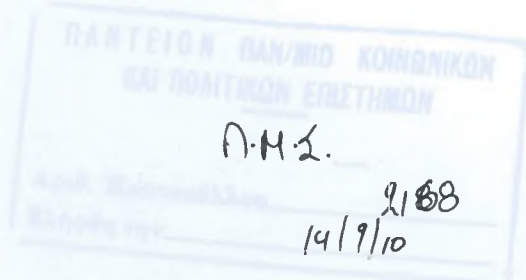


ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ  
ΤΜΗΜΑ ΔΙΕΘΝΩΝ & ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΠΜΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ



# Η σημασία των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων στο διεθνές νομισματικό σύστημα

---

Επιμέλεια: Κολλητήρη Ευφροσύνη ΑΜ:  
1208Μ076

Σεπτέμβριος 2010



## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Πρόλογος.....	4
Εισαγωγή.....	6
<b>ΜΕΡΟΣ Α</b>	
Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ).....	7
Τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα.....	10
Μείωση της σημασίας των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων μετά το 1971.....	15
Η Κίνα τάσσεται υπέρ της ενίσχυσης του ρόλου των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων.....	16
Η θέση της Ρωσίας για τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα.....	19
Η πρόταση των Ηνωμένων Εθνών για το διεθνές νόμισμα.....	19
Ενίσχυση του ρόλου των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων στα πλαίσια της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007.....	20
<b>ΜΕΡΟΣ Β</b>	
Η παρούσα κατάσταση του διεθνούς νομισματικού συστήματος.....	22
Η θεωρία του Ισοζυγίου Πληρωμών.....	23
Το έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών των ΗΠΑ.....	26
Τα δίδυμα ελλείμματα.....	28

Οι παγκόσμιες ανισσοροπίες.....	30
Η ελεγκτατική νομισματική πολιτική της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ.....	32
Το δίλλημα του Triffin.....	32
<b>ΜΕΡΟΣ Γ</b>	
Παλαιότερες προτάσεις για χρήση των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων.....	35
Το νομισματικό σύστημα βασισμένο στα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα.....	36
Επιχειρήματα υπέρ της καθιέρωσης των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων ως το νέο διεθνές νόμισμα.....	41
Γιατί δεν μπορούν να καταστούν τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα διεθνές νόμισμα.....	45
Το διεθνές νόμισμα: ορισμός, λειτουργίες και οφέλη.....	51
Το δολάριο παραμένει ισχυρό.....	54
Πιθανός ενισχυτικός ρόλος για τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα.....	58
<b>ΜΕΡΟΣ Δ</b>	
Συμπεράσματα.....	59
Επίλογος.....	61
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....</b>	<b>62</b>

## Πρόλογος

Η ανάγκη των κρατών, μεταπολεμικά, για ένα σταθερό νομισματικό σύστημα που θα ευνοούσε την ανάπτυξη του διεθνούς εμπορίου και της βιομηχανικής παραγωγής οδήγησε στη Διάσκεψη του Bretton Woods. Στο σύστημα αυτό το δολάριο κλήθηκε να παίξει το ρόλο του εγγυητή της σταθερότητας. Τα κράτη που συμμετείχαν στη Διάσκεψη, αν και είχαν εκχωρήσει στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο την αρμοδιότητα για τη διατήρηση των αποθεμάτων, τελικά η συγκέντρωση τους έγινε σε δολάρια κι επομένως το αμερικάνικο δολάριο κατέστη διεθνές νόμισμα.

Τις πρώτες δύο δεκαετίες το σύστημα λειτούργησε επιτυχώς και το δολάριο επιτελούσε και τις τρεις λειτουργίες ενός διεθνούς νομίσματος. Ωστόσο, στα τέλη της δεκαετίας του 1960, οι πληθωριστικές πιέσεις που ασκήθηκαν στο δολάριο κλόνισαν τη διεθνή εμπιστοσύνη προς την αξία του και συνακόλουθα τα θεμέλια του συστήματος των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών.<sup>1</sup> Τη δεκαετία του '70 τα εμπορικά ελλείμματα των ΗΠΑ αυξάνονται αλλά οι ΗΠΑ εκμεταλλεύονται το ρόλο του δολαρίου στην παγκόσμια αγορά για να χρηματοδοτήσουν τα ελλείμματά τους.

Τη δεκαετία του '90 ο ρόλος του δολαρίου ως αποθεματικού νομίσματος άρχισε να ενισχύεται ακόμη περισσότερο και αυτό οφείλεται ως ένα βαθμό στις νομισματικές κρίσεις που εκδηλώθηκαν και στην τάση των αναπτυσσομένων χωρών να συσσωρεύουν τα αποθεματικά τους σε δολάρια ως μέσο προστασίας. Από την άλλη πλευρά, το τέλος της δεκαετίας σηματοδοτεί την εισαγωγή του ευρώ, το οποίο σταδιακά κερδίζει έδαφος στην παγκόσμια αγορά αγαθών και κεφαλαίων και κινείται ανταγωνιστικά προς το δολάριο.

Η παγκόσμια κρίση, όμως, που εκδηλώθηκε στις ΗΠΑ, το 2007, και εξαπλώθηκε στη συνέχεια σε ολόκληρο τον κόσμο κατέδειξε τις εσωτερικές αδυναμίες της αμερικανικής οικονομίας και κατέστησε σαφές ότι οι ΗΠΑ δεν θα μπορούσαν να συνεχίσουν να χρηματοδοτούν τα εμπορικά τους ελλείμματα, όπως έκαναν μέχρι τότε. Η αποδυνάμωση της αμερικανικής οικονομίας και του δολαρίου οδήγησε τις χώρες BRIC<sup>2</sup>, οι οποίες διαθέτουν το 42% των παγκοσμίων αποθεμάτων να επιθυμούν τη διαφοροποίηση τους, ώστε να εξασφαλιστούν από την περαιτέρω

---

<sup>1</sup> Gilpin Robert, «Παγκόσμια Πολιτική Οικονομία – Η Διεθνής Οικονομική Τάξη», εκδόσεις Ποιότητα, Β' έκδοση, Αθήνα, 2004, σελ 290-291

<sup>2</sup> Βραζιλία, Ρωσία, Ινδία, Κίνα

κατρακύληση του αμερικανικού νομίσματος.<sup>3</sup> Έτσι, το Μάρτιο του 2009, η Κίνα με δηλώσεις του Διοικητή της Κεντρικής Τράπεζας ζήτησε την αντικατάσταση του δολαρίου ως διεθνούς νομίσματος από τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα.

Στο πλαίσιο αυτών των εξελίξεων, η παρούσα εργασία σκοπεύει να εξετάσει τον πιθανό ρόλο των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων (SDR) στην αναμόρφωση του διεθνούς νομισματικού συστήματος. Εάν, δηλαδή, τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα πληρούν τις απαραίτητες προϋποθέσεις ώστε να καταστούν το επόμενο διεθνές νόμισμα.

---

<sup>3</sup> Cochrane Laura, Pimentel Lester, «BRIC Dollar Bonds Beat Ruble Debt as Medvedev Frets», 17/6/2009, στο <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601085&sid=a8strJTaN6Hs>

## Εισαγωγή

Όπως αναφέρθηκε ήδη και στον πρόλογο, σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να εξετάσει κατά πόσο τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα μπορούν να παίξουν σημαντικό ρόλο στην αναδιαμόρφωση του διεθνούς νομισματικού συστήματος και να αντικαταστήσουν το δολάριο ως το νέο διεθνές νόμισμα. Ως εκ τούτου η εργασία θα απαρτίζεται από τέσσερα βασικά μέρη.

Στο πρώτο μέρος, εξετάζουμε το θεσμό που καθιέρωσε τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Επίσης, ορίζουμε την έννοιά τους και γίνεται λεπτομερής αναφορά στα χαρακτηριστικά τους, στην αξία τους, στην εκχώρησή τους και στην αγορά και πώλησή τους. Κατόπιν, εξετάζουμε τους λόγους για τους οποίους δεν κατάφεραν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο κατά το παρελθόν και ποια είναι τα σημερινά δεδομένα στην παγκόσμια οικονομική σκηνή που οδήγησαν στην επανεμφάνισή τους στο προσκήνιο. Συγκεκριμένα, εξετάζουμε την πρόταση της Κίνας, της Ρωσίας και των Ηνωμένων Εθνών για ένα πιο αναβαθμισμένο ρόλο των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων.

Στο δεύτερο τμήμα της εργασίας, εξετάζονται τα προβλήματα που αντιμετώπισε και συνεχίζει να αντιμετωπίζει το δολάριο ως το κυρίαρχο διεθνές νόμισμα. Γίνεται αναφορά στα συνεχή ελλείμματα που εμφανίζουν οι Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής (ΗΠΑ), στη διόγκωση του εξωτερικού τους χρέους και στις παγκόσμιες ανισορροπίες που έχουν ως αποτέλεσμα την εμφάνιση μεγάλων ελλειμμάτων για κάποιες χώρες αλλά και αντίστοιχων πλεονασμάτων για άλλες. Επίσης, εξετάζεται η θεωρία του ισοζυγίου πληρωμών, η οποία αποτελεί το θεωρητικό πλαίσιο εξήγησης των ελλειμμάτων και των πλεονασμάτων.

Στο τρίτο μέρος της εργασίας, ερευνάται η πιθανότητα να καταστούν τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα το επόμενο διεθνές νόμισμα. Ειδικότερα, γίνεται αναφορά σε παλαιότερες προτάσεις που αφορούσαν το ρόλο τους στο διεθνές νομισματικό σύστημα, στα οφέλη που θα απορρέουν για τα κράτη αν αποφασίσουν να τα υιοθετήσουν ως διεθνές νόμισμα, ενώ τέλος γίνεται αναφορά και στα στοιχεία εκείνα που εμποδίζουν τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα να αναλάβουν ένα πιο ενισχυμένο ρόλο προς το παρόν. Το κομμάτι αυτό κλείνει με κάποιες προτάσεις για το ρόλο που θα μπορούσαν να διαδραματίσουν, ένα ρόλο ενισχυτικό παρά κυρίαρχο.

Στο τέταρτο και τελευταίο κομμάτι θα γίνει η εξαγωγή των συμπερασμάτων.

## ΜΕΡΟΣ Α

### Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ)

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο είναι ένας διεθνής οικονομικός οργανισμός που εντάσσεται στην ομάδα των εξειδικευμένων οργανισμών του Οργανισμού των Ηνωμένων Εθνών.

Ιδρύθηκε το 1945 έχοντας ως κύρια αποστολή τη διαχείριση του μεταπολεμικού νομισματικού συστήματος, τη διασφάλιση της τήρησης της πειθαρχίας από τα κράτη μέλη κατά την άσκηση της νομισματικής και συναλλαγματικής τους πολιτικής και τη χρηματοδοτική ενίσχυση των κρατών εκείνων που αντιμετωπίζουν ανισοροπίες στο ισοζύγιο πληρωμών τους.

### Καταστατικό

Το περιεχόμενο των Άρθρων Συμφωνίας διαμορφώθηκε τον Ιούλιο του 1944 στο Bretton Woods παράλληλα με το καταστατικό της Παγκόσμιας Τράπεζας και μέχρι τον Αύγουστο του 2005 τροποποιήθηκε τρεις (3) φορές:

- Τον Ιούλιο του 1969 για την καθιέρωση των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων
- Τον Απρίλιο του 1978 όταν καταργήθηκε και τυπικά το σύστημα των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών και το ΔΝΤ ανέλαβε πλέον να παρακολουθεί τη συναλλαγματική πολιτική των κρατών μελών του υπό το νέο καθεστώς των ελεύθερα κυμαινόμενων ισοτιμιών
- Το Νοέμβριο του 1992, προκειμένου να διευρυνθεί το φάσμα των κυρώσεων προς τα κράτη-μέλη που δεν ήταν συνεπή ως προς τις υποχρεώσεις τους απέναντι στον οργανισμό.

### Έδρα

Η έδρα του οργανισμού πρέπει να είναι εγκατεστημένη στο κράτος-μέλος με το μεγαλύτερο μερίδιο συμμετοχής στο ΔΝΤ και δεδομένου ότι αυτή την προϋπόθεση πληρούν από το 1945 οι ΗΠΑ, η έδρα του οργανισμού βρίσκεται στην πόλη της Ουάσινγκτον.

## **Μέλη**

Την ιδιότητα του μέλους του οργανισμού μπορεί να αποκτήσει κάθε κράτος που δεσμεύεται να τηρήσει τα όσα προβλέπουν τα Άρθρα Συμφωνίας καθώς επίσης και τις αποφάσεις που εκδίδουν τα όργανα του οργανισμού. Τον Αύγουστο του 2005 ο αριθμός των μελών του ανερχόταν σε 184.

Η απόφαση για την ένταξη ή την αποπομπή ενός κράτους από τον οργανισμό λαμβάνεται από το Συμβούλιο των Διοικητών με πλειοψηφία του 85% των ψήφων.

## **Όργανα και Επιτροπές**

Τα καταστατικά όργανα του ΔΝΤ είναι:

- Το Συμβούλιο των Διοικητών
- Το Εκτελεστικό Συμβούλιο
- Ο Διευθύνων Σύμβουλος
- Το προσωπικό
- Το Συμβούλιο

Οι Επιτροπές είναι:

- Η Επιτροπή για την Ερμηνεία του Συμβουλίου των Διοικητών
- Η Διεθνής Νομισματική και Χρηματοπιστωτική Επιτροπή
- Η Επιτροπή Ανάπτυξης

## **Λογιστική απεικόνιση συναλλαγών**

Οι συναλλαγές του ΔΝΤ απεικονίζονται σε τρεις κατηγορίες λογιστικών καταστάσεων:

- Τη λογιστική κατάσταση της Γενικής Διεύθυνσης
- Τη λογιστική κατάσταση της Διεύθυνσης Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων
- Τους λογαριασμούς υπό διαχείριση



## Σκοποί του ΔΝΤ

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο έχει τέσσερις (4) βασικούς σκοπούς κοινή συνισταμένη των οποίων είναι η μείωση της διάρκειας και της έκτασης της ανισοροπίας στο ισοζύγιο πληρωμών.

Οι σκοποί αυτοί είναι:

- Η προώθηση της διεθνούς νομισματικής συνεργασίας μεταξύ των κρατών μελών του μέσω της λειτουργίας ενός μόνιμου φόρουμ που παρέχει τη βάση για διαβουλεύσεις αναφορικά με διεθνή νομισματικά προβλήματα
- Η συμβολή στη διευκόλυνση της επέκτασης και ισόρροπης ανάπτυξης του διεθνούς εμπορίου, ώστε αφενός μεν να επιτυγχάνεται και να διατηρείται ένα υψηλό επίπεδο απασχόλησης και πραγματικού εισοδήματος στα κράτη μέλη και αφετέρου η ανάπτυξη των παραγωγικών τους πόρων να αναχθεί σε βασικό στόχο της οικονομικής τους πολιτικής
- Η παρακολούθηση του διεθνούς συστήματος συναλλαγματικών ισοτιμιών με στόχο την προώθηση της συναλλαγματικής σταθερότητας, τη διατήρηση ομαλών συναλλαγματικών σχέσεων ανάμεσα στα κράτη μέλη και την εκ μέρους τους αποφυγή ανταγωνιστικών υποτιμήσεων των νομισμάτων τους
- Η χορήγηση στα κράτη μέλη χρηματοδοτικής ενίσχυσης με στόχο τη διόρθωση των ανισοροπιών στο ισοζύγιο πληρωμών τους χωρίς να προσφεύγουν σε μέτρα με αρνητικές συνέπειες για την ευημερία σε εθνικό και διεθνές επίπεδο και
- Η συνδρομή στη δημιουργία ενός πολυμερούς συστήματος για το διακανονισμό των διεθνών πληρωμών μεταξύ των κρατών μελών του για τις τρέχουσες πληρωμές τους και στην εξάλειψη των συναλλαγματικής φύσεως περιορισμών που εμποδίζουν την ανάπτυξη του διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> Κωσταντίνος Α. Στεφάνου, Χρήστος Βλ. Γκόρτσος «Διεθνές Οικονομικό Δίκαιο», 1<sup>η</sup> έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, Αθήνα 2005



## **Τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα**

### **Ορισμός**

Τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα είναι το διεθνές αποθεματικό στοιχείο που δημιούργησε το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο το 1969 προς ενίσχυση των επίσημων συναλλαγματικών αποθεμάτων των κρατών-μελών του. Η αξία του καθορίζεται από ένα καλάθι τεσσάρων βασικών διεθνών νομισμάτων και και μπορεί να ανταλλαχθεί με ελεύθερα χρησιμοποιούμενα νομίσματα.<sup>5</sup>

### **Ο ρόλος τους**

Ο σκοπός για τον οποίο εκδόθηκαν αρχικά τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα ήταν η στήριξη του συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του Bretton Woods. Σύμφωνα με το σύστημα αυτό, κάθε χώρα έπρεπε να έχει στην κατοχή της επίσημα αποθέματα σε χρυσό ή άλλα ευρέως αποδεκτά ξένα νομίσματα, τα οποία θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για την αγορά του εγχώριου νομίσματος στις ξένες αγορές συναλλάγματος προκειμένου να διατηρήσουν σταθερή τη συναλλαγματική τους ισοτιμία. Ωστόσο, οι υπάρχουσες ποσότητες χρυσού και δολαρίων αποδείχτηκαν ανεπαρκείς για την ταχεία ανάπτυξη του παγκόσμιου εμπορίου και της γενικότερης οικονομικής δραστηριότητας και ως εκ τούτου η διεθνής κοινότητα αποφάσισε να δημιουργήσει ένα νέο διεθνές αποθεματικό στοιχείο υπό την αιγίδα του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου.

Τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα δεν αποτελούν ούτε νόμισμα ούτε τύπο πίστωσης. Είναι περισσότερο χρεωστικοί τίτλοι για τα ελεύθερα χρησιμοποιούμενα νομίσματα των κρατών-μελών του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Οι κάτοχοι Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων μπορούν να τα ανταλλάξουν με άλλα νομίσματα μέσω δύο οδών: είτε με την οικειοθελή ανταλλαγή μεταξύ των μελών του Ταμείου είτε κατόπιν υπόδειξης του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου σε μία χώρα με ισχυρή οικονομία να αγοράσει Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα από μία χώρα που βρίσκεται σε δεινή οικονομική κατάσταση.

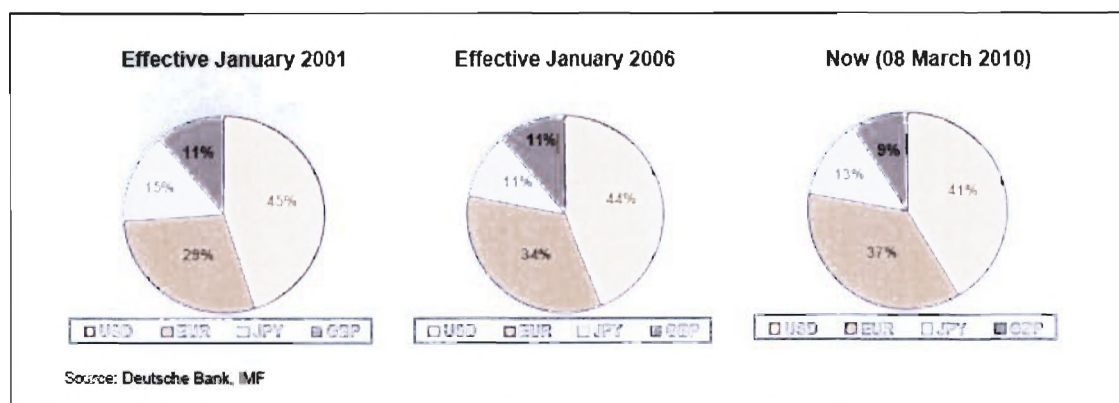
---

<sup>5</sup> International Monetary Fund Factsheet, “Special Drawing Rights”, στο <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/sdr.pdf>

Πέρα από το ρόλο τους ως διεθνές αποθεματικό στοιχείο, τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα αποτελούν τη λογιστική μονάδα που χρησιμοποιεί το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και κάποιοι άλλοι διεθνείς οργανισμοί.<sup>6</sup>

### Ο καθορισμός της αξίας τους

Η αξία των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων αρχικά καθορίστηκε ως ίση με 0,888671 γραμμάρια χρυσού, αξία η οποία την εποχή εκείνη αντιστοιχούσε σε ένα δολάριο.<sup>7</sup> Μετά την κατάρρευση του συστήματος των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών και συγκεκριμένα το 1981, η αξία του βασίστηκε σε ένα καλάθι νομισμάτων που αντανάκλούσε τους ηγέτες της οικονομίας της εποχής: το αμερικανικό δολάριο, το γερμανικό μάρκο, το γαλλικό φράγκο, το ιαπωνικό γεν και τη βρετανική στερλίνα. Η σύνθεση του καλάθιού άλλαξε πάλι το 2000 και έκτοτε αποτελείται από το ευρώ, το αμερικανικό δολάριο, το ιαπωνικό γεν και τη βρετανική στερλίνα. Με βάση την τελευταία αναθεώρηση το καλάθι περιέχει 44% δολάριο, 34% ευρώ, 11% γεν και 11% στερλίνα.<sup>8</sup>



Πηγή: Bender Stefan, “Special Drawing Rights-A way out of global imbalances?”, Deutsche Bank, 10 March 2010, στο

[http://www.zoeb.int/onlyml/γτοιμα/α47/εσφ/αρχειο/αποφασ\\_αξισης\\_εσφ\\_αυγ112009\\_αε846059943024b86441e1](http://www.zoeb.int/onlyml/γτοιμα/α47/εσφ/αρχειο/αποφασ_αξισης_εσφ_αυγ112009_αε846059943024b86441e1)

<sup>6</sup> International Monetary Fund Factsheet, “Special Drawing Rights”, ό.π.

<sup>7</sup> International Monetary Fund Factsheet, “Special Drawing Rights”, ό.π.

<sup>8</sup> Bacote Heidi, Grant Daryl, Squires Rick, Sumant Vinay, Tatman Ed, “Single Reserve Currency, An analysis of the benefits and challenges of implementing a single reserve currency”, 4/12/ 2009 στο <http://www.fitchratings.com/documents/SingleReserveCurrencyTatmanandTeam13.pdf>

Η αξία των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων αποτιμημένη σε δολάρια αναρτάται καθημερινά στην ιστοσελίδα του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και υπολογίζεται ως το σύνολο καθορισμένων ποσοτήτων των τεσσάρων νομισμάτων αποτιμημένο σε αμερικάνικα δολάρια, στη βάση συναλλαγματικών ισοτιμιών που προκύπτουν κάθε μεσημέρι στην αγορά του Λονδίνου.

