

研究紀要

國際金融史上債權國與債務國 的不對等（稱）調整 從希臘危機談起*

何泰寬**、葉國俊***

收稿日期：2017年3月27日

接受日期：2017年4月18日

* DOI:10.6164/JNDS.201806_17(2).0004

本文依據2016年12月2日臺灣大學國發所當代臺灣組沙龍式組聚，發表演講內容整理改寫而成。

感謝所長周桂田教授的邀請，編輯委員與二位匿名評審委員指正，以及研究期間科技部專題計畫（MOST103-2410-H-007-004-MY2）所給予的資助。

** 國立清華大學計量經濟學教授，研究專長為國際金融、總體經濟、貨幣銀行，
E-mail: tkho@mx.nthu.edu.tw。

*** 國立臺灣大學國家發展研究所教授，研究專長為兩岸經貿交流、歐洲經濟整合、國際經濟學，E-mail: kuochunyh@ntu.edu.tw。

摘 要

國際金融用語指稱的債權國與債務國，就是一國經常帳有持續的盈餘或赤字。然而歷史經驗顯示，這二種國家的經濟調整常是不對稱的，即調整的重擔大多落在債務國身上：當債務國緊縮其國內消費與國內投資時，債權國並沒有相對地擴張其國內消費與投資，因此導致整個歐元區甚至全球經濟傾向於通貨緊縮。本文回顧兩次大戰之間金本位、二戰後布列敦伍德體系、以及此次歐債危機，可以發現其中有許多相似之處。

關鍵詞：資本流動、金本位、布列敦伍德體系、歐債危機

壹、緒論：歐債危機的本質

國際金融用語指稱的債權國 (Creditor)，乃是資金淨輸出國，也就是該國的經常帳有持續的盈餘。相反地，一國如果為資金淨輸入國，也就是該國有持續的經常帳赤字，則稱之為債務國 (Debtor)。根據國民所得帳的定義，經常帳餘額等於國民儲蓄與國內投資兩者之間的差距。一國的儲蓄若是大於國內投資，則有額外的資金可以借貸給外國，經常帳餘額因此為正。相反地，若是一國的儲蓄小於國內投資，表示該國是透過外國借貸來融通國內投資，經常帳餘額因此為負。

根據總體經濟與國際金融理論，這可以由以下簡單的公式來表示：

$$\begin{aligned} \text{國內生產毛額 (GDP)} &= \text{民間消費支出} + \text{國內投資} \\ &\quad + \text{政府支出} + (\text{出口} - \text{進口}) \end{aligned} \quad (1)$$

$$\text{國民生產毛額 (GNP)} = \text{國內生產毛額} + \text{國外要素所得淨額} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{國民儲蓄} &= \text{國民生產毛額} - (\text{民間消費支出} + \text{政府支出}) \\ &= \text{國內投資} + (\text{出口} - \text{進口}) + \text{國外要素所得淨額} \\ &= \text{國內投資} + \text{經常帳盈餘或赤字} \end{aligned} \quad (3)$$

圖 1 所描繪的，正是法國、德國、希臘、愛爾蘭、義大利、葡萄牙、西班牙、比利時、與荷蘭等九個歐元區國家，從 1999 年至 2015 年的累加經常帳盈餘或赤字，也就是式 (3) 所示的項目。該圖顯示希臘、西班牙、與葡萄牙等國，從歐元實施之後持續累積了的經常帳赤字；另一方面，德國、荷蘭、與比利時等國則是持續累積經常帳盈餘。

很明顯的，希臘、西班牙、與葡萄牙等國，仰賴德國、荷蘭、與比利時等國的資金流入來融通其經常帳赤字。後者提出只有在前者實施嚴厲的撙節政策下，才願意繼續融通其資金需求。然而，由式 (1)

