

Μαθήματα της κρίσης:  
Αλλάζοντας τη μακροοικονομία και τα ήθη<sup>+</sup>

ISTVAN MAGAS\*

(Περίληψη) Το δοκίμιο αυτό θα υποστηρίξει πως η αμερικανική οικονομία, μακροπρόθεσμα (μέσα στα επόμενα χρόνια), θα μετατρέψει με κάποιο τρόπο τις αποκαλυφθείσες ηθικές της αδυναμίες σε ωφέλεια. Η Αμερική έχει μεγάλη πείρα στο να μαθαίνει από τις υπερβολές της ώστε να βελτιώνει τη λειτουργία του προσωπικού της καπιταλισμού, από την επιβολή ακόμα αντιμονοπωλιακών ελέγχων στους άπληστους μεγαλοεπιχειρηματίες προς τα τέλη του 19<sup>ου</sup> αιώνα και την ενίσχυση της προστασίας των επιχειρηματιών μετά το κραχ του 1929. Η αμερικανική οικονομία έχει βιώσει κάθε είδους ατέλειες της αγοράς αλλά σχεδόν σε κάθε περίπτωση βρήκε, όντως όχι τέλειες, αλλά αρκετά αξιόπιστες ρυθμιστικές απαντήσεις και κατάφερε να προσαρμοστεί στα νέα δεδομένα (π.χ. Νόμος Dodd-Frank για τη χρηματοοικονομική σταθερότητα). Οι ΗΠΑ έχουν πολλές φορές πρωτοστατήσει στην εκπόνηση λύσεων τόσο θεωρητικών όσο και πρακτικών για συγκρούσεις μεταξύ αγορών και κυβέρνησης ώστε να αυξήσουν την οικονομική ευημερία (Bernanke, 2008, σελ. 425). Δεν υπάρχει κανένας λόγος να μην μπορέσουν να αντιστρέψουν τις πρόσφατες οικονομικές καταστροφές και τα ριζικά διαβρωμένα ήθη προς όφελός τους. Την ίδια στιγμή, για να επανέλθει η εμπιστοσύνη στον καπιταλισμό ως παγκόσμιο σύστημα, οι προσπάθειες διεθνούς εμπέλειας είναι απαραίτητες. Για να προσδιορίσουμε κάποιες από τις παγκόσμιες οικονομικές διαμάχες και την ανάγκη αλλαγής της επικρατούσας μακροοικονομίας και των ηθών, αναζητούμε και παρέχουμε κάποιες ενστικτώδεις απαντήσεις σε διακρατικά συστημικά ερωτήματα.

*Λέξεις-Κλειδιά:* Ανοικτές οικονομίες, αμερικανική οικονομία, παγκόσμιες οικονομικές ανισορροπίες, τραπεζικές ρυθμίσεις  
*JEL:* E32, G01, H12

\*

*Εισαγωγή*

*Η πιστωτική κρίση σίγουρα δεν ήταν ένα «προβλέψιμο» γεγονός. Αν ρωτάμε γιατί οι οικονομολόγοι δεν πρόβλεψαν την πιστωτική κρίση, θα πρέπει επίσης να αναρωτηθούμε γιατί οι πολιτικοί επιστήμονες δεν πρόβλεψαν την Αραβική Άνοιξη, ή μια τρομοκρατική επίθεση όπως η 11<sup>η</sup> Σεπτεμβρίου, ή γιατί οι σεισμολόγοι δεν μπορούν να προβλέψουν τους σεισμούς.*

*Raghuram Rajan*

Θα παραμείνουν οι ΗΠΑ για αρκετό καιρό ακόμα, ή έστω για την τρέχουσα δεκαετία, η κύρια μηχανή της παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης; Θα είναι και πρέπει να είναι οι ΗΠΑ, ως η μεγαλύτερη ανοικτή οικονομία ανά τον κόσμο, κατά κάποιον τρόπο υπεύθυνη για την παροχή παγκόσμιας οικονομικής

<sup>+</sup> Πρόκειται για μια ενημερωμένη και αναθεωρημένη έκδοση μιας παλιότερης εκδοχής του δοκιμίου μου *Post crisis lessons: are they all new?* το οποίο δημοσιεύθηκε στο *Society and Economy*, Vol. 14, 4, 2011. Κάποια από τα επιχειρήματα και το συμπέρασμα έχουν αναδιατυπωθεί, δεδομένης της συζήτησης που διεξήχθη στο *International Competitiveness Section of the Chinese-European Cooperation for Long-term Sustainability*, Nov. 10-11, 2011 BCU, Budapest. Ο συγγραφέας ευχαριστεί όλους τους συνομιλητές. Τα εναπομείναντα λάθη είναι του ιδίου.

\* Ο *István Magas* είναι καθηγητής και διευθυντής του Τμήματος Παγκόσμιας Οικονομίας στο *Corvinus University of Budapest*, είναι επίκουρος καθηγητής οικονομίας και οικονομικών στο *CEU Business School Budapest*. Έχει υπάρξει επισκέπτης καθηγητής σε οικονομικά τμήματα κυρίαρχων πανεπιστημίων των ΗΠΑ, όπως τα *University of Connecticut*, *UCONN*, *Willamette University*, *Texas Tech University*. Διετέλεσε Διευθυντής του Τμήματος Οικονομικών του *Oxford Brooks University International Business School*. Έχει δημοσιεύσει πάνω από 60 άρθρα και 3 βιβλία. Το βασικό ερευνητικό του πεδίο είναι η παγκόσμια οικονομία και τα διεθνή οικονομικά, ιδιαίτερα οι πρόσφατες εξελίξεις στην κρίση δημοσίου χρέους.

σταθερότητας ως πολύτιμου δημόσιου αγαθού; Ήταν προβλέψιμη η πρόσφατη κρίση; Αυτά είναι τα βασικά ερωτήματα στα οποία αναφέρεται αυτό το δοκίμιο, όλα εκ των οποίων απαντώνται σε ένα νέο παγκόσμιο πλαίσιο, και οι απαντήσεις βασίζονται σε κάποιες γνωστές αρχές των διεθνών οικονομικών και στην οικονομική ιστορία.

Η αμερικανική οικονομία, η Ευρωπαϊκή Ένωση και με αυτές ο καπιταλισμός γενικότερα, έχουν αντιμετωπίσει τελευταία σοβαρά προβλήματα. Όχι, ευτυχώς, τόσο σοβαρά όσο εκείνα του 1929, όταν ένα χρηματιστηριακό κραχ στη Wall Street πυροδότησε την παγκόσμια Μεγάλη Ύφεση, αλλά οπωσδήποτε σοβαρά. Σε βάθος χρόνου, η περίοδος 2001-2011 μπορεί να θεωρηθεί η δεκαετία όταν –μετά από είκοσι έτη σχεδόν αδιάκοπης προόδου– ο καπιταλισμός έδωσε τη θέση του σε κάτι πιο ασαφές και αβέβαιο. Η αμερικανική εταιρική διακυβέρνηση, ο αμερικανικού τύπου καπιταλισμός έχει δεχθεί δριμυία κριτική. Αλλά τελικά πιστεύουμε πως μπορεί να θεωρηθεί υπεύθυνη η ανθρώπινη συμπεριφορά για τα προβλήματα και όχι ο καπιταλισμός γενικότερα. Υπό αυτή την έννοια, τα προαναφερθέντα λόγια του προέδρου της Ομοσπονδιακής Τράπεζας, Alan Greenspan συνοψίζουν πολύ δόκιμα την ιστορία της πρόσφατης εξάτμισης σημαντικών ποσοτήτων πλούτου. Η δεκαετία 2001-2011 ήταν η πρώτη, ίσως από το ξεκίνημα της αμερικανικής ισχυρής ανοδικής αγοράς μετοχών το 1982, που οι ΗΠΑ και οι υπόλοιπες χώρες παγκοσμίως κατέληξαν σημαντικά λιγότερο εύρωστες<sup>1</sup>.

Το καπιταλιστικό σύστημα, η αμερικανική οικονομία και οι διεθνείς οικονομικές αγορές γενικότερα, ωστόσο, έχουν αποδειχθεί απίστευτα κραταιές μπροστά στις πρόσφατες κρίσεις. Έχουν δείξει την ισχύ τους και επίσης τη θέλησή τους να προσαρμοστούν στη νέα κατάσταση. Μολαταύτα, για να διατηρήσουν τη δύναμή τους, θα πρέπει να υπάρξουν συστημικές αλλαγές και να γίνουν όντως παγκόσμιες προσπάθειες<sup>2</sup>. Μετά τα σοβαρά πλήγματα στην αξιοπιστία και τις αξίες του αμερικανικού καπιταλισμού, αναρωτιέται κανείς αν η οικονομία των ΗΠΑ θα διατηρήσει την κυρίαρχη οικονομική της θέση στον κόσμο, και κατά πόσο θα παραμείνει ένας ελκυστικός χώρος για επενδύσεις. Σε πολλές χώρες, η ίδια η εμπειρία θέτει προς αμφισβήτηση το αμερικανικό μοντέλο και τα χαρακτηριστικά του.

Το δοκίμιο αυτό θα υποστηρίξει πως η αμερικανική οικονομία θα απορροφήσει τους πρόσφατους κραδασμούς, και ότι αυτή μακροπρόθεσμα (μέσα στα επόμενα χρόνια), θα μετατρέψει με κάποιο τρόπο τις αποκαλυφθείσες αδυναμίες της σε ωφέλεια. Η Αμερική έχει μεγάλη πείρα στο να μαθαίνει από τις υπερβολές της ώστε να βελτιώνει τη λειτουργία του προσωπικού της καπιταλισμού, από την επιβολή ακόμα αντιμονοπωλιακών ελέγχων στους άπληστους μεγαλοεπιχειρηματίες προς τα τέλη του 19<sup>ου</sup> αιώνα και την ενίσχυση της προστασίας των επιχειρηματιών μετά το κραχ του 1929. Η αμερικανική οικονομία έχει βιώσει κάθε είδους ατέλειες της αγοράς αλλά σχεδόν σε κάθε περίπτωση βρήκε, όντως όχι τέλειες, αλλά αρκετά αξιόπιστες ρυθμιστικές απαντήσεις και κατάφερε να προσαρμοστεί στα νέα δεδομένα, έχοντας οριοθετήσει τα τραπεζικά πρότυπα και τα ήθη (π.χ. Νόμος Dodd-Frank για τη χρηματοοικονομική σταθερότητα). Οι ΗΠΑ έχουν πολλές φορές πρωτοστατήσει στην εκπόνηση θεωρητικών και πρακτικών λύσεων για συγκρούσεις μεταξύ αγορών και κυβέρνησης για να αυξήσουν την οικονομική ευημερία (Bernanke, 2008, σελ. 425). Δεν υπάρχει κανένας λόγος να μην μπορέσουν να αντιστρέψουν τις τελευταίες οικονομικές καταστροφές και τα ριζικά διαβρωμένα ήθη προς όφελός τους. Την ίδια στιγμή, για να επανέλθει η εμπιστοσύνη στους μηχανισμούς του καπιταλισμού και στα βαθύτερα χαρακτηριστικά του ως παγκόσμιο σύστημα, οι προσπάθειες διεθνούς εμβέλειας είναι απαραίτητες. Για να προσδιορίσουμε κάποιες από τις παγκόσμιες οικονομικές διαμάχες που συνδέονται ιδίως με τις ΗΠΑ, θα αναζητήσουμε απαντήσεις στα παρακάτω ερωτήματα.

<sup>1</sup> Ο συνολικός παγκόσμιος εμπορεύσιμος πλούτος – δηλαδή όλα τα περιουσιακά στοιχεία που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στις οικονομικές αγορές, όπως οι μετοχές και τα ομόλογα, έπεσαν κατά σχεδόν 40% την τελευταία δεκαετία, σύμφωνα με μια μελέτη του Boston Consulting Group. Ο αριθμός των νοικοκυριών με τουλάχιστον 250.000\$ εμπορεύσιμο πλούτου έπεσε από τα 39 στα 37 εκατομμύρια ([www://quote.Bloomberg.com/newsarchive](http://www.quote.Bloomberg.com/newsarchive)). Για μια πιο λεπτομερή ανάλυση της μεταβαλλόμενης οικονομικής κατάστασης διαφόρων και διεθνών οικονομικών ζωνών όπως αναφέρει η Έκθεση Παγκόσμιου Πλούτου, 1.6 τρις. (περιουσιακά στοιχεία αξίας 1.600 δισ. εξατμίστηκαν μόνο στις αμερικανικές αγορές).

<sup>2</sup> Ο πιο δυνατός κραδασμός του 2001 ήταν η τρομοκρατική επίθεση της 11<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου. Το χρηματοοικονομικό σύστημα τον αντιμετώπισε απίστευτα καλά. Για αυτό αξίζει έπαινος στις κεντρικές τράπεζες και στο ίδιο το ΔΝΤ, με την υπόσχεση του Hörst Köhler, διοικητή του ΔΝΤ, αμέσως μετά την τραγωδία: «Δεσμευόμαστε ότι αυτή η τραγωδία δεν θα επιδεινωθεί από αναστάτωση της παγκόσμιας οικονομίας, οι κεντρικές μας τράπεζες θα παράσχουν ρευστότητα ώστε οι αγορές να λειτουργήσουν ομαλά» να έχει ακολουθηθεί επακριβώς (IMF Survey, Vol. 30. No.18, September 17. 2001. p.1). Ακόμα, η αμερικανική και γενικότερα η παγκόσμια οικονομία έχει ανακάμψει με ανέλπιστη επιτυχία. Εντούτοις οι επιθέσεις απέδειξαν ότι ακόμα και όταν ο καπιταλισμός είναι καθιερωμένος, είναι εξαιρετικά εύαλωτος έναντι σε αυτούς που τον απειλούνται. Κανένα ποσοστό επιτυχίας στον τρέχοντα πόλεμο κατά της τρομοκρατίας δεν θα εξαλείψει τον απάισιο αυτό νέο κίνδυνο, ο οποίος δεν μπορεί να υπολογιστεί. Επτά χρόνια αργότερα, ο John Lipsky επισήμανε στον λόγο του στο John Hopkins University, Προς μια οικονομία μετά την κρίση, την ίδια αρχή λέγοντας «αυτές οι μεταρρυθμίσεις μπορούν να επιτευχθούν μόνο εφόσον βασίζονται στις αρχές της ελεύθερης αγοράς». [www.imf.org/external/speeches/2008/111708.htm](http://www.imf.org/external/speeches/2008/111708.htm)

Από συστημική άποψη, ποιοι είναι οι κύριοι πομποί παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας με τον κατάλληλο μηχανισμό συντονισμού; Ποιος είναι ο συστημικός αντίκτυπος της αμερικανικής οικονομίας στις διεθνείς αγορές; Θα παραμείνουν οι ΗΠΑ για αρκετό καιρό ακόμα, ή έστω για την τρέχουσα δεκαετία, η κύρια μηχανή της παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης; Θα είναι και πρέπει να είναι οι ΗΠΑ, ως η μεγαλύτερη ανοικτή οικονομία ανά τον κόσμο, κατά κάποιον τρόπο υπεύθυνη για την παροχή παγκόσμιας οικονομικής σταθερότητας ως πολύτιμου δημόσιου αγαθού; Οι απαντήσεις μας σε αυτά τα ερωτήματα είναι καταφατικές.

### *1. Βασικές μακροοικονομικές αρχές*

*A./* Το βαθύτερο πλαίσιο ανάλυσης του δοκιμίου βασίζεται σε κάποιες τυπικές προτάσεις των ανοικτών μακροοικονομικών [Krugman-Obstfeld (2000, 2003, pp. 344-377)]. Εντούτοις, στη συζήτησή μας θα χρησιμοποιήσουμε αυτές τις προτάσεις ως βασικές αρχές που ίσως να υπόκεινται σε ποικίλες ερμηνείες ως συνέπεια ενός μεταβαλλόμενου εσωτερικού και παγκόσμιου περιβάλλοντος. Θεωρούμε και τα δύο είδη φυσικών προσώπων (καταναλωτές και επενδυτές), τις εταιρίες και την κυβέρνηση, οικονομικούς δρώντες που είναι έτοιμοι να διδαχθούν από το παρελθόν και την πρόσφατη εμπειρία, κάποιους που έχουν τη θέληση να αλλάξουν τη συμπεριφορά τους καθώς αλλάζουν οι συνθήκες. Από αυτή την άποψη, πιστεύουμε τόσο στην «εξέλιξη» των οικονομικών αρχών, όσον αφορά στην περιγραφή σχετικής οικονομικής συμπεριφοράς, όσο και στην ικανότητα μάθησης των οικονομικών δρώντων μέσα από την πράξη. Συνεπώς, δεν συνδράμουμε στην ιδέα πως προκαθορισμένοι, άχρονι νόμοι είναι ικανοί να συλλάβουν ακριβώς και να προβλέψουν μελλοντικά (ή αναμενόμενα) μοτίβα οικονομικής συμπεριφοράς.

