

Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών

11. Διεθνής Δανεισμός και Κρίσεις Χρέους

Οικονομική Ιστορία της
Ελλάδος
(economichistorygreece.net)

Καθ. Γιώργος Αλογοσκούφης
(www.alogoukousis.gr)

Ο Διεθνής Δανεισμός και οι Αναπτυσσόμενες Οικονομίες

Ένα βασικό χαρακτηριστικό όλων των αναπτυσσομένων οικονομιών είναι ότι οι εσωτερικές τους αποταμιεύσεις συχνά δεν επαρκούν για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών ευκαιριών που ανακύπτουν σε αυτές.

Για το λόγο αυτό, οι αναπτυσσόμενες οικονομίες, όπως άλλωστε και οι 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 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

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 χρεοκοπήσει, 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 καθεστάτα 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.

Κρίσεις Χρέους

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.

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 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 αθέτησης.

Τρόποι Χρηματοδότησης των Ελλειμμάτων του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών των Αναπτυσσομένων Οικονομιών

1. Έκδοση ομολόγων
2. Τραπεζικά Δάνεια
3. Επίσημος Δανεισμός από ΔΝΤ, Διεθνή Τράπεζα κλπ.
4. Άμεσες Ξένες Επενδύσεις
5. Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου

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 χρηματοπιστωτικού συστήματος των αναπτυσσομένων οικονομιών.

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.

3. Επίσημος Δανεισμός

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

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.

5. Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου

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.

Χρηματοδότηση μέσω Χρέους και Μέσω Άλλων Τίτλων

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, ενώ στην περίπτωση τίτλων όπως οι μετοχές ο επενδυτής μετέχει στα κέρδη της επιχείρησης, εάν υπάρχουν.

Διαφορές μεταξύ Αναπτυγμένων και Αναπτυσσομένων Οικονομιών

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.

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, εκδίδοντας χρήμα προκειμένου να πληρώσει τους πιστωτές της. Έτσι δεν διατρέχει τον κίνδυνο αθέτησης των υποχρεώσεων της απέναντί τους. Αυτή η επιλογή δεν είναι διαθέσιμη στις αναπτυσσόμενες οικονομίες.

Το Προπατορικό Αμάρτημα των Αναπτυσσομένων Οικονομιών

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 πρόσφατη κρίση των χωρών της ευρωπαϊκής περιφέρειας, η συμμετοχή σε μία ενιαία νομισματική ζώνη όπως η ευρωζώνη, δεν απαλλάσσει τελικά μία αναπτυσσόμενη οικονομία από το προπατορικό αμάρτημα.

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 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.

Διεθνής Δανεισμός και Κρίσεις Χρέους στο 19ο Αιώνα

Στις αρχές του 19ου αιώνα, ένας αριθμός πολιτειών των ΗΠΑ αθέτησε τους όρους των δανείων που είχαν λάβει για τη χρηματοδότηση της κατασκευής καναλιών.

Σε όλο το 19ο αιώνα διάφορες χώρες της Λατινικής Αμερικής αντιμετώπισαν κρίσεις εξωτερικού χρέους, με σοβαρότερη της κρίση της Αργεντινής το 1890 (Baring Crisis), η οποία δεν μπόρεσε να εξυπηρετήσει τις υποχρεώσεις της.

Η Ελλάδα χρεοκόπησε το 1893, μετά από μία δεκαετία συσσώρευσης εξωτερικού χρέους για να χρηματοδοτηθεί ένα φιλόδοξο πρόγραμμα αναβάθμισης των υποδομών της.

Διεθνής Δανεισμός και Κρίσεις Χρέους έως το 1970

Το 1917 η κομμουνιστική κυβέρνηση στη Ρωσία αρνήθηκε να εξυπηρετήσει το εξωτερικό χρέος της χώρας.

Οι σοβαρότερες κρίσεις χρέους ανέκυψαν στη δεκαετία του 1930, όταν μία σειρά από αναπτυσσόμενες οικονομίες υποχρεώθηκαν σε χρεοκοπία καθώς οι αναπτυγμένες οικονομίες τις απέκλεισαν από τις αγορές τους με υψηλούς δασμούς και άλλα εμπόδια στο ελεύθερο εμπόριο.

Ο διεθνής ιδιωτικός δανεισμός προς τις αναπτυσσόμενες οικονομίες στέρεψε εξ αυτού του λόγου έως τις αρχές της δεκαετίας του 1970.

Η Ανάκαμψη του Διεθνούς Δανεισμού μετά το 1970

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 Πετρελαιοεξαγωγικών Χωρών (ΟΠΕΧ) διοχετεύθηκε, μέσω του διεθνούς τραπεζικού συστήματος, στις αναπτυσσόμενες οικονομίες.

Ωστόσο, οι κρίσεις εξωτερικού χρέους δεν αποφεύχθηκαν.

