

**ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**

**ΤΜΗΜΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΠΜΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ**



Διπλωματική Εργασία: «Παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες: η οικονομική σχέση Αμερικής - Κίνας και η συμβολή της στην τρέχουσα ανισορροπία. Προτάσεις για την πρόληψη και αντιμετώπιση των παγκόσμιων ανισορροπιών»

Επιβλέπων Καθηγητής: Αναστάσιος Μαστρογιάννης

Επιμέλεια: Ουρανία Σκόνδρα Α.Μ.: 1210Μ093

ΑΘΗΝΑ

ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2012

Περίληψη

Σκοπός αυτής της εργασίας είναι η εξέταση του φαινομένου των παγκόσμιων ανισορροπιών μέσα από τη σχέση των ΗΠΑ και της Κίνας αλλά και η σύνδεση αυτών με την αρχιτεκτονική του διεθνούς νομισματικού συστήματος. Βραχυπρόθεσμα, οι μακροοικονομικές ανισορροπίες απολαμβάνουν μίας καθολικής αποδοχής. Ο δανεισμός αυξάνει την κατανάλωση, την οικονομική ευφορία, την αξία όλων των περιουσιακών στοιχείων και δημιουργεί θετικές προσδοκίες οικονομικής ανάπτυξης. Όμως, αυτή η αρχική διάχυτη αισιοδοξία γρήγορα διαψεύδεται. Στο μακροπρόθεσμο διάστημα η σχέση μεταξύ πλεονασματικών και ελλειμματικών χωρών δεν είναι βιώσιμη επομένως δημιουργείται αυτόματα η ανάγκη της προσαρμογής. Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 οδήγησε πολλούς να δηλώσουν ότι το υπάρχον μη σύστημα έχει εξαντλήσει τη δυναμική του και υπάρχει ανάγκη για μία νέα αφήγηση. Υποστηρίζεται ότι η μετάβαση προς ένα σύστημα πολλών νομισμάτων μπορεί να προσφέρει λύση στο δίλημμα Triffin αλλά μπορεί όμως να αυξήσει και τη μεταβλητότητα επί των συναλλαγματικών ισοτιμιών και της κίνησης κεφαλαίων. Επιπλέον, εξακολουθεί να υπάρχει ένα σημαντικό έλλειμμα εμπιστοσύνης, καθώς στην πλειοψηφία τους οι χώρες προτιμούν να κρατούν υψηλό ποσοστό αποθεματικών. Ως κλειδί για την μείωση των ανισορροπιών παρουσιάζονται ο συντονισμός και η συνεργασία μέσα από το πολυμερές πλαίσιο του G-20, που θα φέρει κοντά τις πλεονασματικές με τις ελλειμματικές χώρες, έτσι ώστε να διασφαλίζεται κοινή συμφωνία ως προς την πορεία προς την εξισορρόπηση.

Λέξεις Κλειδιά: Αποταμίευση, Ρευστότητα, Επενδύσεις, Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών, Εμπορικές σχέσεις ΗΠΑ – Κίνα, Νομισματικά συστήματα, Παγκόσμια Οικονομία.

Abstract

The purpose of this paper is to examine the phenomenon of global imbalances through the relationship of the U.S. and China and how it relates to the architecture of the international monetary system. Short-term macroeconomic imbalances enjoy a universal acceptance. Borrowing increases consumption, economic euphoria, the value of all assets and creates positive

expectations for economic growth. But in the long term the relationship between surplus and deficit countries is not sustainable so the need of adjustment is imperative. With the onset of the financial crisis of 2008 it was believed that the existing system had exhausted its potential and there was a need for a new narrative. It is argued that the transition to a multi-currency system can provide a solution to the Triffin dilemma but can also increase the volatility of the exchange rate and of capital movement. In addition there is still a significant lack of trust as the majority of the countries prefer to keep high reserves for the smoothing of their economies. It is postulated that the key to reducing imbalances is enhanced coordination and cooperation within the multilateral framework of the G-20, which will bring the surplus and the deficit countries together under a common agreement pursuing the goal of balancing.

Περιεχόμενα

Εισαγωγή	6
Κεφάλαιο 1 ^ο : Μια θεωρητική προσέγγιση των παγκόσμιων ανισορροπιών	8
1.1. Έννοια και περιεχόμενο των ανισορροπιών	8
1.2. Η ιστορική εξέλιξη των παγκόσμιων ανισορροπιών. Ανισορροπίες και νομισματικά καθεστάτα	9
1.3. Τρεις διαφορετικές ερμηνείες για τις ανισορροπίες. Η αύξηση των αποταμιεύσεων και της ρευστότητας και η έλλειψη επενδύσεων.....	13
1.4. Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008.....	16
1.5. Ανισορροπίες και συναλλαγματικά καθεστάτα.....	19
1.6. Μετρώντας τις παγκόσμιες ανισορροπίες.....	21
Συμπεράσματα πρώτου κεφαλαίου.....	23
Κεφάλαιο 2 ^ο : Οι ανισορροπίες στις σχέσεις ΗΠΑ - ΚΙΝΑΣ.....	25
2.1. Η πλεονασματική Κίνα	25
2.2. Η ελλειμματική Αμερική	31
2.3. Συγκριτική ανάλυση	36
Συμπεράσματα δευτέρου κεφαλαίου	40
Κεφάλαιο 3 ^ο : Προς μία νέα αρχιτεκτονική του διεθνούς νομισματικού συστήματος.	42
3.1. Σταθερότητα μέσα από ένα σύστημα πολλών νομισμάτων;.....	43
3.2. Ο ρόλος των ειδικών τραβηκτικών δικαιωμάτων (ΕΤΔ).....	45
3.3. Η βραχυπρόθεσμη ροή των κεφαλαίων και η αύξηση των αποθεματικών.....	46
3.4. Ένα παγκόσμιο νόμισμα για την εξάλειψη των ανισορροπιών;	48
3.5. Η σημασία του συντονισμού.....	51
Συμπεράσματα τρίτου κεφαλαίου.....	55
Επίλογος.....	56
Πηγές	57

Κατάλογος Σχημάτων:

Σελίδα:

Σχήμα1. Παγκόσμιες ανισορροπίες και οικονομική κρίση.	19
---	----

Κατάλογος Γραφημάτων:

Σελίδα:

Γράφημα 1. Προσδοκίες για την εξέλιξη των παγκόσμιων ανισορροπιών.	22
Γράφημα 2. Η ισορροπία στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Κίνας 1971-2011.	26
Γράφημα 3. Το αμερικανικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και τα συστατικά του μέρη.	33
Γράφημα 4. Η ιστορική εξέλιξη του ποσοστού ιδιωτικής αποταμίευσης.	34
Γράφημα 5. Το κινέζικο και αμερικανικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του Α.Ε.Π. 2000-2010.	38

Κατάλογος Συντομογραφιών:

Δ.Ν.Τ.	Διεθνές Νομισματικό Ταμείο
Ε.Δ.Τ.	Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα
Α.Ε.Π.	Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν

Εισαγωγή

Το παγκόσμιο καπιταλιστικό σύστημα βρίσκεται σε μία μεταβατική διαδικασία, αποτέλεσμα της χρηματοπιστωτικής παγκοσμιοποίησης και της ολοκλήρωσης των χρηματαγορών. Η διεύρυνση της αγοράς χρήματος και κεφαλαίου μετέβαλλαν σε μεγάλο βαθμό τη λειτουργία τους, τον τρόπο διάρθρωσης του οικονομικού συστήματος και τις διαδικασίες λήψης αποφάσεων. Το φαινόμενο αυτό παρατηρείται σε έντονο βαθμό τις τελευταίες δεκαετίες και ανατροφοδοτείται από την ίδια τη λειτουργία του συστήματος, αναπτύσσοντας υπερκυκλικό χαρακτήρα. Αυτό με τη σειρά του, έχει ως αποτέλεσμα τη δημιουργία έντονων οικονομικών ανισορροπιών, γεγονός που προκαλεί μεγάλη ανησυχία σχετικά με την αντιμετώπιση του προβλήματος και τη βιωσιμότητα του συστήματος. Στην ετήσια συνάντηση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και της Παγκόσμιας Τράπεζας στο Ντουμπάι τον Σεπτέμβριο του 2003, το ΔΝΤ και οι G7 είχαν επανειλημμένα τονίσει τους κινδύνους των παγκόσμιων ανισορροπιών, ενώ σχεδίασαν και μία στρατηγική πολιτική για την αντιμετώπιση και την ομαλή εκτόνωση τους. Επιπλέον, όταν το 2006 το ΔΝΤ σχεδίασε μία πολυμερή διαδικασία διαβούλευσης ως παγκόσμιο εργαλείο επιτήρησης των οικονομιών, το θέμα των παγκόσμιων ανισορροπιών είχε επιλεγεί μεταξύ αυτών που βρίσκονταν στην κορυφή της λίστας των ζητημάτων που έχριζαν άμεσης αντιμετώπισης.

Το φαινόμενο των παγκόσμιων ανισορροπιών θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως ένα από τα πιο περίπλοκα φαινόμενα της μακροοικονομικής θεωρίας. Η δυσκολία έγκειται στο γεγονός ότι περιλαμβάνει μία πλειάδα παραγόντων, όπως αποφάσεις σχετικά με την παραγωγή, την κατανάλωση, την επένδυση, την αποταμίευση σε συνδυασμό με τη στρατηγική που επιθυμεί να ακολουθήσει η εκάστοτε κυβέρνηση για την οικονομική ανάπτυξη, παρακολουθώντας ταυτόχρονα τις αποφάσεις των εμπορικών της εταίρων και λαμβάνοντας υπόψη τις ομάδες συμφερόντων του κάθε συστήματος. Οι διαφορές που παρουσιάζονται στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών θα μπορούσαν να χαρακτηρισθούν εν μέρει θετικές, υπό την έννοια ότι αποτελούν μία φυσική αντανάκλαση των διαφορών ανά τις χώρες στα επίπεδα οικονομικής και βιομηχανικής ανάπτυξης, στις δημογραφικές αλλαγές, στα σχέδια επενδύσεων, κτλ. Παράλληλα θα μπορούσαν να χαρακτηρισθούν και αρνητικές, διότι αντικατοπτρίζουν τις στρεβλώσεις, τις ανισότητες και τους οικονομικούς κινδύνους, σε εθνικό και διεθνές επίπεδο.

Η έννοια των παγκόσμιων ανισορροπιών έχει τροποποιηθεί αρκετά περιλαμβάνοντας νέες μεταβλητές. Η παγκόσμια οικονομία ενσωματώνει πολλούς κεντρικούς νέους παίκτες που παλαιότερα βρίσκονταν στην περιφέρεια του παγκόσμιου εμπορίου και των χρηματοπιστωτικών

ροών. Η οικονομική απελευθέρωση του εμπορίου και οι ταχύτατες τεχνολογικές εξελίξεις συνέβαλαν ουσιαστικά στην πραγματική παγκοσμιοποίηση. Τα μειωμένα μεταφορικά κόστη, οι τεχνολογίες πληροφορικής και η εμβάθυνση των χρηματοπιστωτικών αγορών βοήθησαν στην μείωση του χώρου και του χρόνου συναλλαγών προσφέροντας τη δυνατότητα στις αναδυόμενες οικονομίες να εκμεταλλευτούν τα ανταγωνιστικά τους πλεονεκτήματα.

Οι χρηματοπιστωτικές διασυνδέσεις μεταξύ των χωρών άλλαξαν τον χαρακτήρα της παγκοσμιοποίησης η οποία έχει οδηγήσει σε μία σημαντική αύξηση των ακαθάριστων χρηματοπιστωτικών ροών. Οι παγκόσμιες ανισορροπίες εμφανίστηκαν την περίοδο που το μακροοικονομικό και χρηματοπιστωτικό περιβάλλον παρουσίαζε σημαντική ανάκαμψη, καταγράφοντας ιστορικά νούμερα οικονομικής μεγέθυνσης και σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού τομέα. Από το 2004 έως το 2007 το παγκόσμιο μακροοικονομικό περιβάλλον φάνταζε ιδιαίτερα σταθερό, οι οικονομικοί κύκλοι ήταν σταθεροί ενώ ο πληθωρισμός ήταν σχετικά ελεγχόμενος.

Αυτά τα χαρακτηριστικά, δηλαδή η εμφάνιση νέων οικονομικών παικτών, το μεγάλο κύμα παγκοσμιοποίησης και το ευνοϊκό μακροοικονομικό περιβάλλον περιγράφουν αρκετά ξεκάθαρα το κλίμα που επικρατεί στις παγκόσμιες αγορές και παρέχουν μία καλή εξήγηση των στρεβλώσεων που δημιουργούν οι παγκόσμιες ανισορροπίες.

Η εργασία χωρίζεται σε τρία μέρη. Στο πρώτο μέρος εξετάζεται το περιεχόμενο, η σημασία και η έννοια των παγκόσμιων ανισορροπιών. Εξετάζεται, επίσης, η ιστορική τους εξέλιξη, η σύνδεση τους με την χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 αλλά και οι αντιμαχόμενες θεωρίες των Bernanke και Eichengreen οι οποίες προσφέρουν διαφορετικές ερμηνείες και συμπεράσματα. Στο δεύτερο μέρος αναλύεται η σχέση μεταξύ Κίνας και Αμερικής ως η θεμελιώδης εκείνη σχέση γύρω από την οποία περιστρέφεται η προβληματική των ανισορροπιών. Υποστηρίζεται ότι και οι δύο χώρες θα πρέπει να αναλάβουν το μερίδιο της ευθύνης που τους αναλογεί και να προβούν στις αναγκαίες διαρθρωτικές αλλαγές επί των οικονομιών τους. Στο τρίτο μέρος εξετάζεται το φαινόμενο των ανισορροπιών σε συνδυασμό με την εξέλιξη και λειτουργία του διεθνούς νομισματικού συστήματος και αναλύονται επιμέρους προτάσεις που ενσωματώνουν την προβληματική των ανισορροπιών.

Κεφάλαιο 1^ο: Μια θεωρητική προσέγγιση των παγκόσμιων ανισορροπιών

1.1. Έννοια και περιεχόμενο των ανισορροπιών

Οι παγκόσμιες ανισορροπίες αναφέρονται «στις εξωτερικές θέσεις συστημικά σημαντικών οικονομιών που αντανakλούν διαστρεβλώσεις ή εμπεριέχουν κινδύνους για την παγκόσμια οικονομία»¹. Με άλλα λόγια, πρόκειται για οικονομίες των οποίων το μέγεθος είναι θεμελιώδες αφενός για την εύρυθμη λειτουργία της παγκόσμιας οικονομίας και αφετέρου για ουσιώδεις αποκλίσεις από την οικονομικά και κοινωνικά επιθυμητή ισορροπία.

Σε σύγκριση με τις παρελθούσες ανισορροπίες, το σημερινό διεθνές οικονομικό σύστημα είναι πιο πολύπλοκο και πολυπαραγοντικό², ενσωματώνοντας νέους παίκτες και επαναπροσδιορίζοντας τις σχέσεις μεταξύ των χωρών του πυρήνα και της περιφέρειας. Χαρακτηρίζεται επίσης από υψηλό βαθμό χρηματιστικοποίησης (financialisation) αλλά και από έντονη υπερκυκλικότητα όπως αυτή αντανakλάται στις βραχυπρόθεσμες κεφαλαιακές ροές³. Οι ανισορροπίες οφείλονται τόσο σε διαρθρωτικούς παράγοντες που άπτονται της λειτουργίας και οργάνωσης της διεθνούς οικονομίας όσο και σε κυκλικούς που αναφέρονται σε διαφοροποιήσεις ως προς τα εγχώρια επίπεδα αποταμίευσης και επένδυσης⁴. Επιφέρουν αλλαγές σε εμπορικά και βιομηχανικά πρότυπα αλλά και στις αγορές εργασίας και προϊόντων επιδρώντας θεμελιωδώς στις οικονομικές σχέσεις των κρατών και του τρόπου λειτουργίας της παγκόσμιας οικονομίας⁵.

Οι παγκόσμιες ανισορροπίες αντανakλούν διαφορετικά οικονομικά μεγέθη. Άλλοτε μπορούν να χαρακτηρισθούν ως «καλές» με την έννοια ότι παρουσιάζουν διαφορετικά μοντέλα ανάπτυξης, επένδυσης, δημογραφικής μεταβολής, και άλλοτε ως «κακές» αντικατοπτρίζοντας στρεβλώσεις και αρνητικές εξωτερικότητες σε εθνικό και παγκόσμιο επίπεδο⁶.

¹ Thierry Bracke, Matthieu Bussière, Michael Fidora and Roland Straub, A Framework For Accessing Global Imbalances, Occasional Paper Series, No 78, January, 2008, σελ.13

² ibid.σελ.21 Ο πολυπαραγοντικός χαρακτήρας του συστήματος σε σύγκριση με το παρελθόν δημιουργεί προβλήματα, καθόσον όλο και περισσότερες χώρες εμφανίζουν πλεονάσματα, με συνέπεια να υπάρχει μεγαλύτερος βαθμός διάχυσης του κινδύνου. Αυτό με τη σειρά του, δημιουργεί προβλήματα συντονισμού και συνεργασίας καθιστώντας δυσχερή τη διόρθωση των ανισορροπιών. Όπως αναφέρουν οι συγγραφείς, ενώ τη δεκαετία του '80 το έλλειμμα των ΗΠΑ υπολογιζόταν κυρίως σε σχέση με την Ιαπωνία και την Γερμανία, σήμερα υπολογίζεται στη βάση της σχέσης με μία πλειάδα κρατών και κυρίως των αναπτυσσόμενων οικονομιών της Νοτίου Αμερικής, της Νοτιοανατολικής Ασίας και πετρελαιοπαραγωγών χωρών. Για αυτό ακριβώς το λόγο υπάρχει αυξημένος κίνδυνος για υψηλό βαθμό προστατευτισμού από την πλευρά των ελλειμματικών χωρών με δυνητικές αρνητικές συνέπειες για το ελεύθερο εμπόριο και την οικονομική ανάπτυξη.

³ ibid.σελ.12

⁴ ibid.σελ.29

⁵ ibid.

⁶ Olivier J. Blanchard, Il SaKong, Reconstructing the World Economy, International Monetary Fund, 2010, σελ.84. Για τους Blanchard και Sakong, η οικονομική κρίση του 2008 δεν προήλθε μέσα από την «άτακτη απορρύθμιση

Οι καλές ανισορροπίες δείχνουν μία πιο αποτελεσματική κατανομή πόρων και κεφαλαίων. Ένα έλλειμμα του προϋπολογισμού με δανεισμό αγοραστικής δύναμης από το εξωτερικό μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την ενίσχυση των εθνικών παραγωγικών δομών και της μακροπρόθεσμης οικονομικής ανάπτυξης, δημιουργώντας μία ισχυρή δυναμική στην οικονομία. Από την άλλη πλευρά, αυξημένος δημόσιος δανεισμός για την χρηματοδότηση καταναλωτικών δαπανών μπορεί να αποδειχθεί καταστροφικός. Ένα δημοσιονομικό έλλειμμα μπορεί να προκαλέσει και ένα υψηλό έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, όπως εξάλλου αποδεικνύεται και από την θεωρία των δίδυμων ελλειμμάτων⁷.

1.2. Η ιστορική εξέλιξη των παγκόσμιων ανισορροπιών. Ανισορροπίες και νομισματικά καθεστώτα

Οι παγκόσμιες ανισορροπίες δεν είναι ένα καινούργιο φαινόμενο αλλά παρατηρούνται από την εποχή του Χρυσού Κανόνα. Μέχρι και τον Πρώτο Παγκόσμιο Πόλεμο οι ανισορροπίες έτειναν να σταθεροποιούνται μέσω της ροής του χρυσού ανάμεσα στις χώρες, προσδίδοντας στο σύστημα έναν αυξημένο βαθμό «προβλεψιμότητας»⁸. Αν και δεν διασφαλιζόταν αυτονομία στην άσκηση εσωτερικής οικονομικής πολιτικής, εντούτοις το σύστημα εγγυόταν ότι δεν θα εμφανίζονταν επίμονες ανισορροπίες στα ισοζύγια πληρωμών. Ο Χρυσός Κανόνας ήταν «ένα σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών όχι όμως και σχετικών τιμών»⁹. Όταν εμφανίζονταν ανισορροπίες ασκούσαν πιέσεις στο εισόδημα και στις τιμές μίας χώρας. Αν αυτή η χώρα εμφάνιζε έλλειμμα, τότε ο Χρυσός Κανόνας θα οδηγούσε τις τιμές και τους μισθούς

των παγκόσμιων ανισορροπιών (disorderly unwinding of global imbalances) αλλά από αποτυχίες του ίδιου του οικονομικού συστήματος. Για το ίδιο θέμα βλ. σχετικά Olivier Blanchard, Gian Maria Milesi-Ferretti, Global Imbalances in Midstream?, International Monetary Fund, December 2009. Για τους συγγραφείς, οι ανισορροπίες την περίοδο 1996-2000 ήταν εν γένει καλές καθώς αντανάκλασαν διαφορετικές επενδυτικές προσδοκίες. Παρόλα αυτά, από το 2001 έως το 2004 υπήρξε σημαντική μείωση της αποταμίευσης στις ΗΠΑ, η οποία συνοδεύτηκε από υψηλότερη αποταμίευση στις πλεονασματικές χώρες. Αυτή η τάση ενισχύθηκε την περίοδο 2005-2008 με την απόκλιση των οικονομικών μεγεθών να αντανάκλουν κακές ανισορροπίες. Οι συγγραφείς είναι αισιόδοξοι ότι η μείωση των ανισορροπιών το 2009, κυρίως λόγω της αύξησης της αποταμίευσης στις ελλειμματικές χώρες, θα συνεχισθεί. Η μείωση όμως των ανισορροπιών είναι συνάρτηση της επίτευξης πλήρους απασχόλησης και ενίσχυσης της ζήτησης στις πλεονασματικές χώρες. Επομένως, χρειάζεται μία ανακατανομή της ζήτησης από τις ελλειμματικές προς τις πλεονασματικές χώρες παράλληλα με μία σημαντική ανατίμηση της συναλλαγματικής τους ισοτιμίας. Εάν αυτό δεν συμβεί, τότε είναι πιθανό να υπάρξει μία επιστροφή στο status quo ante.

⁷ *ibid.*, σελ.25 Οι ανισορροπίες δεν οφείλονται μόνο στην ελεύθερη λειτουργία της αγοράς αλλά και στις πολιτικές που ακολουθούν τα κράτη όπως είναι παραδείγματος χάριν, οι συνεχείς παρεμβάσεις στις αγορές συναλλάγματος.

⁸ Greg Buckman, *Global Trade: Past Mistakes, Future Choices*, Zed Books, 2005, σελ. 208.

⁹ Richard A. Iley, Mervyn Lewis, *Untangling the Us Deficit: Evaluating Causes, Cures and Global Imbalances*, Edward Elgar Publishing, 2007, σελ.40.

προς τα κάτω, αποκαθιστώντας την ανταγωνιστικότητα της και την ισορροπία στο ισοζύγιο της¹⁰. Ήταν όμως μία διαδικασία αργή και επίπονη, ιδιαίτερα για τις ελλειμματικές χώρες.

Η πρώτη εκδήλωση ανισορροπιών ήταν μεταξύ Γερμανίας και ΗΠΑ μετά την κατάρρευση του χρυσού κανόνα. Οι πολεμικές αποζημιώσεις, η ανάγκη να χρηματοδοτηθεί η οικονομική ανάπτυξη αλλά και να παρασχεθεί ένα επίπεδο κοινωνικής προστασίας, αύξησαν τα δημοσιονομικά ελλείμματα της Γερμανίας, τα οποία χρηματοδοτούνταν κατά κύριο λόγο από τις ΗΠΑ. Η εξομάλυνση της γερμανικής κατανάλωσης στηρίχθηκε σε έναν υψηλό και συνεχή ρυθμό δανεισμού από τις ΗΠΑ, χωρίς ωστόσο «καμία από τις δύο χώρες να ήταν πραγματικά έτοιμη για να αντιμετωπίσει τις επιπτώσεις από την ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων».¹¹ Η παγκόσμια ύφεση του 1929 οδήγησε τα κράτη στην υιοθέτηση και εφαρμογή προστατευτικών πολιτικών. Οι ΗΠΑ έθεσαν σε ισχύ τον νόμο Smoot-Hawley επιβάλλοντας δασμούς σε όλα τα εισαγόμενα γερμανικά προϊόντα, δυσκολεύοντας με τον τρόπο αυτό την πρόσβαση στην αμερικανική αγορά και καθιστώντας δυσχερή την αποπληρωμή του γερμανικού χρέους.¹²

Σε αντίθεση με τον Χρυσό Κανόνα, στο σύστημα του Bretton Woods υπήρχαν σημαντικοί περιορισμοί ως προς την ελεύθερη κυκλοφορία των κεφαλαίων. Εντούτοις και το σύστημα του Bretton Woods εμφάνισε τα χαρακτηριστικά ενός καθεστώτος «ασύμμετρης»¹³ διεθνούς πολιτικής οικονομίας καθώς στην πλειοψηφία τους οι χώρες κρατούσαν σταθερές τις ισοτιμίες των νομισμάτων τους και δεν προέβαιναν σε ανατιμήσεις απέναντι στο αυξανόμενο έλλειμμα του αμερικανικού ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, θέλοντας με αυτό τον τρόπο να προστατεύσουν τις θετικές αναπτυξιακές προοπτικές των εξαγωγικών τους βιομηχανιών. Μέσα σε αυτό το πλαίσιο, ο ρόλος του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου ήταν να μπορέσει να διευκολύνει την προσαρμογή. Η προσαρμογή, όμως, δεν αφορούσε μόνο τις ελλειμματικές χώρες αλλά, αντιθέτως, είχε ενσωματωθεί ειδική ρήτρα που όριζε ως θεσμό την υποχρέωση για αμοιβαία συμπεριφορά και από τις πλεονασματικές χώρες (scarce currency clause)¹⁴. Όταν τα αποθέματα του Δ.Ν.Τ. σε ένα συγκεκριμένο νόμισμα περιορίζονταν λόγω της έλλειψής του, τότε το διοικητικό συμβούλιο του οργανισμού μπορούσε να ασκήσει πίεση επί των πλεονασματικών χωρών. Με άλλα λόγια, το διοικητικό συμβούλιο του οργανισμού μπορούσε να ανακηρύξει την ανεπάρκεια ενός νομίσματος, επιτρέποντας στις ελλειμματικές χώρες να λάβουν διακριτικά

¹⁰ Greg Buckman, op.cit.σελ.209.

¹¹ Jeffrey A. Frieden, Global Imbalances, National Rebalancing, and the Political, Economy of Recovery ,Council on Foreign Relations,2009, σελ.4.

¹² ibid.σελ.5.

¹³ Barry Eichengreen, Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods, MIT Press, 2010,σελ. Xi.

¹⁴ Barry J. Eichengreen, Europe's Post-War Recovery, Cambridge University Press,1995, σελ.101.