*B./* Σπεύδουμε να προσθέσουμε, πάντως, ότι οι νευραλγικές αρετές της τυποποιημένης, αυστηρής ανάλυσης στην εξέλιξη της οικονομικής θεωρίας αναγνωρίζονται πλήρως από τον συγγραφέα. Επιπρόσθετα, ομολογούμε πως η σημασία της απαίτησης για κατάλληλη ποσοτικοποίηση του αποτελέσματος των οικονομικών γεγονότων, και πιο σημαντικά, η ανάγκη να αποκτήσουμε την ικανότητα να προβλέπουμε γεγονότα, μέσα σε ένα λογικό περιθώριο σφάλματος, δεν μπορεί να υπερεκτιμηθεί. Αλλά δεν μπορούμε να παραβλέψουμε ότι, σε μεγάλο βαθμό, το αποτέλεσμα πολλών θεμελιωδών οικονομικών αποφάσεων, σε επίπεδο είτε φυσικών προσώπων είτε επιχειρήσεων είτε κυβέρνησης, βασίζεται στα πιστεύω και τις προσδοκίες των ανθρώπων για το μέλλον. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα στις διεθνείς αγορές περιουσιακών στοιχείων και στις αγορές συναλλάγματος οι οποίες μεταφέρουν τεράστια χρηματικά ποσά με πολλές ετεροχρονισμένες πραγματικές συνέπειες. Σε αυτές τις αγορές, παίζουν άτομα εναντίον ατόμων (και κεντρικών τραπεζών) που εκτιμούν τα περιουσιακά στοιχεία βάσει των προσδοκιών τους για το μέλλον. Στην εποχή μας, με τον κατακλυσμό των πληροφοριών, αυτές οι προσδοκίες είναι στην καλύτερη βαθιά ασταθείς<sup>3</sup>. Κατά συνέπεια, το να αποπειραθούμε να καταλάβουμε την ανθρώπινη συμπεριφορά – η οποία μπορεί φυσικά να αλλάξει καθώς αλλάζουν οι συνθήκες – και να την ενσωματώσουμε στην οικονομική ανάλυση, αποτελεί ίσως μια αληθινή και πολύτιμη προσπάθεια.

*Γ./* Αποτελεί σημαντικό σημείο εκκίνησης το γεγονός ότι η οικονομία των ΗΠΑ, σε σχέση με του υπόλοιπου κόσμου, είναι ακόμα αρκετά ογκώδης και το δολάριο συνεχίζει να είναι το κυριότερο νόμισμα στις διεθνείς οικονομικές αγορές. Επομένως, οι αμερικανικές πολιτικές είναι εμφανώς σπουδαιότερες – εκτός των κοινών πολιτικών της ευρωζώνης, της ΕΕ των 17 και της ΕΕ των 27 – από οποιασδήποτε άλλης χώρας για την ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας. Καθώς η οικονομία των ΗΠΑ έχει διευρυνθεί, οι εξωτερικές επιπτώσεις των αμερικανικών πολιτικών είναι σημαίνουσες σήμερα, όχι μόνο λόγω του αντίκτυπού τους στις άλλες οικονομίες αλλά και για την επιρροή τους στο εσωτερικό. Επειδή οι άλλες κυρίαρχες οικονομίες του ΟΟΣΑ έχουν διογκωθεί αισθητά, και η ΕΕ των 27 ειδικότερα έχει φτάσει στο ίδιο επίπεδο οικονομικών δυνατοτήτων (εκρών και πόρων γενικότερα), οι πολιτικές τους επηρεάζουν την αμερικανική οικονομία πολύ πιο ριζικά από ότι παλιότερα.

*Δ./* Υπό αυτές τις συνθήκες, οι διαμορφωτές της αμερικανικής πολιτικής πρέπει να προσέξουν περισσότερο το διεθνές σκηνικό για εσωτερικούς αλλά και εξωτερικούς λόγους. Επιπλέον, οι κυβερνήσεις των άλλων σημαντικών εκβιομηχανισμένων εθνών πρέπει να αντιμετωπίζονται ως μια μικρή ομάδα οικονομικών δρώντων των οποίων οι αποφάσεις είναι πράγματι αλληλοεξαρτώμενες και συνολικά μεγάλης βαρύτητας για την παγκόσμια οικονομία. Ως εκ τούτου, είναι πιθανό σε αυτή την κατάσταση να προκύψουν μη βέλτιστες επιλογές πολιτικής, και να θιγούν έτσι όλα τα κράτη. Δηλαδή, οι συνθήκες απαιτούν συντονισμό πολιτικών και διεθνή εποπτεία<sup>4</sup>. Υπό αυτή την έννοια, τα παγκόσμια σφάλματα μπορεί να είναι χειρότερα από τα εθνικά σφάλματα.

<sup>3</sup> Αυτό φυσικά δεν αποτελεί κάποιο νέο δίλημμα για τις αγορές περιουσιακών στοιχείων (ειδικά για το χρηματιστήριο), αλλά η επανάσταση της πληροφορίας έχει προσδώσει νέες διαστάσεις και επιπλοκές που πρέπει να υπολογιστούν.

<sup>4</sup> Καταρχήν πρέπει να προσθέσουμε πως ο συντονισμός μπορεί να έχει και αντίθετα αποτελέσματα, όταν λαμβάνει χώρα σε περιβάλλον μεγάλης αβεβαιότητας για τις μελλοντικές προοπτικές. Γιατί είναι πιθανό η συμπεριφορά σε μικρές ομάδες να οδηγήσει σε μη βέλιστα αποτελέσματα των πολιτικών; Ας υποθέσουμε ότι έχουμε μια παγκόσμια ύφεση. Κανένα κράτος από μόνο του δεν θα είναι ίσως σε θέση να ανακάμψει διευρύνοντας την προσφορά χρήματός

*E./* Οι κυβερνήσεις συμμετέχουν σε συχνές διαβουλεύσεις, ανταλλάσσοντας πληροφορίες για τις εθνικές πολιτικές και συγκρίνοντας οικονομικές προβλέψεις, και αυτές οι συνηθισμένες δραστηριότητες μπορούν και όντως οδηγούν σε καλύτερες πολιτικές, μειώνοντας την αβεβαιότητα στην εγχώρια και διεθνή αγορά. Από αυτή την άποψη, η βελτίωση της παγκόσμιας οικονομικής προοπτικής μπορεί να θεωρηθεί ένα δημόσιο αγαθό που προσφέρει διεθνή προτερήματα. Αυτή η λογική θα συμφωνούσε με την αναλογία της έννοιας του δημοσίου αγαθού της διεθνούς χρηματοοικονομικής σταθερότητας, έννοιας πλήρως αναγνωρισμένης σήμερα. Δεδομένης της πρόσφατης παγκόσμιας ανησυχίας, θα πρέπει να δοθεί περισσότερη προσοχή σε αυτή τη γραμμή σκέψης, όσον αφορά τόσο στα διεθνή πρότυπα ανάπτυξης όσο και στην αυξανόμενη αβεβαιότητα στις διεθνείς οικονομικές αγορές. Κρατώντας αυτές τις ανησυχίες κατά νου, θα αξιολογήσουμε κάποιες συνέπειες που έχει επιφέρει η αμερικανική οικονομία λόγω των εσωτερικών οικονομικών της γεγονότων και που έχει διασπείρει μέσω των διεθνών συνδέσμων της στις παγκόσμιες αγορές. Το δοκίμιο θα έχει την εξής δομή.

Πρώτον, ως εισαγωγή, θα αξιολογήσουμε το εμφανώς αλλαγμένο παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον και τις επιδράσεις του στον ρόλο των ΗΠΑ στον διεθνή καταμερισμό της εργασίας. Στην ενότητα 1, θα εξετάσουμε το μεταβαλλόμενο διεθνές οικονομικό περιβάλλον και την επιδεινούμενη κατάσταση του χρέους της αμερικανικής οικονομίας. Έπειτα, στην ενότητα 2 θα συζητήσουμε κάποιους προβληματισμούς που έχουν επανέλθει στους επιχειρηματικούς κύκλους και τις αντίστοιχες αντιδράσεις. Στην ενότητα 3, θα διερευνήσουμε κάποιες πρόσφατες εξελίξεις στη ρύθμιση των οικονομικών αγορών που ανέκυψαν στην οικονομία των ΗΠΑ αλλά ταχύτατα διαδόθηκαν και στις παγκόσμιες αγορές. Η ενότητα 4 αποτελείται από μια σύνοψη και ένα τελικό συμπέρασμα.

### *1.1 Ένα νέο παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον*

Οι κλασικές και νεοκλασικές θεωρίες εμπορίου έχουν καθιερώσει βασικές αξίες της οικονομικής σκέψης και θα πρέπει να διαθέτουν δικά τους κεφάλαια σε όλα τα οικονομικά συγγράμματα<sup>5</sup>. Ωστόσο, αυτές καθίστανται όλο και περισσότερο ασήμαντες στην ανάλυση των επιχειρήσεων στις χώρες που βρίσκονται τώρα στον πυρήνα της παγκόσμιας οικονομίας: οι ΗΠΑ, η Ιαπωνία, τα κράτη της Δυτικής Ευρώπης και, σε αυξανόμενο βαθμό, οι πιο επιτυχημένες χώρες της Ανατολικής Ασίας. Στο εσωτερικό αυτής της αναπτυσσόμενης και ιδιαίτερα ενοποιημένης «πυρηνικής» παγκόσμιας οικονομίας, οι διαφορές μεταξύ των εταιριών γίνονται πιο σημαντικές από ότι οι συνολικές διαφορές μεταξύ κρατών<sup>6</sup>. Επιπλέον, η αυξανόμενη ικανότητα ακόμα και μικρών επιχειρήσεων και κρατών να λειτουργήσουν σε παγκόσμιο επίπεδο συχνά καθιστά τα παλιά πλαίσια ανάλυσης παρωχημένα [Csaba (2005, 2009)].

Τα «πυρηνικά κράτη» είναι όχι μόνο πιο ομοιογενή από ό,τι παλιότερα ως προς τις συνθήκες διαβίωσης, τον τρόπο ζωής και την οικονομική οργάνωση, αλλά οι συντελεστές παραγωγής τους τείνουν να αναζητούν ταχύτερα υψηλότερες αποδόσεις. Οι φυσικοί πόροι έχουν χάσει μεγάλο μέρος του παλαιότερου ρόλου τους στην κρατική εξειδίκευση (Rodrik, 2007, Bhagwati, 2004, pp. 128-130), καθώς οι αναπτυσσόμενες και έντονα καταρτισμένες κοινωνίες εισέρχονται στην εποχή των τεχνητών υλικών και της γενετικής μηχανικής. Το κεφάλαιο κινείται όλο και περισσότερο παγκοσμίως σε τεράστιες ποσότητες με την ταχύτητα του φωτός και οι εταιρίες αυξάνουν ταυτόχρονα το κεφάλαιο σε αρκετές νευραλγικές αγορές. Οι εργασιακές δεξιότητες σε αυτές τις αναπτυσσόμενες χώρες δεν μπορούν πλέον να θεωρηθούν ριζικά διαφορετικές. Η σύγχρονη και συνεχής ειδίκευση έχει καταστεί θεμελιώδης διάσταση πολλών κοινών έργων μεταξύ διεθνών εταιριών. Η τεχνολογία και η κατάρτιση αντλούνται όλο και περισσότερο από μια παγκόσμια δεξαμενή. Οι τάσεις στην προστασία της πνευματικής ιδιοκτησίας και των ελέγχων εξαγωγών προφανώς έχουν μικρότερη σημασία από την μαζική ανάπτυξη μέσω επικοινωνίας, αντιγραφής, αποθήκευσης και αναπαραγωγής των πληροφοριών<sup>7</sup>.

---

του ή λαμβάνοντας μέτρα τόνωσης της ζήτησης. Υπάρχει κίνδυνος να ξεπεράσει τα υπόλοιπα και να αντιμετωπίσει έλλειμμα ισοζυγίου πληρωμών ή να υποστεί υποτίμηση του νομίσματός του αν έχει κυμαινόμενο επιτόκιο. Η αύξηση της εσωτερικής ζήτησης θα αυξήσει τις εισαγωγές, και ίσως βιώσει και εκροή κεφαλαίου, ιδιαίτερα αν η αύξηση της ζήτησης προκύψει από τη νομισματική πολιτική. Όταν, αντιθέτως, οι κυβερνήσεις δρουν συντονισμένα, τα δυσάρεστα αποτελέσματα θα είναι δυνατόν να αποφευχθούν. Αν η κάθε κυβέρνηση παράγει μερική εγχώρια ζήτηση, με κατάλληλες πολιτικές, η καθεμία θα μπορεί πιθανώς να καρπωθεί από τις προσπάθειες της άλλης και όλες θα μπορούν να υπολογίζουν περισσότερο σε μια πλήρη ανάκαμψη.

<sup>5</sup> Τα πρωτοποριακά έργα του Καθηγητή Mátyás έχουν προσφέρει διαχρονική εγγύηση για αυτό από τις απαρχές της συγγραφικής βιβλιογραφίας (Mátyás, 1973, 1992, 1996).

<sup>6</sup> Για τις χώρες της ημιπεριφέρειας, ως προς τις σύγχρονες διεθνείς τάσεις, υπάρχουν πολλές νέες εξελίξεις που πρέπει να υπολογιστούν, και πρέπει να γίνουν νέες διαφοροποιήσεις, για ένα πρόσφατο έργο που ερευνά αυτές τις εξελίξεις, βλ. Rodrik (2007), Kozma (2002).

<sup>7</sup> Αυτές οι νέες τάσεις που προσφέρουν νέες ευκαιρίες για το εμπόριο έχουν επίσης εντοπιστεί και διερευνηθεί για μεγάλες και μικρές χώρες πολύ νωρίς στην συγγραφική βιβλιογραφία [Kádár (1979), Csaba (1984), Simai (1994), Csaba (1994, 2005, 2009), Szentes (1999), Török (1999)].

Σε αυτό το φόντο, η ικανότητα των εταιριών κάθε μεγέθους να χρησιμοποιήσουν αυτούς τους παγκοσμίως διαθέσιμους συντελεστές παραγωγής αποτελεί πολύ σημαντικότερο στοιχείο στη διεθνή ανταγωνιστικότητα από ό,τι οι ευρείες μακροοικονομικές διαφορές μεταξύ κρατών. Ουσιαστικά, η παραδοσιακή παγκόσμια οικονομία στην οποία τα προϊόντα εξάγονται έχει αντικατασταθεί από μια άλλη, στην οποία προστίθεται αξία σε αρκετές διαφορετικές χώρες και η έννοια της εθνικής ανταγωνιστικότητας έχει υποστεί μια δραματική μεταβολή [Rodrik (2007), Bhagwati (2004), Krugman (1994)].

Αυτή τη στιγμή, οι ΗΠΑ διαθέτουν κάποια παράξενα αλλά σημαντικά ανταγωνιστικά προτερήματα. Για παράδειγμα, τα χαρακτηριστικά του ατομικισμού και της επιχειρηματικότητας, τα οποία είναι βαθιά ριζωμένα στο αμερικανικό πνεύμα, αποτελούν όλο και περισσότερο πηγή ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, καθώς η δημιουργία αξίας σχετίζεται σταδιακά με την κατάρτιση. Όταν η εφευρετικότητα και η επιχειρηματικότητα συνδυάζονται με άφθονο επιχειρηματικό κεφάλαιο, σημαντικές προσπάθειες και δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη και με εισροή ξένου πνευματικού δυναμικού, δεν αποτελεί έκπληξη το γεγονός πως από τα μέσα της δεκαετίας του '80, οι αμερικανικές επιχειρήσεις – από τη Βοστώνη στο Ώστιν, από την Σίλικον Άλεϊ στη Σίλικον Βάλεϊ – κυριαρχούν στις παγκόσμιες αγορές στο λογισμικό, στη βιοτεχνολογία, στις διαδικτυακές υπηρεσίες, στους μικροεπεξεργαστές, στην αεροναυπηγική και στην ψυχαγωγία<sup>8</sup>. Επιπλέον, οι αμερικανικές εταιρίες δουλεύουν ταχύτατα πάνω στη δημιουργία μιας λεωφόρου της πληροφορίας και σχετικής τεχνολογίας πολυμέσων, ενώ οι Ευρωπαίοι και Ιάπωνες αντίπαλοί τους αντιμετωπίζουν συνεχώς ρυθμιστικά και γραφειοκρατικά εμπόδια. Η οικονομία των ΗΠΑ προσφέρει άφθονες ευκαιρίες για επικερδείς επενδύσεις. Καθόλου περίεργο που τις τελευταίες δύο δεκαετίες η αμερικανική οικονομία δεχόταν συνεχείς και σημαντικές δόσεις ξένου (επενδυτικού) κεφαλαίου. Αρέσει στους ξένους να επενδύουν στις ΗΠΑ. Όμως υπάρχουν κάποιοι άλλοι, ίσως λιγότερο εμφανείς, λόγοι που εξηγούν γιατί το χρήμα των Αμερικανών επενδυτών χαίρει εξωτερικής υποστήριξης. Φυσικά, οι εξαιρετικές ευκαιρίες, το μεγάλο θέλγητρο των αποδόσεων που ξεπερνούν κατά πολύ τα φυσιολογικά κέρδη, οδηγούν ενίοτε σε υπερβολές, σε κακοδιαχείριση πόρων, καθώς και σε ξεκάθαρες απάτες. Ακούμε διάφορα για την τελευταία κατηγορία σχετικά με τα αποκαλυφθέντα αμφιλεγόμενα ήθη ορισμένων μεγάλων επιχειρήσεων της αμερικανικής εταιρικής ελίτ. Εντούτοις, υποστηρίζουμε πως η ισχύς και η ελκυστικότητα των αμερικανικών αγορών κατά πάσα πιθανότητα θα διατηρηθεί (ακόμα και με τον σε μεγάλο βαθμό αβέβαιο παγκόσμιο αντίκτυπο του συνεχιζόμενου πολέμου με το Αφγανιστάν).

