



## Η σημασία της δημοσιονομικής υπευθυνότητας

### Description

#### Μαρία Δεμερτζή

Τα γεγονότα που ακολούθησαν την ανακοίνωση ενός μίνι προϋπολογισμού στο Ηνωμένο Βασίλειο μας θύμισαν τη χρηματοπιστωτική κρίση, δείχνοντας πόσο συστημικό είναι το ασφαλές περιουσιακό στοιχείο μιας χώρας, τα κρατικά ομόλογά της. Αυτά τα γεγονότα μας υπενθύμισαν επίσης ότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές έχουν οργανωθεί με βάση ένα περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων. Καθώς τα επιτόκια αυξάνονται κατά τη διάρκεια των επόμενων μηνών, είναι βέβαιο ότι θα υπάρξουν διορθώσεις στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων και επανεξέταση των επενδυτικών αποφάσεων. Ο ρυθμός αυτών των αυξήσεων θα καθορίσει επίσης τον ρυθμό αυτών των διορθώσεων.

Μέτρα μείωσης των φόρων στην Βρετανία, που θεωρήθηκαν ανεύθυνα, έκαναν τις αγορές να τρέξουν να ξεπουλήσουν κρατικά ομόλογα. Η άνοδος των αποδόσεων τους με τη σειρά της ανάγκασε τα συνταξιοδοτικά ταμεία να αναζητήσουν εξασφαλίσεις για να ικανοποιήσουν τις κλήσεις περιθωρίου (margin calls) έτσι ώστε ν' αντισταθμίσουν μελλοντικούς κινδύνους. Για να βρουν τα κατάλληλα ποσά, επεδίωξαν με την σειρά τους να πουλήσουν κι αυτά ρευστά κρατικά ομόλογα που οδήγησαν σε έναν φαύλο κύκλο πώλησης ομολόγων. Οι συνταξιοδοτικές αγορές έχουν συστημικό ρόλο στην οικονομία του Ηνωμένου Βασιλείου καθώς τα περιουσιακά τους στοιχεία αντιπροσωπεύουν αξία πάνω από ένα [ετήσιο ΑΕΠ](#). Τα δε κρατικά ομόλογα αντιπροσωπεύουν μεγάλο ποσοστό αυτών των περιουσιακών στοιχείων. Φοβούμενη τη χρηματοπιστωτική αστάθεια, η Τράπεζα της Αγγλίας παρενέβη για να σταθεροποιήσει τις αγορές κρατικών ομολόγων.

---

Αυτό βοήθησε τα συνταξιοδοτικά ταμεία να βρουν τις απαραίτητες εξασφαλίσεις με ένα πιο ομαλό ρυθμό.

Η παρέμβαση της Τράπεζας της Αγγλίας, ωστόσο, έφερε στο προσκήνιο το άσχημο πρόσωπο της δημοσιονομικής κυριαρχίας (fiscal dominance): η κατάσταση κατά την οποία οι κεντρικές τράπεζες εφαρμόζουν πολιτική για να καταστήσουν βιώσιμες τις δημόσιες δαπάνες. Η δημοσιονομική κυριαρχία συζητήθηκε όταν οι κεντρικές τράπεζες πρωτο-άρχισαν να αγοράζουν ομόλογα (γνωστή ως ποσοτική χαλάρωση, ΠΧ) κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης, ως τρόπο τόνωσης της οικονομίας. Τα επιτόκια εκείνη την εποχή ήταν πολύ χαμηλά και οι κεντρικές τράπεζες δεν είχαν το συμβατικό τους εργαλείο για να κάνουν τη δουλειά τους. Η ποσοτική χαλάρωση έγινε ένα αντισυμβατικό εργαλείο για την τόνωση της οικονομίας.

Τώρα που τα επιτόκια αυξάνονται για να καταπολεμήσουν τον πληθωρισμό, η ΠΧ χρησιμοποιείται ως τρόπος διασφάλισης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Η ΠΧ έχει έτσι αποκτήσει διπλό ρόλο: ένα νομισματικό εργαλείο για την τόνωση της οικονομίας κι ένα εργαλείο χρηματοπιστωτικής σταθερότητας για τη συγκράτηση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων. Όταν τα επιτόκια είναι χαμηλά, αυτοί οι ρόλοι λειτουργούν αρμονικά. Αλλά καθώς ο πληθωρισμός αυξάνεται, και τα επιτόκια αναγκαστικά συμβαδίζουν, αυτοί οι δύο ρόλοι ωθούν προς αντίθετες κατευθύνσεις. Έτσι, η Τράπεζα της Αγγλίας βρέθηκε την περασμένη εβδομάδα να πατάει το γκάτζι και το φρένο ταυτόχρονα. Αυτό είναι περίεργο στην καλύτερη περίπτωση αλλά κι αντιπαραγωγικό όσον αφορά τον έλεγχο του πληθωρισμού.

