετικούς βαθμούς, να αγνοήσουν τη διεύρυνση των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Εξ αυτού του λόγου, οι οικονομίες τους αναπτύχθηκαν σημαντικά κατά τα πρώτα χρόνια της συμμετοχής τους στη ζώνη του ευρώ.

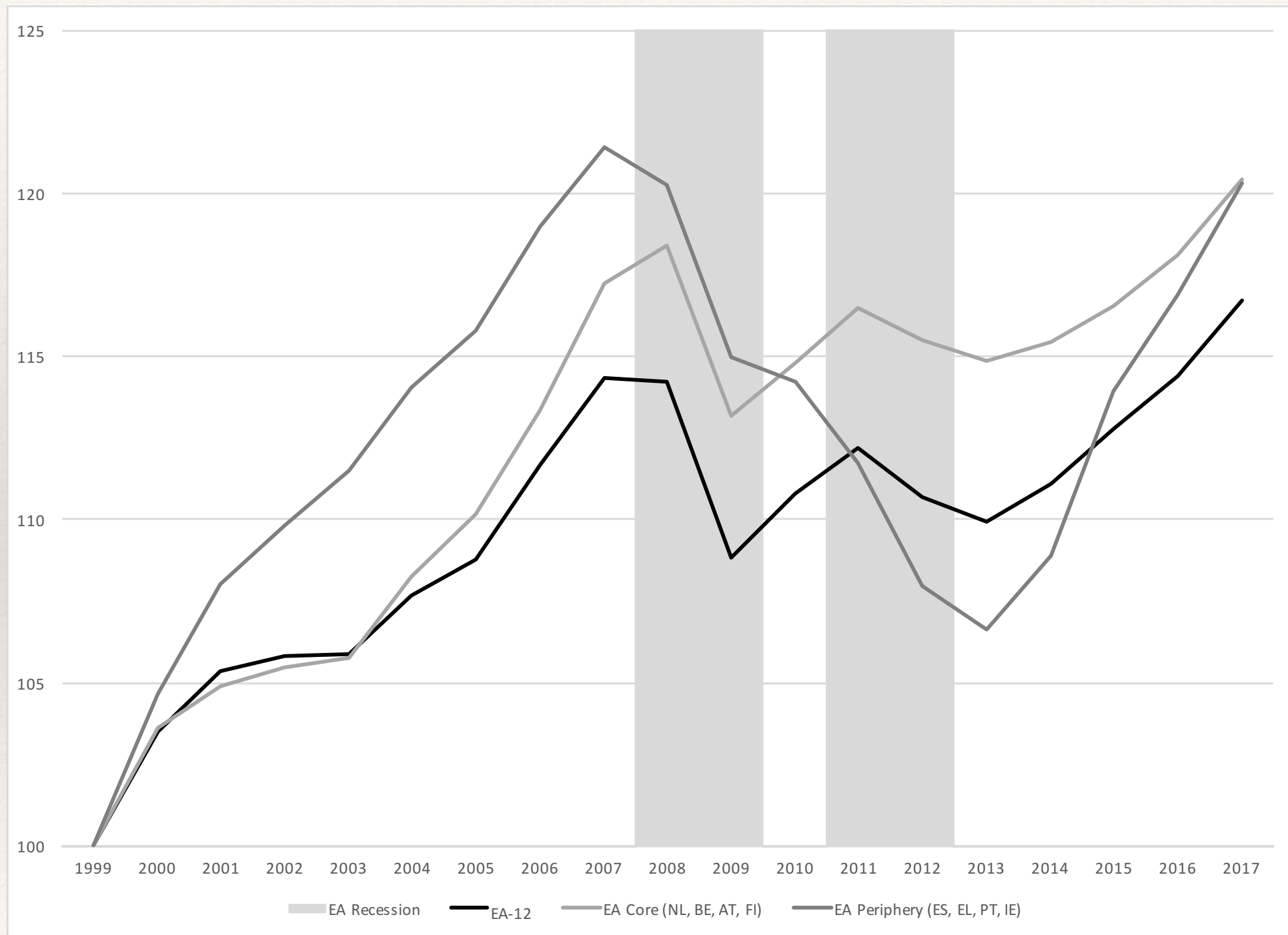
Η κρίση προήλθε από την επιδείνωση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης το 2008, τη διεθνή ύφεση της περιόδου 2008-2009 και την «ξαφνική στάση» του διεθνούς δανεισμού προς την περιφέρεια, λόγω ακριβώς του εξωτερικού χρέους που είχε συσσωρευθεί.

Η υπερβολική δημοσιονομική συρρίκνωση που χρησιμοποιήθηκε για την αντιμετώπιση της κρίσης του 2010 είχε μεν ως αποτέλεσμα τη σταδιακή αντιμετώπιση των εξωτερικών ανισορροπιών, αλλά με ένα υπερβολικό κόστος όσον αφορά την απώλεια εισοδήματος και την ανεργία.

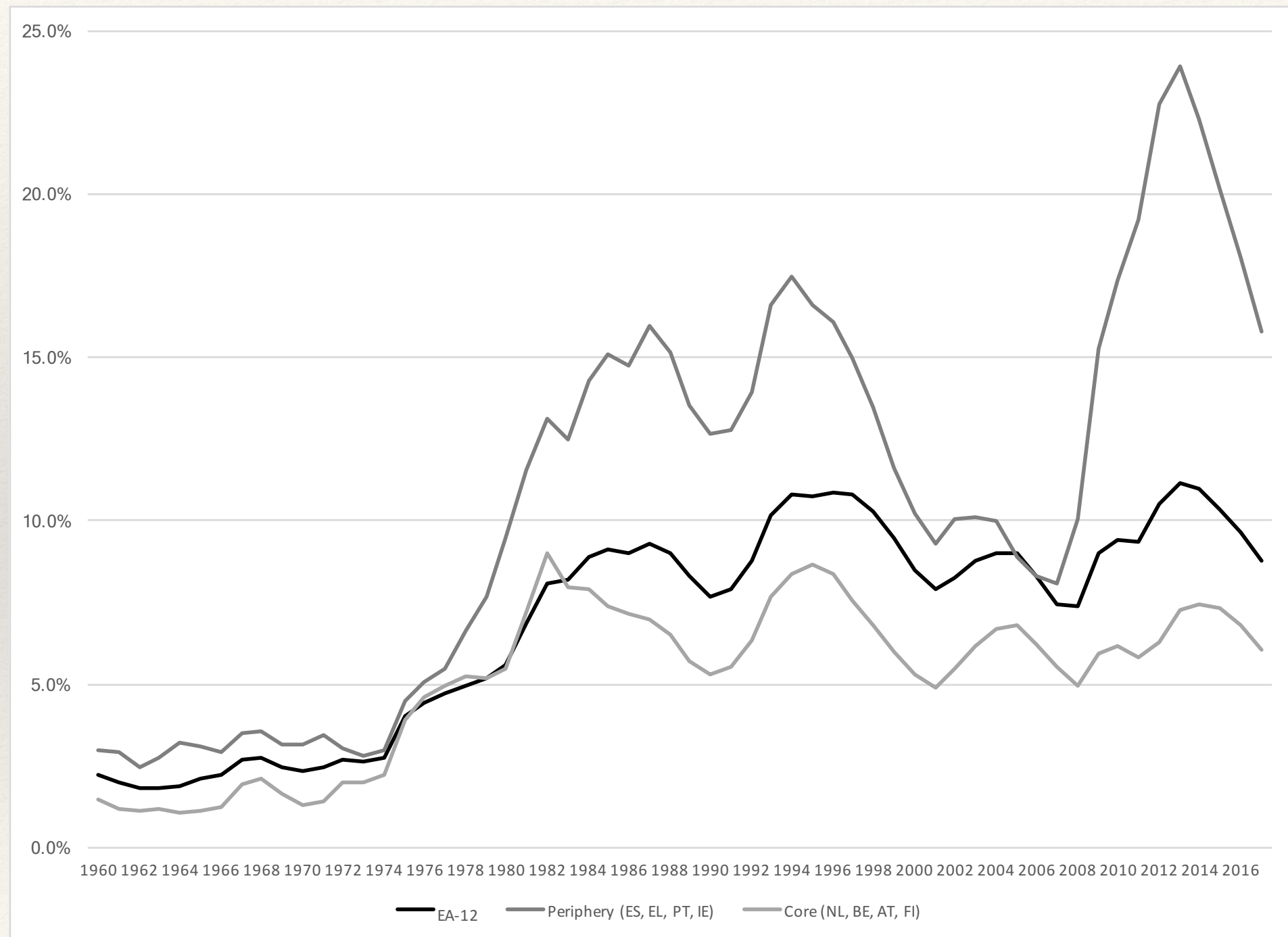
Η Άνοδος και η Πτώση του κατά κεφαλήν ΑΕΠ