Οι δύο κύριοι πομποί ανταγωνιστικών δυνάμεων στην παγκόσμια οικονομία είναι οι πολυεθνικές εταιρίες και οι διεθνείς κεφαλαιαγορές. Η διαφορά της πολυεθνικής επιχείρησης από άλλες εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε παγκόσμιο επίπεδο έγκειται στη διεθνώς συντονισμένη κατανομή των πόρων από μια κεντρική διοίκηση. Οι πολυεθνικές εταιρίες λαμβάνουν αποφάσεις για στρατηγικές εισόδου στην αγορά, εκμετάλλευση ξένων αγορών και παραγωγή, προώθηση και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες αποσκοπώντας στο γενικό καλό της επιχείρησης. Η πραγματική πολυεθνική εταιρία δίνει έμφαση στην συνολική απόδοση παρά στην απλή γενική απόδοση του κάθε μέρους της. Υπό αυτή την έννοια, οι πολυεθνικές επιχειρήσεις μπορούν να δημιουργήσουν παγκόσμια πρότυπα για τους στόχους αποτελεσματικότητας των κυρίαρχων ομίλων του κλάδου. Η αυξανόμενη ασημαντότητα των συνόρων για τις επιχειρήσεις θα αναγκάσει κάποια στιγμή τους σχεδιαστές της πολιτικής να ξανασκεφτούν τις παλιές αντιλήψεις για τη ρύθμιση. Επί παραδείγματι, οι εταιρικές συγχωνεύσεις που κάποτε θα αποκλείονταν ως αντιανταγωνιστικές μπορεί να είναι λογικό μέτρο εφόσον το πραγματικό μέγεθος του μεριδίου αγοράς μιας εταιρίας είναι παγκόσμιο παρά εθνικό. Γενικότερα, η πολυεθνική επιχείρηση είναι αποτελεσματική και συνήθως επιτυγχάνει στην κατανομή πόρων βάσει ξεκάθαρων διεθνών στόχων. Δεν μπορούμε να πούμε πως οι εθνικές οικονομίες και οι κυβερνήσεις τους διαθέτουν τέτοιους στόχους. Αντιθέτως, οι προσπάθειές τους στο συντονισμό και την κατανομή των πόρων υπηρετούν καθαρά εσωτερικές ανάγκες.

Στην ουγγρική βιβλιογραφία είναι γνωστό και έχει διερευνηθεί εκτενώς εδώ και καιρό [Kádár (1979), Inotai (1989), Lórinéné Istvánffy-Lantos (1993), Palánkai (1999)], πως οι παγκόσμιες οικονομικές δυνάμεις και η διεθνής οικονομική ολοκλήρωση περιορίζουν επίσης την ελευθερία των κυβερνήσεων και των κεντρικών τραπεζών να καθορίσουν τη δική τους οικονομική πολιτική. Την ίδια στιγμή, η παγκοσμιοποίηση και η ολοκλήρωση διευρύνουν το χώρο δράσης των επιχειρήσεων ως προς τις ξένες επενδύσεις και τα ανοίγματα στο εξωτερικό γενικότερα. Ωστόσο, η επιθυμία να διαμορφώσουν την εθνική οικονομική πολιτική παραμένει. Αν μια κυβέρνηση προσπαθήσει να αυξήσει τους φόρους των επιχειρήσεων, για παράδειγμα, είναι όλο και ευκολότερο οι εταιρίες να μεταφέρουν την παραγωγή στο εξωτερικό. Παρομοίως, τα κράτη που αποτυγχάνουν να εκμεταλλευτούν τις φυσικές και πνευματικές τους υποδομές (δρόμοι, γέφυρες, E&A, εκπαίδευση) πιθανότατα θα χάσουν επιχειρηματίες και εργατικό δυναμικό από κράτη που ασχολούνται. Το κεφάλαιο – τόσο οικονομικό όσο και πνευματικό – πηγαίνει εκεί όπου το ζητάνε και μένει εκεί όπου χαίρει καλής μεταχείρισης. Δηλαδή, η οικονομική ολοκλήρωση και η ελεύθερη ροή κεφαλαίου

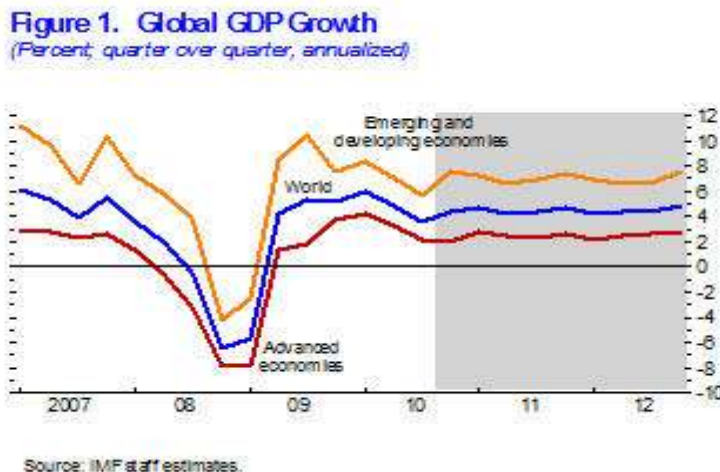
<sup>8</sup> Για εμπειρικές αποδείξεις που εξηγούν το πρόωρο επίτευγμα των βιομηχανιών υψηλής τεχνολογίας των ΗΠΑ στο πλαίσιο ατελούς ανταγωνισμού με ορισμένους νέους παράγοντες ανταγωνιστικότητας, βλ. Magas (1992).

αναγκάζουν τις κυβερνήσεις, όπως και τις εταιρίες, να ανταγωνιστούν. Στέλνοντας τα σωστά τιμολογιακά μηνύματα οι διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές καθίστανται καλοί, αλλά όχι τέλειοι, διαμεσολαβητές ώστε οι επενδυτές παγκοσμίως να ψηφίζουν με τα χρήματά τους – επιτρέποντας τους να επενδύουν σε οικονομίες και επιχειρήσεις που έχουν παγκοσμίως την καλύτερη απόδοση.

Καθώς οι αγορές γίνονται πιο αποτελεσματικές, ανταμείβουν ευκολότερα την ορθή οικονομική πολιτική και τιμωρούν τη σαθρή. Οι κρίσεις τους είναι σκληρές και είναι δύσκολο να μεταβληθούν. Πράγματι, καθώς οι αγορές διευρύνονται παγκοσμίως και υπάρχει ενισχυμένη κινητικότητα των παραγωγικών συντελεστών, της γνώσης και των πληροφοριών, προκύπτουν αόρατες ατέλειες της αγοράς, και μαζί με αυτές δημιουργούνται νέα διλήμματα για τις ρυθμιστικές αρχές, εγχώρια και παγκόσμια. Οι διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές για παράδειγμα υπήρξαν ιδιαίτερα καινοτόμες στη δημιουργία πολύπλοκων μορφών και κινδύνων που δυσκόλευαν τους ελλιπώς ενημερωμένους επενδυτές και ρυθμιστικούς φορείς, εσωτερικούς και εξωτερικούς. Οι αμερικανικές αγορές κινητών αξιών μαζί με τις στενά συνδεδεμένες διεθνείς κεφαλαιαγορές έχουν παράξει σημαντικό αριθμό κρίσεων τις τελευταίες δύο δεκαετίες αλλά καμία από αυτές δεν οδήγησε σε ολέθριες σε διεθνές επίπεδο συνέπειες ή - προς το παρόν - σε μια παγκόσμια ύφεση. Το ότι δεν έχει ακόμα συμβεί αυτό μπορεί να αποδοθεί τόσο στους μηχανισμούς αυτορύθμισης των αγορών όσο και στις ταχείες και έξυπνες, αν και κυρίως συντονισμένες δράσεις των οικονομικών ρυθμιστικών αρχών. Για καλή απόδοση των αγορών χρειαζόμαστε -μεταξύ άλλων- αποτελεσματικές αγορές, ορθούς κανόνες και, φυσικά, αποφασιστικούς αλλά όχι υπερβολικά φιλόδοξους ρυθμιστικούς φορείς που ωστόσο έχουν ισχύ. Μεταξύ της κρίσης και της επίλυσής της υπάρχει, εντούτοις, πάντα αχαρτογράφητη περιοχή, με τη συνεχή πιθανότητα να εξαπλωθεί ο πανικός από το ένα κράτος στο άλλο, με αποτέλεσμα την παγκόσμια αστάθεια και ύφεση. Αυτό όμως που μπορούμε να πούμε για τις αγορές είναι ότι αυτές αυτοδιορθώνονται. Σε αντίθεση με πολλές κυβερνήσεις, όταν οι επενδυτές εντοπίζουν προβλήματα, ενστικτωδώς αποσύρουν κεφάλαια, δεν προσθέτουν κι άλλα. Την ίδια στιγμή, αν τα οικονομικά θεμέλια ενός κράτους είναι κατά βάση ορθά, οι επενδυτές θα το αναγνωρίσουν και θα επιστρέψουν τελικά το κεφάλαιό τους. Γενικότερα όμως οι κυβερνήσεις και οι ρυθμιστικές αρχές μαθαίνουν από τις εμπειρίες τους. Όντως, μαθαίνουν αργά, αλλά πράγματι παίρνουν διδάγματα. Τουλάχιστον, αυτή την εντύπωση αποκτά κανείς από την αμερικανική εμπειρία των αλληλεπιδράσεων μεταξύ αγορών και κυβέρνησης τις τελευταίες δύο δεκαετίες. Εν γένει, η ικανότητα της αμερικανικής οικονομίας στη συσσώρευση πλούτου, ατομικού και εταιρικού, η ανθεκτικότητα του χρηματοοικονομικού της συστήματος και η ελκυστικότητα των εγχώριων αγορών της, τουλάχιστον για τους ξένους επενδυτές, μπορεί να αποδοθεί σε μεγάλο βαθμό στις όχι τέλειες αλλά ευέλικτες και κυρίως ορθές αποφάσεις οικονομικής πολιτικής που έχουν παρθεί. Μπορούμε επίσης να πούμε ότι οι ικανοποιητικές αλληλεπιδράσεις μεταξύ αγορών και κυβέρνησης τις τελευταίες δύο δεκαετίες μπορούν, ίσως σε σημαντικό βαθμό, να αποδοθούν στην ποιότητα της πανεπιστημιακής οικονομικής εκπαίδευσης των ΗΠΑ<sup>9</sup>. Αυτή η δύναμη απεδείχθη στην πράξη: η ισχυρή, θα λέγαμε υπερισχύουσα απόδοση των αμερικανικών αγορών ξεχωρίζει την περίοδο 1970-2011, υπολογίζοντας την ανάπτυξη του ΑΕγχΠ και της εργασίας και σε σύγκριση με την Ευρωπαϊκή περιφέρεια, τώρα γνωστή ως ΕΕ των 27 (πρωτότερα ΕΕ των 15), όπως αναφέρεται στην Έκθεση Παγκόσμιας Οικονομίας (WER 2011).

Τα μελλοντικά πρότυπα παγκόσμιας ανάπτυξης, ωστόσο, θα καθορισθούν περισσότερο από τη δύναμη των συντελεστών ζήτησης των αναδυόμενων αγορών, και αυτή η μετάβαση θα αντικατοπτρισθεί και στα αναμενόμενα μοτίβα των αναπτυσσόμενων οικονομιών (βλ. Πίνακας 1 παρακάτω).

Πίνακας 1. Παγκόσμια ανάπτυξη ΑΕγχΠ



<sup>9</sup> Σπανίως υπολογίζεται κάτι τέτοιο στην οικονομική ανάλυση, αλλά εμείς πιστεύουμε πως είναι σημαντικό.



Σημείωση: οι προβλέψεις αποτελούν εκτιμήσεις υπαλλήλων του ΔΝΤ.

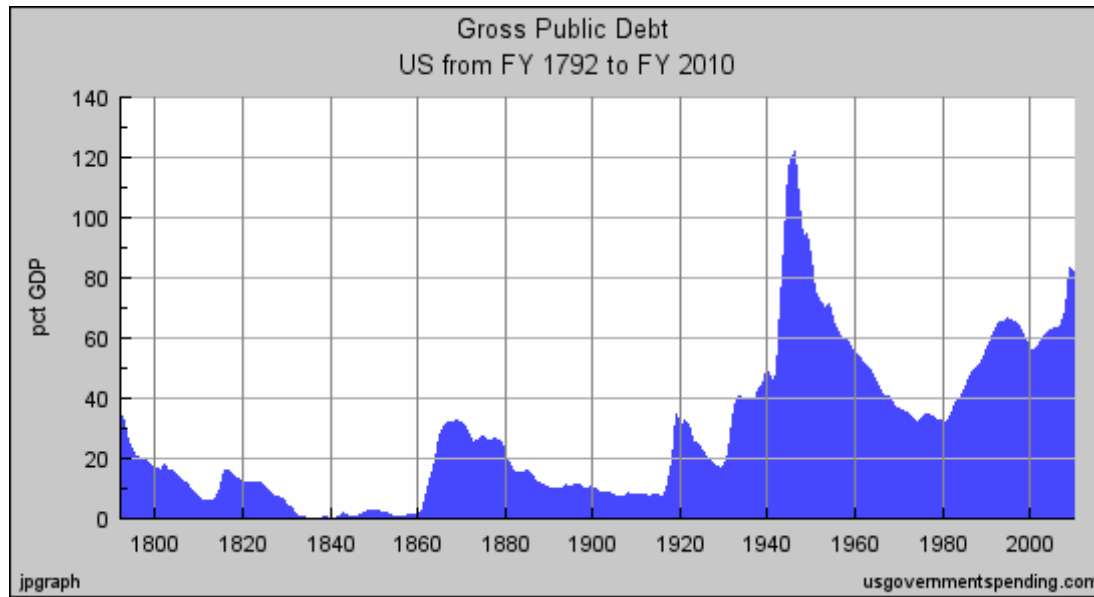
### 1.2. Ιστορία του αμερικανικού χρέους - Πώς ξεκίνησαν όλα<sup>10</sup>

Η οικονομία των ΗΠΑ είναι ακόμα μακράν ο μεγαλύτερος εισαγωγέας κεφαλαίου της διεθνούς οικονομίας. Ακόμα και την κακή χρονιά του 2001, η οποία επισκιάστηκε από την τρομοκρατική επίθεση της 11<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου, όταν οι άμεσες ξένες επενδύσεις (ΑΞΕ) μειώθηκαν κατά 51% στα 735 δισ. δολάρια περίπου, (η μεγαλύτερη πτώση εδώ και 30 χρόνια),<sup>11</sup> παρέμειναν ο μεγαλύτερος εισαγωγέας ξένων κεφαλαίων. Μετά την κρίση της περιόδου 2008-2010 και παρά την ξαφνική εξασθένηση της τρέλας της διασυννοριακής συγχώνευσης, οι ΗΠΑ παρέμειναν ο μεγαλύτερος αποδέκτης ΑΞΕ με εισροές ύψους 124 δισ. δολαρίων. Οι λόγοι για τους οποίους οι ΗΠΑ έχουν τη θέση του νούμερο ένα εισαγωγέα ξένου κεφαλαίου δεν είναι αυτονόητοι. Σε αυτή την ενότητα, θα διερευνήσουμε ως ένα σημείο το νόημα του διεθνούς πλούτου.

Οι ΗΠΑ είχαν έλλειμμα εμπορικού ισοζυγίου από τις απαρχές της αποικιοκρατίας μέχρι και πριν τον Α' Παγκόσμιο, καθώς οι Ευρωπαίοι έστελναν επενδυτικό κεφάλαιο προς ανάπτυξη της ηπείρου. Στα 300 χρόνια που υπήρξε κράτος-οφειλέτης - ένας καθαρός εισαγωγέας κεφαλαίου - οι ΗΠΑ εξελίχθηκαν από μια ασήμαντη αποικία στην ισχυρότερη δύναμη στον πλανήτη. Το 1987, οι ΗΠΑ έγιναν ένας καθαρός διεθνής οφειλέτης, επιστρέφοντας στη θέση που κατείχε στις αρχές του 20<sup>ου</sup> αιώνα. Μέχρι το τέλος του 2010, ο καθαρός διεθνής πλούτος των ΗΠΑ βρισκόταν στα -2,8 τρισ. δολάρια. Αυτό το τεράστιο ποσό αρνητικού διεθνή πλούτου σηματοδοτεί πως οι ΗΠΑ γενικότερα χρησιμοποιούν τις παγκόσμιες οικονομικές τους διασυνδέσεις για να προσελκύσουν κεφάλαια προς ανάπτυξη του εσωτερικού τους πλούτου; Έως ένα βαθμό, ναι. Εντούτοις μεγάλο τμήμα αυτού πηγαινει στην άμεση κατανάλωση και ένα μέρος εξαφανίζεται λόγω των διακυμάνσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Η αμερικανική κυβέρνηση δανείστηκε πολύ από τον υπόλοιπο κόσμο τους τελευταίους δύο αιώνες όπως φαίνεται στον Πίνακα 2.

Πίνακας 2. Ακαθάριστο δημόσιο χρέος των ΗΠΑ στο % του ΑΕγχΠ (1792-2010)



Πηγή: St. Louis Fed.Com

Πως μπορεί να διατηρηθεί σε μια μεγάλη ανοικτή οικονομία μια μακροχρόνια υποχρέωση;  
Ξεκινάμε το επιχειρημά μας με μια βασική θεωρητική πρόταση:

Μια οικονομία δεν μπορεί να έχει υπερβολική ζήτηση σε όλες τις αγορές της. Αν υπάρχει υπερβολική ζήτηση σε κάποιες αγορές, πρέπει να υπάρχει και υπερπροσφορά σε άλλες αγορές. Σε μια οικονομία με

<sup>10</sup> Σε αυτή την ενότητα διευρύνω και εξευγενίζω την ανάλυση που έχω περιλάβει στο πρόσφατο έργο μου: «Növekedés és nemzetközi forrásbevonás a világgazdaságban 1980-2000», στο: Magas (2002), pp. 159-178.

<sup>11</sup> Σύμφωνα με τη Έκθεση Παγκοσμίων Επενδύσεων, αναφορά από το *The Economist*, «The World this week», ηλεκτρονικό newsletter, 14-20 Σεπτεμβρίου 2002.