Μπορεί το Ηνωμένο Βασίλειο να ήταν το πρώτο που βρήκε την κεντρική του τράπεζα σε αυτή την άβολη θέση, αλλά αυτό μπορεί να συμβεί κι αλλού. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) μόλις πρόσφατα ανακοίνωσε τη δημιουργία ενός [μέσου προστασίας του μηχανισμού διαβίβασης](#) (Transmission protection instrument, TPI). Αυτό είναι μια υπόσχεση να παρέμβει και να αγοράσει κρατικά ομόλογα μιας χώρας για να αποτρέψει την άνοδο των αποδόσεών τους. Ο λόγος δημιουργίας του ήταν ότι καθώς τα επιτόκια αυξάνονται για την καταπολέμηση του πληθωρισμού, αυτό μπορεί να αυξήσει τις αποδόσεις για ορισμένες χώρες, πέρα από αυτό που δικαιολογεί η κατάσταση της οικονομίας τους. Εάν συνέβαινε αυτό, θα εμπόδιζε αδικαιολόγητα τις αρχές αυτών των χωρών να εφαρμόσουν δημοσιονομική πολιτική και το σύστημα του ευρώ θα ήταν οικονομικά κατακερματισμένο. Η ΕΚΤ, ως κεντρική τράπεζα για όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ, θα παρέμβει για να αποφύγει αυτό τον κατακερματισμό.

Αλλά δεν εισάγει αυτός ο μηχανισμός ασφαλείας [αποτρόπαια κίνητρα](#) για τις χώρες να

---

δημιουργήσουν τους δικούς τους «μίνι προϋπολογισμούς»; Όχι απαντά η ΕΚΤ, διότι για να εφαρμοστεί ποτέ το εργαλείο αυτό, η χώρα θα πρέπει να πληροί τέσσερις προϋποθέσεις, οι οποίες ουσιαστικά ισοδυναμούν με το να έχει τόσο υγιή θεμελιώδη μεγέθη όσο και να ακολουθεί υγιείς και υπεύθυνες οικονομικές πολιτικές. Τότε τι; Αν υποθέσουμε ότι το Ηνωμένο Βασίλειο ήταν μέρος της ευρωζώνης, δεν θα είχε παρέμβει η Κεντρική Τράπεζα δεδομένης της συστημικής σημασίας των συνταξιοδοτικών ταμείων; Ναι, θα είχε. Αλλά αυτό δεν θα το έκανε με το TPI αλλά με τις Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές (ΟΝΣ, Outright Monetary Transactions), όργανο σύμφωνα με το οποίο η ΕΚΤ αγοράζει τα ομόλογα της χώρας μόνο εάν αυτή έχει ένα πρόγραμμα με τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM) που επιβάλλει μεταρρυθμίσεις και στενή εποπτεία.

Δεδομένου ότι το Ηνωμένο Βασίλειο δεν είναι μέλος της ευρωζώνης, η επιβολή πειθαρχίας θα προέλθει αναγκαστικά από τις αγορές. Κι οι αγορές θα βρίσκονται σε ετοιμότητα όταν λήξει η στήριξη της Τράπεζας της Αγγλίας σε λίγες εβδομάδες και ο υπουργός οικονομίας της χώρας ανακοινώσει νέα μέτρα τον Νοέμβριο.

Σε τελική γραμμή αυτό μας υπενθυμίζεται κάθε τόσο είναι ότι οι προϋπολογισμοί πρέπει να ισοσκελίζονται. Δημοσιονομική πειθαρχία επιβάλλεται, είτε το κάνουν οι αγορές, είτε το κάνουν πολύπλοκοι Ευρωπαϊκοί θεσμοί. Και στην πορεία μας υπενθυμίζεται πόσο σημαντική είναι η δημοσιονομική υπευθυνότητα.

*Η Μαρία Δεμερτζή είναι Υποδιευθύντρια του Bruegel, και καθηγήτρια οικονομικής πολιτικής στο Ευρωπαϊκό Πανεπιστημιακό Ινστιτούτο. Αυτό το κείμενο δημοσιεύτηκε σε αγγλική έκδοση ως στήλη γνώμης στο Bruegel Blog, και αναδημοσιεύεται στο Blog της Εταιρείας Κυπριακών Οικονομικών Μελετών.*