Currency	Currency amount under Rule O-1	Exchange rate <sup>1</sup>	U.S. dollar equivalent	Percent change in exchange rate against U.S. dollar from previous calculation
Euro	0.4100	1.26120	0.517092	-0.748
Japanese yen	18.4000	84.38000	0.218061	1.126
Pound sterling	0.0903	1.54050	0.139107	-0.977
U.S. dollar	0.6320	1.00000	<u>0.632000</u>	
			1.508260	
		U.S.\$1.00 = SDR	0.663896 <sup>2</sup>	0.188 <sup>3</sup>
		SDR1 = US\$	1.50626 <sup>4</sup>	

Πηγή: “SDR Valuation”, International Monetary Fund-Data and Statistics στο [http://www.imf.org/external/np/fin/data/sdrs\\_sdrv.aspx](http://www.imf.org/external/np/fin/data/sdrs_sdrv.aspx)

Η σύνθεση του καλαθιού αναθεωρείται κάθε πέντε χρόνια από το Εκτελεστικό Συμβούλιο του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου έτσι ώστε να αντανακλάται η σχετική σημασία των νομισμάτων στα παγκόσμια εμπορικά και χρηματοοικονομικά συστήματα. Κατά την αναθεώρηση του 2005, το ποσοστό συμμετοχής των τεσσάρων νομισμάτων στο καλάθι βασίστηκε στην αξία των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών και στην ποσότητα αποθεμάτων που είχαν στην κατοχή τους τα υπόλοιπα κράτη-μέλη του Ταμείου. Η επόμενη αναθεώρηση αναμένεται στα τέλη του 2010.<sup>9</sup>

Στα πλαίσια της επερχόμενης αναθεώρησης, ο νομπελίστας Οικονομολόγος Mundell, πρότεινε να μειωθεί η βαρύτητα του δολαρίου στο καλάθι του ΔΝΤ στο 40% από 44%, διατηρώντας το ευρώ στο 34%, μειώνοντας τη βαρύτητα του γεν κατά 11% στο 10% και της στερλίνιας κατά 11% στο 8%. Το γουάν, υποστηρίζει ο Μαντέλ, μπορεί να καταλάβει το υπόλοιπο 8% παρ' όλο που δεν είναι πλήρως μετατρέψιμο. Ο Καναδός οικονομολόγος δεν απέκλεισε το ενδεχόμενο να περιληφθεί και ο χρυσός στο καλάθι.<sup>10</sup>

<sup>9</sup>International Monetary Fund Factsheet, “Special Drawing Rights”, ό.π.

<sup>10</sup>Λίτσης Μωυσής, «Ο «μπαμπάς του ευρώ» θεωρεί το γουάν... τραβηχτικό», Ελευθεροτυπία, 9/04/2009 στο <http://www.enel.gr/?i=news.el.article&iid=33757>

## Ύψος επιτοκίων

Το ύψος των επιτοκίων των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων καθορίζεται εβδομαδιαία και βασίζεται στο σταθμισμένο μέσο όρο των αντιπροσωπευτικών επιτοκίων των τεσσάρων νομισμάτων στις αγορές χρήματος.

Με βάση τα παραπάνω καθορίζεται ο τόκος των δανείων που παίρνουν τα κράτη-μέλη από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, ο τόκος που τους αντιστοιχεί για την ποσότητα των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων που έχουν στην κατοχή τους και ο τόκος που αντιστοιχεί στην ποσότητα του μεριδίου τους.<sup>11</sup>

Currency	Currency amount under Rule O-1 (A)	Exchange rate against the SDR <sup>1</sup> (B)	Interest rate <sup>2</sup> (C)	Product (A) x (B) x (C)
Euro	0.4100	0.84291	0.4948	0.1710
Japanese Yen	18.4000	0.00776776	0.1100	0.0157
U.K. Pound Sterling	0.0903	1.02666	0.4900	0.0454
U.S. Dollar	0.6320	0.663134	0.1500	0.0629
			Total	0.2950
			SDR Interest Rate <sup>3</sup>	0.30

Πηγή: “SDR Interest Rate Calculation”, International Monetary Fund-Data and Statistics στο [http://www.imf.org/external/np/fin/data/sdr\\_ir.aspx](http://www.imf.org/external/np/fin/data/sdr_ir.aspx)

## Εκχώρηση των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων στα κράτη-μέλη

Σύμφωνα με τις προβλέψεις του Καταστατικού, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο μπορεί να εκχωρήσει Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα στα κράτη-μέλη σύμφωνα με το μερίδιο τους στον Οργανισμό. Η εκχώρηση αυτή δεν επιβαρύνει τα κράτη-μέλη. Ωστόσο, εάν ένα κράτος-μέλος αποκτήσει περισσότερα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα από όσα του εκχωρήθηκαν αρχικά κερδίζει σε επιτόκιο την επιπλέον ποσότητα. Στην αντίθετη περίπτωση, όπου εμφανίζεται μείωση των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων του καταβάλλει το αντίστοιχο επιτόκιο.

Η εκχώρηση των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων χωρίζεται σε δύο κατηγορίες, τις γενικές και τις ειδικές.

Στην πρώτη κατηγορία εμπίπτουν οι περιπτώσεις όπου υπάρχει μακροπρόθεσμη παγκόσμια ανάγκη ενίσχυσης των υπάρχοντων αποθεμάτων. Μέχρι

<sup>11</sup> International Monetary Fund Factsheet, “Special Drawing Rights”, ό.π.

σήμερα έχουν υπάρξει τρεις (3) αποφάσεις εκχώρησης Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων.<sup>12</sup>

Όσον αφορά τη δεύτερη κατηγορία, το Σεπτέμβριο του 1997, το Συμβούλιο των Διοικητών ενέκρινε μια ειδική εκχώρηση Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων με σκοπό τη συμμετοχή όλων των κρατών-μελών στο σύστημα σε ισότιμη βάση και με δεδομένο ότι χώρες που είχαν εισέλθει στον οργανισμό μετά το 1981 δεν είχαν Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα στην κατοχή τους.

Η απόφαση αυτή τέθηκε σε εφαρμογή τον Αύγουστο του 2010 με την έγκριση των 3/5 των μελών του Ταμείου.<sup>13</sup>

### **Αγορά και Πώληση των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων**

Τα κράτη-μέλη του Οργανισμού συχνά προβαίνουν στην αγορά Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων προκειμένου να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους προς τον Οργανισμό, ενώ άλλοτε επιθυμούν να πωλήσουν μέρος τους για να προσαρμόσουν την σύνθεση των αποθεμάτων τους. Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο δρα ως μεσάζων στις συναλλαγές με σκοπό να διασφαλίσει την ανταλλαγή των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων με άλλα ελεύθερα χρησιμοποιούμενα νομίσματα. Για περισσότερες από δύο δεκαετίες η αγορά των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων βασίστηκε στους οικειοθελείς εμπορικούς διακανονισμούς.

Σε περίπτωση κολύματος, το Ταμείο μπορεί να ενεργοποιήσει το μηχανισμό σύμφωνα με τον οποίο, χώρες με περίσσεια συναλλαγματικών αποθεμάτων υποχρεούνται να αγοράσουν Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα από χώρες που εμφανίζουν μειωμένα συναλλαγματικά αποθέματα. Με αυτό τον τρόπο διασφαλίζεται η ρευστότητα του συστήματος και η λειτουργία των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων ως αποθεματικό στοιχείο.<sup>14</sup>

Μέσα στους κόλπους του Ταμείου, υπάρχει ένα τμήμα το οποίο είναι υπεύθυνο για όλες τις συναλλαγές που διεξάγονται σε Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα και το οποίο λειτουργεί ξεχωριστά από το Γενικό Τμήμα του

---

<sup>12</sup> Η πρώτη εκχώρηση έγινε το 1970-72 και ανερχόταν στο ποσό των 9,3 δις, η δεύτερη έγινε το 1979-81 για το ποσό των 12,1 δις και η τελευταία τον Αύγουστο του 2009 για το ποσό των 161,2 δις., International Monetary Fund Factsheet, “Special Drawing Rights”, ό.π.

<sup>13</sup> International Monetary Fund Factsheet, “Special Drawing Rights”, ό.π.

<sup>14</sup> International Monetary Fund Factsheet, “Special Drawing Rights”, ό.π.

Οργανισμού που χειρίζεται τις υπόλοιπες υποθέσεις δανεισμού. Ο τόκος που καταβάλλεται στις χώρες με πλεόνασμα Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων ισοσταθμίζεται με τον τόκο που καταβάλλουν οι χώρες που εμφανίζουν έλλειμμα Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων και επομένως το καθαρό υπόλοιπο τόκων είναι μηδενικό.<sup>15</sup>

### **Μείωση της σημασίας των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων μετά το 1971**

Μία σειρά γεγονότων, που ξεκίνησαν με την έξοδο των ΗΠΑ από το σύστημα του Bretton Woods και την κατάρρευση του συστήματος των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, το 1971 οδήγησαν στη σταδιακή υποβάθμιση του ρόλου και της σημασίας των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων.

Πιο συγκεκριμένα, πέρα από την κίνηση των ΗΠΑ, η σταδιακή απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων που ξεκίνησε στα τέλη της δεκαετίας του '70 από τις μεγάλες βιομηχανικές δυνάμεις, η αλαματώδης αύξηση των εμπορικών διασυνοριακών δανείων που ακολούθησαν την πρώτη πετρελαική κρίση και το πέρασμα στο καθεστώς των ελεύθερα κυμαινόμενων ισοτιμιών έδωσαν ώθηση στην παγκόσμια ρευστότητα μέσω του παγκόσμιου εμπορίου των επενδύσεων και της ζήτησης συναλλαγματικών αποθεμάτων. Τα διαδοχικά ελλείμματα που εμφάνιζαν οι ΗΠΑ στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών μεταφράζονταν σε σημαντική κυκλοφορία δολαρίων στον υπόλοιπο κόσμο γεγονός που έλυne το πρόβλημα μιας ενδεχόμενης έλλειψης ρευστότητας.<sup>16</sup>

Επιπλέον, υπήρχε ο φόβος ότι η αύξηση των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων θα οδηγούσε σε πληθωριστικές πιέσεις. Ήδη από το 1980 πολλές κεντρικές τράπεζες είχαν επιλέξει μια πολιτική χαμηλών επιπέδων πληθωρισμού και ως εκ τούτου είχαν αποφασίσει να μην εκδίδουν χρήμα για την μείωση των ελλειμμάτων. Αυτή η προσήλωση στο χαμηλό πληθωρισμό ερχόταν σε άμεση αντίθεση με την ιδέα της έκδοσης νέων ποσοτήτων Ειδικών Τραβηκτικών

---

<sup>15</sup>“The IMF’s Special Drawing Rights”, Bretton Woods Project, 1/4/2009 στο <http://www.brettonwoodsproject.org/art-564135>

<sup>16</sup> Lissakers Karin, “Is the SDR a Monetary Dodo? This Bird May Still Fly”, στο [http://www.piie.com/publications/chapters\\_preview/3870/24iie3870.pdf](http://www.piie.com/publications/chapters_preview/3870/24iie3870.pdf)

Δικαιωμάτων, γεγονός που θα οδηγούσε αυτομάτως στην αύξηση της παγκόσμιας αγοραστικής δύναμης και του πληθωρισμού.<sup>17</sup>

### **Ο λογαριασμός υποκατάστασης**

Ο λογαριασμός υποκατάστασης προτάθηκε προς υιοθέτηση δύο φορές κατά τη δεκαετία του '70. Σύμφωνα με τους σχεδιασμούς του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, ο λογαριασμός αυτός θα επέτρεπε στα κράτη να ανταλλάσσουν δολάρια με Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα.

Η πρώτη πρόταση έγινε το 1971, μετά την κατάρρευση του συστήματος των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών και λόγω των φόβων που επικρατούσαν σε πολλές χώρες σχετικά με την μελλοντική αξία των δολαρίων που είχαν στην κατοχή τους. Στη συνέχεια, στα τέλη της δεκαετίας του '70 και λόγω του αποδυναμωμένου δολαρίου, η πρόταση για τη δημιουργία του λογαριασμού υποκατάστασης επανήλθε στο προσκήνιο.

Σύμφωνα με την πρόταση αυτή, οι κάτοχοι δολαρίων θα αποκτούσαν το δικαίωμα να παρουσιάσουν την παραπάνω ποσότητα δολαρίων που διέθεταν στο Ταμείο το οποίο στη συνέχεια θα εξέδιδε αντίστοιχης αξίας Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα. Η άρνηση των ΗΠΑ να δεχτούν την εφαρμογή αυτής της διαδικασίας οδήγησε και τις δύο φορές το σχέδιο σε ναυάγιο.<sup>18</sup>

### **Η Κίνα τάσσεται υπέρ της ενίσχυσης του ρόλου των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων**

Η υποτίμηση του δολαρίου προκάλεσε το φόβο της Κίνας για την υποβάθμιση των τεράστιων συναλλαγματικών της αποθεμάτων (κυρίως σε αμερικανικά ομόλογα). Η Κίνα, διαθέτει 739,6 δις δολάρια σε αμερικανικά κρατικά ομόλογα και πάνω από 1 τρις δολάρια σε αποθεματικά. Ως εκ τούτου ο Διοικητής της Λαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, Ζου Ζιατσουάν, πρότεινε έμμεσα την αντικατάσταση του δολαρίου ως

---

<sup>17</sup> Aiyar S. Anklesaria Swaminathan, "An International Monetary Fund Currency to Rival the Dollar? Why Special Drawing Rights Can't Play That Role", CATO Institute, 7/7/2009, No 10 στο <http://www.cato.org/pubs/dpa/dpa10.pdf>

<sup>18</sup> Williamson John, "Understanding Special Drawing Rights (SDRs)", 6/ 2009 στο <http://www.iie.com/publications/pb/pb09-11.pdf>



διεθνούς αποθεματικού νομίσματος από ένα καλάθι νομισμάτων κατά τα πρότυπα των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων.<sup>19</sup>

Στην έκθεση που δημοσιεύτηκε στην επίσημη ιστοσελίδα της κεντρικής τράπεζας της Κίνας ο Διοικητής αναφέρθηκε αρχικά στις προϋποθέσεις με τις οποίες θα έπρεπε να λειτουργεί ένα διεθνές νόμισμα. Επομένως, θα έπρεπε το διεθνές νόμισμα να συνδέεται με ένα σταθερό σημείο αναφοράς και να εκδίδεται με βάση ένα καθορισμένο σύστημα κανόνων που θα διασφαλίζει την προμήθειά του. Δεύτερον, θα έπρεπε να είναι τόσο ευέλικτο ώστε να προσαρμόζεται εύκολα στις αλλαγές ζήτησης και τρίτον, αυτές οι προσαρμογές στην προμήθειά του θα έπρεπε να είναι αποσυνδεδεμένες από τις οικονομικές συνθήκες που επικρατούν σε κάθε χώρα καθώς επίσης και από τα κυρίαρχα συμφέροντά της. Στη συνέχεια, πρότεινε την υιοθέτηση ενός υπερεθνικού νομίσματος το οποίο θα μείωνε σημαντικά τους κινδύνους που προκύπτουν από ένα διεθνές νόμισμα με εθνική βάση και θα καθιστούσε πιο εύκολη τη διαχείριση της παγκόσμιας ρευστότητας.

Με βάση τα παραπάνω πρότεινε την αναβάθμιση του ρόλου των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων με σκοπό την επίλυση του ζητήματος της εύρεσης πόρων και της μεταρρύθμισης της αντιπροσώπευσης των κρατών μελών στον Οργανισμό. Ο νέος ρόλος τους θα περιλαμβάνει τη χρήση του ως αποδεκτό μέσο πληρωμών στο διεθνές εμπόριο και τις οικονομικές συναλλαγές, στις επενδύσεις και στα εταιρικά λογιστικά βιβλία. Επιπλέον, πρότεινε την έκδοση χρεογράφων εκφρασμένων σε Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα και την βελτίωση του υπολογισμού της αξίας τους και της εκχώρησής του με την αύξηση των νομισμάτων που συμμετέχουν στο καλάθι ώστε να αντιπροσωπεύονται όλες οι μεγάλες οικονομίες.

Η διαχείριση μέρους των αποθεμάτων των κρατών μελών από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο θα βοηθήσει τη διεθνή κοινότητα να αντιμετωπίζει καλύτερα τις κρίσεις και να εγγυάται τη σταθερότητα του συστήματος και παράλληλα, θα ενισχύσει σημαντικά το ρόλο των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων.

Πιο αναλυτικά, η κεντρική διαχείριση των αποθεμάτων είναι πιο πιθανό να αποτρέψει τις κερδοσκοπικές κινήσεις και να σταθεροποιήσει τις αγορές επιτρέποντας στα κράτη-μέλη να χρησιμοποιήσουν μέρος των αποθεμάτων τους για εγχώρια ανάπτυξη και οικονομική μεγέθυνση.

---

<sup>19</sup> Καλλωνιάτης Κ., «Σύγκρουση παλιών και νέων ηγεμονιών», Ελευθεροτυπία, 29/3/2009, στο [http://archive.enet.gr/online/online\\_text/c=114,dt=29.03.2009,id=86766676,92429780,6047124,20228884,28258452,34047508,50261908](http://archive.enet.gr/online/online_text/c=114,dt=29.03.2009,id=86766676,92429780,6047124,20228884,28258452,34047508,50261908)

Για την επίτευξη ενός τέτοιου στόχου, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο μπορεί να προβεί στη δημιουργία ενός πιστωτικού μηχανισμού Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων βασισμένου στη λειτουργία της αγοράς. Μια τέτοια ενέργεια θα οδηγήσει στην ανάπτυξη ενεργητικών εκφρασμένων στη μορφή των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων αλλά και θα επιτρέψει τη διαχείριση της ρευστότητας με τη μορφή των ήδη υπάρχοντων αποθεματικών νομισμάτων.<sup>20</sup>

Τέλος, τόνισε την προβληματική θέση των ΗΠΑ οι οποίες διχάζονται ανάμεσα στην επίτευξη των στόχων της εγχώριας νομισματικής πολιτικής και στην υποχρεώσή τους να ικανοποιούν τη διεθνή ζήτηση συναλλάγματος ως η χώρα που διαθέτει το διεθνές νόμισμα.<sup>21</sup>

Παρά τις δηλώσεις αυτές, η Κινεζική κυβέρνηση γνωρίζει ότι έχει εγκλωβιστεί στην «παγίδα του δολαρίου» όπως τη χαρακτήρισε ο Paul Krugman.<sup>22</sup> Η πώληση των αμερικανικών ομολόγων σε ποσότητα τέτοια που θα επέτρεπε στην Κίνα να διαφοροποιήσει τα συναλλαγματικά της αποθέματα, θα οδηγούσε σε κατακόρυφη μείωση της αξίας τους και αυτό θα σήμαινε μεγάλες απώλειες για την Κίνα καθώς το δολάριο θα υποτιμόνταν περισσότερο. Οι συνέπειες αυτές είναι γνωστές στην κινεζική πλευρά και την καθιστούν αρκετά προσεκτική στις κινήσεις της.

Εκτός των άλλων, οι αναταράξεις στην αμερικανική αγορά των ομολόγων που θα οδηγούσαν σε αύξηση των επιτοκίων θα δυσχάιρεναν τις σχέσεις ΗΠΑ-Κίνας, ενώ ταυτόχρονα η απότομη πτώση του δολαρίου θα έστρεφε τους υπόλοιπους επενδυτές εναντίον της Κίνας.<sup>23</sup>

Ως εκ τούτου, η Κίνα θα πρέπει να κινηθεί πολύ προσεκτικά προκειμένου να διασφαλίσει, τόσο την αξία των συναλλαγματικών της αποθεμάτων, όσο και τη διατήρηση της οικονομικής της σχέσης με τις ΗΠΑ.

---

<sup>20</sup>Zhou Xiaochuan, "Reform the International Monetary System," People's Bank of China, 23/3/2009 στο <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.as p?col=6500&id=178>.

<sup>21</sup> Moore Malcom, "China calls for the reign of dollar to end", 24/3/2009 στο <http://www.telegraph.co.uk/finance/financetopics/financialcrisis/5044129/China-calls-for-the-reign-of-the-dollar-to-end.html>

<sup>22</sup> Krugman Paul, «China's dollar trap», The New York Times, 2/4/2009, στο [http://www.nytimes.com/2009/04/03/opinion/03krugman.html?\\_r=2](http://www.nytimes.com/2009/04/03/opinion/03krugman.html?_r=2)

<sup>23</sup> Eichengreen Barry, «The dollar dilemma», Foreign Affairs, September/October 2009, στο <http://www.foreignaffairs.com/articles/65241/barry-eichengreen/the-dollar-dilemma>

## **Η θέση της Ρωσίας για τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα**

Στις 16 Μαρτίου 2009, η Ρωσία πρότεινε τη δημιουργία ενός μηχανισμού που θα διαχειριζόταν τη διαδικασία της παγκοσμιοποίησης και ταυτόχρονα πρότεινε τη δημιουργία ενός υπερεθνικού αποθεματικού νομίσματος.<sup>24</sup>

Εν όψει της Συνόδου Κορυφής του G20 στο Λονδίνο τον Απρίλιο του 2009, ο Αρκάντι Ντβορκόβιτς, κορυφαίος οικονομικός σύμβουλος του Κρεμλίνου, πρότεινε να διευρυνθούν τα «ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα-SDR», το «νόμισμα» του ΔΝΤ, με τη συμμετοχή του ρουβλίου, του κινεζικού γουάν και του χρυσού. «Θα ήταν λογικό για το σετ νομισμάτων που απαρτίζουν το SDR να διευρυνθεί και θα μπορούσε να περιλάβει και άλλα νομίσματα, όπως το ρούβλι, το γουάν και άλλα ίσως», φέρεται να δηλώνει ο Ρώσος αξιωματούχος.<sup>25</sup>

## **Η πρόταση των Ηνωμένων Εθνών για το διεθνές νόμισμα**

Εκτός από την Κίνα και τη Ρωσία οι οποίες πρότειναν αντικατάσταση του δολαρίου ως διεθνούς νομίσματος, η Διάσκεψη Διάσκεψη των Ηνωμένων Εθνών για το Εμπόριο και την Ανάπτυξη (UNCTAD) είναι ο πρώτος μεγάλος πολυεθνικός θεσμός που έθεσε το ζήτημα για την υιοθέτηση ενός νέου διεθνούς νομίσματος.

Σε μια έκθεση που συνέταξε η Διάσκεψη των Ηνωμένων Εθνών για το Εμπόριο και την Ανάπτυξη (UNCTAD), αναφέρει ότι το παρόν νομισματικό σύστημα και οι κανόνες που διέπουν την κίνηση κεφαλαίων δεν λειτουργεί όπως θα έπρεπε και φέρουν μεγάλο μέρος της ευθύνης για τις οικονομικές και χρηματοπιστωτικές κρίσεις που ξεσπούν κάθε τόσο. Επίσης, προσέθεσε ότι το παρόν νομισματικό σύστημα όπου το δολάριο λειτουργεί ως το διεθνές νόμισμα θα πρέπει να υποβληθεί σε πλήρη αναδιάρθρωση.