αγορές αγαθών, αγορές κινητών αξιών και αγορές χρήματος αυτή η γενική πρόταση εξισορρόπησης υποστηρίζει πως:

$$\text{Υπερβολική ζήτηση αγαθών} + \text{υπερβολική ζήτηση αξιών} + \text{υπερβολική ζήτηση χρήματος} = 0$$

Αυτή η ταυτότητα μπορεί να ξαναγραφεί ως εξής:

$$\text{Υπερβολική ζήτηση αγαθών} + \text{υπερβολική ζήτηση αξιών} = \text{υπερπροσφορά χρήματος}$$

Σε μια ανοικτή οικονομία, αυτό αποτελεί τη νομισματική προσέγγιση στο ισοζύγιο πληρωμών, την οποία βρίσκουμε από την εποχή του David Hume, ο οποίος υποστήριξε ότι τα πλεονάσματα και τα ελλείμματα είναι αυτορυθμιζόμενα, λόγω των επιδράσεών τους στην προσφορά χρήματος. Η σύγχρονη εκδοχή αποτελεί εφαρμογή του νόμου του Walras, που εξηγεί πως η υπερβολική ζήτηση και η υπερπροσφορά πρέπει να έχουν μηδενικό άθροισμα. Με εφαρμογή σε μια ανοικτή οικονομία, λέει ότι μια χώρα με έλλειμμα ισοζυγίου πληρωμών μπορεί να θεωρηθεί ως έχουσα υπερβολική ζήτηση στις αγορές αγαθών και ομολόγων μαζί, και πρέπει να έχει υπερπροσφορά στην αγορά χρήματός της. «Εξάγει» την υπερπροσφορά χρήματός της για να ικανοποιήσει την υπερβολική ζήτηση αγαθών και ομολόγων<sup>12</sup>. Τα νομισματικά πρότυπα του ισοζυγίου πληρωμών έχουν χρησιμοποιηθεί για να εξηγήσουν τη συμπεριφορά των ευέλικτων συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η νομισματική λογική παραμένει αρκετά ελκυστική αλλά οι εμπειρικές δοκιμές δεν έχουν ακόμα κατορθώσει να την υποστηρίξουν επαρκώς. [Fisher (2001)]<sup>13</sup>.

Το κύριο ερώτημά μας επ' αυτού είναι κατά πόσο η Ιαπωνία και η Ευρώπη, οι κύριες πηγές ξένων κεφαλαίων που εισρέουν στις ΗΠΑ θα είναι ή θα πρέπει να μείνουν υψηλοί αποταμιευτές και καθαροί διεθνείς επενδυτές στις ΗΠΑ, ή αντιθέτως, αυτή η ομάδα μεταξύ των κυρίαρχων βιομηχανικών δυνάμεων αναμένεται να αλλάξει στο ορατό μέλλον. Θα υποστηρίξουμε πως, για μια πιο ισοσκελισμένη μελλοντική προοπτική ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας, ο υπάρχων διεθνής ανταγωνισμός δανειστών και δανειζομένων είναι σημαντικά ανισοβαρής και συνεπώς είναι πιθανόν να αλλάξει. Για να παράσχουμε κάποια στήριξη σε αυτή τη δήλωση θα βασιστούμε σε ένα κλασικό πλαίσιο ανοικτής οικονομίας.

Το κλασικό ανοικτό μακροοικονομικό πλαίσιο (Krugman-Obstfeld, 2000, 2003, pp. 344-377) αφορά σε ένα σύνολο λογιστικών ταυτοτήτων που συνδέουν τις εγχώριες δαπάνες, αποταμιεύσεις και την καταναλωτική και επενδυτική συμπεριφορά με τα ισοζύγια κίνησης κεφαλαίων και τρεχουσών συναλλαγών. Με αυτές τις εθνικές λογιστικές ταυτότητες, μπορεί κάποιος να εντοπίσει τη φύση των δεσμών μεταξύ των ΗΠΑ και των παγκόσμιων οικονομιών. Αυτό θα εξηγηθεί στη συνέχεια.

Ας ξεκινήσουμε με την παρατήρηση πως το αμερικανικό εθνικό εισόδημα (ή εθνικό προϊόν)  $Y$  είτε ξοδεύεται στην κατανάλωση  $C$ , ή αποταμιεύεται,  $S$ .

$$Y_I = C + S \quad (1.)$$

Παρομοίως, οι εθνικές δαπάνες (το συνολικό ποσό που δαπανά η αμερικανική οικονομία για αγαθά και υπηρεσίες) μπορούν να διαιρεθούν σε δαπάνες για κατανάλωση και για επενδύσεις (investment). Αυτή η σχέση παρέχει τη δεύτερη ταυτότητα:

$$Y_s = C + I \quad (2.)$$

Αφαιρώντας τη (2) από την (1), δηλαδή Εθνικό εισόδημα - Εθνικές δαπάνες, προκύπτει μια νέα ταυτότητα:

$$Y_I - Y_s = S - I \quad (3.)$$

<sup>12</sup> Για μια λεπτομερή συζήτηση των προτερημάτων και των ορίων της νομισματικής προσέγγισης, βλ. Kenen (1988) pp. 353-371 and Száz (1991) pp. 48-84, Szentes (1999) pp. 281-426, Magas (2002) pp. 139-148.

<sup>13</sup> Τα νομισματικά πρότυπα του ισοζυγίου πληρωμών χρησιμοποιούν πολύ αυστηρές υποθέσεις που είναι δύσκολο να συναντηθούν στην πραγματικότητα. Αυτά είναι: (1) Δεν υφίστανται ακαμψίες στους συντελεστές της αγοράς. (2) Υπάρχει η τέλεια κινητικότητα κεφαλαίου, άρα τα εγχώρια επιτόκια συνδέονται ριζικά με τα εξωτερικά. (3) Οι εσωτερικές και εξωτερικές τιμές μένουν συνδεδεμένες με την ισοτιμία αγοραστικής δύναμης, ΙΑΔ, έτσι το εγχώριο επίπεδο τιμών είναι σταθερό όταν η συναλλαγματική ισοτιμία είναι σταθερή. Η ΙΑΔ έχει κεντρικό ρόλο, και υπάρχουν σημαντικοί λόγοι να αμφιβάλουμε για την εγκυρότητά της. Η θεωρία της ΙΑΔ δεν μπορεί να προκύπτει από το νόμο μιας τιμής, που ισχύει μόνο στις αγορές ενός μοναδικού αγαθού. Μπορεί να προκύπτει από την υπόθεση ότι το χρήμα είναι ουδέτερο, αλλά αυτό σημαίνει ότι έχει εφαρμογή μόνο μακροπρόθεσμα και μόνο αναφορικά με νομισματικούς κραδασμούς. Η ΙΑΔ δεν θα πρέπει να χρησιμοποιείται προς πρόβλεψη της συμπεριφοράς των συναλλαγματικών ισοτιμιών καθαυτών, ούτε ως γενικός εμπειρικός κανόνας.



Αν η αμερικανική οικονομία ξοδεύει περισσότερα απ' ό,τι παράγει, θα επενδύσει εγχώρια περισσότερα από όσα αποταμιεύει και θα έχει μια καθαρή εισροή κεφαλαίου. Οι ΗΠΑ είναι κράτος γνωστό ως χαμηλός αποταμιευτής και υψηλός εισαγωγέας κεφαλαίου.

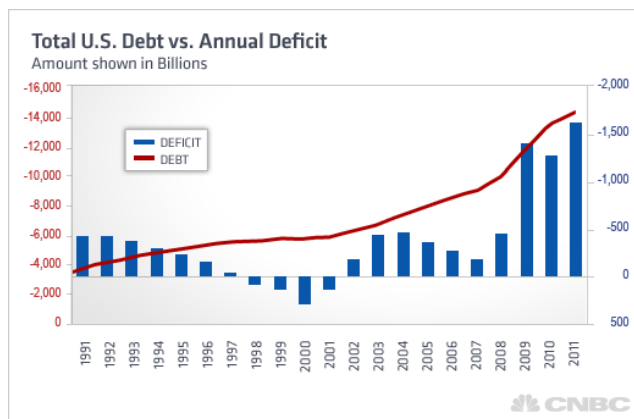
Ξεκινώντας πάλι με το εθνικό προϊόν, ας αφαιρέσουμε από αυτό τις δαπάνες για εγχώρια αγαθά και υπηρεσίες. Τα υπόλοιπα αγαθά και υπηρεσίες πρέπει να ισούνται με τις εξαγωγές. Παρομοίως, αν αφαιρέσουμε τις δαπάνες σε εγχώρια αγαθά και υπηρεσίες από τις συνολικές δαπάνες, οι εναπομείνουσες δαπάνες πρέπει να αφορούν στις εισαγωγές. Συνδυάζοντας αυτές τις δύο ταυτότητες οδηγούμαστε σε μια άλλη ταυτότητα εθνικού εισοδήματος:

Εθνικό εισόδημα-Εθνικές δαπάνες = Εξαγωγές (Exports)-Εισαγωγές (Imports)

$$Y_I - Y_s = X - M \quad (4.)$$

Ο Πίνακας 3 απεικονίζει τις χρόνιες ανάγκες δανεισμού των ΗΠΑ για την περίοδο 1991-2011:

Πίνακας 3. Αμερικανικό χρέος και ετήσιο έλλειμμα (δισ. δολάρια) 1991-2011



Πηγή: U.S. Dept. of Commerce, CNBC

Η Εξίσωση (4.) δείχνει ότι ένα πλεόνασμα τρεχουσών συναλλαγών προκύπτει όταν οι εθνικές εκροές ξεπερνούν τις εγχώριες δαπάνες. Παρομοίως και ένα έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών αφού οι εγχώριες δαπάνες ξεπερνούν τις εγχώριες εκροές.

Επιπλέον, όταν η Εξίσωση (4.) συνδυάζεται με την Εξίσωση (5.), έχουμε μια νέα ταυτότητα:

Αποταμιεύσεις-Επενδύσεις = Εξαγωγές (Exports)-Εισαγωγές (Imports)

$$S - I = X - M \quad (5.)$$

Σύμφωνα με την Εξίσωση (5.), αν οι αποταμιεύσεις ενός κράτους ξεπερνούν τις εγχώριες επενδύσεις του, αυτό το κράτος θα έχει πλεόνασμα τρεχουσών συναλλαγών<sup>14</sup>. Ένα κράτος σαν τις ΗΠΑ, που αποταμιεύει λιγότερα από όσα επενδύει, πρέπει να έχει έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών. Υπενθυμίζοντας πως οι αποταμιεύσεις πλην τις εγχώριες επενδύσεις ισούνται με τις ξένες επενδύσεις, έχουμε την ακόλουθη ταυτότητα:

Καθαρές ξένες επενδύσεις (NFI) = Εξαγωγές (Exports)-Εισαγωγές (Imports)

$$NFI = X - M \quad (6.)$$

Η Εξίσωση (6.) δείχνει πως το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών πρέπει να ισούται με την καθαρή εκροή κεφαλαίου.

Αυτές οι λογιστικές ταυτότητες υποδεικνύουν επιπλέον πως ένα πλεόνασμα τρεχουσών συναλλαγών δεν αποτελεί οπωσδήποτε σημάδι οικονομικής ευρωστίας, ούτε ένα αντίστοιχο έλλειμμα σημαίνει απαραίτητα αδυναμία ή έλλειψη ανταγωνιστικότητας. Υπάρχουν ωστόσο κάποια σημαντικά σημεία που πρέπει να υπολογιστούν σε αυτό το πλαίσιο. Πράγματι, οι οικονομικά υγιείς χώρες που παρέχουν καλές επενδυτικές ευκαιρίες τείνουν να έχουν έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου διότι μόνο έτσι μπορούν να έχουν πλεόνασμα τρεχουσών συναλλαγών. Οι ΗΠΑ είχαν πλεονάσματα ενώ οι διαβόητοι δασμοί Smoot-Hawley

<sup>14</sup> Η ταυτότητα αυτή εξηγεί το τρέχον ιαπωνικό πλεόνασμα τρεχουσών συναλλαγών: οι Ιάπωνες διαθέτουν μεγάλο ποσοστό αποταμιεύσεων, τόσο σε απόλυτες τιμές όσο και σε σχέση με το ποσοστό επενδύσεών τους.

συνεισέφεραν στην παγκόσμια ύφεση. Το ίδιο και στη δεκαετία του '80. Επιπρόσθετα, τα ταχέως αναπτυσσόμενα κράτη εισάγουν περισσότερα αγαθά και υπηρεσίες. Την ίδια στιγμή οι αδύναμες οικονομίες επιβραδύνουν ή μειώνουν τις εισαγωγές τους επειδή αυτές είναι ανάλογες με το εισόδημα (βραχυπρόθεσμα δεν αλλάζουν οι τάσεις προς εισαγωγή). Κατά συνέπεια, όσο πιο γρήγορα αναπτύσσεται ένα κράτος σε σχέση με τις άλλες οικονομίες, τόσο μεγαλύτερο θα είναι το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών του (ή μικρότερο το πλεόνασμά του). Αντιστρόφως, τα βραδύτερα αναπτυσσόμενα κράτη θα έχουν μικρότερα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών (ή μεγαλύτερα πλεονάσματα). Συνεπώς, τα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών μπορεί να δείχνουν ισχυρή οικονομική ανάπτυξη ή χαμηλές αποταμιεύσεις, και τα αντίστοιχα πλεονάσματα μπορεί να σημαίνουν υψηλές αποταμιεύσεις ή χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης. Επειδή τα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών χρηματοδοτούνται από εισροές κεφαλαίου, η αθροιστική επίδραση αυτών των ελλειμμάτων είναι να αυξήσουν τις εξωτερικές απαιτήσεις από την ελλειμματική χώρα και να μειώσουν τον καθαρό διεθνή πλούτο της. Παρομοίως, τα κράτη που έχουν συστηματικά πλεονάσματα τρεχουσών συναλλαγών αυξάνουν τον καθαρό διεθνή πλούτο τους, όπου αυτός είναι απλά η διαφορά μεταξύ των επενδύσεων του κράτους στο εξωτερικό και των ξένων επενδύσεων στο εσωτερικό του. Αργά ή γρήγορα, οι ελλειμματικές χώρες όπως οι ΗΠΑ γίνονται καθαροί διεθνείς οφειλέτες, και οι πλεονασματικές χώρες όπως η Ιαπωνία ή η Γερμανία και η υπόλοιπη Ευρωζώνη γίνονται καθαροί δανειστές.

Οι εθνικές δαπάνες μπορούν να διαιρεθούν στην ιδιωτική κατανάλωση συν την ιδιωτική επένδυση συν τις κρατικές δαπάνες (G). Η ιδιωτική κατανάλωση με τη σειρά της ισούται με το εθνικό εισόδημα πλην το άθροισμα των ιδιωτικών αποταμιεύσεων και φόρων (T). Συνδυάζοντας αυτούς τους όρους προκύπτει η ακόλουθη ταυτότητα:

$$Y_s = C + I + G =$$

$$Y_s = Y_i - S - T + I + G \quad (7.)$$

Αναδιατάσσοντας την Εξίσωση (7.) προκύπτει μια νέα έκφραση για υπερβολικές εθνικές δαπάνες, και έχουμε:

$$Y_s - Y_i = I - S + G - T \quad (8.)$$

Όπου το δημοσιονομικό έλλειμμα ισούται με τις κρατικές δαπάνες πλην τους φόρους. Η Εξίσωση (8.) δείχνει πως οι υπερβολικές εθνικές δαπάνες χωρίζονται σε δύο μέρη: στη διαφορά μεταξύ των ιδιωτικών εγχώριων επενδύσεων και των ιδιωτικών αποταμιεύσεων και στο συνολικό (ομοσπονδιακό, κρατικό και τοπικό) έλλειμμα. Αφού οι εθνικές δαπάνες πλην το εθνικό προϊόν ισούνται με την καθαρή εισροή κεφαλαίου, η Εξίσωση (8.) δείχνει ακόμα ότι οι υπερβολικές εθνικές δαπάνες ισούνται με τον καθαρό εξωτερικό δανεισμό.

Αναδιατάσσοντας και συνδυάζοντας τις εξισώσεις (4.) και (8.) έχουμε την τελευταία σημαντική εθνική λογιστική ταυτότητα:

Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών  $CA =$  Πλεόνασμα ιδιωτικής αποταμίευσης + δημόσιο έλλειμμα

$$CA = (S - I) + (T - G) \quad (9.)$$

Η Εξίσωση (9.) αποκαλύπτει πως το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι ίσο με τις ιδιωτικές αποταμιεύσεις πλην το ισοζύγιο επενδύσεων και το δημόσιο έλλειμμα. Σύμφωνα με την έκφραση αυτή, ένα κράτος με έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών δεν αποταμιεύει αρκετά προς χρηματοδότηση των ιδιωτικών του επενδύσεων και του δημοσίου ελλείμματος. Αντιστρόφως, ένα κράτος με πλεόνασμα τρεχουσών συναλλαγών αποταμιεύει περισσότερα από όσα χρειάζεται προς χρηματοδότηση των ιδιωτικών του επενδύσεων και του δημοσίου ελλείμματος. Το σημαντικό συμπέρασμα είναι ότι οι προσπάθειες διόρθωσης του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών μπορεί να επιτύχουν μόνο αν αλλάζουν και τις ιδιωτικές αποταμιεύσεις και επενδύσεις, και/ή το δημόσιο έλλειμμα. Οι πολιτικές ή γεγονότα που αποτυγχάνουν να επηρεάσουν και τις δύο πλευρές της σχέσης της Εξίσωσης (9.) δεν θα μεταβάλλουν την κατάσταση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών.