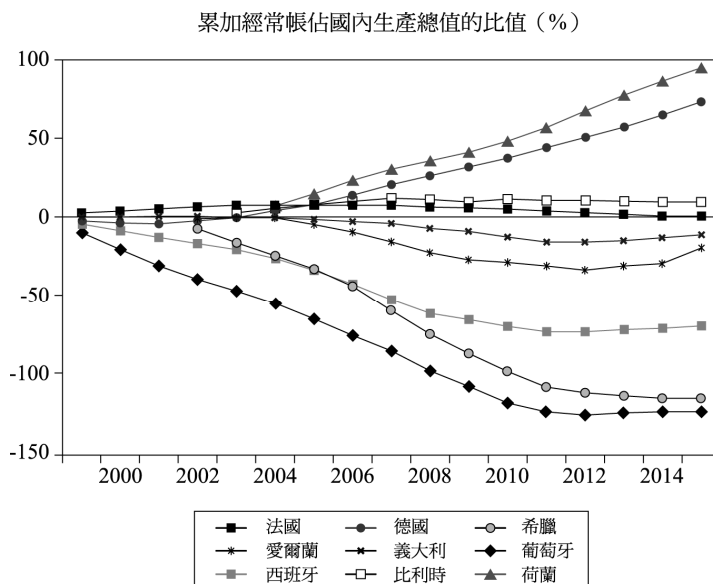


圖 1 歐元區九國的累加經常帳餘額占 GDP 比值

資料來源：參照 OECD 統計資料庫，¹ 作者自行繪製

與 (2) 也可看出，擲節政策將降低國內消費、投資與政府支出，必將進一步加深前者以 GNP 或 GDP 所代表的經濟發展衰退。

在歐元實施之後，德國、荷蘭、與比利時等國的資金過度樂觀地大幅流入希臘、西班牙、與葡萄牙等國，這是使其經常帳赤字得以持續維持的原因。因此，債務國（希臘、西班牙、與葡萄牙）與債權國（德國、荷蘭、與比利時），對於歐元區的經常帳失衡都同樣負有責任。債務國的責任在於過度借款；債權國的責任在於過度放款，雙方理當共同擔負經常帳失衡的問題。然而在歐洲債務危機之後，債務國與債權國兩者的關係卻變得不對等。債權國被視為是勤儉節約的典範；債務

¹ OECD 統計資料庫，1999 年至 2015 年法國、德國、希臘、愛爾蘭、義大利、葡萄牙、西班牙、比利時與荷蘭等九個歐元區國家的累加經常帳盈餘或赤字，<http://stats.oecd.org>。2017/03/26 檢索。

國則被視為財政揮霍無度自食其果。政策調整的責任，也因此全都落在債務國身上。債務問題的處理，也都是出於保護債權國單方的利益。

之所以這樣說的主要理由，在於實行共同貨幣歐元後，上述債務國已喪失獨立的貨幣政策，加重了經濟調整的難度。一個具備獨立貨幣政策的國家，可藉由匯率貶值來調整經常帳赤字，已是眾所週知的常識，但歐元區的債務國無法這樣做，因此必須藉由內部貶值 (Internal Devaluation) 的方式，來調整其經常帳，也就是減低其工資與生產成本。

圖2顯示上述國家的名目單位勞動成本(Nominal Unit Labor Cost)在3年期間的變動率。希臘、西班牙、與葡萄牙在2005年至2008年

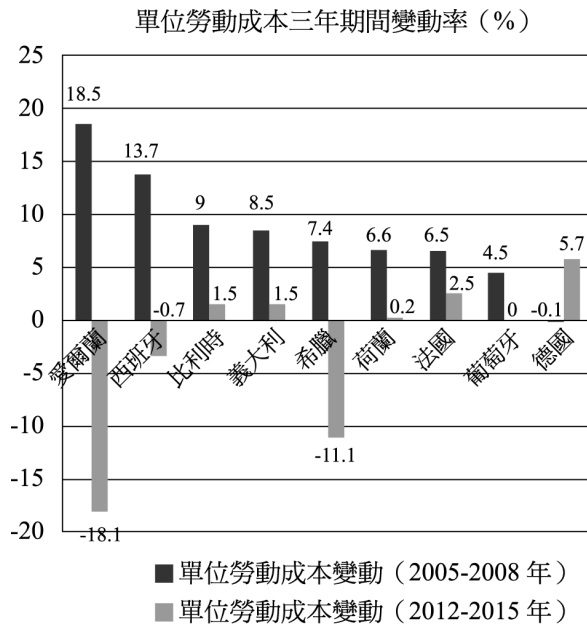


圖 2 歐元區九國名目單位勞動成本

資料來源：參照歐盟統計局 (Eurostat) 資料庫網站，² 作者自行繪製

² 歐盟統計局統計資料庫，2005年至2008年及2012年至2015年，法國、德國、希臘、愛爾蘭、義大利、葡萄牙、西班牙、比利時與荷蘭等九個歐元區國家的單

期間的單位勞動成本分別上升了 7.4%、13.7%、與 4.5%。債務危機之後，單位勞動成本在西班牙與葡萄牙呈現停滯，在希臘則下降 11.1%。最顯著的例子是愛爾蘭，在同一時期單位勞動成本下降了 18.1%。

