

Διεθνής Δανεισμός και Κρίσεις Εξωτερικού Χρέους

Γ. Αλογοσκούφης και Π. Βαρθαλίτης

Εαρινό εξάμηνο 2022

Σύνοψη Διάλεξης

- Εξωτερικό χρέος:
 - Δυναμική εξίσωση του εξωτερικού χρέους και η διαχρονική εξέλιξη του.
 - Η σχέση του με το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.
 - Ανάλυση βιωσιμότητας.
- Κρίσεις εξωτερικού χρέους:
 - Προαπαιτούμενα μιας κρίσης.
 - Ιστορικά επεισόδια κρίσεων εξωτερικού χρέους.

Ο Διεθνής Δανεισμός και οι Αναπτυσσόμενες Οικονομίες

- Ένα βασικό χαρακτηριστικό πολλών οικονομιών, αλλά κυρίως των αναπτυσσομένων, είναι ότι οι *εσωτερικές τους αποταμιεύσεις* συχνά δεν επαρκούν για τη *χρηματοδότηση των επενδυτικών ευκαιριών* που υπάρχουν σε αυτές.
- Για το λόγο αυτό, οι αναπτυσσόμενες οικονομίες, όπως άλλωστε και πολλές αναπτυγμένες, συχνά καταφεύγουν σε δανεισμό από τις διεθνείς χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές για να χρηματοδοτήσουν επενδύσεις και την οικονομική τους ανάπτυξη.
- Ωστόσο, σε αντίθεση με τις μεγάλες αναπτυγμένες οικονομίες, ο διεθνής δανεισμός των *αναπτυσσομένων οικονομιών είναι συνήθως σε ξένο συνάλλαγμα*, και όχι στο δικό τους νόμισμα.

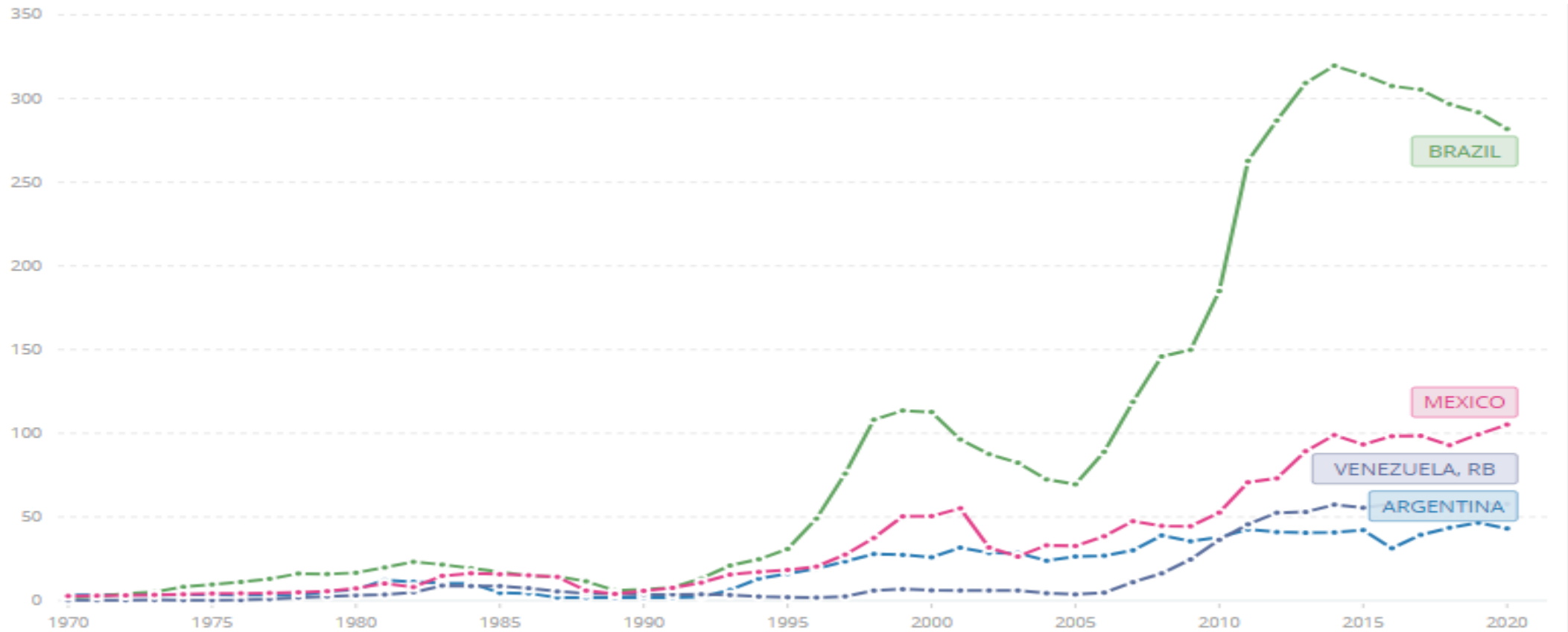
Οι Κίνδυνοι του Υψηλού Διεθνούς Δανεισμού και οι Κρίσεις Χρέους

- Ο *υψηλός εξωτερικός δανεισμός σε ξένο συνάλλαγμα* κάνει μια οικονομία πιο ευάλωτη αν αλλάξουν οι συνθήκες, ή ακόμη και οι προσδοκίες στις διεθνείς αγορές.
- Αν οι αγορές αρχίζουν να θεωρούν ότι μία χώρα μπορεί να μην είναι σε θέση να συνεχίσει να εξυπηρετεί το εξωτερικό της χρέος, δηλαδή να προχωρήσει σε στάση πληρωμών, μπορούν, με το να σταματήσουν να τη χρηματοδοτούν, να προκαλέσουν, ή να επισπεύσουν μία κρίση χρέους, με το ίδιο τρόπο που συμβαίνει και με τις κρίσεις στα καθεστώτα σταθερών ισοτιμιών.
- Δάνεια σε συνάλλαγμα ή ομόλογα σε συνάλλαγμα τα οποία λήγουν δεν ανανεώνονται, ή οι διεθνείς αγορές προκαλούν άνοδο του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους σε ξένο συνάλλαγμα.
- Οι κρίσεις χρέους μπορεί να οφείλονται σε *θεμελιώδεις παράγοντες*, αλλά σχεδόν πάντα έχουν και ένα στοιχείο αυτοεκπληρούμενης προσδοκίας.
- Επιπλέον, οι κρίσεις χρέους σπανίως περιορίζονται σε μία μόνο αναπτυσσόμενη οικονομία, αλλά συχνά *μεταδίδονται και σε άλλες αναπτυσσόμενες οικονομίες*.

Οι Κίνδυνοι του Υψηλού Διεθνούς Δανεισμού και οι Κρίσεις Χρέους

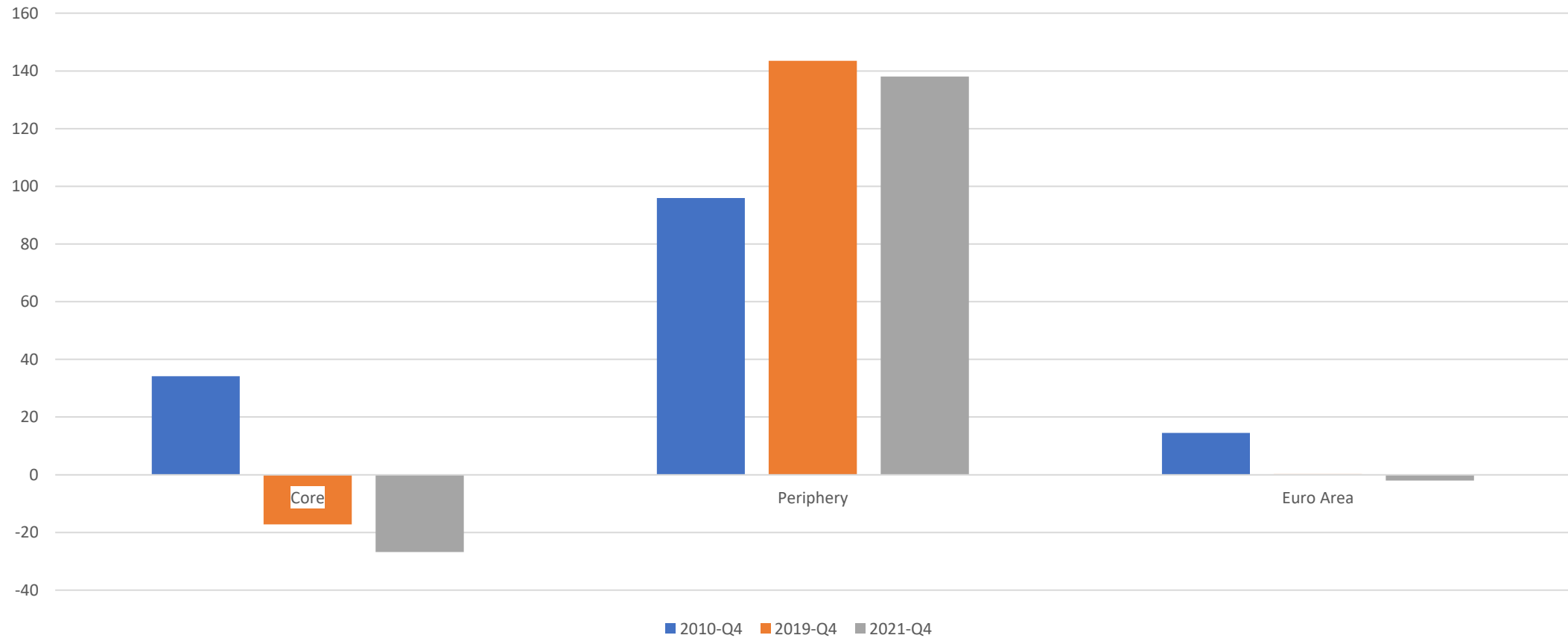
- Όταν ξεσπάσει μία κρίση χρέους, πολύ συχνά η χώρα υποχρεούται να *αθετήσει τους όρους των δανειακών της συμβάσεων* και να πάψει να εξυπηρετεί τα δάνειά της.
- Τα οφέλη από το διαχρονικό εμπόριο *παύουν να υπάρχουν*, και δεν επανέρχονται παρά μόνο στην περίπτωση που οι δανειστές έχουν τη βεβαιότητα ότι οι δανειζόμενοι θα μπορούν να εξυπηρετούν τις υποχρεώσεις τους.
- Ένα δάνειο είναι σε **καθεστώς αθέτησης (state of default)** στην περίπτωση που *ο δανειζόμενος, χωρίς τη σύμφωνη γνώμη του δανειστή, δεν πληρώνει μία ή περισσότερες δόσεις σύμφωνα με τους όρους της δανειακής σύμβασης*.
- Η ιστορία του δανεισμού σε αναπτυσσόμενες οικονομίες έχει πολλά παραδείγματα τέτοιων κρίσεων χρέους που οδηγούν τα δάνεια των χωρών αυτών σε καθεστώς αδυναμίας εξυπηρέτησης.