Στο σύγχρονο παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον, στο οποίο η ανάπτυξη στις εξελιγμένες χώρες είναι νωθρή και σε μερικές σημαντικά περιθωριοποιημένη, υπάρχουν βάσιμες ανησυχίες για τα υπέρ της συνεχούς και μαζικής εισαγωγής κεφαλαίου και ελλειμμάτων τρεχουσών συναλλαγών. Η ευρεία διεθνής οικονομική ανισορροπία των τρεχουσών λογαριασμών θα πρέπει να προκαλεί ανησυχία ακόμα και σε χώρες τόσο μεγάλες και ελκυστικές για επενδύσεις όσο οι ΗΠΑ, το νόμιμο νόμισμα της οποίας τυγχάνει να είναι το κυρίαρχο αποθεματικό νόμισμα της παγκόσμιας οικονομίας. Με τις τρελές διακυμάνσεις των

νομισματικών αξιών, την ιδιαίτερα απρόβλεπτη φύση των ξένων συναλλαγματικών ισοτιμιών και με την εμφάνιση όλο και περισσότερων παραγώγων που διασπείρουν κινδύνους μεταξύ πολλών διεθνών δρώντων (τράπεζες, τράπεζες επενδύσεων, χρηματομεσιτικά γραφεία, ασφαλιστικές εταιρίες, συνταξιοδοτικά ταμεία κλπ.), υπάρχει ένα σημείο όπου οι «διεθνώς δομημένοι» κίνδυνοι δεν μπορούν να «αποδομηθούν», να μετρηθούν και να ελεγχθούν ούτε από τους κατόχους των εν λόγω παραγώγων, ούτε από τις ρυθμιστικές αρχές<sup>15</sup>. Συνεπώς η ιδέα της συσσώρευσης πλούτου (και αγοράς περιουσιακών στοιχείων) σε διεθνές επίπεδο καθίσταται κάπως ασαφής.

Πράγματι, η εμπιστοσύνη των ξένων επενδυτών στην οικονομία των ΗΠΑ έχει παραμείνει βασικά αδιάλειπτη παρά τις κακές χρηματιστηριακές αποδόσεις και τα δεινά της 11<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου. Όμως γίνεται πολλή συζήτηση για τις διεθνείς διαταραχές του ισοζυγίου πληρωμών και τα μη βιώσιμα μοντέλα διεθνούς οικονομικής ανάπτυξης, λόγω των υπαρχόντων ελλειμμάτων τρεχουσών συναλλαγών των αναπτυγμένων χωρών. Ο Kenneth Rogoff, τέως επικεφαλής οικονομολόγος του ΔΝΤ, εξέφρασε αυτή την ανησυχία<sup>16</sup>. Υποστήριξε πως η παρούσα κατανομή των ελλειμμάτων τρεχουσών συναλλαγών παγκοσμίως - με τις ΗΠΑ με έλλειμμα και την Ευρώπη και την Ιαπωνία με πλεόνασμα - είναι εμφανώς μη βιώσιμη μακροπρόθεσμα. Η αναπόφευκτη ρύθμιση των εν λόγω ελλειμμάτων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών θα είναι μακράν δριμύτερη όταν τελικά έρθει η ώρα της. Τονίζουμε εδώ τη σπουδαία σημασία αυτού του επιχειρήματος στην ανάλυσή μας.

Υπολογίζοντας ότι ένα καθαρό έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών αντιπροσωπεύει το διαχρονικό εμπόριο, με το ελλειμματικό κράτος να εισάγει περισσότερα αγαθά και υπηρεσίες για τρέχουσα χρήση και να υπόσχεται να αποπληρώσει τις καθαρές εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών στο μέλλον, πρέπει να απαντηθεί το εξής ερώτημα. Για πόσο καιρό μπορούν να αντέξουν αυτοί οι παραδοσιακοί ρόλοι, όπου η οικονομία των ΗΠΑ είναι οφειλέτης και η Ιαπωνία και η Ευρώπη είναι δανειστές; Προκύπτει λογικά πως, για ένα πιο ομαλό και βιώσιμο μοντέλο ανάπτυξης, η παγκόσμια οικονομία θα επωφελούνταν σίγουρα από ένα υψηλότερο ποσοστό αποταμίευσης των ΗΠΑ και από μια μεγαλύτερη κατανάλωση στην Ιαπωνία και την Ευρώπη. Το καλύτερο για την παγκόσμια οικονομία θα ήταν η Ευρώπη και η Ιαπωνία να επιτύχουν μια σταθερή ανάπτυξη επιτρέποντας την αύξηση των ιδιωτικών αποταμιεύσεων στις ΗΠΑ σε πιο φυσιολογικά επίπεδα χωρίς περικοπές στη διεθνή ζήτηση. Η συντονισμένη δράση σε αυτό το θέμα θα συνεισέφερε σίγουρα στην παγκόσμια ανάπτυξη. Οι εθνικοί στόχοι θα πρέπει ακόμα να ρυθμιστούν έτσι ώστε να είναι κοινώς αποδεκτοί για τις ανάγκες της διεθνούς ανάπτυξης.

Μολαταύτα, για το ΔΝΤ, και για τον καθηγητή Rogoff, συγκριτικά με την Ευρώπη και την Ιαπωνία, οι μηχανισμοί της αμερικανικής αγοράς θεωρούνται ακόμα πολύ θετικά παραδείγματα. Πιστεύουν πως όσο η ηπειρωτική Ευρώπη δεν επιταχύνει τη μεταρρύθμιση της αγοράς εργασίας και η Ιαπωνία διστάζει να δώσει τέλος στον αποπληθωρισμό και να αναδομήσει τον τραπεζικό της τομέα, οι ΗΠΑ θα συνεχίσουν να θεωρούνται η κύρια μηχανή ανάπτυξης.

Σε μια εκτεταμένη μελέτη Παγκόσμιας Οικονομικής Προοπτικής για το 2010, το ΔΝΤ έχει καταγράψει πως η αύξηση των συσχετισμών των οικονομικών κύκλων στις ισχυρότερες χώρες του ΟΟΣΑ βρίσκεται περίπου στο 55%. Πρόκειται για σημαντικά μικρότερο ποσοστό από το αντίστοιχο ποσοστό μεταξύ των πολιτειών στις ΗΠΑ. Οπότε υπάρχει αρκετός χώρος για προσέγγιση των κύκλων ανάπτυξης και για συντονισμό μακροοικονομικής πολιτικής, με περαιτέρω ενοποίηση των αγορών του ΟΟΣΑ.

Παρατηρώντας την Ευρώπη εξωτερικά, «οι μεταρρυθμίσεις προς διευκόλυνση της ικανότητας των μελών της ONE να προσαρμόζονται στους κραδασμούς και να αντιμετωπίζουν τη διεθνή αλλαγή μάλλον καθυστερούν. Τα ποσοστά απασχόλησης παραμένουν πολύ χαμηλότερα από αυτά των ΗΠΑ. Αυτή είναι μακράν η σημαντικότερη αιτία που το κατά κεφαλήν εισόδημα είναι πολύ υψηλότερο στις ΗΠΑ από ό,τι στην Ευρώπη. Τα υψηλά φορολογικά βάρη, τα γενναιόδωρα επιδόματα ανεργίας, οι υψηλοί κατώτεροι μισθοί και το τεράστιο κόστος απόλυσης αποτελούν μεταξύ άλλων αιτίες για το σχετικά χαμηλό επίπεδο απασχόλησης στην Ευρώπη» (WSJ. 2009, Oct. 18-20. R8.)

Αυτή η γραμμή της λογικής του Rogoff που αντιπαραθέτει την αποδοτικότητα της ευρωπαϊκής και της αμερικανικής αγοράς εργασίας εκφράζεται με προσοχή στις διαφορετικές προοπτικές ανάπτυξης των δύο περιοχών και έχει παλιότερα υποστηριχθεί σταθερά και από τον Solow (2000). Το σημερινό ευρωπαϊκό σύστημα ρυθμιστικών μηχανισμών είναι υπερβολικά άκαμπτο και ανεπαρκώς έμπειρο στην αντιμετώπιση ενός συνεχώς μεταβαλλόμενου οικονομικού περιβάλλοντος όπως είναι σήμερα. Χωρίς ένα ξεκάθαρο σχέδιο μεσοπρόθεσμης δημοσιονομικής εξυγίανσης σε κάποιες από τις ισχυρότερες χώρες της ONE, οι προοπτικές ανάπτυξης παραμένουν περιορισμένες. Η ανάπτυξη θα έρθει μόνο αν η Ευρώπη αντιμετωπίσει επιτυχώς τα ευρύτερα δομικά της προβλήματα. Πρόκειται για δύο νευραλγικές βεβαιώσεις από πλευράς δύο κορυφαίων οικονομολόγων για να συνειδητοποιήσουμε πως ο κύριος όγκος της μελλοντικής παγκόσμιας ανάπτυξης θα

<sup>15</sup> Για μια επίσημη ερμηνεία αυτού του ερωτήματος βλ. Magas (2001).

<sup>16</sup> Βλ. το σημαίνον άρθρο στο Wall Street Journal: Professor Joseph Stiglitz and Kenneth Rogoff offer starkly different views on hopes and risks for the world economy.” WSJ Oct. 18-20, 2002 R8. Το δίλημμα έχει μείνει σχεδόν αναλλοίωτο και έχει συστηματικά ανακύψει κατά την περίοδο κρίσης 2008-2011.

έρθει κυρίως από τον μελλοντικό πλούτο - και ιδιαίτερα από τις μεγάλες τράπεζες - στις χώρες υψηλής αποταμίευσης της διεθνούς οικονομίας.

Όμως πέραν των μεγάλων διεθνών ανισοροπιών του ισοζυγίου πληρωμών μεταξύ χωρών υψηλής και χαμηλής αποταμίευσης, υπάρχουν και κάποιες άλλες παγκόσμιες ανησυχίες που προέρχονται από την οικονομία των ΗΠΑ, συγκεκριμένα τις ανανεωμένες ανησυχίες των οικονομικών κύκλων. Αυτό θα το συζητήσουμε στη συνέχεια.

## 2. Μπορούμε να διαβάσουμε τους οικονομικούς κύκλους;

Αν στα επόμενα χρόνια θα πρέπει να αναζητούμε πάντα την αύξηση της κατανάλωσης στις ΗΠΑ και τη χρηματοδότηση από άλλες πηγές, ίσως έχουμε στα χέρια μας ένα παγκόσμιο πρόβλημα οικονομικών κύκλων. Η κυκλικότητα και η εξομάλυνσή της με την κυβερνητική δράση αποτελούν μια ανανεωμένη ανησυχία για την ίδια την αμερικανική οικονομία<sup>17</sup>. Φαίνεται όμως λες και οι απόψεις για την ικανότητα των κυβερνήσεων να δαμάσουν τον οικονομικό κύκλο διαγράφουν οι ίδιες κύκλους. Στις δεκαετίες του '50 και του '60, ήταν ευρέως αποδεκτό ότι ο κεϋνσιανός πολιτικός διαχειριστής της ζήτησης ήταν ικανός να σταθεροποιήσει τις οικονομίες: χρειαζόταν μόνο μια προσεκτικά μετρημένη αύξηση ή μείωση των κρατικών δαπανών για να έχουμε το επιθυμητό επίπεδο εκροών. Αλλά ο στασιμοπληθωρισμός της δεκαετίας του '70 παρήγαγε μια νέα οικονομική ομοφωνία ότι οι κυβερνήσεις είναι ανίκανες να κάνουν οτιδήποτε άλλο εκτός από το να περιορίσουν τον πληθωρισμό. Κατά τη δεκαετία του '90 ο οικονομικός κύκλος επέστρεψε<sup>18</sup>. Η αμερικανική επικρατούσα οικονομική άποψη το έχει καταστήσει εμφανές αυτό και είχε παραδοσιακά αντισυγκυριακή στάση ως προς τις κρατικές δαπάνες. Υπάρχουν λοιπόν αποδείξεις διδαχής από παλιότερη εμπειρία.

Το τρέχον δίλημμα είναι πως οι τρεις ισχυρότερες οικονομικές περιοχές της παγκόσμιας οικονομίας αναπτύσσονται με ιδιαίτερα διαφορετικούς ρυθμούς και όλες αποσκοπούν στην αύξηση της ξένης ζήτησης. Η ήπια ύφεση των ΗΠΑ το έτος 2001 ακολούθησε τη μακρύτερη αδιάσπαστη επέκτασή τους στην ιστορία. Η Ευρωζώνη μέχρι το 2008 βρισκόταν στην ένατη χρονιά ανάπτυξής της, έχει αποφύγει την πλήρη ύφεση, αλλά έχει βιώσει απότομη επιβράδυνση. Αντιθέτως, η οικονομία της Ιαπωνίας έχει υποφέρει τρεις υφέσεις από όταν έσκασε η δική της φούσκα στις αρχές της δεκαετίας του '90. Στην Ευρώπη, όπου δεν είναι το πρόβλημα ο πληθωρισμός αλλά η ανεργία, η Γαλλία επιθυμεί ξεκάθαρα να επαναπροσδιοριστεί το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, ώστε να έχει μια πιο επεκτατική δημοσιονομική πολιτική. Ο Stiglitz (2002), επί παραδείγματι, πιστεύει ότι η Ευρώπη έχει υιοθετήσει μια πολιτική ενισχυτική των κυκλικών τάσεων, κάτι που αντιτίθεται πλήρως σε αυτό που θα έπρεπε να κάνει. Θα έπρεπε να είναι αντικυκλική (μην κόβετε τις κρατικές σας δαπάνες εν μέσω ύφεσης)<sup>19</sup>. Η Ιαπωνία αποτελεί επίσης σημαντικό ζήτημα, αναφορικά με τις παγκόσμιες αναπτυξιακές προοπτικές. Η Ιαπωνία χρειάζεται μια αποφασιστική προσπάθεια να καθαρίσει τον τραπεζικό της τομέα, να ενθαρρύνει την απαραίτητη εταιρική αναδόμηση και να χαλιναγωγήσει τα φουσκωμένα δημοσιονομικά ελλείμματα μεσοπρόθεσμα. Πρέπει να δράσει αποφασιστικά ώστε να δώσει τέλος στον αποπληθωρισμό. Μέχρι τώρα, η Ιαπωνία δοκίμασε μια σταδιακή προσέγγιση, «κουτσά-στραβά». Είναι απαραίτητες πολύ πιο φιλόδοξες και σαρωτικές μεταρρυθμίσεις. Ως ένα σημείο η Ιαπωνία παλεύει με την κρίση του ιδιαίτερου ιαπωνικού εταιρικού μοντέλου. Οι παραδοσιακές πηγές ανάπτυξης, όπως

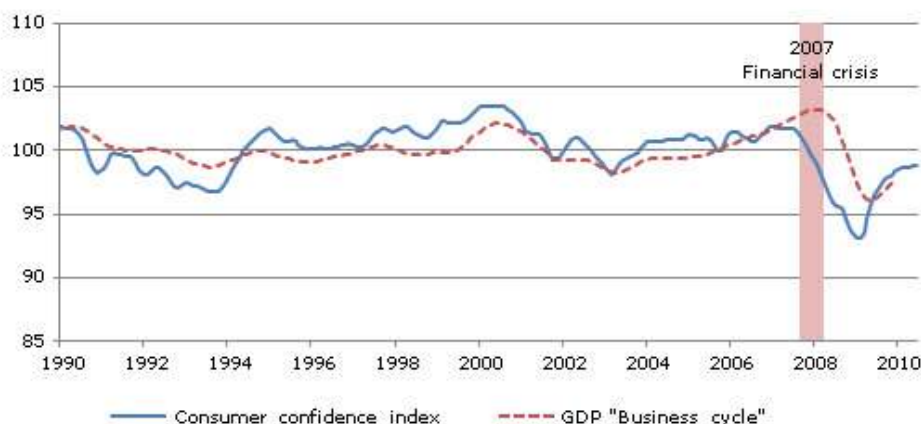
<sup>17</sup> Η κυκλική συμπεριφορά της αμερικανικής οικονομίας αποτελούσε μεγαλύτερη έγνοια στις δεκαετίες του '70 και του '80, [Erdős T. (1976), Magas (1987)].

<sup>18</sup> Η αμερικανική οικονομία υπέστη τρεις υφέσεις την περίοδο 1974-1982. Εντούτοις, έκτοτε έχει απολαύσει δύο μακροχρόνιες περιόδους άνθισης, στις δεκαετίες του '80 και του '90, με μοναδική μικρή διακοπή μια ήπια κάμψη, κάνοντας πολλούς να πιστέψουν ότι οι υφέσεις ήταν πλέον στο παρελθόν. Για περισσότερα για το θέμα βλ. The Economist, Jan 4<sup>th</sup> 2003.

