



Επιστημονική Εργασία υπό Εξέλιξη (Working Paper) No. 738

Το ευρώ και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα: στο σταυροδρόμι

Του

Jörg Bibow

Levy Economics Institute of Bard College

Νοέμβριος 2012

The Levy Economics Institute Working Paper Collection presents research in progress by Levy Institute scholars and conference participants. The purpose of the series is to disseminate ideas to and elicit comments from academics and professionals.

Levy Economics Institute of Bard College, founded in 1986, is a nonprofit, nonpartisan, independently funded research organization devoted to public service. Through scholarship and economic research it generates viable, effective public policy responses to important economic problems that profoundly affect the quality of life in the United States and abroad.

Levy Economics Institute
P.O. Box 5000
Annandale-on-Hudson, NY 12504-5000
<http://www.levyinstitute.org>

Copyright © Levy Economics Institute 2012 All rights reserved.

Περίληψη

Η εργασία αυτή διερευνά το ρόλο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) στη λειτουργία (ή μάλλον στη δυσλειτουργία) της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ) στην Ευρώπη, με επίκεντρο τη γερμανική πνευματική και ιστορική παράδοση που βρίσκεται πίσω από το καθεστώς της πολιτικής του ευρώ και του κηδεμόνα του, που είναι η κεντρική τράπεζα. Η ανάλυση αντιπαραθέτει την αντίληψη του Κέυνς για το χρήμα και το κεντρικό τραπεζικό σύστημα με την μεταπολεμική γερμανική παράδοση, που εκπροσωπείται από την Μπούντεσμπανκ και βασίζεται στο φόβο της δημοσιονομικής κυριαρχίας. Ο Κέυνς έβλεπε την κεντρική τράπεζα ως όργανο του κράτους, που οδηγεί και ελέγχει το χρηματοπιστωτικό σύστημα και την ευρύτερη οικονομία, αλλά αποτελεί σε τελική ανάλυση αναπόσπαστο μέρος του κράτους και ελέγχεται από αυτό. Σε αντίθεση, «το καθεστώς του Μάαστριχτ», που είναι γερμανικής κατασκευής, τοποθετεί την κεντρική τράπεζα πάνω από το κράτος, με σκοπό να ελέγχει το κράτος και να πειθαρχεί τα εργατικά συνδικάτα. Το κείμενο προσδιορίζει μια σειρά από πιθανές αδυναμίες που θα μπορούσαν να υπονομεύσουν τη σταθερότητα του κηδεμόνα του ευρώ και τελικά το ίδιο το ευρώ. Ουσιαστικά, η εθνική επιτυχία του μοντέλου της Μπούντεσμπανκ στην προ-ΟΝΕ εποχή έχει αφήσει την Ευρώπη εγκλωβισμένη με ένα καθεστώς πολιτικής που είναι παντελώς ακατάλληλο για την περιοχή στο σύνολό της. Δεδομένου ότι η γενική αντίληψη που επικρατεί στη Γερμανία σήμερα είναι ότι η κρίση του ευρώ έχει επιβεβαιώσει την ορθότητα των ιδεών και των αρχών της σταθεροποίησης που βρίσκονται πίσω από το σημερινό καθεστώς του ευρώ, καθώς και τις αρετές της συμπεριφοράς της ίδιας της Γερμανίας κάτω από το εν λόγω καθεστώς, είναι δύσκολο να δούμε πώς θα μπορούσε η Ευρώπη να αποφύγει μια πιθανή κατάρρευση μέσω της μεταρρύθμισης του υπάρχοντος καθεστώτος και με πολιτικές που θα πρέπει να δώσουν τέλος στις προκαταλήψεις της Μπούντεσμπανκ.

1. Εισαγωγή

Το παρόν κείμενο έχει ως στόχο να διερευνήσει το ρόλο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) στη λειτουργία (ή μάλλον στη δυσλειτουργία) της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ) στην Ευρώπη, με επίκεντρο τη γερμανική πνευματική και ιστορική παράδοση που βρίσκεται πίσω από το καθεστώς της πολιτικής του ευρώ και του κηδεμόνα του, που είναι η κεντρική τράπεζα. Είμαστε της άποψης ότι η εθνική επιτυχία του μοντέλου της Μπούντεσμπανκ στην προ-ΟΝΕ εποχή έχει αφήσει την Ευρώπη εγκλωβισμένη γύρω από ένα καθεστώς πολιτικής που είναι παντελώς ακατάλληλο για την περιοχή στο σύνολό της. Καθώς η γενική αντίληψη που επικρατεί στη Γερμανία σήμερα είναι ότι η κρίση του ευρώ έχει επιβεβαιώσει την ορθότητα των ιδεών και των αρχών της σταθεροποίησης που βρίσκονται πίσω από το σημερινό καθεστώς του ευρώ, είναι δύσκολο να δούμε πώς θα μπορούσε η Ευρώπη να αποφύγει μια πιθανή κατάρρευση μέσω της μεταρρύθμισης του υπάρχοντος καθεστώτος και με πολιτικές που θα πρέπει να δώσουν τέλος στις προκαταλήψεις της Μπούντεσμπανκ.

Η ανάλυση ξεκινά με την ενότητα 2 όπου αντιπαραθέτουμε την αντίληψη του Κέυνς για το χρήμα και το κεντρικό τραπεζικό σύστημα με την ιδιαίτερη μεταπολεμική

γερμανική παράδοση που τροφοδοτείται από την Μπούντεσμπανκ και βασίζεται στο φόβο της δημοσιονομικής κυριαρχίας. Η γερμανική παράδοση εξετάζεται με περισσότερες λεπτομέρειες στην ενότητα 3. Ο Κέυνς εμφανίζει την κεντρική τράπεζα ως όργανο του κράτους, που οδηγεί και ελέγχει το χρηματοπιστωτικό σύστημα και την ευρύτερη οικονομία, αλλά αποτελεί σε τελική ανάλυση αναπόσπαστο μέρος του κράτους και ελέγχεται από αυτό. Σε αντίθεση, το «καθεστώς του Μάαστριχτ», που είναι γερμανικής κατασκευής, τοποθετεί την κεντρική τράπεζα πάνω από το κράτος, με σκοπό να ελέγχει το κράτος και να πειθαρχεί τα εργατικά συνδικάτα. Οι ιδιόμορφες εξουσίες της Μπούντεσμπανκ δεν προέρχονται και ούτε υποστηρίζονται από παλιούς φιλελεύθερους στοχαστές όπως είναι ο Eucken, ο Φρίντμαν, ή ο Χάγιεκ, αλλά οικοδομήθηκαν αντί αυτού πάνω στη γερμανική νομισματική μυθολογία. Κατά ειρωνικό τρόπο, παρά τα μέτρα που ελήφθησαν από τους σχεδιαστές του καθεστώτος προκειμένου να γίνει πανίσχυρη η ΕΚΤ, στην ενότητα 4 αναγράφονται μια σειρά από πιθανές αδυναμίες που τείνουν να υπονομεύουν την σταθερότητα του κηδεμόνα του ευρώ και, τελικά, το ίδιο το ευρώ. Ουσιαστικά μερκαντιστική σε χαρακτήρα, η αποκλειστική εστίαση της Μπούντεσμπανκ στη σταθερότητα των τιμών παρείχε στη Γερμανία ένα ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στο βαθμό που όλοι οι άλλοι συμπεριφέρονταν με διαφορετικό τρόπο και παρείχαν το κίνητρο για εξαγωγές. Αν και το μοντέλο αυτό προκάλεσε έμμεσα αναπτυξιακές τάσεις στη Γερμανία την προ-ONE εποχή, η μεταφορά αυτού του μοντέλου στη ζώνη του ευρώ αφήνει την ΕΚΤ εκτεθειμένη σε μια αντιαναπτυξιακή προκατάληψη, ειδικά από τη στιγμή που η δημοσιονομική πολιτική σε ολόκληρη την Ευρώπη ακολουθεί επίσης μια αντιαναπτυξιακή τακτική. Στην ενότητα 5 εξετάζουμε τρεις περιπτώσεις που απεικονίζουν την αντιαναπτυξιακή προκατάληψη της ΕΚΤ. Στην ενότητα 6 αναφερόμαστε στη συνέχεια στο ρόλο του πυροσβέστη που διαδραματίζει η ΕΚΤ την περίοδο της κρίσης, τονίζοντας τους περιορισμούς που αντιμετωπίζει μια κεντρική τράπεζα η οποία δεν απολαμβάνει τη στήριξη ενός κράτους. Τέλος, στην ενότητα 7 προσφέρουμε κάποιες συμπερασματικές παρατηρήσεις σχετικά με τη μεταρρύθμιση του δυσλειτουργικού καθεστώτος του Μάαστριχτ.

2. Αντικρουόμενες αντιλήψεις για το ρόλο των κεντρικών τραπεζών

Ιστορικά, οι λειτουργίες της κεντρικής τράπεζας ποικίλλουν από κρατικός τραπεζίτης σε τραπεζίτη των τραπεζιτών. Ο ρόλος της κεντρικής τράπεζας ως κρατικός τραπεζίτης επικεντρώνεται στα δημόσια οικονομικά και έχει ως κύριες αρμοδιότητες τη διαχείριση του χρέους, την έκδοση χρήματος και τη χρηματοδότηση της ανάπτυξης. Ο ρόλος της κεντρικής τράπεζας ως τραπεζίτης των τραπεζιτών επικεντρώνεται στη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος και έχει ως κύριες αρμοδιότητες την ευρωστία του συστήματος πληρωμών, την εποπτεία των τραπεζών και τον δανεισμό της έσχατης προσφυγής. Ο ρόλος του κρατικού τραπεζίτη εφιστά την προσοχή στην ιστορική σύνδεση μεταξύ του κεντρικού τραπεζικού συστήματος και των δημοσίων οικονομικών (δηλαδή στη «δημοσιονομική πολιτική»), ενώ ο ρόλος της κεντρικής τράπεζας ως τραπεζίτης των τραπεζιτών αναδεικνύει την εγγενή αστάθεια στο σύστημα καταθέσεων και αναλήψεων και στη δημιουργία πίστωσης. Ιστορικά, ο ρόλος του τραπεζίτη των τραπεζιτών απαιτούσε την απόσυρση της κεντρικής τράπεζας από ανταγωνισμό με τους πελάτες της τράπεζας (Goodhart 1998). Οι δύο διαστάσεις των κεντρικών τραπεζών γύρω από τα δημόσια οικονομικά

και τη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος είναι συνδεδεμένες με πολλούς τρόπους, καθώς και με τον πιο πρόσφατο ρόλο των κεντρικών τραπεζών με τη νομισματική πολιτική.

Ενώ η σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας και η διαχείριση της μετατρεψιμότητας σε χρυσό μπορεί να θεωρηθεί ως το πρωτότυπο της νομισματικής πολιτικής, που στη Γερμανία ήταν κατανοητό την εποχή εκείνη ως η «προστασία του νομίσματος», η ιδέα της κεντρικής τράπεζας ως η σκόπιμη διαχείριση των επιτοκίων (δηλαδή η «νομισματική πολιτική») με στόχο τη σταθεροποίηση της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας και των τιμών έγινε σε γενικές γραμμές πλήρως αποδεκτή μόνο όταν ψηφίστηκε η νομοθεσία για την πλήρη απασχόληση στην μεταπολεμική περίοδο, που αποτελούσε την ολοκλήρωση της «κευσιανής επανάστασης» (Carie et al. 1994). Σε γενικές γραμμές, το όνομα του Κέυνς είναι περιοριστικά συνδεδεμένο με τη νομισματική πολιτική ως εργαλείο για τη συνολική διαχείριση της ζήτησης. Αλλά, στην πραγματικότητα, η νομισματική του σκέψη εξελίχθηκε γύρω από το συνολικό ρόλο των κεντρικών τραπεζών.