External debt in select Latin America countries in blns \$ 1970-2020

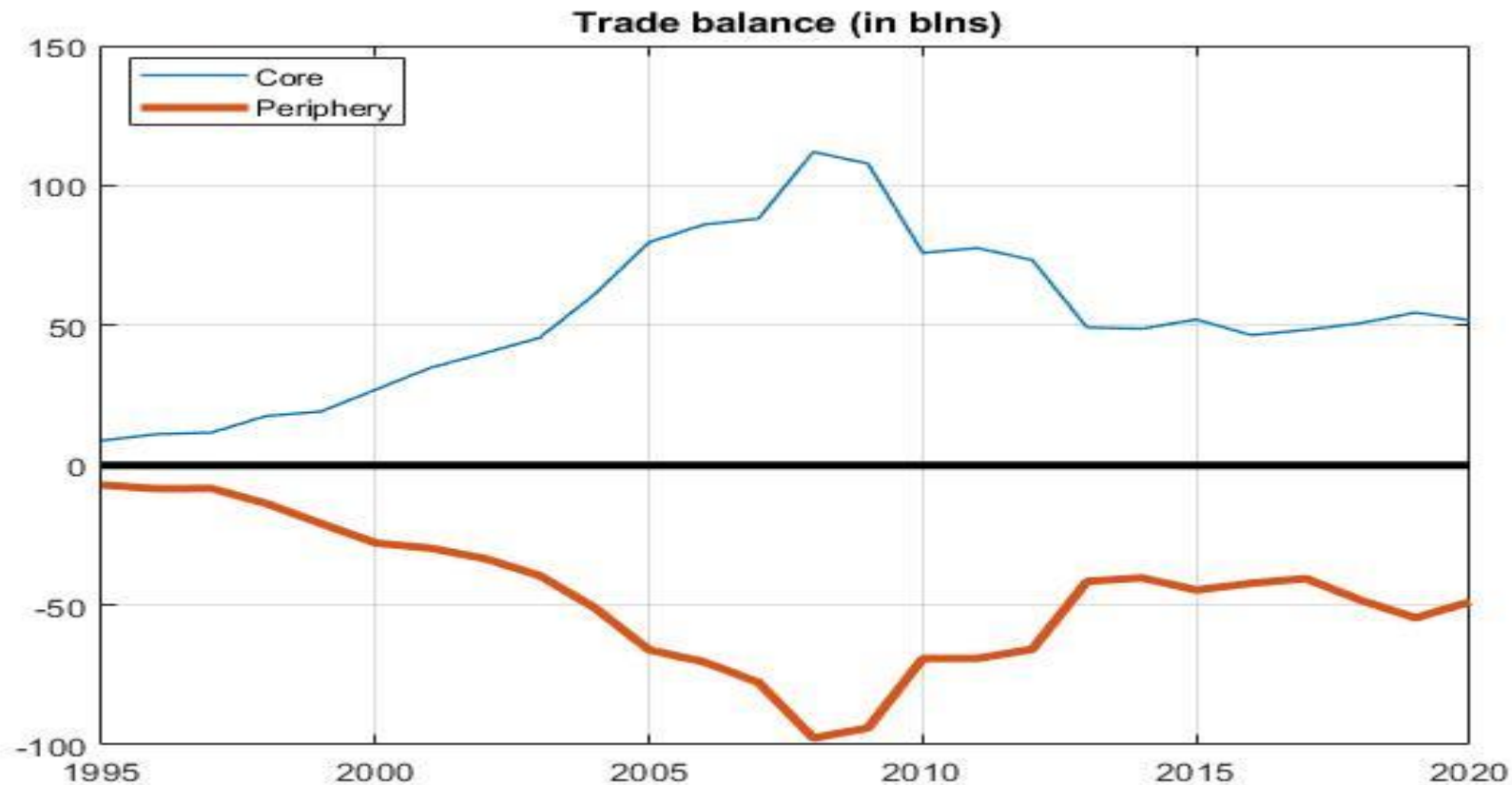


External debt as share of GDP

Periphery, Core and EA-19



Trade surpluses/deficits between Core and Periphery in \$ blns

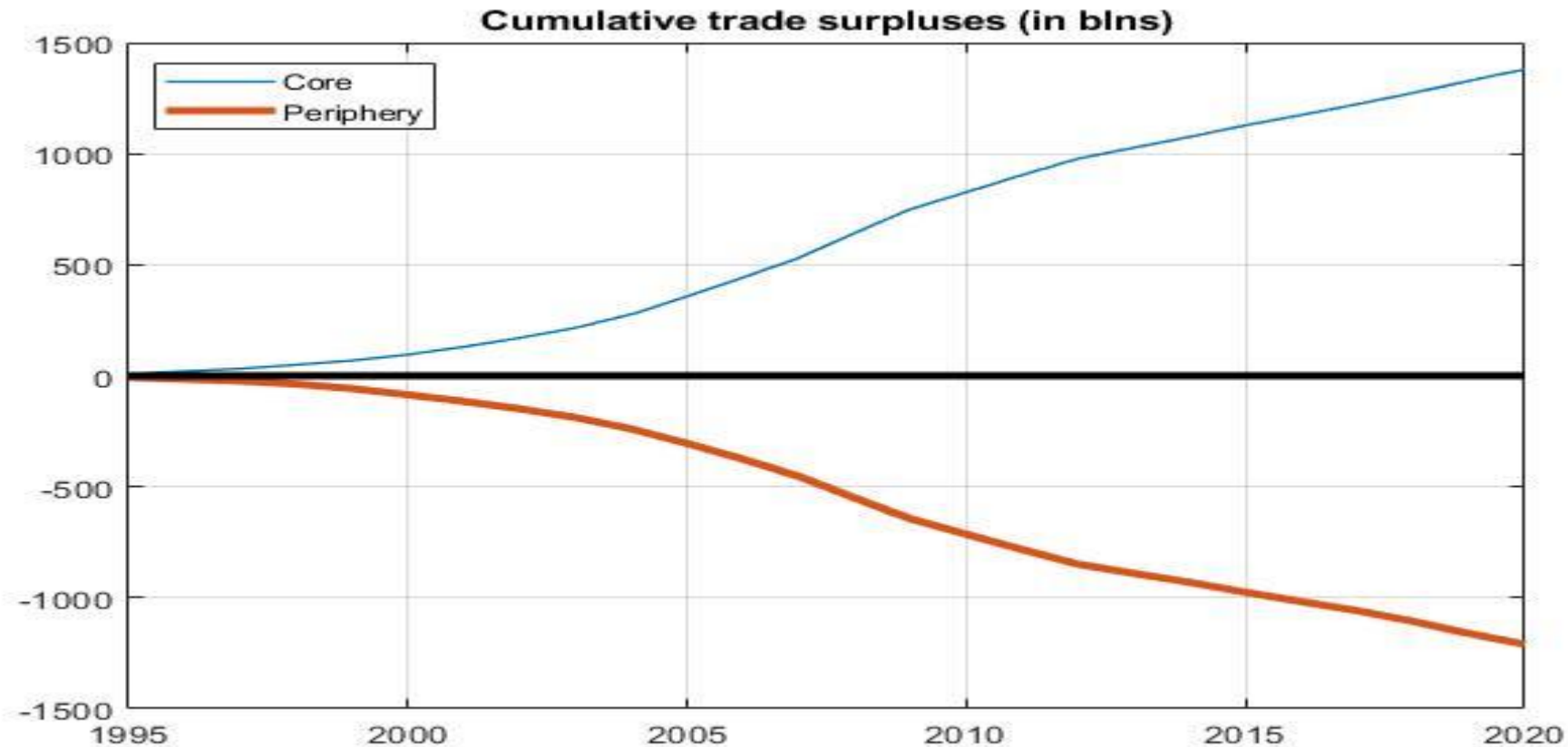


Source: World Integrated Trade Solution.

Notes: The Core includes Germany Austria and Netherlands.
The Periphery includes Greece, Spain, Italy and Portugal.

[TB and external debt](#)

Cumulative trade surpluses/deficits between Core and Periphery in blns \$

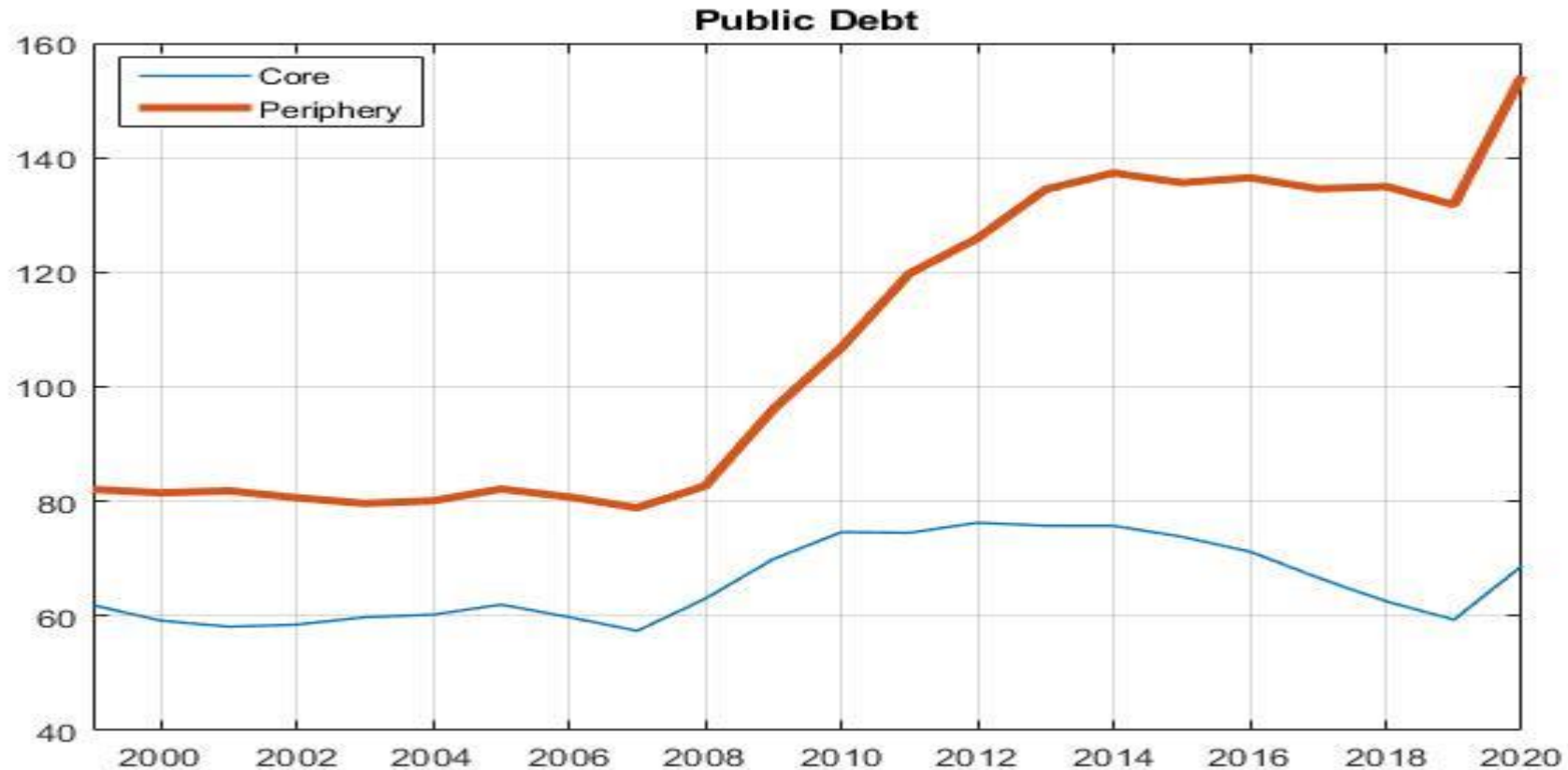


Source: World Integrated Trade Solution.