內部貶值通常伴隨產出的下跌與失業率的上升。圖 3 顯示上述九個歐元區國家從 1999 年至 2015 年的失業率。希臘與西班牙的失業率在債務危機之後持續攀升，直到 2015 年底依舊高於 20%，分別是 25.0%（希臘）與 22.1%（西班牙），葡萄牙的失業率也高達 12.7%。

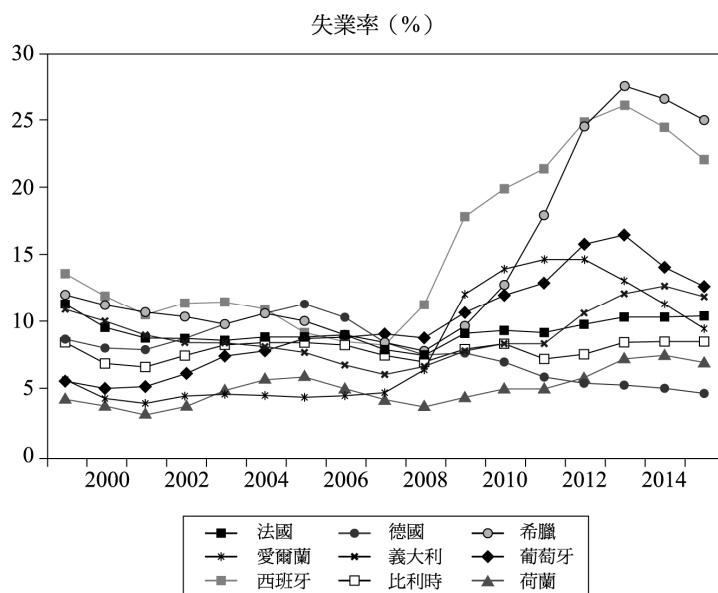


圖 3 歐元區九國失業率

資料來源：參照 OECD 統計資料庫，³ 作者自行繪製

位勞動成本，<http://ec.europa.eu/eurostat/web/main/home>。2017/03/26 檢索。

³ OECD 統計資料庫，1999 年至 2015 年法國、德國、希臘、愛爾蘭、義大利、葡萄牙、西班牙、比利時與荷蘭等個歐元區國家的失業率，<http://stats.oecd.org>。2017/03/26 檢索。

綜結圖 2 與圖 3，顯示不對稱的調整，反映在債務國被迫實行擰節政策，透過內部貶值降低國內工資與物價水平；然而，債權國卻無相對應的膨脹措施，以便提高其國內的工資與物價水平。例如荷蘭在 2012 年至 2015 年間的單位勞動成本幾乎沒有變動，而比利時僅僅上升了 1.5%。德國的單位勞動成本上升了 5.7%。然而，與 2005 年至 2008 年的上升幅度相比，單位勞動成本的逆轉 ($5.7 - (-0.1) = 5.8$)，還是遠小於希臘 ($-11.1 - 7.4 = -18.5$)、西班牙 ($-0.7 - 13.7 = -14.4$)、愛爾蘭 ($-18.1 - 18.5 = -36.6$)。債權國也不需要經歷像債務國一樣的失業率問題。

上述的不對稱性調整，意味著調整的重擔全都落在債務國身上。當債務國緊縮其國內消費與國內投資時，債權國並沒有相對地擴張其國內消費與投資，因此導致整個歐元區傾向於通貨緊縮。這是歐元區在債務危機發生至今，經濟復甦一直落後於美國以及非歐元區歐洲國家的主要因素 (De Grauwe, 2016)。

貳、兩次大戰間金本位問題與歐債危機十分近似

我們會說明，前述歐債危機並非特例，貨幣政策不對稱性調整現象，由過去延續至今沒有顯著改善，只不過在過去金本位的年代，(國際收支) 盈餘 (赤字) 國家，所面對的是黃金的流入 (流出)。