Ακόμη πιο σημαντικό, ο Κέυνς είχε κάνει πάντα αποδεκτή την ιδέα της κεντρικής τράπεζας ως όργανο του κράτους και εργαλείο της δημόσιας πολιτικής, ένα μέσο που θα εφαρμόζεται επιμελώς προκειμένου να εξασφαλιστεί ο έλεγχος του χρήματος από την κυβέρνηση, ο έλεγχος των δημοσίων οικονομικών, της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, καθώς και της οικονομικής σταθερότητας. Στην έργο του *Indian Currency and Finance*, ο Κέυνς (1913) επικεντρώθηκε στους κινδύνους που ελλόχευαν για τη σταθερότητα των τραπεζών εν απουσία μιας κεντρικής τράπεζας, υιοθετώντας με έμφαση την αρχή Bagehot. Στο έργο του *A Tract on Monetary Reform*, ο Κέυνς (1923) υποστήριξε ότι οι πολιτικές της Τράπεζας της Αγγλίας, που θα υλοποιούνταν σε στενή συνεργασία με το Υπουργείο Οικονομικών, θα πρέπει να επικεντρώνονται στην εσωτερική σταθερότητα και όχι σε οποιαδήποτε εξωτερική δέσμευση (χρυσός, κλπ). Η νομισματική πολιτική τόσο ως πηγή και ως μέσο για την αντιμετώπιση και τον περιορισμό του επιχειρηματικού κύκλου αναλύεται στη συνέχεια σε βάθος στο έργο του *A Treatise on Money*. Αυτό είναι το έργο στο οποίο ο Κέυνς (1930, σελ., 4) ασπάζεται τον chartalism ως το «δόγμα με βάση το οποίο το χρήμα είναι παραδόξως μια δημιουργία του κράτους». Οι συζητήσεις που οδηγούν στην έκθεση Macmillan του 1930 εμφανίζουν τον Κέυνς να τονίζει τον κρίσιμο ρόλο της κεντρικής τράπεζας στον έλεγχο των τραπεζών. Ομοίως, στο έργο του *The General Theory*, η κεντρική τράπεζα εμφανίζεται ως εργαλείο των «κεντρικών ελέγχων», με στόχο την καθοδήγηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και τη σταθεροποίηση της οικονομίας. Τέλος, αντιμέτωπος με την κληρονομιά του χρέους του Β' Παγκοσμίου Πολέμου, η μετέπειτα Γενική Θεωρία του Κέυνς εστιάζει την προσοχή της στη συνεργασία της κεντρικής τράπεζας με το θησαυροφυλάκιο για την διαχείριση της νομισματικής πολιτικής και του χρέους. Ωστόσο, ενώ ο Κέυνς επέτρεψε σε κάποιο βαθμό την ανεξαρτησία της κεντρικής τράπεζας για την προστασία της εμπειρίας των νομισματικών τεχνικών στην άσκηση των καθορισμένων καθηκόντων τους, θεωρούσε τις πολιτικές της κεντρικής τράπεζας ως αναπόσπαστο μέρος της γενικής οικονομικής πολιτικής, που θα καθορίζεται από την εκάστοτε κυβέρνηση στο πλαίσιο που προβλέπει ο νόμος, ενώ οι πολιτικές αυτές θα είναι υπόλογες στο κοινοβούλιο (Bibow 2002b, 20090c).

Οι κύριοι συντηρητικοί αντίπαλοι του Κέυνς, ο Μίλτον Φρίντμαν και ο Φρίντριχ φον Χάγιεκ, αντιτάχθηκαν με σθένος στο κεύνσιανό όραμα των κεντρικών τραπεζών. Ο Φρίντμαν δεν είχε αντιρρήσεις στην τάση του Κέυνς να βλέπει την κεντρική τράπεζα ως ένα ισχυρό δημόσιο μέσο που θα μπορούσε να ενεργοποιηθεί για τη σταθεροποίηση της οικονομίας. Αλλά γι αυτόν, η πραγματική αποστολή της κεντρικής τράπεζας ήταν η σταθεροποίηση της νομισματικής πολιτικής, και ως εκ τούτου της οικονομίας. Ξεχώρισε συνεπώς τη θέση του από αυτήν του Κέυνς και έθεσε ως στόχο τον σχεδιασμό ενός καθεστώτος νομισματικής πολιτικής με αυτόματο πιλότο προκειμένου να ικανοποιήσει την ανησυχία του για την ελαχιστοποίηση του πεδίου εφαρμογής της διακριτικής ευχέρειας των κεντρικών τραπεζιτών στη νομισματική πολιτική (Friedman 1960). Ο Χάγιεκ θεωρούσε την ιδέα του Φρίντμαν περί αυτόματου πιλότου για τον έλεγχο της προσφοράς του χρήματος εξίσου ανέφικτη με την ιδέα του Κέυνς περί σκόπιμης διαχείρισης από αρμόδιους τεχνικούς. Οι προτάσεις του Χάγιεκ (1975) τον ώθησαν να ασπαστεί τη διάλυση όλων των κυβερνητικών μονοπωλιακών εξουσιών στους νομισματικούς και τραπεζικούς τομείς και την υιοθέτηση του συστήματος ανταγωνισμού στην αγορά.

Απορρίπτοντας την διακριτική ευχέρεια ως θέμα αρχής, ούτε ο Φρίντμαν ούτε ο Χάγιεκ έτρεφαν καμία συμπάθεια σχετικά με την ιδέα της ανεξαρτησίας της κεντρικής τράπεζας.

Θα μπορούσε κάποιος να προσθέσει επίσης στη λίστα των συντηρητικών αντιπάλων του Κέυνς τον γερμανό οικονομολόγο Walter Eucken, ηγέτη της γερμανικής (Φράιμπουργκ) σχολής του «νεο-φιλελευθερισμού». Ειδικά από τη στιγμή που υπάρχουν ισχυρισμοί ότι ο Eucken και ο νεοφιλελευθερισμός μπορεί να παρείχαν το θεωρητικό υπόβαθρο για την ανεξαρτησία της Μπούντεσμπανκ, το οποίο χρησιμεύει ως πρότυπο για την ΕΚΤ και ως πνευματική έμπνευση για τη νομισματική πολιτική προσανατολισμένη προς τη σταθερότητα, που ασκείται από την Μπούντεσμπανκ και που υιοθετήθηκε αργότερα από την ΕΚΤ. Οι απόψεις του Eucken (1952) ήταν πιο κοντά στο Φρίντμαν από ότι σε αυτές του Χάγιεκ καθώς χαρακτηριζόντουσαν από τον στόχο της εμφύτευσης ενός «αυτόματου νομισματικού σταθεροποιητή» στο νομισματικό σύστημα. Ουσιαστικά, ούτε ο Eucken ήθελε να δει το αξίωμα του σχετικά με τον «πρωταρχικό ρόλο της νομισματικής πολιτικής» να εξαρτάται από τις πολιτικές επιτοκίων ανεξάρτητων κεντρικών τραπεζών, αλλά δεν συμεριζόταν ούτε την πίστη του Χάγιεκ αναφορικά με την αποτελεσματικότητα του ανταγωνισμού της αγοράς και του νομικού πλαισίου πάνω από τους νομισματικούς και τραπεζικούς τομείς.

Η νομισματική πολιτική που ασκείται σήμερα από τις κεντρικές τράπεζες σε όλο τον κόσμο, συμπεριλαμβανομένης της ΕΚΤ, βρίσκεται σε μεγάλο βαθμό σε σύγκρουση με τις ανταγωνιστικές (παλιές) «φιλελεύθερες» ιδέες γύρω από αυτόν τον τομέα και είναι, ως εκ τούτου, ουσιαστικά κεύνσιανή στη φύση της. Η κεύνσιανή τάση να ακολουθείται η «συνάρτηση αντίδρασης» (Allsopp και Vines 1998) αποτελείται από την εφαρμογή κρίσεων στη σκόπιμη προσαρμογή των επιτοκίων ως απάντηση στις μεταβαλλόμενες συνθήκες με στόχο τη σταθεροποίηση της οικονομίας. Αντίθετα, οι συντηρητικές (νεοκλασικές) ιδέες επικρατούν ειδικά όσον αφορά την υποτιθέμενη λειτουργία της οικονομίας, την πίστη στις «απελευθερωμένες» και «ευέλικτες» αγορές, και το αξίωμα περί ουδετερότητας του χρήματος (και τη σχετική θεωρία

δανειακών κεφαλαίων). Στην πράξη, υπάρχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ των κεντρικών τραπεζών σχετικά με τους τρόπους με τους οποίους ερμηνεύουν και αντιλαμβάνονται το ρόλο τους και τις πολιτικές τους. Η επόμενη ενότητα εξετάζει τις πνευματικές ρίζες και την ιστορική εμπειρία πίσω από το θεσμικό πλαίσιο και τις πολιτικές της ΕΚΤ.

3. Η ΕΚΤ ως κηδεμόνας του ευρώ και η νομισματική πολιτική προσανατολισμένη προς τη σταθερότητα

Οι αφελείς κυρίαρχες ερμηνείες του καθεστώτος του Μάαστριχτ με το ιδιόμορφο καθεστώς της λειτουργίας της ΕΚΤ θα μπορούσαν να πιστώσουν την επιτυχία του μοντέλου στη «διαχρονική ασυνέπεια» της νεοκλασικής θεωρίας. Αλλά η πραγματικότητα απέχει πολύ από κάτι τέτοιο. Οι Γερμανοί «γνώριζαν» (και είχαν διδαχθεί να πιστεύουν, από την ίδια την Μπούντεσμπανκ) εδώ και πολλές δεκαετίες ότι η κεντρική τράπεζα έπρεπε να είναι «ανεξάρτητη» και πως η σταθερότητα των τιμών είναι η «πρωταρχική» της επιδίωξη προκειμένου να προστατευθεί το νόμισμα (θα δούμε παρακάτω από ποιόν θα πρέπει να προστατευθεί). Από την άλλη πλευρά, ενώ γίνονται συχνά αναφορές για το ρόλο της Μπούντεσμπανκ ως το υποτιθέμενο πρότυπο της λειτουργίας της ΕΚΤ και για την γερμανική ιδιαιτερότητα όσον αφορά τη σταθερότητα των τιμών, η έκταση και η φύση της γερμανικής επιρροής στον σχεδιασμό του καθεστώτος του Μάαστριχτ της ΟΝΕ δεν έχει μελετηθεί στο βαθμό που θα έπρεπε να μελετηθεί.

Κατ' αρχάς, το καθεστώς του Μάαστριχτ είναι στην πραγματικότητα ένα προϊόν «κατασκευασμένο στη Γερμανία». Η επιτροπή επιφορτισμένη με τη σύνταξη για την εισήγηση του καθεστώτος του Μάαστριχτ αποτελείτο κυρίως από κεντρικούς τραπεζίτες, συμπεριλαμβανομένου και του τότε προέδρου της Μπούντεσμπανκ Karl-Otto Poehl, και διαπραγματευόταν εντός των ορίων που είχαν καθοριστεί από τους συναδέλφους τους στο συμβούλιο της γερμανικής κεντρικής τράπεζας (Zentralbankrat), που συμπεριλάμβαναν σκληροπυρηνικούς όπως ο Helmut Schlesinger (αργότερα προσωρινός πρόεδρος της Μπούντεσμπανκ κατά την περίοδο των κρίσεων του μηχανισμού συναλλαγματικών ισοτιμιών). Ο Χέλμουτ Κολ, καγκελάριος της Γερμανίας εκείνη την εποχή, αντιλαμβανόταν πλήρως ότι θα έπρεπε να έχει στο πλευρό του την Μπούντεσμπανκ προκειμένου να μπορέσει να πείσει το δύσπιστο γερμανικό κοινό να εγκαταλείψει το αγαπημένο του μάρκο προς χάρη του ευρώ και για να αποκλείσει οποιοσδήποτε παραχωρήσεις προς τους ευρωπαίους εταίρους που δεν θα είχαν την έγκριση της Μπούντεσμπανκ. Επιπλέον, η Γερμανία ήταν η μόνη υποψήφια χώρα του ευρώ που δεν είχε ακόμα παραδώσει τη νομισματική της κυριαρχία. Ως μέλη του μηχανισμού συναλλαγματικών ισοτιμιών που ακολουθούσαν την καθοδήγηση της Μπούντεσμπανκ στον τομέα της νομισματικής πολιτικής, άλλες χώρες είχαν προ πολλού παραχωρήσει τη νομισματική τους κυριαρχία. Αυτή η εξέλιξη είχε επίσης θέσει τη Γερμανία σε μια ισχυρή διαπραγματευτική θέση. Ουσιαστικά, η Μπούντεσμπανκ ήταν σε θέση να υπαγορεύει τους όρους της παραίτησης της δικής της εξουσίας για τη διαμόρφωση της νομισματικής πολιτικής στην Ευρώπη. Οι προϋποθέσεις ήταν τέτοιες που πιθανώς ακόμα και η Μπούντεσμπανκ δεν πίστευε ότι η Ευρώπη θα αποφάσιζε να συμμεριστεί αυτό το όραμα. Το γεγονός ότι ο σχεδιασμός της ΟΝΕ ως προϊόν

«κατασκευασμένο στη Γερμανία» έγινε δεκτό από όλους αποτελεί απόδειξη του βαθμού της απελπισίας που επικρατούσε στην υπόλοιπη Ευρώπη σχετικά με την υπεροχή της Μπούντεσμπανκ. Για τις υπόλοιπες χώρες πέραν της Γερμανίας, το ευρώ προσέφερε την προοπτική της κατάργησης της περιφερειακής ηγεμονίας και της εν μέρει ανάκτησης μιας κοινής νομισματικής κυριαρχίας.