Notes: The Core includes Germany Austria and Netherlands.
The Periphery includes Greece, Spain, Italy and Portugal.

[TB and external debt](#)

Public debt as a share of GDP

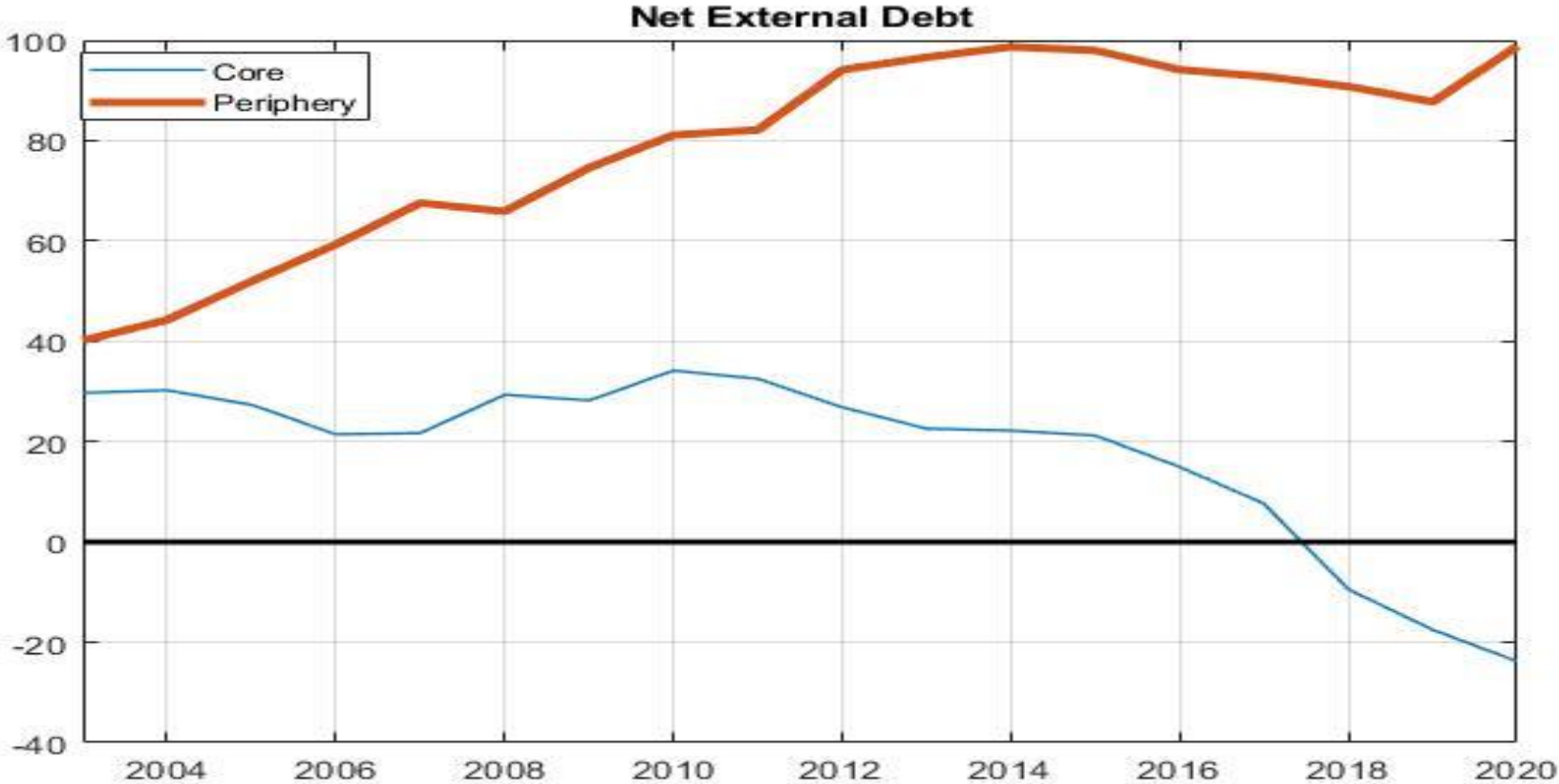


Source: Eurostat.

Notes: The Core includes Germany Austria and Netherlands.
The Periphery includes Greece, Spain, Italy and Portugal.

[TB and external debt](#)

Net external debt w.r.t the Rest of the World

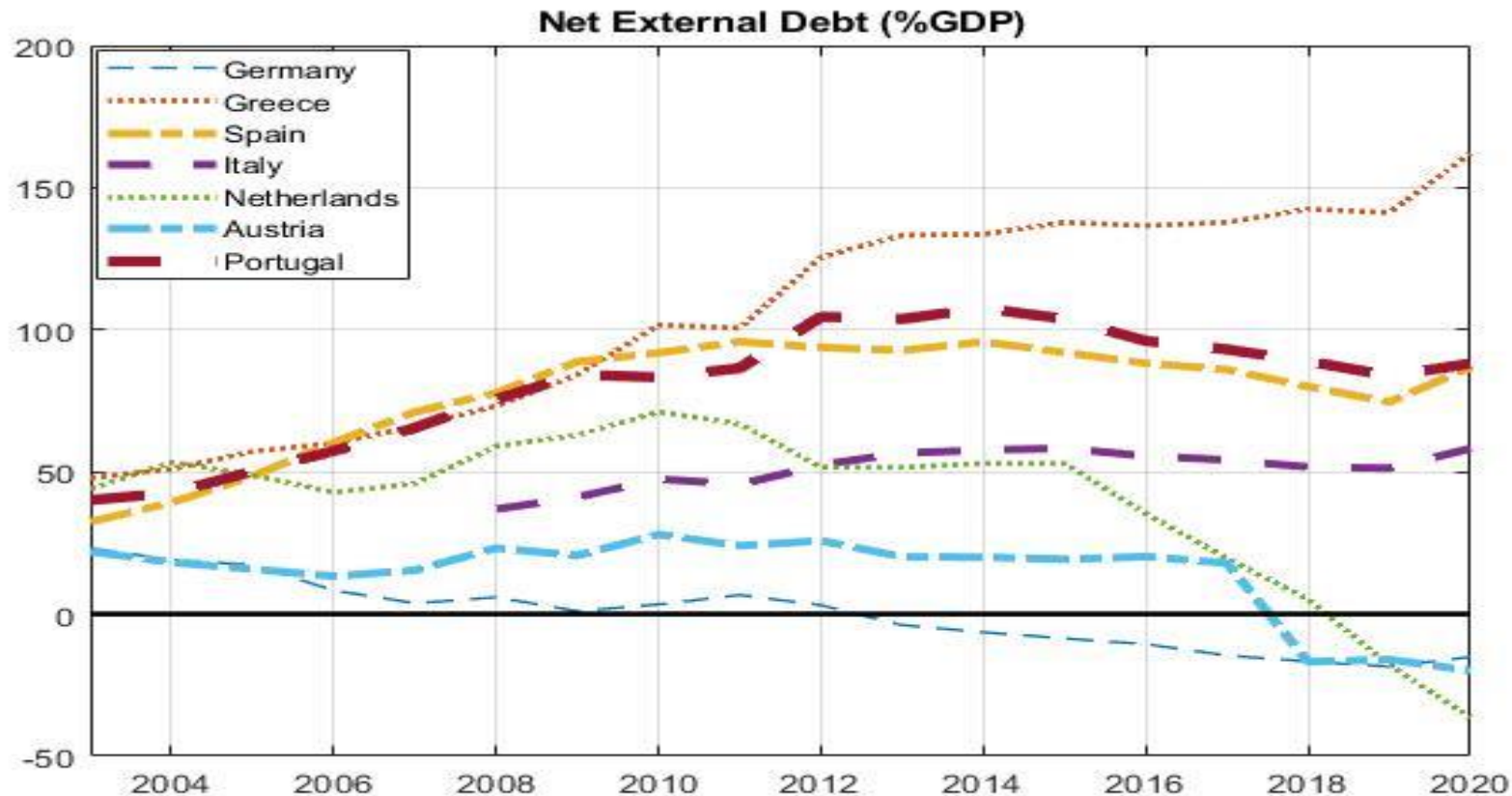


Source: Eurostat.

Notes: The Core includes Germany Austria and Netherlands.
The Periphery includes Greece, Spain, Italy and Portugal.

[TB and external debt](#)

Net external debt as a share of GDP for select EA countries



Source: Eurostat.

Notes: The Core includes Germany Austria and Netherlands.
The Periphery includes Greece, Spain, Italy and Portugal.

[TB and external debt](#)

Τρόποι Χρηματοδότησης των Ελλειμμάτων του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών

- 1. Έκδοση ομολόγων.**
- 2. Τραπεζικά Δάνεια.**
- 3. Επίσημος Δανεισμός από ΔΝΤ, Διεθνή Τράπεζα, ΕΚΤ (IMF, World Bank, ECB, ESM etc).**
- 4. Άμεσες Ξένες Επενδύσεις και Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου.**

Τρόποι Χρηματοδότησης των Ελλειμμάτων του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών

1. Έκδοση ομολόγων:

- Τα ομόλογα ήταν η κύρια μορφή δανεισμού των αναπτυσσομένων χωρών μέχρι το 1914 και στην περίοδο του μεσοπολέμου.
- Επανήλθαν ως σημαντική πηγή χρηματοδότησης μετά το 1990, με την απελευθέρωση του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος και την ανάπτυξη των διεθνών κεφαλαιαγορών.

2. Τραπεζικά Δάνεια:

- Από τις αρχές της δεκαετίας του 1970 έως και τα τέλη της δεκαετίας του 1980, αυτή ήταν η κύρια πηγή χρηματοδότησης των αναπτυσσομένων οικονομιών.
- Στις αρχές της δεκαετίας του 1980 η τραπεζική χρηματοδότηση αντιστοιχούσε στο σύνολο σχεδόν των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των αναπτυσσομένων οικονομιών.
- Έκτοτε η σημασία του τραπεζικού δανεισμού μειώθηκε, αν και τα τραπεζικά δάνεια εξακολουθούν και είναι σημαντική πηγή χρηματοδότησης.

Τρόποι Χρηματοδότησης των Ελλειμμάτων του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών

3. Επίσημος Δανεισμός από ΔΝΤ, Διεθνή Τράπεζα, ΕΚΤ (IMF, World Bank, ECB, ESM etc):

- Αυτά τα δάνεια μπορεί να είναι με προνομιακά επιτόκια για το δανειζόμενο, ή και με επιτόκια της αγοράς.
- Τα χρόνια πριν την κρίση του 2009, ο επίσημος δανεισμός είχε μειωθεί, και χρησιμοποιείτο κυρίως για τις πολύ φτωχές οικονομίες, για παράδειγμα στην Αφρική κάτω από τη Σαχάρα.
- Ο επίσημος δανεισμός χρησιμοποιείται επίσης για χώρες που μετέχουν σε προγράμματα προσαρμογής του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ).