Η Ευρωζώνη των 12, ο Πυρήνας και η Περιφέρεια

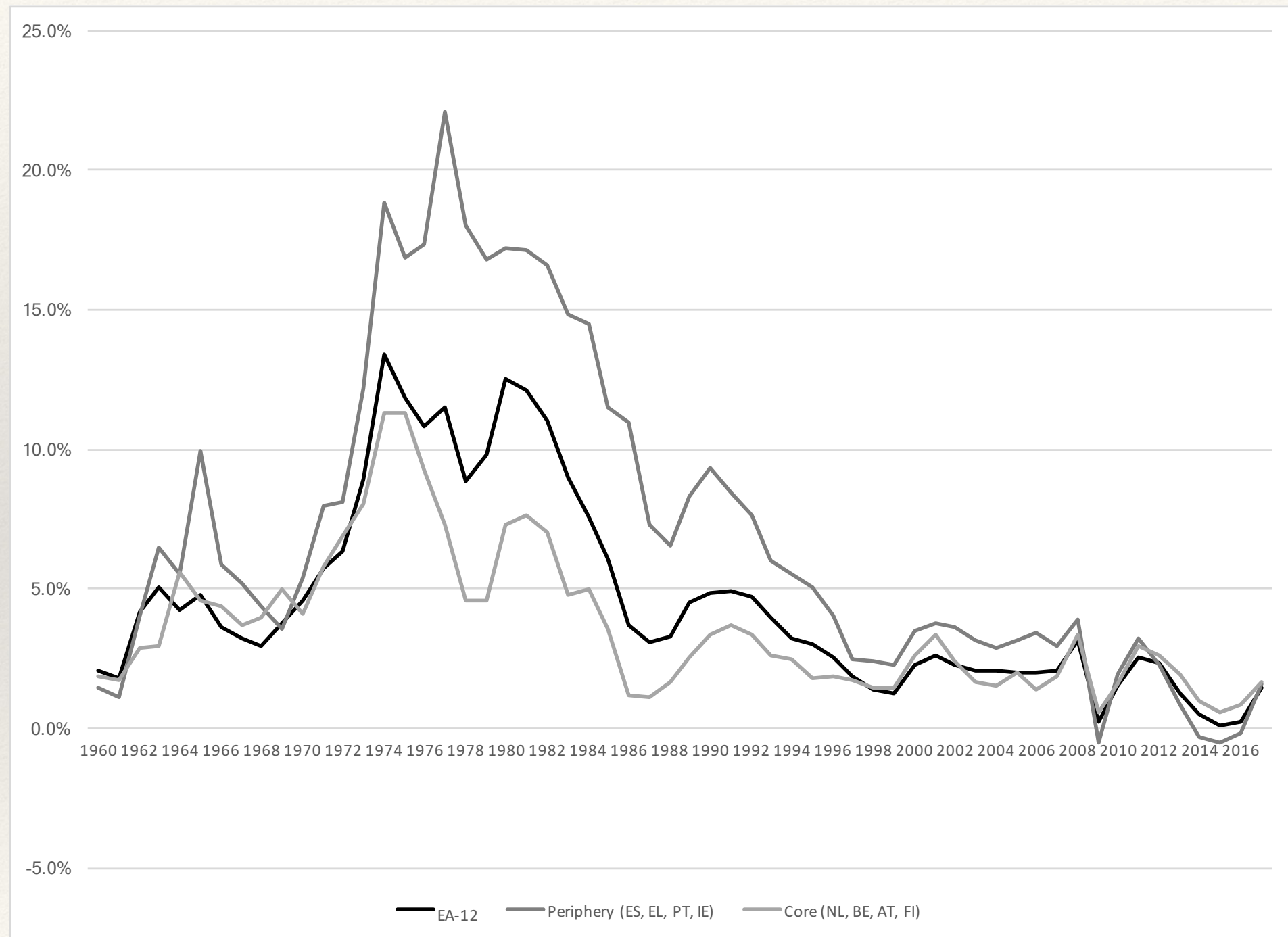
(1999=100, λογαριθμική κλίμακα)



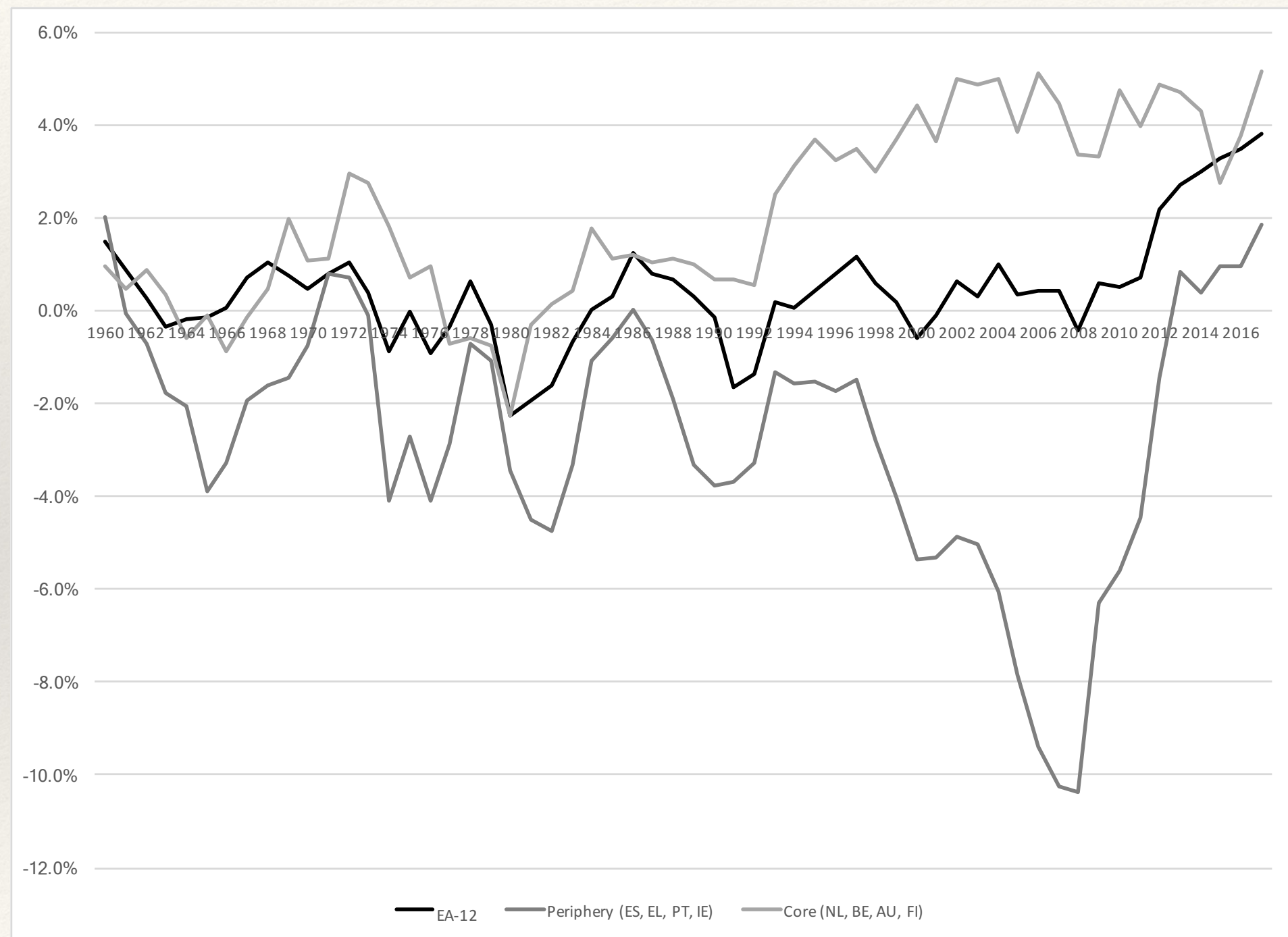
Τα Ποσοστά Ανεργίας στην Ευρωζώνη των 12 (% του εργατικού δυναμικού)



Τα Ποσοστά Πληθωρισμού στην Ευρωζώνη των 12 (% το χρόνο)



Εξωτερικές Ανισορροπίες στην Ευρωζώνη των 12 (Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών, % του ΑΕΠ)



Η Πρώτη Δεκαετία: Η Πορεία προς την Κρίση

Κατά τα πρώτα δέκα χρόνια από τη δημιουργία του ευρώ, οι πραγματικές ασυμμετρίες μεταξύ της περιφέρειας και του πυρήνα είχαν ως αποτέλεσμα τη δημιουργία σημαντικών εξωτερικών ανισορροπιών και, τελικά, συνέβαλαν στην έκρηξη της κρίσης.