Οπότε ποιά είναι, λοιπόν, η αληθινή φύση της θρυλικής ανεξαρτησίας της Μπούντεσμπανκ και ο υποτιθέμενος «πρωταρχικός ρόλος» της σταθερότητας των τιμών; Θα δώσω απάντηση σε αυτό το ερώτημα εξερευνώντας αυτό που αποκαλώ «η μυθολογία της Μπούντεσμπανκ»—το σύνολο των μύθων που επικρατούν στη μεταπολεμική Γερμανία και οι οποίοι έχουν αιχμαλωτίσει το γερμανικό σύστημα πεποιθήσεων αναφορικά με το χρήμα και τη νομισματική πολιτική. Θα ξεκινήσω με τον “ordo-liberalism” («νεοφιλελευθερισμός») καθώς αυτός θεωρείται ως το υποτιθέμενο θεωρητικό θεμέλιο του γερμανικού συστήματος πεποιθήσεων για το χρήμα και τη νομισματική πολιτική. Ο Otmar Issing, ο πρώτος επικεφαλής οικονομολόγος της ΕΚΤ (1998-2006), ο οποίος κατείχε προηγουμένως την ίδια θέση στην Μπούντεσμπανκ (1990-98), προσφέρει τις σκέψεις του σχετικά με το θέμα σε μια ομιλία με τον τίτλο «Περί της υπεροχής της σταθερότητας των τιμών», στην οποία εισηγείται την άποψη ότι τα εύσημα για την πατρότητα του ευρώ μάλλον δικαιωματικά ανήκουν στον Walter Eucken:

Η έννοια της υπεροχής της νομισματικής πολιτικής του Walter Eucken—και, συνεπώς, της σταθερότητας των τιμών—ως το θεμέλιο μιας λειτουργούσας οικονομίας της αγοράς βρίσκεται επίσης στην καρδιά της νομισματικής ένωσης στην Ευρώπη.... Το όνομα του Walter Eucken δεν έρχεται ομολογουμένως στο μυαλό όταν ψάχνουμε τους πνευματικούς προγόνους του ευρώ. Ωστόσο, ο Eucken αντιπροσωπεύει μια σχολή σκέψης, που παρείχε την πηγή έμπνευσης για πολλούς οικονομολόγους και κεντρικούς τραπεζίτες οι οποίοι αδιάκοπα επέμεναν στη σπουδαιότητα της σταθερότητας ως εκ των ων ουκ άνευ προϋπόθεση για ένα επιτυχημένο ενιαίο νόμισμα. Η νεοφιλελεύθερη παράδοση που εκπροσωπούσαν κατ' εξοχήν από τον Walter Eucken (και τους συνεργάτες του στο Φράιμπουργκ και αλλού) είχε σημαντική επιρροή στη διαμόρφωση της μεταπολεμικής οικονομικής τάξης στη Γερμανία, υπογραμμίζοντας τη σημασία του ανταγωνισμού στην αγορά και του σταθερού χρήματος. Στον τομέα της νομισματικής πολιτικής, η επιρροή αυτή βρήκε την έκφρασή της στη δημιουργία της Μπούντεσμπανκ ως ανεξάρτητο ίδρυμα αφιερωμένο στη διαφύλαξη της αξίας του νομίσματος. (Issing 2004, σελ., 4)

Στην πραγματικότητα, το αξίωμα του Eucken (1952) αναφέρεται στον πρωταρχικό ρόλο της «νομισματικής πολιτικής» και κατέστησε σαφές ότι ο Eucken είχε απόλυτη δυσπιστία στην ιδέα της διακριτικής ευχέρειας των κεντρικών τραπεζιών ως προς τον καθορισμό των επιτοκίων—κι αυτός είναι ο λόγος που φιλοδοξούσε να εμφυτεύσει έναν «αυτόματο νομισματικό σταθεροποιητή» στη νομισματική τάξη. Επιπλέον, ο Eucken (1946) απέρριψε την ιδέα ότι η ανεξαρτησία της κεντρικής τράπεζας θα πρέπει να περιλαμβάνει το δικαίωμα της κεντρικής τράπεζας να

αντιτάσσεται στην κυβερνητική πολιτική καθώς αυτό θα ερχόταν σε αντίθεση με την ιδέα του για την «αρχή της ενότητας της οικονομικής πολιτικής». Από την άποψη της ιστορίας των ιδεών, η ανάγνωση του Issing για τον Eucken ως πηγή του «πρωταρχικού ρόλου της νομισματικής πολιτικής—και, συνεπώς, της σταθερότητας των τιμών», που δήθεν απαιτούσε έναν «ανεξάρτητο» θεσμό αφιερωμένο σε ακριβώς αυτόν τον στόχο, φαίνεται εξαιρετικά «χαλαρή». Αλλά δεν είναι το θέμα αυτό. Το θέμα είναι ότι ο Issing περιγράφει σωστά το κυρίαρχο γερμανικό σύστημα πεποιθήσεων για το χρήμα και τη νομισματική πολιτική, δηλαδή τον μύθο ότι υπάρχει μια καλά εδραιωμένη θεωρία στη γερμανική οικονομική σκέψη που δικαιολογεί τόσο την ανεξαρτησία της Μπούντεσμπανκ όσο και την ενασχόλησή της με τη σταθερότητα των τιμών. Είναι πάντα καλό να έχουμε την επιστήμη με το μέρος μας.

Ένας δεύτερος μύθος για την Μπούντεσμπανκ έχει να κάνει με τον «γερμανικό εξαιρετισμό» όσον αφορά τη φοβία σχετικά με τον πληθωρισμό. Ο Johnson (1998, σελ., 1998) παρατήρησε ότι η Μπούντεσμπανκ διεξήγαγε «ενορχηστρωμένες προσπάθειες για να επαναφέρει μνήμες του υπερπληθωρισμού της δεκαετίας του 1920 στην μεταπολεμική πολιτική μυθολογία της Γερμανίας». Στην πραγματικότητα, η Μπούντεσμπανκ προχώρησε ακόμη περισσότερο στην αποτελεσματική ανακατασκευή της γερμανικής νομισματικής ιστορίας καθώς προώθησε δύο σενάρια υπερπληθωρισμού μέσα σε μια γενιά. Ενώ η Μεγάλη Ύφεση σχεδόν διαγράφηκε από τη συλλογική μνήμη, ο Συνολικός Πόλεμος της ναζιστικής Γερμανίας μετατράπηκε σε ένα νομισματικό φαινόμενο που αφάνισε κυρίως τους γερμανούς αποταμιευτές. Ως εκ τούτου, ο ανεξάρτητος θεσμός της κεντρικής τράπεζας που θα προστατεύει τους γερμανούς αποταμιευτές αξίζει τη δοξολογία των γερμανών πολιτών και τη λατρεία τους. Όλο αυτό δεν είναι τίποτα παραπάνω από ένα επαίσχυντο ιστορικό μυθιστόρημα, αλλά λειτούργησε αρκετά καλά για την Μπούντεσμπανκ, όπως τόσο όμορφα συλλαμβάνει το παρακάτω απόσπασμα από τον πρώην πρόεδρο της Hans Tietmeyer (1991, σελ. 182.):

Οι λόγοι για την επιτυχία της γερμανικής νομισματικής πολιτικής στην υπεράσπιση της σταθερότητας των τιμών είναι εν μέρει ιστορικοί. Η εμπειρία που αποκτήθηκε εις διπλούν με τον υπερπληθωρισμό στο πρώτο ήμισυ αυτού του αιώνα έχει βοηθήσει να αναπτυχθεί μια ιδιαίτερη ευαισθησία απέναντι στον πληθωρισμό και έχει κάνει το ευρύτερο κοινό να πιστέψει στην κρίσιμη σημασία της νομισματικής σταθερότητας στη Γερμανία. Για το λόγο αυτό, η ισχυρή θέση της Μπούντεσμπανκ είναι ευρέως αποδεκτή από το ευρύ κοινό, με την αμφισβήτηση της ανεξαρτησίας της να μοιάζει ακόμη και με εθνικό ταμπού. Αυτή η κοινωνική συναίνεση έχει προσφέρει ισχυρή υποστήριξη για την πολιτική της Μπούντεσμπανκ.

Μπορούμε να προσθέσουμε ότι η διαγραφή της Μεγάλης Ύφεσης και του γερμανικού αποπληθωρισμού από την ιστορική μνήμη (και αποδίδοντας αποκλειστικές ευθύνες στον Χίτλερ για τον υπερπληθωρισμό της Βαϊμάρης) είναι η πηγή του εκνευρισμού που επικρατεί σήμερα στο επίπεδο συνεργασίας για την παγκόσμια πολιτική. Ο Βόλφγκανγκ Σόιμπλε, ο Γερμανός υπουργός Οικονομικών από το 2009, απεικονίζει καλά αυτό το σημείο, αναγνωρίζοντας ότι υπάρχουν

δύο διαφορετικές προσεγγίσεις για τη χάραξη οικονομικής πολιτικής στις δύο πλευρές του Ατλαντικού. Ενώ οι φορείς χάραξης πολιτικής των ΗΠΑ θέλουν να επικεντρωθούν σε βραχυπρόθεσμα διορθωτικά μέτρα, εμείς έχουμε μια πιο διευρυμένη άποψη και μας απασχολεί περισσότερο το θέμα των επιπτώσεων των υπερβολικών ελλειμμάτων και οι κίνδυνοι του υψηλού πληθωρισμού. Το ίδιο ισχύει με τους γερμανούς καταναλωτές. Αυτή η αποστροφή προς τα ελλείμματα και οι φόβοι για πληθωρισμό, που έχουν τις ρίζες τους στη γερμανική ιστορία του περασμένου αιώνα, μπορεί να φαίνεται περίεργη στους αμερικανούς φίλους μας, η οικονομική κουλτούρα των οποίων έχει, εν μέρει, διαμορφωθεί από αποπληθωριστικά επεισόδια. Ωστόσο, οι φόβοι αυτοί είναι μεταξύ των πιο ισχυρών παραγόντων της κατανάλωσης και της αποταμίευσης στη χώρα μας. Η όποια προσπάθεια να διαμορφωθεί περισσότερη εγχώρια ζήτηση μέσω της περαιτέρω αύξησης του κρατικού δανεισμού θα ήταν, εδώ τουλάχιστον, αντιπαραγωγική. Αντίθετα, η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στην ικανότητά μας να μειώσουμε το έλλειμμα αποτελεί προϋπόθεση για ισορροπημένη και βιώσιμη ανάπτυξη.

Και πάλι, όμως, όσο απίστευτο και αν φαίνεται σε έναν ξένο, ο Σόιμπλε περιγράφει σωστά το κυρίαρχο γερμανικό σύστημα πεποιθήσεων σχετικά με το θέμα. Ενώ η γερμανική νομισματική ιστορία του 20^{ου} αιώνα ήταν πραγματικά αρκετά συμμετρική, που περιλάμβανε τόσο υπερπληθωρισμό όσο και αποπληθωρισμό, η σημερινή «οικονομική κουλτούρα» της Γερμανίας, σε αντίθεση με αυτή της Αμερικής, είναι εξαιρετικά ασύμμετρη (δεν έχει «διαμορφωθεί από αποπληθωριστικά επεισόδια»). Η ιδιόμορφη «οικονομική κουλτούρα» της Γερμανίας, που με λατρεία αναφέρεται στη Γερμανία ως «κουλτούρα σταθερότητας», είναι στενά συνδεδεμένη με τη βασική ιδιαιτερότητα της γερμανικής νομισματικής πολιτικής: μια εμφανή ασυμμετρία σε νοοτροπία και προσέγγιση. Οι Γερμανοί κεντρικοί τραπεζίτες έχουν ξεχωριστή χάρη να εντοπίζουν τους κινδύνους του πληθωρισμού (ακόμη και όταν κανείς άλλος δεν μπορεί να το κάνει), αλλά δεν φοβούνται ποτέ τον αποπληθωρισμό.

Ο νομισματικός εθνικός ύμνος της Γερμανίας, «σταθερότητα των τιμών πάνω απ' όλα», αναφέρεται με πιο ήπιο τρόπο ως νομισματική πολιτική προσανατολισμένη προς τη σταθερότητα. Και οι mainstream οικονομολόγοι, γενικά, συνεχίζουν να δίνουν αγώνα προκειμένου να κατανοήσουν την ουσία της έκφρασης «προσανατολισμένη προς τη σταθερότητα», που στην πραγματικότητα δεν σημαίνει τίποτα παραπάνω από την προσέγγιση της Μπούντεσμπανκ στη νομισματική πολιτική με μοναδικό σκοπό την σταθερότητα των τιμών. Η προσέγγιση της Μπούντεσμπανκ στην πολιτική των επιτοκίων μπορεί να παρομοιαστεί με έναν οδηγό ο οποίος είναι πάντα έτοιμος να πατήσει φρένο, αλλά ποτέ πρόθυμος να πατήσει γκάζι. Η γερμανική νομισματική πολιτική δεν είναι μια πολιτική σταθεροποίησης (που συνδέεται με το «κούρδισμα» και τον «παρεμβατισμό»), αλλά μια «πολιτική σταθερότητας» (που συνδέεται με το «ordo» ή την «Ordnungspolitik»). Από τη σύλληψή της, μια πολιτική σταθερότητας έχει να κάνει αποκλειστικά με την πρόληψη του πληθωρισμού, όχι με μια προσπάθεια για την άμεση τόνωση της ανάπτυξης και της απασχόλησης.