Προαπαιτούμενα για μια Κρίση Εξωτερικού Χρέους

Πρώτον, να έχει προηγηθεί μία περίοδος παρατεταμένων ελλειμμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και αύξησης του εξωτερικού χρέους της χώρας.

Δεύτερον, 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.

Τρίτον, η χώρα να έχει περιορισμένα συναλλαγματικά διαθέσιμα και να έχει επιλέξει ένα καθεστώς σταθερών ισοτιμιών.

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 εξυπηρετεί το χρέος της, είναι υποχρεωμένη να μειώσει τις επενδύσεις της και να αυξήσει τις αποταμιεύσεις της. Μόνο έτσι μπορεί να εξισορροπήσει το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και να επανέλθει σε κατάσταση εξωτερικής ισορροπίας. 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 οποίο 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.

Η Κρίση Χρέους της Λατινικής Αμερικής

Πρώτη μεγάλη κρίση εξωτερικού χρέους που εκδηλώθηκε μετά την ανάκαμψη του διεθνούς δανεισμού προς τις αναπτυσσόμενες οικονομίες, 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.

Η Κρίση των Περιφερειακών Χωρών της Ευρωζώνης

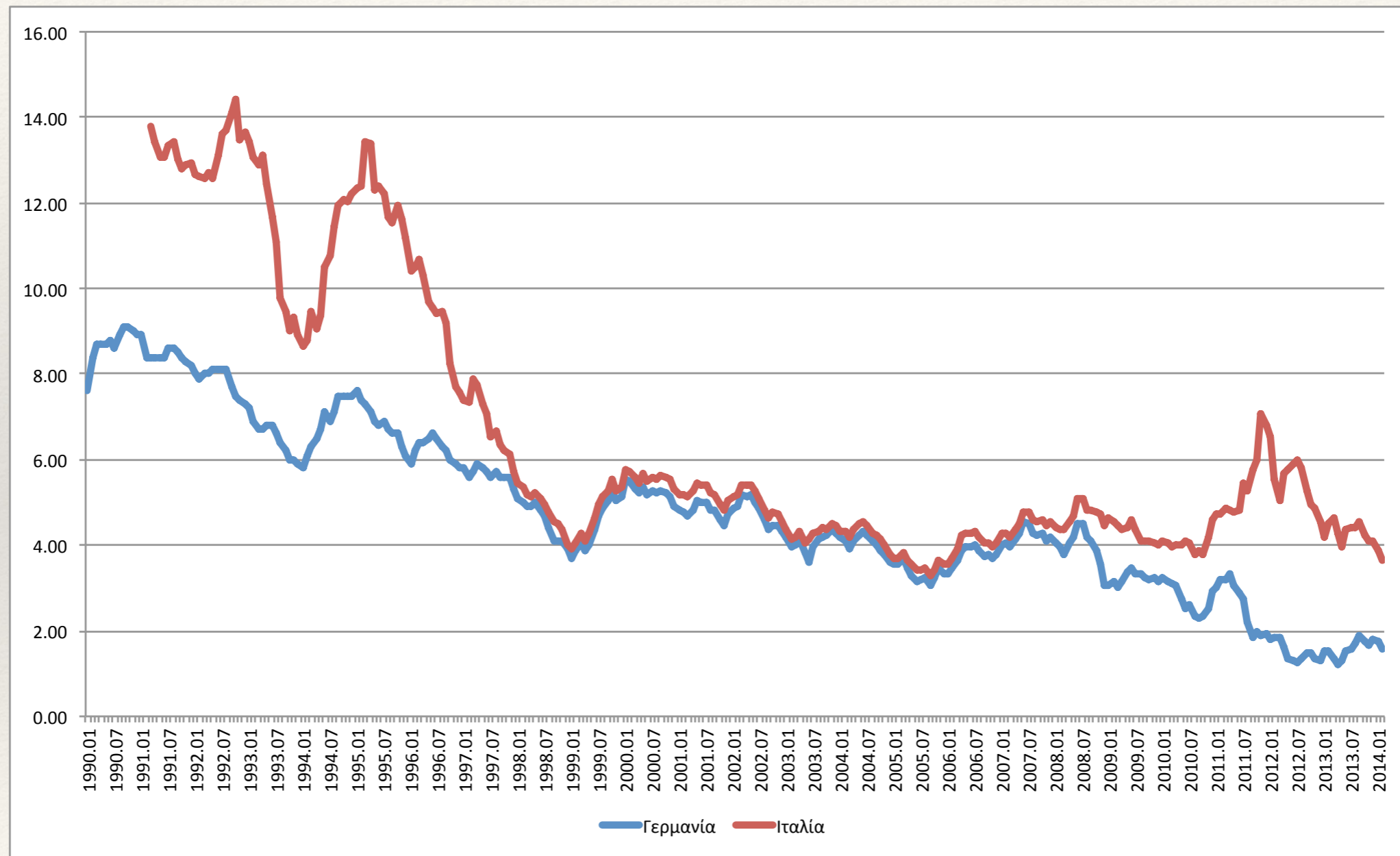
Οι αναπτυσσόμενες οικονομίες της ευρωπαϊκής περιφέρειας (Ιρλανδία, Ισπανία, Ελλάδα και Πορτογαλία) μπήκαν στην ευρωζώνη μεταξύ 1998 και 2000. Αυτό οδήγησε σε σημαντική πτώση των επιτοκίων τους, λόγω της εξάλειψης του συναλλαγματικού κινδύνου που κρατούσε τα επιτόκιά τους υψηλά. Η πτώση των επιτοκίων 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.