μέτρα στην ελεύθερη διεξαγωγή του εμπορίου. Η ρήτρα είχε προκαλέσει την έντονη αντίδραση των ΗΠΑ, οι οποίες και φοβούνταν ότι θα χρησιμοποιείτο εναντίον τους, με συνέπεια να την καταστήσουν «γράμμα κενού περιεχομένου»¹⁵ και να μην εφαρμοσθεί ποτέ. Εξάλλου, όπως αποδείχθηκε στη συνέχεια, το πρόβλημα δεν ήταν τα πλεονάσματα των ΗΠΑ, αλλά τα ελλείμματα τους.

Το πρώτο σοκ στο διεθνές σύστημα ήρθε με την απόφαση του Νίξον να αποσυνδέσει το δολάριο από τον κανόνα του χρυσού. Με την υποτίμηση του δολαρίου η αμερικανική κυβέρνηση κατάφερε να αποκαταστήσει την μακροοικονομική σταθερότητα και να αντιμετωπίσει την σπάταλη για στρατιωτικές δαπάνες που είχε φέρει ο πόλεμος στο Βιετνάμ, αλλά και το υψηλό κόστος των κοινωνικών υπηρεσιών της Great Society.

Η αύξηση της αμερικανικής ρευστότητας οδήγησε στην δημιουργία της αγοράς του ευρωδολαρίου, με τεράστιες ποσότητες δολαρίων να βρίσκονται σε ξένες τράπεζες και να ζητούν εναγωνίως δανειστές. Το νέο «μη σύστημα»¹⁶ που πρόέκυψε χαρακτηρίζεται από τον Barry Eichengreen ως ένα καινούργιο, δεύτερο Bretton Woods. Όπως και στο αρχικό, έτσι και στο σημερινό διεθνές νομισματικό σύστημα, υπάρχει μία σαφής διαίρεση σε χώρες του πυρήνα, που το νόμισμα τους χρησιμοποιείται ως διεθνές αποθεματικό και σε χώρες της περιφέρειας, με μία μονίμως υποβαθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία¹⁷. Οι χώρες της περιφέρειας, ή αλλιώς η «χρυσή κοινοπραξία» (golden pool) χρησιμοποιούν τα πλεονάσματα τους για να δανείζουν τις χώρες του κέντρου συντηρώντας τις συναλλαγματικές τους ισοτιμίες σε χαμηλά επίπεδα που επιτρέπουν υψηλές εξαγωγές. Αυτό σημαίνει ότι οι χώρες της περιφέρειας έχουν συμφέρον ως προς την διαιώνιση της υφιστάμενης κατάστασης, καθώς τους επιτρέπει να διατηρούν σε υψηλά επίπεδα την ανταγωνιστικότητα τους όντας παράλληλα και σε θέση να μειώσουν τα αποθέματα τους σε δολάρια όταν εμφανιστεί κίνδυνος υποτίμησης του. Για τον Eichengreen, η σταθερότητα είναι άμεση συνάρτηση της ικανότητας συλλογικής δράσης σε διεθνές επίπεδο¹⁸. Αυτό όμως

¹⁵ Francis J. Gavin, *Gold, Dollars, and Power: The Politics of International Monetary Relations, 1958-1971*, UNC Press Books, 2004, σελ.20-21.

¹⁶ Jaime Reis, *International Monetary Systems in Historical Perspective*, Palgrave Macmillan, 1995, σελ.275.

¹⁷ Barry Eichengreen, *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, op.cit, σελ.35.

¹⁸ Ibid.σελ.36. Όπως αναφέρει ο Eichengreen: “While supporting the dollar may be in the collective interest of America’s developing-country trading partners, this does not necessarily mean that it is in their individual interest”. Για τον Eichengreen η πίστη των θεσμικών επενδυτών προς το δολάριο δεν πρέπει να λαμβάνεται ως δεδομένη. Πρόκειται στην ουσία για ένα πρόβλημα συλλογικής δράσης το οποίο και δεν διαφέρει σημαντικά από αυτό της εποχής του Bretton Woods. “This not unlike the situation in the 1960s, when European countries perceived it as in their collective interest to support the dollar and the Bretton Woods system by resisting the temptation to convert dollar denominated reserves into Us gold but where it was in their individual interest to convert their dollars before the price of gold was allowed to rise and the united States closed the gold window”. Η χρυσή κοινοπραξία της

είναι αδύνατο να επιτευχθεί εφόσον τα κράτη προτάσσουν τον εσωτερικό πολιτικό τους κύκλο. Σε αντίθεση, βέβαια, με το παλαιό σύστημα σήμερα υπάρχει ακόμα μεγαλύτερη αβεβαιότητα, καθώς αμφισβητείται η ικανότητα του δολαρίου να διατηρήσει την αξία του σε σχέση με τα άλλα νομίσματα, δεδομένου ότι τα αμερικανικά ελλείμματα αντανακλούν πολύ χαμηλά ποσοστά δημόσιας και ιδιωτικής αποταμίευσης. Μολονότι η κρίση χρέους στην ευρωζώνη ανανέωσε την εμπιστοσύνη προς το δολάριο, αυτή η κατάσταση δεν μπορεί παρά να είναι προσωρινή γιατί, σύμφωνα με τον Eichengreen, το σύστημα δεν είναι βιώσιμο καθώς δεν αποκλείεται μία στροφή μακριά από το δολάριο¹⁹.

Αυτό που γίνεται εμφανές από την ανάλυση που προηγήθηκε είναι ότι, βραχυπρόθεσμα, οι μακροοικονομικές ανισορροπίες απολαμβάνουν καθολικής αποδοχής. Ο δανεισμός αυξάνει την κατανάλωση, την οικονομική ευφορία, την αξία όλων των περιουσιακών στοιχείων, όπως για παράδειγμα στα ακίνητα, και δημιουργεί θετικές προσδοκίες οικονομικής ανάπτυξης. Όμως αυτή η αρχική διάχυτη αισιοδοξία γρήγορα διαψεύδεται. Αυτό σημαίνει ότι στο μακροπρόθεσμο διάστημα, η σχέση μεταξύ πλεονασματικών και ελλειμματικών χωρών δεν είναι βιώσιμη, οπότε αυτόματα δημιουργείται η ανάγκη της προσαρμογής, δηλαδή η ανάγκη αποκατάστασης του ρυθμού, της τάξης και της ισορροπίας. Όπως και στο Bretton Woods έτσι και σήμερα, καμία χώρα δεν θέλει να αφήσει την ισοτιμία της να ανατιμηθεί από τον φόβο ότι αυτό θα της στερήσει το πλεονέκτημα του δυναμικά αναπτυξιακού εξαγωγικού τομέα της. Για αυτό το λόγο, το βάρος της προσαρμογής το φέρουν οι ελλειμματικές χώρες, οι οποίες και βιώνουν επίπονες μειώσεις στην κατανάλωση και την παραγωγή τους μέσα από αποπληθωριστικές πολιτικές. Το ποιος θα έχει το βάρος της προσαρμογής υπήρξε αντικείμενο έντονης αντιπαράθεσης μεταξύ του Keynes και του White στην Συνδιάσκεψη του Bretton Woods²⁰. Η τελική απόφαση για το βάρος της

δεκαετίας του '60, η Γερμανία, το Βέλγιο, η Αγγλία, η Ιταλία κτλ. είχαν συμφωνήσει στην ρύθμιση της αγοράς χρυσού έτσι ώστε να βοηθήσουν τις ΗΠΑ να εκπληρώσουν την υπόσχεση τους, δηλαδή να δίνουν 35 δολάρια για κάθε ουγκιά χρυσού. Με άλλα λόγια, όταν η τιμή του χρυσού έτεινε να αυξηθεί ξεπερνώντας τα 35 δολάρια, τότε η χρυσή κοινοπραξία παρενέβαινε προσφέροντας χρυσό, για να φέρει την τιμή και πάλι σε ισορροπία. Ωστόσο, μετά το 1965, τον πόλεμο στο Βιετνάμ και την αύξηση του πληθωρισμού στις ΗΠΑ, το μέγεθος των δολαρίων που κατείχαν μη υπήκοοι των ΗΠΑ ξεπερνούσε το απόθεμα χρυσού που κατείχαν, με αποτέλεσμα το 1971 ο Πρόεδρος Νίξον να κλείσει το χρυσό παράθυρο. Η κατάσταση αυτή δεν διαφέρει πολύ από την σημερινή. Όπως και τότε έτσι και σήμερα η χρυσή κοινοπραξία καλείται να στηρίξει την συναλλαγματική ισοτιμία του δολαρίου. Αν και η κάθε χώρα προτάσσει τα δικά της συμφέροντα, εντούτοις δεν πρέπει να αναμένουμε κάποια απομάκρυνση από το σύστημα του δολαρίου και αυτό γιατί δεν φαίνεται να υπάρχει καμία εναλλακτική λύση.

¹⁹ *ibid.* σελ.34.

²⁰ Fred L. Block, *The Origins of International Economic Disorder: A Study of United States International Monetary Policy from World War II to the Present*, University of California Press, 1977, σελ.48-49.

προσαρμογής να βαραίνει πρωτίστως τις ελλειμματικές χώρες φαίνεται να έχει επικρατήσει ως κυρίαρχη νόρμα²¹ στην λειτουργία του παγκόσμιου οικονομικού συστήματος.

1.3. Τρεις διαφορετικές ερμηνείες για τις ανισορροπίες. Η αύξηση των αποταμιεύσεων και της ρευστότητας και η έλλειψη επενδύσεων.

Οι μακροοικονομικές ανισορροπίες είναι ένα διαχρονικό και σύνθετο φαινόμενο που προσδιορίζει σε μεγάλο βαθμό τον τρόπο οργάνωσης και λειτουργίας της παγκόσμιας οικονομίας. Οι παγκόσμιες ανισορροπίες διευρύνονται διαρκώς καθώς, από τη μία πλευρά οι ΗΠΑ ξοδεύουν περισσότερα και αποταμιεύουν λιγότερα ενώ στον υπόλοιπο κόσμο αποταμιεύουν περισσότερα από όσα επενδύουν²².

Σύμφωνα με την υπόθεση του υπερκορεσμού των αποταμιεύσεων (the savings glut) η αυξανόμενη τάση προς υψηλά ποσοστά αποθεματικών στις ασιατικές οικονομίες αυξάνει το αμερικανικό εμπορικό έλλειμμα και οδηγεί στην επικράτηση χαμηλών επιτοκίων, στην αύξηση της ζήτησης και της κατανάλωσης και σε φούσκες²³. Στον αντίποδα αυτής της θεώρησης βρίσκεται η προσέγγιση της υπερβολικής ρευστότητας (the liquidity glut) η οποία και ορίζει ως αιτία της εκδήλωσης μακροοικονομικών ανισορροπιών τα πολύ χαμηλά επιτόκια όπως αυτά καθορίζονται από τις κεντρικές τράπεζες των μεγάλων χωρών, οδηγώντας σε αύξηση της μόχλευσης και σε υπερεκτίμηση της πραγματικής αξίας περιουσιακών στοιχείων²⁴. Το πρόβλημα, δηλαδή, είναι η άσκηση νομισματικής πολιτικής.

²¹ Rosemary Foot, Andrew Walter, China, the United States, and Global Order, Cambridge University Press, 2010, σελ.94-95.

²² Asli Demirgüç-Kunt, Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman, The International Financial Crisis: Have the Rules of Finance Changed?, στο Edwin M. Truman, What Broke? The Root causes of the crisis, World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd., 2011, σελ.120. Η υπόθεση του υπερκορεσμού των αποταμιεύσεων δεν θεωρείται ως αποδεκτή από όλους καθώς δεν υποστηρίζεται εμπειρικά από το μέγεθος των καθαρών εισροών και εκροών. “The savings glut hypothesis is a flawed analysis not only because it was really a global investment dearth as was demonstrated by International Monetary Fund staff at the time but also because the analysis focused in its simplest form on net inflows and gross official inflows. The reality is that from 2002 to 2007 on average official inflows to the United States were less than 25% of total gross inflows....it is a stretch to think that a flow of net savings of this size added significant downward pressure on the U.S. and other yield curves around the world that could not have been resisted by central banks”.

²³ Daniel Gros, Thomas Mayer, Angel Ubide, A World Out of Balance?: Special Report of the Ceps Macroeconomic Policy Group, Centre for European Policy Studies, Brussels, 2006, σελ.64.

²⁴ ibid. σελ.65. Μία από τις εξηγήσεις που δίνουν οι συγγραφείς για τις μακροοικονομικές ανισορροπίες στηρίζεται στη μαρξιστική θεωρία. Οι παραγωγοί χρησιμοποιώντας την εργατική τάξη εκμεταλλεύονται την υπεραξία αυξάνοντας την επένδυση και την αποταμίευση τους μειώνουν όμως την αγοραστική δύναμη της εργατικής τάξης περιορίζοντας την ικανότητα της να απορροφήσει το παραγόμενο προϊόν. Αυτή η απόκλιση ανάμεσα στην υποκατανάλωση από τη μία πλευρά και την υπερβολική αποταμίευση από την άλλη είναι ένα φαινόμενο που παρατηρείται και σήμερα με την διαφορά όμως ότι οι «σημερινές αποταμιεύσεις χρησιμοποιούνται για να χρηματοδοτήσουν το αμερικανικό έλλειμμα».

Και οι δύο αυτές θεωρητικές προσεγγίσεις ορίζουν ως πηγή όλων των οικονομικών δεινών την επικράτηση πολύ χαμηλών επιτοκίων τα οποία με την σειρά τους οδηγούν στην επικράτηση υπερασισιόδοξων προσδοκιών για την μελλοντική οικονομική δραστηριότητα, που σύμφωνα με την αυστριακή σχολή, μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα μία πολιτική «λανθασμένων υπερεπενδύσεων»²⁵ και αναποτελεσματικής κατανομής κεφαλαίου. Αυτό που έχει όμως σημασία και στο οποίο διαφοροποιούνται οι δύο υποθέσεις είναι η βασική αιτία που κρύβεται πίσω από αυτή την πτώση.

Παρόλο που πολλοί κατηγορούν την Κίνα και τις μεθοδεύσεις της στην συναλλαγματική πολιτική, κρατώντας χαμηλά την τιμή του γουάν, ωστόσο το ποσοστό αύξησης των αποταμιεύσεων στην Κίνα δεν μπορεί να δικαιολογήσει από μόνο του την πτώση στα πραγματικά επιτόκια και την αύξηση του ελλείμματος των ΗΠΑ²⁶. Για τον Bernanke το φαινόμενο της αύξησης των αποθεματικών οφείλεται κυρίως «στη μεταμόρφωση του αναπτυσσόμενου κόσμου που από καταναλωτής και χρήστης κεφαλαίων μετατράπηκε σε πάροχο διαθέσιμων χρηματικών πόρων στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου»²⁷ όπως επίσης και στην αύξηση των επενδύσεων και της ρευστότητας στις ΗΠΑ, που προέρχεται σε μεγάλο βαθμό από την «ελκυστικότητα»²⁸ που επιδεικνύουν τα αμερικανικά περιουσιακά στοιχεία λόγω του χαμηλού βαθμού κινδύνου. Ο Bernanke ορίζει το πρόβλημα ως ένα πρόβλημα που αποδίδεται στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, που σημαίνει ότι αυτές είναι που θα πρέπει να λάβουν τα μέτρα προσαρμογής και διόρθωσης κυρίως με την μείωση των αποταμιεύσεων και την αύξηση της κατανάλωσης²⁹. Αντίθετα, ο Eichengreen³⁰ αποδίδει τις ανισορροπίες στο έλλειμμα

²⁵ *ibid.* σελ.66.

²⁶ *ibid.* σελ.71.

²⁷ Christian M. Oberpriller, *Global Imbalances, Exchange Rates and Oil-Exporting Countries*, LIT Verlag Münster, 2009, σελ.25. Για τον Bernanke, το savings glut θεωρείται η θεμελιώδης αιτία πίσω από την οικονομική και συναλλαγματική κρίση που έπληξε τις χώρες της Ασίας την δεκαετία του 90. Πολλές χώρες είδαν να αυξάνεται η εισροή κεφαλαίων και παράλληλα τα ελλείμματα στα ισοζύγια τους. Τα κεφάλαια όμως δεν χρησιμοποιήθηκαν για να ενισχύσουν τις παραγωγικές δομές των οικονομιών τους. Η φούσκα που έσκασε στη συνέχεια βρήκε τις περισσότερες επιχειρήσεις ανίκανες να αποπληρώσουν τα χρέη τους ενώ οι εγγυήσεις που παρείχαν τα κράτη δεν ήταν βιώσιμες. Το αποτέλεσμα ήταν εκροές κεφαλαίων, συναλλαγματική υποτίμηση και μείωση της οικονομικής μεγέθυνσης.

²⁸ *ibid.* σελ.25-26.

²⁹ Richard Duncan, *The New Depression: The Breakdown of the Paper Money Economy*, John Wiley & Sons, 2012, σελ. 28-29. Σύμφωνα με την θεωρία του Bernanke, μία χώρα που επενδύει περισσότερο από όσο αποταμιεύει θα εμφανίζει έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της. Αντιθέτως, μία χώρα που αποταμιεύει περισσότερο από όσο επενδύει μπορεί να δανείζει το πλεόνασμα της. Σύμφωνα με τον Richard Duncan το επιχείρημα του Bernanke αγνοεί ένα σημαντικό γεγονός: ότι τα χρήματα που οι πλεονασματικές χώρες επενδύουν δεν προέρχονται από τις αποταμιεύσεις τους, αλλά πρόκειται για νέο χρήμα (fiat money) το οποίο και συνιστά μία τρίτη μεταβλητή». Όπως αναφέρει ο Duncan : “ when the PBOC created 460billion worth of yuan in 2007 to manipulate its currency by buying dollars that 460 billion worth of Yuan was not saved , it was created from thin air as part of government

αποταμιεύσεων των ΗΠΑ, το οποίο με τη σειρά του επιτείνει το έλλειμμα στο αμερικανικό ισοζύγιο συναλλαγών. Ενώ για τον πρώτο οι ανισορροπίες είναι εγγενές στοιχείο του συστήματος, για τον δεύτερο οι ανισορροπίες προκύπτουν μέσα από λανθασμένες εθνικές μακροοικονομικές πολιτικές³¹.

Για τον Thomas L. Palley οι ανισορροπίες αναδεικνύονται κυρίως μέσα «από τον τρόπο που οι ΗΠΑ διαχειρίζονται αυτές τις αποταμιεύσεις και για αυτό σημασία έχει ο τρόπος λειτουργίας των αμερικανικών αγορών»³². Για τον ίδιο, η θεωρία του savings glut δεν είναι παρά μία έκφανση της προ-κεϋνσιανής θεωρίας για τα δανειζόμενα περιουσιακά στοιχεία (pre-Keynesian loanable funds theory). Σύμφωνα με την συγκεκριμένη θεωρία, τα επιτόκια καθορίζονται από την προσφορά και τη ζήτηση για αποταμιεύσεις, για αυτό και όταν η Κίνα αυξάνει το εμπορικό της πλεόνασμα, δηλαδή τις αποταμιεύσεις της, μπορεί και επηρεάζει τα αμερικανικά επιτόκια³³.

Μία τρίτη θεωρία αποδίδει τις ανισορροπίες στην έλλειψη επενδυτικής δραστηριότητας. Όπως υποστηρίζεται, το πρόβλημα δεν είναι τόσο οι αυξημένες αποταμιεύσεις όσο η ανεπάρκεια των

policy designed to hold down the value of its currency so as to perpetuate china's low wage trade advantage". Ο ρόλος της τρίτης μεταβλητής είναι μείζων για την ερμηνεία των παγκόσμιων ανισορροπιών. Δεν αρκεί μόνο μία χώρα να έχει αποταμίευση μεγαλύτερη από την επένδυση για να εμφανίζει πλεόνασμα. Θα πρέπει η αποταμίευση μαζί με την δημιουργία χρήματος να είναι μεγαλύτερη από την επένδυση. Συγκεκριμένα $Investment < (Savings + fiat\ money\ creation)$ = current account surplus. Για αυτό το λόγο δεν πρόκειται για ανισορροπίες επί των αποταμιεύσεων. Οι ανισορροπίες προέρχονται από το χρήμα που δημιουργείται: "the amount of paper being created by the world's central banks is responsible for the global imbalances that destabilized the world".

³⁰ Kemal Dervis, Masahiro Kawai, Domenico Lombardi, Asia and Policymaking for the Global Economy, στο Rajiv Kumar, Dony Alex, Large Asian Economies and the United States: Is Rebalancing Feasible?, Asian Development Bank Institute, 2011, σελ. 72.

³¹ Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να επισημανθεί ότι η θέση του Bernanke προέρχεται κυρίως μέσα από την «αινιγματική συμπεριφορά» των μακροπρόθεσμων επιτοκίων στην αμερικανική αγορά την χρονική περίοδο 2004-2007. Ενώ η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ ακολουθούσε περιοριστική νομισματική πολιτική με άνοδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων θα περίμενε κανείς τα μακροπρόθεσμα να κινηθούν προς την ίδια κατεύθυνση. Αυτό όμως που πραγματικά συνέβη ήταν ότι τα μακροπρόθεσμα, και σε αντίθεση με την θεωρία των ορθολογικών προσδοκιών, έμειναν σταθερά ή και μειώθηκαν. Η συμπεριφορά αυτή για τον Daniel Kienzel οφείλεται στην παγκόσμιες ανισορροπίες και όπως αυτές εκδηλώθηκαν μέσα από τις κεφαλαιακές ροές. Όπως επισημαίνει: "If economic agents believe that international capital flows will last for a longer period, they will perceive altered demand and supply conditions for bonds and demand a lower interest rate because securities can then be sold more easily to international investors...Global savings glut is the view that if particular world regions experience an interconnected change in their savings-investment relationship, this has lasting influences on US financial markets". Βλ. σχετικά Giulia Mennillo, Thomas Schenzig, Elmar Friedrich, Balanced Growth, Finding Strategies for Sustainable Development, στο Daniel, Kienzler, Global Imbalances and Long term Interest Rates, Springer Publishing, 2011, σελ.30.

³² Thomas I. Palley, From Financial Crisis to Stagnation: The Destruction of Shared Prosperity and the Role of Economics, Cambridge University Press, 2012, σελ.107.

³³ *ibid.* σελ. 107-108. Ο Thomas L. Palley δεν συμφωνεί με την υπόθεση του savings glut. Εντούτοις, δέχεται την επιρροή που μπορεί να ασκεί η Κίνα στα αμερικανικά επιτόκια για διαφορετικούς όμως λόγους. Για τον ίδιο, η βασική αιτία κρύβεται πίσω από την «πλημύρα» των εξαγωγών που δέχεται η Αμερική, γεγονός που διαβρώνει τις αμερικανικές παραγωγικές δομές και εξαναγκάζει την FED να μειώσει τα επιτόκια για να αντιμετωπίσει τις ανταναπνευστικές προοπτικές. Δηλαδή, το εμπορικό έλλειμμα των ΗΠΑ είναι αυτό που οδηγεί σε ύφεση την πραγματική οικονομία και αναγκάζει την κεντρική τράπεζα να επέμβει για να ασκήσει επεκτατική νομισματική πολιτική.

επενδύσεων, δηλαδή το πρόβλημα είναι ότι οι αποταμιεύσεις είναι πολύ αυξημένες τη στιγμή που οι επενδύσεις³⁴ είναι πολύ χαμηλές (investments deficiency), γεγονός που σημαίνει ότι ο μηχανισμός των τιμών δεν λειτουργεί αποτελεσματικά.

Συνοψίζοντας, οι παγκόσμιες ανισορροπίες αποδίδονται στην εκδήλωση των τριών διαρθρωτικών σοκ όπως προαναφέρθηκαν, στο νομισματικό σοκ της υπερβολικής ρευστότητας, στο σοκ των υψηλών αποταμιεύσεων και στο επενδυτικό σοκ.

1.4. Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008

Οι επίμονες ανισότητες στην διεξαγωγή του εμπορίου και στις κεφαλαιακές ροές, σε συνδυασμό με την έλλειψη συντονισμού και την μη αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς, θεωρούνται ως βασικοί λόγοι που οδήγησαν στην χρηματοπιστωτική κρίση του 2008³⁵ και στα μη βιώσιμα και ανεπιθύμητα μακροοικονομικά αποτελέσματα. Συνέπεια αυτών ήταν η αύξηση της μόχλευσης και της ρευστότητας και η επικράτηση ενός μοντέλου ραγδαίας αύξησης (boost pattern), δημιουργώντας μία φούσκα στην αγορά των ακινήτων, ενισχύοντας την μεταβλητότητα στην ροή των κεφαλαίων και στην υπερκυκλικότητα του συστήματος³⁶.

Για τον Howard Davies η επιμονή και η αύξουσα αποκλίνουσα τάση αποδίδεται σε δύο λόγους που σχετίζονται με την θεσμική οργάνωση της διεθνούς οικονομίας. Από την μία πλευρά, οι ανισότητες αποδίδονται στις «αδυναμίες του συστήματος του Bretton Woods»³⁷ και στην δυνατότητα της Αμερικής να χρησιμοποιεί τη διεθνή αποθεματική ικανότητα του δολαρίου για να χρηματοδοτεί τα ελλείμματα της. Από την άλλη πλευρά, οι ανισότητες αποδίδονται στην «δυνατότητα χειραγώγησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας»³⁸ που επιτρέπει σε μία χώρα να αναβάλλει τις όποιες δυσάρεστες προσαρμογές, όπως ακριβώς έπραξε η Αμερική «με ξένο φθηνό δανεισμό, αναβάλλοντας δύσκολες επιλογές πολιτικής»³⁹.

³⁴ Robert J. Carbaugh, International Economics, 13th Edition, Cengage Learning, 2008, σελ.357.

³⁵ Howard Davies, The Financial Crisis, Who is to blame?, Polity Press, 2010, σελ.19. Η χρηματοπιστωτική κρίση δεν θεωρείται ότι προέκυψε αποκλειστικά από τις παγκόσμιες ανισορροπίες. Μία διαφορετική ερμηνεία τις αποδίδει στην αύξηση της αποταμίευσης στις πλεονασματικές χώρες η οποία και οδήγησε προς τα κάτω τα επιτόκια, στρέφοντας ταυτόχρονα τους επενδυτές προς αναζήτηση νέων προϊόντων που θα μπορούσαν να προσφέρουν υψηλότερες αποδόσεις. Αυτή η ακόρεστη ζήτηση (insatiable demand) για ασφαλείς επενδύσεις υποστηρίζεται ότι υπήρξε η θεμελιώδης παράμετρος που οδήγησε στη φούσκα της τιτλοποίησης και στην ανάπτυξη σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

³⁶ Nashwa Saleh, An Anatomy of the Financial Crisis: Blowing Tumbleweed, Anthem Press, 2010, σελ. 4-5.

³⁷ Howard Davies, op.cit., σελ.18.

³⁸ ibid.

³⁹ ibid. σελ.19.