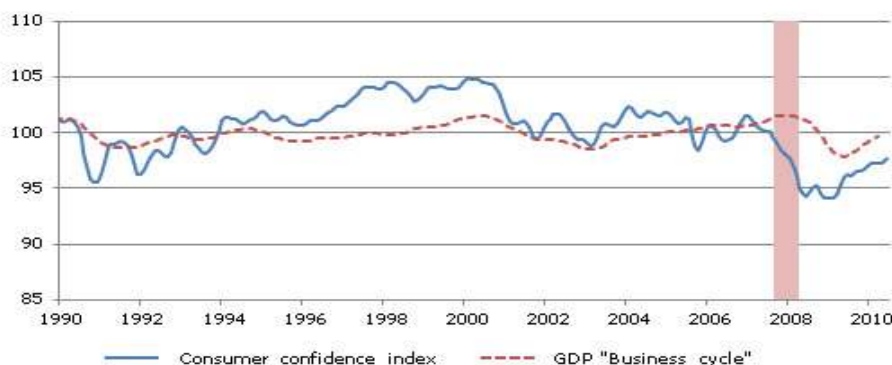
<sup>19</sup> Αυτός υποστήριξε ότι: « Η Ευρώπη πίστευε ότι μπορούσε να αντιμετωπίσει μόνη της τη θύελλα, αλλά δεν είχαν χώρο να δράσουν λόγω του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης του 1997 που κωδικοποίησε τους δημοσιονομικούς κανόνες της Ευρωζώνης. Σε αντίθεση με τις ΗΠΑ έχουν μια νομισματική αρχή που δεν προορίζεται για ασχολία με την απασχόληση και την ανάπτυξη. Το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης ομοιάζει κάπως στην τροπολογία ισοσκελισμένου προϋπολογισμού, την οποία οι ΗΠΑ απέρριψαν με την αιτία ότι θα μπορούσε να αποβεί καταστροφικό να έχεις τα χέρια δεμένα έτσι ώστε να μην μπορείς να αντιδράσεις σε μια κάμψη». WSJ, Oct. 18-20. R8. Όμως το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης πρέπει να ληφθεί σοβαρά υπόψη. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προειδοποίησε τα μεγάλα κράτη-μέλη της ΕΕ, τη Γερμανία, τη Γαλλία και τη Ιταλία για τα υπερβολικά δημοσιονομικά τους ελλείμματα. Τη σκληρότερη κριτική δέχτηκε η Γερμανία, που είναι πιθανόν να παραβιάσει το ταβάνι του συμφώνου του ύψους ελλείμματος 3% του ΑΕγχΠ τα έτη 2002 και 2003. Αυτό δείχνει ότι οι ισχυρές, εθνικά καθορισμένες επιλογές παραμένουν. Για μια λεπτομερή ανάλυση αυτής της σύγκρουσης, βλ. το άρθρο "Breaking the Pact" The Economist, Jan 4<sup>th</sup> 2003. Η παρούσα κατάσταση του Νοεμβρίου 2011 είναι ανησυχιακά παρόμοια με όταν διακυβευόταν η διάλυση της Ευρωζώνης (βλ. περισσότερα στο WSJ. Nov. 2011 Nov 13.)

αναφέρονται από τον Μότζάρ (1987), δεν έχουν εξαντληθεί πλήρως, απλά περιορίζονται από έναν βαθύ και ασυνήθιστα επίμονο αποπληθωριστικό κύκλο.

Πίνακας 4. Οικονομικός κύκλος στις χώρες του ΟΟΣΑ 1990-2010



Πίνακας 5. Οικονομικός κύκλος της αμερικανικής οικονομίας 1990-2010



Πηγή των Πινάκων 4. & 5.: OECD Economic Data Bank

Αναφορικά με την απότομη οικονομική κάμψη των ΗΠΑ και των παγκοσμίων αγορών γενικότερα, συχνά προκύπτει το εξής ερώτημα: Οι Γενικοί τραπεζίτες παρακολουθούν τον πληθωρισμό και τα συγκυριακά σύνδρομα πλούτου συνδυαστικά;

Στις ΗΠΑ, το Fed λαμβάνει υπόψη τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων στη διαμόρφωση των πολιτικών, αλλά μόνο εφόσον οι αλλαγές μεταδίδονται στη ζήτηση στην οικονομία και συνεπώς πιθανώς επηρεάζουν το ποσοστό πληθωρισμού. Ο πιθανός μηχανισμός μετάδοσης είναι το «σύνδρομο πλούτου». Καθώς ανεβαίνουν οι τιμές των μετοχών, οι άνθρωποι αισθάνονται οικονομικά πιο εύρωστοι και ξοδεύουν περισσότερα. Όταν αυτές πέφτουν, οι άνθρωποι αισθάνονται φτωχότεροι και ξοδεύουν λιγότερα, μειώνοντας την πληθωριστική πίεση. Στην πράξη, το Fed φαίνεται να ασχολείται με το σύνδρομο πλούτου μόνο αφού πέσουν οι τιμές των μετοχών. Για παράδειγμα, όταν οι τιμές υποχώρησαν μετά την κατάρρευση του LTCM (Long Term Capital Management Hedge Fund), το Fed έριξε ριζικά τα επιτόκια και οι μετοχές άρχισαν αμέσως να ανακάμπτουν. Δεδομένου του ότι μια γενική τράπεζα δεν θα μπορούσε ποτέ να είναι 100% σίγουρη ότι υπάρχει ανά πάσα στιγμή μια φούσκα, θα ήταν δικαιολογημένο να προσπαθήσει να τη σπάσει αν ήταν 80% ή 40% σίγουρη; Είναι δύσκολο ερώτημα, και όχι μόνο επειδή η αύξηση των επιτοκίων δεν θα είχε καλή υποδοχή. Αν επρόκειτο για αύξηση επιτοκίων προς έλεγχο του πληθωρισμού, το βάρος θα γινόταν αποδεκτό για το καλό της οικονομίας. Η διατήρηση του πληθωρισμού υπό έλεγχο δεν αλλάζει τις κρίσεις των ανθρώπων. Διατηρώντας τη πραγματική αξία του νομίσματος, αυτοί αισθάνονται μάλιστα σίγουροι ότι μια τιμή είναι αυτό που φαίνεται. Αντιθέτως, οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων αντανάκλουν τις ελεύθερες κρίσεις για την αξία εκατομμυρίων ανθρώπων που έχουν υποστηρίξει αυτές τις κρίσεις με τα χρήματά τους. Τη τελευταία δεκαετία επενδυτές, εταιρίες και καταναλωτές παγκοσμίως εναπόθεσαν υπερβολική πίστη στη δύναμη της τεχνολογίας πληροφοριών, της παγκοσμιοποίησης, της οικονομικής φιλελευθεροποίησης και της νομισματικής πολιτικής προς μείωση της αστάθειας και του κινδύνου. Δεν είχε

όμως αντίκρισμα. Οι ΤΠΕ, οι τεχνολογίες πληροφοριών και επικοινωνιών, ο ίδιος ο τομέας που υποτίθεται θα εξομάλυνε τον οικονομικό κύκλο μέσω του καλύτερου ελέγχου αποθεμάτων, κατέληξε να εντείνει την τρέχουσα κάμψη. Καταρχήν, η παγκοσμιοποίηση μπορεί να σταθεροποιήσει οικονομίες αν βρίσκονται σε διαφορετικά στάδια του κύκλου, όπως πρότειναν οι Obstfeld (1998), Pugel-Lindert (2002, pp. 552-554), αλλά οι ίδιες οι δυνάμεις της παγκόσμιας ολοκλήρωσης είναι πιθανό να συγχρονίσουν τους οικονομικούς κύκλους, έτσι ώστε οι κάμψεις σε διαφορετικές χώρες είναι πιο πιθανό να ενισχύσουν η μία την άλλη. Η οικονομική φιλελευθεροποίηση υποτίθεται ότι θα βοηθούσε τα νοικοκυριά να δανειστούν σε δύσκολους καιρούς και έτσι να εξομαλύνει την κατανάλωση, αλλά και πάλι υπήρχαν συμβιβασμοί. Ακόμα το κάνει ευκολότερο να υπερχρεωθούν οι εταιρίες και τα νοικοκυριά κατά την περίοδο άνθισης, κάτι που μπορεί να οξύνει τις επόμενες κάμψεις. Αυτό συνέβη στο πρώτο μισό της δεκαετίας του '90 στην Ιαπωνία<sup>20</sup>.

Στις ΗΠΑ, ο Alan Greenspan θεωρείται ευρέως ένας ιδιαίτερα πετυχημένος διευθυντής του Fed, αλλά η εντύπωση ότι διαθέτει ειδικές δυνάμεις για να εξαλείψει τον κύκλο είναι μάλλον αφελής. Τον Ιούλιο του 2001, ο ίδιος ο κ. Greenspan είπε στο Κογκρέσο:

*«Μπορούν η δημοσιονομική και νομισματική πολιτική στη βέλτιστη απόδοσή τους να εξαλείψουν τον οικονομικό κύκλο; Η απάντηση, για μένα, είναι όχι, διότι δεν υπάρχει εργαλείο για να αλλάξουμε την ανθρώπινη φύση. Πολύ συχνά οι άνθρωποι είναι επιρρεπείς σε αλληπάλληλα κύματα αισιοδοξίας και απαισιοδοξίας που προκύπτουν από καιρό σε καιρό στην αύξηση ή στη μείωση των κερδοσκοπικών υπερβολών».* (Όπως παρατίθεται από την υπηρεσία ειδήσεων του Reuters)

Πράγματι, μπορεί στο μέλλον να προκύψουν κερδοσκοπικές υπερβολές στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων και στις πιστωτικές ροές, χάρη στις συνδυασμένες επιδράσεις της οικονομικής φιλελευθεροποίησης και ενός πλαισίου νομισματικής πολιτικής που επικεντρώνεται στον πληθωρισμό αλλά δεν περιορίζει άμεσα την αύξηση του δανεισμού και τα σύνδρομα πλούτου.

*«Μόνο στην άμωπη μπορείς να δεις ποιος κολυμπάει γυμνός»<sup>21</sup>.* Μια έξυπνη και ρεαλιστική περιγραφή του τι συνέβαινε πρόσφατα στην οικονομία των ΗΠΑ. Η άνοδος του χρηματιστηρίου στα τέλη της δεκαετίας του '90 κάλυψε τον υπερδανεισμό των εταιριών και των νοικοκυριών, αποκαλύπτοντας σκανδαλώδη «παράλογο ενθουσιασμό» - έκφραση του Alan Greenspan - και μεταδοτική απληστία. Οι τιμές των μετοχών είχαν υποστεί τη βαθύτερη υποχώρησή τους από τη δεκαετία του '30. Εντούτοις, αυτός δεν ήταν ένας φυσιολογικός οικονομικός κύκλος, αλλά το τέλος της μεγαλύτερης χρηματιστηριακής άνθισης στην αμερικανική ιστορία. Ποτέ άλλοτε δεν έχουν καταστεί οι μετοχές τόσο υπερεκτιμημένες. Την περίοδο 1997-2001 οι τιμές των μετοχών του δείκτη S&P 500 παρουσίαζαν 30-50% περισσότερα καταγεγραμμένα κέρδη από τα καταχωρηθέντα κέρδη των εθνικών λογαριασμών στο τέλος του έτους βάσει επίσημων στοιχείων του ΑΕγχΠ<sup>22</sup>. Ποτέ άλλοτε δεν κατείχαν τόσο άνθρωποι μετοχές, και ποτέ άλλοτε δεν έχει επενδύσει κάθε τμήμα της οικονομίας (στην πραγματικότητα, επενδύσει υπέρ του δέοντος) σε μια νέα τεχνολογία.

Δηλαδή, φαίνεται ότι ο οικονομικός κύκλος είναι ακόμα ζωντανός, αλλά είναι πιθανώς πιο υποτονικός. Στα τελευταία 20 χρόνια, η οικονομία των ΗΠΑ βρισκόταν σε ύφεση λιγότερο από 10% του χρονικού διαστήματος. Στα 90 χρόνια πριν το Β' Παγκόσμιο, βρισκόταν σε ύφεση 40% του χρονικού διαστήματος. Και στις περισσότερες άλλες οικονομίες οι επεκτάσεις έχουν μεγαλύτερη διάρκεια και οι υφέσεις είναι συντομότερες και πιο επιφανειακές. Εξάιρεση αποτελεί η Ιαπωνία, η οποία την τελευταία δεκαετία έχει υποστεί τη μεγαλύτερη πτώση σε οποιαδήποτε πλούσια οικονομία από τη δεκαετία του '30.

Η επανάσταση ενάντια στις κενσινανές πολιτικές από τη δεκαετία του '70 βασίστηκε στο πιστεύω πως η κυβερνητική παρέμβαση είναι αναποτελεσματική και μπορεί να αποσταθεροποιήσει την οικονομία. Ωστόσο, η πρόσφατη εμπειρία των ΗΠΑ έδειξε ότι ο ιδιωτικός τομέας είναι ικανότατος να προκαλέσει αποσταθεροποίηση χωρίς κυβερνητική βοήθεια. Η πιο πρόσφατη φούσκα δεν περιορίστηκε στο χρηματιστήριο: αντιθέτως, ολόκληρη η οικονομία διαστρεβλώθηκε. Οι εταιρίες υπερδανείστηκαν και επένδυσαν υπερβολικά σε μη ρεαλιστικές προσδοκίες για μελλοντικά κέρδη και στην πεποίθηση ότι ο οικονομικός κύκλος είχε πεθάνει. Οι καταναλωτές είχαν τεράστια χρέη και αποταμίευαν ελάχιστα, πιστεύοντας πως το συνεχώς ισχυρότερο χρηματιστήριο θα ενίσχυε την περιουσία τους. Η άνθιση αυτοτροφοδοτήθηκε καθώς οι αυξανόμενες προσδοκίες κέρδους ώθησαν προς τα πάνω τις τιμές των

<sup>20</sup> Για μια λεπτομερή περιγραφή του ιαπωνικού αναπτυξιακού προβλήματος σχετικά με τον υπερδανεισμό στο πρώτο μισό της δεκαετίας του '90, βλ. Magas (2002) pp. 403-410.

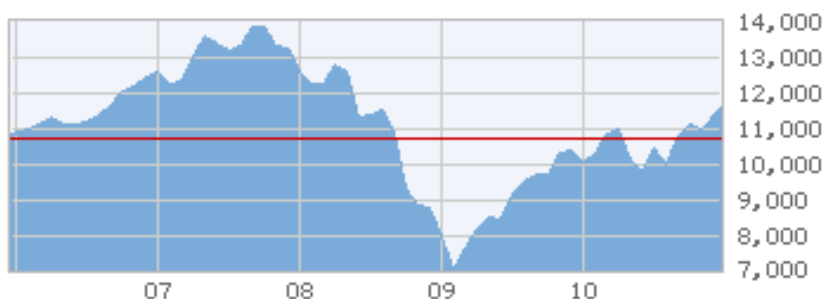
<sup>21</sup> Αυτή η σαρκαστική παρατήρηση ακούγεται συχνά στην αμερικανική χρηματοοικονομική κοινότητα. Η φράση λέγεται ότι χρησιμοποιήθηκε πρώτη φορά από τον Warren Buffet, έναν από τους διασημότερους επενδυτές της Wall Street.

<sup>22</sup> Πηγή: Dresdner-Wasserstein; Thomson Datastream 14 Dec. 2004



μετοχών, οι οποίες ενίσχυσαν τις επενδύσεις και την κατανάλωση. Οι υψηλές επενδύσεις και το τότε ακόμα ισχυρό δολάριο συγκράτησαν τον πληθωρισμό και κατά συνέπεια τα επιτόκια, τροφοδοτώντας την ταχύτερη ανάπτυξη και τις υψηλότερες τιμές μετοχών. Αυτός ο ευνοϊκός κύκλος έχει καταστεί φαύλος και έχει κάνει τεράστια ζημιά: από το Μάρτιο του 2007 μέχρι το Δεκέμβριο του 2009, ο δείκτης Dow Jones έχει πέσει παραπάνω από 49%, γύρω στα 7 τρις. δολάρια έχουν σβηστεί από την αξία των αμερικανικών μετοχών, με αντιστοιχία στα 2/3 του ετήσιου ΑΕγχΠ!<sup>23</sup> Επιπρόσθετα, η παγκόσμια ανάπτυξη είναι ακόμα πολύ κυκλική.

Πίνακας 6. Απόδοση του DOW Jones Stock Index 2007-2011



Πηγή: Bloomberg.com

Εφόσον η παραγωγικότητα της εργασίας παραμείνει δυνατή, θα βοηθήσει τις εταιρίες να επαναφέρουν τα κέρδη τους καθώς και να διασφαλίσουν μια εύρωστη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη. Η υποχώρηση στο χρηματιστήριο, τότε, θα αντιπροσωπεύει μόνο μια κρίση εμπιστοσύνης στην εταιρική διαχείριση και λογιστική απάτη, και όχι βαθιά ριζωμένα οικονομικά προβλήματα. Είναι αλήθεια πως μέχρι το 2010 οι ΗΠΑ ωφελήθηκαν από την ταχύτερη ανάπτυξη της παραγωγικότητας από τα μέσα της δεκαετίας του '90 (αν και η αύξηση είναι μικρότερη απ' ό,τι αναμενόταν)<sup>24</sup>. Ωστόσο, όπως και με τις προηγούμενες τεχνολογικές επαναστάσεις, από το σιδηρόδρομο στον ηλεκτρισμό και στα αυτοκίνητα, η πλεονάζουσα παραγωγική ικανότητα και η αυξημένη ανταγωνιστικότητα εξασφαλίζουν μακροπρόθεσμα πως τα οφέλη της υψηλότερης παραγωγικότητας θα πάνε στους καταναλωτές και στους εργατές, με τη μορφή χαμηλότερων τιμών και υψηλότερων πραγματικών μισθών, παρά ως κέρδη. Αυτό είναι το απόλυτα επιθυμητό αποτέλεσμα κάθε αποδοτικού καπιταλισμού. Οι αποδόσεις των κεφαλαίων είναι πιθανό να είναι πολύ χαμηλότερες κατά την επόμενη δεκαετία σε σχέση με την προηγούμενη. Συνεπώς, τα νοικοκυριά θα πρέπει να αποταμιεύσουν πολύ περισσότερο για τη συνταξιοδότησή τους, κάτι που - με αμετάβλητους άλλους παράγοντες - θα επιβραδύνει κάπως την ανάπτυξη. Αλλά ακόμα και τότε είναι πολύ πιθανό η οικονομία των ΗΠΑ να ανακάμψει και να αποκτήσει βιώσιμη δυναμική με τα πρόσφατα δημοσιονομικά και νομισματικά κίνητρα, δεν υπάρχει άλλη ασφαλής οδός για μακροπρόθεσμη ανάπτυξη πέραν της αύξησης των εγχώριων αποταμιεύσεων και της λιγότερης εξάρτησης από ξένα κεφάλαια.