Σε άλλο σημείο της έκθεσης η Διάσκεψη προτείνει τη δημιουργία ενός νέου συστήματος παρόμοιου με αυτό του Bretton Woods, όπου θα υπάρχει διαχείριση των διεθνών συναλλαγματικών ισοτιμιών, δηλαδή οι κεντρικές τράπεζες των κρατών θα

<sup>24</sup> Marshall Gavin Andrew, "The Financial New World Order: Towards a Global Currency and World Government", 6/4/ 2009 στο <http://www.globalresearch.ca/index.php?context=va&aid=13070>

<sup>25</sup> Λίτσης Μωυσής, «Ρούβλι, γουάν κ.λπ. διεκδικούν ρόλο στο αποθεματικό νόμισμα», 30/3/2009 στο [http://archive.enet.gr/online/online\\_text/c=114.dt=30.03.2009.id=59804988](http://archive.enet.gr/online/online_text/c=114.dt=30.03.2009.id=59804988)

επιβαίνουν και είτε θα ενισχύουν είτε θα πιέζουν προς τα κάτω το νόμισμά τους ανάλογα με τη συμπεριφορά των υπολοίπων.

Παρακάτω, προτείνεται σε χώρες με πλεονασματικό ισοζύγιο πληρωμών όπως η Κίνα και Γερμανία να μειώσουν τις ανισοροπίες τους, ώστε το βάρος της προσαρμογής να μην πέφτει εξ ολοκλήρου στις ελλειμματικές χώρες, όπως είναι οι ΗΠΑ και η Μεγάλη Βρετανία.

Όπως χαρακτηριστικά αναφέρει ένας εκ των συντακτών της έκθεσης, ο Detlef Kotte: «Η αντικατάσταση του δολαρίου με ένα τεχνητό νόμισμα θα έλυne πολλά από τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι χώρες που εμφανίζουν μεγάλα ελλείμματα στο ισοζύγιο πληρωμών τους και θα προσέδιδε σταθερότητα στο σύστημα».<sup>26</sup>

### **Ενίσχυση του ρόλου των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων στα πλαίσια της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007**

Κατά τη διάρκεια της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης η οποία, είχε ως αποτέλεσμα την περαιτέρω αποδυνάμωση του δολαρίου, ο ρόλος των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων αναβαθμίστηκε.

Το Εκτελεστικό Συμβούλιο του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, προχώρησε στην εκχώρηση Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων αξίας 250 δις δολαρίων με σκοπό την ενίσχυση της ρευστότητας του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος μέσω της αύξησης των συναλλαγματικών αποθεμάτων των κρατών-μελών.

Η εκχώρηση των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων αποτέλεσε μέρος του σχεδίου που συμφωνήθηκε κατά τη Σύνοδο Κορυφής του G20 τον Απρίλιο του 2009 στο Λονδίνο για την αντιμετώπιση της οικονομικής και χρηματοπιστωτικής κρίσης που ξέσπασε και την αποκατάσταση της πίστης, της ανάπτυξης και της επαγγελματικής δραστηριότητας.

Αποτέλεσμα της διαδικασίας υπήρξε η αύξηση της κατοχής Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων κατά 74% του μεριδίου της κάθε χώρας. Η ενίσχυση αυτή λειτούργησε ως μαξιλάρι ασφαλείας για τις χώρες χαμηλού εισοδήματος, καθώς

---

<sup>26</sup> Conway Edmund, "UN wants new global currency to replace dollar", 7/9/ 2009 στο <http://www.telegraph.co.uk/finance/currency/6152204/UN-wants-new-global-currency-to-replace-dollar.html>

τους προσέφερε ρευστότητα σε χαμηλό κόστος και μείωσε την ανάγκη τους για υπερβολική αύξηση των αποθεμάτων τους ως μέσο εξασφάλισής τους απέναντι στην κρίση.<sup>27</sup>

---

<sup>27</sup> “IMF Executive Board Backs US\$250 Billion SDR Allocation to Boost Global Liquidity”, Press Release no 09/264, 20/7/ 2009 στο <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pr09264.htm>

## ΜΕΡΟΣ Β

### Η παρούσα κατάσταση του διεθνούς νομισματικού συστήματος

Καθ' όλη τη διάρκεια του περασμένου αιώνα, το δολάριο υπήρξε το κυρίαρχο νόμισμα του διεθνούς νομισματικού συστήματος και οι ΗΠΑ υπήρξαν η πιο σταθερή καπιταλιστική οικονομία. Στηριζόμενη στην τεχνολογία και καινοτομία, στην βιομηχανία, στις φυσικές πηγές πλούτου και στο σταθερό της πολιτικό σύστημα η χώρα κατάφερε πολύ σύντομα να επιτύχει σημαντικούς ρυθμούς ανάπτυξης και μεγένθυσης. Έτσι, κατάφερε να γίνει η πιο μεγάλη οικονομία παράγοντας το 1/5 του παγκόσμιου ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος και έχοντας μεγάλες και ρευστές αγορές κεφαλαίου.<sup>28</sup>

Παρά τα συνεχή ελλείμματα που εμφάνιζαν στο ισοζύγιο πληρωμών τους ήδη από τη δεκαετία του '70, οι ΗΠΑ συνέχιζαν να παραμένουν η πιο ισχυρή οικονομία του κόσμου και το δολάριο να λειτουργεί ως διεθνές νόμισμα.

Τη δεκαετία από τον Ιανουάριο του 1995 έως το Σεπτέμβριο του 2005, η θέση του δολαρίου ως διεθνούς συναλλαγματικού αποθεματικού ενισχύθηκε καθώς τα παγκόσμια αποθέματα σχεδόν τριπλασιάστηκαν από 1,2 δις σε 4 τρις. Η αύξηση ήταν ταχύτερη από το 2002.<sup>29</sup>

Ένας λόγος ήταν οι νομισματικές κρίσεις που επηρέασαν τις αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς, στα πλαίσια της ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων και της ανάγκης να χρησιμοποιηθούν τα αποθέματα για την εξασφάλιση από μελλοντικές κρίσεις.<sup>30</sup> Πράγματι, οι αναδυόμενες οικονομίες τείνουν να συσσωρεύουν συναλλαγματικά αποθέματα ως μέσο προστασίας. Οι Κεντρικές Τράπεζες χρησιμοποιούν τα κεφάλαια για να παρεμβαίνουν στην αγορά συναλλάγματος ώστε να εμποδίσουν τις επιζήμιες διακυμάνσεις του νομίσματος που προκαλούνται από τα σοκ στις εμπορικές και χρηματοοικονομικές ροές.<sup>31</sup>

---

<sup>28</sup> Carbaugh J. Robert, Hedrick W. David, "Will the Dollar Be Dethroned as the Main Reserve Currency?", Volume 9, Issue 3, 2009 στο <http://www.eclac.cl/noticias/paginas/3/35143/Will-the-dollar-be-dethroned.pdf>

<sup>29</sup> «The accumulation of foreign reserve», European Central Bank, Occasional Papers No.43, 2/2006, στο <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp43.pdf>

<sup>30</sup> «The accumulation of foreign reserve», European Central Bank, ό.π.

<sup>31</sup> Eichengreen Barry, «The dollar dilemma», Foreign Affairs, September/October 2009, ό.π.

Ωστόσο, τα προβλήματα που αντιμετώπιζε το δολάριο συνέχισαν να υφίστανται και να διογκώνονται με αποκορύφωμα τη χρηματοπιστωτική κρίση που ξέσπασε το 2007 και συντάραξε την παγκόσμια οικονομία. Η εμπιστοσύνη στο δολάριο κλονίστηκε από τη διόγκωση του εμπορικού ελλείμματος, του εξωτερικού χρέους, την υποτίμηση του δολαρίου σε σχέση με το ευρώ και την αστάθεια που επικράτησε στις αμερικανικές χρηματοοικονομικές αγορές. Η μείωση των επιτοκίων στα πλαίσια της χρηματοπιστωτικής κρίσης μείωσε την ελκυστικότητα των αμερικανικών ομολόγων ως συναλλαγματικό απόθεμα, ενώ ταυτόχρονα αύξησε τους φόβους για άνοδο του πληθωρισμού στις χώρες των οποίων το νόμισμα συνδέεται με το δολάριο.<sup>32</sup>

Πριν γίνει πιο εκτενής αναφορά στα προβλήματα που αντιμετώπισε το δολάριο, θα εξεταστεί η θεωρία του ισοζυγίου πληρωμών, καθώς είναι η θεωρία που εξηγεί την εμφάνιση ελλειμμάτων και πλεονασμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών καθώς επίσης και τη λειτουργία της συναλλαγματικής ισοτιμίας και τα αποτελέσματά τους.

## **Η θεωρία του Ισοζυγίου Πληρωμών**

Το ισοζύγιο πληρωμών είναι ο λογαριασμός όλων των συναλλαγών που διεξάγονται μεταξύ των κατοίκων μιας χώρας και του εξωτερικού κόσμου σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.

Οι συναλλαγές αυτές κατηγοριοποιούνται σε δύο βασικές ομάδες, τις τρέχουσες συναλλαγές και τις κινήσεις κεφαλαίου. Ο λογαριασμός τρεχουσών συναλλαγών καταγράφει τις διασυνοριακές συναλλαγές σε αγαθά και υπηρεσίες των διεθνών μεταφορών, εισοδημάτων παραγωγικών συντελεστών και των μονομερών μεταβιβάσεων που διεξάγονται σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Οι συναλλαγές που περιλαμβάνουν εισροή ξένου νομίσματος καταγράφονται με θετικό πρόσημο, ενώ οι εκροές με αρνητικό.

Ο λογαριασμός τρεχουσών συναλλαγών αποτελείται από τέσσερα βασικά στοιχεία:

- Το εμπορικό ισοζύγιο

---

<sup>32</sup> Helleiner Eric, "International Financial Imbalances and Global Governance", 27/7/2008 στο [http://www.i20.org/publications/41\\_5c\\_22-International-Financial-Imbalances-and-Global-Governance.pdf](http://www.i20.org/publications/41_5c_22-International-Financial-Imbalances-and-Global-Governance.pdf)

- Το εμπόριο υπηρεσιών
- Το ισοζύγιο των εμπορικών και επενδυτικών εισοδημάτων και
- Τις μονομερείς μεταβιβάσεις

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι το άθροισμα των τεσσάρων συστατικών στοιχείων. Εμπόριο, υπηρεσίες, εισόδημα παραγωγικών συντελεστών και μονομερείς μεταβιβάσεις.

Το ισοζύγιο κινήσεων κεφαλαίου αποτελείται, επίσης, από τέσσερα μέρη:

- Τις άμεσες ξένες επενδύσεις
- Τις επενδύσεις χαρτοφυλακίου
- Τις βραχυπρόθεσμες κινήσεις κεφαλαίου και
- Τα επίσημα αποθεματικά

Όταν μία χώρα εμφανίζει έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της, αυτό σημαίνει ότι στις τρέχουσες συναλλαγές, η ζήτηση εξωτερικού συναλλάγματος ξεπερνά την προσφορά. Για υπάρξει ισορροπία θα πρέπει η χώρα να αποκτήσει περισσότερο εξωτερικό συνάλλαγμα, είτε μέσω του δανεισμού από το εξωτερικό είτε μέσω της πώλησης στο εξωτερικό περιουσιακών της στοιχείων. Όσο υπάρχουν επαρκή συναλλαγματικά αποθέματα ή πρόθυμοι δανειστές, η επιδείνωση του ισοζυγίου δεν δημιουργεί προβλήματα στη χώρα. Με το πέρασμα του χρόνου, ωστόσο, καθώς τα αποθέματα μειώνονται και το εξωτερικό χρέος αυξάνεται, δύο είναι τα πιθανά σενάρια. Πρώτον, η χώρα μπορεί να αναγκαστεί να αυξήσει τα επιτόκιά της προκειμένου να πείσει τους ξένους κεφαλαιοκράτες να αναλάβουν μεγαλύτερο μέρος του χρέους της. Δεύτερον, η συναλλαγματική της ισοτιμία μπορεί να υποστεί πίεση.

Στην περίπτωση που μια χώρα εμφανίσει πλεόνασμα στο ισοζύγιό της, μπορεί είτε να προσφέρει δάνεια στην αλλοδαπή είτε να αγοράσει περιουσιακά στοιχεία στο εξωτερικό.

Το αν μια χώρα είναι καθαρός πιστωτής ή καθαρός οφειλέτης εξαρτάται από το οικονομικό της ιστορικό. Αν για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα τα έξοδά της υπερβαίνουν τις δυνατότητές της, τα οφειλόμενα μπορεί να υπερσχύσουν της αξίας των περιουσιακών της στοιχείων μετατρέποντάς τη σε καθαρό οφειλέτη.

Το άθροισμα των περιουσιακών στοιχείων μιας χώρας στο εξωτερικό μείον το άθροισμα των υποχρεώσεών της προς την αλλοδαπή σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή



ονομάζεται διεθνής επενδυτική θέση. Η μεταβολή της διεθνούς επενδυτικής θέσης μεταξύ της αρχής και του τέλους μιας περιόδου είναι εξ ορισμού ίση με το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών για εκείνη την περίοδο.

Μια χώρα έχει πρόβλημα με το ισοζύγιο πληρωμών της, όταν το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και η συσσωρευμένη διεθνής επενδυτική της θέση έχουν φτάσει σε ένα τέτοιο επίπεδο όπου η διατήρηση του ελλείμματος δεν θεωρείται πια ανεκτή. Μια χώρα με έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών απορροφά πολύ περισσότερα αγαθά και υπηρεσίες από τους ξένους από ό,τι κερδίζει από τις εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών από αυτούς. Υπό αυτή την έννοια, το έλλειμμα δείχνει ότι η χώρα ζει και καταναλώνει πέραν των δυνατοτήτων της.

Το οικονομικό κόστος για μια χώρα με σημαντικό έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της έχει τρεις συνέπειες. Πρώτον, όσο μεγαλύτερη είναι η εξάρτηση από τους ξένους πιστωτές, τόσο μεγαλύτερη είναι η έκθεση της χώρας στην αστάθεια των διεθνών κεφαλαιαγορών. Ειδικότερα, οι χώρες με μεγάλο χρέος πρέπει να πληρώνουν υψηλότερα επιτόκια αν θέλουν να λάβουν πρόσθετες πιστώσεις, ενώ σε περίπτωση απώλειας της εμπιστοσύνης εκ μέρους των πιστωτών, η προσφορά κεφαλαίου μπορεί να εξαντληθεί ανεξάρτητα από το προσφερόμενο κεφάλαιο. Δεύτερον, η απώλεια της εμπιστοσύνης μπορεί να οδηγήσει σε εξαιρετικά μεγάλες υποτιμήσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας, οι οποίες συνεπάγονται απώλεια του πραγματικού εισοδήματος και πληθωριστικές πιέσεις. Τέλος, όσο περισσότερο μετακινείται η διεθνής επενδυτική θέση μιας χώρας προς το επικίνδυνο σημείο, τόσο μεγαλύτερο είναι και το μέγεθος των περιουσιακών της στοιχείων που βρίσκεται στα χέρια των ξένων.

Για την καλύτερη αντιμετώπιση των ανισορροπιών στο ισοζύγιο πληρωμών της, μια χώρα μπορεί να ακολουθήσει κάποιες πολιτικές οι οποίες έχουν σαν αποτέλεσμα τη διατήρηση του ελλείμματος ή του πλεονάσματος σε ανεκτά επίπεδα. Πιο συγκεκριμένα, όταν μια χώρα λειτουργεί σε συνθήκες πλήρους απασχόλησης και εμφανίζει έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών της, οι πολιτικές μείωσης των δαπανών της είναι ένας τρόπος αντιμετώπισης του ελλείμματος. Αν υπάρχει τάση για αυξημένες εισαγωγές, αυτή η πολιτική ενδύκνεται.

Γνωρίζουμε ότι το συνολικό εισόδημα μιας χώρας ορίζεται ως εξής:

$$Y = C + I + G + X - M$$

Όπου C είναι η ιδιωτική εγχώρια κατανάλωση, I οι εγχώριες επενδύσεις, G η κρατική κατανάλωση και X – M οι εξαγωγές μείον τις εισαγωγές.

Επίσης, το εισόδημα ορίζεται ως εξής:

$$Y = C + S + T$$

Όπου S είναι οι αποταμιεύσεις και T οι φόροι. Σε κατάσταση ισορροπίας θα έχουμε:

$$C + I + G + (X - M) = C + S + T$$

Ως εκ τούτου,

$$(I - S) + (G - T) = (M - X)$$

Δηλαδή, η διαφορά ανάμεσα σε επενδύσεις και αποταμιεύσεις + το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού = έλλειμμα του ισοζυγίου πληρωμών.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου πληρωμών ισοδυναμεί με το δημοσιονομικό έλλειμμα και τη διαφορά ανάμεσα σε επενδύσεις και αποταμιεύσεις. Αν θεωρήσουμε ότι επικρατούν συνθήκες πλήρους απασχόλησης, μία λύση του ελλείμματος θα είναι η περικοπή των δαπανών. Αυτό μπορεί να συμβεί με αύξηση των εγχώριων αποταμιεύσεων ή με μείωση δαπανών ή με περιοριστικές δημοσιονομικές πολιτικές.

Επίσης, υπάρχει και η λύση της μεταστροφής των δαπανών η οποία εστιάζει στην αναδιάρθρωση των πόρων. Η μεταστροφή των δαπανών μπορεί να επιτευχθεί με τρεις τρόπους. Η εστίαση στην εμπορική πολιτική ή η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας ή η μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας.<sup>33</sup>

Η θεωρία του ισοζυγίου πληρωμών εξηγεί τα προβλήματα που αντιμετώπισαν οι ΗΠΑ και τα οποία αποδυνάμωσαν το ρόλο του δολαρίου στο διεθνές νομισματικό σύστημα. Στη συνέχεια, θα εξετάσουμε αναλυτικά τα προβλήματα που αντιμετώπισαν οι ΗΠΑ ως εκδότης του διεθνούς νομίσματος.

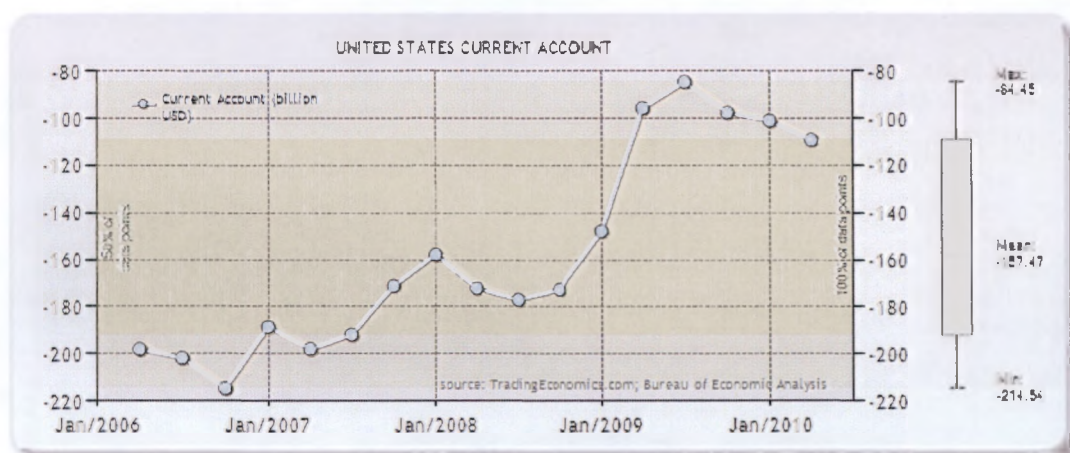
### **Το έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών των ΗΠΑ**

Ένα από τα εγγενή προβλήματα της κρίσης και της οικονομίας των ΗΠΑ είναι, όπως αναφέραμε ήδη, τα ελλείμματα που εμφανίζονται στο ισοζύγιο πληρωμών

<sup>33</sup> D. Mc Aleese, «Οικονομική για Επιχειρησιακές Σπουδές: Ανταγωνισμός, Μακροσταθερότητα και Παγκοσμιοποίηση», Εκδόσεις Τυπωθήτω, Αθήνα, 2005, σελ. 659-87

της χώρας. Το Γραφείο Οικονομικής Ανάλυσης των ΗΠΑ ανακοίνωσε το Μάρτιο του 2006 ότι το έλλειμμα έφτασε το 7% του ΑΕΠ για το 2005 αγγίζοντας τα 805 δις δολάρια, μια αύξηση της τάξεως του 20% σε σχέση με το 2004. Το έλλειμμα τα επόμενα χρόνια συνέχισε να αυξάνεται εξαιτίας της καταναλωτικής ζήτησης για εισαγωγές και της μεγάλης μεγένθυσης της πληρωμής τόκων σε κατόχους κρατικών ομολόγων. Η αύξηση της τιμής του πετρελαίου και των εισαγωγών υπήρξαν υπεύθυνες για τα 2/3 της αύξησης του ελλείμματος.

Αν και οι ΗΠΑ εμφάνιζαν ελλείμματα για πολλά χρόνια, μόλις το 2002 αποφάσισαν να λάβουν μέτρα για να τα μειώσουν. Έτσι, άρχισε μια σταδιακή υποτίμηση του δολαρίου η οποία άγγιξε το 11% χωρίς ωστόσο να καταφέρει να μειώσει το εμπορικό έλλειμμα ή να διορθώσει την ανισοροπία στο ισοζύγιο πληρωμών.<sup>34</sup>



Πηγή: “United States Current Account”, TradingEconomics.com, Reuters, 11/8/2010 στο <http://www.tradingeconomics.com/Economics/Current-Account.aspx?Symbol=USD>

Σύμφωνα με τον Ben Bernanke, πρόεδρο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ, το έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών των ΗΠΑ οφείλεται σε αυτό που ο ίδιος ονόμασε «παγκόσμιο αποταμιευτικό κορεσμό»<sup>35</sup>. Μία από τις αιτίες αυτού του κορεσμού υπήρξε το ισχυρό αποταμιευτικό κίνητρο των πλουσίων χωρών με γηράσκοντα πληθυσμό οι οποίες έπρεπε να εξασφαλίσουν το μέλλον τους καθώς οι συνταξιούχοι θα αυξάνονταν υπερβολικά σε σχέση με τους εργαζόμενους. Το

<sup>34</sup> Yongding Yu, “Global Imbalances and China”, The Australian Economic Review, vol. 40, no. 1 March 2007 στο [http://www.giba.co.za/SiteResources/Uploads/ABN\\_Uploads/9785\\_Cap\\_markets\\_Africa07.pdf](http://www.giba.co.za/SiteResources/Uploads/ABN_Uploads/9785_Cap_markets_Africa07.pdf)

<sup>35</sup> Global saving glut

δεδομένο αυτό σήμαινε μειωμένες επενδυτικές κινήσεις συνεπώς λόγω της μεγάλης αποταμίευσης και της μικρής εγχώριας επένδυσης οι χώρες αυτές αναζητούν την απόκτηση εμπορικών πλεονασμάτων ώστε να μπορούν να δανείζουν τις χώρες στο εξωτερικό.

