

Εξωτερικό Χρέος

9.1 Εισαγωγή

Η ανάλυση της διαχρονικής καταναλωτικής συμπεριφοράς των ατόμων και της δημοσιονομικής πολιτικής στην ανοικτή οικονομία έδειξε πώς αντανακλούν στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών και στη μεταβολή του πλούτου της οικονομίας. Ιδιαίτερη σημασία έχει η περίπτωση που μια οικονομία καλύπτει συνεχή ελλείμματα στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών με αύξηση του εξωτερικού χρέους. Ανεξάρτητα από το αν η οικονομία καταφεύγει στον εξωτερικό δανεισμό για τη διαχρονική εξομάλυνση της κατανάλωσης του ιδιωτικού τομέα ή τη χρηματοδότηση της δημοσιονομικής πολιτικής για παραγωγικούς ή καταναλωτικούς σκοπούς, το εξωτερικό χρέος μιας οικονομίας αποτελεί κεντρικό ζήτημα στη διεθνή μακροοικονομική.

Η σημασία του εξωτερικού χρέους για την εξωτερική ισορροπία της οικονομίας είναι μεγάλη, καθώς συνδέεται με το γεγονός ότι οι χώρες διαφέρουν από έναν ιδιωτικό φορέα, όπως μια επιχείρηση ή ένα νοικοκυριό, που έχει χρέος, επειδή διαθέτουν κυριαρχικά δικαιώματα (sovereignty). Κατά συνέπεια, δεν υπόκεινται στη γνωστή νομοθεσία που καθορίζει θεσμικά τις διαδικασίες εξυπηρέτησης του χρέους, αλλά και τι συμβαίνει σε περίπτωση που δεν υπάρχει η δυνατότητα αποπληρωμής του. Μάλιστα, έχει παρατηρηθεί συχνά οι χώρες που έχουν δυσκο-

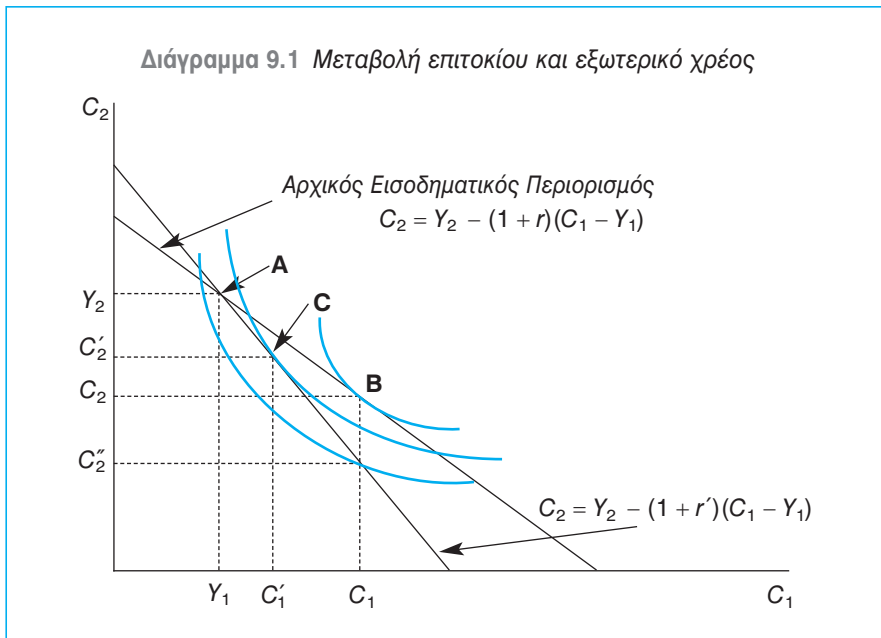
λία στην εξυπηρέτηση του εξωτερικού χρέους να προκρίνουν κάποιας μορφής επαναδιαπραγμάτευση, αφού θεωρούν ότι η εξόφλησή του είναι είτε αδύνατη είτε μη επωφελής γι' αυτές, ή τη λύση της χρεοκοπίας (default).

Στο Κεφάλαιο 9 παρουσιάζεται η δυναμική του εξωτερικού χρέους μιας οικονομίας από τη μακροοικονομική πλευρά του. Συγκεκριμένα, αναλύεται η σχέση του εξωτερικού χρέους με το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών και τα μακροοικονομικά μεγέθη της οικονομίας, το ύψος του χρέους που μπορεί να έχει μια οικονομία, καθώς και οι συνθήκες που πρέπει να ικανοποιούνται για την εξυπηρέτησή του. Τέλος, παρουσιάζονται ορισμένες βασικές στρατηγικές για την αντιμετώπιση του υψηλού εξωτερικού χρέους σύμφωνα με τη διεθνή εμπειρία.