Υπάρχει ένας τρίτος σημαντικός μύθος για την Μπούντεσμπανκ: ο μύθος ότι η σταθερότητα των τιμών οδηγεί στην ανάπτυξη. Αυτός ο μύθος συνδέεται με το αίνιγμα του πώς η παραδόξως ασύμμετρη προσέγγιση της Μπούντεσμπανκ στη νομισματική πολιτική δεν θα μπορούσε, ενδεχομένως, να οδηγήσει σε μια αντανάπτυξιακή προκατάληψη στη Γερμανία. Είναι σημαντικό εδώ να εξετάσουμε τις διεθνείς και περιφερειακές νομισματικές ρυθμίσεις και την εξωτερική τιμή της ανταγωνιστικότητας έναντι των εμπορικών εταίρων της Γερμανίας. Το θέμα είναι ότι η διατήρηση του πληθωρισμού σε χαμηλότερο επίπεδο από το επίπεδο πληθωρισμού που επικρατεί στις οικονομίες των εμπορικών εταίρων (κάτω από τη λειτουργία ενός καθεστώτος με συνδεδεμένες ονομαστικές συναλλαγματικές ισοτιμίες, πρώτα στο πλαίσιο του καθεστώτος του Bretton Woods και στη συνέχεια στο πλαίσιο του μηχανισμού συναλλαγματικών ισοτιμιών του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος) οδήγησε στην πραγματικότητα σε αύξηση των ρυθμών ανάπτυξης στη Γερμανία μέσω της ενίσχυσης της ανταγωνιστικότητας και των εξαγωγών της χώρας. Τρέφοντας απέχθεια στην ιδέα της άμεσης τόνωσης της ανάπτυξης και της απασχόλησης, η νομισματική πολιτική προσανατολισμένη προς τη σταθερότητα στο πρότυπο της Μπούντεσμπανκ αφήνει το δύσκολο μέρος της δουλειάς στους άλλους, ενώ την ίδια στιγμή οι εξαγωγές δίνουν ώθηση στη γερμανική οικονομία. Ομοίως, πέραν από τη λειτουργία μέσα στο πλαίσιο ενός δικτύου ασφαλείας που παρέχεται από τους θεσμούς της αγοράς εργασίας που καθιστούν μάλλον απίθανο τις μειώσεις των μισθών, το ίδιο συμβαίνει και με τους κινδύνους του αποπληθωρισμού: θα μεριμνήσουν άλλες οικονομίες γι αυτό. Η Μπούντεσμπανκ θα διευρύνει τη φήμη της ως θεσμός που μάχεται κατά του πληθωρισμού, ενώ η οικονομία της Γερμανίας θα συνεχίσει να βιώνει ανάπτυξη δεδομένου ότι η σταθερότητα των τιμών οδήγησε σε ανάπτυξη της οικονομίας κάτω από αυτές τις (προ-ONE) συνθήκες. Με λίγα λόγια, το κρίσιμο μέρος της Μπούντεσμπανκ στη γερμανική κουλτούρα σταθερότητας ήταν να επιβάλει την πειθαρχία που θα οδηγούσε στη σταθερότητα των τιμών—δημοσιονομική και μισθολογική πειθαρχία.

Αυτό μας οδηγεί στην ουσία της «ανεξαρτησίας», ένα θέμα για το οποίο θα συμβουλευτούμε και πάλι τη σοφία του Otmar Issing, προσφέροντας τις σκέψεις του σχετικά με το θέμα σε μια ομιλία του που ήταν αφιερωμένη σε ένα άλλο από τα είδωλά του, με τίτλο «Ο Χάγιεκ: Νομισματικός ανταγωνισμός και η Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση». Αντιμέτωπος και πάλι με το πρόβλημα ότι το είδωλό του δεν έτρεφε καμία ιδιαίτερη εκτίμηση για την ιδέα της ανεξαρτησίας των κεντρικών τραπεζών, ο Issing προτείνει ότι:

Σε ένα άλλο επίπεδο, μπορεί κανείς να δει πολλές πτυχές της σκέψης του Χάγιεκ που μπορεί να έχουν επηρεάσει με λεπτούς τρόπους την πορεία των γεγονότων που οδήγησαν στην Νομισματική Ένωση. Αυτό που έχει συμβεί με την εισαγωγή του ευρώ είναι ότι επιτεύχθηκε πράγματι η αποκρατικοποίηση του χρήματος, όπως υποστήριζε ο Χάγιεκ, τουλάχιστον στις 11 χώρες του Ευρώ. Επιπλέον, το ευρώ το διαχειρίζεται μία κεντρική τράπεζα (ΕΚΤ), που προστατεύεται από πολιτικές παρεμβάσεις από μια Συνθήκη (τη Συνθήκη του Μάαστριχτ) στην οποία όλα τα κράτη μέλη είναι συμβαλλόμενα μέρη. Όλες οι εθνικές κεντρικές τράπεζες που αποτελούν το Ευρωσύστημα είναι πλέον ανεξάρτητες από τις αντίστοιχες 11 κυβερνήσεις τους μέσα στο

Ευρώ και, σύμφωνα με τους αντίστοιχους κανονισμούς τους, δεν μπορούν να λάβουν οδηγίες από τις κυβερνήσεις αυτές. Επιπλέον, το Ευρωσύστημα είναι υπερεθνικό και δεν διαθέτει κανένα φυσικό πολιτικό ομόλογο υπό τη μορφή μιας υπερεθνικής κυβέρνησης με πλήρεις εκτελεστικές εξουσίες. Αυτό ενισχύει περαιτέρω την ανεξαρτησία του Ευρωσυστήματος και του επιτρέπει να συνεχίσει την επιδίωξη του απώτερου στόχου του, που είναι η σταθερότητα των τιμών, χωρίς παρέμβαση από την κυβέρνηση. Έτσι, η νομισματική πολιτική στις 11 χώρες του Ευρώ έχει αποκρατικοποιηθεί και διεξάγεται από μια υπερεθνική κεντρική τράπεζα, η οποία είναι πολιτικά ανεξάρτητη από τις κυβερνήσεις των κρατών μελών. Επιπλέον, οποιαδήποτε νομισματική χρηματοδότηση του δημοσίου τομέα, ή προνομιακή πρόσβαση στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, απαγορεύεται. Ο διαχωρισμός μεταξύ των δημοσίων οικονομικών και της νομισματικής πολιτικής είναι ως εκ τούτου εξασφαλισμένος. (Issing 1999, σελ., 9–10)

Για την προστασία του νομίσματος, ο διαχωρισμός μεταξύ των δημόσιων οικονομικών και της νομισματικής πολιτικής είναι η ουσία του θέματος. Ο φόβος του Issing για «δημοσιονομική κυριαρχία» ακολουθεί την παράδοση της Μπούντεσμπανκ, όπως επιγραμματικά την εξέφρασε ο Wilhelm Vocke (1973), ο μακροχρόνιος Πρόεδρος της Διεύθυνσης της Τράπεζας deutscher Länder, που κατέληξε να γίνει ο πρώτος πρόεδρος της Μπούντεσμπανκ το 1957: «ο εκάστοτε πληθωρισμός ξεκινά από τα δημόσια οικονομικά καθώς διογκώνονται οι δημόσιες δαπάνες». Διατηρώντας σθεναρές τις αναμνήσεις της Βαϊμάρης και αργότερα τα λεγόμενα «Mefo δάνεια», μια διευθέτηση ενός πλήρους διαχωρισμού θεωρείται ως κύριο πλεονέκτημα. Σημειώστε, επίσης, ότι ο Issing απεικονίζει την απουσία του «οποιοδήποτε φυσικού πολιτικού ομολόγου υπό τη μορφή μιας υπερεθνικής κυβέρνησης με πλήρεις εκτελεστικές εξουσίες» ως παράγοντα που θα ενισχύσει τη λειτουργία της ανεξάρτητης κεντρικής τράπεζας.

Σαφώς, λοιπόν, η ιδέα δεν είναι να αποτελεί η κεντρική τράπεζα μέρος της κυβερνητικής οικονομικής πολιτικής, αλλά να είναι τελείως ξεκομμένη από αυτήν. Η ιδέα δεν είναι να αποτελεί η κεντρική τράπεζα παίκτη της ομάδας για την επίτευξη των στόχων της ομάδας, αλλά έναν μεμονωμένο παίκτη που θα επιδιώκει τους δικούς του στόχους. Στην πραγματικότητα, η θέση της κεντρικής τράπεζας με βάση τη σύλληψη της Μπούντεσμπανκ μπορεί να συγκριθεί με εκείνη του δικαστή ή του διαιτητή: ο ρόλος της ανεξάρτητης κεντρικής τράπεζας είναι να πειθαρχεί τους άλλους παίκτες, ιδιαίτερα τους υπουργούς Οικονομικών και τα συνδικάτα. Συμπληρωματικές θεσμικές εγγυήσεις αναζητούνται με τη μορφή του λεγόμενου Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης και των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στις αγορές εργασίας (που έχουν σχεδιαστεί για την αποδυνάμωση του κόσμου της εργασίας). Αλλά η ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα θεωρείται ως ο απόλυτος έλεγχος για τη διαφύλαξη των συμφερόντων των αποταμιευτών.

Εν κατακλείδι, με βάση την μυθολογία της Μπούντεσμπανκ, η σύλληψη των κεντρικών τραπεζών από την Μπούντεσμπανκ διαφέρει θεμελιωδώς από αυτήν του Κέυνς. Αναγνωρίζοντας τη βαθιά διασύνδεση των δημοσίων οικονομικών, της

νομισματικής πολιτικής και της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, η σκέψη του Κένυς εξελίχθηκε στο πλαίσιο των τριών ρόλων των κεντρικών τραπεζών αντιλαμβανόταν πάντα τη νομισματική πολιτική ως όργανο του κράτους που θα αποτελούσε ενσωματωμένο τμήμα της οικονομικής πολιτικής. Αντίθετα, με βάση τη σύλληψη της Μπούντεσμπανκ, πρέπει να υπάρχει ένας απαραβίαστος διαχωρισμός ανάμεσα στη νομισματική πολιτική και τα δημόσια οικονομικά, με την ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα στο ρόλο του διαιτητή και του εφαρμοστή της πειθαρχίας. Σε επιφανειακό επίπεδο, οι πολιτικές επιτοκίων της Μπούντεσμπανκ και της ΕΚΤ μπορεί να φαίνονται ότι είναι πολύ παρόμοιες με τις πρακτικές άλλων κεντρικών τραπεζών που ακολουθούν την κεϋνσιανή προσέγγιση της συνάρτησης της αντιδράσεως. Ωστόσο, μια τέτοια κατανόηση θα μπορούσε να χαρακτηριστεί εσφαλμένη διότι δεν θα αναγνώριζε την χαρακτηριστική ασυμμετρία στη νοοτροπία και την προσέγγιση που χαρακτηρίζουν την Μπούντεσμπανκ και την ΕΚΤ. Το θέμα είναι ότι η ρύθμιση αυτή ήταν αποτελεσματική για τη Γερμανία στο παρελθόν, λειτουργώντας ουσιαστικά κατά μήκος της ανάλυσης που στη Γενική Θεωρία του Κένυς χαρακτηρίζεται ως μερκαντιλιστική. Αλλά είναι ξεκάθαρο από τις έως τώρα εμπειρίες ότι οι ρυθμίσεις αυτές είναι εντελώς ανεπαρκείς για την Ευρώπη—αν και τόσο οι αρμόδιες αρχές όσο και οι απέξω συνεχίζουν να έχουν δυσκολία στο να κατανοήσουν τα βαθύτερα αίτια της κακής λειτουργίας του καθεστώτος.