Μία άλλη πηγή του αποταμιευτικού κορεσμού είναι η πρόσφατη μεταμόρφωση του αναπτυσσόμενου κόσμου από καθαρό χρήστη σε καθαρό πάροχο κεφαλαίων στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου. Το γεγονός αυτό οφείλεται στις οικονομικές κρίσεις που βίωσαν αυτές οι χώρες κατά το παρελθόν.<sup>36</sup> Σαν απάντηση στις κρίσεις που σημειώθηκαν, οι αναδυόμενες οικονομίες είτε επέλεξαν είτε αναγκάστηκαν να γίνουν εξαγωγείς κεφαλαίων. Επιπλέον, συσώρευσαν συναλλαγματικά αποθέματα στα πλαίσια των επεμβάσεων στις ξένες συναλλαγματικές αγορές με σκοπό την προώθηση των εξαγωγών και την εμπόδιση της ανατίμησης της συναλλαγματικής τους ισοτιμίας. Πρακτικά, οι χώρες αυτές αύξησαν τα συναλλαγματικά τους αποθέματα προώθωντας την εγχώρια αποταμίευση και χρησιμοποιώντας τους καρπούς της για να αγοράσουν αμερικανικά ομόλογα και μετοχές.

Άλλος σημαντικός παράγοντας που οδήγησε στα πλεονασματικά ισοζύγια πληρωμών των μη-βιομηχανοποιημένων χωρών ήταν η άνοδος στις τιμές του πετρελαίου. Σαν συνέπεια του γεγονότος αυτού ήταν η επένδυση κεφαλαίων στις ΗΠΑ, γεγονός που οδήγησε σε ανατίμηση της αξίας του δολαρίου και αύξηση της τιμής των μετοχών. Από την πλευρά αποταμίευσης-επένδυσης, το έλλειμμα των ΗΠΑ αυξήθηκε καθώς η εισροή επενδυτικών κεφαλαίων αυξήθηκε και ταυτόχρονα αυξήθηκε η προσδοκία για πλούτο των νοικοκυριών μειώνοντας έτσι την επιθυμία τους για αποταμίευση.<sup>37</sup>

### **Τα δίδυμα ελλείμματα**

Σε ένα μεγάλο βαθμό το εξωτερικό χρέος έχει ένα εσωτερικό αντίστοιχο κομμάτι, το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού. Τα υψηλά ελλείμματα στον κρατικό προϋπολογισμό σε γενικές γραμμές αυξάνουν την εγχώρια ζήτηση για ξένα

---

<sup>36</sup> Μεξικό 1994, Ασιατική κρίση του 1997, Ρωσία 1998, Βραζιλία 1999 και Αργεντινή 2002

<sup>37</sup> Bernanke S. Ben, "The global saving glut and the US current account deficit", March 10 2005 στο <http://www.bis.org/review/r050318d.pdf>

αγαθά και ξένο κεφάλαιο και ως εκ τούτου οδηγούν σε μεγαλύτερο έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

Αυτό συμβαίνει για δύο λόγους. Πρώτον, τα υψηλά ελλείμματα στον κρατικό προϋπολογισμό πέζουν προς τα πάνω την εγχώρια ζήτηση σε τέτοιο επίπεδο που όταν συνδυάζεται με τα φυσιολογικά επίπεδα της ιδιωτικής κατανάλωσης και επένδυσης υπερβαίνει την εγχώρια παραγωγή. Αυτή η αναντιστοιχία καλύπτεται από τις εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών επιτρέποντας έτσι στις ΗΠΑ να ζουν πέρα από τις δυνατότητές τους εφόσον υπάρχει διαθέσιμη χρηματοδότηση. Δεύτερον, τα υψηλά ελλείμματα στον κρατικό προϋπολογισμό ενεργοποιούν την εισροή ξένων κεφαλαίων. Η εγχώρια αποταμίευση αποδεικνύεται ανεπαρκής για την κάλυψη της ζήτησης που προκύπτει στις πιστωτικές αγορές από το δανεισμό της αμερικανικής κυβέρνησης και έτσι δεν δύναται να παράσχει τους πόρους για ένα ικανοποιητικό επίπεδο ιδιωτικής επένδυσης. Το κενό, επομένως, καλύπτεται από την εισροή ξένων κεφαλαίων.

Ο κύριος μηχανισμός μέσω του οποίου τα υψηλά εσωτερικά ελλείμματα επιφέρουν υψηλά εξωτερικά ελλείμματα είναι η συναλλαγματική ισοτιμία του δολαρίου. Το επιπλέον χρέος που συσσωρεύει η κυβέρνηση προκειμένου να χρηματοδοτήσει τις ανισοροπίες του προϋπολογισμού αυξάνει το ύψος των αμερικανικών επιτοκίων. Το γεγονός αυτό είναι ανεπιθύμητο καθώς σε εγχώριους όρους τα υψηλά επιτόκια αποθαρρύνουν την ιδιωτική επένδυση και την οικονομική μεγένθυση. Επιπλέον, με τα υψηλά επιτόκια υπάρχει εισροή ξένων κεφαλαίων πράγμα που οδηγεί σε αυξητικές πιέσεις στην αξία του δολαρίου. Αυτό με τη σειρά του μειώνει την ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών από τις ΗΠΑ και διογκώνει το εμπορικό έλλειμμα και το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.<sup>38</sup>

Ο πιο μεγάλος κίνδυνος που απορρέει για τις ΗΠΑ από τα ελλείμματα και το εξωτερικό χρέος είναι η πιθανότητα μείωσης ή αντιστροφής της εισροής κεφαλαίων που απαιτούνται για τη χρηματοδότησή τους. Μια τέτοια εξέλιξη θα μείωνε άμεσα τη συναλλαγματική ισοτιμία του δολαρίου και θα πίεζε τις τιμές των εισαγόμενων αγαθών και υπηρεσιών προς τα κάτω προκειμένου να ανταγωνιστούν με τα εγχώρια.

---

<sup>38</sup> Bergsten Fred C., "The Dollar and the Deficits: How Washington Can Prevent the Next Crisis", November/December 2009 στο <http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=1312>

Το ύψος των επιτοκίων θα έφτανε το ύψος του πληθωρισμού και ίσως να το ξεπερνούσε καθώς η Ομοσπονδιακή Τράπεζα θα προσπαθούσε να ελέγξει τις πληθωριστικές πιέσεις που θα υπήρχαν σαν συνέπεια της περαιτέρω υποτίμησης του δολαρίου. Έτσι, η οικονομία θα περνούσε μεγάλη ύφεση.<sup>39</sup>

Επιπρόσθετα, ο διεθνής ρόλος του δολαρίου καθιστά δύσκολη τη διατήρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας των ΗΠΑ σε τέτοια επίπεδα ώστε να υπάρχει ευημερία και σταθερότητα στην αμερικανική οικονομία. Αυτό συμβαίνει διότι η συναλλαγματική ισοτιμία του δολαρίου προκύπτει κατά κύριο λόγο από τη χρήση του εκ μέρους των υπολοίπων κρατών προκειμένου να επέμβουν στις αγορές συναλλάγματος για να πετύχουν τους στόχους τους. Μέσω της αποδυνάμωσης των νομισμάτων τους προσπαθούν να αυξήσουν την εμπορική τους ανταγωνιστικότητα σπρώχνοντας το δολάριο προς την υπερτίμηση.<sup>40</sup>

### **Οι παγκόσμιες ανισοροπίες**

Δεύτερο βασικό αίτιο της κρίσης και σημαντικό πρόβλημα του παγκόσμιου νομισματικού συστήματος αποτελούν οι παγκόσμιες ανισοροπίες που εμφανίζονται κυρίως ανάμεσα στις ΗΠΑ και στην Κίνα.

Πιο αναλυτικά, τα πλεονάσματα που εμφάνιζε η Κίνα στο ισοζύγιο πληρωμών της αυξήθηκαν από 2% του ΑΕΠ στις αρχές του 2007 στο 11% του ΑΕΠ το 2007. Υπό κανονικές συνθήκες τα πλεονάσματα αυτά θα οδηγούσαν σε ανατίμηση του νομίσματος της Κίνας, αλλά η Κίνα φρόντισε να αποφύγει αυτό το ενδεχόμενο αγοράζοντας αμερικανικά ομόλογα και άλλα παράγωγα.<sup>41</sup>

Η Κίνα εμφάνιζε πλεόνασμα στο ισοζύγιο κινήσεων κεφαλαίου ήδη από τη δεκαετία του 1980 και από τις αρχές της δεκαετίας του '90 άρχισε να εμφανίζει πλεόνασμα και στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Τα πλεονάσματα αυτά είχαν ως συνέπεια την αύξηση των συναλλαγματικών της αποθεμάτων.

Τα προηγούμενα χρόνια η κύρια αιτία αύξησης των συναλλαγματικών της αποθεμάτων υπήρξε το πλεόνασμα στο ισοζύγιο κινήσεων κεφαλαίου και πιο

<sup>39</sup> Bergsten Fred C., "The current account deficit and the US economy", 1/2/2007 στο [http://budget.senate.gov/democratic/testimony/2007/Bergsten\\_AcctDef020107.pdf](http://budget.senate.gov/democratic/testimony/2007/Bergsten_AcctDef020107.pdf)

<sup>40</sup> Bergsten Fred C., "The Dollar and the Deficits: How Washington Can Prevent the Next Crisis", November/December 2009, ό.π.

<sup>41</sup> Eichengreen Barry, "The Financial Crisis and Global Policy Reforms", 10/ 2009 στο [http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/finan\\_crisis\\_glob\\_pol\\_10-09.pdf](http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/finan_crisis_glob_pol_10-09.pdf)

συγκεκριμένα η εισροή άμεσων ξένων επενδύσεων. Από το 2005 ωστόσο, το πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ξεπέρασε την αξία των άμεσων ξένων επενδύσεων και ήταν αυτό που συνεισέφερε πιο πολύ στην αύξηση των συναλλαγματικών αποθεμάτων.

Τα δίδυμα πλεονάσματα της χώρας σημαίνουν ότι οι πόροι που αποκτήθηκαν από τις άμεσες ξένες επενδύσεις δεν χρησιμοποιήθηκαν για την αγορά κεφαλαιακών αγαθών, τεχνολογικών προϊόντων ή τεχνογνωσίας. Στην πραγματικότητα, οι πόροι αυτοί επενδύθηκαν μέσω της αγοράς αμερικανικών ομολόγων και μετοχών. Το ίδιο συνέβη και με την εγχώρια αποταμίευση. Η Κίνα εξήγαγε κεφάλαιο παρά εισήγαγε.<sup>42</sup>

Σε αύξηση των συναλλαγματικών τους αποθεμάτων προχώρησαν και άλλες χώρες όπως η Ινδία, η Νότια Κορέα και η Ταιβάν καθώς οι πετρελαιοπαραγωγοί χώρες.

Παράλληλα με την αύξηση της εγχώριας αποταμίευσης από τις παραπάνω χώρες, υπήρξε και αύξηση της εγχώριας επενδυτικής δραστηριότητας χωρίς όμως να επαρκής ώστε να απορροφήσει την αυξανόμενη ποσότητα αποταμίευσης και επομένως το περίσσειμα των πόρων μετατρεπόταν σε εκροή κεφαλαίων προς τις ΗΠΑ.

Για να αντιμετωπίσει την κατάσταση η Ομοσπονδιακή Τράπεζα αύξησε τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια από 1% σε 5.25% τη χρονική περίοδο 2004-2006 αλλά δεν έκανε το ίδιο με τα δεκαετή ομόλογα. Το γεγονός αυτό οδήγησε σε άνοδο της κατανάλωσης και σε μηδενική αποταμίευση. Η κατανάλωση ευνοήθηκε και από την νομισματική και φορολογική πολιτική που ακολούθησε την ίδια περίοδο η κυβέρνηση των ΗΠΑ. Οι αργοί ρυθμοί με τους οποίους αύξανε τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια και η χαλαρή φορολογική που ασκήθηκε είχαν ως αποτέλεσμα να συνεχιστεί η εισροή ξένων κεφαλαίων στη χώρα. Έτσι, μετά από μια μακρά περίοδο ελλειμμάτων, ο δημόσιος δανεισμός εμφάνισε αρνητικό πρόσημο και συνέχισε να αυξάνεται την περίοδο 2002-07. Αποτέλεσμα όλων αυτών υπήρξε το έλλειμμα του 6% του ΑΕΠ κατά το 2006.<sup>43</sup>

---

<sup>42</sup> Yongding Yu, "Global Imbalances and China", The Australian Economic Review, vol. 40, no. 1 March 2007, ό.π.

<sup>43</sup> Eichengreen Barry, "The Financial Crisis and Global Policy Reforms", October 2009, ό.π.

## Η επεκτατική νομισματική πολιτική της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ

Στα μέσα του Σεπτεμβρίου του 2008 η Ομοσπονδιακή Τράπεζα άρχισε να τυπώνει χρήμα με ταχείς ρυθμούς. Οι καταθέσεις των τραπεζών και των υπολοίπων ιδρυμάτων έφτασαν από τα 8 δις δολάρια στα 848 δις δολάρια. Αυτές οι καταθέσεις ονομάζονται αποθέματα και αποτελούν τα πιο σημαντικά στοιχεία μαζί με το νόμισμα των οποίων την ευθύνη φέρει η Ομοσπονδιακή Τράπεζα. Έτσι, η Τράπεζα αύξησε τα αποθέματα κατά 100% σε πολύ σύντομο χρονικό διάστημα.

Ο λόγος για τον οποίο προέβη σε αυτή την κίνηση ήταν η απόφασή της να αγοράσει χρεόγραφα και εκδώσει δάνεια για ορισμένους τομείς και θεσμούς. Δηλαδή, η Τράπεζα χρηματοδότησε την αγορά χρεογράφων και τα δάνεια μέσω της έκδοσης χρήματος. Επομένως, η αύξηση της προσφοράς χρήματος δεν ήταν αποτέλεσμα της ζήτησης για χρήμα, ούτε το αποτέλεσμα της εφαρμογής της οδηγίας για προσαρμογή του ύψους των επιτοκίων αλλά και ούτε σκόπευε μέσω της παροχής χρήματος να επηρεάσει τα επίπεδα του πληθωρισμού.<sup>44</sup>

Η επεκτατική νομισματική πολιτική που ακολουθήθηκε από την Τράπεζα αύξανε πολύ την πιθανότητα εμφάνισης πληθωρισμού.

### Το δόγμα του Triffin

Τα τελευταία τριάντα χρόνια οι ΗΠΑ είχαν τη δυνατότητα να εμφανίζουν ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και στον κρατικό τους προϋπολογισμό σαν συνέπεια του ρόλου τους ως εκδότη του διεθνούς νομίσματος.

Η θετική πλευρά αυτής της ιδιότητας ήταν η δυνατότητα να δανείζονται φθηνά και πιο μεγάλα ποσά από τις υπόλοιπες χώρες, ενώ η αρνητική πλευρά ήταν η συσσώρευση εξωτερικού και εσωτερικού χρέους που οδήγησε σε μεγάλη οικονομική αστάθεια.

Ο οικονομολόγος Robert Triffin αναφέρθηκε για πρώτη φορά στο παράδοξο που ισχύει για τη χώρα εκδότη του διεθνούς νομίσματος, το 1960 σε μία ομιλία του στο Κογκρέσο. Σύμφωνα με τον ίδιο, οι ΗΠΑ ως εκδότης του διεθνούς νομίσματος δεν είχαν άλλη επιλογή από το να εμφανίζουν διαρκώς έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών τους.

---

<sup>44</sup> Taylor B. John, "The Need to Return to A Monetary Framework", January 2009 στο <http://www-siepr.stanford.edu/papers/pdf/08-20.pdf>



Καθώς η παγκόσμια οικονομία αναπτυσσόταν, η ανάγκη για συναλλαγματικά αποθέματα διαρκώς αυξανόταν. Τα συναλλαγματικά αποθέματα μπορούσαν να τα διαθέσουν στις υπόλοιπες χώρες μόνο οι ΗΠΑ, εμφανίζοντας παράλληλα έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών τους και εκδίδοντας ομόλογα για να το χρηματοδοτήσουν. Εάν οι ΗΠΑ αποφάσιζαν για κάποιο λόγο να σταματήσουν να λειτουργούν με αυτό τον τρόπο, το σύστημα θα εμφάνιζε έλλειψη ρευστότητας και η παγκόσμια οικονομία θα έπεφτε σε ύφεση.

Ωστόσο, ο Triffin προειδοποίησε ότι αν τα ελλείμματα συνεχίζονταν, η υπερβολική ρευστότητα που επικρατούσε θα μπορούσε να οδηγήσει σε πληθωριστικές πιέσεις. Εκτός αυτού, η συσσώρευση του χρέους μπορεί να κλονίζει την εμπιστοσύνη των ξένων ως προς τη δυνατότητα των ΗΠΑ να εγγυώνται για τη μετατρεψιμότητα του χρυσού και να πίστευαν ότι μια υποτίμηση του δολαρίου θα ακολουθούσε.

Αν και την εποχή που εξέφρασε αυτή την άποψη ο Triffin το σύστημα που επικρατούσε ήταν αυτό των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, το δίλημμα συνεχίζει να υφίσταται μέχρι σήμερα. Το 1960 ο φόβος αφορούσε τη μετατρεψιμότητα των δολαρίων σε χρυσό. Σήμερα, ο φόβος περιστρέφεται γύρω από την υποτίμηση του δολαρίου, την εμφάνιση πληθωριστικών πιέσεων στις αμερικανικές μετοχές και την απώλεια κεφαλαίων.

Με βάση τα λεγόμενα του Triffin, η πολιτική που ακολούθησε η Ομοσπονδιακή Τράπεζα ήταν λανθασμένη καθώς οι αξιωματούχοι θα μπορούσαν να αποφύγουν αύξηση της παγκόσμιας ρευστότητας. Η εφαρμογή υψηλότερων επιτοκίων από την Τράπεζα θα μπορούσε να είχε εμποδίσει την δανειακή εξάρση και τη γενικευμένη χειροτέρευση των οικονομικών στάνταρ. Το γεγονός αυτό βέβαια θα συνεπαγόταν χαμηλότερους ρυθμούς μεγέθυνσης τόσο για τις ΗΠΑ όσο και για τον υπόλοιπο κόσμο.

Αντιθέτως, οι επικεφαλής της Τράπεζας επέλεξαν να ικανοποιήσουν την εξωτερική ζήτηση για συναλλαγματικά αποθέματα. Το χαμηλό ύψος των επιτοκίων και το συνεπαγόμενο έλλειμμα του ισοζυγίου πληρωμών αύξησαν κατακόρυφα τα επίπεδα της παγκόσμιας ρευστότητας με το τίμημα της μείωσης των πιστωτικών κριτηρίων και της αύξησης της ευθραυστότητας και αστάθειας του συστήματος. Αποτέλεσμα των κινήσεων αυτών υπήρξε από τη μία πλευρά, η αύξηση της

παγκόσμιας ρευστότητας και μεγέθυνσης και από την άλλη πλευρά, η υπερχρέωση των ΗΠΑ ως εκδότη του διεθνούς νομίσματος.<sup>45</sup>

---

<sup>45</sup> Kemp John, “Global Imbalances and the Triffin dilemma”, 13/1/ 2009 στο <http://www.reuters.com/article/idUSLD44631620090113>

## ΜΕΡΟΣ Γ

### Παλαιότερες προτάσεις για χρήση των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων

Αν και μέχρι πρόσφατα τα μεγάλα βιομηχανικά κράτη τάσσονταν κατά μιας γενικής εκχώρησης Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων, είχαν γίνει κάποιες προτάσεις οι οποίες στόχευαν σε διαφορετική χρήση τους από αυτή που αναφέρεται στα Άρθρα Συμφωνίας.

Στα μέσα της δεκαετίας του 1980, Εκτελεστικοί Διευθυντές από το Βέλγιο, τη Γαλλία και την Ινδία πρότειναν ο καθένας ένα σχετικά διαφορετικό σχέδιο για τη χρήση των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων, με βάση το οποίο οι πιστότερες χώρες θα δάνειζαν στο Ταμείο τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα που τους είχαν εκχωρηθεί, έτσι ώστε να μπορεί να παρέχει πίστωση υπό όρους το Ταμείο στις αναπτυσσόμενες χώρες. Ωστόσο, το σύνολο του Εκτελεστικού Συμβουλίου απέρριψε και τις τρεις προτάσεις, καθώς δεν είδε να απορρέει κάποιο όφελος.

Το 1988 ο Γάλλος Πρόεδρος Mitterrand, πρότεινε οι αναπτυσσόμενες χώρες να παραχωρήσουν τα μερίδιά τους σε μια νέα εκχώρηση Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων σε ένα ειδικό ταμείο στα πλαίσια του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Το ταμείο αυτό θα χρησίμευε ως εγγύηση για την πληρωμή των τόκων των υποχρεώσεων που αναλάμβαναν οι χώρες οφειλέτες.

Πιο πρόσφατα, υπήρξαν ιδέες και προτάσεις να χρησιμοποιηθεί ο μηχανισμός των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων ως το μέσο για να καταστεί το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο δανειστής ύστατης ανάγκης είτε μέσω μιας μεγάλης εκχώρησης Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων είτε μέσω της έκδοσής τους σε προσωρινή βάση έτσι ώστε να αντιμετωπιστούν οι οικονομικές κρίσεις.

Προτάσεις έχουν υπάρξει και από ανεπίσημους κύκλους, όπως η Έκθεση Zedillo, η οποία προτείνει μια επανάληψη των εκχωρήσεων Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων.<sup>46</sup>

---

<sup>46</sup> Clark B. Peter, Polak J. Jacques, "International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System", IMF staff papers, Vol 51, No 1, 2004, ό.π.

## **Το νομισματικό σύστημα βασισμένο στα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα**

Τα τελευταία χρόνια, οι προτάσεις σχετικά με την εκχώρηση των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων στα κράτη-μέλη του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου αντανακλούν δύο προσεγγίσεις. Με βάση την πρώτη προσέγγιση, τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα πρέπει να εκδίδονται με αντικυκλικό τρόπο προκειμένου να αποφεύγονται οι πληθωριστικές πιέσεις σε περιόδους έξαρσης και να συγκεντώνονται όταν υπάρχει οικονομική πίεση. Η δεύτερη προσέγγιση προτείνει την τακτική εκχώρησή τους ώστε να ικανοποιείται η επιπλέον ζήτηση των κρατών για συναλλαγματικά αποθέματα.