4. Άμεσες Ξένες Επενδύσεις και Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου:

- Δημιουργία και ανάπτυξη θυγατρικών επιχειρήσεων σε αναπτυσσόμενες οικονομίες από πολυεθνικές επιχειρήσεις. Για παράδειγμα, ένα δάνειο ή μία μεταφορά κεφαλαίων από τη Microsoft ή τη Unilever στη θυγατρική της στην Ελλάδα, αποτελεί άμεση ξένη επένδυση στην Ελλάδα, και βοηθά στη χρηματοδότηση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της Ελλάδας.
- Εάν ένα αμερικανικό ασφαλιστικό ταμείο αγοράσει μετοχές κάποιας ελληνικής εταιρίας, ή ελληνικά κρατικά ή εταιρικά ομόλογα στην αγορά, αυτό συμβάλλει στη χρηματοδότηση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της Ελλάδας.
- Η τάση αυτή ενισχύεται και από τις προσπάθειες αποκρατικοποίησης διαφόρων χωρών, οι οποίες συχνά διαθέτουν μετοχές κρατικών εταιριών σε ξένους επενδυτές.

Η Διαφορά του Χρέους από τις Άμεσες Ξένες Επενδύσεις και τις Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου

- Τα ομόλογα, τα τραπεζικά δάνεια και ο επίσημος δανεισμός είναι χρέος, ενώ οι άμεσες ξένες επενδύσεις και οι επενδύσεις χαρτοφυλακίου σε μετοχές δεν είναι χρέος.
- Η διαφορά των δύο μορφών χρηματοδότησης είναι ότι στη χρηματοδότηση μέσω χρέους ο δανειζόμενος συμφωνεί να πληρώνει συγκεκριμένες δόσεις (τόκους και χρεολύσια) στο δανειστή, ανεξάρτητα από τις συνθήκες.
- **Στην περίπτωση τίτλων όπως οι μετοχές**, ο επενδυτής μετέχει στα κέρδη της επιχείρησης, εάν υπάρχουν, αλλά **αναλαμβάνει και τον κίνδυνο να μην υπάρχουν κέρδη** ή και να υπάρχουν ζημίες. Κατά συνέπεια δεν υπάρχει η υποχρέωση να πληρώνονται συγκεκριμένες δόσεις στον επενδυτή.

Οι Επιπλέον Κίνδυνοι από το Χρέος σε Ξένο Συνάλλαγμα

- Το πρόβλημα με τις **αναπτυσσόμενες οικονομίες** είναι ότι ένα μεγάλο μέρος της χρηματοδότησης των ελλειμμάτων τους στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι με τη μορφή δανεισμού, και μάλιστα **δανεισμού σε ξένο συνάλλαγμα**.
- Οι διεθνείς επενδυτές αποφεύγουν να αναλάβουν το συναλλαγματικό κίνδυνο από μία επένδυση εκπεφρασμένη σε ένα περιφερειακό νόμισμα.
- Αντίθετα, οι **μεγάλες αναπτυγμένες οικονομίες**, το νόμισμα των οποίων είναι ευρέως διαπραγματεύσιμο διεθνώς, **σχεδόν πάντα δανείζονται στο δικό τους νόμισμα**.
- Οι ΗΠΑ σε δολάρια, οι χώρες της Ευρωζώνης σε ευρώ, η Ιαπωνία σε γιεν, η Βρετανία σε στερλίνες. Ακόμη και η Ελβετία, λόγω της διεθνούς αποδοχής του ελβετικού φράγκου, αν χρειαστεί να δανειστεί, δανείζεται στο δικό της νόμισμα.

Οι Επιπλέον Κίνδυνοι από το Χρέος σε Ξένο Συνάλλαγμα

- Μία χώρα που μπορεί να δανειστεί στο δικό της νόμισμα έχει σημαντικά πλεονεκτήματα απέναντι σε χώρες που δεν μπορούν να κάνουν κάτι τέτοιο.
- **Μπορεί να συνεχίσει να εξυπηρετεί τα δάνειά της σε οποιαδήποτε περίπτωση, μέσω της έκδοσης χρήματος από την κεντρική της τράπεζα**, προκειμένου να πληρώσει τους πιστωτές της.
- Έτσι δεν διατρέχει τον κίνδυνο αθέτησης των υποχρεώσεών της απέναντί τους.
- ***Αυτή η επιλογή δεν είναι διαθέσιμη στις αναπτυσσόμενες οικονομίες οι οποίες κατά κανόνα δανείζονται σε ξένο συνάλλαγμα.***

Το 'Προπατορικό Αμάρτημα' και το 'Υπερβολικό Προνόμιο'

- Η αδυναμία των αναπτυσσομένων οικονομιών να δανειστούν στο δικό τους νόμισμα, συχνά αποκαλείται το προπατορικό αμάρτημα των **αναπτυσσομένων οικονομιών**.
- Αντίθετα, η δυνατότητα των ΗΠΑ να δανείζονται σε δολάρια, και με τον τρόπο αυτό να μειώνουν την πραγματική αξία των διεθνών τους υποχρεώσεων, συχνά αναφέρεται ως το υπερβολικό προνόμιο των **ΗΠΑ**.
- Αξίζει να σημειώσουμε επίσης ότι, όπως έδειξε η κρίση των χωρών της ευρωπαϊκής περιφέρειας μετά το 2010, η συμμετοχή σε μία ενιαία νομισματική ζώνη όπως η ευρωζώνη, *δεν απαλλάσσει τελικά μία αναπτυσσόμενη οικονομία από το προπατορικό αμάρτημα*.

Το 'Προπατορικό Αμάρτημα' και το 'Υπερβολικό Προνόμιο'

- Η κυβέρνηση μιας μικρής οικονομίας που μετέχει στην ευρωζώνη δεν μπορεί να υποχρεώσει την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) να της δανείσει ευρώ προκειμένου να εξυπηρετήσει το εξωτερικό χρέος της, ή τα χρέη των τραπεζών της, λόγω της **πολιτικής ανεξαρτησίας της ΕΚΤ** και της **απαγόρευσης της νομισματικής χρηματοδότησης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων** των κρατών μελών της ευρωζώνης.
- Στην ουσία, από το καταστατικό της, η ΕΚΤ δεν μπορεί να λειτουργήσει αποτελεσματικά ως **δανειστής ύστατης προσφυγής (lender of last resort)**, σε αντίθεση με τις κεντρικές τράπεζες των ΗΠΑ, της Βρετανίας ή της Ιαπωνίας.

Ελλείμματα στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών και Εξωτερικό Χρέος

- Το έλλειμμα του ισοζυγίου πληρωμών είναι ένα **μέγεθος ροή (flow)**, όπως για παράδειγμα το ΑΕΠ, η συνολική κατανάλωση, οι επενδύσεις κλπ. ([Trade Balance core vs periphery](#))
- Αναφέρεται στη διαφορά των τρεχουσών εισπράξεων από το εξωτερικό και των τρεχουσών πληρωμών προς το εξωτερικό, κατά τη διάρκεια μια συγκεκριμένης χρονικής περιόδου, συνήθως ενός ημερολογιακού έτους ή τριμήνου.
- Από την άλλη, το δημόσιο χρέος είναι ένα **μέγεθος απόθεμα (stock)**. ([Public debt to GDP](#) or [External Debt to GDP](#))
- Είναι τα συσσωρευμένα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών από το παρελθόν, σε μία συγκεκριμένη χρονική στιγμή, συνήθως στο τέλος ενός ημερολογιακού έτους ή τριμήνου. ([Cumulative trade surpluses/deficits](#))

Ελλείμματα στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών και Εξωτερικό Χρέος

- Για να αναλύσουμε τη σχέση μεταξύ ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και εξωτερικού χρέους, θα πρέπει να διακρίνουμε μεταξύ δύο ειδών πληρωμών.
 - Τις πληρωμές για εξυπηρέτηση του εξωτερικού χρέους, οι οποίες εξαρτώνται από το ύψος του χρέους.
 - Τις υπόλοιπες διεθνείς πληρωμές όπως οι εισπράξεις από εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών και οι πληρωμές για εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών.

Ελλείμματα στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών και Εξωτερικό Χρέος

- Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών την περίοδο t ορίζεται ως:

$$X_t - M_t - rD_{t-1}$$

- D συμβολίζει το ύψος του πραγματικού εξωτερικού χρέους,
- M τις πληρωμές για εισαγωγές και X τις εισπράξεις από εξαγωγές.
- Υποθέτουμε ότι δεν υπάρχουν άλλα καθαρά εισοδήματα από το εξωτερικό και ότι το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στην περίοδο t ισούται με τη διαφορά του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών $X - M$ από τις δαπάνες εξυπηρέτησης του εξωτερικού χρέους rD_{t-1} .

Ελλείμματα στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών και η Μεταβολή του Εξωτερικού Χρέους

- Στο βαθμό που το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι αρνητικό:

$$X_t - M_t - rD_{t-1} < 0$$

η χώρα συσσωρεύει εξωτερικό χρέος.

- Στο βαθμό που είναι θετικό,

$$X_t - M_t - rD_{t-1} > 0$$

η χώρα αποσυσσωρεύει εξωτερικό χρέος, ή συσσωρεύει περιουσιακά στοιχεία σε σχέση με τον υπόλοιπο κόσμο.

Ελλείμματα στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών και η Μεταβολή του Εξωτερικού Χρέους

- Η μεταβολή του εξωτερικού χρέους, εάν η χώρα δανείζεται σε εγχώριο νόμισμα, δίνεται από:

$$D_t - D_{t-1} = rD_{t-1} + M_t - X_t$$

- Αν το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι ελλειμματικό, δηλαδή αν οι συνολικές τρέχουσες δαπάνες προς το εξωτερικό $rD + M$ υπερβαίνουν τα έσοδα από το εξωτερικό X , η χώρα πρέπει να δανεισθεί επιπλέον, πρέπει δηλαδή να αυξήσει το εξωτερικό της χρέος.
- Αν συμβαίνει το αντίθετο, και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι πλεονασματικό, το εξωτερικό χρέος μειώνεται. Η μεταβολή του πραγματικού εξωτερικού χρέους από περίοδο σε περίοδο ισούται με το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Ελλείμματα στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών και η Μεταβολή του Εξωτερικού Χρέους

- Αν η χώρα δανείζεται σε ξένο συνάλλαγμα, στο διεθνές επιτόκιο r^* , τότε η μεταβολή του χρέους εκπεφρασμένου σε ξένο συνάλλαγμα D^* προσδιορίζεται από:

$$D_t^* - D_{t-1}^* = r^* D_{t-1}^* + S_t (M_t - X_t)$$

- S είναι η συναλλαγματική ισοτιμία ορισμένη ως μονάδες ξένου νομίσματος ανά μονάδα εγχωρίου νομίσματος.

Η Δυναμική του Εξωτερικού Χρέους

- Η εξίσωση συσσώρευσης του χρέους μπορεί να γραφεί και ως:

$$D_{t+1} = (1 + r)D_t + M_{t+1} - X_{t+1}$$

- Το μελλοντικό εξωτερικό χρέος ισούται με το τρέχον εξωτερικό χρέος συν το τρέχον έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.
- Αυτή είναι μία ασταθής εξίσωση διαφορών, καθώς η ρίζα της ισούται με $1 + r > 1$.

