

euro2day.gr

του Martin Wolf

Ο Μ. Ντράγκι χρωστάει μια μεγάλη έκπληξη, όπως εκείνη του Ιουλίου του 2012. Η ΕΚΤ έχει δύο βασικές επιλογές για να αυξήσει την παραγωγή γρήγορα και τον πληθωρισμό αργά. Αλλιώς, η κρίση θα επιστρέψει σύντομα.

Ηρθε η ώρα για το μεγάλο «μπαζούκα» της ΕΚΤ

Ο Μάριο Ντράγκι, διοικητής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, έδωσε μια σαφή ένδειξη την περασμένη εβδομάδα ότι η νομισματική χαλάρωση θα έλθει τον Ιούνιο.

Θα είναι ευπρόσδεκτη. Θα είναι επίσης απίστευτα καθυστερημένη και, κατά πάσα πιθανότητα, πολύ λίγη.

Ο Μ. Ντράγκι έσωσε την κατάσταση τον Ιούλιο του 2012, όταν ανακοίνωσε: «Εντός των αρμοδιοτήτων μας, η ΕΚΤ είναι έτοιμη να κάνει ό,τι χρειαστεί για να διαφυλάξει το ευρώ. Και, πιστέψτε με, θα είναι αρκετό». Πρέπει να υποσχεθεί πάλι ότι θα κάνει ό,τι χρειαστεί για να εξανεμίσει την υπερβάλλουσα παραγωγική δυνατότητα και να ανεβάσει τον πληθωρισμό στο 2%. Αν δεν το κάνει, η κρίση μπορεί να επιστρέψει πάλι.

Είχα αμφιβολίες για το αν θα αποδώσει το πρόγραμμα Outright Monetary Transactions της ΕΚΤ. Εν τέλει όμως, αυτή η, υπό προϋποθέσεις, δέσμευση της κεντρικής τράπεζας να αγοράσει κρατικά ομόλογα στις δευτερογενείς αγορές κατάφερε να σταματήσει τον πανικό τόσο αποτελεσματικά, που δεν χρειάστηκε να εφαρμοστεί ποτέ. Μαζί με τη δέσμευση των πιο ευάλωτων χωρών για λιτότητα και μεταρρυθμίσεις οι κρατικές αγορές ομολόγων ξεμπλόκαραν. Οι εφησυχασμένοι ρυθμιστές και επενδυτές φαντάζονται ότι η κρίση πέρασε.

Μια ένδειξη είναι η μείωση στα yields των 10ετών ομολόγων. Στις 8 Μαΐου, τα ιρλανδικά ομόλογα είχαν yield 2,7%, τα ισπανικά 2,9%, τα ιταλικά 3% και τα πορτογαλικά 2,5%. Ακόμη και τα ελληνικά ομόλογα έφεραν yield μόνο 6,2%.

Σε όλες αυτές τις χώρες υπήρχαν πλεονάσματα τρεχουσών συναλλαγών πέρσι, εν μέρει επειδή η εγχώρια ζήτηση είχε καταρρεύσει και εν μέρει επειδή η ανταγωνιστικότητα είχε βελτιωθεί. Δεν χρειάζονται πλέον καθαρές εισροές κεφαλαίων. Σε συνδυασμό με την αναθέρμανση της εμπιστοσύνης στις αγορές, αυτό φέρνει την ανατροπή στις δημοσιονομικές ανισορροπίες, που δημιούργησαν σε ορισμένες εθνικές κεντρικές τράπεζες της ευρωζώνης μεγάλα χρέη προς άλλες. Στη νέα έκθεση Economic Outlook του ΟΟΣΑ το 2014 προβλέπεται οικονομική ανάπτυξη 1,9% στην Ιρλανδία, 1,1% στην Πορτογαλία, 1% στην Ισπανία και 0,5% στην Ιταλία.

Είναι μια ευπρόσδεκτη ανατροπή. Ωστόσο στα τέλη του περασμένου έτους, αυτές οι οικονομίες είχαν συρρικνωθεί 6% - 9% έναντι των προ κρίσης επιπέδων.

Η ανεργία παραμένει πολύ υψηλή, ειδικά στην Ισπανία. Η Ελλάδα είναι σε ακόμη χειρότερη κατάσταση. Επιπλέον, οι αγορές πιστώσεων δεν έχουν ακόμη ανακάμψει, όπως δείχνει το Economic Outlook.