Η πιο επιθυμητή μεταρρύθμιση προβλέπει τη μετάβαση στην εποχή όπου το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο θα βασίζεται μόνο στα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα των οποίων η χρήση θα γίνεται με αντικυκλικό σκοπό. Πρακτικά, η μεταρρύθμιση αυτή περιλαμβάνει αντικυκλικές εκχωρήσεις Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων, οι οποίες θα παράγουν χωρίς όρια ρευστότητα, σε συνδυασμό με αντικυκλική χρηματοδότηση από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο βασισμένη εξ ολοκλήρου στα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα, η οποία θα παρέχει υπό όρους ρευστότητα στις χώρες που αντιμετωπίζουν πρόβλημα στο ισοζύγιο πληρωμών τους. Για την εφαρμογή του δεύτερου στόχου, χρήσιμος θα ήταν ο μηχανισμός σύμφωνα με τον οποίο η δανειοδότηση από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο θα σήμαινε την έκδοση Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων σε περιπτώσεις κρίσεων και την καταστροφή τους αμέσως μετά την αποπληρωμή των δανείων. Ο συνδυασμός των δύο αυτών μεταρρυθμίσεων θα ενδυνάμωνε το θεσμό του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και ως εκ τούτου το σκοπό της συλλογικής ασφάλειας.

Μια εναλλακτική λύση στο συνδυασμό εκχώρησης Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων και δανειοδότησης των χωρών από το Ταμείο, είναι η χρήση των μη χρησιμοποιούμενων Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων ως καταθέσεων στο Ταμείο, οι οποίες μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τη δανειοδότηση των κρατών μελών που βρίσκονται σε κατάσταση ανάγκης. Η λύση αυτή θα διευκόλυνε επίσης το Ταμείο καθώς θα του παρείχε περισσότερους πόρους κατά τη διάρκεια των κρίσεων.

Ένα άλλο πλεονέκτημα που θα προέκυπτε από τη συγκεκριμένη λύση, θα ήταν η στήριξη των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων. Η στήριξή τους θα προέκυπτε από το δανεισμό και τις επενδύσεις που θα γίνονταν από τις καταθέσεις σε Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα. Σε περιόδους οικονομικής άνθισης, το όργανο θα

ήταν τα ομόλογα, που θα εκδίδονταν από τα κράτη μέλη που διαθέτουν μεγάλο βαθμό ρευστότητας και θα μπορούσαν να εξοφληθούν σε μετατρέψιμα νομίσματα. Σε περιόδους οικονομικών κρίσεων, μέρος των ομολόγων αυτών θα χρησιμοποιούνταν ως πόροι για το δανεισμό των χωρών που αντιμετωπίζουν προβλήματα στο ισοζύγιο πληρωμών τους. Και οι δύο κινήσεις προσομοιάζουν με τη λειτουργία των κεντρικών τραπεζών.

Οι παραπάνω προτάσεις προκειμένου να μπορέσουν να υιοθετηθούν θα πρέπει να συνοδευτούν από μεταρρυθμίσεις σε τέσσερις άλλους τομείς. Το πρώτο ζήτημα αφορά την εκχώρηση μεριδίων συμμετοχής στον Οργανισμό, όπου παρά τις πρόσφατες βελτιώσεις συνεχίζει να μην αντανακλά τη σημερινή οικονομική πραγματικότητα. Στο ενδεχόμενο που το Ταμείο βασιστεί αποκλειστικά στα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα το μερίδιο συμμετοχής θα αποκτήσει διαφορετική σημασία καθώς δεν θα συνεπάγεται την οικονομική ενίσχυσή του από τα κράτη-μέλη αλλά θα καθορίζει το μερίδιο των κρατών σε σχέση τις εκχωρήσεις Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων, το όριο δανειοδότησής τους και μαζί με τις βασικές τους ψήφους, την ισχύ τους σε ψήφους.

Ένα δεύτερο ζήτημα είναι η καθιέρωση μηχανισμών για την καλύτερη προσαρμογή στις παγκόσμιες ανισοροπίες. Ο συντονισμός της μακροοικονομικής πολιτικής των κρατών στα πλαίσια του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου παρά με ad hoc διακανονισμούς θα μπορούσε να συμβάλλει στην καλύτερη λειτουργία του συστήματος.

Σε ένα τρίτο επίπεδο, η λύση που θα υιοθετηθεί θα πρέπει να συμπεριλάβει και τις ασυμμετρίες που αφορούν στη ζήτηση συναλλαγματικών αποθεμάτων από τις αναπτυσσόμενες χώρες. Το πρόβλημα αυτό μπορεί να αντιμετωπιστεί μέσω της μίξης δύο μεταρρυθμίσεων. Με βάση την πρώτη, θα πρέπει να υπάρξει ασύμμετρη έκδοση Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων ώστε να εκχωρηθούν μεγαλύτερα ποσά στις χώρες με τη μεγαλύτερη ζήτηση, δηλαδή στις αναπτυσσόμενες χώρες και με βάση τη δεύτερη, θα πρέπει να δημιουργηθεί ένας αναπτυξιακός σύνδεσμος για τις εκχωρήσεις σε Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα. Ένας πιθανός μηχανισμός για τη δημιουργία του συνδέσμου αυτού θα ήταν η αγορά, εκ μέρους του Ταμείου, ομολόγων από αναπτυξιακές τράπεζες, με Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα που δεν χρησιμοποιούν τα κράτη-μέλη, και κατόπιν η χρηματοδότηση των αναπτυσσομένων χωρών.

Τέλος, είναι πολύ σημαντικό να αναθεωρηθούν τα σημερινά δεδομένα που αφορούν τα πιστωτικά όρια, τις προϋποθέσεις και τη δανειοδότηση από τον Οργανισμό προκειμένου τα κράτη να στραφούν ξανά στη συλλογική ασφάλεια και όχι στην αυτοπροστασία.

Μέχρι να πραγματοποιηθούν οι παραπάνω λύσεις και μεταρρυθμίσεις, χρήσιμη κρίνεται η δημιουργία του λογαριασμού υποκατάστασης για την εξασφάλιση της σταθερότητας του συστήματος. Ένα βήμα προς την κατεύθυνση αυτή θα μπορούσε να θεωρηθεί η απόφαση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου να εκδώσει τον Ιούνιο του 2009 ομόλογα εκφρασμένα σε Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα για να ενισχύσει ορισμένες αναδυόμενες οικονομίες.<sup>47</sup>

Μια κυβέρνηση θα μπορούσε να πουλήσει, τόσο τις ήδη υπάρχουσες ποσότητες της σε Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα όσο και την ποσότητα που θα προέκυπτε από το Λογαριασμό Υποκατάστασης, σε ένα άλλο μέλος του Ταμείου για να αγοράσει το εθνικό νόμισμα της χώρας αυτής και να το χρησιμοποιήσει ώστε να παρέμβει στις ξένες αγορές συναλλάγματος.

Ο ρυθμός μετατροπής για αυτές τις συναλλαγές που θα περιλάμβαναν τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα θα γινόταν με βάση την αξία του υπό ζήτηση νομίσματος εκφρασμένη σε Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα – μια αξία την οποία το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο θα μπορούσε να υπολογίζει και να ανακοινώνει καθημερινά χρησιμοποιώντας μια διεθνώς συμφωνημένη βάση για τον καθορισμό της αξίας του κάθε νομίσματος σε σχέση με τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα. Υπό το βάρος αυτών των διακανονισμών, κάθε υποχρέωση διατήρησης της αξίας που θα προβαλλόταν από τις ΗΠΑ θα αντικαθίστατο από την υποχρέωσή τους να δέχονται μια ποσότητα Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων σε αντάλλαγμα μιας ποσότητας δολαρίων στην τότε καθορισμένη συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου- Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων.

Υπό αυτό το καθεστώς, κάθε μέλος του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου θα ήταν υποχρεωμένο να πουλά ή να αγοράζει το νόμισμά του από κάθε άλλο μέλος του Ταμείου σε αντάλλαγμα με Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα. Αυτές οι συναλλαγές θα γίνονταν εκτός αγοράς και ως εκ τούτου δεν θα εμπόδιζαν την κάθε χώρα να αφήσει το νόμισμά της να κυμανθεί ελεύθερα.

---

<sup>47</sup> Ocampo Jose Antonio, “Special Drawing Rights and the Reform of the Global Reserve System”, στο <http://www.g24.org/jao0909.pdf>

Επομένως, τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα θα μπορούσαν να καταστούν ένα υπερεθνικό αποθεματικό στοιχείο χωρίς την επέμβαση του Ταμείου ή οποιουδήποτε άλλου διεθνούς θεσμού για την αγορά ή πώληση του νομίσματος ενός κράτους-μέλους. Τα μέλη του Ταμείου θα έπρεπε, ωστόσο, να το εξουσιοδοτήσουν για την έκδοση Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων σε τακτική βάση καθώς τα αποθέματά τους θα έπρεπε να συμβαδίζουν με τη μεγέθυνση της παγκόσμιας οικονομίας.<sup>48</sup>

Οι παρούσες συγκυρίες μπορούν να θεωρηθούν κατάλληλες για την εισαγωγή των παραπάνω μεταρρυθμίσεων καθώς το πληθωριστικό ρίσκο που συνδέεται με τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα είναι ελάχιστο. Επιπλέον, οι ΗΠΑ θα μπορέσουν να συνεχίζουν να εφαρμόζουν επεκτατική φορολογική και νομισματική πολιτική χωρίς να χρειάζεται να ανησυχούν για τις επιπτώσεις των πολιτικών τους στη σταθερότητα του συστήματος. Ενώ τέλος, οι ΗΠΑ δεν θα ήταν αναγκασμένες πλέον να εμφανίζουν έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών τους για να εγγυηθούν τη παγκόσμια ρευστότητα.<sup>49</sup>

Σύμφωνα με τον John Williamson, συνεργάτη του Ινστιτούτου Peterson, η λειτουργία του διεθνούς νομισματικού συστήματος με βάση το δολάριο και με βάση τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα παρουσιάζει τέσσερις σημαντικές διαφορές.

Πρώτο είναι το ζήτημα της ελαστικότητας στην παροχή αποθεμάτων. Πιο συγκεκριμένα, η παροχή δολαρίων εξαρτάται από τη θέση του ισοζυγίου πληρωμών των ΗΠΑ και ως εκ τούτου μπορεί να αυξηθεί ανταποκρινόμενη σε μια μεγαλύτερη ζήτηση για δολάρια, ταυτόχρονα με μια εξογενώς προερχόμενη αύξηση του ελλείμματος. Αντιθέτως, η παροχή των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων εξαρτάται από μια διοικητική απόφαση που λαμβάνεται από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και αν η παροχή των ανταγωνιστικών συναλλαγματικών αποθεμάτων, δηλαδή των δολαρίων, είναι περιορισμένη, τότε η παροχή Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων δεν θα ανταποκρίνεται στην πραγματική ζήτηση. Η απόψη που επικρατεί μέχρι σήμερα αναφέρει ότι η παροχή συναλλαγματικών αποθεμάτων θα πρέπει να ανταποκρίνεται στη διαφοροποίηση της ζήτησης, ωστόσο, οι εξωγενείς διαφοροποιήσεις μπορεί να προκαλέσουν παγκόσμιες πληθωριστικές ή αποπληθωριστικές πιέσεις και ως εκ τούτου θα πρέπει να αποφεύγονται.

---

<sup>48</sup> Kenen B. Peter, "Reforming the Global Reserve Regime: The Role of a Substitution Account", 2010, στο <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-2362.2010.01259.x/pdf>

<sup>49</sup> Ocampo Jose Antonio, "Special Drawing Rights and the Reform of the Global Reserve System", ό.π.

Δεύτερον, το παρόν σύστημα, δίνει στις ΗΠΑ τη δυνατότητα να πληρώνουν το χρέος τους χρησιμοποιώντας το νόμισμά τους, προνόμιο το οποίο δεν διαθέτει καμία άλλη χώρα. Έτσι, το έλλειμμα των ΗΠΑ δεν επηρεάζεται από τα δολάρια που κατέχουν ενώ επιπλέον έχουν τη δυνατότητα να δανειστούν στο νόμισμά τους από τη διεθνή αγορά κεφαλαίων. Ωστόσο, τα χρέη πρέπει να τακτοποιούνται μέσω της μεταφοράς των περιουσιακών στοιχείων και όχι μέσω της αύξησης των χρεογράφων και των ομολόγων. Επομένως, το ζήτημα της διευθέτησης των χρεών για τις χώρες διαφοροποιείται όταν υπάρχει μια χώρα εκδότρια του διεθνούς νομίσματος, από όταν το διεθνές νόμισμα εκδίδεται από ένα διεθνή οργανισμό καθώς στη δεύτερη περίπτωση η διευθέτηση του χρέους θα γίνεται με τον ίδιο τρόπο από όλες τις χώρες.

Τρίτον, τα δύο συστήματα εμφανίζουν διαφορετικές επιπτώσεις ως προς το ζήτημα των πληρωμών των ανισοροπιών και ως εκ τούτου της διαχείρισης του χρέους των διαφόρων χωρών. Υπό το παρόν σύστημα όπου το δολάριο είναι το κυρίαρχο νόμισμα, η αύξηση στην παροχή συναλλαγματικών αποθεμάτων προέρχεται από την αύξηση του ακαθάριστου χρέους των ΗΠΑ. Αυτή η αύξηση του χρέους θα μπορούσε να χρηματοδοτηθεί εξ ολοκλήρου μέσω του μεγαλύτερου δανεισμού των ΗΠΑ από τον υπόλοιπο κόσμο προκειμένου να υπάρχει καθαρή αύξηση του χρέους τους. Πρακτικά, αναμένεται ότι ένα μέρος των αποθεμάτων θα προέλθει από τον εξωτερικό δανεισμό, ενώ το υπόλοιπο μέρος τους θα λάβει τη μορφή μεγάλων πλεονασμάτων στο ισοζύγιο πληρωμών των άλλων χωρών και αντιστοίχως μεγάλων ελλειμμάτων στο ισοζύγιο πληρωμών των ΗΠΑ. Το γεγονός αυτό συνεπάγεται χειροτέρευση της διεθνούς επενδυτικής θέσης των ΗΠΑ. Στην αντίθετη περίπτωση, όπου τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα θα κυριαρχούσαν στο διεθνές νομισματικό σύστημα, η διανομή τους θα γινόταν ανταποκρινόμενη ακριβώς στις ανάγκες για συναλλαγματικά αποθέματα κι επομένως καμία χώρα δεν θα ήταν αναγκασμένη να αυξήσει το καθαρό χρέος της. Ειδικότερα, οι ΗΠΑ δεν θα ήταν υποχρεωμένες να αυξήσουν το καθαρό τους χρέος για να ικανοποιήσουν την παγκόσμια ζήτηση σε συναλλαγματικά αποθέματα εάν μια μεγάλη εκχώρηση Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων λάμβανε χώρα.

Τέταρτον, σημαντικό είναι και το κέρδος που απορρέει για τις ΗΠΑ ως χώρα εκδότρια του διεθνούς νομίσματος. Το κέρδος αυτό προκύπτει από το γεγονός ότι οι ΗΠΑ δανείζει τις υπόλοιπες χώρες με υψηλό επιτόκιο ενώ αντίστροφα τους πουλά συναλλαγματικά αποθέματα με χαμηλό επιτόκιο. Η διαφορά ανάμεσά τους είναι το κέρδος που απορρέει για τις ΗΠΑ. Εάν για κάποιον λόγο η χώρα που εκδίδει το



διεθνές νόμισμα αποφασίσει να αυξήσει τα συναλλαγματικά της αποθέματα και επομένως να εμφανίσει πλεόνασμα στο ισοζύγιο πληρωμών της, αυτό θα έχει δυσάρεστες συνέπειες για τα υπόλοιπα κράτη όπως το να δανείζεται κανείς με υψηλό επιτόκιο. Ωστόσο, δεν είναι ξεκάθαρο ότι οι ΗΠΑ δίνουν την ίδια αξία στο έλλειμμα που εμφανίζουν στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών με την αξία που δίνουν στην εκροή κεφαλαίων. Εάν κάτι τέτοιο δεν ισχύει, τότε προκύπτει ένα κοινωνικό κέρδος από τη δημιουργία συναλλαγματικών αποθεμάτων σε Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα.<sup>50</sup>

### **Επιχειρήματα υπέρ της καθιέρωσης των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων ως το νέο διεθνές νόμισμα**

Δεδομένης της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης αλλά και της δυσμενούς θέσης του δολαρίου πολλοί αναλυτές και οικονομολόγοι θεώρησαν ότι τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα είναι εκείνα που θα μπορέσουν να καταφέρουν να εξασφαλίσουν τη σταθερότητα και ρευστότητα του συστήματος.

Μία από τις απόψεις που επικρατούν και η οποία τάσσεται υπέρ της χρήσης των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων, είναι αυτή σύμφωνα με την οποία μια εκχώρηση σε Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα θα αύξανε την εμπιστοσύνη στις συνεργατικές και συντονισμένες προσπάθειες ενάντια στην παγκόσμια οικονομική ύφεση. Θα έδινε τη δυνατότητα στις μεγάλες βιομηχανικές χώρες να βοηθήσουν τις αναπτυσσόμενες χώρες που θα είχαν άμεση ανάγκη για εισροή κεφαλαίων. Εκτός όμως από τις αναπτυσσόμενες χώρες θα επωφελούνταν και οι ανεπτυγμένες καθώς, αφού θα δάνειζαν στις αναπτυσσόμενες χώρες δικές τους ποσότητες σε Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα, θα λάμβαναν πίσω ένα στοιχείο που στηρίζεται από τα κράτη μέλη του Ταμείου.

Ίσης σημασίας είναι και το γεγονός ότι η εκχώρηση Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων θα μπορούσε να αποτρέψει ένα συστημικό κίνδυνο ο οποίος θα προέκυπτε από τις χώρες οι οποίες θα θεωρούσαν μετά το πέρας της κρίσης ότι τα συναλλαγματικά τους αποθέματα ήταν ανεπαρκή. Το ρίσκο έγκειται στην απόφαση στην οποία ενδέχεται να οδηγούνταν και η οποία θα ήταν η προσπάθεια ελέγχου της συναλλαγματικής τους ισοτιμίας ώστε να εμφανίσουν τεράστια εμπορικά

---

<sup>50</sup> Williamson John, "Understanding Special Drawing Rights (SDRs)", June 2009, ό.π.

πλεονάσματα και να αποκτήσουν μεγάλες ποσότητες συναλλαγματικών αποθεμάτων. Το χειρότερο σενάριο θα ήταν να προέβαιναν σε αυτή την κίνηση πολλές χώρες ταυτόχρονα, με συνέπεια να ξεσπάσουν οικονομικοί πόλεμοι και να δημιουργηθούν νέες παγκόσμιες ανισοροπίες.

Οφέλη από τη χρήση των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων προκύπτουν τόσο για τις χώρες των οποίων το νόμισμα δεν χρησιμοποιείται ως συναλλαγματικό απόθεμα, όσο και για αυτές που παρέχουν το νόμισμά τους ως συναλλαγματικό απόθεμα για τις υπόλοιπες.

Στην περίπτωση των πρώτων, η παρέμβαση στην συναλλαγματική τους ισοτιμία θα γινόταν πιο δύσκολη διαδικασία καθώς θα έπρεπε να μετατρέψουν τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα σε εμπορικό νόμισμα. Δεύτερον, αν και το ύψος των επιτοκίων που αποτελούν τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα είναι το ίδιο σε σχέση με αυτό του κάθε μεμονωμένου νομίσματος, η συνολική διακύμανση του καλάθιού νομισμάτων είναι μικρότερη οδηγώντας έτσι το σύστημα σε μεγαλύτερη σταθερότητα. Άλλο σημαντικό προτέρημα που απορρέει είναι ότι το κέρδος από τη χρήση τους διανέμεται σε όλα τα κράτη μέλη του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και δεν παραμένει συγκεντρωμένο στη χώρα που εκδίδει στην παρούσα φάση το διεθνές νόμισμα. Το πλεονέκτημα αυτό μεταφράζεται στη δυνατότητα δανεισμού σε χαμηλότερο επιτόκιο από το κανονικό. Τέλος, η προσφυγή στα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα θα καθιστούσε πιο δύσκολο για τις ΗΠΑ να ασκήσουν τόσο μεγάλη επιρροή στα εμπορικά ισοζύγια. Κατά τον ίδιο τρόπο, οι ΗΠΑ θα υπόκεινταν σε πολύ μεγαλύτερες πιέσεις από την αγορά όσον αφορά τη συναλλαγματική τους ισοτιμία και θα αναγκάζονταν να διατηρούν καλύτερη ισορροπία στο ισοζύγιο πληρωμών τους.