Το κύριο χρηματοοικονομικό ασύμμετρο σοκ φαίνεται να ήταν η δημιουργία του ίδιου του ευρώ, το οποίο αρχικά οδήγησε στην ταχεία σύγκλιση των ονομαστικών και των πραγματικών επιτοκίων μεταξύ της περιφέρειας και του πυρήνα. Η σύγκλιση αυτή είχε ως αποτέλεσμα τη διεύρυνση των ανισορροπιών μεταξύ επενδύσεων και αποταμιεύσεων στην περιφέρεια, η οποία μέχρι τότε είχε σχετικά υψηλά ονομαστικά και πραγματικά επιτόκια.

Η σύγκλιση των επιτοκίων οδήγησε σε υψηλότερη ανάπτυξη, στη διεύρυνση των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και στη συσσώρευση εξωτερικού χρέους από τις χώρες της περιφέρειας. Τελικά αυτό το υψηλότερο εξωτερικό χρέος αποτέλεσε βασικό παράγοντα για την κρίση στη ζώνη του ευρώ.

Η διαδικασία αυτή επιδεινώθηκε από την “εγχώρια μεροληψία” των τραπεζών στις χώρες της ζώνης του ευρώ, λόγω του γεγονότος ότι η ευρωζώνη δεν ήταν τραπεζική ένωση.

Η κρίση στη ζώνη του ευρώ ήταν μια κρίση του εξωτερικού χρέους σε μια οικονομική και νομισματική ένωση με ένα ενιαίο νόμισμα, αλλά μεγάλες ασυμμετρίες και οικονομικές και διακυβερνητικές προβληματικές περιοχές. Ως αποτέλεσμα, η κρίση της ζώνης του ευρώ το 2010 δεν ήταν τελικά διαφορετική από άλλες περιφερειακές χρηματοπιστωτικές κρίσεις υπερχρεωμένων οικονομιών, όπως η Λατινοαμερικανική κρίση της δεκαετίας του 1980 και η Ασιατική κρίση της δεκαετίας του 1990.

Η Ασύμμετρη Εξέλιξη των Πραγματικών Επιτοκίων

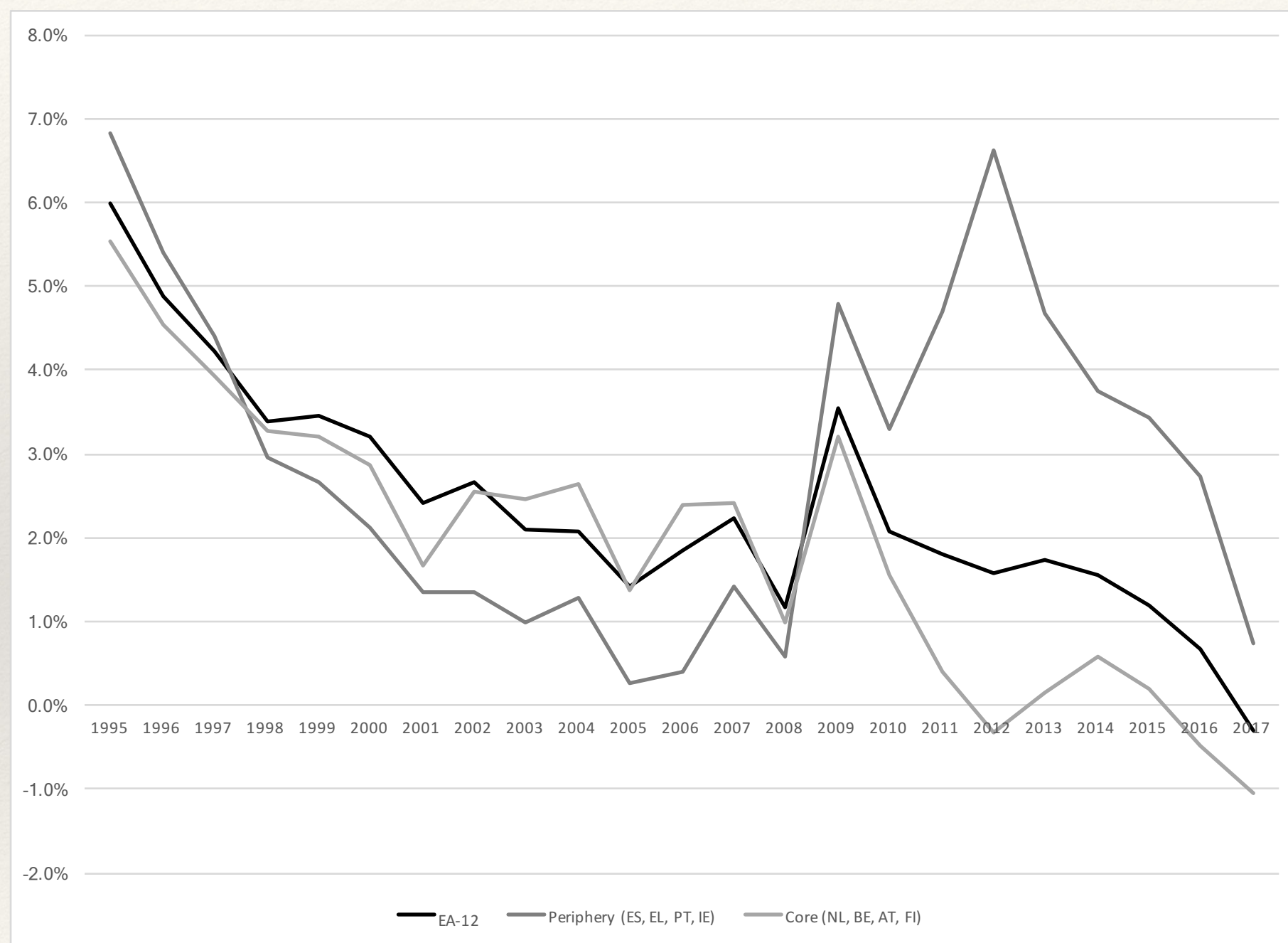
Η δημιουργία του ευρώ οδήγησε σε ταχεία και σημαντική μείωση των πραγματικών επιτοκίων στην περιφέρεια σε σχέση με τον πυρήνα.

Τα πραγματικά μακροπρόθεσμα επιτόκια των κρατικών ομολόγων στην περιφέρεια μειώθηκαν από 5,2% στη δεκαετία του 1990, σε 1,1% το 2000-2007. Αυτό οφείλεται κυρίως στη σύγκλιση των ονομαστικών επιτοκίων μετά την εξάλειψη του κινδύνου υποτίμησης του νομίσματος για τις οικονομίες της περιφέρειας. Τα πραγματικά επιτόκια στις οικονομίες του πυρήνα μειώθηκαν πολύ λιγότερο κατά την αντίστοιχη περίοδο.