Συνοψίζοντας, συμπεραίνουμε πως μετά από δεκαετίες φθίνουσας οικονομικής αστάθειας στις αναπτυγμένες οικονομίες, ο οικονομικός κύκλος μπορεί να καταστεί ξανά πιο ασταθής κυρίως ως αποτέλεσμα των μεταβαλλόμενων περιουσιών των αγορών περιουσιακών στοιχείων και μαζί της ασταθούς οικονομικής θέσης των Αμερικανών αποταμιευτών και καταναλωτών. Επιπρόσθετα, η επανάσταση της πληροφορίας και η παγκοσμιοποίηση προφανώς δεν έχουν διαγράψει τον οικονομικό κύκλο.

### 3. Ρύθμιση των κινήτρων ή των ηθών;

Πολλοί πιστεύουν πως ένας μοναδικός ρυθμιστικός φορέας τύπου FSA θα ήταν ωφέλιμος για τους μηχανισμούς και τα ήθη των αμερικανικών κεφαλαιαγορών. Παραμένουν πάντως σημαντικές αμφιβολίες. Ο Νόμος Dodd-Frank για τη Χρηματοοικονομική Σταθερότητα έχει αναμορφώσει ολόκληρο το σύστημα προς ικανοποίηση σχεδόν όλων των παικτών, αν και το προϊόν είναι όντως μακροσκελές, έχοντας ενσωματωθεί σε 2.500 σελίδες νέας νομοθεσίας.

Μέχρι τώρα το δυσκίνητο ρυθμιστικό σύστημα των ΗΠΑ δεν φαίνεται να έχει καθυστερήσει την ανάπτυξη των αγορών της, αλλά μακροπρόθεσμα μπορεί να αποδειχθεί ζημιογόνο, ιδιαίτερα αν - και αυτό

<sup>23</sup> Όπως καταγράφεται από τη Goldman Sachs, U.S. Weekly Analyst, March 24, 2011-, παράθεση από Thomson Datastream

<sup>24</sup> Τα δύο πρώτα κύματα της εποχής των υπολογιστών στις αρχές της δεκαετίας του '80 για πολύ ειδικού λόγους - και σε μεγάλο βαθμό παραδόξως - δεν έφεραν τα αναμενόμενα κέρδη παραγωγικότητας για την οικονομία των ΗΠΑ. Για μια λεπτομερή συζήτηση των πιθανών αιτιών νωθρής ανάπτυξης της παραγωγικότητας στο πρώτο μισό της δεκαετίας του '90, βλ. Magas (2002) pp. 392-403.



είναι μεγάλη υπόθεση - η ΕΕ επιτύχει την πλήρη ενοποίηση των κεφαλαιαγορών της και εισαγωγή κατάλληλης ρύθμισης. Οι ΗΠΑ υπερηφανεύονταν χρόνια ότι διαθέτουν τις αποτελεσματικότερες κεφαλαιαγορές στον κόσμο, και μέχρι σήμερα αυτό γενικότερα ισχυε. Αλλά το δύσχηστο σύστημά τους των πολλαπλών ρυθμιστικών φορέων θα μπορούσε να καταστεί ανταγωνιστικό μειονέκτημα αν η Ευρώπη αναπτύξει μια καλύτερη, λιγότερο δαπανηρή ρυθμιστική ποικιλία. Πράγματι, είναι δυνατόν η πίεση από την ΕΕ να συνεισφέρει στην ενοποίηση της αμερικανικής ρύθμισης. Σύμφωνα με μια προσεχή οδηγία της ΕΕ, ο κάθε οικονομικός όμιλος που θα δραστηριοποιείται εντός της Ένωσης θα πρέπει να διαλέξει μια κύρια ευρωπαϊκή ρυθμιστική αρχή που θα είναι υπεύθυνη για την παγκόσμια εποπτεία του ομίλου. Στην πράξη, ο ευρωπαϊκός ρυθμιστικός φορέας για τις μεγάλες αμερικανικές εταιρίες, όπως η Goldman και η Citi, πιθανότατα θα αναθέσει στον όμιλο να επιλέξει μια αμερικανική ρυθμιστική αρχή ως «ρυθμιστή-συντονιστή», ο οποίος θα γινόταν ο de facto εθνικός ρυθμιστικός φορέας για τον όμιλο.

Η διεθνής ρύθμιση των ηθών και των κινήτρων είναι προφανώς άλλο θέμα. Ακόμα και αν ήταν σε ισχύ οι υποδομές για αποτελεσματική παγκόσμια ρύθμιση, θα παρέμεναν τεράστιες προκλήσεις. Κάποιες θεωρητικής φύσεως. «Πόση απόκλιση από τους στόχους πρέπει να επιτρέπει ένα ρυθμιστικό σύστημα;», π.χ. πρέπει να είναι πάνω από μηδέν, και λιγότερο από όσο χρειάζεται για να καταρρεύσει πλήρως το σύστημα. Ίσως αξίζει έπαινος στην αμερικανική ρύθμιση που επιτράπη στην Enron να πτωχεύσει, και ευτυχώς αυτό δεν φαίνεται να είχε επιπτώσεις σε ολόκληρο το σύστημα. Κάποιες χώρες ίσως προσπαθούσαν να οργανώσουν μια διάσωση. Πράγματι, ακόμα και το Fed έχει τη φήμη ότι διατηρεί στη ζωή εταιρίες που έπρεπε να αφηθούν στην πτώχευση. Το να καταλάβουμε κατά πόσο το επίπεδο κινδύνου είναι υπερβολικά υψηλό έχει καταστεί δυσκολότερο τώρα που τόσος κίνδυνος μεταφέρεται από το τραπεζικό σύστημα. Πολλοί ανησυχούν ότι οι ρυθμιστικές αρχές και οι χρηματοπιστωτικές εταιρίες είναι καλύτερες στο να κρίνουν τον σχετικό κίνδυνο διαφορετικών εργαλείων, θεσμών και αντισυμβαλλόμενων από ότι τον συνολικό κίνδυνο του συστήματος. Οι ανησυχίες καθίστανται όλο και εμφανέστερες μετά τα γεγονότα της Lehman.

Η Βασιλεία 3, μια πιο εκλεπτυσμένη εκδοχή των κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας, είναι τώρα στα σκαριά. Αποσκοπεί να έχει εφαρμογή όχι μόνο στις μεγάλες τράπεζες αλλά σε όλες τις τράπεζες παγκοσμίως, και σε όλες τις εταιρίες επενδύσεων στην ΕΕ. Γίνεται ακόμα συζήτηση και για ασφαλιστική Βασιλεία 3 σε σύντομο χρονικό διάστημα. Αλλά η Βασιλεία 3 έχει αντιμετωπίσει σημαντικές αντιθέσεις, εν μέρει επειδή είναι υπερβολικά περίπλοκη, εν μέρει επειδή κάποιες χώρες διαφωνούν ως προς το πόσο κεφάλαιο θα πρέπει να αποταμιευθεί έναντι κάποιων ειδών δανείων. Η Γερμανία θέλει χαμηλότερη κεφαλαιακή απαίτηση για δάνεια προς μικρές επιχειρήσεις, για παράδειγμα, επειδή τα τραπεζικά δάνεια είναι η παραδοσιακή πηγή χρηματοδότησής τους. Η έναρξη του νέου καθεστώτος, αρχικά προγραμματισμένη για το 2013, έχει ήδη μετατεθεί για το 2014, και ακόμη και αυτή η πρόβλεψη μπορεί να είναι αισιόδοξη. Στο μεταξύ, οι τράπεζες λειτουργούν με ένα κεφαλαιακό σύστημα που δεν δουλεύει όπως θα έπρεπε, αλλά που ίσως δίνει στους ρυθμιστικούς φορείς ένα ψεύτικο αίσθημα ασφάλειας.

Ως προς τον καθορισμό της κεφαλαιακής βάσης, η Βασιλεία 3 θα έδινε ακόμα σημαντικότερο ρόλο στους οίκους αξιολόγησης όπως οι Moody's και Standard & Poor's. Η ποιότητα των αξιολογήσεών τους είναι αμφιλεγόμενο ζήτημα. Εναλλακτικά, οι τράπεζες θα ενθαρρυνθούν να χρησιμοποιήσουν τις δικές τους αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας. Αλλά οι ρυθμιστικές αρχές δεν εμπιστεύονται ακόμα τη χρήση ποσοτικών μοντέλων πιστωτικού κινδύνου για να καθοριστεί η κεφαλαιακή βάση. Χρειάζονται καλύτερες τεχνικές και καλύτερα δεδομένα, ιδιαίτερα στην Ευρώπη.

Πολλές μεγάλες τράπεζες χρησιμοποιούν ήδη ποσοτικά μοντέλα για να εκτιμήσουν πόσο κεφάλαιο πρέπει να αποταμιεύσουν έναντι χαρτοφυλακίων κινητών αξιών. Αυτά τα μοντέλα δυνητικής ζημίας κανονικά μετράνε το περισσότερο που μπορεί να χάσει μια εταιρία σε μια μέρα, κρίνοντας από παλαιότερες επιδόσεις, αλλά τείνουν να υποεκτιμούν τη συχνότητα των κακών ημερών. Την τελευταία δεκαετία έχουν λάβει χώρα στην αγορά έξι «τέλειες καταιγίδες», στη διάρκεια των οποίων οι υπολογισμοί δυνητικής ζημίας αποδείχθηκαν άχρηστοι στην πρόβλεψη των απωλειών. Ο έλεγχος αντοχής των χαρτοφυλακίων έναντι υποθετικών τέλειων καταιγίδων θεραπεύει κάποιες από τις αδυναμίες. Όμως η μοντελοποίηση του πιστωτικού κινδύνου με αυτό τον τρόπο είναι πολύ δυσκολότερη, εν μέρει επειδή τα δεδομένα για παλιότερες πιστωτικές επιδόσεις είναι ελάχιστα.

Ένα άλλο αγοροπαγές σύστημα ρύθμισης χάρει επίσης κάποιας προσοχής. Εάν οι τράπεζες εκδίδουν βραχυπρόθεσμα δευτερεύον χρέος που ανταλλάσσεται καθημερινά και πρέπει να αναχρηματοδοτείται συστηματικά, και μπορούν να συνεχίσουν να δραστηριοποιούνται μόνο εφόσον αναχρηματοδοτείται το χρέος, τότε η αγορά θα ρυθμίσει πρακτικά την τράπεζα. Οι δανειστές δεν θα χρηματοδοτήσουν μια τράπεζα που πιστεύουν ότι κινδυνεύει να χρεοκοπήσει. Δυστυχώς, η μόνη χώρα που το έχει δοκιμάσει έως τώρα ήταν η Αργεντινή, όπου το κυβερνητικό μάδημα του τραπεζικού συστήματος μετά τη χρεοκοπία κατέστησε προφανή τη συνέχεια. Οι πρόσφατες ανεκπλήρωτες διεκδικήσεις αμερικανικών αντισταθμιστικών κεφαλαίων για χρέη του 2001 προκαλούν πονοκέφαλο τόσο στις αρχές της Αργεντινής όσο και στους ρυθμιστικούς φορείς των ΗΠΑ.

Οι ρυθμιστικοί φορείς κατανοούν ότι η απίστευτη πολυπλοκότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος επιβάλλει πρακτικούς περιορισμούς στις δυνατότητές τους. Όλο και περισσότερο, είναι ανάγκη να στηριχθούν στον ιδιωτικό τομέα για να τους βοηθήσει στο ρυθμιστικό τους έργο. Αυτοί απλά δεν έχουν την ικανότητα να γνωρίζουν τι κίνδυνοι υφίστανται στο εσωτερικό μιας μεγάλης διεθνούς τράπεζας εκτός και αν τους το πει η ίδια.

Το νέο παγκόσμιο δίλημμα, και η νέα πραγματική απειλή, είναι ο κίνδυνος που ανέλαβαν αρχικά οι κεφαλαιαγορές να επιστρέψει τελικά στο τραπεζικό σύστημα.

Δεδομένων των σοβαρών πολιτικών δυσχερειών, η ιδέα ενός μοναδικού παγκόσμιου ρυθμιστικού φορέα δεν υπάρχει σοβαρά σε καμία ατζέντα. Ίσως είναι καλύτερα έτσι: ο ανταγωνισμός μεταξύ ρυθμιστικών αρχών έχει κάποια οφέλη. Αυτό που είναι στην ατζέντα, τουλάχιστον των ρυθμιστικών φορέων χωρών που είναι ανοικτές στο διεθνές κεφάλαιο, είναι η διασφάλιση της διαθεσιμότητας καλών πληροφοριών σχετικά με την κατάσταση των διεθνών αγορών και τις παγκόσμιες δράσεις των χρηματοπιστωτικών εταιριών. Το FSA, για παράδειγμα, μπορεί να ρυθμίσει μόνο τις βρετανικές δραστηριότητες της Citigroup, αλλά θα ήταν πολύ πιο εύκολο να καταφέρει κάτι αν γνώριζε αρκετά σχετικά με την υγεία της εταιρίας παγκοσμίως<sup>25</sup>. Οι πληροφορίες κυλούν ήδη πιο ελεύθερα μεταξύ διαφόρων εθνικών ρυθμιστικών αρχών. Οι πολυεθνικοί θεσμοί όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών και το Φόρουμ για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα παίζουν όλοι τους σημαντικό ρόλο, αλλά είναι η διμερής επικοινωνία μεταξύ των εθνικών ρυθμιστικών αρχών που έχει την περισσότερη βαρύτητα, και το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα δεν είναι αρκετά διαφανές για τους εθνικούς ρυθμιστές<sup>26</sup>.

Το να καταλάβουμε κατά πόσο το επίπεδο κινδύνου είναι υπερβολικά υψηλό έχει καταστεί δυσκολότερο τώρα που τόσοσ κίνδυνος μεταφέρεται από το τραπεζικό σύστημα. Το πρόβλημα έχει έρθει στο προσκήνιο από την τεχνολογική φούσκα και τον φόβο μιας ευρύτερης αμερικανικής φούσκας μετοχών. Οι ρυθμιστικές αρχές γνωρίζουν πότε έχει σχηματιστεί μια φούσκα και το χρηματοοικονομικό σύστημα γίνεται επικίνδυνα ανισόρροπο; Πιθανότατα όχι με αρκετή σιγουριά ώστε να διαμορφώσουν ανάλογα πολιτικές. Αυτό που είναι προφανές είναι πως ο συνολικός κίνδυνος αλλάζει και κυλά μαζί με τον οικονομικό κύκλο. Οι δανειδότες τείνουν να δανείζουν υπερβολικά σε καλές εποχές, θερμαίνοντας την οικονομία, και έπειτα κάνουν υπερβολικές περικοπές σε ύφεση, χειροτερεύοντας την κατάσταση. Ένας τρόπος να το ξεπεράσουμε αυτό είναι να απαιτηθεί από τις τράπεζες να αποταμιεύουν περισσότερα κεφάλαια κατά την περίοδο άνθισης από ό,τι στην ύφεση, για να κάνει την ανάληψη κινδύνου λιγότερο συγκυριακή<sup>27</sup>. Αν αυτό γινόταν διεθνής απαίτηση, θα ήταν ό,τι καλύτερο. Οι πρωτοβουλίες σε αυτό το θέμα θα πρέπει να προέρχονται από τους σημαντικότερους παίκτες των αμερικανικών αγορών.

Όλο αυτό δεν αποτελεί για κανένα λόγο νέα εξέλιξη.

#### 4. Σύνοψη και Συμπέρασμα

<sup>25</sup> Σε κάποιες περιπτώσεις, ωστόσο, ένα αναποτελεσματικό ρυθμιστικό σύστημα μπορεί να βολέψει τις ισχυρές χρηματοπιστωτικές εταιρίες. Στις ΗΠΑ οι Νόμοι Glass-Steagall, που κρατούσαν τις τράπεζες, τις τράπεζες επενδύσεων και τις ασφαλιστικές χωριστά, επέζησαν μυριάων προσπαθειών να καταργηθούν - μέχρι το 1998, όταν η Travelers, μια ασφαλιστική, συγχωνεύτηκε με τη Citibank (η οποία άμεσα έδωσε τέλος στο δαπανηρό λόμπινγκ του κατά της κατάργησης). Σύντομα οι νόμοι εξαφανίστηκαν.

<sup>26</sup> Μια αιτία είναι ότι δεν υπάρχει παγκόσμια ομοφωνία για το τι ακριβώς χρήζει ρύθμισης. Για παράδειγμα, στη Βρετανία οι ανασφαλιστικές ρυθμίζονται από το FSA, αλλά μόνο στις εγχώριες αγορές τους, η Munich Re και η Swiss Re, οι μεγαλύτερες ανασφαλιστικές παγκοσμίως, κατά βάση δεν ρυθμίζονται. Οι μη-χρηματοπιστωτικές εταιρίες με ευρείες οικονομικές δράσεις δεν ταιριάζουν πουθενά στο τρέχον ρυθμιστικό πλαίσιο. Η Enron, η οποία έχει εύλογα περιγραφεί ως μια τράπεζα επενδύσεων ή ως αντισταθμιστικό κεφάλαιο με μια επιχείρηση ενέργειας στο πλάι, δεν ρυθμιζόταν στις ΗΠΑ. Στη Βρετανία, η ίδια η εταιρία δεν ρυθμιζόταν, αλλά οι χρηματοοικονομικές θυγατρικές της παρακολουθούνταν από το FSA. Υπάρχουν μεγάλα ερωτήματα ως προς το ποιος ρυθμίζει τον αυξανόμενο αριθμό εταιριών που τώρα μεταμορφώνονται σε οικονομικούς γίγαντες, πάνω στα πρότυπα της GE με το τεράστιο επιχείρημα της GE Capital. Τα αντισταθμιστικά κεφάλαια και άλλοι υπερχρεωμένοι θεσμοί ρυθμίζονται ελαφρά στις περισσότερες χώρες, και καθόλου στις ΗΠΑ.