根據物價鑄幣流動機制 (Price Specie-Flow Mechanism)，金本位下盈餘國家的中央銀行因黃金流入，應該要擴張貨幣供給並因此面對物價上漲；相對地赤字國家的中央銀行，則是要緊縮貨幣供給並且製造物價下跌。在實際上，赤字國家黃金準備流失，的確會依照上述描述行爲。但是盈餘國家卻不見得會如此，因為累積 (黃金) 準備而不擴張貨幣供給，並不會讓盈餘國家遭受任何懲罰。這樣的不對稱性調整，只強迫赤字國家緊縮貨幣供給，卻無法要求盈餘國家增加貨幣供給，帶給金本位區域潛在的通貨緊縮風險。

這種不對稱的調整機制，其實也存在於古典金本位，但是卻不成爲一個實際問題。主要原因在於英國稱霸期間，英格蘭銀行雖然會持有適當的準備，但是做爲一個營利機構，它同時也不願意囤積過多的黃金準備，造成資源與效率上的浪費，因此在操作上會避免持續的喪失或是累積準備，英格蘭銀行也因此扮演全球經濟金融重要的協調角色。凱因斯曾將當時的英格蘭銀行，比喻爲交響樂團的指揮。相對之下，在兩次大戰之間金本位時期，因爲國際政經局勢不穩定、美國經濟獨強吸引全球近四分之三黃金流入，以及法國中央銀行刻意低估法郎幣值與黃金囤積政策，全球黃金分配極不均衡，美法二國也沒有任何動機避免持續累積準備。

英國與法國在回到金本位時，都選定了不合適的黃金平價（匯率）。英國在 1925 年回復金本位，它將黃金平價訂在戰前的水準，也就是一個英鎊兌換 4.86661 個美元。由於英國在第一次世界大戰期間比美國經歷了較高的通貨膨脹，選定戰前的黃金平價，等於是高估了英鎊的價值，進而導致英鎊的實質匯率升值，英國出口商品變得昂貴。

相反地，法國雖然在 1928 年 6 月回復到金本位，卻讓匯率貶低到一次大戰前的 1/5。一英鎊在 1903 年兌換 25 法郎，到了 1928 年兌換 125 法郎（Parker, 2013）。法國將黃金平價訂得比戰前還要低很多，因此低估了法郎的價值，導致法郎的實質匯率貶值。

因爲法國出口商品變得便宜，英國必須透過輸出黃金以便結清貿易赤字。在國際收支惡化的情況下，英格蘭銀行必須維持高利率才能防止黃金進一步流出國外。相反地，法國的國際收支盈餘，再加上預期法郎升值的熱錢流入，使得法國耗盡其他國家的黃金存量。其他國家被迫提高利率，也就是採取較爲緊縮的貨幣政策，來防止黃金流出至國外。

美國與法國因爲吸收黃金流入，黃金存量不斷累積。根據金本位的理想運作，美國與法國也應該跟著擴張其國內貨幣供給。國內貨幣

供給的擴張，將會使得美國與法國物價上漲，其出口商品因而變得昂貴，導致美國與法國國際收支轉為赤字，引起黃金流出與貨幣供給的收縮。至於先前黃金流出的其它國家，則會因為出口商品變得便宜而產生貿易盈餘，進而變為國際收支盈餘、貨幣供給增加。這樣的過程反覆進行，最後使得全世界的物價水準趨近一致。上述的國際收支調整過程，就是前述由 David Hume 提出的物價鑄幣流動機制 (Price Specie-Flow Mechanism)。

但是，美國與法國在 1920 年代並沒有跟著擴張其貨幣供給，而遭遇黃金流出的其它國家不但無法採取擴張性的貨幣政策，甚至必須採用緊縮性的貨幣政策以便抑制黃金外流。這種不對稱的國際收支調整模式，使得全球經濟容易遭受通貨緊縮 (Deflation Bias) 的衝擊。美國與法國不對稱的調整政策，因此替 1930 年代登場的經濟大蕭條搭好舞台。

關於不對稱性的國際收支調整如何導致全球通貨緊縮，Irwin (2012) 的簡單估計得到：如果美國與法國在吸收大量黃金流入之後，不企圖阻止貨幣供給的擴張，全球物價在 1929 年至 1931 年間，應該是維持平穩，而不是如現實般劇烈下跌了 34%。