9.2 Εξωτερικό χρέος σε οικονομία δύο περιόδων και αύξηση επιτοκίων

Αρχικά εξετάζονται οι επιδράσεις μιας αύξησης του επιτοκίου στο εξωτερικό χρέος και στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών μιας μικρής ανοικτής οικονομίας. Η ανάλυση βασίζεται στο υπόδειγμα του αντιπροσωπευτικού ατόμου και στον καθορισμό της εξωτερικής ισορροπίας της οικονομίας, σύμφωνα με την ανάλυση του Κεφαλαίου 6.

Έστω μια μικρή ανοικτή οικονομία δύο περιόδων, εξωγενής με εισόδημα και χωρίς δημόσιο τομέα, με δυνατότητα δανεισμού από το εξωτερικό. Σύμφωνα με την ανάλυση του Κεφαλαίου 6, στο Διάγραμμα 9.1 απεικονίζεται η ισορροπία της οικονομίας.



Το σημείο Α, που αντιστοιχεί σε εισόδημα Y_1 και Y_2 , είναι το σημείο αυτάρκειας της κλειστής οικονομίας. Στην ανοικτή οικονομία η ισορροπία είναι στο σημείο Β, όπου η χώρα έχει υψηλότερη ευημερία, παρουσιάζοντας την πρώτη περίοδο έλλειμμα στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών ίσο με $C_1 - Y_1$ και πλεόνασμα τη δεύτερη ίσο με $Y_2 - C_2$.

Έστω τώρα ότι, μετά τη διαμόρφωση της ισορροπίας στο σημείο Β, αυξάνεται το επιτόκιο από r σε r' . Η γραμμή του εισοδηματικού περιορισμού έχει τώρα μεγαλύτερη κλίση, ενώ εξακολουθεί να διέρχεται από το σημείο Α, καθώς το σημείο αυτάρκειας της οικονομίας δεν επηρεάζεται. Σε αυτή την περίπτωση το άριστο σημείο για την οικονομία είναι το σημείο C, όπου η οικονομία έχει μικρότερο έλλειμμα στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών την πρώτη περίοδο (αφού $C_1' < C_1$) και αντίστοιχα μικρότερο πλεόνασμα τη δεύτερη περίοδο (αφού $C_2' < C_2$). Επομένως, τα άτομα θα επιθυμούσαν χαμηλότερο χρέος μέσω του

μικρότερου ελλείμματος στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών μετά την αύξηση του επιτοκίου.

Αν όμως τα άτομα στην οικονομία έχουν ήδη διαμορφώσει τη συμπεριφορά τους και, κατά συνέπεια, έχουν ήδη δανειστεί μέσω του Ισοζυγίου Τρεχουσών Πληρωμών την πρώτη περίοδο, τότε η ισορροπία θα διαμορφωθεί κάθετα στο σημείο Β στο ύψος κατανάλωσης C_1 , που είχε αποφασιστεί πριν την αύξηση του επιτοκίου. Το έλλειμμα στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών την πρώτη περίοδο είναι υψηλότερο από το άριστο, κάτι που συνεπάγεται υπερβάλλουσες δαπάνες για την εξυπηρέτησή του κατά τη δεύτερη περίοδο και διογκωμένο εξωτερικό χρέος, ενώ η κατανάλωση τη δεύτερη περίοδο περιορίζεται σε C_2'' , που συνεπάγεται χαμηλότερο επίπεδο ευημερίας.

Η παραπάνω ανάλυση δείχνει πώς μια αύξηση των επιτοκίων μπορεί να οδηγήσει σε διόγκωση του εξωτερικού χρέους. Σε μια τέτοια περίπτωση, οι χώρες θα πρέπει να δημιουργήσουν πλεονάσματα στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών προκειμένου να εξυπηρετήσουν το εξωτερικό χρέος.

9.3 Η δυναμική του εξωτερικού χρέους

Η προηγούμενη ανάλυση βασίστηκε στην υπόθεση μιας οικονομίας δύο περιόδων. Η δυναμική όμως του εξωτερικού χρέους εμφανίζεται μακροχρόνια στην οικονομία, καθώς το χρέος λειτουργεί σωρευτικά και μια μεταβολή μπορεί να προκαλέσει αποτελέσματα σε περισσότερες περιόδους. Στη συνέχεια εξετάζεται η μακροχρόνια δυναμική του χρέους σε μια οικονομία με άπειρο χρονικό ορίζοντα.