Οι αποκλίσεις στις αποταμιεύσεις και στις επενδύσεις εντός των μεγάλων οικονομιών και ο τρόπος που αντανακλούνται στις ανισορροπίες των εξωτερικών τους ισοζυγίων, θεωρούνται ως ο κατεξοχήν παράγοντας για την πρόκληση της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008. Η αναγνώριση όμως του προβλήματος δεν έχει συνοδευτεί και από την απαιτούμενη δράση για την υιοθέτηση των κατάλληλων μέτρων ανάσχεσης και επίλυσης του προβλήματος. Σύμφωνα με τον Stephen Dunaway, η απουσία διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων σε Ευρώπη και Ασία, η απροθυμία της Κίνας να προβεί σε ουσιαστικές αλλαγές αλλά και η πολιτική χαμηλών επιτοκίων των ΗΠΑ, συνιστούν τις τρεις παγίδες (three pitfalls in the international financial system)⁴⁰ που προσδιορίζουν τον τρόπο λειτουργίας του διεθνούς οικονομικού συστήματος.

Στην ουσία, η χρηματοπιστωτική κρίση ήρθε να «επιβεβαιώσει» (reaffirming the strategy)⁴¹ και να σταθεροποιήσει τις ήδη ασκούμενες πολιτικές από την πλευρά των πλεονασματικών χωρών που επιτείνουν τις ανισορροπίες, όπως είναι η συνεχής συσσώρευση αποθεματικών που χρησιμοποιούνται όχι μόνο για την εξομάλυνση της κατανάλωσης αλλά και για παρεμβάσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες ώστε να συντηρούνται σε υψηλά επίπεδα οι εξαγωγές τους. Είναι χαρακτηριστική η περίπτωση των δημόσιων επιχειρήσεων στην Κίνα, όπου τα κέρδη που πραγματοποιούν αντί να διατίθενται για την ενίσχυση της ζήτησης, ανακυκλώνονται μεταξύ τους⁴².

Η Σύνοδος των G-20 στο Pittsburgh των ΗΠΑ τον Σεπτέμβριο του 2009 προσπάθησε να δώσει λύση στο πρόβλημα των ανισορροπιών. Συμφωνήθηκε όλες οι πολιτικές των κρατών να τεθούν κάτω από ένα πλαίσιο ελέγχου και αμοιβαίας αξιολόγησης (mutual assessment process) με στόχο την επίτευξη συγκεκριμένων κατευθυντήριων γραμμών (indicative guidelines), την

⁴⁰ Global Imbalances and the Financial Crisis, Council Special Report No. 44, Council on Foreign Relations, USA, March, 2009, σελ.4. Ο Stephen Dunaway, αναγνωρίζει τις μακροοικονομικές ανισορροπίες σε τρεις διαφορετικές καταστάσεις που συνδέονται με την οργάνωση του διεθνούς οικονομικού συστήματος μετά το Bretton Woods. Αυτές συνίστανται πρώτον, στην ικανότητα μίας χώρας να διαχειρίζεται την συναλλαγματική της ισοτιμία για να αποφεύγει το κόστος των εσωτερικών διαρθρωτικών αλλαγών, όπως θα συνέβαινε στην περίπτωση ανατίμησης του νομίσματος της, δεύτερον, στην ικανότητα των ΗΠΑ να χρησιμοποιούν το δολάριο για να χρηματοδοτούν τα ελλείμματα τους ακολουθώντας ανεύθυνες πολιτικές και τρίτον στις ελεύθερες κυμαινόμενες ισοτιμίες μετά το Bretton Woods που επιτρέπουν σε μία χώρα με την υποτίμηση του νομίσματος της να εξάγει το πρόβλημα της σε άλλες χώρες. Αυτές τα τρία χαρακτηριστικά ο Dunaway τα εντοπίζει ως βασικά αίτια της παθολογίας του σημερινού διεθνούς οικονομικού συστήματος που προηγήθηκαν και επέτειναν την χρηματοπιστωτική κρίση του 2008. Οι ΗΠΑ, εκμεταλλευόμενες καταχρηστικά το ρόλο του δολαρίου ως παγκόσμιου αποθεματικού νομίσματος, το χρησιμοποιούν για να χρηματοδοτούν το αυξανόμενο έλλειμμα στο ισοζύγιο τους, οι ασιατικές αναδυόμενες οικονομίες αντιστέκονται στις πιέσεις ανόδου της τιμής των νομισμάτων τους, ενώ το σύστημα των ευέλικτων συναλλαγματικών ισοτιμιών χρησιμοποιήθηκε ως μέσο καθυστέρησης εφαρμογής των απαιτούμενων διαρθρωτικών αλλαγών στις αγορές εργασίας και προϊόντος.

⁴¹ Kati Suominen, Peerless and Periled: The Paradox of American Leadership in The World Economic Order, Stanford University Press, 2012, σελ.62.

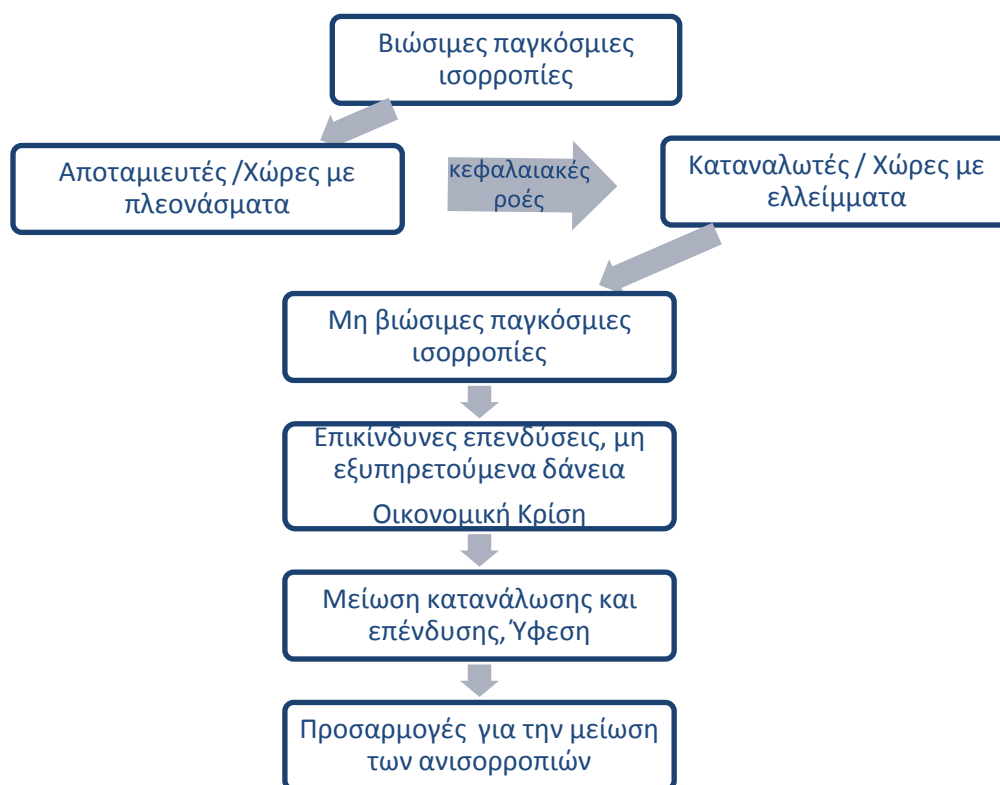
⁴² *ibid.* σελ.63.

τήρηση των οποίων θα ελέγχει το Δ.Ν.Τ. . Η τελεολογία του εγχειρήματος είναι να δημιουργηθεί εκείνος ο «φυσικός χώρος»⁴³, εκείνο το πολυμερές πλαίσιο, που θα φέρνει κοντά τις πλεονασματικές με τις ελλειμματικές χώρες, έτσι ώστε να διασφαλίζεται κοινή συμφωνία ως προς την πορεία προς την εξισορρόπηση. Στο κέντρο αυτού του εγχειρήματος βρίσκεται το πρόγραμμα για μία δυνατή, βιώσιμη και ισορροπημένη ανάπτυξη (Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth). Μπορεί όμως αυτό το πρόγραμμα να προσφέρει εγγυήσεις όταν στο παρελθόν, τόσο η εποπτεία του Δ.Ν.Τ. όσο και οι προσπάθειες του G-7, κατέληξαν στο κενό; Και πώς μπορεί να εγγυηθεί ότι οι διαδικασίες που προβλέπονται θα είναι διαφανείς και δίκαιες, από την στιγμή που απουσιάζει κάποιος μηχανισμός τήρησης των δεσμεύσεων και επίλυσης των διαφορών που θα ανακύπτουν⁴⁴;

⁴³ *ibid.* σελ.57-58.

⁴⁴ Daniel Schwanen, The G20 Framework for Strong, Sustainable And Balanced Growth: A Study in Credible Cooperation, The Centre for International Governance Innovation, Papers, No 4, June, 2010, σελ.2-3.

Σχήμα1. Παγκόσμιες ανισορροπίες και οικονομική κρίση⁴⁵



1.5. Ανισορροπίες και συναλλαγματικά καθεστώτα

Παρόλο που το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αντανακλά όλες τις οικονομικές πολιτικές, εντούτοις υποστηρίζεται ότι υπάρχει μία άμεση σχέση μεταξύ του τύπου του συναλλαγματικού καθεστώτος και της εμφάνισης ανισορροπιών. Όπως υποστηρίζεται, μη ευέλικτες και άκαμπτες συναλλαγματικές ισοτιμίες συνδέονται με μεγαλύτερες και πιο επίμονες ανισορροπίες τρεχουσών συναλλαγών⁴⁶. Για να αντιμετωπισθεί το πρόβλημα προτείνεται η αύξηση των

⁴⁵ Mary Peters, What the 2008/2009 World Economic Crisis Means for Global Agricultural Trade, DIANE Publishing, 2010, σελ.7.

⁴⁶ Atish R. Ghosh, Jonathan D. Ostry, and Charalambos Tsangarides, Exchange Rate Regimes and the Stability of the International Monetary System, International Monetary Fund, 2010, σελ.32 βλ. επίσης Michael D. Bordo and Barry Eichengreen, A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform , στο Michael D. Bordo, The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview, University of Chicago Press, 1993, σελ.100. Όπως αναφέρει ο συγγραφέας, "There is no plausible case to be made that we can run

αποταμιεύσεων σε χώρες με συστημικά ελλείμματα και μεγαλύτερη ευελιξία στην συναλλαγματική ισοτιμία χωρών με συστημικά πλεονάσματα, έτσι ώστε το νόμισμα τους να ανατιμάται ελεύθερα χωρίς παρεμβάσεις στις αγορές συναλλάγματος.

Όπως αναφέρεται σε σχετική έκθεση των Ηνωμένων Εθνών, «η συναλλαγματική ισοτιμία πρέπει να διαθέτει αρκετή ευελιξία έτσι ώστε να αποτρέπονται επίμονες από-ευθυγραμμίσεις (misalignment) που θα μπορούσαν να βλάψουν την ανταγωνιστικότητα των εγχώριων παραγωγών, ενώ την ίδια στιγμή θα πρέπει να αποφεύγεται η υπερβολική μεταβλητότητα στη συναλλαγματική ισοτιμία, καθώς αυξάνει τους κινδύνους για την πραγματική οικονομία»⁴⁷.

Όπως επισημαίνεται τα ακραία συστήματα, δηλαδή αυτά στα οποία υπάρχουν απόλυτα σταθερές ή τελείως ελεύθερες ισοτιμίες, δεν έχουν επιφέρει την προσδοκώμενη σταθερότητα όπως αναμενόταν. Υπέρ αυτής της άποψης ήταν και ο Milton Friedman, ο οποίος υποστήριζε την ελεύθερη διακύμανση των ισοτιμιών με την ταυτόχρονη, όμως, διασφάλιση της απαιτούμενης νομισματικής σταθερότητας.

Είναι όμως η συναλλαγματική πολιτική εκείνο το εργαλείο που μπορεί από μόνο του να φέρει ισορροπία και να εξαλείψει τις όποιες ανισορροπίες; Μήπως τελικά αυτό που χρειάζεται είναι μία νέα Πλάζα⁴⁸; Υπολογίζεται ότι από το 2003 το δολάριο έχει υποτιμηθεί περίπου 10% ενώ το ευρώ έχει ανατιμηθεί κατά 9% χωρίς ωστόσο η ευνοϊκή συναλλαγματική ισοτιμία να έχει βοηθήσει τις ΗΠΑ να ανακάμψουν.

Για τους Facasso και Schiavo⁴⁹ η συναλλαγματική πολιτική δεν είναι εκείνο το ευέλικτο εργαλείο πολιτικής που όλοι νομίζουν. Για αυτό και προτείνουν ότι αυτό που πραγματικά χρειάζεται είναι να επέλθουν αλλαγές στον τρόπο συμπεριφοράς των κρατών προς τα οικονομικά μεγέθη της κατανάλωσης και της επένδυσης, διαφορετικά η προσαρμογή δεν θα είναι ομαλή (disruptive adjustment) αλλά θα λάβει τη μορφή «ασύμμετρων σοκ». Για παράδειγμα, χαρακτηριστική είναι η περίπτωση της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η οποία, όπως και το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα, χαρακτηρίζεται από ανισορροπίες ανάμεσα στις

a system of fixed rates better today than in the 1960s. On the contrary, the divergence in attitudes about inflation and imbalances is very great.”

⁴⁷ United Nations Conference on Trade and Development, The Global Economic Crisis: Systemic Failures and Multilateral Remedies, United Nations Publications, 2009, σελ.47.

⁴⁸ ibid. σελ.48. Όπως επισημαίνεται στην έκθεση του ΟΗΕ, δεν υπάρχει μόνο μία ασυμβίβαστη τριάδα, με ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων, αυτόνομη άσκηση νομισματικής πολιτικής και σταθερές ισοτιμίες αλλά στην ουσία υφίσταται μία ασυμβίβαστη δυαδικότητα, καθώς με την ελεύθερη ροή κεφαλαίων δεν μπορεί να ασκηθεί αυτόνομη νομισματική πολιτική και η συναλλαγματική πολιτική δεν μπορεί από μόνη της να προστατεύσει μία εθνική οικονομία από τις επιδράσεις των αγορών.

⁴⁹ Andrea Fracasso , Stefano Schiavo, Global imbalances, exchange rates adjustment and the crisis: Implications from network analysis Journal of Policy Modeling , No 31 ,2009, σελ. 603.

πλεονασματικές χώρες του Βορρά και τις ελλειμματικές του Νότου. Η επίτευξη της ισορροπίας σε αυτή την περίπτωση θα πρέπει να έρθει μέσα από την διαφοροποίηση στους ρυθμούς πληθωρισμού⁵⁰.

1.6. Μετρώντας τις παγκόσμιες ανισορροπίες

Σύμφωνα με την τελευταία έκθεση του Δ.Ν.Τ.⁵¹, η απόσταση στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών ανάμεσα στις ελλειμματικές και πλεονασματικές χώρες φαίνεται να παραμένει σταθερή⁵². Αυτό οφείλεται κυρίως στη μείωση του υψηλού ρυθμού κατανάλωσης που παρουσίαζαν οι χώρες με έλλειμμα, χωρίς εντούτοις να υπάρξει ανάλογη αντιστάθμιση από την πλευρά των πλεονασματικών, δηλαδή αύξηση της κατανάλωσης, κάτι που οφείλεται στην γενικότερη πτώση του διεθνούς εμπορίου, της οικονομικής ανάπτυξης και της συνολικής ζήτησης. Ιαπωνία, Γερμανία και πετρελαιοπαραγωγές χώρες εμφανίζουν μικρότερα πλεονάσματα σε σύγκριση με τα προηγούμενα χρόνια (Πίνακας 3), ενώ και το αμερικανικό έλλειμμα παρουσιάζει μείωση⁵³.

Η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία, που μετράει την αγοραστική δύναμη δύο νομισμάτων ή καλύτερα τους όρους εμπορίου μεταξύ δύο χωρών, δείχνει ανατίμηση για το δολάριο σε σχέση με το γουάν. Αυτό σημαίνει ότι η αμερικανική αγορά γίνεται λιγότερη ανταγωνιστική, γεγονός που δημιουργεί την ανάγκη για μείωση της τιμής του αμερικανικού νομίσματος για να ανακάμψει η χαμένη ανταγωνιστικότητα έτσι ώστε να μειωθούν οι εισαγωγές και να αυξηθούν οι εξαγωγές. Η Κίνα από τη δική της μεριά, δεν φαίνεται να λαμβάνει τα απαραίτητα μέτρα (Πίνακας 4). Η κατανάλωση είναι σε χαμηλά επίπεδα ενώ η επένδυση σημειώνει άνοδο⁵⁴.

⁵⁰ Philip R. Lane, Gian, Maria Milesi-Ferretti, Europe and Global Imbalances, International Monetary Fund, June, 2007, σελ.28.

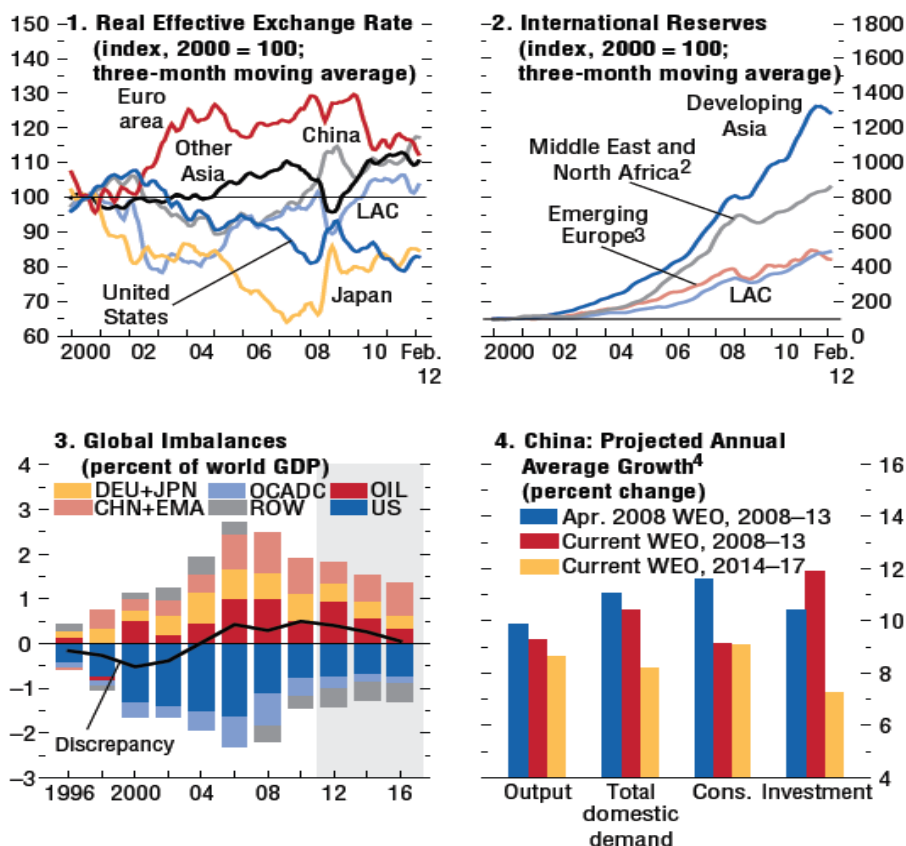
⁵¹ International Monetary Fund, World economic outlook: Growth Resuming, Dangers Remain, International Monetary Fund, April 2012, σελ.12.

⁵² Οι διαφορές ανάμεσα στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών μπορούν να εκφραστούν είτε ως διαφορά ανάμεσα στην αξία των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών και την αξία των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών είτε ως η διαφορά ανάμεσα στην εθνική αποταμίευση και επένδυση.

⁵³ *ibid.*

⁵⁴ *ibid.*

Γράφημα 1. Προσδοκίες για την εξέλιξη των παγκόσμιων ανισορροπιών⁵⁵



Την ίδια στιγμή τα αποθεματικά σημειώνουν αύξηση⁵⁶. Οι περισσότερες χώρες πλέον, προσανατολίζονται προς την διατήρηση υψηλών ποσοτήτων αποθεματικών, κυρίως λόγω της βραχυπρόθεσμης ροής των κεφαλαίων, γεγονός που τους επιτρέπει να εξομαλύνουν την κατανάλωση και την επένδυση σε περίπτωση σημαντικής φυγής κεφαλαίων⁵⁷.

⁵⁵ *ibid.*

⁵⁶ *ibid.* σελ.13.

⁵⁷ Υπάρχει και η αντίθετη άποψη στη βάση της οποίας οι ανισορροπίες δεν αφορούν μερκαντιλιστικές στρατηγικές ή προληπτική συσσώρευση αποθεματικών, αλλά αντιπροσωπεύουν την αποτελεσματική κατανομή του κεφαλαίου, δηλαδή το κεφάλαιο μετακινείται προς περιοχές με χαμηλά ποσοστά αποταμιεύσεων.

Συμπεράσματα πρώτου κεφαλαίου

Οι παγκόσμιες ανισορροπίες την περίοδο του μεσοπολέμου κατέληξαν στην κατάρρευση του διεθνούς εμπορίου ενώ κατά την διάρκεια του χρυσού κανόνα η προσαρμογή ήταν αργή και επίπονη, γεγονός που δημιούργησε την ανάγκη για τον αναπροσανατολισμό του συστήματος προς νέες θεσμικές και κανονιστικές συντεταγμένες. Την δεκαετία του '80 οι παγκόσμιες ανισορροπίες οδήγησαν στην κατάρρευση του διεθνούς οικονομικού συστήματος, όπως αυτό είχε διαμορφωθεί στο Bretton Woods μετά το τέλος του πολέμου, χωρίς ωστόσο το νέο μόρφωμα που προέκυψε να θεωρείται βιώσιμο. Αυτό έγινε ιδιαίτερα εμφανές με την χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, η οποία και οδήγησε πολλούς στο συμπέρασμα ότι το υπάρχον μη σύστημα έχει εξαντλήσει την δυναμική του και πως υπάρχει ανάγκη για μία νέα διευθέτηση, για μία νέα αφήγηση, ιδιαίτερα μάλιστα από την στιγμή που οι παγκόσμιες ανισορροπίες εκλαμβάνονται ως «κοινή υποχρέωση»⁵⁸, που προϋποθέτει κοινή δράση, συνεργασία και συντονισμό. Η συνεργασία και ο συντονισμός μεταξύ των κρατών φαίνεται να εξαρτάται κάθε φορά από την σημασία του διακυβεύματος, όπως είναι για παράδειγμα η απόφαση των ΗΠΑ να ασκήσουν προστατευτική εμπορική πολιτική ή όταν οι ανισορροπίες απειλούσαν τις συζητήσεις για το μέλλον του διεθνούς εμπορίου.⁵⁹

Οι παγκόσμιες ανισορροπίες δεν αφήνουν καμία χώρα ανεπηρέαστη καθώς ενσωματώνουν υψηλή δυναμική διάχυσης (spillover effect) μέσα από τη μεταβλητότητα στην κίνηση των κεφαλαίων, τις από-ευθυγραμμίσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες και την ανάγκη χρηματοδότησης των κρατικών ελλειμμάτων⁶⁰. Εντούτοις, όπως αποδείχθηκε, δεν αφορούν μόνο ουσιώδεις διαφορές στα επίπεδα αποταμίευσης και επένδυσης αλλά ενσωματώνουν και μία

⁵⁸ Thierry Bracke, Matthieu Bussière, Michael Fidora and Roland Straub, op.cit., σελ.19.

⁵⁹ Kati Suominen, op.cit., σελ. 54. Για τις ΗΠΑ, το εμπορικό έλλειμμα καθίσταται μείζονος σημασίας ζήτημα για την ανταγωνιστικότητα της αμερικανικής οικονομίας στο βαθμό που επηρεάζει την εγχώρια παραγωγή και απασχόληση. Η διεύρυνση των παγκόσμιων ανισορροπιών επιτείνει την ήδη δυσμενή εμπορική θέση των ΗΠΑ αλλά παράλληλα ανοίγει το δρόμο προς την λήψη μέτρων διασπρεβλωτικών του ελεύθερου εμπορίου στο βαθμό που θεωρούν ότι τα προϊόντα τους υφίσταται άδικη μεταχείριση. Βέβαια, ο κίνδυνος από τις ανισορροπίες δεν είναι μόνο αυτός του προστατευτισμού. Η συναλλαγματική ισοτιμία του δολαρίου με το γουάν έχει συχνά αποτελέσει αντικείμενο έντονης αντιπαράθεσης και δεν αποκλείεται με τη διεύρυνση των ανισορροπιών να ενταθεί και η συναλλαγματική αντιπαράθεση (currency wars). Εξάλλου, και στην Ευρωπαϊκή Ένωση το εγχείρημα της εσωτερικής αγοράς δεν θα είχε τελεσφορήσει εάν δεν πραγματοποιούνταν η μετάβαση προς το κοινό νόμισμα, δεδομένου ότι η μεταβολή των συναλλαγματικών ισοτιμιών συνιστά στην ουσία προστατευτικά μέτρα ισοδύναμου αποτελέσματος. Το 2010 πολλές χώρες ανάμεσα τους η Κίνα, η Βραζιλία, η Ινδία, η Ιαπωνία. κτλ. παρενέβησαν στην συναλλαγματική αγορά αποτρέποντας ανατίμηση των νομισμάτων τους. Μάλιστα, οι περισσότερες εξ αυτών κατηγορούσαν τις ΗΠΑ για την διάχυτη ρευστότητα που είχαν δημιουργήσει, γεγονός που καθιστούσε αναγκαία την παρέμβαση τους.

⁶⁰ Panagiotis Petrakis, The Greek Economy and the Crisis: Challenges and Responses, Springer Publications, 2011, σελ. 305.

νέα σημαντική διάσταση. Πρόκειται για χρηματοπιστωτικές ανισορροπίες που συνίστανται στην υπερβολική μόχλευση, στη ρευστότητα, και στις φούσκες των περιουσιακών στοιχείων.

Επιπλέον και πιο σημαντικό, δεν είναι βιώσιμες. Με άλλα λόγια, η συνέχιση τους αυξάνει το κίνδυνο της άτακτης προσαρμογής (a disorderly unwinding of global imbalances)⁶¹. Αν και αναγνωρίζεται ο κίνδυνος που θέτουν, εντούτοις δεν φαίνεται να υπάρχει συμφωνία για την καταλληλότητα των προτεινόμενων μέτρων αλλά ούτε κοινή αποδοχή επί των αιτιών που κρύβονται από πίσω. Μάλιστα, ανάμεσα στις προτάσεις είναι να μην γίνει τίποτα και να αφεθεί η επίλυση τους στην ελεύθερη λειτουργία της αγοράς.⁶² Για τους Rogoff και Obstfeld όμως, οι ανισορροπίες δεν είναι ένα φυσικό φαινόμενο που μπορεί να διορθωθεί από μόνο του. Η οικονομική κρίση του 2008 έδειξε πόσο εύθραυστο είναι το σύστημα και πόσο αναγκαίες καθίστανται οι παρεμβάσεις για να αποκαθίσταται η ισορροπία⁶³, από τη στιγμή μάλιστα που το «αμερικανικό έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών κρέμεται ως δαμόκλειος σπάθη πάνω από την παγκόσμια οικονομία».⁶⁴

⁶¹ Francis E. Warnock, How Might a Disorderly Resolution of Global Imbalances Affect Global Wealth?, International Monetary Fund, 2006, σελ.3.