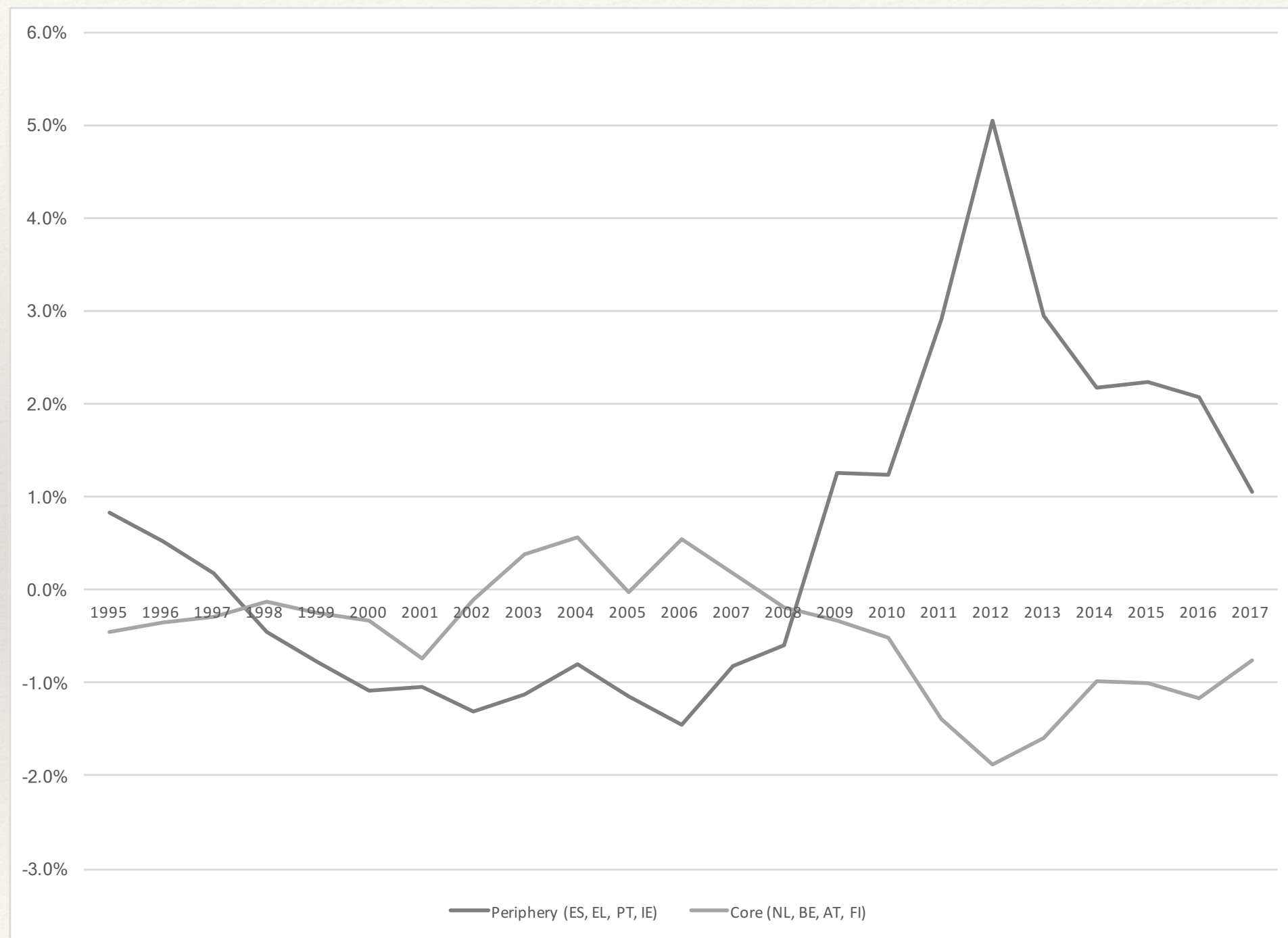
Ως αποτέλεσμα, η μείωση της ιδιωτικής αποταμίευσης και η αύξηση των επενδύσεων στην περιφέρεια κατά την περίοδο 2000-2007 ήταν υψηλότερη, γεγονός που συνέβαλε στην αύξηση του ρυθμού ανάπτυξης αλλά και στη σημαντική διεύρυνση των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Λόγω της παγίδας του Mundell, οι οικονομίες της περιφέρειας δεν επιχείρησαν να αντισταθμίσουν την εξέλιξη αυτή με πιο περιοριστική δημοσιονομική πολιτική.

Από την κρίση, τα επιτόκια κινούνται εκ νέου ασύμμετρα. Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια συνέχισαν να μειώνονται στις βασικές οικονομίες της ΑΕ, αλλά αυξήθηκαν σημαντικά στην περιφέρεια. Οι εξωτερικές ανισορροπίες έχουν διορθωθεί εν μέρει, αλλά με κόστος πολύ βαθύτερες περιόδους ύφεσης στην περιφέρεια παρά στον πυρήνα.

Πραγματικά Μακροπρόθεσμα Επιτόκια σε Πυρήνα και Περιφέρεια (1995-2017)



Διαφορές Πραγματικών Μακροπόθεσμων Επιτοκίων από το Μέσο Όρο της Ευρωζώνης των 12



Η Ασύμμετρη Εξέλιξη των Πραγματικών Συναλλαγματικών Ισοτιμιών

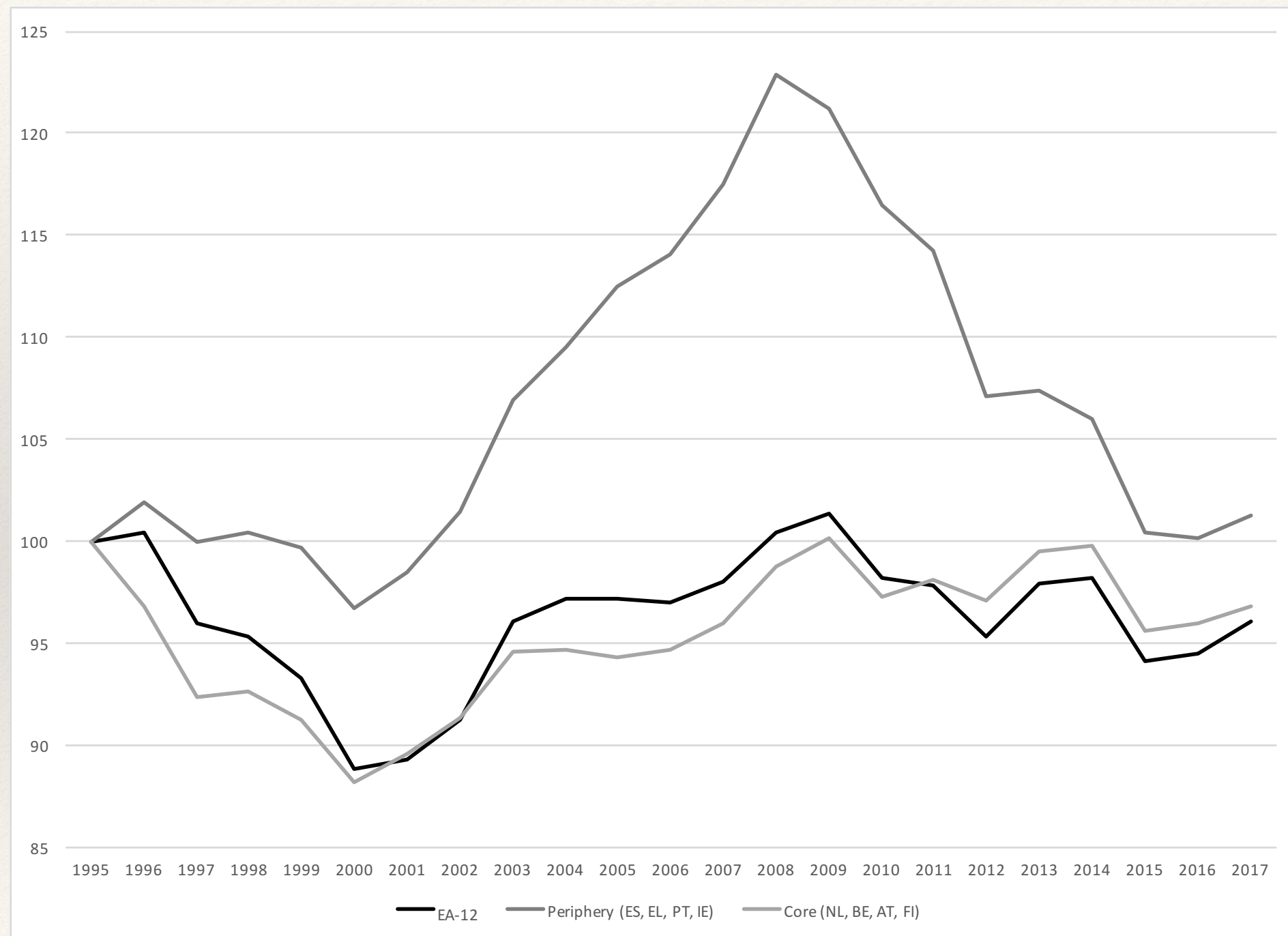
Οι σταθμισμένες πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες ανατιμήθηκαν κατά σχεδόν 16% στην περιφέρεια κατά τα είκοσι χρόνια πριν από τη δημιουργία του ευρώ, ενώ στον πυρήνα υποτιμήθηκαν κατά σχεδόν 7% στην περίπτωση των μεγάλων βασικών οικονομιών και 4% στην περίπτωση των μικρότερων οικονομιών.