Η Δυναμική του Εξωτερικού Χρέους

- Για να την επιλύσουμε θα πρέπει να τη μετατρέψουμε σε μία σταθερή εξίσωση διαφορών.
- Λύνοντας ως προς D_t :

$$D_t = \frac{1}{1+r} D_{t+1} + \frac{1}{1+r} (X_{t+1} - M_{t+1}) \quad (1)$$

- Αυτή είναι μία εξίσωση διαφορών με ρίζα $1/(1+r) < 1$, η οποία μπορεί να επιλυθεί προς τα εμπρός (forward solution).

Η Δυναμική του Εξωτερικού Χρέους

- Η (1) για την περίοδο t :

$$D_t = \frac{1}{1+r} D_{t+1} + \frac{1}{1+r} (X_{t+1} - M_{t+1})$$

- Η (1) για την περίοδο $t + 1$:

$$D_{t+1} = \frac{1}{1+r} D_{t+2} + \frac{1}{1+r} (X_{t+2} - M_{t+2})$$

- Η (1) για την περίοδο $t + 2$:

$$D_{t+2} = \frac{1}{1+r} D_{t+3} + \frac{1}{1+r} (X_{t+3} - M_{t+3})$$

...

- Η (1) για την περίοδο $t + N - 1$:

$$D_{t+N-1} = \frac{1}{1+r} D_{t+N} + \frac{1}{1+r} (X_{t+N} - M_{t+N})$$

Η Δυναμική του Εξωτερικού Χρέους

- Η (1) για $t + 2$ γράφεται ως:

$$D_{t+2} = \frac{1}{1+r} D_{t+3} + \frac{1}{1+r} (X_{t+3} - M_{t+3})$$

- Αντικαθιστώ το D_{t+2} στην εξίσωση για $t + 1$:

$$D_{t+1} = \frac{1}{1+r} \left(\overbrace{\frac{1}{1+r} D_{t+3} + \frac{1}{1+r} (X_{t+3} - M_{t+3})}^{D_{t+2}} \right) + \frac{1}{1+r} (X_{t+2} - M_{t+2})$$

- Αντικαθιστώ το D_{t+1} στην εξίσωση για t :

$$D_t = \frac{1}{1+r} \left\{ \overbrace{\frac{1}{1+r} \left(\overbrace{\frac{1}{1+r} D_{t+3} + \frac{1}{1+r} (X_{t+3} - M_{t+3})}^{D_{t+2}} \right) + \frac{1}{1+r} (X_{t+2} - M_{t+2})}^{D_{t+1}} \right\} + \frac{1}{1+r} (X_{t+1} - M_{t+1})$$

Η Δυναμική του Εξωτερικού Χρέους

- Για 3 περιόδους:

$$D_t = \frac{1}{1+r} \left[\frac{1}{1+r} \left[\frac{1}{1+r} D_{t+3} + \frac{1}{1+r} (X_{t+3} - M_{t+3}) \right] + \frac{1}{1+r} (X_{t+2} - M_{t+2}) \right] + \frac{1}{1+r} (X_{t+1} - M_{t+1})$$

$$D_t = \left\{ \frac{1}{1+r} \right\}^3 D_{t+3} + \left[\left[\frac{1}{1+r} \right]^3 (X_{t+3} - M_{t+3}) \right] + \left[\left[\frac{1}{1+r} \right]^2 (X_{t+2} - M_{t+2}) \right] + \frac{1}{1+r} (X_{t+1} - M_{t+1})$$

$$D_t = \left\{ \frac{1}{1+r} \right\}^3 D_{t+3} + \sum_{i=1}^3 \left[\frac{1}{1+r} \right]^i (X_{t+i} - M_{t+i})$$

Η Δυναμική του Εξωτερικού Χρέους

- Για N περιόδους:

$$D_t = \left\{ \frac{1}{1+r} \right\}^N D_{t+N} + \sum_{i=1}^N \left[\frac{1}{1+r} \right]^i (X_{t+i} - M_{t+i})$$

- Το τρέχον χρέος ισούται με την παρούσα αξία του χρέους σε N περιόδους.
- Την παρούσα αξία των μελλοντικών πλεονασμάτων του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών για τις επόμενες N περιόδους.

Συνέπειες του Ορίζοντα Αποπληρωμής του Εξωτερικού Χρέους

- Είδαμε ότι η δυναμική της συσσώρευσης του εξωτερικού χρέους συνεπάγεται ότι:

$$D_t = \frac{1}{(1+r)^N} D_{t+N} + \sum_{i=1}^N \frac{1}{(1+r)^i} (X_{t+i} - M_{t+i})$$

- Αν το χρέος πρέπει να αποπληρωθεί σε N περιόδους, δηλαδή αν $D_{t+N} = 0$, τότε θα πρέπει να ισχύει ότι:

$$D_t = \sum_{i=1}^N \frac{1}{(1+r)^i} (X_{t+i} - M_{t+i})$$

Συνέπειες του Ορίζοντα Αποπληρωμής του Εξωτερικού Χρέους

$$D_t = \sum_{i=1}^N \frac{1}{(1+r)^i} (X_{t+i} - M_{t+i})$$

- Για να αποπληρωθεί το χρέος σε N περιόδους, θα πρέπει από σήμερα έως την περίοδο N να υπάρχει μία αλληλουχία από πλεονάσματα στο ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών, με παρούσα αξία ίση με το ύψος του σημερινού εξωτερικού χρέους.
- Προφανώς, όσο μεγαλύτερος είναι ο ορίζοντας αποπληρωμής του χρέους N , τόσο μικρότερο είναι το μέσο ανά περίοδο πλεόνασμα στο ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών που απαιτείται για την αποπληρωμή του χρέους.
- Αν για παράδειγμα το εξωτερικό χρέος ισούται με το 50% του ΑΕΠ, τα επιτόκια είναι χαμηλά ($\cong 0$), και ο ορίζοντας της αποπληρωμής του είναι πέντε χρόνια, τότε απαιτείται ένα ετήσιο πλεόνασμα στο ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών της τάξης του 10% του ΑΕΠ.
- Αν ο ορίζοντας είναι δέκα χρόνια, το μέσο απαιτούμενο ετήσιο πλεόνασμα μειώνεται στο 5% του ΑΕΠ.
- Αν ο ορίζοντας είναι είκοσι χρόνια, τότε το μέσο απαιτούμενο ετήσιο πλεόνασμα μειώνεται ακόμη περισσότερο στο 2,5% του ΑΕΠ.

Τι Σημαίνει η Άμεση Αποπληρωμή του Εξωτερικού Χρέους

- Αν το εξωτερικό χρέος πρέπει να αποπληρωθεί άμεσα, δηλαδή σε μία περίοδο, τότε θα πρέπει στην περίοδο $t + 1$ να δημιουργηθεί ένα πλεόνασμα στο ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών, το οποίο να ικανοποιεί τη συνθήκη:

$$D_t = \frac{1}{1+r} (X_{t+1} - M_{t+1})$$

- Θα πρέπει δηλαδή το πλεόνασμα στο ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών να καλύπτει το σύνολο του υφιστάμενου εξωτερικού χρέους, συν τους τόκους που αναλογούν.
- Αν το τρέχον εξωτερικό χρέος είναι πολύ υψηλό, διότι έχει συσσωρευθεί επί πολλές περιόδους λόγω μιας αλληλουχίας ελλειμμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, τότε η άμεση αποπληρωμή του χρέους μπορεί να είναι από εξαιρετικά επώδυνη έως πολύ επώδυνη, καθώς θα απαιτήσει μία εξαιρετικά περιοριστική βραχυχρόνια μακροοικονομική πολιτική.

Τι Σημαίνει η Άμεση Αποπληρωμή του Εξωτερικού Χρέους

$$D_t = \frac{1}{1+r} (X_{t+1} - M_{t+1})$$

- Για παράδειγμα, αν το εξωτερικό χρέος έχει ανέλθει στο 50% του ΑΕΠ, και το επιτόκιο είναι 3%, τότε απαιτείται ένα πλεόνασμα στο ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών ίσο με 51,5% του ΑΕΠ.
- **Θα πρέπει δηλαδή οι εξαγωγές να υπερβούν τις εισαγωγές κατά 51,5 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ σε μία μόνο περίοδο, κάτι εξαιρετικά επώδυνο αν όχι ανέφικτο για μία οικονομία.**
- Αν το εξωτερικό χρέος έχει ανέλθει στο 100% του ΑΕΠ, το πλεόνασμα στο ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών θα πρέπει να ξεπεράσει το ύψος του ΑΕΠ και να διαμορφωθεί στο 103% του ΑΕΠ, κάτι εντελώς ανέφικτο.

Συνθήκη Βιωσιμότητας ενός Διαρκώς Αναχρηματοδοτούμενου Εξωτερικού Χρέους

- Αν το εξωτερικό χρέος αναχρηματοδοτείται συνεχώς και δεν αποπληρώνεται ποτέ, τότε θα ισχύει ότι:

$$D_t = \lim_{N \rightarrow \infty} \frac{1}{(1+r)^N} D_{t+N} + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^i} (X_{t+i} - M_{t+i})$$

- Το χρέος είναι βιώσιμο στο βαθμό που:

$$\lim_{N \rightarrow \infty} \frac{1}{(1+r)^N} D_{t+N} = 0$$

Συνθήκη Βιωσιμότητας ενός Διαρκώς Αναχρηματοδοτούμενου Εξωτερικού Χρέους

$$\lim_{N \rightarrow \infty} \frac{1}{(1+r)^N} D_{t+N} = 0$$

- Το χρέος δεν αποπληρώνεται μεν ποτέ, αλλά η παρούσα αξία του καθώς ο ορίζοντας τείνει στο άπειρο τείνει στο μηδέν.
- Αυτό απαιτεί να μην αυξάνεται το εξωτερικό χρέος με ρυθμό που να ξεπερνά το πραγματικό επιτόκιο.
- Κατά συνέπεια, ένα διαρκώς αναχρηματοδοτούμενο εξωτερικό χρέος είναι βιώσιμο στο βαθμό που ο ρυθμός αύξησής του δεν ξεπερνά το πραγματικό επιτόκιο.

Συνθήκη Βιωσιμότητας ενός Διαρκώς Αναχρηματοδοτούμενου Εξωτερικού Χρέους

- Αν η συνθήκη αυτή βιωσιμότητας ικανοποιείται, τότε ισχύει ότι:

$$D_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^i} (X_{t+i} - M_{t+i})$$

- Το τρέχον εξωτερικό χρέος θα πρέπει να ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών πλεονασμάτων του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών καθώς ο χρόνος τείνει στο άπειρο.
- *Μπορεί να υπάρχουν και περίοδοι ελλειμμάτων στο ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών και στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, αλλά **κατά μέσο όρο η χώρα θα πρέπει να έχει ένα πλεονασματικό ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών, ίσο με τις δαπάνες εξυπηρέτησης του υφισταμένου εξωτερικού χρέους.***

Πως Μπορεί να Δημιουργηθεί μία Κρίση Εξωτερικού Χρέους

- Υποθέστε μία οικονομία η οποία έχει ένα δεδομένο **ύψος εξωτερικού χρέους**.
- Αν το χρέος αυξάνεται για μία περίοδο με ρυθμό που μπορεί να συνεπάγεται ότι δεν είναι βιώσιμο, τότε μπορεί να δημιουργηθούν δυσκολίες στην χρηματοδότηση και την αναχρηματοδότησή του.
- Πολλοί επενδυτές θα αρχίσουν να αποφεύγουν να επενδύσουν στα ομόλογα τη συγκεκριμένης χώρας.
- Αυτό ισοδυναμεί με **αύξηση του πραγματικού επιτοκίου** και μείωση του ορίζοντα αποπληρωμής του εξωτερικού χρέους.