Έστω μια οικονομία με εγχώριο πλούτο B_t , επιτόκιο r , εισόδημα Y_t , κατανάλωση C_t , επενδύσεις I_t , και δημόσιες δαπάνες G_t . Σε αυτή την οικονομία ισχύει ότι:

$$B_{t+1} - B_t = rB_t + Y_t - C_t - I_t - G_t \quad (9.1)$$

Η αριστερή πλευρά της (9.1) είναι η μεταβολή του εγχώριου πλούτου της οικονομίας και ισούται με το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών, ενώ ο όρος $Y_t - C_t - I_t - G_t$ στο δεξιό μέρος της (9.1) ισούται με τις καθαρές εξαγωγές, NX_t , δηλαδή τη διαφορά μεταξύ εξαγωγών και εισαγωγών, η οποία δίνει το Εμπορικό Ισοζύγιο της οικονομίας. Γράφοντας τη σχέση για την επόμενη περίοδο ισχύει:

$$B_{t+2} - B_{t+1} = rB_{t+1} + NX_{t+1} \quad (9.2)$$

Λύνοντας ως προς B_{t+1} :

$$B_{t+1} = \frac{B_{t+2}}{1+r} - \frac{NX_{t+1}}{1+r}$$

και αντικαθιστώντας στην εξίσωση (9.1) προκύπτει ότι:

$$B_t = \frac{B_{t+2}}{(1+r)^2} - \frac{NX_{t+1}}{(1+r)^2} - \frac{NX_t}{1+r}$$

Επαναλαμβάνοντας την ίδια διαδικασία με συνεχείς αντικαταστάσεις των όρων B_{t+i} για $i = 2, \dots, N$ προκύπτει τελικά η παρακάτω έκφραση:

$$B_t = \frac{B_{t+N}}{(1+r)^N} - \sum_{i=1}^N \frac{NX_{t+i}}{(1+r)^i} \quad (9.3)$$

Η εξίσωση (9.3) δίνει το τρέχον επίπεδο του πλούτου (χρέους) της οικονομίας σαν συνάρτηση του προεξοφλημένου μελλοντικού χρέους κατά την τελευταία περίοδο και των προεξοφλημένων εμπορικών ελλειμμάτων (πλεονασμάτων) σε όλες της επόμενες περιόδους.

Τώρα, σε μια οικονομία με μακροχρόνιο ορίζοντα δεν είναι δυνατή η δημιουργία πλούτου με συνεχή δανεισμό. Για παράδειγμα, δεν είναι δυνατόν το υπάρχον χρέος να καλύπτεται μόλις από νέο χρέος. Για να αποκλειστεί αυτή η περίπτωση τίθεται ο περιορισμός:

$$\lim_{N \rightarrow \infty} \frac{B_{t+N}}{(1+r)^N} \geq 0 \quad (9.4)$$

Ο περιορισμός αυτός σημαίνει ότι το χρέος της οικονομίας δεν μπορεί να αυξάνεται με ρυθμό μεγαλύτερο από το πραγματικό επιτόκιο εξυπηρέτησής του. Σε μια τέτοια περίπτωση, η εξυπηρέτηση του χρέους και των τόκων θα γινόταν με συνεχή δανεισμό για πάντα και με μετακύλιση του χρέους στις επόμενες περιόδους, ώστε ποτέ να μην αποπληρώνεται. Η συνθήκη (9.4), η οποία είναι γνωστή στα οικονομικά ως συνθήκη no-Ponzi, εξασφαλίζει ότι μια τέτοια περίπτωση δεν μπορεί να συμβεί.

Αντίστοιχα, ο υπόλοιπος κόσμος επίσης δεν μπορεί να χρηματοδοτεί το χρέος του προς την εγχώρια οικονομία με συνεχή δανεισμό. Εναλλακτικά, δεδομένου ότι τα άτομα στην εγχώρια οικονομία δεν θα θέλουν επ' άπειρον να διατηρήσουν θετικό πλούτο, αφού δεν θα τους αποφέρει όφελος, ισχύει επιπλέον ότι:

$$\lim_{N \rightarrow \infty} \frac{B_{t+N}}{(1+r)^N} \leq 0 \quad (9.5)$$

Ο συνδυασμός των ανισοτήτων (9.4) και (9.5) σημαίνει ότι:

$$\lim_{N \rightarrow \infty} \frac{B_{t+N}}{(1+r)^N} = 0 \quad (9.6)$$

Η σχέση (9.6) είναι γνωστή ως τερματική συνθήκη (transversality condition) και συνεπάγεται ότι ο πρώτος όρος στη δεξιά πλευρά της σχέσης (9.3) ισούται με μηδέν όταν υπολογιστεί το ύψος του πλούτου ή χρέους μιας χώρας σε άπειρο χρονικό ορίζοντα. Σε αυτή την περίπτωση ο πλούτος (ή, αντίστοιχα, το χρέος) δίνεται ως άθροισμα του τρέχοντος και όλων των μελλοντικών ελλειμμάτων (αντίστοιχα, πλεονασμάτων) του Εμπορικού Ισοζυγίου:

$$B_t = -\sum_{i=1}^{\infty} \frac{NX_{t+i}}{(1+r)^i} \quad (9.7)$$

Σε αντίθεση με τη σχέση (9.3), που ισχύει για πεπερασμένο αριθμό περιόδων και σύμφωνα με την οποία μια χώρα μπορεί βραχυχρόνια να χρηματοδοτεί το χρέος της με νέο δανεισμό, η σχέση (9.7) δηλώνει ότι μια χώρα με χρέος την περίοδο t ($B_t < 0$) θα πρέπει μακροχρόνια να εμφανίσει πλεόνασμα στο Εμπορικό Ισοζύγιο.