⁶² Klaus Liebscher, Currency and Competitiveness in Europe, στο John Williamson, Are Global Imbalances a Problem?, Edward Elgar Publishing, 2008, σελ.31. “There is a school of thought that maintains that any cure for the global imbalances would be worse than the disease and that the best course of action is to do nothing”. Η υπόθεση «to do nothing» του Cooper αποδίδεται τόσο στην αδυναμία επίτευξης συμφωνιών και συνεργασίας μεταξύ των κρατών όσο και στην αδυναμία προσαρμογής των πλεονασματικών χωρών καθώς μία χαλαρή νομισματική πολιτική με αύξηση της προσφοράς του χρήματος για την ενίσχυση της ζήτησης, θα οδηγούσε σε χαμηλότερα επιτόκια, τα οποία όμως θα δυσκόλευαν την ανατίμηση του νομίσματος τους. Επιπλέον, ακόμα και αν η Κίνα ανατιμούσε το νόμισμα της, κάτι τέτοιο δεν θα έλυνε τα αμερικανικά διπλά ελλείμματα αλλά θα απαιτούνταν και πολιτικές διαρθρωτικής προσαρμογής από την πλευρά των ΗΠΑ.

⁶³ Maurice Obstfeld, Kenneth Rogoff, Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes, Centre for Economic Policy Research, 2009, σελ.29.

⁶⁴ Kati Suominen, op.cit., σελ.68.

Κεφάλαιο 2^ο: Οι ανισορροπίες στις σχέσεις ΗΠΑ - ΚΙΝΑΣ

Η σχέση μεταξύ Κίνας και ΗΠΑ είναι η πιο θεμελιώδης σχέση γύρω από την οποία περιστρέφεται η προβληματική των ανισορροπιών. Αρχικά υποστηριζόταν ότι πρόκειται για μία «συμβιωτική σχέση καταναλωτή-παραγωγού»⁶⁵, μία αμοιβαία σχέση οικονομικής αλληλεξάρτησης ή, όπως την έχουν αποκαλέσει, ένα νέο Bretton Woods. Η άποψη όμως αυτή γρήγορα απορρίφθηκε καθώς το έλλειμμα των ΗΠΑ συνέχιζε να διευρύνεται απαιτώντας υψηλή χρηματοδότηση για την συντήρηση του. Υπολογίζεται ότι το 2016 το έλλειμμα των ΗΠΑ θα αγγίζει το 3,4% επί του Α.Ε.Π. ενώ το πλεόνασμα της Κίνας θα φθάνει στο 7,8% επί του Α.Ε.Π. Μία μη συμμετρική κατανομή του βάρους της προσαρμογής από τις αρνητικές εξωτερικότητες των ανισορροπιών δεν είναι βιώσιμη. Για αυτό το λόγο, καθίσταται αναγκαία η διαρθρωτική προσαρμογή των μεγάλων οικονομιών θέτοντας το σύστημα πάλι σε βιώσιμη τροχιά. Με άλλα λόγια, είναι αναγκαία η υιοθέτηση αφενός από την πλευρά των ΗΠΑ ενός βιώσιμου δημοσιονομικού και ρυθμιστικού πλαισίου οικονομικής πολιτικής και αφετέρου από την πλευρά της Κίνας, η ενίσχυση της συνολικής ζήτησης.

2.1. Η πλεονασματική Κίνα

Το πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Κίνας έχει υποχωρήσει από 10,1% που ήταν το 2007 πριν την εκδήλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, στο 2,8% επί του Α.Ε.Π. το 2011⁶⁶. Η ενίσχυση του υπερκυκλικού χαρακτήρα του διεθνούς οικονομικού συστήματος οδήγησε σε μείωση του διεθνούς εμπορίου, επηρεάζοντας αρνητικά την συνολική ζήτηση και τις εμπορικές σχέσεις μεταξύ των χωρών. Περισσότερο επλήγησαν οι εξαγωγικές χώρες που είδαν την ζήτηση για τα προϊόντα τους να μειώνεται.

Από το 2008 έως το 2011 η ζήτηση για κινέζικα προϊόντα μειώθηκε κατά 6 ½% κυρίως από τις ΗΠΑ και την ευρωζώνη που αντιστοιχούν περίπου στο 40% των κινεζικών εξαγωγών.⁶⁷ Οι όροι εμπορίου για την Κίνα χειροτέρευσαν. Οι εισαγωγές, καθοδηγούμενες από την αύξηση των επενδύσεων και την ανελαστική ζήτηση για μεταλλεύματα, σημείωσαν άνοδο ενώ την ίδια στιγμή οι εξαγωγές της υποχωρούσαν. Αυτή η τάση οφείλεται και στην αύξηση των ονομαστικών μισθών αλλά και στην πραγματική ανατίμηση του γουάν κατά 14¼ % από το

⁶⁵ Organisation for Economic Co-Operation and Development, Perspectives on Global Development 2010: Shifting Wealth, OECD Publishing, 2010, σελ.56.

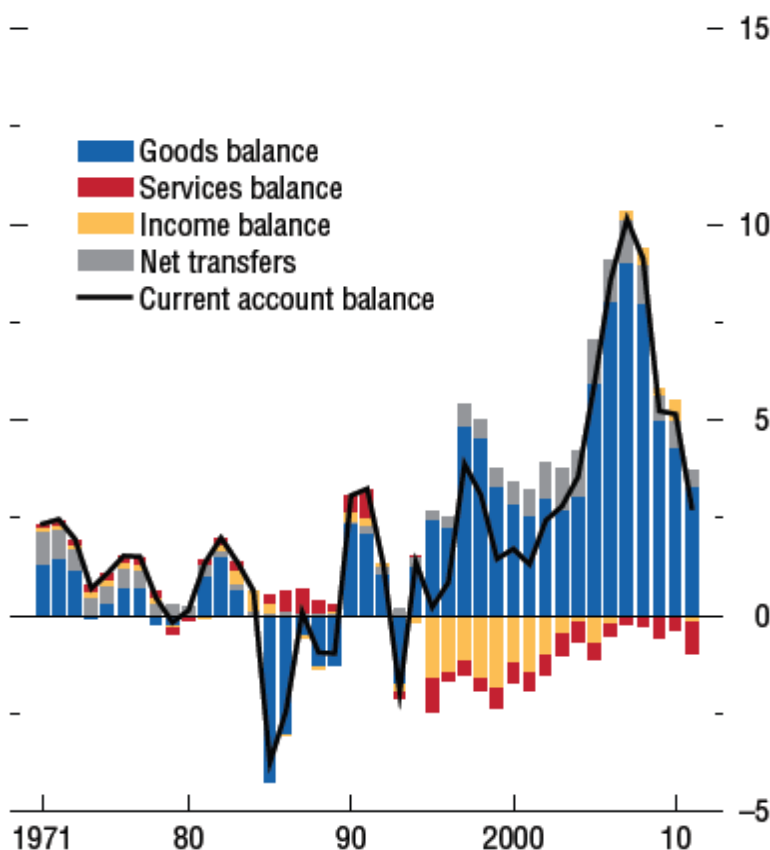
⁶⁶ International Monetary Fund, op.cit., σελ.43.

⁶⁷ ibid.

2008 έως το 2011⁶⁸. Εντούτοις, η αύξηση του κόστους δεν φαίνεται να έχει επηρεάσει ουσιαστικά την ανταγωνιστικότητα της κινέζικης οικονομίας η οποία και σε μεγάλο βαθμό παραμένει αμετάβλητη. Αυτό οφείλεται κυρίως στην ικανότητα των κινεζικών βιομηχανιών να μετακινούνται συνεχώς σε περιοχές με χαμηλότερο κόστος εργασίας και φορολογίας και να μειώνουν το κόστος παραγωγής τους.

Συνοψίζοντας, παρόλο που η ανταγωνιστικότητα δεν φαίνεται να έχει επηρεαστεί, από το 2008 έως το 2011 η κινέζικη οικονομία σημειώνει υψηλούς ρυθμούς εγχώριας επένδυσης, με τους όρους εμπορίου της να χειροτερεύουν, με την εξαγωγική ζήτηση να μειώνεται και την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία του γουάν να αυξάνεται⁶⁹.

Γράφημα 2. Η ισορροπία στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Κίνας 1971-2011⁷⁰



⁶⁸ *ibid.*, σελ.44.

⁶⁹ *ibid.*

⁷⁰ *ibid.*, σελ.43.

Όπως παρατηρείται και στο Σχήμα 3, είναι χαρακτηριστική η πτώση του πλεονάσματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Κίνας⁷¹ αμέσως μετά την κρίση του 2008 κυρίως λόγω της πτώσης της συνολικής ζήτησης από τους εμπορικούς της εταίρους. Ενώ το πλεόνασμα της έφθανε το 10% το 2007, τέσσερα χρόνια αργότερα είχε μειωθεί περίπου στο 2,8%. Πρόκειται για μία πολύ σημαντική μείωση μέσα σε ένα πολύ μικρό χρονικό διάστημα. Από το σχήμα φαίνεται ότι το μεγαλύτερο βάρος της προσαρμογής το έχει φέρει το εμπορικό ισοζύγιο του οποίου το πλεόνασμα σημείωσε κατακόρυφη πτώση.

Ωστόσο αυτή η πτώση δεν αναμένεται να έχει διάρκεια. Οι εκτιμήσεις του Δ.Ν.Τ. είναι ότι ως το 2017 θα υπάρξει τάση για αύξηση, της τάξεως του 4 με 4½ %, που σημαίνει ότι το μερίδιο της Κίνας, αναφορικά με την κατάσταση ανισορροπίας στην παγκόσμια οικονομία, θα εξακολουθήσει να είναι μεγάλο⁷². Τι θα μπορούσε να σημαίνει όμως μία πιθανή διεύρυνση του κινεζικού πλεονάσματος;

Υπάρχουν τρεις λόγοι⁷³ για τους οποίους μία πιθανή διεύρυνση θα μπορούσε να αποδειχθεί καταστροφική. Πρώτον, λόγω της παγίδας ρευστότητας δεν μπορεί να ασκηθεί αποτελεσματική νομισματική πολιτική για την ενίσχυση της ζήτησης. Δεύτερον, η χρηματοπιστωτική κρίση αύξησε το βάρος εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους των περισσότερων χωρών απαιτώντας περιοριστικά μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής. Επομένως, πολλές χώρες δεν διαθέτουν την απαιτούμενη διακριτική ευχέρεια άσκησης μακροοικονομικής πολιτικής. Επιπλέον, μία αύξηση του κινεζικού πλεονάσματος θα μπορούσε να λειτουργήσει ανασταλτικά για την οικονομική ανάπτυξη άλλων βιομηχανικών χωρών.

Ωστόσο, μεγαλύτερη σημασία φαίνεται να έχουν οι επενδύσεις και οι διαρθρωτικές αλλαγές στην κινέζικη οικονομία. Η κατανάλωση ως μέγεθος παραμένει σε πολύ χαμηλά επίπεδα, κάτι που έρχεται σε αντίθεση με το επίσημα διακηρυγμένο δωδέκατο πενταετές σχέδιο που έχει θέσει

⁷¹ Sanjaya Baru, *Strategic Asia 2009-10: Economic Meltdown and Geopolitical Stability*, National Bureau of Asian Research, 2009, σελ. 87. Η μείωση του πλεονάσματος θεωρείται ότι υπήρξε βασική επιδίωξη της κινεζικής κυβέρνησης σε μία προσπάθεια να αντιμετωπισθεί η υπερθέρμανση της οικονομίας αλλά και μία ενδεχόμενη φούσκα στον τομέα των ακινήτων. Λόγω της μικρής έκθεσης των κινεζικών τραπεζών σε παράγωγα προϊόντα ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων, οι άμεσες επιδράσεις από την χρηματοπιστωτική κρίση ήταν μηδαμινές. Εντούτοις, οι έμμεσες συνέπειες ήταν ιδιαίτερα σημαντικές με μείωση της απασχόλησης και της παραγωγής στις εξαγωγικές της βιομηχανίες. Ένα, επίσης, σημαντικό ζήτημα είναι το κατά πόσο η οικονομική ανάπτυξη βαίνει παράλληλα με την πολιτική σταθερότητα και εάν θεωρείται ως προϋπόθεση για τη νομιμοποίηση του κομμουνιστικού κόμματος (Chinese communist party CCP).

⁷² *ibid.*

⁷³ Nicholas R. Lardy, Arvind Subramanian, *Sustaining China's Economic Growth After the Global Financial Crisis*, Peterson Institute for International Economics, 2011, σελ.131.

ως στόχους την αύξηση του εισοδήματος, την επέκταση του τομέα των υπηρεσιών και την αύξηση της κατανάλωσης⁷⁴.

Ακόμα και μετά την χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 που οδήγησε σε ύφεση την παγκόσμια οικονομία, η κινέζικη οικονομία συνέχισε να σημειώνει υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Εντούτοις, σύμφωνα με τον Lardy, η κινέζικη οικονομία έχει αρχίσει και εμφανίζει παθογένειες των οποίων η αντιμετώπιση τους καθιστά αναγκαία την υιοθέτηση ενός νέου μοντέλου ανάπτυξης⁷⁵. Το εξαγωγικό μοντέλο, συνοδευόμενο από συνεχείς επενδύσεις σε υποδομές ως αντιστάθμισμα στην μείωση της συνολικής ζήτησης από την ύφεση, δεν θεωρείται πλέον βιώσιμο.⁷⁶

Η πολύ χαμηλή ιδιωτική κατανάλωση, το υψηλό ποσοστό επενδύσεων και ο συρρικνούμενος τομέας υπηρεσιών απαιτούν διαρθρωτικές αλλαγές και όχι ημίμετρα. Αλλαγές που να αγγίζουν τον τρόπο λειτουργίας της πραγματικής οικονομίας. Όταν η αποταμίευση και η κατανάλωση ως οικονομικά μεγέθη παραμένουν σταθερά ή αποκλίνουν ακόμη περισσότερο μεταξύ τους, οι εξωτερικές ανισορροπίες επιτείνουν περισσότερο τις εσωτερικές.

Η αναδιάρθρωση της κινέζικης οικονομίας θεωρείται ως *sine qua non* προϋπόθεση για την αντιμετώπιση των παγκόσμιων ανισορροπιών και την αποφυγή εμφάνισης μίας νέας παγκόσμιας κρίσης. Μολονότι ο ρόλος της είναι μείζων για την παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη, εντούτοις ο τρόπος με τον οποίο αναπτύσσεται δεν καθίσταται αμοιβαία επωφελής.⁷⁷

Μάλιστα, η πλεονασματική Κίνα, σύμφωνα με την θεωρία του Bernanke, έχει σημαντικό μερίδιο ευθύνης για την χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 ενισχύοντας την ροή του χρήματος και την ρευστότητα στην αμερικανική οικονομία.

Μετά την είσοδο της στον Παγκόσμιο Οργανισμό Εμπορίου και την αύξηση της εισροής κεφαλαίων στην κινέζικη οικονομία, η κεντρική τράπεζα της Κίνας αύξησε τις παρεμβάσεις της στην αγορά συναλλάγματος για να εμποδίσει την ανατίμηση της ονομαστικής συναλλαγματικής

⁷⁴ International Monetary Fund, *op.cit.*, σελ.46.

⁷⁵ Nicholas R. Lardy, Arvind Subramanian, *op.cit.*, σελ.129.

⁷⁶ *ibid.* σελ.130.

⁷⁷ *ibid.* σελ.131. Σύμφωνα με τον συγγραφέα, υπάρχει μία εμφανής αναντιστοιχία μεταξύ της προσφοράς και της ζήτησης που δημιουργεί η οικονομία της Κίνας, επηρεάζοντας με αυτό τον τρόπο αρνητικά τους ρυθμούς ανάπτυξης των υπόλοιπων. Συγκεκριμένα: “China’s economic surplus was expanding during most of these years, meaning that China was adding more to the supply of goods to the rest of the world than it was adding to the demand for goods from the rest of the world. Thus even as China *ex post* accounted for a large share of global growth, its rising external surplus constituted a potential drag on growth in the rest of the world, because its contribution to demand in the rest of the world was not keeping pace with its rapidly growing economy”.

ισοτιμίας του γουάν με το δολάριο⁷⁸ που θα προκαλούσε ο υψηλότερος πληθωρισμός, λόγω της αυξημένης εισροής κεφαλαίων. Με αυτό τον τρόπο, απολάμβανε ευνοϊκούς εμπορικούς όρους ενισχύοντας την εξαγωγική της βιομηχανία.⁷⁹ Για αυτή τη στάση της, όμως, δέχθηκε σφοδρές επικρίσεις, όπως ότι «ευθύνεται για την αποτυχία του συστήματος του δολαρίου» και ότι η «τεχνητή χειραγώγηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι η βασική αιτία πίσω από την οικονομική κρίση».⁸⁰ Από την άλλη πλευρά, η Κίνα δεν αποδέχεται τις κατηγορίες για τον ρόλο της και την ευθύνη της στην εκδήλωση της κρίσης, αποδίδοντας το φταίξιμο στον τρόπο άσκησης της αμερικανικής οικονομικής πολιτικής που οδήγησε στην υπερκατανάλωση και στα πολύ χαμηλά επίπεδα αποταμιεύσεων, τα οποία με τη σειρά τους ευθύνονται για την ανατίμηση του δολαρίου έναντι του γουάν, αυξάνοντας την αμερικανική οριακή ροπή για εισαγωγές.⁸¹

Αν και αρχικά η Κίνα έβλεπε το πλεόνασμα της να έχει προσωρινό χαρακτήρα, εντούτοις από το 2004 και έπειτα αποδέχθηκε τον διαρθρωτικό στην φύση του χαρακτήρα, προχωρώντας με μικρές παρεμβάσεις σε ανατίμηση του νομίσματος της. Υποστηρίζεται, ωστόσο, ότι από τη στιγμή που το διεθνές νομισματικό σύστημα στηρίζεται σε ένα σύστημα ελεύθερα κυμαινόμενων ισοτιμιών, θα ήταν προς όφελος της ίδιας της Κίνας να αφήσει την ισοτιμία του γουάν να καθορίζεται ελεύθερα έτσι ώστε να προσδίδει μεγαλύτερη ευελιξία και ικανότητα για ισορροπημένη οικονομική ανάπτυξη στη δική της οικονομία⁸².

Μετά την ασιατική κρίση του 1998, το Α.Ε.Π. της Κίνας υποχώρησε σημαντικά, δημιουργώντας ανησυχίες για την βιωσιμότητα των κρατικών τραπεζών και επιχειρήσεων της⁸³. Η ανάγκη ενίσχυσης της παραγωγικότητας και ανταγωνιστικότητας της κινέζικης οικονομίας οδήγησαν σε ευρείας έκτασης οικονομικές μεταρρυθμίσεις όπως για παράδειγμα στην αύξηση των

⁷⁸ Takatoshi Itō, Andrew Rose, *International Financial Issues in the Pacific Rim: Global Imbalances, Financial Liberalization, and Exchange Rate Policy*, University of Chicago Press, 2008, σελ.72. Ως βασικός λόγος για τις συνεχείς παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος είναι η αντίληψη ότι μία ενδεχόμενη ανατίμηση του γουάν είναι στην ουσία υφεσιακή και θα μπορούσε να επιβραδύνει τους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης. Συγκεκριμένα: “the Chinese government certainly worries that RMB appreciations are contractionary, as traditional macroeconomic theory states, and thus would have a negative impact on China’s economic growth and employment-even causing the Chinese economy to fall into a long time recession, as happened in Japan during the 1990s. This is the main reason the Chinese government is unwilling to allow RMB to appreciate”.

⁷⁹ Sanjaya Baru, *op.cit.*, σελ.77. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται, “China pursued what might be called a double peg exchange rate policy”.

⁸⁰ Justin Yifu Lin, *Demystifying the Chinese Economy*, Cambridge University Press, 2011, σελ.18. Σύμφωνα με τον Paul Krugman, η τεχνητή χειραγώγηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας ήταν αυτή που προκάλεσε το πολύ υψηλό αμερικανικό εμπορικό έλλειμμα ενώ οι συνεχείς αγορές αμερικανικού ομολογιακού χρέους από την πλευρά της Κίνας οδήγησαν στην πτώση των επιτοκίων και στην φούσκα στην αγορά ακινήτων.

⁸¹ Sanjaya Baru, *op.cit.*, σελ.79.

⁸² *ibid.* σελ.83.

⁸³ *ibid.*

επενδύσεων και στη μεταποίηση, που είχαν σαν αποτέλεσμα τη βελτίωση των οικονομικών της επιδόσεων.

Η είσοδος της στον Παγκόσμιο Οργανισμό Εμπορίου το 2001 άνοιξε την κινέζικη οικονομία στον εξωτερικό ανταγωνισμό, με πολλές επιχειρήσεις να υιοθετούν υψηλά πρότυπα εταιρικής διοίκησης. Επιπλέον, πολλές δημόσιες επιχειρήσεις αναδιρθρώθηκαν, συγχωνεύθηκαν και ιδιωτικοποιήθηκαν, με το κινεζικό κράτος να υποχωρεί από πεδία που μέχρι πρότινος κατείχε, ενώ οι κρατικές τράπεζες απαλλάχθηκαν από μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Οι επενδύσεις σε βασικές υποδομές ενίσχυσαν τον τομέα της μεταποίησης ακόμα περισσότερο, επιτυγχάνοντας την «αποτελεσματική και δυναμική ενσωμάτωση της Κίνας στην παγκόσμια οικονομία»⁸⁴.

Το ευνοϊκό οικονομικό περιβάλλον ενίσχυσε ακόμα περισσότερο την εμπιστοσύνη για τις προοπτικές της κινεζικής οικονομίας. Υποστηρίζεται μάλιστα ότι δεν ήταν «τόσο η συναλλαγματική πολιτική όσο ο πολύ υψηλός ρυθμός αύξησης της παραγωγικότητας»⁸⁵ ως ο κινητήριος μοχλός (fly-wheel effect) πίσω από εμπορικό πλεόνασμα της Κίνας. Όπως επισημαίνεται εξάλλου, δεν υπάρχει κάποια «προβλέψιμη σύνδεση»⁸⁶ μεταξύ της συναλλαγματικής ισοτιμίας και του εμπορικού ισοζυγίου. Μάλιστα, υποστηρίζεται ότι λανθασμένα η προσοχή στρέφεται προς τις συναλλαγματικές ισοτιμίες ως η πανάκεια που θα φέρει τη λύση στο πρόβλημα των αποκλίσεων στα επίπεδα αποταμίευσης και επένδυσης μεταξύ των δύο οικονομιών. Σε μακροπρόθεσμη βάση πάντως, η κινέζικη οικονομία εξακολουθεί να εμφανίζει την αποταμίευση ως οικονομικό μέγεθος πολύ μεγαλύτερο από τις επενδύσεις⁸⁷.

⁸⁴ *ibid.* σελ.84.

⁸⁵ *ibid.* σελ.86.

⁸⁶ Robert Pringle, *The Money Trap: Escaping the Grip of Global Finance*, Palgrave Macmillan, 2012, σελ.135. Όπως αναφέρει ο συγγραφέας: «The theory that exchange rate changes improve the balance of trade of the country with the depreciating currency is an old fallacy still held by some writers....The reality is very different. The exchange rate has relatively little to do with a country's real balance of trade».

⁸⁷ Martha Avery, Min Zhu, Jinqing Cai, *China's Emerging Financial Markets: Challenges and Global Impact*, στο Pieter Bottelier, *The Evolution of Banking and Finance in China, Domestic and International Aspects* John Wiley & Sons Ltd, 2009, σελ.50. Η μετατροπή όμως των αποταμιεύσεων σε επενδύσεις εξαρτάται από την ίδια τη λειτουργία ενός οικονομικού συστήματος. «Το σύστημα της Κίνας στηρίζεται κυρίως στην έμμεση τραπεζική χρηματοδότηση (indirect bank financing), η οποία δημιουργεί τον κίνδυνο της συναλλαγματικής αναντιστοιχίας (currency mismatch) που επηρεάζει την συναλλαγματική πολιτική και το ισοζύγιο πληρωμών. Βέβαια, οι απαιτήσεις της Κίνας σε περιουσιακά στοιχεία είναι πολύ μεγαλύτερες από τις υποχρεώσεις της, για αυτό και ένα currency mismatch για την Κίνα ενέχει τον κίνδυνο ανατίμησης του νομίσματος της».

2.2. Η ελλειμματική Αμερική

Πολλοί θεωρούν το αμερικανικό έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ως βιώσιμο. Η πεποίθηση ότι ακόμα και αν το έλλειμμα αυξηθεί θα εξακολουθήσει να είναι βιώσιμο προκύπτει από την σχετική συνήθως ευκολία χρηματοδότησης του από τις αγορές.⁸⁸ Υπολογίζεται ότι για το 2012 το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού θα παραμείνει σταθερό στα 1,2 τρις δολάρια.

Τι έχει όμως προκαλέσει το αυξημένο έλλειμμα των ΗΠΑ; Οφείλεται στη χαμηλή κατανάλωση των εμπορικών της εταίρων ή στην ανεπάρκεια της αμερικανικής οικονομικής πολιτικής να ενισχύσει την ιδιωτική και δημόσια αποταμίευση; Στην πραγματικότητα, πρόκειται για έναν συνδυασμό και των δύο φαινομένων, δηλαδή τόσο στην χαμηλή ζήτηση για αμερικανικά προϊόντα όσο και στις αστοχίες της εγχώριας οικονομικής πολιτικής⁸⁹. Μπορεί όμως η Αμερική να συνεχίσει να καταναλώνει περισσότερο από όσο παράγει, δανειζόμενη για να χρηματοδοτεί τα ελλείμματα της, εκμεταλλευόμενη τόσο το διεθνή ρόλο του δολαρίου όσο και τις ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης της;

Για τον Bergsten⁹⁰, η αύξηση του ελλείμματος πέρα από ένα ορισμένο σημείο πυροδοτεί μία αντίθετη δυναμική που οδηγεί στην μείωση του. Το κατώφλι που συνήθως ξεκινάει η αποκλιμάκωση ορίζεται από τον ίδιο στο 5% επί του Α.Ε.Π.. Εντούτοις ο Bergsten δεν επιβεβαιώθηκε στην πράξη. Το αμερικανικό έλλειμμα όχι μόνο δεν μειώθηκε, αλλά παρουσίασε αυξητική τάση μεγαλύτερη του 5% φθάνοντας λίγο πριν την κρίση στο 10%, που είναι και ένα από τα μεγαλύτερα ποσοστά ελλειμμάτων που έχουν καταγραφεί ποτέ σε βιομηχανική χώρα.

Στο πρώτο τετράμηνο του 2012 το έλλειμμα στο αμερικανικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αυξήθηκε από 18,7 δισεκατομμύρια δολάρια σε 137,3 δισεκατομμύρια δολάρια⁹¹. Επί ποσοστού του Α.Ε.Π. το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών σημείωσε άνοδο σε 3,6% από

⁸⁸ Richard A. Iley, Mervyn Lewis, *Untangling the Us Deficit: Evaluating Causes, Cures and Global Imbalances*, Edward Elgar Publishing, 2007, σελ.2. Παρά το γεγονός ότι οι ΗΠΑ από την δεκαετία του '80 είναι οφειλέτης, εντούτοις η ροή των κεφαλαίων προς τη χώρα δεν παρουσιάζει κάποια μείωση. "Alan Greenspan in November 2003 saw little evidence of stress in funding the current account deficit. Two years later with the deficit and the funding considerably larger he could only marvel at the seeming ease with which the United States continues to finance its current account deficit".