參、凱因斯的撥亂反正策略

有鑑於前述不對稱調整，所帶來的經濟亂局與納粹崛起災難，為了避免重蹈覆轍，凱因斯計畫發行以 Bancor 為名的國際貨幣，成立一個國際清算聯盟。該貨幣的價值與黃金固定，可以被大英國協、美國、與其他參與清算聯盟的國家視為等同於黃金，並且用於國際貿易的清算。會員國的中央銀行，在清算聯盟都設有帳戶，並透過這個帳戶來結算它們與其他國家的外匯餘額。國際收支盈餘的國家，在清算聯盟的帳戶因此是 credit；國際收支赤字的國家，在清算聯盟的帳戶是 debit。

而重點是不管是 credit 或是 debit，都不被允許沒有限制地增加：⁴

1. 每位會員國將會被給予一個配額。這個配額決定了該會員國對於國際清算聯盟的管理權責大小，以及它能借貸的額度。會員國同意，將其他會員國虧欠的收支盈餘，透過國際清算聯盟將等量的 bancor 移轉至其帳戶。在收支赤字的情況下，則是將等量 bancor 移轉至他國帳戶。
2. 國際清算聯盟設有儲備基金。一國帳戶 bancor 的盈餘或是赤字，如果超過上述配額的 1/4，就必須支付每年 1% 的金額（以實際盈餘或是赤字計算）。超過 1/2 的部分，則必須支付 2% 的金額。只有將 bancor 帳戶平均維持在收支平衡的國家，才不需要支付這筆懲罰性的金額。
3. 會員國的 debit 若是超過配額 3/4 長達 1 年以上，而且根據理事會的評估正在增加當中，理事會可以要求該國政府採取改善措施。會員國的 credit 若是超過配額 1/2 並且長達 1 年以上，就必須與理事會討論改善的措施，包含擴張國內信用供給、讓貨幣升值、減少進口關稅、或是增加國際貸放等等。

國際清算聯盟的好處很明顯，那就是可以抵銷存在國際金融體系中通貨緊縮的趨勢。透支功能讓赤字國家能夠有喘氣空間，同時不會增加盈餘國家的負擔。盈餘國家的資源，雖然目前自己用不著，卻可以讓赤字國家使用，不會成為閒置的購買力。在過去，國際收支盈餘的國家流入黃金，這些黃金被閒置不用，等於就是減少市場上的購買力，也因此對於全世界造成通貨緊縮的壓力，最後也會倒過來影響到盈餘國家的出口。同時，透過多國的機制，而不是許多雙邊的機制，使得上述的功能更為容易發揮，而且不易受到政治以及其他因素的操弄。

⁴ Horsefield (1969) 收錄凱因斯計畫的全文。

跟戰前不一樣的地方，在於調整的責任，同時落在 creditor 以及 debtor 國家。事實上，在 19 世紀時的金本位，當英國國際收支盈餘黃金流入時，倫敦很快將這些資金貸放至赤字國家，也因此減緩通貨緊縮的危險。這項機制，在紐約成爲國際金融中心之後就不復存在。凱因斯計畫，只是要恢復過去古典金本位這項調整機能。換句話說，creditor 國家不能再採取被動的態度。如果 creditor 國家採用被動態度，debtor 國家必將遭遇嚴峻的調整，最終將會波及所有的國家。

不過很可惜的是，在二次大戰後美國獨強的局勢下，後來的眾所熟知布列敦伍德體系（Bretton Woods System）處處遷就美國的要求，以至於後來有首打油詩感嘆，「在華盛頓談判的英國徒有腦力，但美國卻有財力」，⁵ 而在國際現實下，腦力只能屈從於財力。

肆、布列敦伍德體系及其問題

布列敦伍德體系在實際運作中產生兩個問題：戴高樂問題（de Gaulle Problem）與特里芬難題（Triffin Dilemma）。原本該協議將各國貨幣視爲等同，沒有單一貨幣應該獲得不對稱性的特權。赤字以及盈餘的國家，都有責任進行調整。相反地，美元卻隨著時間進展，演化並鞏固爲主要的準備貨幣。美國成爲布列敦伍德體系下，唯一不受國際收支條件限制的國家。換句話說，它完全可以國內政策目標爲優先，不需要考慮國際收支的後果。

所謂的戴高樂問題，就是美元在布列敦伍德體系中的不對稱性角色，特別是涉及國際收支的調整。這個問題之所以稱爲戴高樂問題，因爲法國總統戴高樂是這個現象的主要批評者。他稱此爲美國囂張的

⁵ In Washington Lord Halifax once whispered to Lord Keynes: "It is true they have the money bags, but we have all the brains."