9.4 Εξωτερικό χρέος και Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών

Η δυναμική του εξωτερικού χρέους είναι άμεσα συνδεδεμένη με την ισορροπία του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών CA_t . Έστω μια οικονομία με διάρκεια δύο περιόδων, t και $t+1$, στην οποία ισχύει:

$$CA_t = B_{t+1} - B_t \quad (9.8)$$

Γράφοντας τη σχέση αυτή για την επόμενη περίοδο ισχύει $CA_{t+1} = B_{t+2} - B_{t+1}$ και συνδυάζοντας με τη σχέση (9.8) προκύπτει ότι:

$$B_{t+2} - B_t = CA_t + CA_{t+1}$$

Θέτοντας τώρα την τερματική συνθήκη $B_{t+2} = 0$, δηλαδή στο τέλος της περιόδου $t+1$ δεν πρέπει να υπάρχει χρέος, αφού δεν υπάρχει επόμενη περίοδος ώστε να αποπληρωθεί, αλλά ούτε και πλούτος ώστε τα άτομα να μην έχουν αφήσει αναξιοποίητο πλούτο, ισχύει:

$$B_t = -CA_t - CA_{t+1}$$

Έστω ότι στην αρχή της περιόδου t η χώρα έχει χρέος $B_t < 0$. Σε αυτή την περίπτωση, το αρχικό χρέος της πρέπει να ισούται

με συνολικό πλεόνασμα στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών. Το συμπέρασμα αυτό μπορεί εύκολα να γενικευτεί για οποιονδήποτε αριθμό περιόδων, αρκεί ο αριθμός αυτός να είναι πεπερασμένος. Η χώρα δηλαδή πρέπει να έχει συνολικό πλεόνασμα και, κατά συνέπεια, τυχόν ελλείμματα πρέπει να υπεραντισταθμίζονται από πλεονάσματα σε άλλες περιόδους.

Όμως, το συμπέρασμα αυτό δεν ισχύει για μια οικονομία σε άπειρο χρονικό ορίζοντα. Σε αυτή την περίπτωση, μπορεί να αποδειχθεί ότι μια χώρα είναι δυνατόν να διατηρεί ελλείμματα στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών για πάντα. Από τη σχέση (9.1) ισχύει ότι:

$$B_{t+1} = (1 + r) B_t + NX_t \quad (9.9)$$

Έστω ότι $B_t < 0$, δηλαδή η χώρα έχει χρέος την περίοδο t και σε κάθε περίοδο αποπληρώνει ένα τμήμα θ , όπου $0 < \theta < 1$, των τόκων rB_t που οφείλει χρησιμοποιώντας τις καθαρές εξαγωγές. Δηλαδή ισχύει:

$$B_{t+1} = (1 + r - \theta r) B_t \quad (9.10)$$

Εφόσον ο όρος $(1 + r - \theta r)$ είναι θετικός και ισχύει $B_t < 0$, η χώρα θα έχει μόνιμα εξωτερικό χρέος. Σε αυτή την περίπτωση το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών δίνεται από τη σχέση:

$$CA_t = rB_t + NX_t = r(1 - \theta) B_t \quad (9.11)$$

Για να είναι σε θέση η χώρα να ικανοποιήσει την εξυπηρέτηση του χρέους της θα πρέπει να ικανοποιείται η τερματική συνθήκη. Από τη σχέση (9.10) προκύπτει ότι:

$$B_{t+1} = (1 + r - \theta r)^t B_0 \quad (9.12)$$

Διαιρώντας τα δύο μέλη της (9.12) με $(1 + r)^t$ προκύπτει ότι ισχύει:

$$\frac{B_{t+1}}{(1 + r)^t} = \frac{(1 + r - \theta r)^t B_0}{(1 + r)^t} \quad (9.13)$$

Επομένως $\lim_{t \rightarrow \infty} \frac{B_{t+1}}{(1+r)^t} = 0$, γιατί $\frac{(1+r-\theta r)^t}{(1+r)^t} < 1$, και άρα

ικανοποιείται η τερματική συνθήκη. Σε αυτή την περίπτωση οι καθαρές εξαγωγές (Εμπορικό Ισοζύγιο) δίνονται από τη σχέση:

$$NX_t = (1+r-\theta r)^t (-\theta r B_0) \quad (9.14)$$

Εφόσον $B_t < 0$, ο ρυθμός αύξησης του πλεονάσματος στο Εμπορικό Ισοζύγιο είναι $r(1-\theta)$. Άρα, ακόμα και στην περίπτωση που η χώρα έχει αρχικά χρέος ($B_t < 0$), αν το εισόδημα αυξάνει με ρυθμό υψηλότερο από $r(1-\theta)$ η χώρα μπορεί να έχει μόνιμα ελλειμματικό Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών, ικανοποιώντας το σχήμα αποπληρωμής του χρέους με τα πλεονάσματα του Εμπορικού Ισοζυγίου.