⁸⁹ *ibid.* σελ.4.

⁹⁰ *ibid.* σελ.139-140. Όπως αναφέρει ο Bergsten, είτε μέσω της αγοράς είτε μέσω της κρατικής παρέμβασης τείνει να επανέρχεται η ισορροπία: "research at both the Federal Reserve Board and the Institute for International Economics reveals that industrial countries, including the United States, enter a danger zone of current account unstainability when their deficits reach 4-5 per cent of GDP... At these levels, corrective forces tend to arise either spontaneously from market forces or by policy action".

⁹¹ Επίσημη Ιστοσελίδα Αμερικανικού Υπουργείου Εμπορίου, (βλ. σχετικά <http://www.bea.gov/newsreleases/international/transactions/transnewsrelease.htm>)

3,1% ενώ το δολάριο υπέστη μία ελαφριά ανατίμηση της τάξης του 0,7%.⁹² Η αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως στο ελλειμματικό εμπορικό ισοζύγιο. Το εμπορικό έλλειμμα για το 2012 ανέρχεται σε 194,5 δις δολάρια, δείχνοντας αύξηση των εισαγωγών άρα και της οριακής ροπής για εισαγωγές. Με την μείωση του μεγέθους του πολλαπλασιαστή, η χώρα παρουσιάζει μείωση της ζήτησης για το εγχώριο προϊόν και μείωση της απασχόλησης. Επομένως, η διαρροή αγοραστικής δύναμης προς το εξωτερικό σημαίνει αρνητική καθαρή επένδυση. Οι υποχρεώσεις της χώρας αυξήθηκαν, δηλαδή μειώθηκαν τα περιουσιακά της στοιχεία στο εξωτερικό και ανέλαβε υποχρεώσεις πληρωμής για το μέλλον. Στις αρχές του 2012 η διεθνής επενδυτική θέση των ΗΠΑ χειροτέρευσε κατά 114,8 δις ενώ στο τέλος του τετράμηνου βελτιώθηκε κατά 26,2 δις δολάρια⁹³.

Το πλεόνασμα στο ισοζύγιο υπηρεσιών παρέμεινε σταθερό ενώ το πλεόνασμα στο ισοζύγιο εισοδημάτων υποχώρησε. Οι καθαρές μεταβιβαστικές πληρωμές προς κατοίκους του εξωτερικού αυξήθηκαν οριακά.

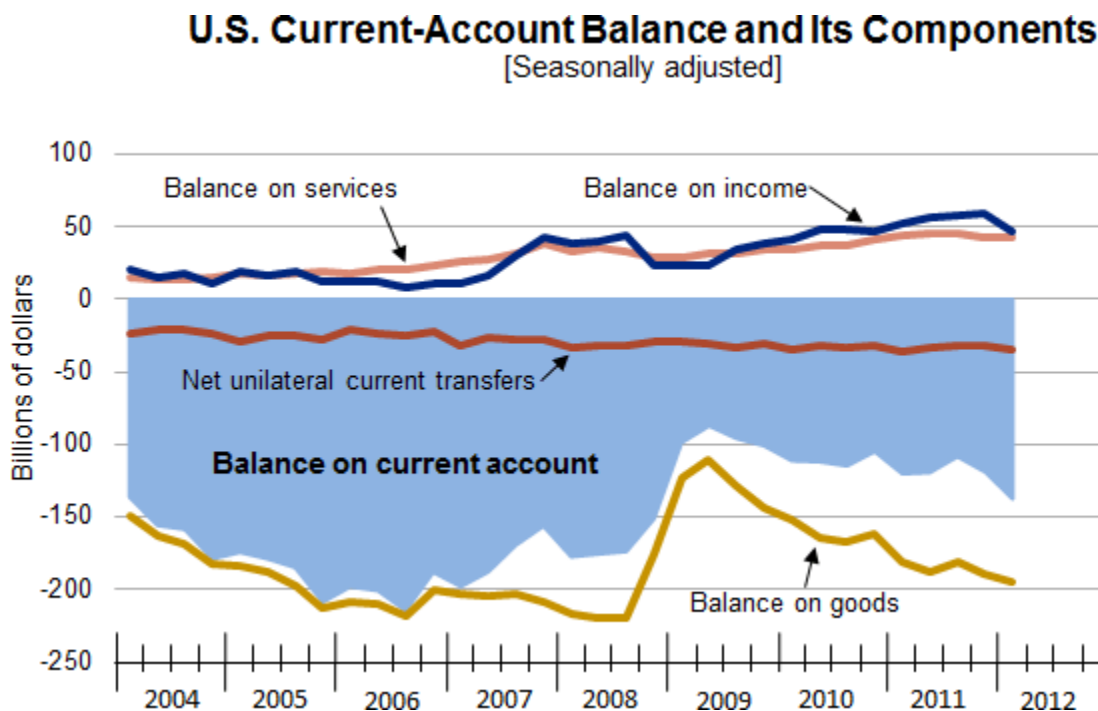
Παρόλο που τα ισοζύγια υπηρεσιών και εισοδημάτων εμφανίζονται πλεονασματικά, εντούτοις δεν αρκούν για να καλύψουν το διευρυμένο εμπορικό έλλειμμα. Για το ισοζύγιο κεφαλαίων δεν υπάρχουν διαθέσιμα στατιστικά στοιχεία αλλά στο τέλος του 2011 εμφάνιζε μείωση του ελλείμματος⁹⁴.

⁹² *ibid.*

⁹³ *ibid.*

⁹⁴ *ibid.*

Γράφημα 3. Το αμερικανικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και τα συστατικά του μέρη⁹⁵



Το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών παρουσίασε αύξηση των υποχρεώσεων των κατοίκων της χώρας. Οι άμεσες ξένες επενδύσεις προς τις ΗΠΑ παραμένουν ένα μικρό μέγεθος σε σχέση με τις άμεσες ξένες επενδύσεις που πραγματοποιούν προς το εξωτερικό και δεν συμβάλλουν στη κάλυψη του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Ως προς το ομολογιακό χρέος των ΗΠΑ, σημειώθηκε αύξηση των τοποθετήσεων σε ομόλογα του αμερικανικού δημοσίου στο τέλος του πρώτου τετράμηνου από 34 δις δολάρια σε 82,5 δις⁹⁶. Μάλιστα, η ζήτηση για αμερικανικά περιουσιακά στοιχεία θεωρείται ως το βασικό κριτήριο προσδιορισμού της βιωσιμότητας ή μη του ελλείμματος.⁹⁷

Το πρόβλημα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και στο εμπορικό οφείλεται κυρίως στον ελλειμματικό προϋπολογισμό που αυξάνει την ιδιωτική κατανάλωση και επένδυση πολύ πέρα από τα επίπεδα του εγχώρια παραγόμενου προϊόντος, που σημαίνει ότι η Αμερική ζει πέρα από τα μέσα που διαθέτει με αυξημένες εισαγωγές προϊόντων και υπηρεσιών⁹⁸. Η αύξηση του

⁹⁵ *ibid.*

⁹⁶ *ibid.*

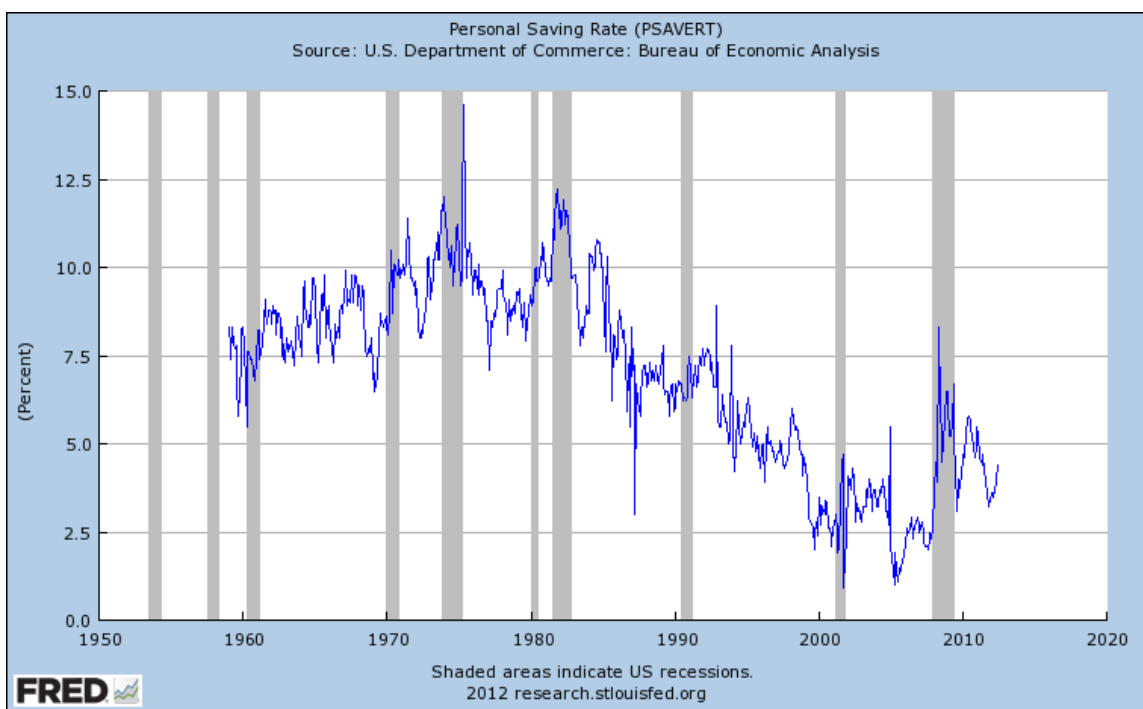
⁹⁷ Richard A. Iley, Mervyn Lewis, *op.cit.*, σελ.170.

⁹⁸ Richard H. Clarida, *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, University of Chicago Press, 2007, σελ.490. Ο Richard H. Clarida διαφοροποιεί την χρήση του προϋπολογισμού σε καλοήγη και κακοήγη. Ο

δανεισμού για την χρηματοδότηση των ελλειμμάτων επιτείνει το πρόβλημα του χρέους, ανεβάζοντας τα επιτόκια, τα οποία με την σειρά τους επιδρούν επί της πραγματικής οικονομίας, αυξάνοντας την εισροή των κεφαλαίων και οδηγώντας σε ανατίμηση του δολαρίου.

Όπως παρατηρείται και στο σχήμα 5, η ιδιωτική αποταμίευση στις ΗΠΑ από την δεκαετία του '80 ακολουθεί μία καθοδική πορεία. Παρόλο που μετά την ύφεση σημείωσε μία μικρή άνοδο ξεπερνώντας το 2010 το 7,5%, εντούτοις η ανοδική αυτή τάση δεν ήταν παρά εφήμερη, επιστρέφοντας σε ποσοστά κάτω του 5%. Η μείωση του ελλείμματος σε επίπεδο που να θεωρείται σταθερό και βιώσιμο απαιτεί την ενίσχυση της εθνικής αποταμίευσης με την ταυτόχρονη μείωση των δημοσίων δαπανών.

Γράφημα 4. Η ιστορική εξέλιξη του ποσοστού ιδιωτικής αποταμίευσης⁹⁹



καλοήθης χειρισμός προέκυψε μέσα από την ανεπάρκεια της αγοράς που οδήγησε σε «μη αποδοτικές επενδύσεις», καθιστώντας αναγκαία την κρατική παρέμβαση για την αποκατάσταση της κοινωνικής και οικονομικής ευημερίας. Ο καλοήθης χειρισμός, λοιπόν, λαμβάνει χώρα ex post. Ο κακοήθης χειρισμός αναφέρεται στις προσδοκίες για δημοσιονομική επέκταση και εκδηλώνεται ex ante. Συγκεκριμένα: “the increased probability of a fiscal expansion is what caused the collapse of the bubble. The subsequent budget deficits validated this change in expectations about government behavior.”

⁹⁹ Επίσημη Ιστοσελίδα Αμερικανικής Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας, (βλ. σχετικά <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/PSAVERT>)

Ο διεθνής ρόλος του δολαρίου είναι αυτός που έχει οδηγήσει τις ΗΠΑ στη συσσώρευση υψηλών ελλειμμάτων στο εμπορικό ισοζύγιο και στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Η εισροή κεφαλαίων για την χρηματοδότηση τους μείωσε τα επιτόκια, ενίσχυσε τη μόχλευση και την ρευστότητα που με την σειρά τους οδήγησαν στη φούσκα της αμερικανικής αγοράς ακινήτων το 2008.

Το ερώτημα είναι μέχρι πότε οι θεσμικοί επενδύτες θα εξακολουθούν να χρηματοδοτούν τα αμερικανικά ελλείμματα και τι θα σημαίνει για την αμερικανική και παγκόσμια οικονομία η έλλειψη εμπιστοσύνης από την μεριά τους προς το δολάριο¹⁰⁰. Υψηλά δίδυμα ελλείμματα και ταυτόχρονα υψηλή εισροή κεφαλαίων αναπαράγει, στην ουσία, τις συνθήκες που οδήγησαν στην χρηματοπιστωτική κρίση¹⁰¹ ενώ δεν διασφαλίζει τη σταθερότητα και βιωσιμότητα της αμερικανικής οικονομίας, η οποία σημειώνει απώλεια αγοραστικής δύναμης προς το εξωτερικό.

Το δολάριο είναι αυτό που παρέχει στις ΗΠΑ ένα «εξωφρενικό προνόμιο» (exorbitant privilege)¹⁰². Με την πλειοψηφία των διεθνών συναλλαγών να πραγματοποιούνται σε δολάρια, η αμερικανική οικονομία θα μπορούσε να επωφεληθεί από μία μείωση του διεθνούς ρόλου του δολαρίου¹⁰³. Αν και τα ελλείμματα είναι ελκυστικά κυρίως στο βραχυπρόθεσμο

¹⁰⁰ Richard N. Cooper, Living With Global Imbalances, Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 2, 2007, σελ.107. Ο Cooper δεν θεωρεί αυτή την εξέλιξη ως πιθανή και αυτό κυρίως λόγω της ασφάλειας που προσφέρει η αμερικανική οικονομία. “The United States has a comparative advantage in a globalized market in producing marketable securities and in exchanging low risk debt for higher risk equity. It is not surprising that savers around the world want to put a growing portion of their savings into the US economy”.

¹⁰¹ C. Fred Bergsten, Peterson Institute for International Economics, Article in Foreign Affairs, Volume 88 No. 6, November/December 2009, (<http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=1312>). Σύμφωνα με τον Bergsten, η συνέχιση της χρηματοδότησης του αμερικανικού ελλείμματος μπορεί να αναπαράγει τις συνθήκες που οδήγησαν στην κρίση του 2008. Όπως αναφέρει: “If the rest of the world again finances the United States' large external deficits, the conditions that brought on the current crisis will be replicated and the risk of calamity renewed”.

¹⁰² Το εξωφρενικό προνόμιο αναφέρεται στην ικανότητα των ΗΠΑ να εκτυπώνουν δολάρια για να χρηματοδοτούν τα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών τους. Με την καθιέρωση του διεθνούς ρόλου και την αύξηση της ζήτησης για δολάρια οι ΗΠΑ, μπορούν, με μηδενικό κόστος, να αποκτούν περιουσιακά στοιχεία στο εξωτερικό. Όπως αναφέρει ο Eichengreen: “in 2008 in the throes of the most serious financial crisis in 80 years the federal government was able to borrow vast sums at low interest rates because foreigners figured that the dollar was the safest currencyand again in the spring of 2010 when financial volatility spiked investors fled into the most liquid market that for us treasury bonds.....”. Σύμφωνα με τον Eichengreen, το δολάριο είναι αυτό που δίδει την δυνατότητα στις ΗΠΑ να μειώνουν το κόστος δανεισμού τους. Βλ. σχετικά Barry Eichengreen, Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar, Oxford University Press, 2011, σελ.8.

¹⁰³ C. Fred Bergsten, op.cit., Οι περισσότερες χώρες χρησιμοποιούν το δολάριο για να παρεμβαίνουν στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος προκειμένου να επιτυγχάνουν την επιθυμητή για αυτές συναλλαγματική ισοτιμία. Με αυτό τον τρόπο, όμως, οδηγούν σε ανατίμηση του δολαρίου και σε έλλειμμα το αμερικανικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, το οποίο με τη σειρά του επιδρά επί της παραγωγής και απασχόλησης. Σύμφωνα με τον Bergsten, αυτή η τάση ήταν που χαρακτήριζε και την λειτουργία του διεθνούς νομισματικού συστήματος μετά τον δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο, γεγονός που οδήγησε τον Πρόεδρο Νίξον να σταματήσει την σύνδεση του δολαρίου με το χρυσό προκειμένου να πετύχει την επιθυμητή για την Αμερική υποτίμηση του δολαρίου. Συγκεκριμένα: “The

διάστημα λόγω της αύξησης της καταναλωτικής ευημερίας, παρόλα αυτά μακροπρόθεσμα εγκυμονούν σημαντικούς κινδύνους. Για τον Eichengreen, τα ελλείμματα της αμερικανικής οικονομικής πολιτικής είναι αυτά που μπορούν να οδηγήσουν σε αλλαγή κατεύθυνσης στον τρόπο λειτουργίας του διεθνούς νομισματικού συστήματος. Αυτή η αλλαγή όμως, δεν θα επιδράσει ουσιαστικά επί του συστήματος, γεγονός που σημαίνει ότι και άλλα νομίσματα όπως το ευρώ θα έχουν αυξημένο ρόλο, όμως το δολάριο θα εξακολουθεί να βρίσκεται στο επίκεντρο¹⁰⁴. Με άλλα λόγια, ο Eichengreen παραμένει αισιόδοξος, θεωρώντας ότι ακόμα και στην χειρότερη περίπτωση το δολάριο δεν θα εκθρονιστεί. Η κρίση του 2008 θα μπορούσε να λειτουργήσει ως σημείο καμπής, σηματοδοτώντας μία απομάκρυνση από το δολάριο προς άλλα νομίσματα. Αυτό όμως δεν έγινε.

2.3. Συγκριτική ανάλυση

Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 και η συνακόλουθη ύφεση που έπληξε την παγκόσμια οικονομία αποδίδεται σε μεγάλο βαθμό στο ρόλο των παγκόσμιων ανισορροπιών, δηλαδή στις διαφορές ανάμεσα στα επίπεδα επένδυσης και αποταμίευσης, με μερικές χώρες να αποταμιεύουν πολύ λίγο και άλλες πάρα πολύ σε σχέση με τις επενδυτικές τους ανάγκες. Συνέπεια αυτών είναι διαφορές στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών, ήτοι χώρες με υψηλότερη αποταμίευση από επένδυση να εμφανίζουν εμπορικό πλεόνασμα και χώρες με επένδυση μεγαλύτερη από την αποταμίευση να εμφανίζουν εμπορικό έλλειμμα. Με άλλα λόγια, χώρες όπως η Αμερική, που δεν αποταμιεύουν αρκετά για να μπορέσουν να ανταποκριθούν στις εγχώριες επενδυτικές τους ανάγκες εμφανίζουν έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών τους, ενώ χώρες όπως η Κίνα που αποταμιεύουν περισσότερο από όσο χρειάζονται, εμφανίζουν πλεονάσματα. Η εμφάνιση ελλείμματος σημαίνει ότι η χώρα καταναλώνει περισσότερο από όσο παράγει και το αντίστροφο. Η Αμερική συνεχίζει και εμφανίζει ένα από τα χαμηλότερα ποσοστά αποταμιεύσεων επί του Α.Ε.Π. με συνεχή τάση για

international role of the dollar makes it difficult, if not impossible, for the United States to keep its currency at the exchange rate that would support prosperity and stability in the US economy. This is because the exchange rate of the US dollar is, in large measure, the residual outcome of other countries using dollars to intervene in currency markets to meet their own exchange-rate targets: by weakening their own currencies to enhance trade competitiveness, they push the dollar toward overvaluation. This problem became so acute under the postwar regime of globally fixed exchange rates that the Nixon administration had to destroy the entire system in order to obtain needed dollar devaluations in 1971 and 1973”.

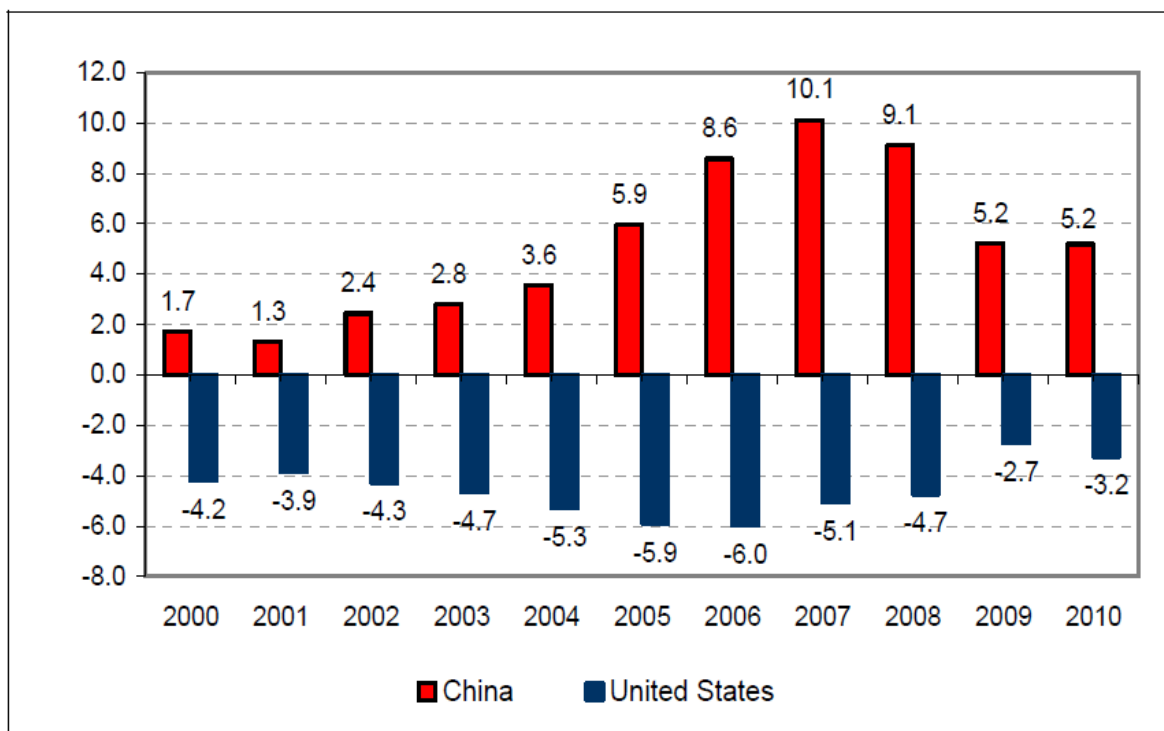
¹⁰⁴ *ibid.*, σελ. 98. Από την στιγμή που το δολάριο μπορεί και επιζεί καταστάσεων όπως αυτή του 2008, τότε στην ουσία αποτελεί το πιο ασφαλές καταφύγιο για επενδυτές, επιβεβαιώνοντας τον διεθνή του ρόλο. “Each time the crisis reached new heightsthe dollar strengthened against the euro and other currencies. The dollar was still the ultimate safe haven for frightened investors around the world”.

μείωση. Από το 1990 έως το 2010 η αποταμίευση των ΗΠΑ μειώθηκε από 13,5% σε 9,3% την ίδια στιγμή που στην Κίνα η πορεία ήταν αντίθετη, σημειώνοντας άνοδο από 37,8% σε 53,9% επί του Α.Ε.Π.

Σύμφωνα με την θεωρία του Bernanke, η Κίνα θα πρέπει να αρχίσει να καταναλώνει περισσότερο, δεδομένου ότι η οικονομία της δεν μπορεί να εξαρτάται πάντα από την εξωτερική ζήτηση. Εντούτοις, για τον Giles Chance η μείωση της αποταμίευσης ενδέχεται να αποτελεί ένα εγχείρημα πολύ πιο δυσχερές και αυτό οφείλεται κυρίως σε λόγους πολιτισμικούς και πολιτικούς που έχουν σχέση με την ιστορική εξέλιξη της κινεζικής κοινωνίας αλλά και σε λόγους δημογραφικούς και οικονομικούς¹⁰⁵. Παρά τη ραγδαία οικονομική της ανάπτυξη, ο πληθυσμός της Κίνας εμφανίζει υψηλά ποσοστά φτώχειας με ένα από τα χαμηλότερα κατά κεφαλήν εισοδήματα. Για αυτό και η αποταμίευση της δεν είναι παρά ένα μικρό ποσοστό σε σύγκριση με τις υπόλοιπες πλούσιες ασιατικές χώρες. Ο πιο σημαντικός λόγος όμως είναι ο δημογραφικός. Η Κίνα εμφανίζει ένα υψηλό ποσοστό ηλικιωμένου πληθυσμού. Για πρώτη φορά το 2010 το εργατικό δυναμικό σταμάτησε να αυξάνεται σε αντίθεση με τα άτομα ηλικίας άνω των 60 ετών.

¹⁰⁵ Giles Chance, *China and the Credit Crisis: The Emergence of a New World Order*, John Wiley & Sons Ltd, 2010, σελ. 62-63.

Γράφημα 5. Το κινέζικο και αμερικανικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του Α.Ε.Π. 2000-2010¹⁰⁶



Για την Αμερική το 2011 το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της ως ποσοστό του Α.Ε.Π. ήταν -3,1% ενώ για το 2012 αυξήθηκε στο 3,6%.¹⁰⁷ Αντιθέτως, για την Κίνα το πλεόνασμα της είναι στο 4,6% ως ποσοστό του Α.Ε.Π. με αυξημένες προσδοκίες για περαιτέρω άνοδο. Από το σχήμα προκύπτει μια χαρακτηριστική απόκλιση των δύο ισοζυγίων. Η σταδιακή διεύρυνση του μεταξύ τους χάσματος κορυφώθηκε το 2007 λίγο πριν την εκδήλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, με το αμερικανικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών να εμφανίζει έλλειμμα της τάξεως του 10,1% και η Κίνα πλεόνασμα 5,1% ως ποσοστό επί του Α.Ε.Π. .

Φυσικά, η Κίνα δεν είναι η μόνη πλεονασματική χώρα και η Αμερική η μόνη ελλειμματική. Το μέγεθος τους όμως είναι αυτό που καθορίζει το μείζονα ρόλο τους για την εύρυθμη λειτουργία της παγκόσμιας οικονομίας. Αν και η αναδιάρθρωση των οικονομιών τους είναι

¹⁰⁶ Wayne M. Morrison, Marc Labonte, China's Currency Policy: An Analysis of the Economic Issues, Congressional Research Service Report, December, 2011, σελ.37.

Διαθέσιμο στο <http://fpc.state.gov/documents/organization/154184.pdf> (30/07/2012)

¹⁰⁷ International Monetary Fund, op.cit., σελ.58.