Επιπλέον, οι πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες συνέχισαν να ανατιμούνται στην περιφέρεια κατά την περίοδο 2000-2007.

Η παρατεταμένη απώλεια ανταγωνιστικότητας των περιφερειών της οικονομίας είναι μια άλλη μεγάλη ασυμμετρία που προκλήθηκε από τη διαδικασία της νομισματικής ενοποίησης, η οποία ενισχύθηκε από τις αρχές της δεκαετίας του 1980, και φαίνεται ότι είναι ένας σημαντικός καθοριστικός παράγοντας των εξωτερικών ανισορροπιών που οδήγησαν στην κρίση.

Μετά την κρίση, οι σταθμισμένες πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες στην περιφέρεια έχουν υποτιμηθεί και επανήλθαν στα επίπεδα των μέσων της δεκαετίας του 1990.

Πραγματικές Σταθμισμένες Συναλλαγματικές Ισοτιμίες (1995=100)



Δημοσιονομικές Ασυμμετρίες πριν και μετά την Κρίση

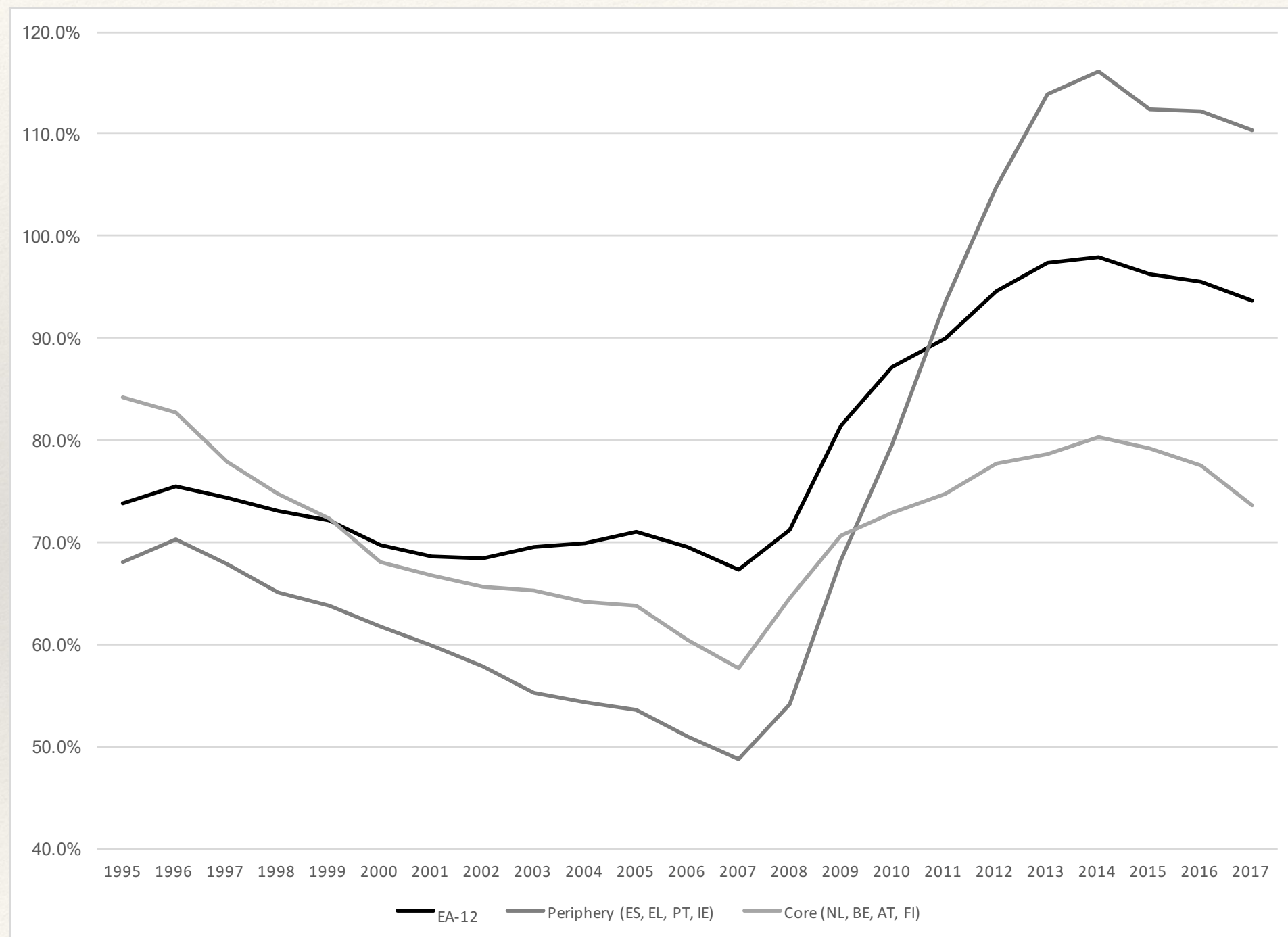
Οι δημοσιονομικές ασυμμετρίες μεταξύ της περιφέρειας και του πυρήνα πριν από την κρίση είναι λιγότερο σημαντικές από ότι πιστεύεται συνήθως.

Η συμπεριφορά των τρεχουσών δημοσιονομικών ισοζυγίων ή του δημοσίου χρέους δεν ήταν τόσο διαφορετική μεταξύ της περιφέρειας και του πυρήνα πριν από την κρίση.

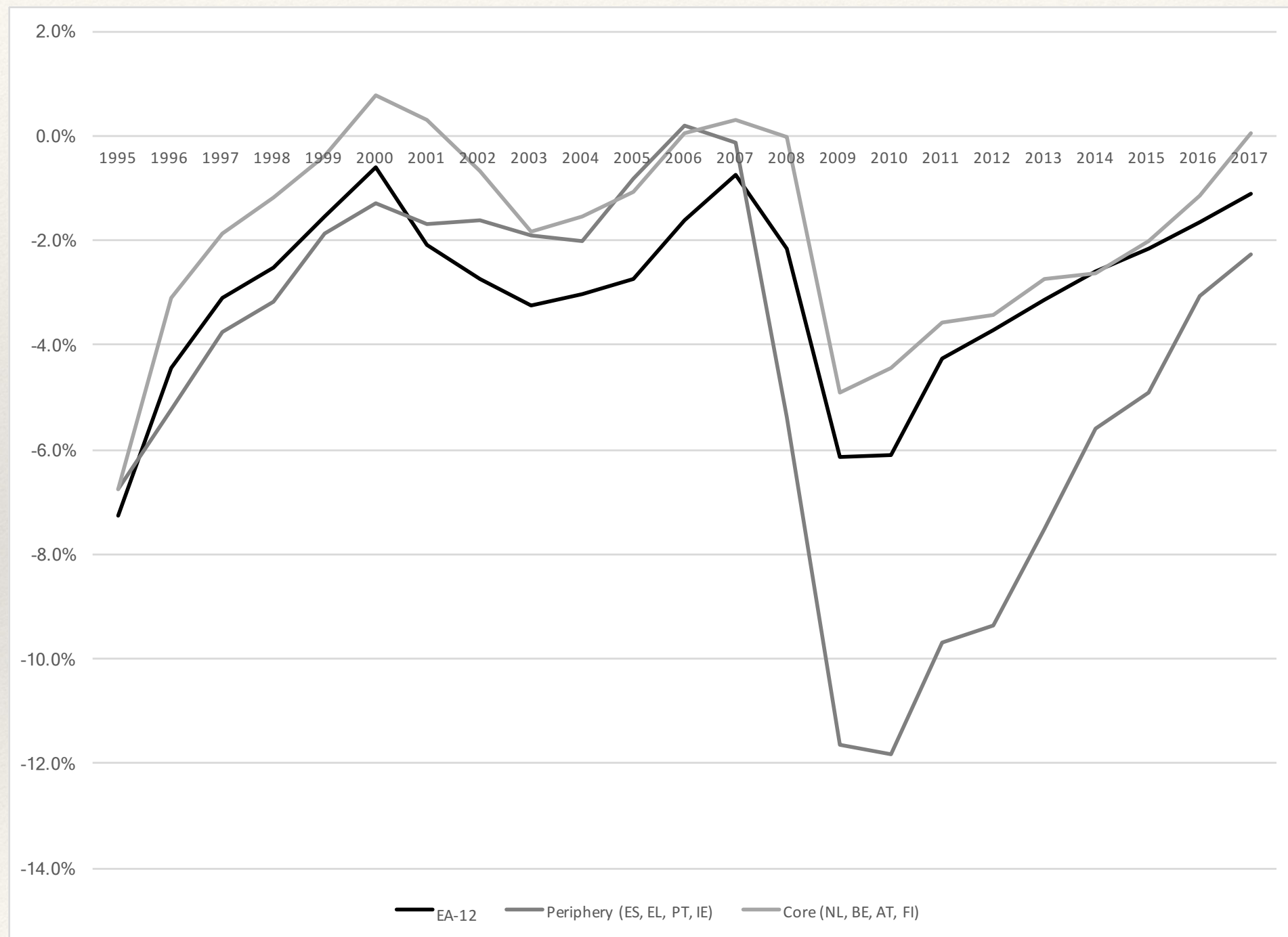
Στην πραγματικότητα, πριν από τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, ως ποσοστό του ΑΕΠ, τα δημόσια ελλείμματα και τα χρέη ήταν κατά μέσο όρο χαμηλότερα στην περιφέρεια από τον μέσο όρο της ΕΑ και από τις μικρές οικονομίες του πυρήνα. Η Ελλάδα και η Πορτογαλία (σε μικρότερο βαθμό) αποτελούν τις εξαιρέσεις.