9.5 Διατηρησιμότητα Εξωτερικού Χρέους

Η παραπάνω ανάλυση έδειξε ότι η δυναμική του εξωτερικού χρέους εξαρτάται από τον ορίζοντα μιας οικονομίας. Σε κάθε περίπτωση, είτε βραχυχρόνια είτε μακροχρόνια, το κύριο θέμα είναι πόσο εξωτερικό χρέος μπορεί να έχει χωρίς να έχει πρόβλημα στην αποπληρωμή του. Για το σκοπό αυτό έχει εισαχθεί η έννοια της *διατηρησιμότητας* (*sustainability*) του εξωτερικού χρέους. Συγκεκριμένα, το εξωτερικό χρέος είναι διατηρήσιμο όταν ικανοποιείται μακροχρόνια ο περιορισμός για την εξυπηρέτησή του. Για παράδειγμα, αυτό συμβαίνει όταν το εξωτερικό χρέος παραμένει ένα σταθερό ποσοστό του Ακαθάριστου Εγχώριου Εισοδήματος (ή, εναλλακτικά, των εξαγωγών).

Με βάση την αρχή της διατηρησιμότητας του χρέους, μπορεί να υπολογιστεί το ύψος του χρέους που μπορεί να έχει μια οικονομία. Έστω ότι ο ρυθμός αύξησης του εισοδήματος Y_t είναι g . Αν και ο πλούτος ή το χρέος μεταβάλλονται με τον ίδιο ρυθμό, θα ισχύει ότι $B_{t+1} = (1+g)B_t$. Γράφοντας τώρα την (9.1) ως:

$$B_{t+1} = (1 + r) B_t + NX_t \quad (9.15)$$

και διαιρώντας τα δύο μέλη με το εισόδημα Y_t προκύπτει ότι:

$$\frac{B_{t+1}}{Y_t} = \frac{(1+r)B_t}{Y_t} + \frac{NX_t}{Y_t} \quad (9.16)$$

Αντικαθιστώντας στην αριστερή πλευρά για $Y_{t+1} \equiv (1 + g) Y_t$ προκύπτει ότι:

$$(1 + g) \frac{B_{t+1}}{Y_{t+1}} = \frac{(1+r)B_t}{Y_t} + \frac{NX_t}{Y_t} \quad (9.17)$$

Η (9.17) δίνει τη δυναμική εξέλιξη του πλούτου (χρέους) ως ποσοστού του εισοδήματος. Στην περίπτωση του χρέους, για να είναι διατηρήσιμο απαιτείται να ισχύει $-\frac{B_{t+1}}{Y_{t+1}} = -\frac{B_t}{Y_t} = -\bar{B}$. Σε αυτή την περίπτωση η (9.17) γίνεται:

$$-(r - g)(-\bar{B}) = \frac{NX_t}{Y_t} \quad (9.18)$$

Η εξίσωση (9.18) αποτελεί τη *συνθήκη για τη διατηρησιμότητα του εξωτερικού χρέους*. Η συνθήκη αυτή δίνει το απαιτούμενο Εμπορικό Ισοζύγιο σαν ποσοστό του ΑΕΠ, ώστε να είναι διατηρήσιμο το χρέος. Όσο πιο μεγάλη τιμή έχει η αριστερή πλευρά, τόσο πιο πιθανό είναι μια χώρα να μην μπορέσει να έχει διατηρήσιμο εξωτερικό χρέος, και άρα πρόσβαση στη διεθνή αγορά κεφαλαίου για νέο δανεισμό. Επίσης, δηλώνει ότι για να διατηρήσει μια χώρα σταθερό το εξωτερικό χρέος της αρκεί να καταβάλει τη διαφορά μεταξύ επιτοκίου και ρυθμού ανάπτυξης.

ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΧΡΕΟΣ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΣ ΤΟΜΕΑΣ

Το εξωτερικό χρέος μιας οικονομίας δίνεται από το συνολικό χρέος του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα προς το εξωτερικό με τη μορφή ξένου συναλλάγματος, αγαθών και υπηρεσιών. Το δημόσιο χρέος αποτελείται από τις συσσωρευμένες δανειακές ανάγκες του δημόσιου τομέα (κεντρική κυβέρνηση και δημόσιοι φορείς).

Ο επόμενος Πίνακας παρουσιάζει το εξωτερικό χρέος και το δημόσιο χρέος ως ποσοστά του ΑΕΠ για ορισμένες αναπτυγμένες οικονομίες το 2009.

	Εξωτερικό Χρέος	Δημόσιο Χρέος
Η.Π.Α.	98%	53%
Μεγάλη Βρετανία	416%	68%
Γερμανία	155%	72%
Γαλλία	188%	77%
Ιταλία	101%	115%
Ιαπωνία	42%	189%
Αυστραλία	92%	18%
Καναδάς	62%	75%
Ισπανία	165%	53%
Πορτογαλία	223%	77%
Ελλάδα	167%	127%

Πηγές: *The World Factbook: United States Central Intelligence Agency*, www.wikipedia.org.