Πως Μπορεί να Δημιουργηθεί μία Κρίση Εξωτερικού Χρέους

- **Όσο υψηλότερο γίνεται το επιτόκιο** και όσο μικρότερος γίνεται ο ορίζοντας αποπληρωμής του χρέους, **τόσο υψηλότερα είναι τα πλεονάσματα του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών** που πρέπει να δημιουργηθούν για να αποπληρωθεί το χρέος.
- Αυτό όπως έχουμε ήδη δει, συνήθως απαιτεί μία **περιοριστική μακροοικονομική πολιτική** και **υποτίμηση του νομίσματος**.
- Αν οι αγορές πάψουν να αναχρηματοδοτούν το χρέος, τότε απαιτείται η άμεση αποπληρωμή του.
- Αυτό όμως μπορεί να απαιτεί ένα ύψος πλεονάσματος στο ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών το οποίο μπορεί να είναι ανέφικτο.
- Στο σημείο αυτό, **η κρίση οδηγεί σε 'πτώχευση'**, δηλαδή αδυναμία συμμόρφωσης της χώρας με τους όρους των δανείων που έχει συνάψει ή των ομολόγων που έχει εκδώσει.

Προαπαιτούμενα για μια Κρίση Εξωτερικού Χρέους

- **Πρώτον**, να υπάρχει *υψηλή διεθνής κινητικότητα του κεφαλαίου*.
- **Δεύτερον**, να έχει προηγηθεί μία *περίοδος παρατεταμένων ελλειμμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών* και αύξησης του εξωτερικού χρέους μιας χώρας.
- **Τρίτον**, ένα γεγονός που μεταβάλλει τις συνθήκες ή τις *προσδοκίες στις διεθνείς χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές*. Ένα τέτοιο γεγονός μπορεί να είναι μία διεθνής ύφεση που μειώνει τη ζήτηση για τις εξαγωγές της χώρας, μία άνοδος των διεθνών επιτοκίων, μια πολιτική αλλαγή στη χώρα, ή όλοι αυτοί οι παράγοντες.
- **Τέταρτον**, η χώρα να έχει *περιορισμένα συναλλαγματικά διαθέσιμα* και να έχει επιλέξει ένα *καθεστώς σταθερών ισοτιμιών*.

Προαπαιτούμενα για μια Κρίση Εξωτερικού Χρέους

- Στην τελευταία περίπτωση υπάρχουν δύο μειονεκτήματα:
 - Αφενός η ισοτιμία δεν υποτιμάται για να βελτιωθεί το ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών, και,
 - αφετέρου, δημιουργούνται υποτιμητικές προσδοκίες, οι οποίες οδηγούν σε αύξηση των επιτοκίων και του κόστους εξυπηρέτησης του εξωτερικού χρέους.

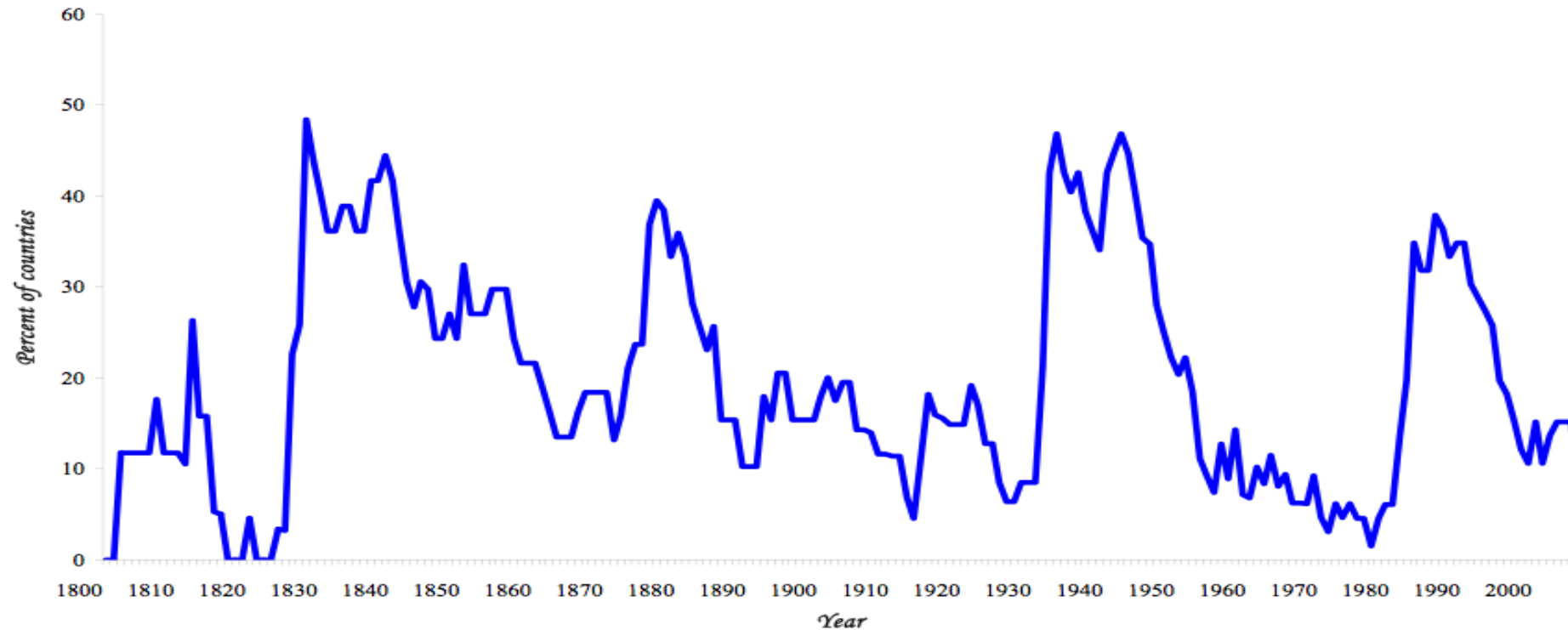
Η Εκδήλωση μιας Κρίσης Εξωτερικού Χρέους και τα Παρεπόμενά της

- Πρώτο στάδιο μιας κρίσης χρέους είναι να αρχίσουν να θεωρούν οι αγορές ότι η χώρα μπορεί να μην είναι σε θέση να συνεχίσει να εξυπηρετεί το εξωτερικό της χρέος.
- Αυτό οδηγεί σε μείωση του διεθνούς δανεισμού προς τη χώρα, ή, ακόμη χειρότερα, και σε φυγή κεφαλαίων στο εξωτερικό.
- Μία κρίση εξωτερικού χρέους οδηγεί μία οικονομία σε ύφεση.
- Καθώς, από τη στιγμή που δεν μπορεί να αναχρηματοδοτεί το χρέος της, είναι υποχρεωμένη να μειώσει τις επενδύσεις και να αυξήσει τις εγχώριες αποταμιεύσεις προκειμένου να δημιουργήσει μεγαλύτερα πλεονάσματα στο ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών.
- Μόνο έτσι μπορεί να εξισορροπήσει το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και να επανέλθει σε κατάσταση εξωτερικής ισορροπίας.

Η Εκδήλωση μιας Κρίσης Εξωτερικού Χρέους και τα Παρεπόμενά της

- Συχνά επίσης οδηγεί και σε ραγδαία υποτίμηση του νομίσματος, πληθωρισμό και κατάρρευση του τραπεζικού της συστήματος, ιδιαίτερα αν οι τράπεζες έχουν υψηλά δάνεια σε ξένο συνάλλαγμα.
- Συχνά, μετά από μία κρίση χρέους μια χώρα υποχρεώνεται να προσφύγει σε επίσημο δανεισμό μέσω ενός προγράμματος του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ).
- Το ΔΝΤ την υποχρεώνει να ακολουθήσει ένα πρόγραμμα προσαρμογής που συνήθως περιλαμβάνει υποτίμηση του νομίσματος και μέτρα περιορισμού της εγχώριας ζήτησης, ώστε να υπάρξει εξισορρόπηση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.
- Όλα αυτά τα παραπάνω χαρακτηριστικά λειτούργησαν στις περιοδικές κρίσεις χρέους που επηρέασαν την παγκόσμια οικονομία από τις αρχές της δεκαετίας του 1980.

Ποσοστό Χωρών σε Κατάσταση Αδυναμίας Εξυπηρέτησης του Εξωτερικού τους Χρέους, 1800-2006



- Πηγή: Reinhart C. and Rogoff K. (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton N.J., Princeton University Press

Διεθνής Δανεισμός και Κρίσεις Χρέους στο 19ο Αιώνα

Υπήρξαν τέσσερις περίοδοι εκτεταμένων πτωχεύσεων τον 19ο αιώνα (Reinhart και Rogoff 2009):

1. *Οι Ναπολεόντειοι πόλεμοι (1803-1815)*. Ορισμένες ευρωπαϊκές χώρες που συμμετείχαν στους πολέμους πτώχευσαν κατά την περίοδο αυτή (Αυστρία Ουγγαρία, Γαλλία, Πρωσία, γερμανικά κράτη, Κάτω Χώρες, Ισπανία, Σουηδία)
 2. *Από τα μέσα της δεκαετίας του 1820 έως τη δεκαετία του 1840*. Οι περισσότερες από τις χώρες της Λατινικής Αμερικής που απέκτησαν την ανεξαρτησία τους, η Ισπανία, η Πορτογαλία, η Ρωσία, η Ελλάδα μετά τα δάνεια της ανεξαρτησίας και τα δάνεια του Όθωνα.
 3. *Από το 1850 έως το 1875*. Πορτογαλία, Ισπανία, Ελλάδα, χώρες της Λατινικής Αμερικής.
 4. *Από τα μέσα της δεκαετίας του 1870 έως τη δεκαετία του 1890*. Πορτογαλία, Ρωσία, Ισπανία, Τουρκία, Ελλάδα, ολόκληρη η Λατινική Αμερική
- Κατά καιρούς, σχεδόν το 50% των κρατών που είχαν εξωτερικό χρέος ήταν σε κατάσταση αδυναμίας εξυπηρέτησης. Επιπλέον, στις αρχές του 19ου αιώνα, αρκετές Πολιτείες των ΗΠΑ δεν μπόρεσαν να εξυπηρετήσουν τα δάνεια που είχαν συνάψει για να χρηματοδοτήσουν την κατασκευή καναλιών.