Από την πλευρά των χωρών των οποίων το νόμισμα χρησιμεύει ως αποθεματικό στοιχείο, το στοιχείο της κυριότητας όσον αφορά την έκδοση του διεθνούς νομίσματος μειώνεται αλλά δεν χάνεται πλήρως, καθώς η εκχώρηση των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων γίνεται με βάση το μερίδιο συμμετοχής τους στον Οργανισμό. Άρα, οι χώρες που θα λάβουν τις μεγαλύτερες εκχωρήσεις είναι εκείνες που στην παρούσα φάση παρέχουν τα συναλλαγματικά αποθέματα στις υπόλοιπες. Επίσης, ο ρόλος του εκδότη ενός αποθεματικού στοιχείου απαιτεί να γίνει οφειλέτης προκειμένου να παράσχει το νόμισμά του στις υπόλοιπες χώρες. Αυτό φέρει το πιθανό ρίσκο μιας επίθεσης στο νόμισμα κατά τη διάρκεια μιας κρίσης, η οποία μπορεί να είναι το αποτέλεσμα μιας συσσώρευσης βραχυπρόθεσμων στοιχείων

τα οποία από τη φύση τους αποφέρουν λιγότερα από τις άλλου είδους επενδύσεις. Αυτό με τη σειρά του σημαίνει ότι η εγχώρια πολιτική καθοδηγείται κατά ένα μέρος από τις ξένες χώρες που κατέχουν τίτλους και ομόλογα. Ένα άλλο πρόβλημα που αντιμετωπίζουν οι χώρες αυτές είναι η αστάθεια του νομίσματός τους, η οποία προκαλείται όταν οι ξένες τράπεζες εμπορεύονται το νόμισμά τους για να επανισορροπήσουν το χαρτοφυλάκιο των αποθεμάτων τους. Αυτή η επανισοροποίηση προκαλεί διακυμάνσεις στη συναλλαγματική τους ισοτιμία και ζήτηση του νομίσματος τους καθιστώντας τη διαχείρισή του από την κεντρική τράπεζα πιο δύσκολη υπόθεση. Επίσης, ένα σημαντικό ρίσκο που αφορά τις χώρες αυτές είναι ότι οι κεντρικές τράπεζες μπορεί να χάσουν την εμπιστοσύνη τους στο νόμισμα μιας χώρας και να αποφασίσουν να μειώσουν τα αποθέματά τους προκαλώντας την υποτίμηση του νομίσματος και μια γενικότερη ύφεση. Στην περίπτωση της Κίνας και των ΗΠΑ, αν η Κίνα δεν ήταν τόσο εξαρτημένη από τις ΗΠΑ για τις εξαγωγές της η γρήγορη υποτίμηση του δολαρίου θα είχε ήδη επέλθει. Ένα τελευταίο κόστος που επιβαρύνει τις χώρες αυτές είναι η πολιτική και οικονομική ισχύς που διαθέτουν οι ξένες κυβερνήσεις εφόσον διαχειρίζονται το χρέος. Για όλους τους προαναφερθέντες λόγους, προτείνεται η μετάβαση στα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα για τις χώρες που παρέχουν το νόμισμά τους ως συναλλαγματικό απόθεμα.<sup>51</sup>

Οι υποστηρικτές της αντικατάστασης του δολαρίου από τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα στο διεθνές νομισματικό σύστημα προβάλλουν ως σημαντικό πλεονέκτημα των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων τη δυνατότητα για ολοένα μεγαλύτερη αυξανόμενη εκχώρησή τους μέσω της απόφασης της πλειοψηφίας των κρατών-μελών του Ταμείου χωρίς να ανακύπτει το ζήτημα της εμφάνισης ελλείμματος στο ισοζύγιο πληρωμών των ΗΠΑ ή οποιασδήποτε άλλης χώρας προμηθεύτριας του διεθνούς νομίσματος.

Επιπλέον, ο μηχανισμός προσαρμογής της αγοράς που ισχύει όλες τις υπόλοιπες χώρες θα ισχύσει και για τις ΗΠΑ. Αν οι περαιτέρω αυξήσεις σε συναλλαγματικά αποθέματα γίνουν σε Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα και όχι σε δολάρια, κάθε ποσότητα δολαρίων που θα αγόραζε η Κίνα, για παράδειγμα, για να διατηρήσει τη συναλλαγματική της ισοτιμία ή για να αυξήσει τα συναλλαγματικά αποθέματα θα πουλιόταν στις ΗΠΑ σε αντάλλαγμα με Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα. Έτσι, θα προσέθετε Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα στα αποθέματά της

<sup>51</sup> Truman M. Edwin, "How the Fund Can Help Save the World Economy", 5/3/ 2009, στο <http://www.iie.com/publications/opeds/oped.cfm?ResearchID=1140>



και όχι δολάρια. Οι ΗΠΑ από τη μεριά τους δεν θα μπορούσαν να τυπώσουν δολάρια για να καλύψουν τις ανάγκες της Κίνας. Αν τα αποθέματα των ΗΠΑ σε Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα λιγότευαν θα έπρεπε να αυξήσουν το ύψος των επιτοκίων, που θα ήταν φυσικό επακόλουθο της αγοράς δολαρίων, μειώνοντας έτσι την προσφορά δολαρίων στην αγορά και αυξάνοντας την εισροή κεφαλαίων για να παρέχουν στην Κίνα τη ζητούμενη ποσότητα σε Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα.

Εκτός των άλλων, υποστηρίζεται ότι η αξία των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων είναι πιο σταθερή σε σχέση με τα υπόλοιπα νομίσματα καθώς αποτελείται από καλάθι νομισμάτων, ενώ παράλληλα προστίθεται στα ήδη υπάρχοντα συναλλαγματικά αποθέματα των υπολοίπων κρατών, τουλάχιστον με βάση το μερίδιο συμμετοχής τους στο Ταμείο, χωρίς κόστος. Αντιθέτως, μέχρι και σήμερα μια χώρα προκειμένου να αυξήσει τα συναλλαγματικά της αποθέματα πρέπει να πουλήσει μέρος των αγαθών και των υπηρεσιών της στο εξωτερικό.<sup>52</sup>

Επιπρόσθετα, η Κίνα δεν θα κινδύνευε από μια ενδεχόμενη υποτίμηση του δολαρίου καθώς το δολάριο πλέον θα αποτελούσε μόλις ένα μέρος ενός καλάθιου νομισμάτων. Επομένως, η Κίνα θα μπορούσε να σταθεροποιήσει την αξία των αμερικανικών ομολόγων της.

Ένα άλλο σημαντικό πλεονέκτημα που προσφέρει το καλάθι νομισμάτων σε αντίθεση με το εθνικό νόμισμα είναι η ικανοποίηση της παγκόσμιας ζήτησης με παράλληλη μείωση του φόβου για μείωση της αξίας του εκάστοτε νομίσματος. Αυτός ο φόβος ήταν που οδήγησε την Κίνα αλλά και άλλες αναπτυσσόμενες χώρες να αποταμιεύσουν μεγάλες ποσότητες συναλλαγματικού αποθέματος, ώστε να διαφυλαχτούν από τυχόν απώλειες λόγω της πτώσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του δολαρίου.

Όσον αφορά το ζήτημα της οικονομικής ευμάρειας, αυτή δεν θα εξαρτώνταν πλέον από τη συμπεριφορά ενός και μόνο νομίσματος και ο κίνδυνος που θα υπήρχε θα διαφοροποιούνταν λόγω της ύπαρξης ενός καλάθιου νομισμάτων.

Ένα άλλο ζήτημα που υφίσταται είναι αυτό της διανομής ωφελειών από το ρόλο του εκδότη του διεθνούς νομίσματος. Καθώς στην παρούσα φάση το δολάριο είναι το νόμισμα στο οποίο στρέφονται οι επενδυτές για ασφάλεια σε περιόδους οικονομικής δυσπραγίας, οι ΗΠΑ καταφέρνουν να ελκύουν πόρους και κεφάλαια από άλλες χώρες ακόμη και όταν το ύψος των επιτοκίων τους είναι πολύ χαμηλό.

---

<sup>52</sup> Coats Warren, "Do we need a new global currency?", 5/1/2010, στο <http://www.compasscayman.com/cfr/2010/01/05/Do-we-need-a-new-global-currency-/>



Επομένως, η αντικατάσταση του δολαρίου με τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα θα οδηγήσει στην απώλεια αυτού του πλεονεκτήματος.<sup>53</sup>

Ένα ακόμη στοιχείο που καθιστά τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα πιο ελκυστικά είναι ότι βασικός τους σκοπός θα είναι η παροχή συναλλαγματικού αποθέματος χωρίς κόστος για τις χώρες, οι οποίες μπορούν να δανείζουν ή να δανείζονται κανονικά στα υπόλοιπα νομίσματα.

Για να καταστούν όλα αυτά τα πλεονεκτήματα που απορρέουν από τη χρήση των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων εφικτά, θα πρέπει πρώτα να γίνει μιας ζωτικής σημασίας μεταρρύθμιση στα Άρθρα Συμφωνίας του Ταμείου. Θα πρέπει, δηλαδή, να γίνει αναδιανομή των μεριδίων συμμετοχής των χωρών ώστε να ανταποκρίνονται στα δεδομένα της πραγματικής οικονομίας όσον αφορά το παγκόσμιο εμπόριο και τις εξαγωγές τους. Εάν η εκχώρησή τους βασιστεί στα σημερινά δεδομένα τότε οι χώρες που θα λάβουν τη μεγαλύτερη ποσότητα Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων θα είναι οι ΗΠΑ, η Ευρώπη και η Ιαπωνία, χώρες για τις οποίες το όφελος είναι ελάχιστο.<sup>54</sup>

### **Γιατί δεν μπορούν να καταστούν τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα διεθνές νόμισμα**

Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση συντάρραξε τα θεμέλια της παγκόσμιας οικονομίας και επηρέασε σημαντικά και τις ΗΠΑ, τη χώρα που μέχρι σήμερα εκδίδει το διεθνές νόμισμα. Το γεγονός αυτό οδήγησε κάποιες αναδυόμενες οικονομίες όπως η Κίνα και η Ρωσία να αναζητήσουν νέους μηχανισμούς που θα εξασφάλιζαν την παγκόσμια ρευστότητα και σταθερότητα του συστήματος. Βασική τους πρόταση υπήρξε η αντικατάσταση του δολαρίου από τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα ως το νέο διεθνές νόμισμα.

Στη συνέχεια της ανάλυσής μας θα δείξουμε γιατί τόσο το Ταμείο δεν είναι έτοιμο να αναλάβει ένα τέτοιο ρόλο, όσο και γιατί τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα δεν διαθέτουν τα στοιχεία εκείνα που θα μπορούσαν να τα καταστήσουν διεθνές νόμισμα.

---

<sup>53</sup> Carbaugh J. Robert, Hedrick W. David, "Will the Dollar Be Dethroned as the Main Reserve Currency?", Volume 9, Issue 3, 2009, ό.π.

<sup>54</sup> Lissakers Karin, "Is the SDR a Monetary Dodo? This Bird May Still Fly", ό.π.

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο συχνά χαρακτηρίζεται ως πιθανός δανειστής ύστατης ανάγκης, καθώς διαθέτει σημαντικούς οικονομικούς πόρους, τη δύναμη να βρει επιπλέον πόρους, τη δυνατότητα να εκδώσει Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα και ένα αξιοσέβαστο απόθεμα χρυσού. Ωστόσο, η παρούσα δομή του Οργανισμού δεν του επιτρέπει να δράσει με τέτοιο τρόπο καθώς υστερεί σε κάποια βασικά χαρακτηριστικά. Αρχικά, δεν διαθέτει την απαραίτητη κυριαρχική δύναμη να δημιουργήσει διεθνές χρήμα ή αποθέματα. Δεύτερον, δεν ανταποκρίνεται σύντομα και δεν λαμβάνει σύντομα αποφάσεις σε απάντηση των οικονομικών κρίσεων που ξεσπούν και τρίτον, δεν υπάρχει διαφάνεια σε σχέση με τους προανακοινωθέντες στόχους και διαδικασίες ώστε να προκύψουν σταθεροποιητικά αποτελέσματα στην πρόληψη του πανικού. Επιπλέον, η παρούσα ποσότητα των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων είναι περιορισμένη και δεν είναι αποδεκτή ως διεθνές αποθεματικό στοιχείο. Επίσης, η έκδοσή τους απαιτεί γραφειοκρατικές διαδικασίες καθώς είναι απαραίτητη η εξουσιοδότηση από το 85% των κρατών μελών του Οργανισμού. Κατά παρόμοιο τρόπο ο χρυσός που διαθέτει το Ταμείο δεν ανήκει στους πόρους που μπορούν να ανανεώνονται συνεχώς και δεν χαρακτηρίζεται από ρευστότητα, εξαιτίας του φόβου ότι η πώληση χρυσού θα μπορούσε να οδηγήσει σε σημαντική πτώση της τιμής του. Τέλος, η διαδικασία λήψης αποφάσεων στα πλαίσια του Οργανισμού είναι συνήθως αργή και δύσκαμπτη.<sup>55</sup>

Ένα άλλο σημαντικό στοιχείο, είναι το γεγονός ότι κάθε κράτος μέλος του Οργανισμού λαμβάνει μία ποσότητα Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων η οποία καθορίζεται με βάση το μερίδιο συμμετοχής του στον Οργανισμό και όχι με βάση το ενδεχόμενο πρόβλημα ρευστότητας που διαθέτει. Επομένως, σε αυτή την περίπτωση, μπορεί χώρες που δεν έχουν πρόβλημα ρευστότητας να τα συσσωρεύουν χωρίς λόγο ενώ άλλες χώρες με μεγαλύτερη ανάγκη να στερούνται ένα μέρος τους.<sup>56</sup>

Μία άλλη άποψη που τάσσεται κατά της χρήσης των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων, σχετίζεται με τη ρευστότητα του συστήματος. Πιο συγκεκριμένα, η άποψη αυτή υποστηρίζει ότι τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα δημιουργήθηκαν για να αντιμετωπίσουν μια πιθανή έλλειψη ρευστότητας λόγω των προβλημάτων που αντιμετώπιζε το δολάριο την εποχή εκείνη. Από τη στιγμή, όμως, που καταργήθηκε

---

<sup>55</sup> Papaioannou Elias, Portes Richard, "Costs and benefits of running an international currency", 2008, στο [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication13486\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13486_en.pdf)

<sup>56</sup> Alessandrini Pietro, Fratiani Michele, "International Monies, Special Drawing Rights and Supernational Money, 7/ 2009, στο [http://mofir.univpm.it/files/working%20paper/Mofir\\_26.pdf](http://mofir.univpm.it/files/working%20paper/Mofir_26.pdf)



το σύστημα των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών ο φόβος αυτός εξαλείφθηκε και τα διεθνή συναλλαγματικά αποθέματα μπορούν να αυξομειώνονται ανάλογα με τη ζήτηση που υπάρχει.<sup>57</sup>

Ένας άλλος σημαντικός λόγος για τον οποίο τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως συναλλαγματικό απόθεμα, είναι ότι η κατοχή τους δεν είναι ελκυστική, καθώς στην παρούσα φάση οι κυβερνήσεις των κρατών μπορούν να τα χρησιμοποιήσουν μόνο για τις συναλλαγές τους με άλλες κυβερνήσεις ή με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Δεν μπορούν να τα χρησιμοποιήσουν για να επέμβουν στις αγορές ξένου συναλλάγματος ή σε άλλου είδους συναλλαγές με τους υπόλοιπους παίκτες της αγοράς. Για να καταστούν πιο ελκυστικά, θα έπρεπε να αναπτυχθούν ιδιωτικές αγορές στις οποίες θα μπορούν να πωλούνται και να αγοράζονται. Θα έπρεπε να δημιουργηθούν ρευστές αγορές, στις οποίες οι κυβερνήσεις και οι εταιρίες θα μπορούσαν να εκδίδουν ομόλογα εκφρασμένα σε Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα σε ανταγωνιστικό κόστος. Επίσης, οι τράπεζες θα έπρεπε να θεωρούν ελκυστικές τόσο τις καταθέσεις σε Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα όσο και την έκδοση δανείων. Και θα ήταν, τέλος, απαραίτητο να ανοικοδομηθούν οι αγορές ξένου συναλλάγματος κατά τέτοιο τρόπο ώστε οι οικονομικές παράγοντες προτού προβούν σε μία οικονομική συναλλαγή να προτιμήσουν να ανταλλάξουν ένα νόμισμα με Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα, παρά με δολάρια.

Όταν τη δεκαετία του 1970 επιχειρήθηκε για μία ακόμη φορά η ενίσχυση του ρόλου των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων το εγχείρημα απέτυχε. Αυτό συνέβη διότι λίγες εταιρίες του δημοσίου τομέα δέχτηκαν να τα χρησιμοποιήσουν και λίγες ήταν οι τράπεζες που δέχτηκαν καταθέσεις σε Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα. Το κόστος έκδοσής τους ήταν σημαντικό για το φορέα που τα εξέδιδε πρώτη φορά. Επίσης, η έλλειψη μιας ρευστής αγοράς στην οποία θα μπορούσαν να πωληθούν ή να αγοραστούν μείωνε την ανταγωνιστικότητά τους σε σχέση με το δολάριο ή το ευρώ σήμερα.<sup>58</sup>

Η δημιουργία ιδιωτικών αγορών Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων δεν είναι εύκολη υπόθεση. Το 1981, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο απλοποίησε το

---

<sup>57</sup> Clark B. Peter, Polak J. Jacques, "International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System", IMF staff papers, Vol 51, No 1, 2004, ό.π.

<sup>58</sup> Einchgreen Barry, "The dollar dilemma", Foreign Affairs, Volume 88, Number 5, September/October 2009, ό.π.

καλάθι που αποτελεί τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα για να εξυπηρετήσει αυτόν ακριβώς το σκοπό αλλά δεν τα κατάφερε. Παρά τη σταθερότητα και τη διαφοροποίηση που μπορεί να προσφέρει ένα καλάθι νομισμάτων για τους επενδυτές, δύσκολα θα επέλεγαν τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα από τη στιγμή που υπάρχει η δυνατότητα να δημιουργήσουν το δικό τους καλάθι, κάνοντας χρήση των ήδη υπαρχόντων νομισμάτων. Η λύση αυτή θα τους συνέφερε πιο πολύ, καθώς οι αγορές αυτών των νομισμάτων είναι ήδη πιο ρευστές. Οι χώρες έχουν τη δυνατότητα να κατασκευάσουν το καλάθι νομισμάτων που καλύπτει καλύτερα τις ανάγκες τους αντί να χρησιμοποιήσουν το καλάθι νομισμάτων της διεθνούς κοινότητας που απευθύνεται σε όλες τις χώρες.<sup>59</sup>

Για να μπορέσει να ξεπεραστεί αυτό το εμπόδιο, θα πρέπει να υπάρξουν σημαντικές επενδύσεις από τις τράπεζες για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα. Ειδικότερα στην περίπτωση της Κίνας, η αγορά περισσότερων Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων δεν την ωφελεί καθώς δεν μπορεί να τα χρησιμοποιήσει κάπου. Αντιθέτως, η δημιουργία μιας ρευστής αγοράς για τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα θα ήταν ένα βήμα πιο κοντά σε μια διευρυμένη χρήση τους.

Μετά ακολουθεί το ζήτημα της ζήτησης. Τα συνταξιοδοτικά ταμεία και οι ασφαλιστικές εταιρίες κατέχουν ποσότητες κυβερνητικών ομολόγων καθώς το μεγαλύτερο μέρος αυτών των ομολόγων συνάδει με το μεγαλύτερο μέρος των υποχρεώσεών τους στους συνταξιούχους και στους ασφαλισμένους. Αυτό συνεπάγεται ότι είναι σίγουροι ότι θα έχουν επαρκή χρήματα να ανταποκριθούν στα συμβόλαιά τους.

Αν υπήρχαν ομόλογα εκφρασμένα σε Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα, η αντιστοιχία αυτή θα ήταν δύσκολο να επιτευχθεί. Εάν, για παράδειγμα, το δολάριο υποτιμώνταν σε σχέση με το ευρώ και μια ευρωπαϊκή ασφαλιστική εταιρία διατηρούσε μετοχές σε ευρώ και σε Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα, θα δυσκολευόταν να ανταποκριθεί κατόπιν στις υποχρεώσεις της.

Μια άλλη πρόκληση που πρέπει αντιμετωπιστεί είναι η δημιουργία αγοράς συναλλάγματος σε Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα η οποία στην παρούσα φάση δεν υφίσταται. Υπεύθυνο για τη δημιουργία της συγκεκριμένης αγοράς πρέπει να καταστεί το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, το οποίο θα μπορούσε να εμπορεύεται τα

---

<sup>59</sup> Einchengreen Barry, "Managing a Multiple Reserve Currency World", 4/ 2010, στο [http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/managing\\_multiple\\_res\\_curr\\_world.pdf](http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/managing_multiple_res_curr_world.pdf)

Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα με όλους τους φορείς, ιδιωτικούς και επισήμους με spreads ανταγωνιστικά με αυτά του δολαρίου.

Συν τους άλλους, τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα δεν μπορούν να λειτουργήσουν ως διεθνές νόμισμα καθώς το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο δεν έχει ακόμη τη δυνατότητα να εκδίδει επιπλέον ποσότητες σε περιόδους κρίσεων, όπως ενήργησε η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ για να διατηρήσει τη ρευστότητα του συστήματος στα μέσα του 2008. Στην περίπτωση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου η λήψη απόφασης για την έκδοση και εκχώρηση περαιτέρω Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων απαιτεί το 85% των ψήφων των κρατών μελών, κάτι που καθιστά τη διαδικασία χρονοβόρα και ακατάλληλη για το χειρισμό κρίσεων όπου απαιτείται γρήγορη δράση.

Για να το καταφέρει αυτό, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο θα πρέπει να αποκτήσει την αυτονομία και την εξουσία που διαθέτει μια Κεντρική Τράπεζα, κάτι που προς το παρόν δεν φαίνεται να ισχύει.<sup>60</sup>

Εξίσου σημαντικό ζήτημα είναι αυτό της στήριξης των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων. Προς το παρόν στηρίζονται μόνο στην καλή πίστη και στην πίστωση που παρέχεται από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Το Ταμείο δεν παράγει τίποτα άλλο που θα μπορούσε ενδεχομένως να στηρίζει την αξία τους. Αντιθέτως, το δολάριο στηρίζεται από τα αγαθά και τις υπηρεσίες που παράγουν οι Αμερικανοί και από την προθυμία τους να τα ανταλλάξουν με δολάρια.

Επίσης, ο καθορισμός της τιμής τους αλλά και το βάρος του κάθε νομίσματος στο καλάθι των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων είναι θέματα που δεν έχουν επιλυθεί και τα οποία πρέπει υπόκεινται σε πολιτικές πιέσεις και διαπραγματεύσεις χωρίς να είναι γνωστό αν η έκβασή τους θα έχει θετικό αποτέλεσμα.

Ένα άλλο σημείο που πρέπει να εξεταστεί, είναι το γεγονός ότι η χρήση των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων θα προσέθετε ένα ακόμα σκαλοπάτι στη διαδικασία των διεθνών συναλλαγών, καθώς οι αγοραστές και οι πωλητές θα έπρεπε να μετατρέψουν το τοπικό τους νόμισμα σε Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα. Αυτή η διαδικασία θα αύξανε το κόστος των συναλλαγών για τις εταιρίες και τους επενδυτές.<sup>61</sup>

---

<sup>60</sup> Einchgreen Barry, "The dollar dilemma", Foreign Affairs, Volume 88, Number 5, September/October 2009, ό.π.

<sup>61</sup> Carbaugh J. Robert, Hedrick W. David, "Will the Dollar Be Dethroned as the Main Reserve Currency?", Volume 9, Issue 3, 2009, ό.π.

Πέρα από το οικονομικό επίπεδο, υπάρχουν ζητήματα που δεν έχουν διευθετηθεί και σε πολιτικό-θεσμικό επίπεδο και τα οποία θα έπρεπε ήδη να έχουν συμφωνηθεί προκειμένου να γίνει η μετάβαση στα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα.

Αρχικά, η αποδοχή και η χρήση τους από όλες τις κυβερνήσεις και τους ιδιωτικούς φορείς πρέπει να θεσπιστεί στα πλαίσια του διεθνούς δικαίου.