Είναι αξιοσημείωτο ότι σε πολλές χώρες, μεταξύ των οποίων και η Ελλάδα, το δημόσιο χρέος εμφανίζεται σχετικά υψηλό ως ποσοστό του συνολικού χρέους. Μία σημαντική διαφορά όμως στην Ελλάδα είναι ότι έχει μειωθεί σημαντικά το ποσοστό αποταμίευσης, με συνέπεια η χρηματοδότηση των δημόσιων ελλειμμάτων, και άρα του δημόσιου χρέους, να γίνεται με εξωτερικό δανεισμό που επιβαρύνει αντίστοιχα το εξωτερικό χρέος. Το μέσο ετήσιο έλλειμμα στο ελληνικό Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών για την περίοδο 2000-2008 ήταν 8.3%, ενώ το μέσο έλλειμμα του δημόσιου τομέα ανήλθε σε 5.3%. Κατά συνέπεια, ο ιδιωτικός τομέας επιβάρυνε σε σημαντικό βαθμό το εξωτερικό χρέος για την αντίστοιχη περίοδο.

9.6 Διακανονισμός εξωτερικού χρέους

Στην ιστορία του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος έχει συμβεί αρκετές φορές να δηλώσει μια χώρα αδυναμία εξυπηρέτησης του εξωτερικού χρέους της. Μάλιστα αυτό μπορεί να συμβεί και όταν το εξωτερικό χρέος δεν είναι σε ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο: για παράδειγμα, έχουν εμφανιστεί περιπτώσεις αδυναμίας εξυπηρέτησης του χρέους σε χώρες που βρισκόταν σε επίπεδο κάτω από 60% του ΑΕΠ. Χαρακτηριστικά, οι Reinhart and Rogoff (2009) αναφέρουν ότι από το 1800 έως σήμερα έχουν παρουσιαστεί περισσότερα από 250 περιστατικά αδυναμίας εξυπηρέτησης του εξωτερικού χρέους.

Η πιο διαδεδομένη εξήγηση για μια τέτοια εξέλιξη είναι ότι υπάρχει αβεβαιότητα για τις πιθανές εξελίξεις στην οικονομία μιας χώρας. Για παράδειγμα, έστω μια οικονομία με χρέος 100 μονάδες, στην οποία υπάρχουν δύο σενάρια για τις μελλοντικές εξελίξεις. Στην πρώτη περίπτωση, η χώρα θα είναι σε θέση να διεκπεραιώσει με επιτυχία την πλήρη αποπληρωμή του χρέους με πιθανότητα 2/3. Στη δεύτερη περίπτωση, η οποία έχει πιθανότητα 1/3, η χώρα θα καταφέρει να αποπληρώσει μόνο ένα τμήμα του εξωτερικού χρέους, έστω 50 μονάδες.

Όπως φαίνεται στον Πίνακα 9.1, η αναμενόμενη πληρωμή σε αυτή την περίπτωση, η οποία λαμβάνει υπόψη τόσο την πιθανότητα πλήρους αποπληρωμής τους χρέους όσο και την πιθανότητα μερικής αποπληρωμής του εξωτερικού χρέους, είναι 83.3 μονάδες.

Πίνακας 9.1 Σχήματα διακανονισμού εξωτερικού χρέους

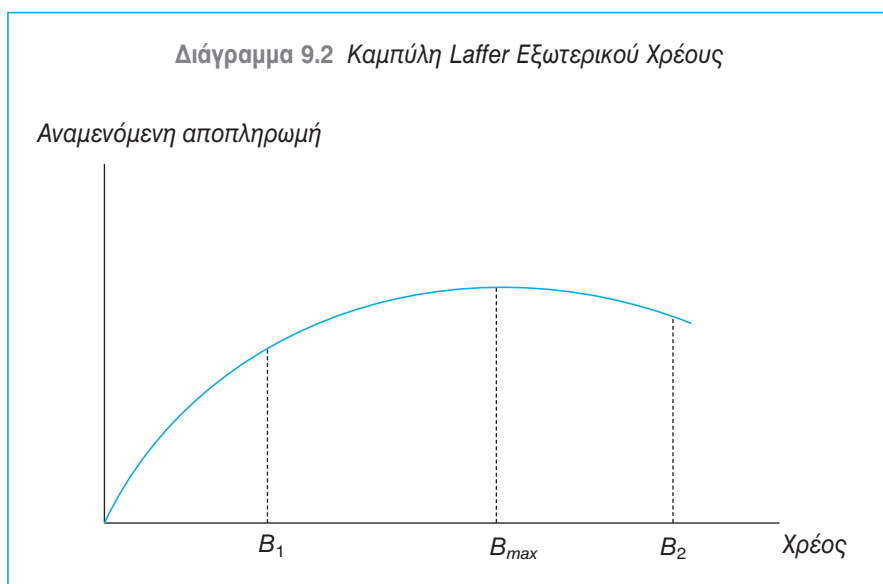
<p>Πλήρης αποπληρωμή χρέους (100 μονάδες): πιθανότητα = 2/3 Μερική αποπληρωμή χρέους (50 μονάδες): πιθανότητα = 1/3</p> <p><i>Αναμενόμενη πληρωμή: $(100 \times 2/3) + (50 \times 1/3) = 83.3$</i></p>
<p>Διαγραφή χρέους 30%</p> <p><i>Αναμενόμενη πληρωμή: $(70 \times 2/3) + (50 \times 1/3) = 63.3$</i></p>
<p>Διαγραφή χρέους 10% με βελτίωση πιθανότητας πλήρους αποπληρωμής σε 90%</p> <p><i>Αναμενόμενη πληρωμή: $(90 \times 9/10) + (50 \times 1/10) = 86$</i></p>
<p>Έκδοση νέου χρέους με προτεραιότητα πληρωμής (debt swap)</p> <p><i>Αναμενόμενη πληρωμή: $(100 \times 2/3) + (0 \times 1/3) = 66.7$</i></p>