σημαντική, εντούτοις ενέχει σοβαρούς κινδύνους στον βαθμό που δεν επιτυγχάνεται ο αναγκαίος συντονισμός. Εάν, για παράδειγμα, η Αμερική θελήσει να μειώσει τα ελλείμματα της σε περίοδο μεγάλης ανεργίας μέσα από την μείωση των δημοσίων δαπανών της και την ίδια στιγμή η Κίνα δεν αυξήσει την κατανάλωση, τότε η συνολική ζήτηση θα μειωθεί και η ανεργία θα αυξηθεί.

Συμπεράσματα δευτέρου κεφαλαίου

Η αντιμετώπιση του προβλήματος των παγκόσμιων ανισορροπιών απαιτεί την εξισορρόπηση της παγκόσμιας συνολικής ζήτησης μέσα από διαρθρωτικές προσαρμογές σε πλεονασματικές και ελλειμματικές χώρες.

Η Κίνα βρίσκεται σε μία κατάσταση που χαρακτηρίζεται από συνυπάρχουσες εσωτερικές και εξωτερικές ανισορροπίες, δηλαδή υψηλό ποσοστό εγχώριας αποταμίευσης με χαμηλή κατανάλωση και υψηλό ποσοστό διεθνούς προϊόντος, ενώ η Αμερική αντιμετωπίζει ένα υψηλό έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της όπως και ένα υψηλό έλλειμμα στις εμπορικές της σχέσεις με την Κίνα. Από την ανάλυση που προηγήθηκε έγινε εμφανές ότι η προσαρμογή και η εξάλειψη των ανισορροπιών δεν μπορεί να είναι μονομερής αλλά απαιτεί την αμοιβαία συνεργασία και συντονισμό και των δύο πλευρών. Επομένως και οι δύο χώρες θα πρέπει να αναλάβουν το μερίδιο της ευθύνης που τους αναλογεί και να προβούν στις αναγκαίες διαρθρωτικές αλλαγές επί των οικονομιών τους. Αυτό σημαίνει ότι μία ανατίμηση του γουάν από την πλευρά της Κίνας δεν αρκεί εάν αυτή δεν συνοδεύεται και από τις απαιτούμενες αλλαγές οικονομικής πολιτικής από την πλευρά των ΗΠΑ.

Για τον Fan Chang¹⁰⁸ το πρόβλημα βρίσκεται κυρίως στον ρόλο του δολαρίου ως διεθνές αποθεματικό νόμισμα, το οποίο και χαλαρώνει την δημοσιονομική και νομισματική πειθαρχία στις ΗΠΑ, με συνέπεια την εμφάνιση δίδυμων ελλειμμάτων. Για τον ίδιο, το πρόβλημα θα μπορούσε να λυθεί με την υιοθέτηση ενός διεθνούς νομίσματος ή εάν αυτό δεν καθίσταται δυνατόν, την υιοθέτηση ενός ασιατικού νομίσματος (Asian Currency Unit)¹⁰⁹. Το πρόβλημα άπτεται της λειτουργίας του διεθνούς νομισματικού συστήματος το οποίο και στηρίζεται σε μία «νομισματική ασυμμετρία»¹¹⁰ χωρίς να διασφαλίζεται η παροχή δημοσίων αγαθών. Ένα

¹⁰⁸ Ross Garnaut, Ligang Song, The Turning Point in China's Economic Development, στο Fan Chang, Global Imbalance, China and the International Currency System, ANU E PRESS, 2006, σελ.94. Ο ρόλος του δολαρίου ως παγκόσμιου αποθεματικού νομίσματος είναι που επέτρεψε στις ΗΠΑ να εμφανίζουν υψηλά ελλείμματα για τόσο μεγάλο χρονικό διάστημα. Το status του δολαρίου σε συνδυασμό με την οικονομική απορρύθμιση μετά την κατάρρευση του Bretton Woods και τα πολύ χαμηλά επιτόκια οδήγησαν στην διεύρυνση του χάσματος μεταξύ ελλειμματικών και πλεονασματικών χωρών. Με τα πλεονάσματα να υπερβαίνουν το άθροισμα των ελλειμμάτων τα μακροπρόθεσμα επιτόκια πέφτουν ενισχύοντας τη δαπάνη και την κατανάλωση.

¹⁰⁹ *ibid.* σελ.100-101. Το ασιατικό νόμισμα δεν θα είναι κατά το πρότυπο της ευρωζώνης αλλά θα λειτουργεί περισσότερο ως ένας δείκτης που θα επιτρέπει στις ασιατικές χώρες να καθορίζουν την συναλλαγματική τους ισοτιμία.

¹¹⁰ *ibid.* σελ.95. Η νομισματική ασυμμετρία αφορά χώρες που, ενώ εκδίδουν το δικό τους νόμισμα, εντούτοις στις διεθνείς αγορές χρησιμοποιούν το δολάριο. Από την μία πλευρά το δολάριο ως νόμισμα-άγκυρα λειτουργεί θετικά καθώς οι περισσότερες χώρες επιθυμούν να κρατούν υψηλά αποθεματικά στο συγκεκριμένο νόμισμα για να αποκτούν αξιοπιστία και να αντιμετωπίζουν τις αδυναμίες των δικών τους οικονομικών συστημάτων όπως είναι οι

ασιατικό νόμισμα θα μπορούσε να ελαφρύνει την πίεση στις διμερείς σχέσεις ΗΠΑ και Κίνας χωρίς ωστόσο αυτό να σημαίνει ότι δεν θα χρειάζονταν διαρθρωτικές αλλαγές.

Σύμφωνα με τον Bergsten, ένα πολύ-νομισματικό σύστημα δεν είναι κατά ανάγκη ασταθές όπως έχει δείξει το παράδειγμα του κανόνα του χρυσού¹¹¹. Αντιθέτως, ο ανταγωνισμός μεταξύ των εθνικών νομισμάτων μπορεί να «επιβάλλει την πειθαρχία της αγοράς αλλά και να βελτιώσει την αποτελεσματικότητα των οικονομικών πολιτικών»¹¹². Για αυτό το λόγο θα πρέπει να μειωθεί το μέγεθος των αποθεματικών σε δολάρια που κρατούν οι περισσότερες χώρες. Με την ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας και την αύξηση της ζήτησης για διεθνή συναλλαγματικά αποθέματα σε δολάρια, θα αυξάνεται η εισροή κεφαλαίων στην αμερικανική οικονομία και το δολάριο θα ανατιμάται. Αυτό σημαίνει πως η αμερικανική οικονομία θα χάνει σε ανταγωνιστικότητα και τα ελλείμματα της θα επιτείνονται, κάνοντας πιο πιθανή την εκδήλωση μίας νέας οικονομικής κρίσης. Για αυτό και η σύνθεση του χαρτοφυλακίου των αποθεματικών μίας χώρας θα πρέπει να είναι ισορροπημένη. Προς αυτή την κατεύθυνση μπορούν να λειτουργήσουν συμπληρωματικά τα ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα ως ένα καλάθι νομισμάτων που θα επιτρέπει την διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου των κρατών¹¹³. Αυτό που έχει όμως σημασία είναι για τον ίδιο η δημιουργία ενός φόρουμ μεταξύ Κίνας και ΗΠΑ, ή όπως ο ίδιος το αποκαλεί, ένα G-2 δεδομένου ότι εάν «αυτοί οι δύο δεν συμφωνήσουν, τίποτα δεν μπορεί να γίνει»¹¹⁴. Ωστόσο η μεταξύ τους συνεργασία δεν φαίνεται πιθανή¹¹⁵ και αυτό οφείλεται κυρίως στις διαφορετικές αντιλήψεις και νόρμες για τους πραγματικούς λόγους του προβλήματος.

φούσκες και η φυγή κεφαλαίων. Ωστόσο, ο διεθνής ρόλος του δολαρίου έχει επιτρέψει στις ΗΠΑ να συμπεριφέρονται ανεύθυνα με χαλαρές πολιτικές που επιτείνουν την αστάθεια του συστήματος.

¹¹¹ Με αυτή την προσέγγιση του Bergsten δεν βρίσκεται σύμφωνος ο Gilpin που θεωρεί την ύπαρξη πολλών νομισμάτων ως απειλή που μπορεί να οδηγήσει στον κατακερματισμό του διεθνούς νομισματικού συστήματος. Βλ. σχετικά Robert Gilpin. Παγκόσμια Πολιτική Οικονομία: Η Διεθνής Οικονομική Τάξη, Εκδόσεις Ποιότητα, 2002, σελ. 258.

¹¹² C. Fred Bergsten, op.cit. Ο ρόλος του γουάν έχει αναβαθμιστεί και μελλοντικά θα μπορέσει να λειτουργήσει ως διεθνές αποθεματικό νόμισμα «που θα διαβρώνει την κυριαρχία του δολαρίου αλλά δεν θα την καταργεί». Αυτό όμως θα εξαρτηθεί από την ίδια την Κίνα που θα πρέπει να προσδώσει ελευθερία στην συναλλαγματική της ισοτιμία και στην ροή των κεφαλαίων. βλ. σχετικά International Monetary Fund, Finance & Development, March 2012, Volume 49, No 1, σελ.29.

¹¹³ Το 2009 είχε αποφασισθεί από τη G-20 η αύξηση των ειδικών τραβηκτικών δικαιωμάτων κατά 250 δις. δολάρια αυξάνοντας το μερίδιο τους ως προς τα διεθνή αποθεματικά κατά 4%.

¹¹⁴ International Monetary Fund, Finance & Development, op.cit., σελ.5.

¹¹⁵ Rosemary Foot, Andrew Walter, op.cit., σελ.128. Η Κίνα δεν αποδέχεται ότι το πρόβλημα των παγκόσμιων ανισορροπιών οφείλεται στα πλεονάσματα της καθώς ένα πλεόνασμα για την ίδια συνιστά «αρετή» και αναδεικνύει την ορθή λειτουργία ενός οικονομικού συστήματος. Το πραγματικό πρόβλημα είναι η επεκτατική πολιτική των ΗΠΑ που βρίθει δυσλειτουργιών και αναποτελεσματικότητας.

Κεφάλαιο 3^ο: Προς μία νέα αρχιτεκτονική του διεθνούς νομισματικού συστήματος.

Είναι η μεταρρύθμιση του διεθνούς νομισματικού συστήματος θεμελιώδης προϋπόθεση για την αποτελεσματικότερη λειτουργία του; Και τι θα μπορούσε να αποτελέσει εναλλακτική λύση απέναντι στην συστημική του αστάθεια; Είναι ένα σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών προτιμότερο από το υπάρχον;

Οι εμφανείς σχεδιαστικές αδυναμίες στην αρχιτεκτονική του διεθνούς νομισματικού συστήματος¹¹⁶, όπως είναι παραδείγματος χάριν η υψηλή μεταβλητότητα στη βραχυπρόθεσμη κίνηση κεφαλαίων, ο αποκεντρωτικός χαρακτήρας του συστήματος αλλά και η απουσία κάποιου μηχανισμού προσαρμογής ανάμεσα στις πλεονασματικές και ελλειμματικές χώρες, επιτείνουν το πρόβλημα των παγκόσμιων ανισορροπιών¹¹⁷. Οι αποκλίσεις στα ισοζύγια πληρωμών μπορούν να αποτελέσουν τόσο πηγή ανάπτυξης όσο και πηγή αστάθειας. Αν και οι αποκλίσεις συνιστούσαν ανέκαθεν θεμελιώδες γνώρισμα του διεθνούς οικονομικού συστήματος, παρόλα αυτά «τόσο το μοτίβο εκδήλωσης τους όσο και ο τρόπος αντιμετώπισης τους από τη διεθνή κοινότητα έχει αλλάξει»¹¹⁸. Επομένως, η ευελιξία στις συναλλαγματικές ισοτιμίες και η απελευθερωμένη κίνηση κεφαλαίων έχουν χαλαρώσει τους περιορισμούς στα ισοζύγια πληρωμών.

Αν το διεθνές νομισματικό «μη σύστημα» λειτουργούσε αποτελεσματικά θα είχε μπορέσει να αποσοβήσει την κρίση στην αγορά ακινήτων του 2008 από το να μετατραπεί σε μία παγκόσμια κρίση¹¹⁹. Ωστόσο, ο υψηλός βαθμός διασύνδεσης των χρηματοπιστωτικών αγορών και η οικονομική αλληλεξάρτηση λειτούργησαν ως μηχανισμοί μετάδοσης και διάχυσης της κρίσης.

¹¹⁶ Warner Max Corden, *Economic Policy, Exchange Rates, and the International System*, Oxford University Press, 1994, σελ.181. Ίσως η μεγαλύτερη αδυναμία του συστήματος να είναι η οικονομική αβεβαιότητα, ιδιαίτερα ως προς την διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Για αυτό και έχει αποδοθεί και με τον όρο “the system without commitments”.

¹¹⁷ *ibid.* σελ.165-166. Όπως αναφέρει ο Corden, “in the current system the major countries do not have current account targets. There is thus no n-1 problem. Essentially the system is equilibrated in the market. The mechanism of adjustment is primarily through effects on world interest rates”. Η όποια προσαρμογή του συστήματος γίνεται μέσα από τις μεταβολές στα επιτόκια. Το αποτέλεσμα όμως δεν είναι πάντα άριστο. Αντίθετα, μπορεί να οδηγήσει και σε διαστρεβλώσεις όπως συμβαίνει με την περίπτωση των παγκόσμιων ανισορροπιών.

¹¹⁸ Olivier J. Blanchard, *Il SaKong*, *op.cit.*, σελ. 111.

¹¹⁹ *ibid.* σελ. 112,113. Η αντίληψη ότι οι παγκόσμιες ανισορροπίες συνιστούν απειλή για την σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος μέσα από τις φούσκες στα περιουσιακά στοιχεία είναι η μία μόνο όψη του νομίσματος. Το μείζον είναι η νομισματική πολιτική και τα μεγέθη της κατανάλωσης και αποταμίευσης που επιδρούν επί του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Οι διαρθρωτικές αποκλίσεις και αδυναμίες μεταξύ των μεγάλων οικονομιών επέτειναν το πρόβλημα των ανισορροπιών¹²⁰.

3.1. Σταθερότητα μέσα από ένα σύστημα πολλών νομισμάτων;

Όπως αναφέρει και ο Gilpin, μία από τις τρεις βασικές λειτουργίες ενός νομισματικού συστήματος είναι να διασφαλίζει την προσαρμογή, δηλαδή «να υπάρχει κάποια μέθοδος αποδεκτή από όλους η οποία θα επαναφέρει τα νομίσματα σε κατάσταση ισορροπίας».¹²¹

Με το τέλος του δευτέρου παγκοσμίου πολέμου προτεραιότητα δόθηκε στην οικονομική ανάπτυξη και στην ανοικοδόμηση των κατεστραμμένων οικονομιών. Το σύστημα των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών με τους ελέγχους στην κίνηση των κεφαλαίων αποσκοπούσε στην εξυπηρέτηση αποκλειστικά αυτού του σκοπού¹²². Μετά όμως από το 1965 και την αύξηση των πολεμικών και κοινωνικών δαπανών, η αμερικανική οικονομία υπερθερμάνθηκε, με τα ελλείμματα να τείνουν να διευρύνονται χωρίς να λαμβάνονται διορθωτικά μέτρα. Αυτή η πολιτική της «ήπιας αμέλειας» (benign neglect)¹²³, σε συνδυασμό με την κυριαρχία του

¹²⁰ ibid. σελ. 114. Οι Blanchard και Sakong απομακρύνονται από την παραδοσιακή προσέγγιση των παγκόσμιων ανισορροπιών που εστιάζει στην μακροοικονομική πολιτική των ΗΠΑ και στην συναλλαγματική πολιτική της Κίνας, θέτοντας στο επίκεντρο της ανάλυσης τους τις διαρθρωτικές συνθήκες. Τέτοιες είναι, παραδείγματος χάριν, ο διεθνής ρόλος του δολαρίου ως αποθεματικό νόμισμα, η υψηλή εταιρική αποταμίευση στην Κίνα, η εξάρτηση της Ευρώπης και της Κίνας από την ζήτηση στην Αμερική, οι ρυθμιστικές ελλείψεις στη λειτουργία του τραπεζικού τομέα, τα υψηλά δημόσια χρέη και δημοσιονομικά ελλείμματα κτλ. Επομένως, οι παγκόσμιες ανισορροπίες δεν είναι μόνο εμπορικές αλλά και σε μεγάλο βαθμό διαρθρωτικές, που προκαλούν αποευθυγραμμίσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Η μεγαλύτερη επίδραση τους όμως είναι επί των παγκόσμιων ανισορροπιών. Συγκεκριμένα : “ It is these structural disequilibria that were and are the fundamental cause of the global imbalances facing the leading industrial countries today. What can be blamed on the current international financial system is its failure to provide smoother and more timely adjustment to such large and persistent global imbalances....”. βλ. σχετικά Michele Fratianni, Dominick Salvatore, Paolo Savona, Ideas for the Future of the International Monetary System, Springer 1999, σελ.8. Εντούτοις η υπόθεση εργασίας ότι οι ανισορροπίες είναι στη φύση τους διαρθρωτικές δεν χρήζει καθολικής αποδοχής. Χαρακτηριστική είναι εν προκειμένω η οικονομετρική μελέτη της Anna Ivanova, η οποία αν και αποδέχεται τις διαρθρωτικές αποκλίσεις μεταξύ των μεγάλων οικονομιών, δεν βρίσκει ότι έπαιξαν κάποιο σημαντικό ρόλο στην εκδήλωση των παγκόσμιων ανισορροπιών. Παρόλα αυτά, οι διαρθρωτικές συνθήκες δεν υπολείπονται σημασίας, δεδομένου ότι μπορούν να λειτουργήσουν ως εργαλεία για τη μείωση τους. Βλ. σχετικά Anna Ivanova, Current Account Imbalances: Can Structural Policies make a Difference?, International Monetary Fund, 2012, σελ.21.

¹²¹ Robert Gilpin, op.cit., σελ.244.

¹²² Αντίθετα, το σημερινό διεθνές νομισματικό σύστημα χαρακτηρίζεται από μία σαφή αντιφατικότητα. Από τη μία πλευρά οι ελεύθερες συναλλαγματικές ισοτιμίες προσφέρουν ευελιξία στις εθνικές οικονομικές πολιτικές, από την άλλη πλευρά, θεωρούνται ως επιβλαβείς για την οικονομική ανάπτυξη και το ελεύθερο εμπόριο. Eduard Balladur, The International Monetary System: Facing the Challenge of Globalization, Institute for International Economics, 1999. Διαθέσιμο στο <http://www.iie.com/publications/papers/print.cfm?researchid=347&doc=pub>

¹²³ Barry Eichengreen, Globalizing Capital: A History of the International Monetary System, Princeton University Press, 2008, σελ. 149.

δολαρίου¹²⁴ είναι που χαρακτηρίζει το διεθνές νομισματικό σύστημα από την κατάρρευση του Bretton Woods. Εντούτοις, μετά το 2008 η κυρίαρχη θέση και το μονοπώλιο του δολαρίου έχουν αρχίσει και αμφισβητούνται¹²⁵, ανοίγοντας το δρόμο σε ένα πολυπολικό διεθνές νομισματικό σύστημα.

Θα είναι όμως ένα τέτοιο διεθνές νομισματικό σύστημα σταθερό; Θα μπορεί να δώσει λύση στο πρόβλημα των ανισορροπιών; Σε ένα πολυνομισματικό διεθνές σύστημα κυρίαρχο ρόλο δεν θα έχει μόνο το δολάριο αλλά και το ευρώ, το γιεν και το γουάν¹²⁶. Στο παρελθόν η μετάβαση από ένα νομισματικό σύστημα προς ένα άλλο συνοδευόταν και από κάποιας μορφής αστάθεια. Υποστηρίζεται ότι αυτή η αστάθεια μετά το 2008 εκδηλώνεται μέσα από τη κερδοσκοπική ροή κεφαλαίων από ένα αποθεματικό νόμισμα προς ένα άλλο¹²⁷. Με την κρίση χρέους να πλήττει τις χώρες της ευρωζώνης πολλοί θεσμικοί επενδυτές στράφηκαν προς το δολάριο.

Σε αυτό το συγκείμενο, μείζων καθίσταται το δίλημμα του Triffin¹²⁸. Η ρευστότητα που προσφέρει η αμερικανική οικονομία ικανοποιεί τη ζήτηση για διεθνή αποθεματικά. Όμως το αυξανόμενο μέγεθος τους εκτός των ΗΠΑ δημιουργεί έλλειμμα εμπιστοσύνης. Την περίοδο του Bretton Woods η έλλειψη εμπιστοσύνης αφορούσε την ικανότητα της Αμερικής να συνεχίζει να μετατρέπει δολάρια σε χρυσό. Σήμερα αφορά το διογκωμένο δημοσιονομικό έλλειμμα και δημόσιο χρέος. Άρα, το δίλημμα Triffin εξακολουθεί να χαρακτηρίζει την λειτουργία του διεθνούς νομισματικού συστήματος κάτι που σημαίνει ότι δεν μπορεί να στηρίζεται επί μακρόν σε ένα μόνο νόμισμα.

Το πλεονέκτημα ενός πολυνομισματικού συστήματος είναι ότι επιφέρει τροποποίηση επί των αποθεματικών των χωρών αλλά και ρευστότητα σε περιόδους κρίσεων. Από την άλλη πλευρά, όμως, η σταθερότητα ενός πολυνομισματικού συστήματος θα καθίσταται συνάρτηση των σχέσεων που θα αναπτύσσονται μεταξύ των αποθεματικών νομισμάτων¹²⁹. Επομένως, επιδρά επί της μεταβλητότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών και της κίνησης κεφαλαίων.

¹²⁴ Η κυριαρχία του δολαρίου έχει επιτρέψει στις ΗΠΑ να πραγματοποιούν υψηλά δημοσιονομικά και εξωτερικά ελλείμματα χωρίς να υπάρχει κάποιος μηχανισμός που να μπορεί να επιβάλλει την προσαρμογή. Αυτό όμως το προνόμιο των ΗΠΑ αντανακλά και την ασύμμετρη προσαρμογή στα οικονομικά σοκ.

¹²⁵ Barry Eichengreen, *Exorbitant Privilege*, op.cit., σελ.150.

¹²⁶ Olivier J. Blanchard, Il SaKong, op.cit., σελ. 136. Η ανάδειξη άλλων νομισμάτων με αυξημένο ρόλο ως διεθνή αποθεματικά νομίσματα είναι συνάρτηση συγκεκριμένων συνθηκών, όπως είναι η αποτελεσματική λειτουργία των συναλλαγματικών αγορών, η μακροοικονομική σταθερότητα και η εμπιστοσύνη προς την αγοραστική δύναμη ενός νομίσματος.

¹²⁷ Justin Yifu Lin, Shahrokh Fardoust, David Rosenblatt, *Reform of the International Monetary System: A Jagged History and Uncertain Prospects*, Policy Research Working Paper 6070, World Bank, May 2012, σελ.5.

¹²⁸ Barry Eichengreen, *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar*, op.cit., σελ.50-51.

¹²⁹ Justin Yifu Lin, Shahrokh Fardoust, op.cit., σελ.24.

3.2. Ο ρόλος των ειδικών τραβηκτικών δικαιωμάτων (ΕΤΔ)

Για την αντιμετώπιση των παγκόσμιων ανισορροπιών έχει προταθεί η δημιουργία ενός λογαριασμού υποκατάστασης (substitution account) που θα δίνει τη δυνατότητα στις χώρες να μετατρέπουν τα δολάρια τους σε ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα¹³⁰ (ΕΤΔ) (special drawing rights-SDR) έτσι ώστε να μην παρακρατούν μεγάλες ποσότητες δολαρίων αλλά να διαθέτουν ρευστότητα και σε άλλα νομίσματα εξισορροπώντας έτσι τα χαρτοφυλάκια τους. Το πρόβλημα με αυτή την πρόταση είναι ότι εάν υπάρξει υποτίμηση του δολαρίου σε σχέση με τα ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα τότε το ΔΝΤ και όλες οι χώρες που επέλεξαν τη συγκεκριμένη λύση θα βρεθούν με σημαντικές απώλειες. Είχε προταθεί η ύπαρξη δυνατότητας κάλυψης αυτού του συναλλαγματικού κινδύνου μέσα από την παρέμβαση του ΔΝΤ, το οποίο και θα απέδιδε την διαφορά των επιτοκίων στους κατόχους των ΕΤΔ ή ακόμα και να χρησιμοποιηθούν τα αποθέματα σε χρυσό. Τελικά καμία λύση δεν τελεσφόρησε και η δημιουργία του λογαριασμού υποκατάστασης δεν ευδοκίμησε. Εντούτοις, ο σταθεροποιητικός ρόλος¹³¹ που θα μπορούσαν να παίζουν τα ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα για την παγκόσμια οικονομία δεν αμφισβητείται. Θα μπορούσαν να αποτελέσουν εκείνον το μηχανισμό διόρθωσης της ανισοκατανομής ενός αποθεματικού νομίσματος που δημιουργείται από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης αποφεύγοντας με αυτό τον τρόπο την εκδήλωση μεταβολών στις συναλλαγματικές ισοτιμίες¹³². Θα μπορούσαν επίσης να λειτουργήσουν ως ένας μηχανισμός ελέγχου επί της συσσώρευσης και κατανομής των αποταμιεύσεων, διασφαλίζοντας την απαιτούμενη ρευστότητα¹³³ για την ορθή λειτουργία του διεθνούς νομισματικού συστήματος.

¹³⁰ Στην προσπάθεια για τη διάσωση του Bretton Woods δημιουργήθηκαν τα ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα (ΕΤΔ), τα οποία σε αναλογία ένα προς ένα με τα δολάρια, θέλησαν να αποτελέσουν τον αντίπαλο πόλο στον διεθνή αποθεματικό ρόλο του δολαρίου. Τα ΕΤΔ λειτουργούν ακόμα και σήμερα, δεν συνιστούν, όμως, νόμισμα. Είναι ειδική μονάδα λογαριασμού που δίνει τη δυνατότητα σε μία χώρα να δανείζεται σε διεθνή αποθεματικά νομίσματα, όπως δολάρια ή ευρώ.

¹³¹ Juanita Roushdy, The Role of the SDR in the International Monetary System: Studies, Τόμος 30, Τεύχος 4, International Monetary Fund, March 1987, σελ.24.

¹³² *ibid.* σελ.25.

¹³³ *ibid.*

3.3. Η βραχυπρόθεσμη ροή των κεφαλαίων και η αύξηση των αποθεματικών

Η αντιμετώπιση των παγκόσμιων ανισορροπιών είναι άμεσα συνδεδεμένη με τη λειτουργία του διεθνούς συστήματος αποθεματικών¹³⁴. Στην πλειοψηφία τους οι χώρες επιλέγουν την παρακράτηση υψηλών ποσοστών αποταμιεύσεων σε ξένο συνάλλαγμα προκειμένου να είναι σε θέση να αντιμετωπίσουν την όποια αστάθεια στη διεθνή αγορά κεφαλαίων¹³⁵, ενώ συχνά θέτουν σε εφαρμογή και μηχανισμούς ελέγχου¹³⁶.