特權 (Exorbitant Privilege)。

特里芬難題則是由比利時裔的耶魯大學經濟學家 Robert Triffin 在 1947 年提出。他認為布列敦伍德體系透過境外美元餘額的增加來滿足國際準備的需求，將給體系自身帶來不穩定。外國會累積美元準備，前提是美元可以被兌換成黃金。一旦境外美元的數量大於美國政府的黃金準備，大家就會開始懷疑上述的兌換是否沒有問題。在 1960 年，美國在國外的貨幣負債，首次超過美國黃金準備。接著在 1963 年，美國政府對於外國貨幣當局的負債，首度超過美國黃金準備。一旦外國貨幣當局拿手中的美元向美國政府兌換黃金，它的效應就像民眾擠兌銀行一樣，美元將因此巨幅貶值。

戴高樂問題與特里芬難題互為表裏。戴高樂統治下的法國是美國的債主，恐嚇要將手邊的美元兌換成黃金。他果真如此，就應驗了 Triffin 預見的美元崩潰與布列敦伍德體系的結束。

Bordo (2014) 一文的數據顯示美國從 1958 年到 1971 年間，國際收支都是呈現赤字。其中貿易帳大多是盈餘，但是資本帳大多是赤字，且後者的規模大於前者，導致整個國際收支為赤字。對於歐洲國家而言，美國的國際收支赤字是個問題，主要是在不對稱性的調整機制下，美國不需要因應國際收支而調整國內經濟。通常，美國政府會沖銷國際收支的赤字，使得國際收支的赤字，不至於導致國內貨幣供給緊縮。當時的西德認為美國是在輸出通貨膨脹，因此希望美國緊縮貨幣與財政政策。法國不甚認同美國獨享鑄幣稅，以及在金融上的主導地位。在 1965 年，法國開始將其持有的美元兌換成黃金。

隨著布列敦伍德體系崩解，歐洲國家開始建構屬於自己的匯率穩定機制 EMS，並成為歐元體系的前身。只是很明顯的，後者仍未吸取過去的經驗教訓，不對稱的調整舞臺，再度分別由德荷比等債權國與歐債五國擔任主角，迄今仍不斷摧折國際經濟與金融秩序的穩定。

伍、金融史對於開發中國家與新興經濟體的經濟意涵

由於理想並非一蹴可幾，國際金融債權與債務的不對稱調整依舊難以避免，因此從金本位、布列敦伍德體系、一直到最近的歐債危機，包括臺灣與中國在內的新興經濟體，都必須保持警惕並從中吸取教訓：

一、靠自己的儲蓄發展投資，而不是借債投資

對於資本邊際報酬率較高的開發中國家而言，成為資金淨輸出國（經常帳盈餘）是不具效率的做法。然而它可以避免國際資金急煞車（Sudden Stops）帶來的負面衝擊。所謂國際資金急煞車，可以用式(4)來解釋：

$$\text{經常帳} + \text{資本帳} = \text{外匯存底變動} \quad (4)$$

這個式子顯示國際收支的盈虧，最終會透過央行外匯存底的變化來吸收。若是資金流入逆轉變成流出，央行的外匯存底也將減少。若是央行外匯存底不足，面對資金流出時，勢必引發經常帳的調整。經常帳的調整，往往是透過出口與進口雙雙下跌，而進口的下跌幅度又遠大於出口，背後隱含國內產出的下跌，或是缺乏資金進口中間原料，因此導致生產活動中斷，其結果都是造成國內的經濟衰退。

圖 4 顯示近年包括拉丁美洲與東亞新興經濟體，所發生的國際資金急煞車案例，可以發現在相應時期，大規模的資金流動反轉，使這些國家都遭遇了嚴重的金融動盪，例如 1980 年代拉丁美洲債務問題與 1997-1998 亞洲金融危機，所造成的經濟金融損失，相信大家記憶猶新。

國家與時期	資金淨反轉 占GDP百分比	國家與時期	資金淨反轉 占GDP百分比
阿根廷 1982-83	20	墨西哥 1981-83	12
阿根廷 1994-95	4	墨西哥 1993-95	6
智利 1981-83	7	菲律賓 1996-97	7
智利 1990-91	8	委內瑞拉 1992-94	9
厄瓜多 1995-96	19	南韓 1996-97	11
匈牙利 1995-96	7	泰國 1996-97	26
印尼 1996-97	5	土耳其 1993-94	10
馬來西亞 1993-94	15		