Ωστόσο, οι δημοσιονομικές ανισορροπίες στην περιφέρεια διευρύνθηκαν σημαντικά μετά την κρίση, παρά τις προσπάθειες δημοσιονομικής εξυγίανσης, λόγω των βαθύτερων και μακρύτερων περιόδων ύφεσης που υπέστησαν αυτές οι οικονομίες.

Χρέος Γενικής Κυβέρνησης σε Πυρήνα και Περιφέρεια % του ΑΕΠ



Δημοσιονομικά Ισοζύγια Γενικής Κυβέρνησης % of GDP



Η Εκδήλωση της Κρίσης της Ευρωζώνης

Η άμεση αιτία της κρίσης της ΕΖ ήταν η ανάγκη ταχείας εξάλειψης των εξωτερικών ανισορροπιών που δημιουργήθηκαν κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 2000, μετά τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση του 2008.

Κάποιο από το εξωτερικό χρέος που είχε δημιουργηθεί ήταν σε ιδιώτες δανειολήπτες (ιδίως στην Ιρλανδία και την Ισπανία) και κάποιο σε δημόσιους δανειολήπτες (ειδικά στην Ελλάδα και την Πορτογαλία). Τελικά και στη μία και στην άλλη περίπτωση το εξωτερικό χρέος κατέστη δημόσιο, λόγω της διάσωσης των εθνικών τραπεζών από τις κυβερνήσεις τους.

Συχνά, η ιδιωτική υπερχρέωση καταλήγει σε χρέος των κυβερνήσεων, καθώς οι κυβερνήσεις διαφυλάσσουν τις τράπεζες, έτσι ώστε η άνοδος του δημόσιου χρέους να είναι περισσότερο συνέπεια παρά μία από τις αιτίες μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Η «ξαφνική στάση» ήταν μια κρίση και όχι ένα διαχειρίσιμο πρόβλημα, δεδομένου ότι τα μέλη της ΕΖ δεν μπορούσαν να καταφύγουν σε υποτίμηση του νομίσματος τους και η ΕΚΤ δεν μπορούσε να χρηματοδοτήσει τις κυβερνήσεις της περιφέρειας.

Έτσι ξέσπασε μια κρίση εμπιστοσύνης, πρώτα απ' όλα για τις χώρες της περιφέρειας, αλλά αργότερα για μερικές από τις βασικές χώρες, όπως η Ιταλία, όσον αφορά την ικανότητά τους να εξυπηρετούν τα δημόσια και ιδιωτικά εξωτερικά τους χρέη. Αυτό επιδεινώθηκε από τις ανεπιτυχείς προσπάθειες αντιμετώπισης του προβλήματος του χρέους.

Βαθύτερα Αίτια της Κρίσης

Οι προφανείς αιτίες της κρίσης - εξωτερικές ανισορροπίες και έλλειψη μηχανισμών διαχείρισης κρίσεων - μας λένε ότι υπάρχουν πραγματικά τρία είδη βαθύτερων αιτίων:

1. Σχεδιασμός και αποτυχίες πολιτικής που επέτρεψαν να αναπτυχθούν οι ανισορροπίες και να γίνουν τόσο μεγάλες
2. Έλλειψη θεσμών για απορρόφηση των κραδασμών σε επίπεδο ΕΖ μετά τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση του 2008
3. Κακή διαχείριση της ίδιας της κρίσης

Ορισμένες από αυτές τις αποτυχίες περιλάμβαναν απρόβλεπτα γεγονότα. Άλλες ήταν συστημικές και άλλες οφείλονταν σε αδυναμία εφαρμογής των συμφωνημένων ευρωπαϊκών κανόνων.

Η Ευρωζώνη ως Βέλτιστη Νομισματική Περιοχή

Εκ των υστέρων, αυτές οι εξελίξεις δεν θα πρέπει να αποτελούν έκπληξη. Η ευρωζώνη δεν ικανοποιεί κανένα από τα κριτήρια που θα πρέπει να ικανοποιεί μία βέλτιστη νομισματική περιοχή (optimum currency area).

Πρώτον, δεν ικανοποιεί το κύριο κριτήριο, δηλαδή την απουσία ασυμμετριών και ασύμμετρων διαταραχών.

Επιπλέον, δεν ικανοποιεί τα άλλα δύο βασικά κριτήρια μακροοικονομικής σταθεροποίησης, δηλαδή ενοποιημένη αγορά εργασίας και έναν ομοσπονδιακό προϋπολογισμό που θα λειτουργούσε ως αυτόματος σταθεροποιητής σε περίπτωση ασύμμετρων μακροοικονομικών εξελίξεων.

Τέλος, η αντίδρασή της σε σημαντικές χρηματοπιστωτικές κρίσεις εμποδίζεται από την έλλειψη αποτελεσματικού δανειστή ύστατης προσφυγής, παρά την, εκ των υστέρων, δημιουργία του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ΕΜΣ).

Η ΕΖ και οι ΗΠΑ ως Βέλτιστες Νομισματικές Περιοχές

Οι Ηνωμένες Πολιτείες είναι πολύ πιο κοντά στα κριτήρια μιας βέλτιστης νομισματικής περιοχής από ό,τι η ζώνη του ευρώ (Ο 'Rourke και Taylor 2013).

Οι αγορές των ΗΠΑ είναι πολύ πιο ενοποιημένες από τις αγορές της ΕΖ, καθώς το διαπολιτειακό εμπόριο ανέρχεται στο 66% του ΑΕΠ των ΗΠΑ, ενώ το διασυνοριακό διακρατικό εμπόριο της ΕΕ ανέρχεται σε μόλις 17% του ΑΕΠ.

Όσον αφορά τις ασύμμετρες επιπτώσεις των διαταραχών, δεν υπάρχουν μεγάλες διαφορές μεταξύ των ΗΠΑ και της ΕΑ. Ο μέσος συντελεστής συσχέτισης των ρυθμών αύξησης του ΑΕΠ στις πολιτείες των ΗΠΑ είναι 0,46 και στις χώρες της ΕΕ είναι 0,50. Οι μακροοικονομικές ασυμμετρίες φαίνεται να επηρεάζουν την ΕΑ και τις ΗΠΑ σε περίπου τον ίδιο βαθμό.

Οι ΗΠΑ είναι πολύ πιο μπροστά από την ΕΕ όσον αφορά το κριτήριο της κινητικότητας του εργατικού δυναμικού. Το μέσο ποσοστό των πολιτών σε μία αμερικανική πολιτεία που γεννήθηκε εκτός αυτής της πολιτείας είναι 42%, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό σε μια χώρα της ΕΕ είναι μόλις 14%. Με βάση αυτό το κριτήριο, η κινητικότητα του εργατικού δυναμικού είναι τρεις φορές μεγαλύτερη στις ΗΠΑ από ό,τι στην ΕΕ.