Διεθνής Δανεισμός και Κρίσεις Χρέους στον 20ο Αιώνα, έως το 1970

- Το 1915 η Τουρκία σταμάτησε να εξυπηρετεί το εξωτερικό χρέος της μετά τους Βαλκανικούς Πολέμους, το πραξικόπημα των Νεοτούρκων και την σύνταξή της με τη Γερμανία στον Α΄ Παγκόσμιο Πόλεμο. Το 1917 η επαναστατική (κομμουνιστική) κυβέρνηση στη Ρωσία σταμάτησε να εξυπηρετεί το εξωτερικό χρέος της χώρας.
- Οι πιο σοβαρές κρίσεις εξωτερικού χρέους του πρώτου μισού του 20ού αιώνα εμφανίστηκαν τη δεκαετία του 1930, όταν, κατά τη διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης, αρκετές αναπτυσσόμενες οικονομίες αναγκάστηκαν να πάψουν να εξυπηρετούν το εξωτερικό χρέος τους, καθώς οι ανεπτυγμένες οικονομίες τις απέκλεισαν από τις αγορές τους με υψηλούς δασμούς και άλλα εμπόδια στο διεθνές εμπόριο. Σε αυτές περιλαμβάνονται η Γερμανία, η Ουγγαρία, η Πολωνία, η Τουρκία, η Ελλάδα, η Ρουμανία και σχεδόν ολόκληρη η Λατινική Αμερική. Επιπλέον, η Αυστρία, η Γερμανία, η Κίνα, η Ιαπωνία, η Τουρκία, η Ουγγαρία και η Πολωνία σταμάτησαν να εξυπηρετούν το εξωτερικό χρέος τους το 1939-40, πριν από τον Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο.
- Για τον λόγο αυτό, κατά τη μεταπολεμική περίοδο, ο διεθνής ιδιωτικός δανεισμός προς τις αναπτυσσόμενες οικονομίες στέρεψε μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1970.

Η Κρίση Χρέους της Λατινικής Αμερικής

- Από τις αρχές της δεκαετίας του 1970, ο διεθνής δανεισμός στις αναπτυσσόμενες οικονομίες ανέκαμψε, καθώς μέρος των πλεονασμάτων των αναπτυγμένων χωρών και των χωρών του Οργανισμού Πετρελαιο-εξαγωγικών Χωρών (ΟΠΕΧ) διοχετεύθηκε, μέσω του διεθνούς τραπεζικού συστήματος, στις αναπτυσσόμενες οικονομίες.
- Ωστόσο, οι κρίσεις εξωτερικού χρέους δεν αποφεύχθηκαν. Πρώτη μεγάλη κρίση εξωτερικού χρέους που εκδηλώθηκε μετά την ανάκαμψη του διεθνούς δανεισμού προς τις αναπτυσσόμενες οικονομίες στη δεκαετία του 1970, ήταν η κρίση χρέους της Λατινικής Αμερικής στις αρχές της δεκαετίας του 1980.
- Οι ρίζες της βρίσκονται στη σημαντική συσσώρευση εξωτερικού χρέους από μία σειρά χωρών της Λατινικής Αμερικής κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1970. Στις αρχές της δεκαετίας του 1980, με την υιοθέτηση αντιπληθωριστικής πολιτικής εκ μέρους των ΗΠΑ, υπήρξε άνοδος των πραγματικών επιτοκίων, διεθνής ύφεση και πραγματική ανατίμηση του δολαρίου.
- Η άνοδος των πραγματικών επιτοκίων και της πραγματικής ισοτιμίας του δολαρίου οδήγησε σε αύξηση του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους των οικονομιών της Λατινικής Αμερικής, καθώς και άλλων αναπτυσσομένων οικονομιών. Η διεθνής ύφεση οδήγησε σε πτώση των εξαγωγών τους και επιδείνωση των όρων εμπορίου τους, καθώς υπήρξε παράλληλα και πτώση των τιμών των πρώτων υλών και των αγροτικών προϊόντων.
- Η κρίση ξεκίνησε το 1982 από το Μεξικό και μεταδόθηκε γρήγορα στην Αργεντινή, τη Βραζιλία και τη Χιλή. Η κρίση κράτησε ως το 1992, όταν σταδιακά οι αμερικανικές τράπεζες που είχαν δανείσει τις χώρες της Λατινικής Αμερικής, υπό την πίεση της κυβέρνησης των ΗΠΑ, συμφώνησαν σε ένα πρόγραμμα σημαντικής ελάφρυνσης του εξωτερικού χρέους αυτών των χωρών, αρχίζοντας από το Μεξικό το 1990, συνεχίζοντας το 1991 με τις Φιλιππίνες, την Κόστα Ρίκα, τη Βενεζουέλα και την Ουρουγουάη και κλείνοντας με την Αργεντινή και τη Βραζιλία το 1992.

Η Ασιατική Κρίση

- Από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 μια σειρά από ασιατικές οικονομίες άρχισαν να έχουν ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών τους, λόγω της πτώσης των διεθνών επιτοκίων, η οποία οδήγησε σε ακόμη μεγαλύτερη αύξηση των επενδύσεών τους σε σχέση με τις αποταμιεύσεις τους. Οι επιπλέον αυτές επενδύσεις ήταν κυρίως επενδύσεις σε ακίνητα και σχέδια εκμετάλλευσης της γής. Επιπλέον, λόγω της απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων, της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας και της ανεπαρκούς εποπτείας του εγχώριου τραπεζικού τους συστήματος, πολλές ασιατικές επιχειρήσεις δανείζονταν σε ξένο συνάλλαγμα και όχι σε εγχώριο νόμισμα.
- Η Ασιατική κρίση χρέους εκδηλώθηκε τον Ιούλιο του 1997 με τη υποτίμηση του μπατ, του νομίσματος της Ταϊλάνδης. Πολύ γρήγορα η κρίση μεταδόθηκε στη Μαλαισία και την Ινδονησία. Ακολούθησε μια πολύ μεγαλύτερη οικονομία, η Νότιος Κορέα. Δεδομένου ότι ο ιδιωτικός και ο τραπεζικός τομέας σε όλες αυτές τις ασιατικές οικονομίες είχε δανειστεί σε δολάρια, το δίλημμα μεταξύ υποτίμησης και υψηλών επιτοκίων ήταν ιδιαίτερα επώδυνο. Οι υποτιμήσεις αποσταθεροποίησαν το τραπεζικό σύστημα προκαλώντας τραπεζικές κρίσεις, και επιβάρυναν τις επιχειρήσεις που είχαν δανειστεί σε συνάλλαγμα για επενδύσεις στον εγχώριο τομέα των ακινήτων.
- Τελικά όλες οι χώρες αναγκάστηκαν να υιοθετήσουν προγράμματα του ΔΝΤ, με την εξαίρεση της Μαλαισίας, η οποία το 1998 κατέφυγε σε περιορισμούς στις κινήσεις κεφαλαίου. Τα προγράμματα του ΔΝΤ περιελάμβαναν υψηλότερα επιτόκια για να περιοριστεί η υποτίμηση που θα δημιουργούσε προβλήματα στον τραπεζικό τομέα, δημοσιονομικές περικοπές και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις.

Τα Παρεπόμενα της Ασιατικής Κρίσης

- Όπως και η κρίση της Λατινικής Αμερικής η κρίση μεταδόθηκε σε ολόκληρη σχεδόν την Ανατολική Ασία. Επηρέασε χώρες που δεν είχαν τα προβλήματα της Ταϊλάνδης, της Μαλαισίας ή της Ινδονησίας, όπως το Χονγκ Κονγκ και τη Σιγκαπούρη, τη Νέα Ζηλανδία, ακόμη και στην Ιαπωνία. Μόνο η Κίνα και η Ταϊβάν, οι οποίες είχαν περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων και πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών απέφυγαν την κρίση. Η Ασιατική κρίση μεταδόθηκε επίσης και σε άλλες αναδυόμενες οικονομίες, με κυριότερα θύματα τις χώρες της πρώην Σοβιετικής Ένωσης, και ιδιαίτερα τη Ρωσία.
- Η ασιατική κρίση ήταν βαθιά αλλά αποδείχθηκε βραχύβια και το 1999 οι οικονομίες είχαν επιστρέψει σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Οι ισοτιμίες σταθεροποιήθηκαν σχετικά γρήγορα μετά την υποτίμησή τους, τα επιτόκια έπεσαν, τα εξωτερικά ισοζύγια έγιναν και πάλι πλεονασματικά, και οι οικονομίες ανέκαμψαν.
- Ωστόσο, ο ρυθμός ανάκαμψης δεν ήταν ιδιαίτερα ισχυρός, διέφερε από χώρα σε χώρα, και ακόμη και σήμερα η επιλογή της Μαλαισίας να προσφύγει σε περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων θεωρείται αμφιλεγόμενη.

Η Κρίση των Περιφερειακών Χωρών της Ευρωζώνης

- Οι αναπτυσσόμενες οικονομίες της ευρωπαϊκής περιφέρειας (Ιρλανδία, Ισπανία, Ελλάδα και Πορτογαλία) μπήκαν στην ευρωζώνη μεταξύ 1998 και 2000.
- Αυτό οδήγησε σε σημαντική πτώση των επιτοκίων τους, λόγω της εξάλειψης του συναλλαγματικού κινδύνου που κρατούσε τα επιτόκιά τους υψηλά.
- Η πτώση των επιτοκίων είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση των επενδύσεων, τη μείωση των αποταμιεύσεων, και τη σημαντική διεύρυνση των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και των τεσσάρων αυτών χωρών.
- Η είσοδος στη ζώνη του ευρώ διεθνοποίησε τόσο το δημόσιο όσο και το ιδιωτικό χρέος των κατοίκων τους, και για μία σειρά ετών οι χώρες αυτές χρηματοδοτούσαν τα αυξημένα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών τους σε χαμηλά επιτόκια και χωρίς ιδιαίτερα προβλήματα από τις διεθνείς χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές.

Η Κρίση των Περιφερειακών Χωρών της Ευρωζώνης

- Η διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, η κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας Lehmann Brothers και η διεθνής ύφεση που ακολούθησε οδήγησε σε αύξηση των επιτοκίων τους σε σχέση με τα γερμανικά επιτόκια και σε αποσταθεροποίηση των τραπεζών τους.
- Οι διεθνείς αγορές άρχισαν να αναθεωρούν τις εκτιμήσεις τους για τους χρηματοπιστωτικούς κινδύνους που αντιμετώπιζαν στις χώρες αυτές.
- Η διεθνής ύφεση είχε επιπλέον ως αποτέλεσμα την επιδείνωση των δημοσιονομικών τους ελλειμμάτων και την αύξηση του δημοσίου χρέους τους λόγω της λειτουργίας των αυτόματων σταθεροποιητών και των προβλημάτων του δημόσιου και του τραπεζικού τους τομέα.
- Οι εξωτερικές τους ανισορροπίες επιδεινώθηκαν, και παρουσιάστηκαν δυσκολίες χρηματοδότησης τόσο του δημόσιου όσο και του εξωτερικού τους χρέους.