4. Ταυτόχρονα ισχυρή και εξαιρετικά αδύναμη

Μια σύντομη αναφορά σε μερικούς από τους βασικούς κανόνες της Συνθήκης επαρκεί στο πλαίσιο της συζήτησης που διεξάγουμε (για μια πιο λεπτομερή συζήτηση, δείτε, για παράδειγμα, Bibow 2002a, 2006a, και 2009b). Οι σχεδιαστές του καθεστώτος προχώρησαν στην υιοθέτηση πολλαπλών δικλίδων ασφαλείας προκειμένου να εξασφαλίσουν το ιδιόμορφο διαζύγιο και το οραματισμένο στεγανό διαχωρισμό μεταξύ νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής με σκοπό την αποτροπή της δημοσιονομικής κυριαρχίας και την κατάχρηση της εκτύπωσης χρήματος. Απαγορεύεται, τόσο στην ΕΚΤ όσο και στις εθνικές κεντρικές τράπεζες, η χρηματοποίηση του δημόσιου χρέους μέσω της άμεσης αγοράς δημοσίων χρεών. Αποκλείστηκε, επίσης, η προνομιακή πρόσβαση σε πιστωτικά ιδρύματα, ενώ τέθηκαν και επιπλέον περιορισμοί στη δημόσια χρηματοδότηση του χρέους. Με την επικράτηση της άποψης ότι τα δημοσιονομικά ελλείμματα άνω του 3% του ΑΕΠ θεωρούνται γενικά «υπερβολικά» και δικαιολογούν την επιβολή κυρώσεων, σύμφωνα με την «διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος» (ΔΥΕ), το λεγόμενο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ) απαιτεί από τα μέλη να έχουν ισοσκελισμένο ή πλεονασματικό προϋπολογισμό κατά τη διάρκεια του κύκλου. Η ρήτρα της «μη διάσωσης» συμπληρώνει το σύνολο των υποτιθέμενων δικλίδων ασφαλείας με τον υποτιθέμενο περιορισμό του ζητήματος της εθνικής φερεγγυότητας στο αντίστοιχο εθνικό επίπεδο από το οποίο θα μπορούσε να προκύψει.

Δεδομένης της μεγάλης δυσπιστίας που επικρατεί για τους (εκλεγμένους) πολιτικούς, το γεγονός ότι οι (μη εκλεγμένοι) κεντρικοί τραπεζίτες της Ευρώπης δεν έχουν να αντιμετωπίσουν κανένα μέτρο αποτελεσματικής πειθαρχίας (μια κατάσταση που έχω ονομάσει το «παράδοξο του Μάαστριχτ» (Bibow 2002α)) εξυπηρετεί το ιδιόρρυθμο είδος της ανεξαρτησίας που απολαμβάνει η Μπούντεσμπανκ. Δεν υπάρχει κανένας

αποτελεσματικός έλεγχος στην ανεξαρτησίας της λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ. Η τράπεζα δημοσιεύει εκθέσεις, πραγματοποιεί τακτικές συνεντεύξεις Τύπου, και ο πρόεδρος της εμπλέκεται σε ένα «νομισματικό διάλογο» με μια υποεπιτροπή του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου, αλλά καμία από αυτές τις κινήσεις δημοσιότητας δεν θα μπορούσε να έχει πραγματικές συνέπειες για την τράπεζα. Φαίνεται επομένως δίκαιο να πούμε ότι η ΕΚΤ είναι η πιο απελευθερωμένη κεντρική τράπεζα στον κόσμο (δηλαδή, ανεξάρτητη και δεν λογοδοτεί πουθενά). Δύο παράγοντες καθιστούν την κατάσταση της ΕΚΤ ακόμη πιο ισχυρή και από αυτή της Μπούντεσμπανκ. Πρώτον, ενώ η Μπούντεσμπανκ προστατεύεται μόνο από έναν απλό νόμο που απαιτεί απλή κοινοβουλευτική πλειοψηφία για αλλαγή, το καθεστώς της ΕΚΤ έχει συνταγματική βαθμίδα αφού οποιαδήποτε αλλαγή θα απαιτούσε αλλαγή της Συνθήκης (δηλαδή, ομόφωνη συμφωνία όλων των κρατών μελών). Δεύτερον, σχετικά με το πλεονέκτημα που διαθέτει, σύμφωνα με τον Issing, λόγω της απουσίας μιας υπερεθνικής κυβέρνησης, το πεδίο συγκρούσεων για θέματα συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι πιο περιορισμένο στην περίπτωση της ΕΚΤ—ένα θέμα που κατείχε εξέχουσα θέση στις συγκρούσεις μεταξύ της Μπούντεσμπανκ και της γερμανικής κυβέρνησης στην προ-ONE εποχή.

Αλλά υπάρχουν επίσης τρεις πιθανές πηγές αδυναμίας, που μπορεί να θέσουν την πιο απελευθερωμένη κεντρική τράπεζα στον κόσμο σε μια εξαιρετική αδύναμη θέση—παρά την πρόθεση του σχεδιασμού της να την μετατρέψουν σε πανίσχυρο θεσμό.

Η πρώτη πιθανή πηγή αδυναμίας αφορά το ρόλο της δημόσιας στήριξης που απολαμβάνει η Μπούντεσμπανκ στη Γερμανία στο απόγειο της νομισματικής της κυριαρχίας πάνω από την Ευρώπη. Θυμηθείτε την παρατήρηση του Tietmeyer ότι η αμφισβήτηση της ανεξαρτησίας της Μπούντεσμπανκ είχε γίνει «εθνικό ταμπού». Ένας απλός νόμος προσφέρει επαρκή προστασία εάν καμία κυβέρνηση δεν θα τολμήσει ποτέ να αμφισβητήσει στα σοβαρά την ανεξαρτησία σας. Ωστόσο, η «κοινωνική συναίνεση» για την υποστήριξη της Μπούντεσμπανκ δεν προήλθε ξαφνικά, αλλά χρειάστηκαν δεκαετίες συνολικών προσπαθειών δημοσίων σχέσεων (για τη δημιουργία και τη διατήρηση των μύθων που αναφέρθηκαν παραπάνω). Ένα σημαντικό επιχείρημα που χρησιμοποιείται από την Μπούντεσμπανκ (και αργότερα από την ΕΚΤ) σχετικά με την λογοδοσία είναι ότι δεν απαιτείται λογοδοσία έναντι κανενός κυβερνητικού φορέα επειδή η τράπεζα είναι άμεσα υπόλογη στο ευρύ κοινό. Κατά καιρούς, η Μπούντεσμπανκ αναζητά ευκαιρίες για να ενορχηστρώσει δημόσιες συγκρούσεις με την κυβέρνηση, στο πλαίσιο της στρατηγικής των δημοσίων σχέσεων προκειμένου να εμφανίζεται στο κοινό ως ο θεματοφύλακας της σταθερότητας και η έδρα της αδιαμφισβήτητης σοφίας στη χώρα (βλ. Katzenstein 1987, Marsh 1992, και Johnson 1998). Κατά την άποψή μου, το δημόσιο κύρος της Μπούντεσμπανκ είναι μάλλον μοναδικό και ο «γερμανικός εξαιρετισμός» σε αυτό το θέμα δεν είναι εύκολα εξαγωγίμος στην Ευρώπη. Δεν θα είναι καθόλου εύκολο για την ΕΚΤ να αποκτήσει το κύρος της Μπούντεσμπανκ, επειδή στην περίπτωσή της δεν αρκεί να εμφανίζεται ως ένας σκληρός μαχητής κατά του πληθωρισμού.

Και εδώ είναι που προκύπτει η δεύτερη πιθανή πηγή αδυναμίας της ΕΚΤ. Αυτό που βοήθησε σε μεγάλο βαθμό την Μπούντεσμπανκ να καθιερώσει τη φήμη της ως ο σημαντικότερος μαχητής κατά του πληθωρισμού και να αποκτήσει μια επιρροή που

ουδείς τολμά να την αμφισβητεί ήταν το γεγονός ότι η σκληρή της στάση απέναντι στον πληθωρισμό δεν αντιπροσώπευε κάποιο γενικό εμπόδιο στην ανάπτυξη, δεδομένου ότι η σταθερότητα των τιμών όντως προκάλεσε ανάπτυξη στη Γερμανία κάτω από τις συνθήκες που επικρατούσαν στην προ-ONE. Αυτό δεν ισχύει για τη ζώνη του ευρώ, η οποία είναι πάρα πολύ μεγάλη και πολύ κλειστή για να επιτευχθεί μια αναπτυξιακή στρατηγική βασισμένη ουσιαστικά στον μερκανταλισμό.

Στη γερμανική πολιτική σκέψη επικρατεί μεγάλη σύγχυση σχετικά με το θέμα της εθνικής ανταγωνιστικότητας, η οποία σχετίζεται με τη μυθολογία της Μπούντεσμπανκ. Στο γερμανικό μυαλό, τα κέρδη από την ανταγωνιστικότητα και τα εμπορικά πλεονάσματα είναι σημάδι ηθικής αρετής. Μη αναγνωρίζοντας το γεγονός ότι η ανταγωνιστικότητα είναι πάντα σχετική και πως τα εμπορικά πλεονάσματα προϋποθέτουν εμπορικά ελλείμματα για την ίδια την ύπαρξή τους, τα εμπορικά ελλείμματα θεωρούνται ως σημάδι ηθικής αποτυχίας. Η Γερμανία δεν έχει ακόμη καταλάβει ότι η επιτυχία του γερμανικού μερκανταλιστικού μοντέλου στην προ-ONE εποχή εξαρτιόταν από το ότι οι άλλοι έπρεπε να συμπεριφέρονται διαφορετικά. Η μεγάλη αυταπάτη ήταν ότι η εξαγωγή του γερμανικού μοντέλου στην Ευρώπη θα μπορούσε να λειτουργήσει ακόμη καλύτερα για όλους.

Το πρόβλημα για την ΕΚΤ που απορρέει από αυτές τις συγχύσεις και αυταπάτες είναι ότι η ΕΚΤ λειτουργεί μέσα σε ένα καθεστώς πολιτικής που είναι εντελώς δυσλειτουργικό για την Ευρώπη. Αγνοώντας τις πραγματικές αιτίες των προβλημάτων της, η ΕΚΤ είναι υποχρεωμένη να δίνει μια διαρκή και σκληρή μάχη για οποιοδήποτε άλλο σκοπό εκτός της σταθερότητας των τιμών, κάτι που θα υποχρεώσει την τράπεζα να αποστασιοποιηθεί από οτιδήποτε άλλο εκτός από τη σταθερότητα των τιμών. Ωστόσο, εάν η ΕΚΤ προσπαθήσει να μιμηθεί τη διαδρομή της Μπούντεσμπανκ, η αποτυχία της θα είναι δεδομένη—εκτός και αν το ευρωπαϊκό κοινό δεν ενδιαφέρεται για τίποτε άλλο εκτός από τη σταθερότητα των τιμών. Δεν θα πρέπει να θεωρήσουμε ότι οι Ευρωπαίοι θα έχουν μια μόνιμη ψευδαίσθηση γύρω από το χρήμα. Η δεύτερη πηγή της πιθανής αδυναμίας της ΕΚΤ, που απορρέει από τη δυσλειτουργικότητα του καθεστώτος του Μάαστριχτ, αποτελεί το αντικείμενο της επόμενης ενότητας.

Αλλά μια δυνητικά ακόμη πιο σοβαρή πηγή αδυναμίας προκύπτει από καταστάσεις που η λύση τους απαιτεί συνεργασία με έναν κυβερνητικό ομόλογο, που στην πράξη δεν υφίσταται. Το υποτιθέμενο πλεονέκτημα του πλήρους διαχωρισμού μεταξύ της νομισματικής και της δημοσιονομικής πολιτικής μπορεί να αποδειχθεί μια μοιραία αδυναμία. Το θέμα αυτό μας οδηγεί πίσω στην chartalist σύλληψη των κεντρικών τραπεζών και θα αποτελέσει το αντικείμενο συζήτησης στην ενότητα 6.