Οι ΗΠΑ είναι πολύ μπροστά στο κριτήριο της δημοσιονομικής ενοποίησης, το οποίο σχετίζεται με τις δημοσιονομικές μεταβιβάσεις και την αποτελεσματικότητα των αυτόματων σταθεροποιητών έναντι διαταραχών που επηρεάζουν ασυμμετρα τις πολιτείες και τις χώρες. Στις ΗΠΑ περίπου το 30% μιας εισοδηματικής διαταραχής σε μία πολιτεία αντισταθμίζεται μέσω των ομοσπονδιακών δημοσιονομικών μεταβιβάσεων. Στην ΕΕ, το αντίστοιχο ποσοστό για μία χώρα είναι μόνο 0,5%. Έτσι, το χαμηλό επίπεδο του κοινοτικού προϋπολογισμού της ΕΕ σε σχέση με τις ΗΠΑ έχει σημαντικές επιπτώσεις στην ικανότητα της ΕΕ και της ΕΖ να αντιμετωπίζει διαταραχές με ασύμμετρες επιπτώσεις μέσω μεταβιβάσεων από χώρες που δεν επηρεάζονται από τη σχετική διαταραχή.

Οι Θεμελιώδεις Συστημικές Αδυναμίες της Ευρωζώνης

1. Σημαντικές διαφορές στο μίγμα προϊόντων μεταξύ του πυρήνα και της περιφέρειας
2. Κατακερματισμένες εθνικές αγορές εργασίας και χαμηλή διασυνοριακή κινητικότητα του εργατικού δυναμικού
3. Πολύ διαφορετικά εθνικά δημοσιονομικά συστήματα
4. Ένας εξαιρετικά χαμηλός κοινός προϋπολογισμός για την ΕΑ που θα μπορούσε να λειτουργήσει ως αυτόματος σταθεροποιητής μέσω μεταφορών από τις οικονομίες που δεν επηρεάζονται από μία ασύμμετρη διαταραχή στις οικονομίες που επηρεάζονται και οδηγούνται σε ύφεση
5. Η έλλειψη ενός αξιόπιστου δανειστή ύστατης προσφυγής σε τράπεζες και κυρίαρχες κυβερνήσεις σε στιγμές κρίσης.

Αποτέλεσμα των μεγάλων ασυμμετριών και άλλων οικονομικών και διακυβερνητικών προβλημάτων της ζώνης του ευρώ είναι το γεγονός ότι οι προσπάθειες προσαρμογής μετά την κρίση μετατόπισαν το βάρος αποκλειστικά προς τις ασθενέστερες οικονομίες στην περιφέρεια της ευρωζώνης, οι οποίες υπέστησαν βαθεια ύφεση, άνοδο της ανεργίας, συνεχείς αυξήσεις των φόρων και υπερβολικό κοινωνικό κόστος για τους νέους εργαζόμενους και τους συνταξιούχους, καθώς και την αύξηση του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ.

Μεταρρυθμίζοντας την Ευρωζώνη

Η ενοποίηση και η αυξημένη εποπτεία των χρηματοπιστωτικών αγορών έχουν λάβει προτεραιότητα μετά την κρίση του 2010. Ωστόσο, οι περισσότερες από τις συστημικές αδυναμίες της ζώνης του ευρώ παραμένουν.

Μετά την κρίση, έγιναν πολλές προτάσεις για τη μεταρρύθμιση της ευρωζώνης. Ωστόσο, η πρόοδος που έχει σημειωθεί είναι ελάχιστη.

Οι επικεφαλές των ευρωπαϊκών θεσμικών οργάνων εξέδωσαν ένα σχέδιο για το μέλλον, την έκθεση των *Τεσσάρων Προέδρων*, τον Ιούνιο του 2012. Σε δήλωσή τους στις 29 Ιουνίου 2012, οι αρχηγοί κρατών της ζώνης του ευρώ συμφώνησαν να σπάσουν τον φαύλο κύκλο μεταξύ τραπεζών και εθνικών κυβερνήσεων, δημιουργώντας μια τραπεζική ένωση. Η ημερήσια διάταξη, η οποία εγκρίθηκε από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, δεν έχει ολοκληρωθεί και ο χάρτης πορείας για το μέλλον παραμένει ζήτημα έντονης διαμάχης.

Στη σύνοδο κορυφής του Ιουνίου 2018, παρά την προηγούμενη γαλλο-γερμανική προσέγγιση και την κοινή «Διακήρυξη Meseberg» του προέδρου Macron και της καγκελαρίου Μέρκελ, οι αρχηγοί κρατών της ζώνης του ευρώ θα μπορούσαν να συμφωνήσουν να ζητήσουν περαιτέρω εργασίες για μια σειρά ζητημάτων που εξακολουθούν να διχάζουν.

Η “Μάχη των Συμφερόντων” και η “Μάχη των Ιδεών”

Υπάρχουν ουσιαστικά δύο πιθανές ομάδες θεωριών για το αδιέξοδο στη μεταρρύθμιση της ζώνης του ευρώ: η «μάχη των συμφερόντων» και η «μάχη των ιδεών».

Η πρώτη θεωρεί ότι τα προβλήματα είναι κατά βάση διανεμητικά και οι αποφάσεις είναι αμφισβητούμενες, διότι επηρεάζουν διαφορετικά τους πιστωτές έναντι των οφειλετών, τις χώρες με υψηλό χρέος έναντι των χωρών χαμηλού χρέους, τις πολιτικά και οικονομικά σταθερές χώρες έναντι των ασταθών χωρών ή τις τράπεζες διεθνούς εμβέλειας έναντι των τοπικών τραπεζών.

Η δεύτερη τονίζει τα ζητήματα των ιδεών. Σύμφωνα με αυτή την ανάγνωση, ένας σημαντικός παράγοντας πίσω από το αδιέξοδο είναι οι διαφωνίες στην ερμηνεία των γεγονότων, καθώς διάφοροι παράγοντες προσεγγίζουν τα προβλήματα με διαφορετικά υποδείγματα λειτουργίας της ζώνης του ευρώ.

Η Προσέγγιση των 7+7

Μια προσπάθεια επίτευξης συναίνεσης στη μάχη των ιδεών έγινε πρόσφατα από μια ομάδα 7 γάλλων και 7 Γερμανών οικονομολόγων (Benassy-Quere et al. 2018). Υποδηλώνουν ότι η ζώνη του ευρώ «παραμένει ευάλωτη, υποβαθμισμένη και διαιρεμένη». (σελ. 2). Τονίζουν τρεις κύριες αδυναμίες για τη ζώνη του ευρώ:

Πρώτον, η ζώνη του ευρώ εξακολουθεί να αντιμετωπίζει σημαντική χρηματοπιστωτική ευπάθεια και περιορισμένη θεσμική ικανότητα για την αντιμετώπιση μιας νέας κρίσης. Η σταθεροποίηση και η ανάκαμψη βασίστηκαν κυρίως στη νομισματική χαλάρωση από την ΕΚΤ.

Δεύτερον, η ζώνη του ευρώ δεν διαθέτει επαρκείς θεσμικούς όρους και κίνητρα για μακροπρόθεσμη ευημερία. Η ελλιπής τραπεζική ένωση και οι κατακερματισμένες κεφαλαιαγορές εμποδίζουν την επίτευξη πλήρους νομισματικής και χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης, η οποία θα ενίσχυε τόσο την ανάπτυξη όσο και τη σταθερότητα.

Τρίτον, και ίσως πιο ανησυχητικό, οι αδυναμίες της δημοσιονομικής αρχιτεκτονικής της ζώνης του ευρώ προκάλεσαν πολιτικά προβλήματα. Αυτό οφείλεται εν μέρει στην κακή σχεδίαση και την πολυπλοκότητα των δημοσιονομικών κανόνων της ΕΖ και εν μέρει στην ανικανότητα της ευρωζώνης να αντιμετωπίσει τις υπερχρεωμένες χώρες με τρόπους άλλους εκτός από δάνεια που υπόκεινται σε όρους για σκληρή δημοσιονομική προσαρμογή.