圖 4 國際資金急煞車及其程度

資料來源：Calvo and Reinhart (1999)

二、讓自己變得不可或缺

舉例來說，歐洲在戰後的復甦是全球經濟復甦的關鍵，所以美國願意提供馬歇爾計畫（美元外匯）幫助歐洲重建（Guinnane, 2015）。但在歐債危機中，與德國的 27% 相較，希臘經濟規模佔歐元區比重不到 2%。看似偏低的重要性難以取得國際資金與合作，也使問題不斷被拖延下去。

三、貨幣國際化

當然這並非所有國家都有資格進行。Cohen (2012) 指出經濟規模、金融市場深化、法治與政策穩定，是貨幣國際化的必要條件。即使中國或日本這樣的國家，也未必能具備。然而除了外匯存底累積外，加入國際貨幣區域並參與貨幣互換協議，也是降低國際金融風險衝擊的策略之一。以亞洲為例，在清邁倡議之下，參與的國家透過雙邊換匯協定，來應付區域性的緊急流動性需求。在近年並進一步建立貨幣

及金融穩定委員會，以便強化區域金融穩定。Volz (2010) 分析了亞洲貨幣合作與整合的展望。迫切的目標，是要建立高效率的跨境支付系統，以便讓亞洲的銀行與企業可以使用當地貨幣進行交易，減少對於美元的依賴。同時必須進行跨境金融監管的協調工作，加強各國中央銀行之間的政策溝通，以便一旦金融危機發生時，可以有效防範金融危機的跨國蔓延。

參考文獻

- Bordo, Michael D. (2014). "Tales from the Bretton Woods." *Open Economies Review* 25: 981-991.
- Cohen, Benjamin. (2012). "The Yuan Tomorrow? Evaluating China's Currency Internationalisation Strategy." *New Political Economy* 17 (3): 361-371.
- De Grauwe, Paul. (2016). "The legacy of the Eurozone crisis and how to overcome it." *Journal of Empirical Finance* 39 (B): 147-155.
- Guinnane, Timothy W. (2015). "Financial Vergangenheitsbewältigung: The 1953 London Debt Agreement," *Economic Growth Center Discussion Paper No. 880*, Yale University. http://www.econ.yale.edu/growth_pdf/cdp880.pdf. Retrieval Date: 2018/06/04.
- Horsefield, J. Keith. (1969). *The International Monetary Fund 1945-1965: Twenty Years of International Monetary Cooperation, Volume III: Documents*. Washington: International Monetary Fund.
- Irwin, A. Douglas. (2012). "The French Gold Sink and the Great Deflation of 1929-32." *Cato Papers on Public Policy* 2: 1-56.
- Parker, Randall E. (2013). "The Great Depression," In Randall E. Parker and Robert Whaples (eds.), *Routledge Handbook of Major Events in Economic History*, pp. 151-165. London and New York: Routledge.
- Reinhart, Carmen M. and Guillermo A. Calvo. (2000). "When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options," *MPRA Paper 6982*, University Library of Munich, Germany. <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/6982/>. Retrieval Date: 2018/06/04.
- Volz, Ulrich. (2010). *Prospects for monetary cooperation and integration in East Asia*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

Asymmetric Adjustments between Creditors and Debtors: International Financial History and Its Implications for Emerging Economies*

*Ho, Tai-kuang** & Yeh, Kuo-chun****

Abstract

Creditors (debtors) in international finance are countries with a persistent current account surplus (deficit). However, history shows the adjustment between a creditor and a debtor is asymmetric: the latter is forced to contract its domestic demand but the former has no obligation to do anything at the same time. The consequences of this asymmetric adjustment is deflationary pressure in the Euro area and in the world economy more broadly. This paper reviews the gold standard in the 1920s, the post-war Bretton Woods System, and the recent European debt crisis and concludes there are important similarities among these cases.

Keywords: Capital Flows, Gold Standard, Bretton Woods System, European Debt Crisis

* DOI:10.6164/JNDS.201806_17(2).0004

Financial support from Taiwan's Ministry of Science and Technology is acknowledged (MOST103-2410-H-007-004-MY2).

** Professor. Department of Quantitative Finance, National Tsing Hua University.
E-mail: tkho@mx.nthu.edu.tw

*** Professor. Graduate Institute of National Development, National Taiwan University.
E-mail: kuochunyah@ntu.edu.tw