Αν τώρα οι πιστώτριες χώρες αποφασίσουν να διαγράψουν μέρος του χρέους, για παράδειγμα 30% του συνόλου, η αναμενόμενη πληρωμή θα είναι 63.3 μονάδες. Σε αυτή την περίπτωση, ωφελείται αποκλειστικά η χώρα που έχει το εξωτερικό χρέος. Ο λόγος είναι ότι η διαγραφή του χρέους μειώνει το ποσό που θα κληθεί να πληρώσει στο σενάριο πλήρους αποπληρωμής του, όταν δηλαδή δεν έχει ανάγκη τη διαγραφή του χρέους, αλλά δεν τη βοηθά στην αποπληρωμή του χρέους όταν εμφανίζει αδυναμία εξυπηρέτησής του.

Η κατάσταση είναι διαφορετική όταν η βοήθεια στην αποπληρωμή του εξωτερικού χρέους μειώνει την πιθανότητα η οικονομία να αναγκαστεί να προβεί σε μερική εξυπηρέτησή του. Για παράδειγμα, η ύπαρξη εξωτερικού χρέους συχνά αναγκάζει τις κυβερνήσεις να ακολουθήσουν περιοριστική δημοσιονομική πολιτική, κάτι που επιφέρει προσωρινά ύφεση στην οικονομική δραστηριότητα. Κατά συνέπεια, ο λόγος του εξωτερικού χρέους προς το ΑΕΠ μπορεί να αυξηθεί, επιτείνοντας την αδυναμία της

χώρας να συνεχίσει την εξυπηρέτησή του. Η περίπτωση κατά την οποία η πιθανότητα αποπληρωμής του εξωτερικού χρέους εξαρτάται αρνητικά από το ύψος του ονομάζεται στη βιβλιογραφία «απειλή του χρέους» (*debt overhang*).

Έστω για παράδειγμα, ότι μια μείωση του χρέους κατά 10% αυξάνει την πιθανότητα πλήρους αποπληρωμής του σε 90%. Σε μια τέτοια περίπτωση η αναμενόμενη πληρωμή γίνεται 86 μονάδες (βλ. Πίνακα 9.1), που σημαίνει ότι οι πιστωτές επωφελούνται σε σχέση με το αρχικό σενάριο. Επομένως, όταν η διαγραφή ενός τμήματος του χρέους αυξάνει την πιθανότητα αποπληρωμής του, το αναμενόμενο ποσό μπορεί να υπερβαίνει το ποσό που θα αποπληρωνόταν χωρίς διαγραφή. Προφανώς, υπάρχει ένα ανώτατο ποσό διαγραφής χρέους πέρα από το οποίο τα αναμενόμενα έσοδα θα μειώνονται αντί να αυξάνονται.



Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 9.2, που απεικονίζει τη σχέση μεταξύ εξωτερικού χρέους και αναμενόμενης αποπληρωμής

του, καθώς αυξάνει το εξωτερικό χρέος αρχικά αυξάνει και το αναμενόμενο ποσό αποπληρωμής (για παράδειγμα στο σημείο B_1), αλλά με φθίνοντα ρυθμό μέχρι το σημείο B_{\max} . Για επίπεδα χρέους μεγαλύτερα από B_{\max} είναι συμφέρον για το δανειστή να διαγράψει τμήμα του χρέους (για παράδειγμα το ποσό $B_2 - B_{\max}$), ώστε να αυξήσει την αναμενόμενη πληρωμή. Η μη-γραμμική σχέση μεταξύ χρέους και αναμενόμενης αποπληρωμής του αποκαλείται *καμπύλη Laffer εξωτερικού χρέους*.