<sup>27</sup> Το πόσο κεφάλαιο πρέπει να αποταμιεύουν οι χρηματοπιστωτικές εταιρίες έναντι των κινδύνων είναι η πιο περίπλοκη απόφαση που πρέπει να λάβουν οι διεθνείς ρυθμιστικές αρχές. Από το 1988, οι μεγάλες τράπεζες τηρούσαν το κεφαλαιακό καθεστώς της Βασιλείας, που συνδέει το ποσό του κεφαλαίου προς αποταμίευση με τον συνολικό κίνδυνο των δανείων που δίνουν. Η Βασιλεία 2, μια πιο εκλεπτυσμένη εκδοχή των κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας, είναι τώρα στα σκαριά. Αποσκοπεί να έχει εφαρμογή όχι μόνο στις μεγάλες τράπεζες αλλά σε όλες τις τράπεζες παγκοσμίως, και σε όλες τις εταιρίες επενδύσεων στην ΕΕ. Γίνεται ακόμα συζήτηση και για ασφαλιστική Βασιλεία σε σύντομο χρονικό διάστημα. Αλλά η Βασιλεία 3 έχει αντιμετωπίσει σημαντικές αντιθέσεις, εν μέρει επειδή είναι υπερβολικά περίπλοκη, εν μέρει επειδή κάποιες χώρες διαφωνούν ως προς το πόσο κεφάλαιο θα πρέπει να αποταμιευθεί έναντι κάποιων ειδών δανείων. Η Γερμανία θέλει χαμηλότερη κεφαλαιακή απαίτηση για δάνεια προς μικρές επιχειρήσεις, για παράδειγμα, επειδή τα τραπεζικά δάνεια είναι η παραδοσιακή πηγή χρηματοδότησής τους.

*A./* Οι δύο κύριοι πομποί ανταγωνιστικών δυνάμεων στην παγκόσμια οικονομία είναι οι πολυεθνικές εταιρίες και οι διεθνείς κεφαλαιαγορές. Και οι δύο επιδεικνύουν γνωστή συστημική συμπεριφορά με καλά καθορισμένους στόχους και μετρήσιμη αποδοτικότητα. Για την καλή επίδοση των παγκόσμιων αγορών χρειαζόμαστε ωστόσο - μεταξύ άλλων - αποτελεσματικές αγορές (αναφορικά με την επεξεργασία των πληροφοριών), καλούς κανόνες και φυσικά αποφασιστικούς αλλά όχι υπερβολικά φιλόδοξους ρυθμιστικούς φορείς που όμως έχουν ισχύ. Σε ένα διεθνές οικονομικό πλαίσιο, ωστόσο, μέχρι τώρα δεν έχουν εκπληρωθεί καμία από αυτές τις απαιτήσεις. Οι εθνικές κυβερνητικές επιλογές, καθώς επίσης και οι διεθνείς επενδυτικές αποφάσεις πολυεθνικών εταιριών και ιδιωτών παραμένουν σε μεγάλο βαθμό εντός των «δικών τους» αντιληπτών ορίων, χωρίς ενδιαφέρον για κάποιους «διεθνώς καθορισμένους» ή επιθυμητούς στόχους. Η παρούσα διχοτομία του καθορισμού των διεθνών οικονομικών γεγονότων βάσει των προτιμήσεων των ισχυρών κρατών (π.χ. ΗΠΑ, ΕΕ των 27, Ιαπωνία), αλλά ουσιαστικά εγχώριων μακροοικονομικών αναγκών, και βάσει των προτιμήσεων πολυεθνικών εταιριών σε επιχειρησιακό επίπεδο, δεν πρόκειται να αλλάξει σύντομα. Την ίδια στιγμή, υπάρχει αυξανόμενη ανάγκη για δράση και διαχείριση των αγορών παγκοσμίως, και κατά συνέπεια υπάρχει ανάγκη ετοιμότητας για συντονισμό διεθνών πολιτικών δράσεων, ρύθμιση της συμπεριφοράς πολυεθνικών εταιριών και συμφωνία σε κάποιους κοινούς κανόνες των διεθνών οικονομικών αγορών. Αυτές οι παγκόσμιες προσπάθειες συντονισμού μπορούν να θεωρηθούν συνεισφορές στην παροχή παγκόσμιας οικονομικής σταθερότητας, ενός πολύτιμου δημοσίου αγαθού.

*B./* Ως γενικός κανόνας, οι ανταγωνιζόμενες εταιρίες, εγχώριες και διεθνείς, μαθαίνουν από τα λάθη του παρελθόντος και προσαρμόζονται διαρκώς στις νέες συνθήκες. Εμείς συμπεράναμε πως και οι κυβερνήσεις και οι ρυθμιστικές αρχές συγκρατούν διδάγματα. Όντως, μαθαίνουν αργά, αλλά πράγματι παίρνουν διδάγματα. Από αυτή την άποψη, υπάρχει μια εξέλιξη των εννοιών και των κατάλληλων πολιτικών δράσεων ως αποτέλεσμα ενός συνεχώς μεταβαλλόμενου παγκόσμιου οικονομικού περιβάλλοντος. Αν και η μακροοικονομία δεν αυτοδιορθώνεται, μπορεί να μάθει από την εμπειρία. Τουλάχιστον, αυτή την εντύπωση αποκτά κανείς από την αμερικανική εμπειρία των αλληλεπιδράσεων μεταξύ αγορών και κυβέρνησης τις τελευταίες δύο δεκαετίες. Στην αμερικανική οικονομία, γενικότερα, υποστηρίξαμε πως παρά την πρόσφατη δραματική αδυναμία του χρηματιστηρίου, και παρά τα εταιρικά σκάνδαλα, η αντοχή του χρηματοοικονομικού της συστήματος και η ελκυστικότητα των εγχώριων αγορών της στα μάτια των ξένων επενδυτών δεν έχει φθαρεί σημαντικά. Αυτή η εκπληκτική αφοσίωση μπορεί να αποδοθεί οπωσδήποτε στα κυρίως κατάλληλα μέτρα οικονομικής πολιτικής που πάρθηκαν, ή - αν προτιμάτε - στις έμπιστες αξίες των μηχανισμών της αμερικανικής αγοράς γενικότερα.

*Γ./* Βάσει της διεθνούς ιστορίας χρέους της αμερικανικής οικονομίας, εμείς εισηγηθήκαμε πως για ένα πιο ομαλό και βιώσιμο μελλοντικό πρότυπο ανάπτυξης για την παγκόσμια οικονομία, θα ήταν ωφέλιμο ένα υψηλότερο ποσοστό αποταμίευσης στις ΗΠΑ και ένα υψηλότερο ποσοστό κατανάλωσης στην Ιαπωνία και την Ευρωζώνη. Αυτό δεν αποτελεί για κανένα λόγο καινοτομία, αλλά μπορεί να θεωρηθεί ένα αρκετά μείζον διεθνές ζήτημα που πρέπει να (ξανά)αντιμετωπιστεί σύντομα.

*Δ./* Ούτε η επανάσταση της πληροφορίας ούτε η παγκοσμιοποίηση μπόρεσαν να διαγράψουν, κατά πόσο να διευθετήσουν τους ανεπιθύμητους υφεσιακούς οικονομικούς κύκλους. Επιπρόσθετα, υποστηρίξαμε πως οι κεντρικές τράπεζες πρέπει να εποπτεύουν συνεχώς και τα σύνδρομα πλούτου, όχι μόνο τον πληθωρισμό. Αυτό είναι ένα πρόσφατο δίδαγμα που πρέπει να (ξανά)μάθουμε. Συνεπώς, τονίσαμε ότι τα χρήσιμα στοιχεία της αντικυκλικής κυβερνητικής παρέμβασης πρέπει να διατηρηθούν. Ακόμα, υπάρχει ανάγκη διαρκών διακυβερνητικών προσπαθειών προς διατήρηση της παγκόσμιας ζήτησης.

*Ε./* Οι πρόσφατες εξελίξεις στις κεφαλαιαγορές επιβεβαιώνουν ότι υπάρχει επίσης ανάγκη επίβλεψης του παγκόσμιου αντίκτυπου των διεθνών μετακινήσεων κεφαλαίων. Η ανάγκη για παγκοσμίως συντονισμένο έλεγχο της διεθνούς κεφαλαιακής κινητικότητας δικαιολογείται αν πρόκειται να προσθέσει στις ταχύτατες ενδοεταιρικές διασυννοριακές ροές κεφαλαίων μια κάποια ρύθμιση, προς αποφυγή συγκάλυψης ανεπιθύμητου κινδύνου διεθνώς. Το πρόβλημα με τη σημερινή παγκόσμια δεξαμενή κεφαλαίου είναι ότι οι ρυθμιστές μπορεί να περιορίζονται, π.χ. έλλειψη δικαιοδοσίας. Υπό αυτή την έννοια, υπάρχει προφανής ανάγκη για κάποιου είδους παγκόσμια ρύθμιση που αυξάνει τα διεθνή πρότυπα ασφάλειας στη διαχείριση κινδύνων που διασπείρονται σε αναρίθμητους διεθνείς δρώντες. Σε αντίθεση με τις εγχώριες κεφαλαιαγορές, οι παγκόσμιες αγορές δεν έχουν ενδιαφέρον ούτε μέσα για να αυτό-αστυνομεύονται, για να μην αναφέρουμε μια ισχυρή επίσημη εποπτεία.

Αλλά κάποια πράγματα δεν αλλάζουν, όπως είπε ο τέως διευθυντής του Fed Alan Greenspan (2003) σε μια από τις διάσημες δηλώσεις του:

«...δεν υπάρχει εργαλείο για να αλλάξουμε την ανθρώπινη φύση. Πολύ συχνά οι άνθρωποι είναι επιρρεπείς σε αλλεπάλληλα κύματα αισιοδοξίας και απαισιοδοξίας που προκύπτουν από καιρό σε καιρό στην αύξηση ή στη μείωση των κερδοσκοπικών υπερβολών».

Πότε ακριβώς καταρρέει η άνθιση είναι δύσκολο να το πούμε και να το προβλέψουμε, οπότε η δήλωση του Rajan (2010) ηχεί σαν μια ρεαλιστική μελωδία:

«Η πιστωτική κρίση σίγουρα δεν ήταν ένα “προβλέψιμο” γεγονός. Αν ρωτάμε γιατί οι οικονομολόγοι δεν πρόβλεψαν την πιστωτική κρίση, θα πρέπει επίσης να αναρωτηθούμε γιατί οι πολιτικοί επιστήμονες δεν πρόβλεψαν την Αραβική Άνοιξη, ή μια τρομοκρατική επίθεση όπως η 11η Σεπτεμβρίου, ή γιατί οι σεισμολόγοι δεν μπορούν να προβλέψουν τους σεισμούς».

Μετάφρασε η Αγγελική Νεβσεχιρλίογλου

\*

### Αναφορές

- Ábel, I.- Kóbor, Á. (2008): Kamatkülönbözet, spekulációs profit és árfolyam-változékonyság, *Közgazdasági Szemle* 55(11): 941-962.
- Bernanke, B. S. (2008): *Principles of Economics*, McGraw Hill, 3rd ed. Boston
- Bhagwati, J. (2004): *In Defense of Globalization*, Oxford University Press, Oxford-New York
- Brooks, Robin-Edison, Hali-Kumar, Manmohan and Sló� Torsten (2001): Exchange Rates and Capital Flows, *IMF Working Paper*, WP/01/190
- Csaba László (2005): *The New Political Economy of Emerging Europe*, Akadémiai Kiadó, Budapest
- Csaba, László (2009) *Crisis in Economics?* Akadémia Kiadó, Budapest
- Darvas, Zsolt (1996): Kamatkülönbség és árfolyamvárakozások, *MNB füzetek*, 1996(4)
- Edison, Hali. J. Melick, William R.(1999): Alternative Approaches to Real Exchange Rates and Real Interest Rates: Three Up and Three Down, *International Journal of Finance and Economics*: 93-111.
- Erdős, Tibor (1976): *Egyensúly, válság, ciklikusság*. Kossuth Kiadó, Budapest
- Erdős, Tibor (1998): *Infláció, különös tekintettel az 1990-es évek magyar gazdaságára*, Akadémiai Kiadó, Budapest
- Fisher, Stanley (2001): Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? Distinguished Lecture on Economics in Government, *Meetings of the American Economic Association*, New Orleans, January 6
- Froot, Kenneth, A.-Rogoff, Kenneth, (1995): Perspectives on PPP and Long Run Real Exchange Rates, In: Grossman, G.-Rogoff, K. /eds./: *Handbook of International Economics*, Vol. III, Elsevier Science
- Greenspan, A. (2003): Speech at the 35<sup>th</sup> Conference of the Chicago FED, May
- Inotai, András (1989): *Működőtőke a világgazdaságban*, KJK, Budapest
- Kádár, Béla (1979): *Szerkezeti változások a világgazdaságban*, Közgazdasági és Jogi Kiadó, Budapest
- Kenen, Peter B. (1988): *The International Economy*, 2<sup>nd</sup> Edition, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey
- Kozma, Ferenc (2002): *A félperiféria*, Aula Kiadó, Budapest
- Krugman, Paul (1994): Competitiveness: a dangerous obsession, *Foreign Affairs*, Vol. 73(2): 28-44.
- Krugman, Paul –Obstfeld, Maurice (2000): *International Economics, Theory and Practice*, 5<sup>th</sup> Edition, Addison Wesley Longman & (2003): *Nemzetközi Gazdaságtan, Elmélet és Gazdaságpolitika*, Panem Kiadó, Budapest
- Lörincné Istvánffy, Hajna-Lantos, Imre (1993): *Külgazdaság - nemzetközi pénzügyek*, Aula Kiadó, Budapest
- Magas, István (1987): Konjunktúraalakulás és világgazdasági változások a fejlett tőkés országokban, *Közgazdasági Szemle* 1987(1): 70-84.
- Magas, István (1992): The Dynamics of Export Competition in High-technology Trade: USA, Japan, Germany (1973-1987), *The International Trade Journal*, 1992, Summer: 471-513.
- Magas, István (2000): The Impact of International Capital Flows: The Case of Hungary, In : Bara, Z.-Csaba, L /eds/ (2001): *Small Economies Adjustment to Global Change*. Budapest, Aula Kiadó: 341-356.
- Magas, István (2001): International Distribution of Equity Funds and Market Efficiency, *Acta Oeconomica* Vol. 51(3): 343-362.
- Magas, István (2002): *Kapitalizmus felülnézetből, a piacok és a természet logikája*, (világgazdasági tanulmányok), Aula Kiadó, Budapest.
- Magas, István (2009): *Világgazdasági válság 2007-2009*, Aula Kiadó, Budapest
- Mátyás, Antal (1973): *A Modern polgári közgazdaságtan*, Budapest, KJK
- Mátyás, Antal (1992): *A korai közgazdaságtan története*, Aula Kiadó, Budapest
- Mátyás, Antal (1996): *A modern közgazdaságtan története*, Aula Kiadó, Budapest
- Móczár, József (1987): *Gazdaságirányítás és tervezés japán módra*. Közgazdasági és Jogi Kiadó, Budapest

- Obstfeld, Maurice (1998): The Global Capital Market, “Benefit or Menace”, *Journal of Economic Perspectives* 12(4): 9-30.
- Palánkai, Tibor (1999): *Az európai integráció gazdaságtana*. Aula Kiadó, Budapest
- Pugel, A. Thomas - Lindert. H. Peter (2002): *International Economics*, 11<sup>th</sup> International Edition, Irwin McGraw-Hill, Boston
- Rajan, Raghuram (2010): *Hard Landing or Soft Landing, crisis interpretations revisited*, Working Paper 152/2010, Chicago University
- Rodrik, D. (2007): *The New Global Economy and Developing Countries: Making Openness Work*, Baltimore, MD: The Johns Hopkins University Press. 2<sup>nd</sup> Edition
- Simai, Mihály (1994): *The Future of Global Governance, Managing Risk and Change in the International System*, United States Institute of Peace Press, Washington D.C.
- Solow, Robert (2000): *Unemployment in the United States and in Europe: A Contrast and the Reasons*, CESifo Working Paper No. 231
- Stiglitz, Joseph (2002): Information and the Change in the Paradigm of Economics, *American Economic Review*, Vol. 92: 460-501.
- Szapáry, György (1999): A nemzetközi pénzügyi válság tovaterjedése különböző árfolyamrendszerekben, *Közgazdasági Szemle*, 46(11): 945-968.
- Száz, János (1991): *Hitel, pénz, tőke, A hitelpénz és a pénztőke idődimenziója*, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest
- Szentes, Tamás (1999): *Világgazdaságtan, elméleti és módszertani alapok*, Aula Kiadó Budapest
- Török, Ádám (1999): *Verseny a versenyképességért*, ISM, Budapest.

© DKE 2012

<http://www.southeast-europe.org>  
[dke@southeast-europe.org](mailto:dke@southeast-europe.org)

\*

Σημείωση: Σεβαστοί ερευνητές, αν κάνετε μια αναφορά σε αυτό το τμήμα ή απόσπασμα του άρθρου, παρακαλούμε στείλτε μας ένα e-mail στο [dke@southeast-europe.org](mailto:dke@southeast-europe.org) για να μας το δηλώσετε.

Παρακαλούμε αναφερθείτε στο άρθρο ως εξής:

Istvan Magas: Μαθήματα της κρίσης: Αλλάζοντας τη μακροοικονομία και τα ήθη. (Μετάφρασε η Αγγελική Νεβσεχιρλίου), *Délkelet Európa - South-East Europe International Relations Quarterly*, Τόμος 3. No.3 (Φθινόπωρο 2012) σελ. 20.

Σας ευχαριστούμε για την συνεργασία σας. *Αρχισυντάκτης*.