5. Η αντανάπτυξιακή προκατάληψη της ΕΚΤ και οι επιδόσεις της πριν από την κρίση

Το ΣΣΑ απαιτεί ισοσκελισμένους προϋπολογισμούς κατά τη διάρκεια του κύκλου. Στο πλαίσιο αυτό, η δημοσιονομική πολιτική, εκτός κι αν αντισταθμίζεται από μια δυναμική τάση ιδιωτικού δανεισμού ή από πλεονάσματα εξαγωγών, πλήττεται από μια αντανάπτυξιακή προκατάληψη. Στην καλύτερη περίπτωση, το ΣΣΑ επιτρέπει την

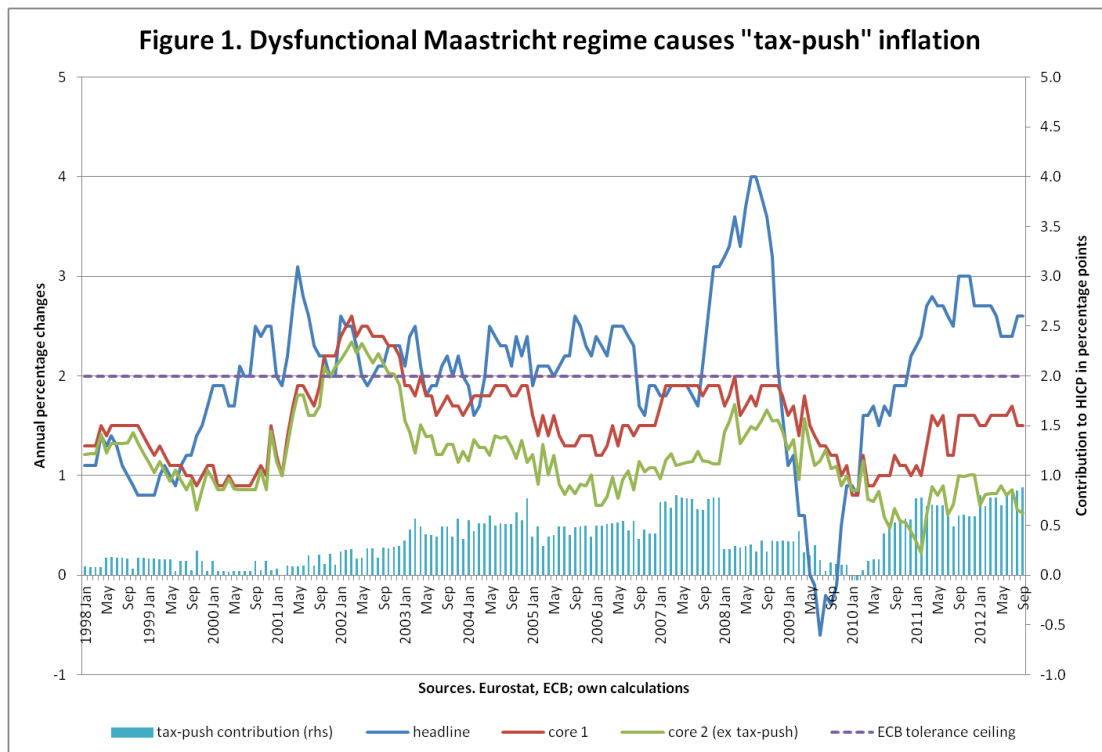
ελεύθερη λειτουργία των αυτόματων σταθεροποιητών. Στην πράξη ωστόσο δεν το κάνει και η δημοσιονομική πολιτική στην ευρωζώνη είναι ως αποτέλεσμα προκυκλική, το οποίο καθιστά ακόμη πιο δύσκολη την υπόθεση της ανάπτυξης. Προσθέστε στην εικόνα την ασυμμετρία της ΕΚΤ, και ως εκ τούτου την εγγενή αντανάπτυξιακή προκατάληψη της νομισματικής πολιτικής, και γίνεται σαφές γιατί η ευρωζώνη δεν θα μπορέσει να απολαύσει περιόδους μεγάλης οικονομικής ανάπτυξης. Μάλιστα, το πιο πιθανό είναι να κολλήσει σε μια παρατεταμένη περίοδο στασιμότητας της εγχώριας ζήτησης. Η ανάπτυξη θα εξαρτηθεί σε μεγάλο βαθμό από το μέγεθος της παγκόσμιας ανάπτυξης και τη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ. Επομένως, δεν αποτελεί καθόλου έκπληξη το γεγονός ότι ο επιχειρηματικός κύκλος της ευρωζώνης περιλαμβάνει σύντομες περιόδους οικονομικής ανάπτυξης και μακροχρόνια στασιμότητα μαζί με ένα βαθμό εξάρτησης στις εξαγωγές που είναι ασυνήθιστο για μια οικονομία του μεγέθους της.

Η συγκεκριμένη ενότητα θα αναφερθεί εν συντομία σε τρία επεισόδια που έλαβαν χώρα κατά τη διάρκεια της πρώτης δεκαετίας του ευρώ και τα οποία αναδεικνύουν τα σοβαρά λάθη πολιτικής από την πλευρά της ΕΚΤ. Το πρώτο επεισόδιο έχει να κάνει με τη βουτιά του ευρώ την περίοδο 1999-2000. Σε αυτό το επεισόδιο, η συμμετοχή της ΕΚΤ περιορίζεται σε μια σύγκρουση με τις αγορές. Το δεύτερο επεισόδιο παρήγαγε το διόλου κολακευτικό φαινόμενο της «ώθησης του πληθωρισμού με βάση τους φόρους», που προέκυψε κατά τη διάρκεια της παρατεταμένης στασιμότητας την περίοδο 2001-2005. Η συμμετοχή της ΕΚΤ σε αυτό το επεισόδιο περιορίζεται στην αποτυχία της εσωτερίκευσης της δημοσιονομικής πολιτικής, η οποία, παρά το γεγονός ότι λειτουργούσε σε ένα καθεστώς νομισματικής κυριαρχίας, δημιούργησε μια «αρκετά δυσάρεστη κενσισιανή αριθμητική». Το τρίτο επεισόδιο επίσης έλαβε χώρα στα χρόνια της παρατεταμένης στασιμότητας και μας οδηγεί απευθείας στην εσωτερική κρίση του ευρώ που ξεκίνησε το 2008-2009. Ο ρόλος της ΕΚΤ σε αυτό το επεισόδιο ήταν να δώσει τις ευλογίες της στις αποκλίσεις, που ήταν αναπόφευκτο να υπονομεύσουν το ευρώ εν ευθέτω χρόνο.

Στην ουσία, η βουτιά του ευρώ την περίοδο 1999-2000 έμοιαζε με την εμπειρία πολλών αναδυόμενων οικονομιών όπου η αύξηση των επιτοκίων μπορεί να καταλήξει στην αποδυνάμωση αντί στην ενίσχυση του νομίσματος όταν οι χρηματοπιστωτικές αγορές ερμηνεύσουν τη σύσφιξη ως υπονόμηση της ανάπτυξης. Με τις αγορές να προβλέπουν ότι μια αδύναμη οικονομία θα εμφανίσει χαμηλότερα ποσοστά ανάπτυξης πέρα από το τρέχον χρονικό διάστημα, οι αρχές έρχονται αντιμέτωπες με ένα πρόβλημα χρόνου ασυνέπειας, και το μέτρο αποτυγχάνει επειδή στερείται αξιοπιστίας. Σε αυτή την περίπτωση, η ΕΚΤ απέτυχε να ερμηνεύσει σωστά την κατάσταση και να επικοινωνήσει με τις αγορές. Λειτουργώντας σε ένα γενικό κλίμα ενθουσιασμού αναφορικά με την ανάπτυξη (βρισκόμαστε στο τελικό στάδιο της άνθησης της οικονομίας dot.com), και έχοντας απέναντι την Fed του Greenspan όπου κυριαρχεί μια αναπτυξιακή διάθεση, ο μονότονος ύμνος της ΕΚΤ «σταθερότητα των τιμών πάνω απ' όλα» και οι επιθετικές αυξήσεις των επιτοκίων που εμπνεύστηκε (η ΕΚΤ σχεδόν διπλασίασε τα ποσοστά επιτοκίων μέσα σε λιγότερο από ένα χρόνο) δεν αποτελούσαν καλό οιωνό για τις αγορές. Η δυσαρέσκεια των αγορών με τη βουτιά του ευρώ ήταν ένα βαρύ πλήγμα για την ΕΚΤ, δεδομένου ότι είχε την ανεπιθύμητη επίδραση να ωθήσει τον πληθωρισμό από το πολύ χαμηλό επίπεδο που βρισκόταν κατά την έναρξη λειτουργίας του ευρώ σε επίπεδα πολύ πάνω από

αυτά του 2%, που είναι τα επίπεδα ανοχής του πληθωρισμού για την ΕΚΤ. Η κατάσταση αυτή συνεχίστηκε και το 2001 όταν η ταχεία χαλάρωση της Fed έναντι της συντηρητικής στάσης της ΕΚΤ είχε επίσης ως αποτέλεσμα να διατηρηθεί ψηλά το δολάριο και το ευρώ να κρατηθεί σε χαμηλά επίπεδα. Αυτό το επεισόδιο δεν ήταν το τελευταίο επεισόδιο που θα αποτελούσε μάθημα για την ΕΚΤ ότι η ελλιπής προσοχή στην ανάπτυξη μπορεί να έχει αρνητικές επιπτώσεις τόσο για την ανάπτυξη όσο και για τη σταθερότητα των τιμών—ένα μάθημα που η ΕΚΤ αρνείται πεισματικά να κατανοήσει.

Η κληρονομιά της βουτιάς του ευρώ, με τον πληθωρισμό πάνω από το 2%, οδήγησε κατευθείαν στην περίοδο της παρατεταμένης στασιμότητας που έπληξε την ευρωζώνη την περίοδο μεταξύ 2001-2005. Καθώς η ευρωζώνη αδυνατούσε να ανακάμψει από την παγκόσμια ύφεση του 2001, με την ΕΚΤ να διατηρεί μια πολύ συντηρητική στάση σχετικά με την ποσοτική χαλάρωση, η εξέλιξη αυτή ενεργοποίησε το ΣΣΑ σε πολλές χώρες καθώς οι κρατικοί προϋπολογισμοί χτύπησαν το 3%. Λειτουργώντας κάτω από τις «διαδικασίες υπερβολικού ελλείμματος», η δημοσιονομική οπισθοχώρηση περιλάμβανε πολλά μέτρα που τεχνητά διαστρέβλωναν τα ποσοστά του πληθωρισμού προς τα πάνω (π.χ., οι αυξήσεις στους έμμεσους φόρους και οι διοικητικά καθοριζόμενες τιμές). Αυτή η διαστρέβλωση εξαιτίας της προώθησης φόρων (“tax-push”) ήταν ποσοτικά πολύ σημαντική και διατήρησε τον πληθωρισμό πάνω από το 2%. Το πρόβλημα αποδόθηκε λανθασμένα στα δήθεν διαρθρωτικά προβλήματα. Μια μέτρηση του κεντρικού πληθωρισμού, που δεν περιλαμβάνει “tax-push” δείχνει πως οι υποβόσκουσες, «καθορισμένες από την αγορά» πληθωριστικές τάσεις στην ευρωζώνη μειώθηκαν σε πολύ χαμηλά επίπεδα κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου (Bibow 2006c). Με την αποτυχία της να εσωτερικεύσει σωστά την δημοσιονομική πολιτική, η ΕΚΤ έβλαψε και πάλι τόσο την ανάπτυξη όσο και τη σταθερότητα των τιμών. Αυτή η αντιπαραγωγική αλληλεπίδραση των νομισματικών και δημοσιονομικών πολιτικών υπογραμμίζει πόσο πολύ δυσλειτουργικό είναι πραγματικά το καθεστώς του Μάαστριχτ: η εμμονή με μαγικούς αριθμούς (2% για την ΕΚΤ, 3% για τις δημοσιονομικές αρχές) έχει ως κατάληξη να μην επιτυγχάνονται αυτά τα νούμερα καθώς πνίγεται η ανάπτυξη.



Η επιβολή αυξημένης φορολογίας είναι και πάλι ένας σημαντικός παράγοντας σήμερα καθώς οι κυβερνήσεις επιβάλλουν ανόητα μέτρα λιτότητας στις παραπαίουσες οικονομίες τους. Αυτή είναι η τρίτη γκάφα, που συμπίπτει με το δεύτερο επεισόδιο, και παρέχει το υπόβαθρο για τη σημερινή κρίση. Το θέμα μπορεί να τεθεί πολύ απλά. Ο ορισμός της ΕΚΤ για τη σταθερότητα των τιμών, «κάτω αλλά πλησίον του 2%», παρέχει ένα πρότυπο σταθερότητας για την εξέλιξη των μισθών. Οι εθνικές τάσεις των μισθών δεν μπορούν να παρεκκλίνουν από αυτόν τον κανόνα σταθερότητας χωρίς να προκύψουν ανισορροπίες. Με τις ονομαστικές συναλλαγματικές ισοτιμίες να έχουν εξαφανιστεί, οι τάσεις του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος καθορίζουν εάν οι πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες εντός της ζώνης του ευρώ θα διατηρηθούν σε κατάσταση ισορροπίας. Καθώς η Γερμανία απέκλινε από το δικό της ιστορικό πρότυπο του 2% κάτω από το καθεστώς του ευρώ, οι θέσεις της ανταγωνιστικότητας στο εσωτερικό της νομισματικής ένωσης τέθηκαν εκτός τροχιάς και συσσωρεύτηκαν ανισορροπίες. Επιπλέον, οι διαφορετικές τάσεις μισθών υπονόμισαν επίσης τη νομισματική πολιτική του συλ «ένα μέγεθος για όλους». Καθώς η συγκράτηση των μισθών συμπίεσε προς τα κάτω την κατανάλωση και αύξησε τα επίπεδα ανισότητας στη Γερμανία, το ενιαίο ονομαστικό επιτόκιο της ΕΚΤ σήμαινε επίσης σχετικά αυστηρότερες χρηματοοικονομικές συνθήκες στη Γερμανία, διογκώνοντας περαιτέρω την απόκλιση, ενώ το αντίθετο συνέβαινε σε χώρες με πληθωρισμό άνω του μέσου όρου, όπως η Ισπανία και η Ιρλανδία, που βίωναν οικονομική άνθηση και φούσκες.