Πάνω απ' όλα, σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ, ως το 2015 το ακαθάριστο εθνικό χρέος της Ισπανίας θα ανέρχεται στο 109% του ΑΕΠ, το ιρλανδικό στο 133%, το πορτογαλικό στο 141%, το ιταλικό στο 147% και το ελληνικό στο 189%. Ακόμη κι αν τα yields των ομολόγων παραμείνουν σε χαμηλά επίπεδα και αυτές οι χώρες εμφανίσουν ισορροπημένους πρωτογενείς ισολογισμούς (πριν από τις πληρωμές τόκων) επ' αόριστον, το ονομαστικό ΑΕΠ θα πρέπει να αναπτύσσεται κοντά 3% ετησίως (στην περίπτωση της Ελλάδας πολύ περισσότερο), απλώς και μόνο για να μένει σταθερός ο συντελεστής του δημόσιου χρέους.

Αν θέλουν να τον μειώσουν, όπως, με βάση το νέο δημοσιονομικό συμβόλαιο, ο προϋπολογισμός πρέπει να είναι αυστηρότερος, η ανάπτυξη ισχυρότερη ή και τα δύο.

Η βελτίωση του ονομαστικού ΑΕΠ εξαρτάται από τους πραγματικούς ρυθμούς ανάπτυξης και τα ποσοστά του πληθωρισμού. Ενώ όμως ο υψηλότερος πληθωρισμός ελαφρύνει το βάρος του δημοσίου χρέους, οι ευάλωτες χώρες πρέπει επίσης να βελτιώσουν την ανταγωνιστικότητα με τις δυνατές χώρες, μέσω είτε της μεγαλύτερης ανάπτυξης στην παραγωγικότητα, είτε του χαμηλότερου πληθωρισμού.

Στο 12μηνο ως τον Μάρτιο, ο δομικός δείκτης πληθωρισμού τιμών καταναλωτή σε Ελλάδα, Πορτογαλία και Ισπανία ήταν αρνητικός, ενώ στην Ιρλανδία ήταν 0,6% και στην Ιταλία 0,9%. Ωστόσο ο συνολικός δομικός πληθωρισμός στην ευρωζώνη ήταν μόλις 0,7% και στη Γερμανία 0,9%. Κι αυτό δυσκολεύει την προσαρμογή.

Ας υποθέσουμε ότι οι ευάλωτες χώρες συνεχίζουν με μηδενικό πληθωρισμό. Κατόπιν οι οικονομίες τους θα πρέπει να αναπτύσσονται με πραγματικό ρυθμό 3% για να σταθεροποιήσουν τους συντελεστές δημοσίων χρεών, εκτός κι αν έχουν πρωτογενή δημοσιονομικά πλεονάσματα. Ο ΟΟΣΑ αναφέρει ότι η Ελλάδα θα έχει φέτος διαρθρωτικό (σ.σ. λαμβάνοντας υπόψη την ύφεση) πρωτογενές δημοσιονομικό πλεόνασμα 7,5%, η Ιταλία 4,7% και η Πορτογαλία 3,5%. Οι αγορές στοιχηματίζουν ότι αυτή η λιτότητα θα συνεχιστεί για πάντα. Αν, όπως είναι εύκολο να φανταστούμε, δεν συνεχιστεί, η κρίση θα επιστρέψει γρήγορα.

Πώς θα μπορούσε να βοηθήσει η ΕΚΤ; Στα τέλη του περασμένου έτους το πραγματικό ΑΕΠ της ευρωζώνης ήταν 3% χαμηλότερο από του α' τριμήνου 2008. Αυτό είναι ένδειξη υπερβάλλουσας παραγωγικής δυνατότητας. Επιπλέον, ο ευρύτερος δείκτης πιστωτικής επέκτασης M3 αναπτύχθηκε αθροιστικά μόνο 7% μεταξύ Σεπτεμβρίου 2008 και Μαρτίου 2014, ενώ το ονομαστικό ΑΕΠ διευρύνθηκε μόλις 4% ανάμεσα στο α' τρίμηνο του 2008 και το δ' τρίμηνο του 2013. Είναι εκπληκτικό αλλά ο ισολογισμός της κεντρικής τράπεζας πλέον συρρικνώνεται. Η ΕΚΤ σαφέστατα δεν καταφέρνει να κάνει τη δουλειά της. Μια πιο επεκτατική νομισματική πολιτική θα αυξήσει την παραγωγή κατακόρυφα και τον πληθωρισμό βραδέως.