Εναλλακτικά, η χώρα με το εξωτερικό χρέος μπορεί να καλυφθεί με έκδοση νέου χρέους. Έτσι, μπορεί να εκδώσει νέο χρέος 50 μονάδων, το οποίο έχει προτεραιότητα πληρωμής έναντι του παλαιού χρέους. Σε αυτή την περίπτωση, η αναμενόμενη πληρωμή του παλαιού χρέους είναι 66.7 μονάδες, καθώς η αποπληρωμή του θα γίνει μόνο στην περίπτωση θετικής εξέλιξης. Η τιμή επομένως του παλαιού χρέους είναι $66.7/100 = 2/3$ και η κυβέρνηση μπορεί τώρα να κάνει μετακύλιση του εξωτερικού χρέους (debt swap) χρησιμοποιώντας τα έσοδα των 50 μονάδων από το νέο χρέος για να εξαγοράσει $50/0.67 = 75$ μονάδες παλιού χρέους. Μετά τη μετακύλιση του χρέους θα έχουν παραμείνει μόνο $100 - 75 = 25$ μονάδες παλιού χρέους. Η χώρα επωφελείται σημαντικά, γιατί έχει αναμενόμενη πληρωμή νέου και παλαιού χρέους $25 \times (2/3) + 50 = 66.7$, ενώ χωρίς τη μετακύλιση του χρέους η αναμενόμενη πληρωμή ήταν 83.3 μονάδες.

Τέλος, έχουν εμφανιστεί ή προταθεί διάφορα σχήματα για το διακανονισμό του εξωτερικού χρέους. Για παράδειγμα, ένας διεθνής οργανισμός θα μπορούσε να αναλάβει την αποπληρωμή του χρέους σε περίπτωση αδυναμίας εξυπηρέτησής του. Σε μια τέτοια περίπτωση όμως δεν επωφελούνται τόσο οι χώρες που έχουν το χρέος, όσο κυρίως οι πιστώτριες χώρες, οι οποίες εξασφαλίζουν την πλήρη αποπληρωμή των δανείων τους.

Παρότι υπάρχουν σημαντικοί περιορισμοί στη δυναμική του εξωτερικού χρέους, καθώς και στη δυνατότητα των πιστωτών να επιβάλλουν σε ένα κράτος μέτρα αποπληρωμής, η δυνατότη-

τα μιας χώρας να προσφεύγει σε εξωτερικό δανεισμό αποτελεί ένα εξαιρετικά σύνθετο φαινόμενο και θα περίμενε κανείς ότι θα αποτελούσε εξαίρεση στη διεθνή χρηματοοικονομική πρακτική. Αντίθετα, η χορήγηση δανείων σε κράτη αποτελεί διαδεδομένη πρακτική σε όλο τον κόσμο και αποτελεί βασικό πυλώνα των διεθνών οικονομικών σχέσεων. Οι λόγοι για τους οποίους εξακολουθούν να χορηγούνται δάνεια σε κράτη παρά τους διαφαινόμενους κινδύνους είναι πολλοί. Η διακοπή της αποπληρωμής θα σήμαινε μια τεράστια απώλεια αξιοπιστίας για τη δανειζόμενη οικονομία και πιθανόν το μελλοντικό κόστος λόγω του αποκλεισμού της από τις αγορές να υπερβαίνει το όφελος. Επίσης, στο σύγχρονο χρηματοπιστωτικό σύστημα υπάρχουν μέσα για την κάλυψη από τον κίνδυνο χρεοκοπίας ενός κράτους, όπως ακριβώς συμβαίνει και στον ιδιωτικό τομέα. Με τη δημιουργία θεσμών, όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο στη μεταπολεμική περίοδο, σε πολλές περιπτώσεις αποφεύγεται η πλήρης αδυναμία ενός κράτους να εξυπηρετήσει το εξωτερικό χρέος του.

9.7 Σύνοψη

- Η εξωτερική ισορροπία της οικονομίας σχετίζεται άμεσα με το εξωτερικό χρέος.
- Η δυναμική του εξωτερικού χρέους και η δυνατότητα αποπληρωμής του εξαρτώνται από εξωγενείς παράγοντες, όπως τα διεθνή επιτόκια, και από τα εγχώρια μακροοικονομικά μεγέθη της οικονομίας, όπως η ανάπτυξη και το εμπορικό έλλειμμα της οικονομίας.
- Μακροχρόνια, μια χώρα με εξωτερικό χρέος θα πρέπει να εμφανίσει πλεονάσματα στις εξωτερικές συναλλαγές της.
- Όμως, αν η χώρα έχει υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης σε σχέση με το πραγματικό επιτόκιο που καταβάλλει, μπορεί να διατη-

ρήσει το εξωτερικό χρέος σταθερό ως ποσοστό του εισοδήματος, ακόμα και με μόνιμα ελλείμματα στον εξωτερικό τομέα.

- Στην ιστορία του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος έχει παρουσιαστεί αρκετές φορές η περίπτωση αδυναμίας αποπληρωμής του εξωτερικού χρέους και έχουν προταθεί αρκετά σχήματα, ώστε να επιτευχθεί η εξυπηρέτησή του.