Η Εκδήλωση και η Μετάδοση της Κρίσης των Περιφερειακών Χωρών της Ευρωζώνης

- Η κρίση εμπιστοσύνης εκδηλώθηκε πρώτα στην Ελλάδα, τη χώρα με τις μεγαλύτερες δημοσιονομικές και εξωτερικές ανισορροπίες, και ακολούθησαν η Ιρλανδία και η Πορτογαλία, για διαφορετικούς λόγους η κάθε μία.
- Η Ελλάδα προσέφυγε τον Απρίλιο του 2010 σε ένα ειδικό μηχανισμό στήριξης, με τη συμμετοχή της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και του ΔΝΤ.
- Το ίδιο συνέβη λίγο αργότερα και με την Ιρλανδία, η οποία είχε σημαντικά προβλήματα στον τραπεζικό της τομέα, και την Πορτογαλία που είχε και αυτή σημαντικά δημοσιονομικά προβλήματα.
- Η κρίση μεταδόθηκε στην Ισπανία και την Ιταλία, αλλά λόγω παρεμβάσεων της Ευρωπαϊκής Κέντρικης Τράπεζας οι επιπτώσεις της περιορίστηκαν.

Η Εκδήλωση και η Μετάδοση της Κρίσης των Περιφερειακών Χωρών της Ευρωζώνης

- Τα προγράμματα προσαρμογής που ακολούθησαν έκτοτε οι χώρες της ευρωπαϊκής περιφέρειας, με ή χωρίς τη συμμετοχή του ΔΝΤ, δεν περιλαμβάνουν το εργαλείο της υποτίμησης, το οποίο είχε και θετικά αλλά και αρνητικά αποτελέσματα στις περιπτώσεις των κρίσεων της Λατινικής Αμερικής και της Ασίας.
- Παρά τις προβλέψεις πολλών αναλυτών, καμμία χώρα δεν υποχρεώθηκε να εγκαταλείψει το ευρώ. Ωστόσο, το κόστος της προσαρμογής είναι τεράστιο.
- Η ύφεση για χώρες όπως η Ελλάδα και η Πορτογαλία συνεχίζεται για έξι σχεδόν συνεχή χρόνια και ήταν ιδιαίτερος βαθιά, ιδιαίτερα στην περίπτωση της Ελλάδας.
- Τα ποσοστά ανεργίας υπερτριπλασιάστηκαν και ξεπέρασαν το 25% τόσο για στην Ελλάδα όσο και στην Ισπανία.

Ομοιότητες της Κρίσης της Ευρωζώνης με την Κρίση της Λατινικής Αμερικής και την Ασιατική Κρίση

- Όπως και οι προηγούμενες κρίσεις, η κρίση της ευρωζώνης εκδηλώθηκε σε μία ομάδα αναπτυσσομένων οικονομιών, στις οποίες είχε προηγηθεί μία περίοδος συσσώρευσης σημαντικών ελλειμμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.
- Αφορμή για την εκδήλωση της κρίσης ήταν μία δυσμενής μεταβολή στις διεθνείς συνθήκες, η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 και η διεθνής ύφεση του 2009, η οποία δυσχέρανε την πρόσβαση των χωρών αυτών στις διεθνείς χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές και οδήγησε σε αμφιβολίες αναφορικά με τη δυνατότητά τους να συνεχίσουν να εξυπηρετούν το εξωτερικό τους χρέος.
- Όπως και στην περίπτωση της Λατινικής Αμερικής και της Ασίας, οι χώρες που επηρεάστηκαν χαρακτηρίζονταν από δημοσιονομικές ανισορροπίες και ένα χρηματοπιστωτικό τομέα που επεκτάθηκε υπέρμετρα, σε συνθήκες ανεπαρκούς κρατικής εποπτείας, δανείζοντας σε νοικοκυριά, επιχειρήσεις και κυβερνήσεις για επενδύσεις που από ένα σημείο και μετά κατευθύνθηκαν κυρίως στον κλάδο των ακινήτων.
- Όταν η κρίση και η άνοδος των επιτοκίων οδήγησαν σε μεγάλη μείωση των τιμών των ακινήτων, δημιουργήθηκαν **προβλήματα στις τράπεζες, στα νοικοκυριά και σε πολλές επιχειρήσεις.**

Διαφορές της Κρίσης της Ευρωζώνης από την Κρίση της Λατινικής Αμερικής και την Ασιατική Κρίση

- Η έλλειψη δυνατότητας προσφυγής σε υποτίμηση δυσχέρανε στην περίπτωση της ευρωζώνης την αντιμετώπιση της ύφεσης, των δημοσιονομικών ανισορροπιών και την προσαρμογή του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αυτών των χωρών.
- Από την άλλη σταθεροποίησε τον χρηματοπιστωτικό τομέα και τους ισολογισμούς των επιχειρήσεων που είχαν δανειστεί σε ευρώ και συγκράτησε τον πληθωρισμό που ενδεχομένως θα είχε εκδηλωθεί.
- Παρά το ότι υπήρξε φυγή κεφαλαίων από τις χώρες που επηρεάστηκαν, αυτή ήταν σχετικά περιορισμένη, και σχετιζόταν με την πιθανότητα του να αναγκαστεί μία χώρα να εγκαταλείψει το ευρώ και να υιοθετήσει ένα δικό της νόμισμα. Για το λόγο αυτό, περισσότερο από όλες επηρεάστηκε η Ελλάδα.
- Όσο η πιθανότητα εξόδου από την ευρωζώνη παραμένει μικρή, η κατάρρευση του χρηματοπιστωτικού τομέα που συνέβη σε ορισμένες από τις οικονομίες της Λατινικής Αμερικής (κυρίως στην Αργεντινή) και της Ασίας (κυρίως στην Ινδονησία) δεν φαίνεται πιθανό να συμβεί στην ευρωζώνη, ιδιαίτερα καθώς έχουν αναληφθεί πρωτοβουλίες ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών και ενιαίας εποπτείας του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Τα Παρεπόμενα της Κρίσης της Λατινικής Αμερικής

- Από τις αρχές της δεκαετίας του 1990, και αφού οι χώρες της Λατινικής Αμερικής είχαν χάσει μία δεκαετία ανάπτυξης, ξεκίνησαν προγράμματα μεταρρυθμίσεων των οικονομιών τους, με ανάμεικτα ποσοστά επιτυχίας. Ωστόσο, λόγω της μεγάλης διεθνούς ρευστότητας στη δεκαετία του 1990, και της πτώσης των πραγματικών επιτοκίων, οι διεθνείς τράπεζες επανήλθαν στο δανεισμό των οικονομιών της Λατινικής Αμερικής.
- Το πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων της Χιλής ήταν ίσως το πιο επιτυχημένο και έχει μεταμορφώσει τη χώρα σε υπόδειγμα για όλη τη Λατινική Αμερική.
- Το Μεξικό οδηγήθηκε σε μία δεύτερη κρίση το 1994, η οποία περιορίστηκε μέσω ενός κολοσιαίου δανείου \$50 δις από τις ΗΠΑ και το ΔΝΤ και της ελεύθερης διακύμανσης του πέσο. Έκτοτε η κατάσταση έχει βελτιωθεί.

Η Περίπτωση της Αργεντινής

- Τον Απρίλιο του 1991 η Αργεντινή εισήγαγε μία πολιτική ενός νέου σκληρού πέσο, πλήρως μετατρέψιμου, και με ισοτιμία ένα προς ένα με το δολάριο των ΗΠΑ. Η πολιτική αυτή, υποστηρίχθηκε από σημαντικές μεταρρυθμίσεις και διατηρήθηκε για σχεδόν μία δεκαετία.
- Ωστόσο, λόγω της συσσώρευσης νέων δημοσιονομικών και εξωτερικών ανισορροπιών, και της διεθνούς ύφεσης του 2001, μια νέα κρίση χρέους ξέσπασε το Δεκέμβριο του 2001.
- Η πολιτική του σκληρού πέσο εγκαταλείφθηκε στις αρχές του 2002, υπήρξε τεράστια υποτίμηση και στασιμοπληθωρισμός, κατάρρευση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς οι τράπεζες οι επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά είχαν δανειστεί σε δολάρια, και γενικευμένη οικονομική και κοινωνική κρίση που συνεχίστηκε για περισσότερο από μία δεκαετία, παρά την άρνηση εξυπηρέτησης του εξωτερικού χρέους και τους συναλλαγματικούς περιορισμούς.
- Από το 2015 η Αργεντινή επιχείρησε να εισαγάγει ένα πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων βασισμένο στην απελευθέρωση των αγορών και των συναλλαγματικών περιορισμών. Ωστόσο το πρόγραμμα απέτυχε, η υποτίμηση του πέσο επιταχύνθηκε, ο πληθωρισμός εκτινάχθηκε, και η Αργεντινή αναγκάστηκε να προσφύγει και πάλι στο ΔΝΤ.

Η Περίπτωση της Βραζιλίας

- Η κατάσταση στη Βραζιλία εξελίχθηκε αρκετά καλύτερα, αν και τα τελευταία χρόνια έχει υπάρξει σημαντική επιδείνωση.
- Το 1994 εισήχθη και εκεί ένα νέο νόμισμα, το ρεάλ, το οποίο συνδέθηκε με το δολάριο των ΗΠΑ. Ωστόσο, η σύνδεσή του με το δολάριο ήταν λιγότερο άκαμπτη σε σχέση με το πέσο της Αργεντινής. Αντί για σταθερή ισοτιμία με το δολάριο, η Βραζιλία ακολούθησε μια πολιτική ελεγχόμενης διολίσθησης.
- Το 1999 το ρεάλ υποτιμήθηκε 8% και έκτοτε κυμαίνεται ελεύθερα. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την πτώση των επιτοκίων και τη βελτίωση των επιδόσεων της οικονομίας της Βραζιλίας έως σχετικά πρόσφατα, που τα προβλήματα φαίνεται να επανέρχονται.
- Η πολιτική και οικονομική αστάθεια εντάθηκε μετά το 2018 και τα προβλήματα χρέους παραμένουν στο προσκήνιο.

Συμπεράσματα από τις Κρίσεις Χρέους των Αναπτυσσομένων Οικονομιών

- Το ερώτημα που τίθεται είναι πως μπορεί μία χώρα να θωρακισθεί απέναντι σε μία ενδεχόμενη κρίση.
- Η εμπειρία από τις πρόσφατες κρίσεις συνιστά ότι έχουν πολύ μεγάλη σημασία τα χαμηλά δημοσιονομικά ελλείμματα και χρέη, η διαφάνεια και η αποτελεσματική εποπτεία του τραπεζικού συστήματος και η αποφυγή παρατεταμένων ελλειμμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών μέσω της κατάλληλης μακροοικονομικής πολιτικής.
- Αν μία χώρα θέλει να συνδυάσει ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων με σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία, θα πρέπει να διασφαλίσει τις προϋποθέσεις διατήρησης της ισοτιμίας, με επαρκή συναλλαγματικά διαθέσιμα, εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης σε περίπτωση διαταραχών και μεγαλύτερη εξάρτηση από άμεσες ξένες επενδύσεις ή επενδύσεις χαρτοφυλακίου σε σχέση με τον εξωτερικό δανεισμό.
- Ωστόσο, η απόλυτη θωράκιση μιας οικονομίας δεν είναι πάντοτε εφικτή, λόγω του ότι πολλές φορές οι κρίσεις οφείλονται σε αυτοεκπληρούμενες μεταβολές στις προσδοκίες στις διεθνείς κεφαλαιαγορές και χρηματαγορές, ή σε μετάδοση κρίσεων από άλλες οικονομίες.