Επίσης, θα πρέπει να υπάρξουν κανόνες κοινά αποδεκτοί από όλους σχετικά με τη δημιουργία και την εκχώρηση των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων. Ειδικότερα θα πρέπει να συμφωνηθούν τα κριτήρια πάνω στα οποία θα βασίζονται οι παραπάνω κινήσεις. Για παράδειγμα, η συνεισφορά ενός κράτους στο παγκόσμιο ΑΕΠ, το ποσοστό ενός κράτους στον παγκόσμιο πληθυσμό, το βιωτικό επίπεδο ή το επίπεδο φτώχειας. Κάθε επιλογή κριτηρίων μπορεί να εγείρει διεθνείς διαμάχες καθώς κάθε χώρα ορίζει διαφορετικά τις ανάγκες της.

Τέλος, πάλι σε θεσμικό επίπεδο, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο δεν λειτουργεί σαν Κεντρική Τράπεζα και δεν διαθέτει κάποιο αντίστοιχο τμήμα το οποίο θα αναλάμβανε να καθορίζει αν η ποσότητα των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων πρέπει να αυξηθεί ή να μειωθεί και κατά πόσο. Για τις περιόδους οικονομικών κρίσεων θα έπρεπε, παράλληλα, να καθορίζεται από το Ταμείο η κατάλληλη νομισματική πολιτική που θα ακολουθηθεί για την έξοδο από την κρίση. Αλλά αυτή η παγκόσμια νομισματική δικαιοδοσία δεν θα μπορούσε να καθιερωθεί χωρίς τις αντιδράσεις των χωρών.<sup>62</sup>

Επομένως, τόσο σε θεσμικό όσο και σε πολιτικό επίπεδο, οι αλλαγές που πρέπει να συντελεστούν είναι σημαντικές και ταυτόχρονα χρονοβόρες γεγονός που καθιστά την αντικατάσταση του δολαρίου από τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα απίθανη για το άμεσο μέλλον.

Ίσως ο πιο βασικός λόγος για τον οποίο τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα δεν μπορούν να καταστούν, άμεσα τουλάχιστον, διεθνές νόμισμα είναι το γεγονός ότι δεν επιτελούν καμία από τις βασικές λειτουργίες του. Για να γίνει αυτό καλύτερα κατανοητό θα πρέπει να το ορίσουμε και να αναφερθούμε πιο εκτενώς στις λειτουργίες του καθώς επίσης και στα οφέλη που απορρέουν για τον εκδότη του.

---

<sup>62</sup> Ebeling M. Richard, "IMF Special Drawing Right "Paper Gold" vs a Real Gold Standard", April 8 2009, στο <http://www.aier.org/research/briefs/1358-imf-special-drawing-right-qpaper-goldq-vs-a-real-gold-standard>

## Το διεθνές νόμισμα: ορισμός, λειτουργίες και οφέλη

Διεθνές νόμισμα είναι το νόμισμα εκείνο στο οποίο πραγματοποιείται ο μεγαλύτερος όγκος των διεθνών συναλλαγών και το οποίο αποτελεί το κατεξοχήν αποθεματικό νόμισμα.<sup>63</sup>

Το διεθνές νόμισμα επιτελεί τις εξής λειτουργίες:<sup>64</sup>

Λειτουργίες	Ιδιωτικός Τομέας	Δημόσιος Τομέας
Μέσο Πληρωμών	Νόμισμα τιμολόγησης για το εμπόριο αγαθών και τις κινήσεις κεφαλαίων	Παρέμβαση στις συναλλαγματικές ισοτιμίες
Λογιστική Μονάδα	Ονομαστική Αξία Νομισμάτων	Νόμισμα αποτίμησης για το εμπόριο αγαθών και τις κινήσεις κεφαλαίων
Αποθεματική Αξία	Νόμισμα Επενδύσεων	Παγκόσμια Αποθεματικά

Εξετάζοντας την κάθε ιδιότητα ξεχωριστά για τον ιδιωτικό και το δημόσιο τομέα προκύπτει ότι:

Από την πλευρά του δημοσίου τομέα, μια χώρα χρησιμοποιεί ένα νόμισμα ως λογιστική μονάδα όταν συνδέει το νόμισμά της με αυτό. Από την άλλη μεριά, στον ιδιωτικό τομέα ένα διεθνές νόμισμα χρησιμοποιείται ως λογιστική μονάδα στο διασυνοριακό εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών, καθώς συχνά τιμολογούνται και τακτοποιούνται σε διαφορετικό νόμισμα από αυτό των δύο χωρών που έχουν την εμπορική σχέση. Αυτό βοηθά στη διατήρηση του ίδιου επιπέδου τιμών με τους ανταγωνιστές, ενώ παράλληλα απλοποιείται η σύγκριση των τιμών.

Το διεθνές νόμισμα χρησιμοποιείται επίσης ως μέσο πληρωμών. Ειδικότερα για τις κυβερνήσεις, δίνεται η δυνατότητα παρέμβασης στις αγορές. Για τις χώρες που έχουν συνδεθεί με ένα συγκεκριμένο νόμισμα, συνήθως το νόμισμα παρέμβασης είναι το διεθνές νόμισμα και ως εκ τούτου η κεντρική τράπεζα της συνδεδεμένης χώρας διατηρεί μεγάλο μέρος των συναλλαγματικών της αποθεμάτων σε αυτό το νόμισμα.

<sup>63</sup> «World Currency», Wikipedia, [http://en.wikipedia.org/wiki/World\\_currency](http://en.wikipedia.org/wiki/World_currency)

<sup>64</sup> Papaioannou Elias, Portes Richard, «The euro as an international currency vis-à-vis the dollar», στο <http://www.euro50.org/2007/rome/Papaioannou.pdf>

Όσον αφορά τον ιδιωτικό τομέα, ένα συγκεκριμένο νόμισμα προτιμάται έναντι των υπολοίπων γιατί οι συναλλαγματικές ισοτιμίες αναρτώνται σε διμερή βάση και μια συγκεκριμένη συναλλαγματική ισοτιμία είναι στις περισσότερες περιπτώσεις ποιο ρευστή από τις άλλες. Για παράδειγμα, είναι πιο οικονομικό να μετατραπεί το νόμισμα της Ταυλάνδης σε αυτό της Ισλανδίας με την μεσολάβηση του δολαρίου.

Τρίτον, η διατήρηση και η αύξηση της αξίας των αποθεμάτων και των ιδιωτικών χαρτοφυλακίων είναι πολύ σημαντικά για μια κυβέρνηση και για τις τράπεζες μιας χώρας και λόγω αυτού τείνουν να συσσωρεύουν νομίσματα των οποίων η αξία δεν θα μειωθεί με την πάροδο του χρόνου.<sup>65</sup>

Συγκεντρωτικά, το διεθνές νόμισμα χρησιμοποιείται ως αποθεματικό νόμισμα, στην τιμολόγηση των βασικών αγαθών (πετρέλαιο, πρώτες ύλες), κυκλοφορεί στις άλλες χώρες είτε ως κύριο είτε ως δευτερεύον<sup>66</sup> νόμισμα και είναι ένα νόμισμα με το οποίο είναι συνδεδεμένα τα εθνικά νομίσματα των άλλων κρατών, είτε μόνο σε αυτό είτε ως μέρος ενός καλαθιού νομισμάτων.<sup>67</sup>

Για να καταστεί ένα νόμισμα διεθνές σημαντικό ρόλο διαδραματίζουν οι εξής παράγοντες:

- Το μέγεθος της οικονομίας που εκδίδει το νόμισμα και η συμμετοχή του κράτους στο διεθνές εμπόριο
- Η διεθνής ισχύς της χώρας και το ασφαλές επενδυτικό περιβάλλον για την τοποθέτηση κεφαλαίων
- η νομισματική σταθερότητα (πληθωρισμός, συναλλαγματική ισοτιμία)
- η δυνατότητα απορρόφησης εξωγενών οικονομικών σοκ
- η διατήρηση της ισορροπίας στο ισοζύγιο πληρωμών
- η τήρηση σημαντικών συναλλαγματικών αποθεμάτων στην Κεντρική Τράπεζα έκδοσης του διεθνούς νομίσματος
- η δυναμική της χρηματοοικονομικής αγοράς και η ρευστότητά της

---

<sup>65</sup> Yap M. Agnes, "Challenging the US Dollar's Role as a Reserve Currency: Is the SDR a Credible Alternative?", Economic Newsletter, No 09-06, 10/2009, στο <http://www.bsp.gov.ph/downloads/EcoNews/EN09-06.pdf>

<sup>66</sup> Τέτοιο παράδειγμα αποτελούν οι αναπτυσσόμενες χώρες, οι οποίες συνδέουν το νόμισμά τους με το δολάριο είτε το χρησιμοποιούν ως το κύριο νόμισμά τους. Το φαινόμενο αυτό αποκαλείται δολαριοποίηση – βλ. Gilpin Robert, «Παγκόσμια Πολιτική Οικονομία – Η Διεθνής Οικονομική Τάξη», ό.π., σελ. 316

<sup>67</sup> Švihlíková Hona, «The role of dollar in the global economy», στο [mundoacademico.unb.br/.../1252866832170274112141704181.doc](http://mundoacademico.unb.br/.../1252866832170274112141704181.doc)

- η ιστορικά παρατηρούμενη αδράνεια στην αντικατάσταση ενός νομίσματος από ένα άλλο διεθνές νόμισμα
- η διατήρηση της διεθνούς αγοραστικής δύναμης του διεθνούς νομίσματος.<sup>68</sup>

Σύμφωνα με τον Gilpin, η σταθερότητα ενός νομισματικού συστήματος μπορεί να επιτευχθεί με τρεις τρόπους. Πρώτον, με τη σύνδεση ενός νομίσματος σε ένα «μη νομισματικό» περιουσιακό στοιχείο, για παράδειγμα το χρυσό. Δεύτερον, με το συντονισμό των εθνικών νομισματικών πολιτικών και, τρίτον, ακολουθώντας την οικονομία της χώρας, οι πολιτικές της οποίας φαίνονται να εγγυώνται τη μελλοντική σταθερότητα του νομισματικού συστήματος.<sup>69</sup>

Για τη χώρα που εκδίδει το διεθνές νόμισμα προκύπτουν πλεονεκτήματα, αλλά και κάποια μειονεκτήματα. Πέραν της ενίσχυσης του γοήτρου της χώρας που εκδίδει το νόμισμα, ένα άλλο σημαντικό θετικό αποτέλεσμα είναι η αύξηση του εισοδήματος, και ιδιαίτερα για το τραπεζικό σύστημα. Επιπρόσθετα, ενδυναμώνεται η οικονομική και πολιτική αυτονομία της χώρας, καθώς δεν υπόκειται προσωρινά τουλάχιστον στους περιορισμούς του ισοζυγίου πληρωμών.<sup>70</sup> Τέλος, το τραπεζικό σύστημα επωφελείται από τις οικονομίες κλίμακας, καθώς μειώνεται το κόστος των συναλλαγών και η θέση των εγχώριων τραπεζών ενισχύεται έναντι των ανταγωνιστών τους.

Ωστόσο, ο ρόλος του «φεουδάρχη» συνεπάγεται κάποιες δαπάνες, όπως για παράδειγμα ο τόκος που πρέπει να καταβάλει στις χώρες που διατηρούν τα αποθέματά τους εκφρασμένα στο νόμισμά του. Επίσης, η χώρα αυτή περιορίζεται ως ένα βαθμό ως προς τη νομισματική της πολιτική διότι οι ενέργειές της δεν θα πρέπει να υπονομεύουν την εμπιστοσύνη στο νόμισμά της (π.χ. υποτίμηση).<sup>71</sup>

<sup>68</sup> Χαζάκης Ι. Κων/νος, «Υπάρχει νομισματική ηγεμονία των ΗΠΑ;», 1/3/2009, Μακεδονία, στο <http://www.makthes.gr/index.php?name=News&file=article&sid=34838>

<sup>69</sup> Gilpin Robert, «Παγκόσμια Πολιτική Οικονομία – Η Διεθνής Οικονομική Τάξη», ό.π., σελ. 289

<sup>70</sup> Χαρακτηριστικά, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980 οι ΗΠΑ μπορούσαν να χρηματοδοτούν τα τεράστια εμπορικά τους ελλείμματα χωρίς υψηλό κόστος καθώς οι άλλες χώρες προκειμένου να πραγματοποιήσουν τις διεθνείς τους δραστηριότητες είχαν ανάγκη τα δολάρια και ως εκ τούτου δεν απαιτούσαν υψηλά επιτόκια. Επιπλέον, οι ΗΠΑ είχαν τη δυνατότητα να δανείζονται στο νόμισμα τους προστατευόμενες έτσι από τις διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών. – Gilpin Robert, «Παγκόσμια Πολιτική Οικονομία – Η Διεθνής Οικονομική Τάξη», ό.π., σελ. 314

<sup>71</sup> Gilpin Robert, «Παγκόσμια Πολιτική Οικονομία – Η Διεθνής Οικονομική Τάξη», ό.π., σελ. 302

Στην περίπτωση των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων η χρήση τους ως αποθεματικό στοιχείο είναι περιορισμένη, ενώ η κύρια λειτουργία τους συνίσταται στο να αποτελούν τη λογιστική μονάδα του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και ορισμένων άλλων διεθνών οργανισμών. Επιπλέον, δεν αποτελούν μέσο συναλλαγών και η χρήση τους ως αποθεματικό στοιχείο είναι υπό συζήτηση καθώς δεν υπάρχει προς το παρόν αγορά δανείων σε Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα.<sup>72</sup>

### **Το δολάριο παραμένει ισχυρό**

Η χρηματοπιστωτική κρίση που ξέσπασε το 2007 κατέδειξε μεταξύ άλλων τις εγγενείς αδυναμίες του παγκόσμιου νομισματικού συστήματος και κατέστησε σαφές ότι τόσο οι ΗΠΑ όσο και οι υπόλοιπες χώρες δεν να εγγυηθούν την ρευστότητα του συστήματος και να το διαχειριστούν από άποψη μεγέθους της παγκόσμιας αγοράς. Έτσι, πολλοί θεώρησαν ότι ο ρόλος του δανειστή ύστατης ανάγκης θα μπορούσε πλέον να παραχωρηθεί στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.

Ωστόσο, σε αντίθεση με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ έχει τη δυνατότητα να τυπώσει το διεθνές νόμισμα και ακολούθως τη δυνατότητα να ικανοποιήσει την παγκόσμια ζήτηση για ρευστότητα. Εκτός της δυνατότητας προσφοράς του διεθνούς νομίσματος, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα μπορεί να δημιουργήσει την απαραίτητη ρευστότητα σε σύντομο χρονικό διάστημα μέσω των μηχανισμών της ανοιχτής αγοράς. Αντιθέτως, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο διαθέτει πιο δυσκίνητους και αργούς μηχανισμούς και η αντίδρασή του θα ήταν καθυστερημένη σε μια ενδεχόμενη κρίση. Επομένως, ο ρόλος του δανειστή ύστατης ανάγκης παραμένει στα χέρια των κεντρικών τραπεζών που διαθέτουν το διεθνές νόμισμα. Από τη στιγμή που το δολάριο είναι το κυρίαρχο διεθνές νόμισμα, και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ είναι ο επίσημος θεσμός που μπορεί να τυπώνει το διεθνές νόμισμα, αυτός ο ρόλος ανήκει δικαιωματικά στις ΗΠΑ. Υπηρετώντας αυτό το σκοπό, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα μπορεί να αποτρέψει την κατάρρευση του διεθνούς νομίσματος ή την έλλειψη ρευστότητας, να βοηθήσει

---

<sup>72</sup> Yap M. Agnes, "Challenging the US Dollar's Role as a Reserve Currency: Is the SDR a Credible Alternative?", Economic Newsletter, No 09-06, October 2009, ό.π.



στη σταθεροποίηση του διεθνούς νομίσματος και γενικότερα να μην επιτρέψει τα διάφορα πιστωτικά σοκ να εξελιχθούν σε νομισματικές κρίσεις.<sup>73</sup>

Ένα άλλο σημαντικό στοιχείο που μετρά υπέρ της διατήρησης του δολαρίου ως διεθνούς νομίσματος, είναι το γεγονός ότι οι ΗΠΑ διαθέτουν την πιο ρευστή αγορά του κόσμου. Ιδιαίτερα η αμερικανική αγορά ομολόγων διαθέτει αδιαφιλονίκητη ρευστότητα και είναι πολύ ελκυστική για τις υπόλοιπες κεντρικές τράπεζες. Τα αποθέματα που δεν μετατρέπονται εύκολα σε μετρητά δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν εύκολα στους μηχανισμούς της αγοράς, γι' αυτό και οι διαχειριστές τους στρέφονται κυρίως στην αμερικανική αγορά ομολόγων.<sup>74</sup>

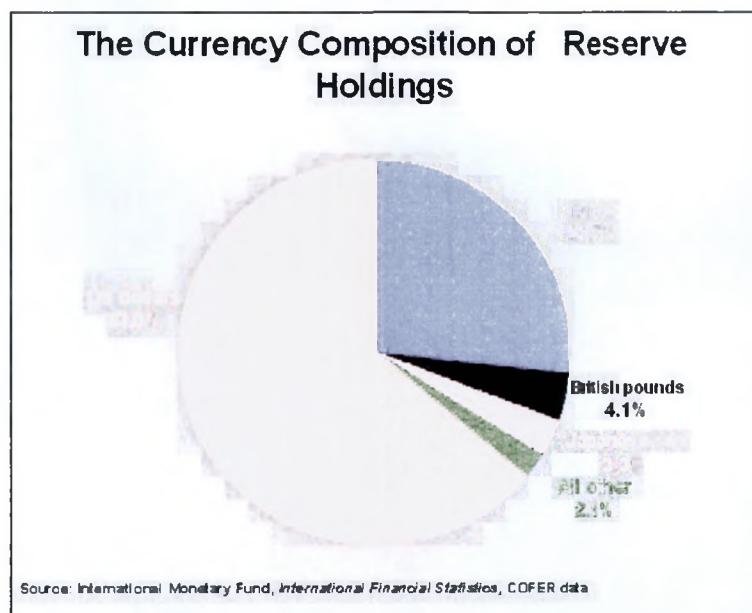
Επιπλέον, παρά τις δηλώσεις άλλων χωρών για στροφή σε νέο διεθνές νόμισμα και την ενίσχυση του ρόλου των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων, η σημασία του δολαρίου δεν μειώθηκε ούτε κατά τη διάρκεια της κρίσης αλλά ούτε και μετά. Ιδιαίτερα στις αγορές ξένου συναλλάγματος το δολάριο ενισχύθηκε μετά το ξέσπασμα της κρίσης. Οι επενδυτές θέλοντας να στραφούν στην ασφάλεια, αναζήτησαν την αμερικανική αγορά ομολόγων. Και ενώ η συναλλαγματική ισοτιμία του δολαρίου εμφάνισε αναταράξεις, δεν υπήρξε ποτέ η συντριβή του.



<sup>73</sup> Papaioannou Elias, Portes Richard, "Costs and benefits of running an international currency", November 2008, ό.π.

<sup>74</sup> Eichengreen Barry, «The dollar dilemma», Foreign Affairs, September/October 2009, ό.π.

Εκτός από τη συναλλαγματική ισοτιμία του δολαρίου, ένα άλλο στοιχείο ενδεικτικό της ισχύος του είναι και η σύνθεση των συναλλαγματικών αποθεμάτων των κεντρικών τραπεζών των υπολοίπων χωρών. Σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο το 64% των παγκόσμιων συναλλαγματικών αποθεμάτων είναι συγκεντρωμένο σε δολάρια στο τέλος του 2007 εμφανίζοντας μια ελάχιστη μείωση της τάξεως του 2% σε σχέση με το έτος 2002-03. Το γεγονός αυτό αποδεικνύει ότι οι ξένες αρχές και κυβερνήσεις όχι μόνο δεν σταμάτησαν να συγκεντρώνουν δολάρια, αλλά αύξησαν και την ποσότητά τους στο πρώτο μισό του 2009.<sup>75</sup> Επιπλέον, οι αναδύομενες οικονομίες της Ασίας επέλεξαν να κρατούν μεγάλα συναλλαγματικά αποθέματα σε δολάρια και να χρηματοδοτούν το εμπορικό έλλειμμα των ΗΠΑ εξασφαλίζοντας έτσι υψηλές εξαγωγικές επιδόσεις.<sup>76</sup>



Εκτός από τα συναλλαγματικά αποθέματα, και στο διεθνές εμπόριο το δολάριο παραμένει κυρίαρχο καθώς το διεθνές εμπόριο διεξάγεται ως επί το πλείστον σε δολάρια γεγονός που επιτρέπει στους παραγωγούς να

έχουν παρόμοιες τιμές με τους ανταγωνιστές τους και απλοποιεί τη διαδικασία σύγκρισης τιμών. Ακόμη και όταν το διεθνές εμπόριο αφορά ετερογενή αγαθά όπου η σύγκριση τιμών δεν είναι τόσο σημαντική και οι παραγωγοί χρησιμοποιούν το νόμισμα της χώρας τους, συχνά μετατρέπουν το νόμισμά τους σε δολάρια και κατόπιν

<sup>75</sup> Eichengreen Barry, «The dollar dilemma», *Foreign Affairs*, September/October 2009, ό.π.

<sup>76</sup> Χαζάκης Ι. Κων/νος, «Υπάρχει νομισματική ηγεμονία των ΗΠΑ;», 1/3/2009, Μακεδονία, ό.π.

το ανταλλάσσουν με το νόμισμα των εξαγωγέων. Επομένως, το δολάριο παραμένει η διεθνής λογιστική μονάδα για το εμπόριο.