Η υψηλή μεταβλητότητα στη βραχυπρόθεσμη ροή κεφαλαίων¹³⁷ θέτει επί τάπητος την ανάγκη για ύπαρξη μηχανισμών εσωτερικοποίησης του κόστους, δηλαδή της εξομάλυνσης της κατανάλωσης και της επένδυσης σε περιόδους ύφεσης. Όσο μεγαλύτερη είναι η απειλή της άτακτης φυγής κεφαλαίων και της δημιουργίας πανικού στην αγορά, τόσο μεγαλύτερος είναι ο ρόλος των αποθεματικών ως εργαλείο σταθερότητας και αντιμετώπισης της υπερκυκλικότητας

¹³⁴ Shahrokh Fardoust, Yongbeom Kim, Claudia Paz Sepulveda, Postcrisis Growth and Development: A Development Agenda for the G-20, World Bank Publications, 2010, σελ.164.

¹³⁵ Marc Chandler, Making Sense of the Dollar: Exposing Dangerous Myths about Trade and Foreign Exchange, John Wiley & Sons, 2010, σελ.9. Τα αποθεματικά παρακρατούνται συνήθως στη μορφή ξένου συναλλάγματος, χρυσού και ειδικών τραπεζικών δικαιωμάτων και ο βασικός τους ρόλος είναι η «απομόνωση» μίας χώρας από τις αρνητικές εξωτερικότητες που προκαλεί η βραχυπρόθεσμη ροή κεφαλαίων. Η βασική πεποίθηση ότι η ελευθερία στην διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών θα διόρθωνε τις όποιες ανισορροπίες στο ισοζύγιο πληρωμών και για αυτό το λόγο δεν θα υπήρχε ανάγκη για την παρακράτηση αποθεματικών, δεν επαληθεύτηκε στην πράξη. Όπως αναφέρεται: “Countries stuck with their historical inclinations and reserve portofolio whatever the exchange rate regime, and markets continued to take into account reserves in determining credit ratings and interest rates...” Βλ. σχετικά Christopher Wikie, Special Drawing Rights: The First International Money, Oxford University Press, 2011, σελ.56.

¹³⁶ Η Κίνα, ελέγχοντας τις καθαρές ροές κεφαλαίου, ελέγχει την ισορροπία του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Αρχικά με την επιβολή ελέγχων ορίζει την ποσότητα εισροής κεφαλαίων και στη συνέχεια παρεμβαίνει ώστε η συσσώρευση των αποθεμάτων ξένων περιουσιακών στοιχείων να γίνεται από τον δημόσιο και όχι τον ιδιωτικό τομέα. Με αυτό τον τρόπο η Κίνα μπορεί και επιδρά επί της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η πιο συμβατική απεικόνιση είναι ότι η Κίνα συχνά παρεμβαίνει στις αγορές συναλλάγματος για να αποτρέψει την ονομαστική ανατίμηση του νομίσματος της. Αυτό όμως δεν είναι αληθές. Με την συσσώρευση αποθεματικών θα μπορούσαν να αντισταθούν στην ονομαστική ανατίμηση όχι όμως και στην πραγματική που θα ερχόταν μέσα από ένα υψηλότερο εγχώριο επίπεδο τιμών. Για αυτό και οι έλεγχοι στην κίνηση κεφαλαίων καθίσταντο μείζονος σημασίας καθώς επιτρέπουν στις κινεζικές αρχές να εμποδίζουν την εσωτερική ανατίμηση του γουάν. Αυτό συνήθως επιτυγχάνεται με πολιτικές συστολής της εγχώριας ζήτησης όπως χαρακτηριστικός είναι ο περιορισμός του ιδιωτικού τομέα στην αγορά περιουσιακών στοιχείων μόνο σε γουάν τα οποία δεν μπορούν να πουληθούν σε ξένους επενδυτές λόγω των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων. βλ. σχετικά Olivier Jeanne, Arvind Subramanian, John Williamson, Who Needs to Open the Capital Account?, Peterson Institute, 2012, σελ.35-37

¹³⁷ Robert Pollin, The Macroeconomics of Saving, Finance and Investment, University of Michigan Press, 1997, σελ. 176. Ένα μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας για τη ροή των κεφαλαίων εστιάζει στην εξέταση της υπόθεσης των Feldstein-Horioka για την σχέση μεταξύ αποταμίευσης και επένδυσης. Οι Feldstein και Horioka στη μελέτη τους βρήκαν ότι τα ποσοστά αποταμίευσης και επένδυσης συσχετίζονται στενά μεταξύ τους μέχρι του σημείου της ομοιομορφίας. Δηλαδή, παρά την υψηλή κίνηση στις βραχυπρόθεσμες κεφαλαιακές ροές, φαίνεται να υπάρχουν εμπόδια στην μακροπρόθεσμη κίνηση παραγωγικών κεφαλαίων. Για αυτό το λόγο αν οι χώρες θέλουν να δίνουν ώθηση στην ανάπτυξη τους θα πρέπει να εστιάζουν στην ενίσχυση της αποταμίευσης τους γιατί αυτή είναι σε τελική ανάλυση που καθορίζει το επίπεδο της επένδυσης. Η υπόθεση των Feldstein και Horioka δεν χρήζει καθολικής αποδοχής. Αντιθέτως, έχουν γίνει πολλές μελέτες προκειμένου να εξακριβωθεί κατά πόσο αυτή η σχέση μεταξύ αποταμίευσης και επένδυσης που παρουσιάζουν είναι σταθερή.

και μεταβλητότητας του συστήματος¹³⁸. Το «μοτίβο της ραγδαίας αύξησης και της απότομης κατάρρευσης» (*boom –bust pattern*)¹³⁹ δεν έχει μειώσει αλλά αντίθετα έχει αυξήσει τη ζήτηση για αποθεματικά. Για τις χώρες της Ασίας η οδυνηρή εμπειρία του 1997 έχει οδηγήσει στην επικράτηση της λογικής των πλεονασματικών ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών. Η αρχική πεποίθηση ότι η απορρύθμιση των εγχώριων κεφαλαιακών αγορών σε συνδυασμό με την κατάργηση των ελέγχων στη ροή των κεφαλαίων θα οδηγούσε σε μακροπρόθεσμη βιώσιμη ανάπτυξη μέσω της προσέλκυσης αποταμιεύσεων δεν επαληθεύτηκε στην πράξη. Αντίθετα, μάλιστα, περιόρισε το εύρος της διακριτικής ευχέρειας που έχουν στη διάθεση τους οι εθνικές οικονομικές αρχές προκειμένου να αντιμετωπίσουν την μεταβλητότητα στις κεφαλαιακές ροές¹⁴⁰.

Μέσα σε αυτό το πλαίσιο καθοριστικός καθίσταται ο ρόλος του G-20 που θα μπορούσε να παρέμβει¹⁴¹, επιβάλλοντας αλλαγές στο παγκόσμιο αποθεματικό σύστημα, διασφαλίζοντας μέσα από αποτελεσματικούς μηχανισμούς την απαιτούμενη ρευστότητα σε περιόδους κρίσεων αλλά και ρυθμίζοντας τις βραχυπρόθεσμες κεφαλαιακές ροές που ενισχύουν την υπερκυκλικότητα του συστήματος¹⁴². Η υψηλή μεταβλητότητα στην κίνηση κεφαλαίων¹⁴³ σε συνδυασμό με μία μη ανεπτυγμένη εγχώρια χρηματοπιστωτική αγορά μπορεί να ενισχύσει τις τάσεις

¹³⁸ Η παρακράτηση, όμως, υψηλών ποσοστών αποθεματικών ενέχει και σημαντικούς κινδύνους. Ένας τέτοιος κίνδυνος είναι το ημι-δημοσιονομικό κόστος (*quasi-fiscal cost*) που προκύπτει από την πολιτική της κεντρικής τράπεζας να αγοράζει ξένες αποταμιεύσεις. Μία τέτοια πολιτική αν δεν ασκηθεί σωστά μπορεί να ενισχύσει τη νομισματική βάση προκαλώντας πληθωρισμό. Άλλος κίνδυνος αφορά στην ίδια την σύνθεση του χαρτοφυλακίου των αποθεματικών. Εάν αυτό παραδείγματος χάριν αποτελείται αποκλειστικά από δολάρια, μία υποτίμηση του δολαρίου μπορεί να επηρεάσει σημαντικά την αξία του χαρτοφυλακίου. Βλ. σχετικά World Bank, *Global development finance: mobilizing finance and managing vulnerability*, world bank publications, 2005, σελ.64.

¹³⁹ Louis-Philippe Rochon, Sergio Rossi, *Monetary And Exchange Rate Systems: A Global View of Financial Crises*, Edward Elgar Publishing, 2006, σελ.11.

¹⁴⁰ Beth A Simmons, Walter Carlsnaes, Thomas Risse, *Handbook of International Relations*, Sage Publications, 2002, σελ.439. Συγκεκριμένα, η λειτουργία του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος έχει φθάσει στο σημείο να αποτελεί έναν «διαρθρωτικό περιορισμό» (*structural constraint*) στην άσκηση ανεξάρτητης μακροοικονομικής πολιτικής. “Capital Mobility effectively limits the range of choice available to governments by altering the relative costs and benefits of alternative policy options”.

¹⁴¹ Colin I. Bradford, Wonhyuk Lim, *Global Leadership in Transition: Making the G20 More Effective and Responsive*, Brookings Institution Press, 2011, σελ.196.

¹⁴² Olivier Jeanne, Arvind Subramanian, John Williamson, *op.cit.*, σελ.3 Για την αντιμετώπιση της μεταβλητότητας και του υπερκυκλικού χαρακτήρα της βραχυπρόθεσμης κίνησης κεφαλαίων, πολλές χώρες επιβάλλουν ελέγχους επί της κίνησης τους. Χαρακτηριστική είναι η περίπτωση της Κίνας που χρησιμοποιεί τους ελέγχους επί της κίνησης κεφαλαίων για να επεμβαίνει επί των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Μάλιστα «η κυβέρνηση της Κίνας επιβάλλει υποχρεωτική αποταμίευση στον ιδιωτικό τομέα προκειμένου να είναι σε θέση να χρηματοδοτεί το πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της, το οποίο με τη σειρά του συμβάλλει στην διαιώνιση των παγκόσμιων ανισορροπιών».

¹⁴³ Όπως αναφέρει ο Eichengreen, η μεταβλητότητα οφείλεται κυρίως στις «ασυμμετρίες πληροφόρησης» όπως και στην φυσική και πολιτισμική απόσταση που χωρίζει τους δανειστές από τους δανειζόμενους. Βλ. Barry Eichengreen, *Capital Flows and Crises*, MIT Press, 2004, σελ.13.

αποσταθεροποίησης, επιδρώντας επί της πραγματικής οικονομίας και της οικονομικής ανάπτυξης και συμβάλλοντας στη δημιουργία των συνθηκών έλευσης μίας νέας οικονομικής κρίσης¹⁴⁴. Εξαιρετικά σημαντική καθίσταται η διασφάλιση της ρευστότητας, ιδιαίτερα σε περιόδους εκροής κεφαλαίων. Επομένως, είναι αναγκαία η ύπαρξη ενός δανειστή έσχατης ανάγκης που θα παρεμβαίνει όταν η αγορά αποτυγχάνει. Το 1997 ιδρύθηκε από το Δ.Ν.Τ. ο Οργανισμός Συμπληρωματικών Αποθεματικών (*Supplemental Reserve Facility*) ενώ το 1999 η Contingent Credit Line, χωρίς ωστόσο την αναμενόμενη επιτυχία¹⁴⁵. Εντούτοις, τη θέση τους ως νέοι δανειακοί θεσμοί ήρθαν να πάρουν τα παγκόσμια δίκτυα ασφαλείας (*global safety nets*) τα οποία και συνίστανται στην παροχή προληπτικής¹⁴⁶ και ευέλικτης πίστωσης (*flexible and precautionary credit line*)¹⁴⁷. Παρόλο που η συμβολή τους αποτιμάται θετικά, η χρήση τους παραμένει περιορισμένη, γεγονός που οφείλεται κυρίως στην έλλειψη νομιμοποίησης και πολιτικής αποδοχής που απολαμβάνει το Δ.Ν.Τ.¹⁴⁸

3.4. Ένα παγκόσμιο νόμισμα για την εξάλειψη των ανισορροπιών;

Το σχέδιο για τη δημιουργία μίας παγκόσμιας τράπεζας (*bancor clearing union system*) και ενός παγκόσμιου νομίσματος (*bancor*) προτάθηκε για πρώτη φορά από τον Keynes στη Συνδιάσκεψη του Bretton Woods το 1944, με στόχο τη διασφάλιση της σταθερότητας του διεθνούς νομισματικού συστήματος. Το σχέδιο του Keynes, που τελικά δεν υιοθετήθηκε, προέβλεπε τον έλεγχο των συναλλαγματικών ισοτιμιών και τη διασφάλιση επαρκούς ρευστότητας μέσω του *bancor*¹⁴⁹, το οποίο και θα λειτουργούσε ως μηχανισμός προσαρμογής και εξάλειψης των όποιων ασυμμετριών εμφανίζονταν, αποφεύγοντας με αυτό τον τρόπο την εκδήλωση παγκόσμιων

¹⁴⁴ Michael B. Devereux, Philip R. Lane, Cyn-Young Park, Shang-Jin Wei, *The Dynamics of Asian Financial Integration: Facts and Analytics*, στο Soyoung Kim, Sunghyun H. Kim, Cyn-Young Park, *International Capital Mobility of East Asian Economies: is domestic investment financed by regional or global saving?*, Taylor & Francis, 2011, σελ.52-53.

¹⁴⁵ Kenneth A. Reinert, Ramkishan S. Rajan, Amy Joycelyn Glass, Lewis S. Davis, *The Princeton Encyclopedia of the World Economy*, Volume II, Princeton University Press, 2008, σελ.161. Η Contingent Credit Line σταμάτησε να λειτουργεί το 2003 ενώ η αποτυχία του Supplemental Reserve Facility στην κρίση ρευστότητας της Νότιας Κορέας έδειξε τα όρια του νέου αυτού οργανισμού.

¹⁴⁶ Η προληπτική πίστωση δημιουργήθηκε αμέσως μετά την χρηματοπιστωτική κρίση και απευθύνεται σε χώρες που δεν μπορούν να ικανοποιήσουν τα υψηλά κριτήρια που θέτει η ευέλικτη πίστωση. Μάλιστα, η τελευταία αφορά την παροχή δανείων χωρίς την τήρηση οποιονδήποτε προϋποθέσεων δηλαδή, της αιρεσιμότητας.

¹⁴⁷ Επίσημη Ιστοσελίδα Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, βλ. σχετικά <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/110111.pdf>.

¹⁴⁸ *ibid.* βλ. σχετικά <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/110111.pdf>.

¹⁴⁹ Jeffrey Frieden, *International Political Economy, Perspectives on Global Power and Wealth*, 4th Edition, στο Barry Eichengreen, *Hegemonic Stability Theories of the International Monetary System*, Routledge Publishing, 1999, σελ.227.

ανισορροπιών¹⁵⁰. Όλες οι χώρες θα διατηρούσαν στην παγκόσμια τράπεζα έναν λογαριασμό σε *bancor*, ο οποίος και θα έπρεπε να είναι ισορροπημένος. Όταν μία χώρα εμφάνιζε έλλειμμα, τότε θα προέβαινε σε διαρθρωτικές αλλαγές, υποτιμώντας το νόμισμα της. Αντιθέτως, μία χώρα με πλεόνασμα θα υποχρεωνόταν σε ανατίμηση. Σε αυτό το σύστημα θα ήταν αναγκαία η επιβολή ελέγχων στη ροή των κεφαλαίων¹⁵¹ για την άσκηση σταθερής συναλλαγματικής πολιτικής και αποτελεσματικής νομισματικής.

Η πρόταση του Keynes ενείχε το στοιχείο της συμμετρικής προσαρμογής η οποία και θα αποτελούσε τη θεμελιώδη νόρμα τόσο για τις ελλειμματικές όσο και για τις πλεονασματικές χώρες. Το *bancor* θα αποτελούσε ένα παγκόσμιο αποθεματικό νόμισμα. Χωρίς εθνική βάση θα περιόριζε τα εξωφρενικά προνόμια άλλων νομισμάτων. Υποστηρίζεται ότι για να μειωθεί η απόκλιση αλλά και να αποφευχθεί η επανεμφάνιση των ανισορροπιών είναι αναγκαία η υιοθέτηση ενός παγκόσμιου νομίσματος το οποίο και θα έρθει να αντικαταστήσει τα υφιστάμενα εθνικά. Ωστόσο μία τέτοια προοπτική δεν μοιάζει πιθανή¹⁵² κυρίως περισσότερο για λόγους ιδεολογικούς παρά πρακτικούς. Εντούτοις, δεν έχουν περισσέψει τα σχέδια και οι προτάσεις σε μία προσπάθεια αναβίωσης του σχεδίου του Keynes.

Οι μετά-κεϋνσιανοί¹⁵³ υποστηρίζουν ότι η επιτυχία ενός διεθνούς νομίσματος (*international money clearing unit-imcu*) είναι συνάρτηση της τήρησης ορισμένων προϋποθέσεων. Ειδικότερα, είναι απαραίτητος ένας κεντρικός θεσμός ο οποίος θα επεμβαίνει επί των αποκλίσεων στα ισοζύγια πληρωμών. Η παρακράτηση αποθεματικών θα γίνεται μόνο σε *imcu* το οποίο και θα χρησιμοποιείται για συναλλαγές αποκλειστικά από τις κεντρικές τράπεζες, ενώ οποιαδήποτε συμβόλαια ιδιωτών για εμπορικές συναλλαγές σε ξένο νόμισμα θα πρέπει να λαμβάνουν τη συναίνεση της κεντρικής τους τράπεζας. Όπως και στο σχέδιο του Keynes, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες θα είναι σταθερές και θα επιβάλλονται έλεγχοι στην ροή των κεφαλαίων. «Οι

¹⁵⁰ Louis-Philippe Rochon, Sergio Rossi, *Monetary and Exchange Rate Systems: A Global View of Financial Crises*, Edward Elgar Publishing, 2007, σελ. 195. Με τα λόγια του Keynes: “We need a method by which the surplus credit balances arising from international trade, which the recipient does not wish to employ for the time being, can be set to work in the interests of international planning and relief and economic health, without detriment to the liquidity of these balances and to their holder’s faculty to employ them himself when he desires to do so.”

¹⁵¹ Jörg Bibow, *Keynes on Monetary Policy, Finance and Uncertainty Reassessing Liquidity Preference Theory*, Routledge, 2009, σελ.160.

¹⁵² Paolo Savona, John J. Kirton, Chiara Oldani, *Global Financial Crisis: Global Impact and Solutions*, Ashgate Publishing, Ltd., 2011, σελ.202

¹⁵³ Paul Davidson, *Financial Markets, Money, and the Real World*, Edward Elgar Publishing, 2002, σελ.232.

ανισορροπίες είναι βιώσιμες μόνο για όσο καιρό υπάρχουν θεσμοί που μπορούν να παρέχουν εύκολη και χαμηλού κόστους κίνηση κεφαλαίων»¹⁵⁴.

Ιδιαίτερα σημαντική για τους μετά-κεϋνσιανούς είναι η θεσμοποίηση ενός μηχανισμού ασφαλείας¹⁵⁵ ο οποίος και θα υποχρεώνει τις πιστώτριες χώρες να ξοδεύουν τα πλεονάσματα που έχουν συσσωρεύσει, καθώς θεωρείται ότι μέσα από την αποταμίευση τους δημιουργούν έλλειψη ζήτησης που μπορεί να οδηγήσει σε κρίση ρευστότητας και σε ύφεση. Στόχος είναι η ελεγχόμενη κυκλοφορία των αποταμιεύσεων των πλεονασματικών χωρών. Επίσης, οι όποιες μεταβολές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες θα γίνονται για λόγους μεταβολής των πραγματικών μισθών, απαγορεύοντας μία υποτίμηση ως μέθοδο εξαγωγής οικονομικών προβλημάτων.

Οι Williamson και McKinnon στηρίζουν την άποψη ότι το ζητούμενο για την αποτελεσματική λειτουργία του διεθνούς νομισματικού συστήματος είναι η μετάβαση σε ένα σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Παρόλο που προτάσσουν διαφορετικά επιχειρήματα εντούτοις και οι δύο συμφωνούν ότι το σύστημα των ελεύθερα κυμαινόμενων δεν έχει επιτύχει τον απαιτούμενο συντονισμό στην άσκηση οικονομικής πολιτικής από τις μεγάλες οικονομίες ενώ οι συχνές από-ευθυγραμμίσεις δεν διασφαλίζουν την επιθυμητή σταθερότητα.

Ο Williamson προκρίνει μία ζώνη σταθερής πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας (fixed equilibrium exchange rate-FEER) όπως αυτή θα συμφωνηθεί, η οποία θα στοχεύει στην διασφάλιση εσωτερικής¹⁵⁶ και εξωτερικής ισορροπίας στο μεσοπρόθεσμο διάστημα. Σε αυτή τη ζώνη, η οποία θα επιτρέπει ένα εύρος διακύμανσης συν πλην 10%, θα γίνεται εφικτή η ενσωμάτωση των θετικών χαρακτηριστικών του συστήματος των ελεύθερα διακυμαινόμενων ισοτιμιών¹⁵⁷.

Ο McKinnon με τη σειρά του προτείνει την θέσπιση σταθερών ονομαστικών συναλλαγματικών ισοτιμιών από τις μεγάλες κεντρικές τράπεζες, οι οποίες όμως θα ορίζονται σε συνδυασμό με «βιώσιμες ισοδυναμίες αγοραστικής δύναμης» (sustainable purchasing power parities)¹⁵⁸. Αυτό

¹⁵⁴ Ross Garnaut, David Llewellyn-Smith, *The Great Crash of 2008*, Melbourne Univ. Publishing, 2009, σελ.37.

¹⁵⁵ Paul Davidson, *op.cit.*, σελ.234.

¹⁵⁶ *ibid.* σελ.238. Ωστόσο, δεν ορίζει για την επίτευξη της εσωτερικής ισορροπίας ποιο ποσοστό ανεργίας, που είναι συμβατό με τον ρυθμό του πληθωρισμού, είναι για τον ίδιο αποδεκτό.

¹⁵⁷ *ibid.* σελ.239. Σύμφωνα με τον Williamson, ένα σύστημα ελεύθερων ισοτιμιών, αν και δεν είναι επιθυμητό παρόλα αυτά διαθέτει ορισμένα «κοινωνικά χαρίσματα» (social functions) όπως είναι η αυτόματη προσαρμογή στην εκδήλωση ανισορροπιών στο ισοζύγιο, η απορρόφηση των όποιων αρνητικών διαταραχών στη ζήτηση, η ελευθερία στην άσκηση νομισματικής πολιτικής και η εναρμόνιση των ρυθμών πληθωρισμού ανάμεσα στις χώρες. Αν και τα εμπειρικά του ευρήματα αμφισβητούνται, ωστόσο ο ίδιος θεωρεί ότι η πρότασή του, για μια στοχευόμενη ζώνη σταθερών με διακύμανση συναλλαγματικών ισοτιμιών που εμπεριέχει τα κοινωνικά προτερήματα ενός συστήματος ελεύθερων ισοτιμιών, μπορεί να παράσχει σταθερότητα στη λειτουργία του συστήματος.

¹⁵⁸ *ibid.* σελ.238.

είναι το στοιχείο που, σύμφωνα με τον McKinnon, θα οδηγήσει τις κεντρικές τράπεζες σε συνεργασία ως προς την άσκηση νομισματικής πολιτικής και σε παρόμοιους ρυθμούς πληθωρισμού¹⁵⁹.

Η λογική πίσω από ένα κοινό παγκόσμιο νόμισμα είναι ότι θα ενισχυθεί η οικονομική ανάπτυξη και το ελεύθερο εμπόριο ενώ θα εξαλειφθούν οι ασύμμετρες διαταραχές που προέρχονται μέσα από λανθασμένες νομισματικές και συναλλαγματικές πολιτικές¹⁶⁰. Αυτή την άποψη προκρίνει και ο Mundell¹⁶¹, που βρίσκεται πίσω από τη θεωρία των άριστων νομισματικών περιοχών, ότι μία παγκόσμια οικονομία χρειάζεται ένα παγκόσμιο νόμισμα. Άλλοι οικονομολόγοι, όπως ο Cooper¹⁶² δεν θεωρεί ότι το μη σύστημα μετά το Bretton Woods θα συνεχίσει να είναι βιώσιμο αν δεν καταφέρει να εξαλείψει την αβεβαιότητα των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών και αυτό μπορεί να γίνει μόνο μέσα από την κοινή άσκηση νομισματικής πολιτικής.

Βέβαια, η δημιουργία ενός παγκόσμιου νομίσματος δεν θεωρείται ως πανάκεια που ως δια μαγείας θα εξαφανίσει όλα τα προβλήματα, ιδίως όταν οι χώρες εμφανίζουν «ετερογενείς οικονομικές δομές, θεσμούς αλλά και διαφοροποιήσεις ως προς τους μισθούς και την ευελιξία τιμών»¹⁶³.

3.5. Η σημασία του συντονισμού

Σύμφωνα με τον Max Corden¹⁶⁴, υπάρχουν δύο θεμελιώδη προβλήματα που συνδέονται με τη λειτουργία του διεθνούς νομισματικού συστήματος. Το πρώτο είναι η αστάθεια των

¹⁵⁹ *ibid.* σελ.241. Βέβαια, η θεωρία του McKinnon στηρίζεται στο αξίωμα της ουδετερότητας του χρήματος. Αν το χρήμα είναι ουδέτερο τότε οι αλλαγές στην ποσότητα του χρήματος δεν έχουν επίδραση επί των πραγματικών μεγεθών της οικονομίας. Τι γίνεται όμως στην περίπτωση που το χρήμα δεν είναι ουδέτερο; “If however money is not neutral as Keynes argued and most macro economists including Friedman then MacKinnon proposals would not provide the smooth adjusting mechanism that he describes...”.

¹⁶⁰ María Lorca-Susino, *The Euro in the 21st Century: Economic Crisis and Financial Uproar*, Ashgate Publishing, Ltd., 2010, σελ.113-114.

¹⁶¹ *ibid.* σελ.113. Σύμφωνα με τον Mundell, τα οφέλη από ένα παγκόσμιο νόμισμα θα είναι τεράστια. Το πρόβλημα όμως που προκύπτει είναι ποιος θα αποφασίζει για την έκδοση των intors. Συγκεκριμένα: “My ideal and equilibrium solution would be a world currency but not a single world currency in which each country would produce its own unit that exchanges at par with the world unit. We could call it the international dollar, or to avoid the parochial national connotation the intor, a contraction of international and the French word for gold...everything would be priced in terms of intors”. Για τον Mundell, αν και η έλευση του ευρώ επέφερε σταθερότητα στο διεθνές νομισματικό σύστημα, εντούτοις εξακολουθούν να υπάρχουν σοβαρά προβλήματα, όπως οι προβληματικές διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες και η απουσία ενός παγκόσμιου νομίσματος, που για τον ίδιο, ισοδυναμεί με νομισματικό έγκλημα.

¹⁶² Anthony M Endres, *International Financial Integration: Competing Ideas and Policies in the Post-Bretton Woods Era*, Palgrave Macmillan, 2010, σελ.182.

¹⁶³ *ibid.* σελ. 187.

¹⁶⁴ Robert A. Mundell, Paul J. Zak, Derek M. Schaeffer, *International Monetary Policy After The Euro*, Edward Elgar Publishing, 2005, σελ.163.