Οι Προτάσεις των 7+7

Οι Benassy-Quere et al. (2018) υποβάλλουν μια σειρά προτάσεων που αποσκοπούν στη συμφιλίωση της κατανομής των κινδύνων με την πειθαρχία της αγοράς. Επικεντρώνονται σε τέσσερις βασικούς τομείς:

1. *Μεταρρύθμιση των δημοσιονομικών κανόνων, συμπεριλαμβανομένου του μηχανισμού επιβολής τους:* Εισαγωγή ενός κανόνα δαπανών με διόρθωση για το ύψος του χρέους (μη κυκλικές διακριτικές δαπάνες), εγκατάλειψη των κυρώσεων της ΕΕ και ανάθεση μεγαλύτερης ατομικής ευθύνης στις χώρες-μέλη.
2. *Μεγαλύτερη και καλύτερη κατανομή των κινδύνων:* Μείωση της εγχώριας μεροληψίας στο χαρτοφυλάκιο των τραπεζών μέσω τελών συγκέντρωσης, καθιέρωση κοινής ασφάλισης καταθέσεων με εθνικά τμήματα, προώθηση ενός «ασφαλούς περιουσιακού στοιχείου» βασισμένου σε διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο κρατικών χρεωστικών τίτλων (π.χ. της πρόσβασης σε χαμηλό επίπεδο προϋποθέσεων για τη ρευστότητα του ΕΜΣ για τις χώρες που τηρούν προκαθορισμένα κριτήρια και τη δημιουργία ενός ταμείου αντασφάλισης ανεργίας / απασχόλησης.
3. *Ένας στοχευμένος ρόλος για την πειθαρχία της αγοράς:* Προτείνουν την εφαρμογή του δημοσιονομικού κανόνα μέσω της υποχρεωτικής έκδοσης τίτλων μειωμένης εξασφάλισης για τη χρηματοδότηση υπερβολικών δαπανών και την αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους ως αξιόπιστη ύστατη λύση όταν το χρέος είναι σαφώς μη βιώσιμο.
4. *Διευκρίνιση του ρόλου των θεσμικών οργάνων:* Διαχωρισμός των ρόλων του «εισαγγελέα» (ελεγκτής) και του «δικαστή» (πολιτικός), αναβάθμιση του ΕΜΣ σε ίδρυμα που να μοιάζει με το ΔΝΤ, καθιέρωση πολιτικής λογοδοσίας και ενίσχυση των εθνικών δημοσιονομικών συμβουλίων.

Δύο Επιπλέον Προτάσεις

Ωστόσο, θα προχωρούσα πέρα από αυτές τις προτάσεις σε δύο κατευθύνσεις. Πρώτον, τη δημιουργία ενός κοινού προϋπολογισμού για τη ζώνη του ευρώ και, δεύτερον, την ενίσχυση του ρόλου της ΕΚΤ ως δανειστή ύστατης προσφυγής σε περιόδους κρίσης.

Θα υποστηρίζα την εισαγωγή ενός μέτρου σε ύψος αλλά κατάλληλα στοχοθετημένου κοινού προϋπολογισμού της ΕΖ, που θα συμβάλει στην εξομάλυνση της ασύμμετρης επίπτωσης των μακροοικονομικών διαταραχών μέσω της λειτουργίας αυτόματων δημοσιονομικών σταθεροποιητών. Θα βοηθούσε επίσης τις χώρες που βρίσκονται σε ύφεση να αντιμετωπίζουν μικρότερες δημοσιονομικές και χρηματοοικονομικές συνέπειες από αυτές τις οικονομικές δυσχέρειες και θα αντιμετώπιζε επίσης εν μέρει τον κατακερματισμό της αγοράς εργασίας. Σημαντικό μέρος του κατακερματισμού των αγορών εργασίας στην Ευρώπη είναι αποτέλεσμα της έλλειψης ενός διασυνοριακού συστήματος ασφάλισης των ανέργων. Αυτό θα μπορούσε να αντιμετωπιστεί με μια μεταρρύθμιση που θα επέτρεπε τη δημιουργία ξεχωριστού προϋπολογισμού για την ΕΖ, με στόχο την ανεργία. Ένα σύστημα ασφάλισης ανεργίας της ΕΖ με κοινούς κανόνες, όπως κοινό δείκτη αντικατάστασης και τους κανόνες επιλεξιμότητας, και θα μείωνε την απόκλιση των εθνικών δημοσιονομικών ισορροπιών σε περίπτωση ασύμμετρων κυκλικών κρίσεων.

Θα υποστήριζα επίσης τη ρητή αναγνώριση της ευθύνης της ΕΚΤ να ενεργεί ως δανειστής ύστατης προσφυγής σε τράπεζες και κράτη σε περιόδους κρίσης. Αυτό θα βοηθήσει στην αποτροπή των «ξαφνικών στάσεων» και των διαταραχών της αγοράς που συνδέονται με κρίσεις κρατικών χρεών πολύ καλύτερα από την αναβάθμιση του ΕΜΣ σε ίδρυμα που μοιάζει με ΔΝΤ, λόγω της μεγαλύτερης ικανότητας των κεντρικών τραπεζών να δημιουργούν ρευστότητα.

Ταυτόχρονα, η τραπεζική ένωση πρέπει να προχωρήσει όπως έχει προγραμματιστεί και πρέπει να ενισχυθούν οι εθνικές μεταρρυθμιστικές προσπάθειες που ενισχύουν τη διεθνή ανταγωνιστικότητα, ιδίως στην περιφέρεια.

Επιχειρήματα εναντίον των Δημοσιονομικών Μεταβιβάσεων

Όλες οι προτάσεις για έναν κοινό προϋπολογισμό για την ΕΑ έρχονται σε αντίθεση με τα επιχειρήματα εκείνων που αντιτίθενται σε μια δημοσιονομική ένωση, και τις χώρες που είναι καθαροί συνεισφέροντες στον προϋπολογισμό της ΕΕ. Πιστεύουμε ότι αυτού του είδους οι αντιρρήσεις είναι άστοχες.

Η ΕΕ και, ειδικότερα, η ΕΖ ήδη προκαλούν σημαντικές οικονομικές μεταβιβάσεις από χώρα σε χώρα, μέσω της λειτουργίας της ενιαίας αγοράς και της νομισματικής ένωσης. Τόσο η ενιαία αγορά όσο και η νομισματική ένωση προκαλούν σημαντικές έμμεσες οικονομικές μεταβιβάσεις από τους ασθενέστερους και λιγότερο ανταγωνιστικούς τομείς και τις οικονομίες στην περιφέρεια, σε ισχυρότερους και πιο ανταγωνιστικούς τομείς και στις οικονομίες στον πυρήνα, όπως υποδηλώνουν οι ασύμμετρες μακροοικονομικές επιδόσεις του πυρήνα και της περιφέρειας μετά τη δημιουργία της ευρωζώνης.

Μια δημοσιονομική ένωση, η οποία θα διορθώσει εν μέρει τις επιπτώσεις αυτών των έμμεσων μεταβιβάσεων μέσω δημοσιονομικής ανακατανομής, αποτελεί λογικό αντίβαρο στην ενιαία αγορά και τη νομισματική ένωση. Οι μεταβιβάσεις που θα πρότεινα είναι μέτριου μεγέθους, αλλά σίγουρα πολύ υψηλότερες από το ισχύον ανώτατο όριο της ΕΕ, που είναι 1% του κοινοτικού ΑΕΠ. Θα μπορούσαν να επικεντρωθούν σε βασικές κυκλικά ευαίσθητες περιοχές, όπως ένα κοινό ταμείο ανεργίας για την ευρωζώνη.

Οι αντιρρήσεις των καθαρών συνεισφερόντων για ένα κοινό προϋπολογισμό της ΕΖ θα μπορούσαν καταρχήν να ξεπεραστούν με μια κατάλληλη δημοσιονομική μεταρρύθμιση που θα βασίζεται σε κανόνες που θα αντιμετωπίζουν το ηθικό κίνδυνο και άλλα προβλήματα συντονισμού και θα εξασφαλίζουν την κατάλληλη ισορροπία μεταξύ κατανομής των κινδύνων και της αναγκαίας πειθαρχίας, όπως στην περίπτωση των προτάσεων των Benassy-Quere et al. (2018).

Πραγματικό κατά κεφαλήν ΑΕΠ στην Ευρωζώνη, τη Γερμανία, τις ΗΠΑ και την Ιαπωνία (1999 = 100, λογαριθμική κλίμακα)