Το αξιοσημείωτο δεν είναι μόνο ότι η ΕΚΤ απέτυχε εντελώς να εντοπίσει τις φούσκες στις αναπτυσσόμενες οικονομίες της ευρωζώνης. Το χειρότερο είναι ότι οι αποκλίνουσες τάσεις των μισθών ερμηνεύθηκαν ως μηχανισμός εξισορρόπησης. Η αδικαιολόγητη συγκράτηση των μισθών στη Γερμανία ήταν η αιτία της αναιμικής

εγχώριας ζήτησης, και όχι η συνέπεια, όπως λανθασμένα ερμηνεύεται από την ΕΚΤ. Κατά την άποψη της ΕΚΤ, το «κανάλι της ανταγωνιστικότητας» θα αντιστάθμιζε τις αποκλίνουσες τάσεις του πληθωρισμού εξαιτίας μισθών και τιμών και κατά κάποιον τρόπο θα λειτουργούσε με ένα εξισορροπητικό τρόπο (ΕΚΤ 2005). Έχοντας πλήρη άγνοια των προβλημάτων που συσσωρευόντουσαν στην ευρωζώνη, την άνοιξη του 2005, ο Otmar Issing (2005) δήλωνε με υπερηφάνεια:

Την παραμονή της μετάβασης, έγραψα ένα σχόλιο σχετικά με την ποικιλότητα και τη νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ. Στο ερώτημα εάν η νομισματική πολιτική «ένα μέγεθος για όλους» θα μπορούσε να καλύψει όλα τα εμπλεκόμενα μέρη—είτε πρόκειται για εθνικές οντότητες, κοινωνικούς εταίρους ή οικονομικούς φορείς—η απάντηση ήταν: «Ένα μέγεθος πρέπει να ταιριάζει σε όλους». Η πολιτική απόφαση για τη δημιουργία της ΟΝΕ είχε επιλύσει όλες τις συζητήσεις σχετικά με το εάν η νομισματική ένωση θα πρέπει να έρχεται πριν ή μετά την πολιτική ένωση και την εκπλήρωση των κριτηρίων για μια βέλτιστη νομισματική ζώνη. Σήμερα, υπό το φως των στοιχείων που έχουν συγκεντρωθεί μέχρι στιγμή στη ζώνη του ευρώ, είμαι ακόμα πιο σίγουρος και δηλώνω: «Ένα μέγεθος ταιριάζει σε όλους!»

Ο επικεφαλής οικονομολόγος της ΕΚΤ δεν γινόταν να πέσει περισσότερο έξω. Οι ανισορροπίες στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και οι αντίστοιχες εσωτερικές ανισορροπίες και οι χρηματοοικονομικές αδυναμίες συνέχισαν να διογκώνονται μέχρι το 2007, αλλά στη συνέχεια ήρθαν βίαια στην επιφάνεια την περίοδο 2008-09 καθώς η παγκόσμια κρίση προκάλεσε έκρηξη στις εσωτερικές φούσκες, αφήνοντας πίσω της χρέη και ελλείμματα που αποτελούν το φόντο για τη συνεχιζόμενη κρίση χρέους στην ευρωζώνη. Σε εύθετο χρόνο, η Ελλάδα, η Ιρλανδία, η Πορτογαλία, και η Ελλάδα ξανά, έγιναν αποδέκτες «δανείων διάσωσης», που ελέγχονται από την «τρίκα» (την ΕΚΤ, την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το ΔΝΤ) και που αφορούν το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΕFSF). Στις 9 Ιουνίου 2012, ένα σχέδιο διάσωσης για το ισπανικό τραπεζικό σύστημα επίσης αποτέλεσε αντικείμενο διαπραγματεύσεων.

Η Μπούντεσμπανκ δοξάστηκε για άλλη μια φορά καθώς η καταπολέμηση του πληθωρισμού οδήγησε σε ανάπτυξη στη Γερμανία. Είναι δύσκολο να δει κανείς τους Ευρωπαίους να αναπτύσσουν πραγματική αγάπη για το νόμισμά τους (το ευρώ) και τον κηδεμόνα του (την ΕΚΤ) όταν αυτά συνδέονται όλο και περισσότερο με την στασιμότητα και την κρίση. Θα επαινεθεί η ΕΚΤ αν απλά σώσει το ευρώ;

6. Η ευρωκρίση χρέους και η ΕΚΤ ως ο σωτήρας του ευρώ;

Σημάδια πίεσης στις χρηματοπιστωτικές αγορές εμφανίστηκαν αρχές του 2007 και έγιναν ιδιαίτερα έντονα στις 9 Αυγούστου 2007. Στις αντιδράσεις της, η ΕΚΤ εμφανίστηκε ως μια διχασμένη προσωπικότητα. Από τη μία μεριά, η τράπεζα προσαρμόσε με ευελιξία τις διαδικασίες λειτουργίας της για την αντιμετώπιση των αναγκών ρευστότητας έκτακτης ανάγκης, αλλά από την άλλη παρέμεινε

προσηλωμένη γύρω από τους υποθετικούς κινδύνους πληθωρισμού και απλώς διέκοψε τη σύσφιξη του κύκλου της μετά την αύξηση των επιτοκίων τον Ιούνιο του 2007. Η οικονομία της ευρωζώνης εισήλθε σε ύφεση το δεύτερο τρίμηνο του 2008, αλλά η πρώτη μείωση των επιτοκίων της ΕΚΤ δεν εμφανίστηκε παρά μήνες αργότερα, και συγκεκριμένα στις 8 Οκτωβρίου 2008 ως απόρροια μιας διεθνώς συντονισμένης πολιτικής για ποσοτική χαλάρωση από τις σημαντικές κεντρικές τράπεζες του κόσμου. Ακολούθησαν περαιτέρω μειώσεις των επιτοκίων για την αντιμετώπιση της κατάρρευσης της οικονομίας και το βασικό επιτόκιο της ΕΚΤ άγγιξε τελικά το 1% τον Μάιο του 2009. Η τάση «αργοί στη χαλάρωση, γρήγοροι στην αύξηση» εμφανίστηκε ξανά καθώς η τράπεζα αύξησε και πάλι τα επιτόκια τον Απρίλιο και τον Ιούλιο του 2011, εκτιμώντας ότι υπήρχε κίνδυνος αύξησης του πληθωρισμού. Αυτές οι πρόωρες αυξήσεις των επιτοκίων αντιστράφηκαν κάτω από την ηγεσία του νέου προέδρου της ΕΚΤ, του Μάριο Ντράγκι, πριν από τη λήξη του 2011, η άφιξη του οποίου σημαδεύτηκε από επίσης άλλες πιο θεμελιώδεις αλλαγές.

Μέχρι εκείνη τη στιγμή, η αντιμετώπιση της κρίσης από την ΕΚΤ ήταν μάλλον άτολμη με βάση τις διεθνείς συγκρίσεις, τόσο όσον αφορά την ελάφρυνση του επιτοκίου και ιδίως όσον αφορά τυχόν ενεργητικά μέτρα για την επέκταση του ισολογισμού (πέραν της παθητικής διάταξης της έκτακτης ρευστότητας προς τις τράπεζες). Δύο ειδικά προγράμματα περιορισμένου μεγέθους είχαν ήδη ξεκινήσει από την ΕΚΤ ενόψει των δυσλειτουργικών τμημάτων της αγοράς που εμπόδιζαν τον μηχανισμό νομισματικής μετάδοσης. Το πρώτο πρόγραμμα είχε ανακοινωθεί τον Μάιο του 2009 για τη στήριξη των τραπεζών και των καλυμμένων ομολόγων και περιλάμβανε ένα ποσό της τάξης των 60 δις ευρώ. Το δεύτερο πρόγραμμα ανακοινώθηκε τον Μάιο του 2010 για τη στήριξη των ιδιωτικών και κρατικών χρεωστικών τίτλων. Το ποσό για το δεύτερο πρόγραμμα έφτασε περίπου στα 70 δις ευρώ στα μέσα του 2011, με στόχο τη στήριξη των χωρών που είχαν πληγεί από την κρίση. Από τις αρχές Αυγούστου 2011 έως τις αρχές του 2012, το συνολικό ποσό του προγράμματος αγοράς τίτλων κορυφώθηκε στα 220 δις ευρώ και περιλάμβανε, επίσης, την αγορά ιταλικών και ισπανικών κρατικών τίτλων χρέους. Η αγορά του δημόσιου χρέους αποδείχθηκε μια ιδιαίτερα αμφιλεγόμενη εξέλιξη για την ΕΚΤ και η παραίτηση των δύο εκπροσώπων της Μπούντσεμπανγκ ήταν συνδεδεμένη με αυτές τις εξελίξεις (παραιτήθηκε ο πρόεδρος της Μπούντσεμπανγκ, ο Axel Weber, και το μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ, ο Jürgen Stark)—παρά το γεγονός ότι η ΕΚΤ αγόρασε ομόλογα μόνο στη δευτερογενή αγορά (όχι «απευθείας» από τις πρωτογενείς αγορές) και «αποστείρωσε» πλήρως τις επιπτώσεις των μέτρων ρευστότητας του συγκεκριμένου προγράμματος (έτσι ώστε να αποτραπεί η δημιουργία τη αίσθησης για νομισματοποίηση του δημόσιου χρέους ή τυπώματος χρήματος).

Η ΕΚΤ άλλαξε στη συνέχεια γραμμή με την έναρξη δύο μεγάλης κλίμακας «πράξεων μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης» (LTRO), πλημμυρίζοντας τις τράπεζες με ρευστότητα ενός τρις ευρώ το Δεκέμβριο του 2011 και τον Φεβρουάριο του 2012, που είχε ως καθαρό αποτέλεσμα την ενίσχυση του ισολογισμού της ΕΚΤ κατά 500 δις ευρώ. Αυτά τα μέτρα ποσοτικής χαλάρωσης προσέφεραν κάποια προσωρινή ηρεμία στις χρηματοπιστωτικές αγορές, ενθάρρυναν ορισμένες δημόσιες αγορές χρέους από τις τράπεζες και οδήγησαν σε μικρή μείωση του ποσού για την αγορά χρεογράφων. Οι «πράξεις μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης» επιβεβαίωσαν την εκτίμηση ότι η ΕΚΤ προσφέρει (την τελευταία στιγμή) χέρι στήριξης στο ευρώ

όταν οι συνθήκες της αγοράς φθάσουν σε κρίσιμα επίπεδα και οι κυβερνήσεις αδυνατούν να έρθουν σε συμφωνία για τη πολιτική/δημοσιονομική στήριξη.

Το θέμα είναι ότι οι κινήσεις της ΕΚΤ δεν μπορούν να δώσουν οριστική λύση στη κρίση της ευρωζώνης και το μόνο που μπορούν να κάνουν είναι να προσφέρουν λίγο παραπάνω χρόνο στις κυβερνήσεις. Στην ουσία, η κρίση στην ευρωζώνη είναι ταυτόχρονα μια τραπεζική κρίση και μια κρίση ισοζυγίου συναλλαγών. Οι ασύμμετρες θέσεις ανταγωνιστικότητας και οι ανισορροπίες του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εντός της ζώνης του ευρώ θα δημιουργούν ροές χρέους για όσο χρονικό διάστημα θα εξακολουθούν να υφίστανται και η κρίση θα επιδεινώνεται από την ασύμμετρη δημοσιονομική λιτότητα που επιβάλλεται στις παραπαίουσες οικονομίες, ενώ θα συνεχιστεί η μαζική φυγή κεφαλαίων. Οι πολιτικές λιτότητας ωθούν τις υπερχρεωμένες χώρες σε πλήρη κατάσταση αποπληθωρισμού του χρέους. Η μαζική φυγή κεφαλαίων εμφανίζεται ως ανισορροπίες στο κεντρικό σύστημα πληρωμών της ευρωζώνης, το γνωστό TARGET2.

Ως αποτέλεσμα των επίμονων πλεονασμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 2000, η Γερμανία έχει συσσωρεύσει καθαρά συναλλαγματικά διαθέσιμα ύψους 1 τρις ευρώ, συγκεντρωμένα στη ζώνη του ευρώ. Μέχρι τώρα, οι γερμανικές τράπεζες ήταν σε μεγάλο βαθμό υπαίτιες για τη φυγή κεφαλαίων προς τη Γερμανία από τις χώρες που μαστίζονται από την κρίση και η απόσυρσή τους από οποιαδήποτε δέσμευση (τη μη μετακύλιση των διατραπεζικών δανείων, κοκ..) κατέστη εφικτή χωρίς να δεχτούν πλήγμα από τις πράξεις μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης της ΕΚΤ. Ο γερμανικός ιδιωτικός ρίσκος μεταφέρθηκε, συνεπώς, στους ισολογισμούς της Bundesbank, όπου βολικά έγινε mutualized μεταξύ των εταιρών του ευρώ (υποθέτοντας φυσικά ότι έχουν απομείνει εταίροι της Γερμανίας σε θέση να μοιραστούν τις απώλειες). Η θέση του πιστωτή της Bundesbank εντός του Ευρωσυστήματος έφτασε περίπου στα 730 δις ευρώ στα μέσα του 2012. Υπάρχει περιθώριο για περαιτέρω φυγή κεφαλαίων, συμπεριλαμβανομένων των καταθέσεων, προς το γερμανικό καταφύγιο.