συναλλαγματικών ισοτιμιών ανάμεσα στο δολάριο, στο γιεν και το ευρώ και το δεύτερο η αστάθεια στη διεθνή αγορά κεφαλαίων. Η αντιμετώπιση τους θα μπορούσε να γίνει μέσω της επιβολής ελέγχων αν και αυτοί δεν θα ήταν ιδιαίτερα αποτελεσματικοί κυρίως απέναντι σε ένα έντονα παγκοσμιοποιημένο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Άλλος τρόπος θα ήταν η αποδοχή της εγγενούς αστάθειας του συστήματος και η συνεργασία μεταξύ των κυβερνήσεων και του Δ.Ν.Τ. που θα λειτουργούν αποτρεπτικά στην εκδήλωση τέτοιων φαινομένων.

Εντούτοις, η συνεργασία και ο συντονισμός μεταξύ των μεγάλων οικονομιών μοιάζει ως ένα ανυπέρβλητο εμπόδιο, με τις χώρες να προτάσσουν τον εσωτερικό πολιτικό τους κύκλο και τα εθνικά τους συμφέροντα. Από την ίδρυση του «μη συστήματος» και έπειτα, όλες οι περιπτώσεις συντονισμού προκύπτουν *ex post facto* και σε *ad hoc* βάση¹⁶⁵ και αυτό κυρίως λόγω της απουσίας μίας κυρίαρχης οικονομικής δύναμης. Η Συμφωνία της Πλάζα, η συνεργασία για τη μη διάχυση της μεξικανικής κρίσης το 1994, δεν είναι παρά σποραδικές απόπειρες μιας από κοινού αντιμετώπισης των προβλημάτων¹⁶⁶. Τέτοια ήταν και η αντίδραση του G-20 με μέτρα επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής για την αντιμετώπιση της ύφεσης που προέκυψε από την χρηματοπιστωτική κρίση. Σύμφωνα με τον Benjamin J. Cohen¹⁶⁷, ο συντονισμός συναρτάται άμεσα με την προσπάθεια των κυβερνήσεων να επιτύχουν τους στόχους της συναλλαγματικής σταθερότητας, της ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων και της νομισματικής αυτονομίας. Το πρόβλημα προκύπτει όταν τα κράτη επιχειρούν να ασκήσουν ανεξάρτητη νομισματική πολιτική μέσα σε μία ολοκληρωμένη παγκόσμια χρηματοπιστωτική αγορά. Αν θέλουν να διατηρήσουν την αυτονομία τους στην άσκηση νομισματικής πολιτικής θα πρέπει είτε να θυσιάσουν την σταθερότητα της συναλλαγματικής τους ισοτιμίας είτε να επιβάλλουν ελέγχους στην κίνηση κεφαλαίων¹⁶⁸.

¹⁶⁵ Michele Fratianni, Dominick Salvatore, Paolo Savona, op.cit., σελ.8.

¹⁶⁶ *ibid.*, σελ.9. Όπως αναφέρουν οι συγγραφείς, οι οικονομικές κρίσεις λόγω του υψηλού βαθμού οικονομικής αλληλεξάρτησης και κεφαλαιακών ροών, έχουν καταστεί πλέον εγγενές στοιχείο στην λειτουργία του διεθνούς νομισματικού συστήματος. Ένα σύστημα όμως που λειτουργεί κατασταλτικά και εκ των υστέρων δεν μπορεί να είναι ένα καλό σύστημα. Συγκεκριμένα: “An international financial system that is prone to frequent and deep international financial crises that require immediate and massive financial resources to prevent their spending to other nations is certainly not a good system”.

¹⁶⁷ Jeffy Frieden, International Political Economy, Perspectives on Global Power and Wealth, 4th Edition, στο Benjamin J. Cohen, The Triad and the Unholy Trinity: Problems of International Monetary Cooperation, op.cit., σελ. 245.

¹⁶⁸ Beth A Simmons, Walter Carlsnaes, Thomas Risse, op.cit., σελ.439. Η ασυμβίβαστη τριάδα αποκαλείται από τον Krugman ως: “the standard workhorse model of open-economy macroeconomics”.

Το θέμα του συντονισμού συνδέεται άρρηκτα «με την ίδια την εξέλιξη του διεθνούς νομισματικού συστήματος»¹⁶⁹. Ο συντονισμός αποσκοπεί στην «εσωτερικοποίηση των εξωτερικοτήτων»¹⁷⁰ μέσα από τον συγχρονισμό στην άσκηση πολιτικής. Η συνεργασία μεταξύ των μεγάλων οικονομιών, αναφορικά με τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, θα μπορούσε να προωθήσει ένα πιο σταθερό διεθνές νομισματικό σύστημα, που θα λειτουργούσε πιο αποτελεσματικά σε όρους ελεύθερου εμπορίου και οικονομικής ανάπτυξης, αποτρέποντας την εκδήλωση ανισορροπιών¹⁷¹.

Υποστηρίζεται ότι μέσα από τον συντονισμό μπορεί να κατευθυνθεί η διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών των νομισμάτων μεγάλων χωρών μέσα σε συγκεκριμένες ζώνες (target zones) έτσι ώστε να αποτρέπεται η ελεύθερη διακύμανση τους.¹⁷² Με αυτό τον τρόπο θα γίνει η μετάβαση από ένα αποκεντρωμένο σε ένα πιο συγκεντρωτικό σύστημα, που θα χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερη πειθαρχία στην άσκηση μακροοικονομικής πολιτικής. Ωστόσο μία τέτοια πρόταση για τη μετάβαση σε ένα «ήπιο σύστημα» (soft target zone), δεν θεωρείται ότι εξασφαλίζει αυτόματα και την επιθυμητή συμμετρία και δυνατότητα προσαρμογής¹⁷³, καθώς η επικέντρωση στη συναλλαγματική πολιτική αγνοεί τους πραγματικούς λόγους που προκύπτουν μέσα από την αυτονομία στην άσκηση μακροοικονομικής πολιτικής¹⁷⁴. Επιπλέον, είναι αμφίβολο κατά πόσο χώρες όπως η Αμερική είναι διατεθειμένες να θυσιάσουν την αυτόνομη άσκηση νομισματικής πολιτικής για να επιστρέψουν σε ένα σταθερό σύστημα συναλλαγματικών

¹⁶⁹ Peter B. Kenen, Francesco Papadia, Fabrizio Saccomanni, The International Monetary System, στο Morris Goldstein, Improving Economic Policy Coordination: evaluating some new and some not so new proposals, Cambridge University Press, 1994, σελ.298. Ο Goldstein αναφέρεται στον συντονισμό ως: “significant modification of national policies in recognition of international economic interdependence”.

¹⁷⁰ *ibid.* σελ.312. Η εσωτερικοποίηση γίνεται κυρίως μέσα από μηχανισμούς διαφάνειας και δημοσιότητας επιβεβαιώνοντας την «δέσμευση στην συλλογικότητα» για νομισματική συνεργασία.

¹⁷¹ Maureen Burton, Bruce Brown, The Financial System and the Economy: Principles of Money and Banking, M.E. Sharpe, 2009, σελ.647. Μία τέτοια μορφή συντονισμού ήταν μεταξύ των μεγάλων κεντρικών τραπεζών για την μείωση των επιτοκίων (coordinated interest rate cuts).

¹⁷² O. F. Hamouda, J. C. R. Rowley, Bernard M. Wolf, The Future of the International Monetary System: Change, Coordination Or Instability? στο Andrew Crockett, International monetary reform, coordination and indicators, M.E. Sharpe, 1989, σελ.21.

¹⁷³ *ibid.*, σελ.22.

¹⁷⁴ Jennifer Anne Sterling Folker, Theories of International Cooperation and the Primacy of Anarchy: Explaining US Policy Making After Bretton Woods, SUNY Press, 2002, σελ.124. Η διάχυση αρνητικών εξωτερικοτήτων δεν προκύπτει μόνο από ευθυγραμμίσεις στην συναλλαγματική ισοτιμία ή από την μεταβλητότητα στην κίνηση κεφαλαίων αλλά σε μεγάλο βαθμό και από μη πειθαρχημένες δημοσιονομικές, νομισματικές και διαρθρωτικές πολιτικές. Συγκεκριμένα: “monetary and fiscal policy changes in one country affect growth, employment, and inflation in others and feedback into the economy of the first country. This means that a nation state which engages in unilateral monetary policymaking will affect the nation states with whom it is interdependent in such a manner that it causes suboptimal macroeconomic and exchange rate outcomes for itself”. Η μονομερής άσκηση νομισματικής πολιτικής λόγω της οικονομικής αλληλεξάρτησης επιδρά άμεσα στις σχέσεις μίας χώρας με τους οικονομικούς της εταίρους, οδηγώντας σε ανεπιθύμητα και μη άριστα αποτελέσματα, δημιουργώντας αυτόματα και την ανάγκη για συνεργασία.

ισοτιμιών με αβέβαια τα προσδοκώμενα οφέλη¹⁷⁵. Στην περίπτωση του ευρωπαϊκού νομισματικού συστήματος τη δεκαετία του '90 η διαφωνία μεταξύ των κρατών μελών για το επιθυμητό ύψος του επιτοκίου ήταν η βασική αιτία πίσω από την αστάθεια του συστήματος¹⁷⁶. Εν κατακλείδι, είτε το διεθνές νομισματικό σύστημα επιστρέψει κάποια στιγμή σε σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, είτε διατηρήσει το καθεστώς της ελεύθερης διακύμανσης, ο συντονισμός μεταξύ των μεγάλων οικονομιών θεωρείται ως *sine qua non* προϋπόθεση και αυτό κυρίως λόγω του υψηλού βαθμού ολοκλήρωσης του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος που έχει αυξήσει την οικονομική αλληλεξάρτηση μεταξύ των κρατών¹⁷⁷.

¹⁷⁵ *ibid.*, σελ. 125.

¹⁷⁶ Debra Johnson, *International Business: Themes and Issues in the Modern Global Economy*, Taylor & Francis, 2009, σελ.414.

¹⁷⁷ Maureen Burton, Bruce Brown, *op.cit.*, σελ.648.

Συμπεράσματα τρίτου κεφαλαίου

Ανάμεσα στα «κοινωνικά» προτερήματα του σημερινού διεθνούς νομισματικού συστήματος είναι η προσαρμοστικότητα και η ευελιξία του. Προτερήματα όμως που μπορούν να γίνουν μειονεκτήματα μέσα από ανισορροπίες και μη βιώσιμα μοντέλα οικονομικής ανάπτυξης. Η ήπια αμέλεια δεν θεωρείται πλέον αποδεκτή και αυτό διότι η συστημική σημασία των μεγάλων οικονομιών και η αντιμετώπιση των προβλημάτων τους θεωρείται ως προαπαιτούμενο για τη διεθνή σταθερότητα.

Ο σχεδιασμός του συστήματος μοιάζει ατελής, με υψηλή μεταβλητότητα στη βραχυπρόθεσμη κίνηση κεφαλαίων, με αυξημένη οικονομική αλληλεξάρτηση και υψηλό βαθμό χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης αλλά και με την απουσία κάποιου μηχανισμού προσαρμογής. Υποστηρίχθηκε ότι η μετάβαση προς ένα σύστημα πολλών νομισμάτων μπορεί να προσφέρει λύση στο δίλημμα Triffin, μπορεί όμως ταυτόχρονα να αυξήσει και τη μεταβλητότητα επί των συναλλαγματικών ισοτιμιών και της κίνησης κεφαλαίων. Προς αυτή την κατεύθυνση θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν τα ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα, ενισχύοντας όποτε χρειάζεται τη ρευστότητα και διαφοροποιώντας τα χαρτοφυλάκια των κρατών. Εξακολουθεί όμως να υπάρχει ένα σημαντικό έλλειμμα εμπιστοσύνης, καθώς στην πλειοψηφία τους οι χώρες προτιμούν να κρατούν υψηλό ποσοστό αποθεματικών για την εξομάλυνση των οικονομιών τους παρά να εμπιστευτούν την λειτουργία εξωτερικών μηχανισμών. Επιπλέον προτάσεις για την υιοθέτηση ενός παγκόσμιου νομίσματος μοιάζουν ουτοπικές και μη πραγματοποιήσιμες.

Συμπερασματικά, κλειδί για την μείωση των ανισορροπιών είναι ο συντονισμός και η συνεργασία, που θα πρέπει να ενισχυθούν προκειμένου να λειτουργούν προληπτικά και αποτρεπτικά, εσωτερικοποιώντας την εκδήλωση των όποιων ανισορροπιών εμφανίζονται.

Επίλογος

Οι διαδοχικές οικονομικές κρίσεις των τελευταίων δύο δεκαετιών έχουν προκαλέσει έντονες συζητήσεις σχετικά με την ανάγκη μεταρρύθμισης του διεθνούς νομισματικού συστήματος. Στο επίκεντρο αυτών των συζητήσεων βρίσκεται το φαινόμενο των παγκόσμιων ανισορροπιών. Πρωταγωνιστές είναι εδώ και αρκετό καιρό η Αμερική, με ελλειμματικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών που συντηρείται από υψηλή ρευστότητα και κατανάλωση, και η Κίνα, με πλεονασματικό ισοζύγιο και υψηλά συναλλαγματικά αποθέματα. Μία ανισορροπία στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αντικατοπτρίζει προβλήματα στη λειτουργία της οικονομίας μίας χώρας. Για αυτό το λόγο και η λήψη μέτρων για τη μείωση των παγκόσμιων ανισορροπιών πρέπει να λαμβάνει υπόψη τις ιδιαίτερες οικονομικές συνθήκες και τη φάση του οικονομικού κύκλου. Σε αντίθετη περίπτωση μπορεί να λειτουργήσουν υπερκυκλικά και αντί να μειώσουν το πρόβλημα να προκαλέσουν αντίθετα αποτελέσματα. Αλλαγή της παρούσας κατάστασης σημαίνει βαθιές μεταρρυθμίσεις και στις δύο οικονομίες που στόχο θα έχουν την μεταβολή του παραγωγικού και επενδυτικού προγραμματισμού, ώστε να επιτευχθεί η εξομάλυνση των αρνητικών εξωτερικοτήτων. Οι ρόλοι πρέπει να αντιστραφούν. Η χρεωμένη Αμερική πρέπει να τονώσει τις εξαγωγές της και να μειώσει την κατανάλωση ενώ η πιστώτρια Κίνα θα πρέπει να ανατιμήσει το νόμισμα της, να μειώσει τις εξαγωγές της και να αυξήσει την εγχώρια ζήτηση. Μία τέτοια στάση και από τις δύο χώρες θα βοηθούσε σημαντικά στη συρρίκνωση των ανισορροπιών και θα οδηγούσε την παγκόσμια οικονομία σε πιο υγιή μοντέλα οικονομικής ανάπτυξης. Από τα κύρια προβλήματα όμως που χρήζουν επίλυσης είναι αυτά της εμπιστοσύνης, τα συνεργασίας και του συντονισμού. Η αποκατάστασή τους είναι αυτή που θα επιτρέψει την ομαλή λειτουργία των αγορών και την εξομάλυνση των παγκόσμιων ανισορροπιών. Το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα χρειάζεται μεγαλύτερη διαφάνεια και φερεγγυότητα, βαθύτερη και ουσιαστικότερη ρύθμιση, περισσότερη διεθνή συνεργασία και μεταρρύθμιση των χρηματοπιστωτικών οργανισμών έτσι ώστε να αποτυπώνουν με μεγαλύτερη ακρίβεια τη βαρύτητα που έχουν οι όποιες αλλαγές στην παγκόσμια οικονομία. Αυτό θα τους προσδώσει επιπλέον νομιμοποίηση και αποτελεσματικότητα.

Πηγές

Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία

- Anthony M Endres, International Financial Integration: Competing Ideas and Policies in the Post-Bretton Woods Era, Palgrave Macmillan, 2010
- Asli Demirgüç-Kunt, Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman , The International Financial Crisis: Have the Rules of Finance Changed?, World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd.,2011
- Barry Eichengreen, Capital Flows and Crises, MIT Press, 2004
- Barry J. Eichengreen, Europe's Post-War Recovery, Cambridge University Press,1995
- Barry Eichengreen, Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar, Oxford University Press, 2011
- Barry Eichengreen, Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods, MIT Press, 2010
- Barry Eichengreen, Globalizing Capital: A History of the International Monetary System, Princeton University Press, 2008
- Beth A Simmons, Walter Carlsnaes, Thomas Risse, Handbook of International Relations, Sage Publications, 2002
- Christian M. Oberpriller, Global Imbalances, Exchange Rates and Oil-Exporting Countries, LIT Verlag Münster, 2009
- Christopher Wikie, Special Drawing Rights: The First International Money, Oxford University Press,2011
- Daniel Gros, Thomas Mayer, Angel Ubide, A World Out of Balance?: Special Report of the Ceps Macroeconomic Policy Group, Centre for European Policy Studies, Brussels,2006
- Colin I. Bradford, Wonhyuk Lim, Global Leadership in Transition: Making the G20 More Effective and Responsive, Brookings Institution Press, 2011
- Debra Johnson, International Business: Themes and Issues in the Modern Global Economy, Taylor & Francis, 2009
- Francis J. Gavin, Gold, Dollars, and Power: The Politics of International Monetary Relations, 1958-1971, UNC Press Books, 2004
- Fred L. Block, The Origins of International Economic Disorder: A Study of United States International Monetary Policy from World War II to the Present, University of California Press, 1977
- Giles Chance, China and the Credit Crisis: The Emergence of a New World Order, John Wiley & Sons Ltd, 2010

- Giulia Mennillo, Thomas Schenzig, Elmar Friedrich, *Balanced Growth, Finding Strategies for Sustainable Development*, Springer Publishing, 2011
- Greg Buckman, *Global Trade: Past Mistakes, Future Choices*, Zed Books, 2005
- Kati Suominen, *Peerless and Periled: The Paradox of American Leadership in The World Economic Order*, Stanford University Press, 2012
- Klaus Liebscher, *Currency and Competitiveness in Europe*, Edward Elgar Publishing, 2008
- Kemal Dervis, Masahiro Kawai, Domenico Lombardi, *Asia and Policymaking for the Global Economy*, Asian Development Bank Institute
- Kenneth A. Reinert, Ramkishen S. Rajan, Amy Joycelyn Glass, Lewis S. Davis, *The Princeton Encyclopedia of the World Economy, Volume II*, Princeton University Press, 2008
- Louis-Philippe Rochon, Sergio Rossi, *Monetary and Exchange Rate Systems: A Global View of Financial Crises*, Edward Elgar Publishing, 2007
- Howard Davies, *The Financial Crisis, Who is to blame?*, Polity Press, 2010
- International Monetary Fund, *World economic outlook: Growth Resuming, Dangers Remain*, International Monetary Fund, April 2012
- Jaime Reis, *International Monetary Systems in Historical Perspective*, Palgrave Macmillan, 1995
- Jeffry A. Frieden, *Global Imbalances, National Rebalancing, and the Political, Economy of Recovery*, Council on Foreign Relations, 2009
- Jeffry Frieden, *International Political Economy, Perspectives on Global Power and Wealth*, 4th Edition, Routledge Publishing, 1999
- Jennifer Anne Sterling Folker, *Theories of International Cooperation and the Primacy of Anarchy: Explaining US Policy Making After Bretton Woods*, SUNY Press, 2002
- Jörg Bibow, *Keynes on Monetary Policy, Finance and Uncertainty Reassessing Liquidity Preference Theory*, Routledge, 2009
- Justin Yifu Lin, *Demystifying the Chinese Economy*, Cambridge University Press, 2011
- Marc Chandler, *Making Sense of the Dollar: Exposing Dangerous Myths about Trade and Foreign Exchange*, John Wiley & Sons, 2010
- María Lorca-Susino, *The Euro in the 21st Century: Economic Crisis and Financial Uproar*, Ashgate Publishing, Ltd., 2010
- Martha Avery, Min Zhu, Jinqing Cai, *China's Emerging Financial Markets: Challenges and Global Impact*, John Wiley & Sons Ltd, 2009
- Maurice Obstfeld, Kenneth Rogoff, *Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes*, Centre for Economic Policy Research, 2009

- Maureen Burton, Bruce Brown, The Financial System and the Economy: Principles of Money and Banking, M.E. Sharpe, 2009
- Michael B. Devereux, Philip R. Lane, Cyn-Young Park, Shang-Jin Wei, The Dynamics of Asian Financial Integration: Facts and Analytics, Taylor& Francis, 2011
- Michael D. Bordo and Barry Eichengreen, A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform , University of Chicago Press,1993
- Michele Fratianni, Dominick Salvatore, Paolo Savona, Ideas for the Future of the International Monetary System, Springer 1999
- Nashwa Saleh, An Anatomy of the Financial Crisis: Blowing Tumbleweed, Anthem Press, 2010
- Nicholas R. Lardy, Arvind Subramanian, Sustaining China's Economic Growth After the Global Financial Crisis, Peterson Institute for International Economics, 2011
- O. F. Hamouda, J. C. R. Rowley, Bernard M. Wolf, The Future of the International Monetary System: Change, Coordination Or Instability?, M.E. Sharpe, 1989
- Olivier Jeanne, Arvind Subramanian, John Williamson, Who Needs to Open the Capital Account?, Peterson Institute, 2012
- O Stephen Dunaway, Global Imbalances and the Financial Crisis, Council Special Report No. 44, Council on Foreign Relations, USA, March, 2009
- Organisation for Economic Co-Operation and Development, Perspectives on Global Development 2010: Shifting Wealth, OECD Publishing, 2010
- Panagiotis Petrakis, The Greek Economy and the Crisis: Challenges and Responses, Springer Publications, 2011
- Paolo Savona, John J. Kirton, Chiara Oldani, Global Financial Crisis: Global Impact and Solutions, Ashgate Publishing, Ltd., 2011
- Paul Davidson, Financial Markets, Money, and the Real World, Edward Elgar Publishing, 2002
- Peter B. Kenen, Francesco Papadia, Fabrizio Saccomanni, The International Monetary System, Cambridge University Press, 1994
- Rosemary Foot, Andrew Walter, China, the United States, and Global Order, Cambridge University Press, 2010
- Richard A. Iley, Mervyn Lewis, Untangling the Us Deficit: Evaluating Causes, Cures and Global Imbalances, Edward Elgar Publishing, 2007
- Ross Garnaut, Ligang Song, The Turning Point in China's Economic Development, στο Fan Chang, Global Imbalance, China and the International Currency System, ANU E PRESS, 2006

- Richard Duncan, the New Depression: The Breakdown of the Paper Money Economy, John Wiley& Sons, 2012
- Richard H. Clarida, G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, University of Chicago Press, 2007
- Robert A. Mundell, Paul J. Zak, Derek M. Schaeffer, International Monetary Policy After The Euro, Edward Elgar Publishing, 2005
- Robert J. Carbaugh, International Economics, 13th Edition, Cengage Learning, 2008
- Robert Pollin, The Macroeconomics of Saving, Finance and Investment, University of Michigan Press, 1997
- Robert Pringle , The Money Trap: Escaping the Grip of Global Finance, Palgrave Macmillan, 2012
- Ross Garnaut, David Llewellyn-Smith, The Great Crash of 2008, Melbourne Univ. Publishing, 2009
- Sanjaya Baru, Strategic Asia 2009-10: Economic Meltdown and Geopolitical Stability, National Bureau of Asian Research, 2009
- Shahrokh Fardoust, Yongbeom Kim, Claudia Paz Sepulveda, Postcrisis Growth and Development: A Development Agenda for the G-20, World Bank Publications, 2010
- Thomas I. Palley, From Financial Crisis to Stagnation: The Destruction of Shared Prosperity and the Role of Economics, Cambridge University Press, 2012
- World Bank, Global development finance: mobilizing finance and managing vulnerability, world bank publications, 2005

Αρθρογραφία

- Andrea Fracasso , Stefano Schiavo, Global imbalances, exchange rates adjustment and the crisis: Implications from network analysis Journal of Policy Modeling , No 31 ,2009
- Anna Ivanova, Current Account Imbalances: Can Structural Policies make a Difference?, International Monetary Fund, 2012
- Atish R. Ghosh, Jonathan D. Ostry, and Charalambos Tsangarides, Exchange Rate Regimes and the Stability of the International Monetary System, International Monetary Fund, 2010
- Daniel Schwanen, The G20 Framework for Strong, Sustainable And Balanced Growth: A Study in Credible Cooperation, The Centre for International Governance Innovation, Papers, No 4, June, 2010
- Francis E. Warnock, How Might a Disorderly Resolution of Global Imbalances Affect Global Wealth?, International Monetary Fund, 2006

- Juanita Roushdy, The Role of the SDR in the International Monetary System: Studies, Τόμος 30, Τεύχος 4, International Monetary Fund, March 1987
- Justin Yifu Lin, Shahrokh Fardoust, David Rosenblatt, Reform of the International Monetary System: A Jagged History and Uncertain Prospects, Policy Research Working Paper 6070, World Bank, May 2012
- International Monetary Fund, Finance & Development, March 2012, Volume 49, No 1
- Olivier J. Blanchard, Il SaKong, Reconstructing the World Economy, International Monetary Fund, 2010,
- Mary Peters, What the 2008/2009 World Economic Crisis Means for Global Agricultural Trade, DIANE Publishing, 2010
- Olivier Blanchard ,Gian Maria Milesi-Ferretti, Global Imbalances in Midstream?, International Monetary Fund, December 2009
- Thierry Bracke, Matthieu Bussière, Michael Fidora and Roland Straub, A Framework For Accessing Global Imbalances ,Occasional Paper Series, No 78, January, 2008
- United Nations Conference on Trade and Development ,The Global Economic Crisis: Systemic Failures and Multilateral Remedies, United Nations Publications, 2009
- Philip R. Lane,Gian, Maria Milesi-Ferretti, Europe and Global Imbalances, International Monetary Fund, June, 2007
- Richard N. Cooper, Living With Global Imbalances, Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 2,2007

Διευθύνσεις Διαδικτύου

- C. Fred Bergsten, Peterson Institute for International Economics, Article in Foreign Affairs, Volume 88 No. 6, November/December 2009,
(<http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=1312>)
- Eduard Balladur, The International Monetary System: Facing the Challenge of Globalization, Institute for International Economics, 1999
(<http://www.iie.com/publications/papers/print.cfm?researchid=347&doc=pub>)
- Wayne M. Morrison, Marc Labonte, China's Currency Policy: An Analysis of the Economic Issues, Congressional Research Service Report, December, 2011
<http://fpc.state.gov/documents/organization/154184.pdf> (30/07/2012)
- Επίσημη Ιστοσελίδα Αμερικανικού Υπουργείου Εμπορίου
(<http://www.bea.gov/newsreleases/international/transactions/transnewsrelease.htm>)
- Επίσημη Ιστοσελίδα Αμερικανικής Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας,
(<http://research.stlouisfed.org/fred2/series/PSAVERT>)

- Επίσημη Ιστοσελίδα Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου
- <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/110111.pdf>

Ελληνική Βιβλιογραφία

- Robert Gilpin. Παγκόσμια Πολιτική Οικονομία: Η Διεθνής Οικονομική Τάξη, Εκδόσεις Ποιότητα, 2002