Το δολάριο κατάφερε να διατηρήσει το ρόλο του αυτό με το πέρασμα των ετών παρά τις διακυμάνσεις της συναλλαγματικής του ισοτιμίας, εξαιτίας του μεγέθους, της φιλοσοφίας και της σταθερότητας της αμερικανικής οικονομίας, στοιχεία τα οποία σε γενικές γραμμές καθιστούν το κόστος συναλλαγής με δολάρια, μικρότερο από οποιοδήποτε άλλο νόμισμα που δεν πληρεί τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά. Σε μεγάλο μέρος, η ευρεία χρήση του δολαρίου αναπτύχθηκε και συνεχίστηκε διότι οι ΗΠΑ ήταν ο μεγαλύτερος εισαγωγέας και εξαγωγέας του κόσμου. Αυτό συνεπάγεται ευρεία κυκλοφορία των δολαρίων και επειδή οι έμποροι διεξάγουν μεγάλο μέρος της δουλειάς τους χρησιμοποιώντας ως κύριο νόμισμα τα δολάρια, διατηρούν λογαριασμούς, δάνεια και πραγματοποιούν άλλες χρηματοοικονομικές συναλλαγές στο συγκεκριμένο νόμισμα.<sup>77</sup>

Τέλος, παρά τη διεθνή ανησυχία ως προς την αξιοπιστία του, και κυρίως από χώρες όπως η Κίνα και η Ρωσία λόγω των μεγάλων αποθεμάτων τους στο νόμισμα αυτό, το δολάριο παραμένει αποδεκτό ως διεθνές νόμισμα για δύο λόγους. Ο πρώτος είναι η διεξαγωγή του εμπορίου πετρελαίου σε δολάρια, και ο δεύτερος οφείλεται στην προσπάθεια της Κίνας να κρατήσει την ισοτιμία του γουάν σταθερή, αγοράζοντας συνεχώς δολάρια προκειμένου να παραμείνουν τα προϊόντα της φθηνά και ανταγωνιστικά.<sup>78</sup> Με τα μεγαλύτερα αποθέματα σε δολάρια στον κόσμο –σχεδόν 2 τρις εκατ. δολάρια- η Κίνα φοβάται ότι η υποτίμηση του αμερικανικού νομίσματος θα μειώσει τον πλούτο της.<sup>79</sup>

Επομένως, το δολάριο συνεχίζει να πληρεί και τις τρεις ιδιότητες του διεθνούς νομίσματος, σε αντίθεση με τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα που ακόμη δεν έχουν καταφέρει να ενταχθούν πλήρως και να έχουν ένα πιο ενεργό ρόλο στο διεθνές νομισματικό σύστημα. Επιπλέον, όπως δείχνουν και τα στατιστικά στοιχεία δεν έχει απωλέσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών οι οποίοι συνεχίζουν να τηρούν τα συναλλαγματικά τους αποθέματα κατά κύριο λόγο σε δολάρια και να διεξάγουν το μεγαλύτερο μέρος των εμπορικών τους συναλλαγών σε αυτά.

<sup>77</sup> Humpage F. Owen, "Will Special Drawing Rights supplant the dollar?", 8 May 2009, στο <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3538>

<sup>78</sup> «Πότε θα τερματιστεί η ηγεμονία των ΗΠΑ», 5/2009, στο <http://blogs.in.gr/gepidios/archive/2007/05/31/59.aspx>

<sup>79</sup> Faiola Anthony, «Fading of the dollar's dominance», 24/6/2009, Washington Post, στο <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2009/06/23/AR2009062303397.html>

## Πιθανός ενισχυτικός ρόλος για τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα

Από τη στιγμή, λοιπόν, που τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα δεν φαίνεται να κερδίζουν σύντομα έδαφος έναντι του δολαρίου, αυτό που φαντάζει ως πιο πιθανό ως σενάριο είναι η έκδοση μιας επιπλέον ποσότητάς τους για να επιτευχθούν ορισμένοι στόχοι.

Η επιπλέον ποσότητά τους, θα ήταν μια επιθυμητή εναλλακτική λύση καθώς θα απέτρεπε τις λίγες χώρες να μονοπολούν την κυριαρχία κατοχής και έκδοσης των συναλλαγματικών αποθεμάτων.

Περαιτέρω, θα απέτρεπε κράτη όπως οι ΗΠΑ από το να εμφανίζουν μεγάλα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και να χρησιμοποιούν τους ξένους πόρους τους με τρόπο που ενδέχεται να θέσει σε κίνδυνο το σύστημα.

Τέλος, μέσω της ενισχυτικής έκδοσής τους, θα μπορούσαν να επιτευχθούν άλλοι κοινωνικοί στόχοι. Ειδικότερα, θα μπορούσε να υπάρξει μια συμφωνία για την εκχώρηση Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων κυρίως ή και αποκλειστικά για τις πιο φτωχές χώρες που βρίσκονται σε μεγαλύτερη ανάγκη από τις υπόλοιπες.<sup>80</sup>

---

<sup>80</sup> Einchgreen Barry, “Managing a Multiple Reserve Currency World”, April 2010, ό.π.

## ΜΕΡΟΣ Δ

### Συμπεράσματα

Στο τρίτο μέρος της εργασίας εξετάσαμε τα θετικά στοιχεία που θα προέκυπταν από την ενίσχυση του ρόλου των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων αλλά και τους λόγους για τους οποίους στην παρούσα φάση δεν είναι δυνατό να καταστούν το επόμενο διεθνές νόμισμα.

Ένα πολύ ισχυρό επιχείρημα υπέρ της ενίσχυσης των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων αφορά το γεγονός ότι θα είναι ένα πιο σταθερό νόμισμα από το δολάριο εξαιτίας του γεγονότος ότι πρόκειται για ένα καλάθι νομισμάτων και η συναλλαγματική του ισοτιμία θα εμφανίζει λιγότερες διακυμάνσεις σε σχέση με αυτή ενός εθνικού νομίσματος. Ωστόσο, όπως είδαμε, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο δεν έχει την ικανότητα να εκδίδει τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα κατά τον τρόπο που μπορεί η Ομοσπονδιακή Τράπεζα να εκδώσει ανά πάσα στιγμή δολάρια. Επομένως, βασική προϋπόθεση θα ήταν πρώτα να καταστεί το Ταμείο μια νέα Κεντρική Τράπεζα με όλες τις απαραίτητες αρμοδιότητες. Προς το παρόν πάντως καμία χώρα δεν φαίνεται διατεθειμένη να εκχωρήσει τέτοια κυριαρχία και τέτοια δικαιώματα στο Ταμείο.

Άλλο σημαντικό επιχείρημα για την αντικατάσταση του δολαρίου από τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα, είναι η απώλεια του προνομίου που απολαμβάνουν οι ΗΠΑ ως η χώρα εκδότης του διεθνούς νομίσματος. Οι υποστηρικτές των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων θεωρούν ότι οι ΗΠΑ δεν θα μπορούσαν να συνεχίσουν να εμφανίζουν τα ίδια ελλείμματα και να δανείζονται φθηνά στο νόμισμά τους. Εν τούτοις, σύμφωνα με τα σημερινά δεδομένα, η χώρα με το μεγαλύτερο μερίδιο συμμετοχής στο Ταμείο είναι οι ΗΠΑ και σύμφωνα με το Καταστατικό του Ταμείου είναι η χώρα που δικαιούται τη μεγαλύτερη εκχώρηση Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων. Άρα, ακόμη και αν υιοθετούνταν τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα ως διεθνές νόμισμα οι ΗΠΑ θα εξακολουθούσαν να παίζουν το πιο σημαντικό ρόλο στην παγκόσμια οικονομία, έστω και σε μικρότερο βαθμό από σήμερα.

Εκτός όμως από τα παραπάνω, η εκχώρηση Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων είτε σε ειδικές περιπτώσεις, για την αντιμετώπιση των κρίσεων, είτε σε τακτά χρονικά διαστήματα δεν φαίνεται ικανή να επιλύσει το βασικό πρόβλημα για το οποίο άλλωστε δημιουργήθηκαν αρχικά, το πρόβλημα της διεθνούς ρευστότητας. Είδαμε ήδη ότι το Ταμείο δεν έχει ακόμη την ιδιότητα της Κεντρικής Τράπεζας ώστε

να εκδίδει Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα χωρίς προηγούμενη συναίνεση του 85% των κρατών μελών. Επίσης, γνωρίζουμε ότι δεν υπάρχει αγορά στην οποία τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα να μπορούν να πωλούνται και να αγοράζονται από κράτη και ιδιώτες αφού προς το παρόν χρησιμοποιούνται μόνο ως λογιστική μονάδα του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και μερικών άλλων διεθνών οργανισμών.

Στα παραπάνω θα πρέπει να προστεθεί το γεγονός ότι το μεγαλύτερο μέρος του διεθνούς εμπορίου εξακολουθεί να διεξάγεται σε δολάρια όπως επίσης και το μεγαλύτερο μέρος των συναλλαγματικών αποθεμάτων των χωρών να κρατείται στο ίδιο νόμισμα. Το δολάριο, δηλαδή, συνεχίζει να επιτελεί τις τρεις βασικές λειτουργίες του διεθνούς νομίσματος ακόμη και μετά την κρίση, ενώ τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα δεν το έχουν καταφέρει ακόμη.

Ακόμη και η Κίνα που πρωτοστατεί στην αναβάθμιση του ρόλου των Ειδικών Τραβηκτικών Δικαιωμάτων δεν έχει κάνει κάποιο σημαντικό βήμα προς την κατεύθυνση αυτή, καθώς είναι ο μεγαλύτερος εμπορικός εταίρος των ΗΠΑ και ο μεγαλύτερος χρηματοδότης του χρέους τους. Επομένως, αν ξαφνικά άλλαζε το διεθνές νόμισμα η κινεζική οικονομία θα υπέφερε από τις απώλειες.

Συμπερασματικά, η διεθνής κοινότητα δεν είναι έτοιμη να υιοθετήσει ένα νέο διεθνές νόμισμα καθώς δεν είναι έτοιμη από θεσμική άποψη, ενώ επιπλέον οι επενδυτές εξακολουθούν να εμπιστεύονται το δολάριο ακόμη και μετά από την χρηματοπιστωτική κρίση του 2007.

Αυτό που φαίνεται πιο πιθανό ως σενάριο είναι να αρχίζουν να εκχωρούνται Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα σε πιο τακτά χρονικά διαστήματα προκειμένου να αντιμετωπιστούν ζητήματα όπως η ενίσχυση των αποθεμάτων των αναπτυσσομένων χωρών.

## Επίλογος

Το δολάριο μεταπολεμικά αποτέλεσε παγκόσμιο νόμισμα χρησιμεύοντας ως μέσο διεθνών πληρωμών και αποθησαυρισμού. Σήμερα, όμως, παρατηρείται η εξασθένιση της ισχύος του και αμφιβολίες υπάρχουν κατά πόσον μπορεί να συνεχίσει να επιτελεί το ρόλο του. Το γεγονός αυτό οφείλεται σε δύο λόγους, την ανάδυση νέων οικονομικών κέντρων και τη συρρίκνωση της αμερικανικής οικονομίας και συνακόλουθα του μεριδίου της στο παγκόσμιο ΑΕΠ.

Οι αναδύμενες οικονομίες έχουν επαναφέρει στο προσκήνιο το ζήτημα της αντικατάστασης του δολαρίου από ένα νέο διεθνές νόμισμα, καθώς επιθυμούν την αποφυγή των επιπτώσεων από τις διακυμάνσεις του αμερικανικού νομίσματος. Από την ανάλυση που προηγήθηκε, ωστόσο, προκύπτει ότι οι αδυναμίες που συνοδεύουν τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα, περιορίζουν το ρόλο και την επιρροή τους στο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα.

Ακόμα και η ισχυροποίηση του ευρώ έναντι του δολαρίου, όπως αυτή εκφράζεται στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, ενδέχεται να είναι μία παροδική τάση. Σε αυτό συντείνει το γεγονός ότι το δολάριο παραμένει το κυριότερο αποθεματικό νόμισμα και μάλλον θα διατηρήσει το ρόλο του για όσο καιρό η Κίνα, ο κυριότερος χρηματοδότης των εμπορικών ελλειμμάτων των ΗΠΑ, είναι αντιμέτωπη με την «παγίδα του δολαρίου». Τη θέση αυτή ενισχύουν και τα στοιχεία της έκθεσης του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου του Ιουλίου 2008, σύμφωνα με την οποία, το δολάριο θα διατηρούσε τον κυρίαρχο ρόλο του τόσο στις διεθνείς συναλλαγές και ως αποθεματικό νόμισμα, συνεχίζοντας να καταλαμβάνει περίπου τα 2/3 των διεθνών αποθεμάτων των κεντρικών τραπεζών κατά το πρώτο τέταρτο του 2008.<sup>81</sup>

Ακόμη κι έτσι όμως, η κυριαρχία του δολαρίου δεν αποκλείει το γεγονός ότι στο μέλλον τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα ενδέχεται να παίξουν ένα πιο σημαντικό ρόλο και ίσως να καταστούν διεθνές νόμισμα μαζί με το δολάριο, ειδικά στην περίπτωση που οι ΗΠΑ αποφασίσουν να υιοθετήσουν μια διαφορετική στάση και να δώσουν προτεραιότητα στην εγχώρια οικονομική τους κατάσταση.

---

<sup>81</sup> Lipsky John, «Perspectives on the Global Economic Landscape and the Role of the Dollar», 22/7/2008, στο <http://www.imf.org/external/np/speeches/2008/072208.html>

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- ↓ Κωσταντίνος Α. Στεφάνου, Χρήστος Βλ. Γκόρτσος «Διεθνές Οικονομικό Δίκαιο», 1<sup>η</sup> έκδοση, εκδόσεις ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, Αθήνα 2005
- ↓ D. Mc Aleese, «Οικονομική για Επιχειρησιακές Σπουδές: Ανταγωνισμός, Μακροσταθερότητα και Παγκοσμιοποίηση», Εκδόσεις Τυπωθήτω, Αθήνα, 2005
- ↓ Gilpin Robert, «Παγκόσμια Πολιτική Οικονομία – Η Διεθνής Οικονομική Τάξη», εκδόσεις Ποιότητα, Β' έκδοση, Αθήνα, 2004

### Διαδίκτυο

- ↓ Καλλωνιάτης Κ., «Σύγκρουση παλιών και νέων ηγεμονιών», Ελευθεροτυπία, 29/3/2009, στο [http://archive.enet.gr/online/online\\_text/c=114,dt=29.03.2009,id=86766676.92429780,6047124.20228884.28258452.34047508.50261908](http://archive.enet.gr/online/online_text/c=114,dt=29.03.2009,id=86766676.92429780,6047124.20228884.28258452.34047508.50261908)
- ↓ Λίτσης Μωσής, «Ο «μπαμπάς του ευρώ» θεωρεί το γουάν... τραβηχτικό», Ελευθεροτυπία, 9/04/2009 στο <http://www.enet.gr/?i=news.el.article&id=33757>
- ↓ Λίτσης Μωσής, «Ρούβλι, γουάν κ.λπ. διεκδικούν ρόλο στο αποθεματικό νόμισμα», 30/3/2009 στο [http://archive.enet.gr/online/online\\_text/c=114,dt=30.03.2009,id=59804988](http://archive.enet.gr/online/online_text/c=114,dt=30.03.2009,id=59804988)
- ↓ «Πότε θα τερματιστεί η ηγεμονία των ΗΠΑ», 5/2009, στο <http://blogs.in.gr/gepidios/archive/2007/05/31/59.aspx>
- ↓ Χαζάκης Ι. Κων/νος, «Υπάρχει νομισματική ηγεμονία των ΗΠΑ;», 1/3/2009, Μακεδονία, στο <http://www.makthes.gr/index.php?name=News&file=article&sid=34838>
- ↓ Aiyar S. Anklesaria Swaminathan, “An International Monetary Fund Currency to Rival the Dollar? Why Special Drawing Rights Can’t Play That Role”, CATO Institute, 7/7/2009, No 10 στο <http://www.cato.org/pubs/dpa/dpa10.pdf>



- # Alessandrini Pietro, Fratiani Michele, “International Monies, Special Drawing Rights and Supernational Money, 7/ 2009, στο [http://mofir.univpm.it/files/working%20paper/Mofir\\_26.pdf](http://mofir.univpm.it/files/working%20paper/Mofir_26.pdf)
- # Bacote Heidi, Grant Daryl, Squires Rick, Sumant Vinay, Tatman Ed, “Single Reserve Currency, An analysis of the benefits and challenges of implementing a single reserve currency”, 4/12/ 2009 στο <http://www.singleglobalcurrency.org/documents/SingleReserveCurrencyTatmanandTeam13.pdf>
- # Bergsten Fred C., “The current account deficit and the US economy”, 1/2/2007 στο [http://budget.senate.gov/democratic/testimony/2007/Bergsten\\_AcctDef020107.pdf](http://budget.senate.gov/democratic/testimony/2007/Bergsten_AcctDef020107.pdf)
- # Bergsten Fred C., “The Dollar and the Deficits: How Washington Can Prevent the Next Crisis”, November/December 2009 στο <http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=1312>
- # Bernanke S. Ben, “The global saving glut and the US current account deficit”, March 10 2005 στο <http://www.bis.org/review/r050318d.pdf>
- # Carbaugh J. Robert, Hedrick W. David, “Will the Dollar Be Dethroned as the Main Reserve Currency?”, Volume 9, Issue 3, 2009 στο <http://www.eclac.cl/noticias/paginas/3/35143/Will-the-dollar-be-dethroned.pdf>
- # Clark B. Peter, Polak J. Jacques, “International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System”, IMF staff papers, Vol 51, No 1, 2004 στο <http://204.180.229.21/external/pubs/ft/staffp/2004/01/pdf/clark.pdf>
- # Coats Warren, “Do we need a new global currency?”, 5/1/ 2010, στο <http://www.compasscayman.com/cfr/2010/01/05/Do-we-need-a-new-global-currency-/>
- # Cochrane Laura, Pimentel Lester, «BRIC Dollar Bonds Beat Ruble Debt as Medvedev Frets», 17/6/2009, στο <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601085&sid=a8strJTaN6Hs>
- # Conway Edmund, “UN wants new global currency to replace dollar”, 7/9/ 2009 στο <http://www.telegraph.co.uk/finance/currency/6152204/UN-wants-new-global-currency-to-replace-dollar.html>

- ✦ Ebeling M. Richard, “IMF Special Drawing Right “Paper Gold” vs a Real Gold Standard”, April 8 2009, στο <http://www.aier.org/research/briefs/1358-imf-special-drawing-right-qpaper-goldq-vs-a-real-gold-standard>
- ✦ Eichengreen Barry, “Managing a Multiple Reserve Currency World”, 4/ 2010, στο [http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/managing\\_multiple\\_res\\_curr\\_world.pdf](http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/managing_multiple_res_curr_world.pdf)
- ✦ Eichengreen Barry, «The dollar dilemma», Foreign Affairs, September/October 2009, στο <http://www.foreignaffairs.com/articles/65241/barry-eichengreen/the-dollar-dilemma>
- ✦ Eichengreen Barry, “The Financial Crisis and Global Policy Reforms”, 10/ 2009 στο [http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/finan\\_crisis\\_glob\\_pol\\_10-09.pdf](http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/finan_crisis_glob_pol_10-09.pdf)
- ✦ Faiola Anthony, «Fading of the dollar’s dominance», 24/6/2009, Washington Post, στο <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2009/06/23/AR2009062303397.html>
- ✦ Helleiner Eric, “International Financial Imbalances and Global Governance”, 27/7/2008 στο [http://www.i20.org/publications/41\\_5c\\_22-International-Financial-Imbalances-and-Global-Governance.pdf](http://www.i20.org/publications/41_5c_22-International-Financial-Imbalances-and-Global-Governance.pdf)
- ✦ Humpage F. Owen, “Will Special Drawing Rights supplant the dollar?”, 8 May 2009, στο <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3538>
- ✦ International Monetary Fund Factsheet, “Special Drawing Rights”, στο <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/sdr.pdf>
- ✦ “IMF Executive Board Backs US\$250 Billion SDR Allocation to Boost Global Liquidity”, Press Release no 09/264, 20/7/ 2009 στο <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pr09264.htm>
- ✦ Kemp John, “Global Imbalances and the Triffin dilemma”, 13/1/ 2009 στο <http://www.reuters.com/article/idUSLD44631620090113>
- ✦ Kenen B. Peter, “Reforming the Global Reserve Regime: The Role of a Substitution Account”, 2010, στο <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-2362.2010.01259.x/pdf>
- ✦ Krugman Paul, «China’s dollar trap», The New York Times, 2/4/2009, στο [http://www.nytimes.com/2009/04/03/opinion/03krugman.html?\\_r=2](http://www.nytimes.com/2009/04/03/opinion/03krugman.html?_r=2)

- # Lipsky John, «Perspectives on the Global Economic Landscape and the Role of the Dollar», 22/7/2008, στο <http://www.imf.org/external/np/speeches/2008/072208.html>
- # Lissakers Karin, “Is the SDR a Monetary Dodo? This Bird May Still Fly”, στο [http://www.piie.com/publications/chapters\\_preview/3870/24iie3870.pdf](http://www.piie.com/publications/chapters_preview/3870/24iie3870.pdf)
- # Marshall Gavin Andrew, “The Financial New World Order: Towards a Global Currency and World Government”, 6/4/ 2009 στο <http://www.globalresearch.ca/index.php?context=va&aid=13070>
- # Moore Malcom, “China calls for the reign of dollar to end”, 24/3/2009 στο <http://www.telegraph.co.uk/finance/financetopics/financialcrisis/5044129/China-calls-for-the-reign-of-the-dollar-to-end.html>
- # Ocampo Jose Antonio, “Special Drawing Rights and the Reform of the Global Reserve System”, στο <http://www.g24.org/jao0909.pdf>
- # Papaioannou Elias, Portes Richard, “Costs and benefits of running an international currency”, 2008, στο [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication13486\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13486_en.pdf)
- # Papaioannou Elias, Portes Richard , «The euro as an international currency vis-à-vis the dollar», στο <http://www.euro50.org/2007/rome/Papaioannou.pdf>
- # Švihlíková Ilona, «The role of dollar in the global economy», στο [mundoacademico.unb.br/.../12528668321702741112141704181.doc](http://mundoacademico.unb.br/.../12528668321702741112141704181.doc)
- # Taylor B. John, “The Need to Return to A Monetary Framework”, January 2009 στο <http://www-siepr.stanford.edu/papers/pdf/08-20.pdf>
- # «The accumulation of foreign reserve», European Central Bank, Occasional Papers No.43, 2/2006, στο <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp43.pdf>
- # “The IMF’s Special Drawing Rights”, Bretton Woods Project, 1/4/2009, στο <http://www.brettonwoodsproject.org/art-564135>
- # Truman M. Edwin, “How the Fund Can Help Save the World Economy”, 5/3/ 2009, στο <http://www.iie.com/publications/opeds/oped.cfm?ResearchID=1140>
- # Williamson John, “Understanding Special Drawing Rights (SDRs)”, 6/ 2009 στο <http://www.iie.com/publications/pb/pb09-11.pdf>
- # «World Currency», Wikipedia, [http://en.wikipedia.org/wiki/World\\_currency](http://en.wikipedia.org/wiki/World_currency)
- # Yap M. Agnes, “Challenging the US Dollar’s Role as a Reserve Currency: Is the SDR a Credible Alternative?”, Economic Newsletter, No 09-06, 10/2009, στο <http://www.bsp.gov.ph/downloads/EcoNews/EN09-06.pdf>

- # Yongding Yu, “Global Imbalances and China”, The Australian Economic Review, vol. 40, no. 1 March 2007 στο [http://www.gibs.co.za/SiteResources/Uploads/ABN\\_Uploads/9785\\_Cap\\_markets\\_Africa07.pdf](http://www.gibs.co.za/SiteResources/Uploads/ABN_Uploads/9785_Cap_markets_Africa07.pdf)
- # Zhou Xiaochuan, “Reform the International Monetary System,” People’s Bank of China, 23/3/2009 στο <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178>.

ΠΑΝΤΕΙΟ  
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ



002000108954

954