Ας υποθέσουμε τώρα ότι ο δομικός πληθωρισμός είναι 2% και η οικονομία της ευρωζώνης

κυκλικά δυνατότερη. Αυτό μπορεί να μην προκαλέσει αύξηση στα yields των ομολόγων των ευάλωτων κρατών κατά το ίδιο ποσοστό, καθώς θα ενδυναμώσει την εμπιστοσύνη στη δυνατότητά τους να βγουν από τη δυσκολία μέσω ανάπτυξης. Επιπλέον, μια επεκτατική στρατηγική θα αυξήσει τον πληθωρισμό περισσότερο στις χώρες του πυρήνα παρά στην περιφέρεια, όπου η υπερβάλλουσα παραγωγή είναι περιορισμένη. Κι έτσι θα επιταχυνθεί και η προσαρμογή της ανταγωνιστικότητας.

Η ΕΚΤ έχει δίκιο να ισχυρίζεται ότι δεν μπορεί να επιλύσει μόνη της τα προβλήματα στην ευρωζώνη. Όμως θα πρέπει να κάνει πολύ περισσότερα για να παραγάγει ανάπτυξη στη ζήτηση, ώστε να φτάσει στο όριο των δυνατοτήτων της. Θα βοηθήσει επίσης την ενίσχυση των πιστώσεων στις πιο αδύναμες χώρες. Με δυο λόγια, θα πρέπει να επιδείξει ξανά τη φαντασία που έδειξε με το OMT.

Μια μείωση επιτοκίων σε αρνητικά επίπεδα είναι κομμάτι της λύσης. Το ίδιο ισχύει για ένα πρόγραμμα αγορών ομολόγων που θα διευρύνει τον ισολογισμό της ΕΚΤ αγοράζοντας ενυπόθηκα ενεργητικά του ιδιωτικού τομέα και κρατικά ομόλογα. Αυτό θα μειώσει επίσης τον επίμονο κερματισμό των πιστωτικών αγορών σε όλη την ευρωζώνη.

Επιπλέον, η δημιουργία αγορών για τιτλοποιημένα ενεργητικά, αρχικώς με «αλεξιπτωτο» της ΕΚΤ, θα βοηθήσει να γλιτώσουμε από την κρίση. Οι τράπεζες παίζουν μεγάλο ρόλο. Αν ο έλεγχος ποιότητας ενεργητικών από την ΕΚΤ αποκαλύψει μεγάλες τρύπες στους ισολογισμούς των τραπεζών, η ευρωζώνη θα χρειαστεί ένα πλάνο για να τις κλείσει. Αν όλα αυτά γίνουν με πραγματική ισχύ, η ευρωζώνη ίσως σταματήσει να παραπαίει και ξαναποκτήσει τη δύναμή της να τρέχει.

Συνοπτικά, η ανάκαμψη στην εμπιστοσύνη είναι ενθαρρυντική και η αναθέρμανση της ανάπτυξης ευπρόσδεκτη. Όμως η πρώτη είναι πολύ εύθραυστη και η δεύτερη πολύ αδύναμη. Οι αρχές της ευρωζώνης, και πάνω από όλους η ΕΚΤ, ο μόνος αποτελεσματικός παράγοντας, μπορούν και πρέπει να κάνουν πολύ περισσότερα.

Δεν είναι εξασφαλισμένη η αποφυγή της καταστροφής. Αυτός είναι έτσι κι αλλιώς ένας πολύ ανεπαρκής στόχος. Ο στόχος πρέπει να είναι η εξασφάλιση της υγιούς ανάκαμψης. Είναι δουλειά της ΕΚΤ να πιάσει τον στόχο της στον πληθωρισμό και να δυναμώσει τις πιστωτικές αγορές. Πρέπει να κάνει ό,τι χρειάζεται.

Δεν έχει κάνει ακόμη αρκετά.

ΠΗΓΗ: FT.com

Copyright The Financial Times Ltd. All rights reserved.