Υπογραμμίζοντας την «κεντρικότητα της σχέσης μεταξύ πολιτικής κυριαρχίας και δημοσιονομικής αρχής, από τη μια μεριά, και τη δημιουργία χρήματος και της κεντρικής τράπεζας, από την άλλη», ο Goodhart (1998, σελ., 409-10) παρατήρησε ότι οι chartalists «ανησυχούν αν το διαζύγιο [μεταξύ των βασικών νομισματικών και δημοσιονομικών αρχών] δεν θα έχει κάποιες απρόβλεπτες παρενέργειες». Πράγματι, ενώ η κρίση μπορεί να ωθήσει την ΕΚΤ να επεκτείνει τους ισολογισμούς της ακόμη περισσότερο, οι ανισορροπίες στο TARGET2 αποτελούν σε τελική ανάλυση δημοσιονομικές υποχρεώσεις. Το καθεστώς του ευρώ μπορεί να επιβιώσει τραπεζικές κρίσεις για όσο διάστημα παραμένουν οι κρίσεις αυτές εθνικές και είναι αρκετά μικρές ώστε να μην υπονομεύουν την εθνική δημοσιονομική φερεγγυότητα. Και το καθεστώς του ευρώ θα μπορούσε να επιβιώσει επίσης αέναες εμπορικές ανισορροπίες εάν αυτές χρηματοδοτούνται από δημοσιονομικές μεταβιβάσεις. Με την απαγόρευση των μεταβιβάσεων, αλλά και την αδυναμία της αποτροπής των εμπορικών ανισορροπιών, το καθεστώς του ευρώ έχει φορτώσει όλη την ευθύνη (με εξαίρεση τους μηχανισμούς EFSF/ESM) για την εκκαθάριση χρέους και διασυννοριακών τραπεζικών κρίσεων στην ΕΚΤ. Τεχνικά, ο ισολογισμός της ΕΚΤ μπορεί να αντέξει ακόμη πολύ περισσότερο βάρος. Αλλά χωρίς την στήριξη ενός

θησαυροφυλακίου ή ενός κράτους, ο ισολογισμός της ΕΚΤ μπορεί σύντομα να αρχίσει να μην εμπνέει εμπιστοσύνη στο κοινό, στις αγορές, ή το πολιτικό σύστημα.

Τελικά, ο στενός διαχωρισμός μεταξύ δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής και το κενό που αφήνει πίσω της η απουσία μιας ευρωπαϊκής δημοσιονομικής αρχή δεν ενισχύουν, αλλά απειλούν την επιβίωση και του ευρώ—και ως εκ τούτου και τον ίδιο τον κηδεμόνα του. Οι αγορές μπορεί να προκαλέσουν την ΕΚΤ να αποδείξει τα λεγόμενά της πολύ πιο γρήγορα από ότι είναι σε θέση να αντιδράσει ο μηχανισμός της, ο οποίος ήδη λειτουργεί κάτω από αρκετούς περιοριστικούς όρους.

7. Συμπεράσματα

Η νομισματική ένωση της Ευρώπης σχεδιάστηκε πρόχειρα και είναι εξαρχής δυσλειτουργική. Δεν είναι οι δυσκαμψίες της αγοράς και η δημοσιονομική ασωτία που έφεραν την κρίση στα πόδια της Ευρώπης, αλλά η έλλειψη διαχείριση της εσωτερικής ζήτησης και η αποτυχία να αποτραπεί η συσσώρευση των αποκλίσεων και των ανισορροπιών εντός της ζώνης του ευρώ. Στην παρούσα φάση, η μεταρρύθμιση του καθεστώτος προς αυτούς τους σκοπούς περιπλέκεται από τη σοβαρή ανισορροπία στις θέσεις της ανταγωνιστικότητας που έχει διαμορφωθεί και από την κληρονομιά του χρέους που βαραίνει την Ευρώπη. Ο αναπροσανατολισμός της ΕΚΤ προς την ανάπτυξη και τη σταθερότητα των τιμών θα πρέπει να αποτελεί μέρος της οποιασδήποτε λύσης. Ο επαναπροσδιορισμός της δημοσιονομικής πολιτικής για την ανάπτυξη και τις επενδύσεις σε όλο το μήκος της ευρωζώνης αποτελεί επίσης άλλο ένα μέρος της οποιασδήποτε λύσης που μπορεί να προταθεί για την υπέρβαση της σημερινής κρίσης.

Για ιδεολογικούς λόγους (που έχουν να κάνουν με τους μύθους της Μπούντεσμπανκ), η Γερμανία μπλοκάρει οποιαδήποτε λογική πρωτοβουλία για τη διαχείριση της εγχώριας ζήτησης. Η οικονομική δομή της Ευρώπης έχει τοποθετήσει την ΕΚΤ σε μια θέση όπου ο μοναδικός της σκοπός είναι η σταθερότητα των τιμών, ενώ το «ενισχυμένο» Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης και το νέο «δημοσιονομικό σύμφωνο» συνδέουν τη δημοσιονομική πολιτική σε ένα συνταγματικά αγκυροβολημένο κανόνα για ισοσκελισμένο προϋπολογισμό. Επιπλέον, μια νέα «διαδικασία μακροοικονομικής ανισορροπίας» σχεδιάστηκε για να τιμωρήσει ασύμμετρα τις ελλειμματικές χώρες για τα ηθικά παραπτώματά τους. Ουσιαστικά, η αδυναμία να γίνει κατανοητό γιατί το γερμανικό μοντέλο λειτούργησε αποτελεσματικά για τη Γερμανία στο παρελθόν και γιατί δεν μπορεί να λειτουργήσει για την σημερινή Ευρώπη μετατρέπεται την περιοχή σε ένα τεράστιο μερκανταλιστικό μπλοκ και σε παγκόσμιο αποσταθεροποιητή. Το γερμανικό πνεύμα—που συμπεριλαμβάνει την κοινή γνώμη, την πολιτική ελίτ και τα μέσα ενημέρωσης—έχει πιαστεί σε μια διανοητική φάκα που δεν του επιτρέπει μπορεί να δει κανένα ελάττωμα στο γερμανικό μοντέλο. Αυτό είναι το κατόρθωμα της μυθολογίας της Μπούντεσμπανκ και το αποτέλεσμα μιας πλήσης εγκεφάλου.

Πηγές

- Allsopp, C, and D. Vines. 1998. "The Assessment: Macroeconomic Policy after EMU." *Oxford Review of Economic Policy* 14(3): 1–23.
- Bibow, J. 2001. "Making EMU Work: Some Lessons from the 1990s." *International Review of Applied Economics* 15(3): 233–59.
- . 2002a. "The Markets Versus the ECB, and the Euro's Plunge." *Eastern Economic Journal* 28(1): 45–57.
- . 2002b. "Maynard Keynes on Central Banking and the Structure of Monetary Policy." *History of Political Economy* 34(4): 749–87.
- . 2004. "Assessing the ECB's Performance since the Global Slowdown." Working Paper No. 409. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College.
- . 2006a. "Europe's Quest for Monetary Stability: Central Banking Gone Astray." *International Journal of Political Economy* 35(1): 24–43.
- . 2006b. "The Euro Area Drifting Apart—Does Reform of Labor Markets Deliver Competitive Stability or Competitive Divergence?" In *Structural Reforms and Macro-Economic Policy*, ETUC, 76–86.
- . 2006c. "Inflation Persistence and Tax-Push Inflation in Germany and the Euro Area: A Symptom of Macroeconomic Policy Mismanagement?" IMK Study, 1/2006.
- . 2007a. "How the Maastricht Regime Fosters Divergence as Well as Instability." In P. Arestis, E. Hein, and E. Le Heron, eds. *Monetary Policies—Modern Approaches*. Basingstoke, UK: Palgrave Macmillan.
- . 2007b. "Bad for Euroland, Worse for Germany - The ECB's Record." In J. Hölscher, ed. *Germany's Economic Performance: From Unification to Euroisation*. Basingstoke, UK: Palgrave Macmillan.
- . 2009a. "On the Origin and Rise of Central Bank Independence in West Germany." *European Journal of the History of Economic Thought* 16(1): 155–90.
- . 2009b. "The Euro and Its Guardian of Stability: The Fiction and Reality of the 10th Anniversary Blast." Working Paper No. 583. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. In L.-P. Rochone, ed. *Monetary Policy and Crisis*. Cheltenham, UK: Edward Elgar (forthcoming).
- . 2009c. *Keynes on Monetary Policy, Finance and Uncertainty: Liquidity Preference Theory and the Global Financial Crisis*. London and New York: Routledge.

———. 2010. “Zur (Re-)Etablierung zentralbankpolitischer Institutionen und Traditionen in West-Deutschland: Theoretische Grundlagen und politisches Kalkül (1946–1967).” In Scheer, ed. *Die deutschsprachige Wirtschaftswissenschaft in den ersten Jahrzehnten nach 1945, Band XXV Studien zur Entwicklung der ökonomischen Theorie*. Berlin: Duncker & Humblot.

———. 2012. “The Euro Debt Crisis and Germany's Euro Trilemma.” Working Paper No. 721. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College.

Capie, F., C. A. E. Goodhart, and N. Schnadt. 1994. “The Development of Central Banking.” In F. Capie, S. Fischer, C. Goodhart, and N. Schnadt, eds. *The Future of Central Banking: the Tercentenary Symposium of the Bank of England*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.

Dyson, K., and K. Featherstone 1999. *The Road to Maastricht: Negotiating EMU*. New York: Oxford University Press.

European Central Bank (ECB). 2005. “Monetary Policy and Inflation Differentials in a Heterogeneous Currency Area.” *Monthly Bulletin* (May): 61–77.

———. 1999. “The Stability-Oriented Monetary Policy Strategy of the Eurosystem.” *Monthly Bulletin* (January): 39–50.

Eucken, W. 1946. “Über die Verstaatlichung der Notenbank.” Unpublished report, Walter Eucken Archiv, Frankfurt a. M.

———. 1952. “Grundzüge der Wirtschaftspolitik.” Tübingen.

Friedman, M. 1960. *A Program for Monetary Stability*. New York: Fordham University Press.

Goodhart, C. A. E. 1998. “The Two Concepts of Money: Implications for the Analysis of Optimal Currency Areas.” *European Journal of Political Economy* 14: 407–32.

Hayek, F. A. 1975. *Denationalization of Money*. London: The Institute of Economic Affairs.

Issing, O. 1999. “Hayek–Currency Competition and European Monetary Union.” Speech, London, May 27.

———. 2004. “On the Primacy of Price Stability.” Speech, Prague, June 10.

———. 2005. “One Size Fits All! A Single Monetary Policy for the Euro Area.” Speech, Frankfurt a. M., May 20. www.ecb.int/press/key/date/2005/html/sp050520.en.html.

- Johnson, P. A. 1998. *The Government of Money—Monetarism in Germany and the United States*. Ithaca, N.Y., and London: Cornell University Press.
- Katzenstein, P. J. 1987. *Policy and Politics in West Germany: The Growth of a Semisovereign State*. Philadelphia: Temple University Press.
- Kenen, P. 1995. *Economic and Monetary Union in Europe: Moving Beyond Maastricht*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Keynes, J. M. 1913. *Indian Currency and Finance*. London: Macmillan and Co.
- . 1923. *A Tract on Monetary Reform*. London: Macmillan and Co.
- . 1930. *A Treatise on Money*. New York: Harcourt, Brace and Company.
- . 1936. *The General Theory of Employment, Money and Interest*. New York: Harcourt, Brace.
- Kolb, E. 2005. *The Weimar Republic*, London, UK and New York, NY: Routledge. In German: *Die Weimarer Republik* (Munich: Oldenbourg, 1984).
- Marsh, D. 1992. *The Bundesbank: The Bank that Rules Europe*. London: Mandarin.
- Parkin, B., and T. Czuczka 2010. "Merkel Seeks 'Decisive' German Cuts as Geithner Urges Spending." Bloomberg, June 6.
- Sargent, T. J., and N. Wallace. 1981. "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic." *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 5(3).
- Tietmeyer, H. 1991. "The Role of an Independent Central Bank in Europe." In P. Downes and R. Vaez-Zadeh, eds. *The Evolving Role of Central Banks*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Vocke, W. 1973. *Memoiren*. Stuttgart: Deutsche Verlags-Anstalt.
- Woodford, M. 2003. *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.