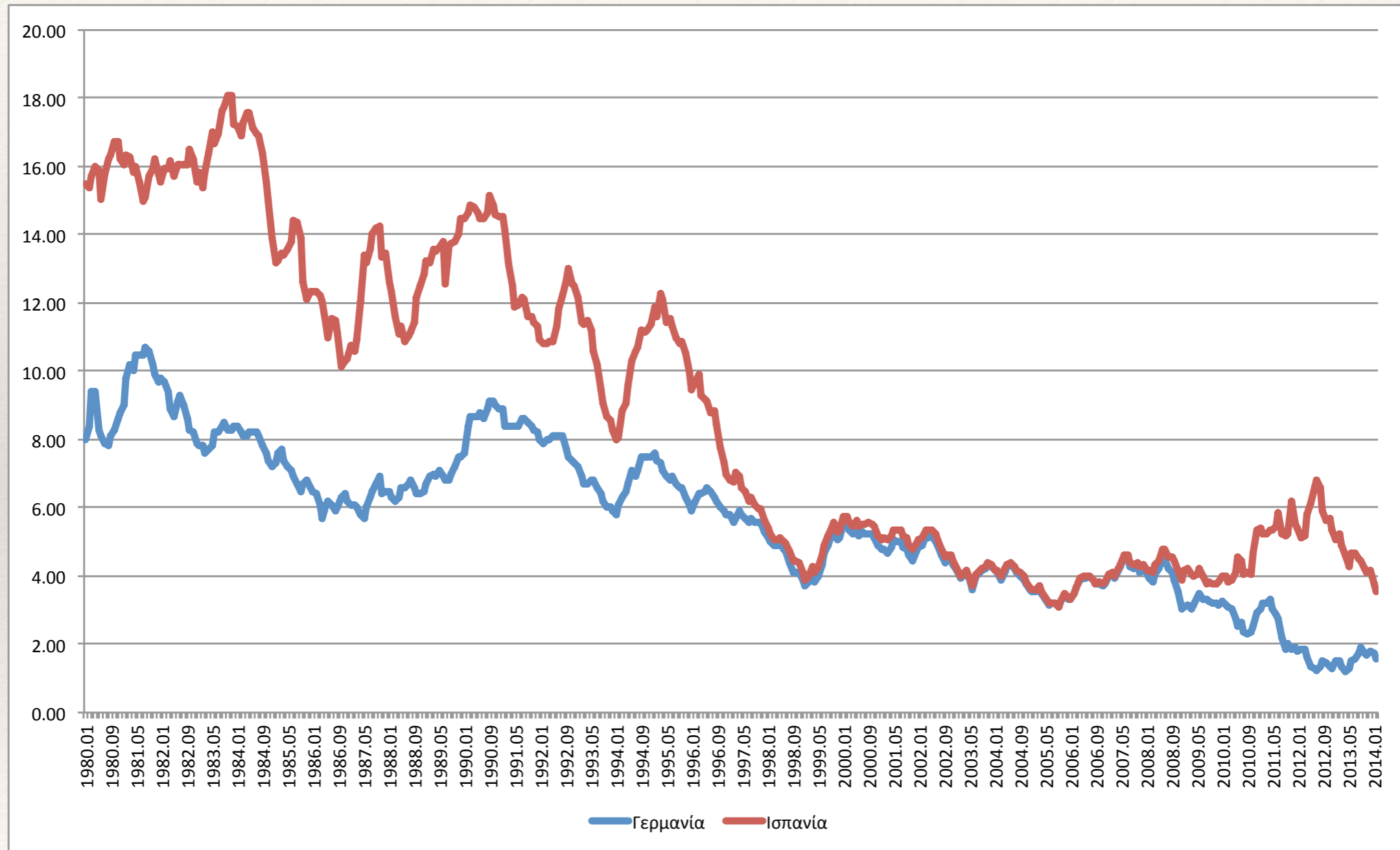
Η διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, η κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας Lehmann Brothers και η διεθνής ύφεση που ακολούθησε οδήγησε σε αύξηση των επιτοκίων τους σε σχέση με τα γερμανικά επιτόκια και σε αποσταθεροποίηση των τραπεζών τους, καθώς οι διεθνείς αγορές άρχισαν να αναθεωρούν τις εκτιμήσεις 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 του δημόσιου και του εξωτερικού τους χρέους.

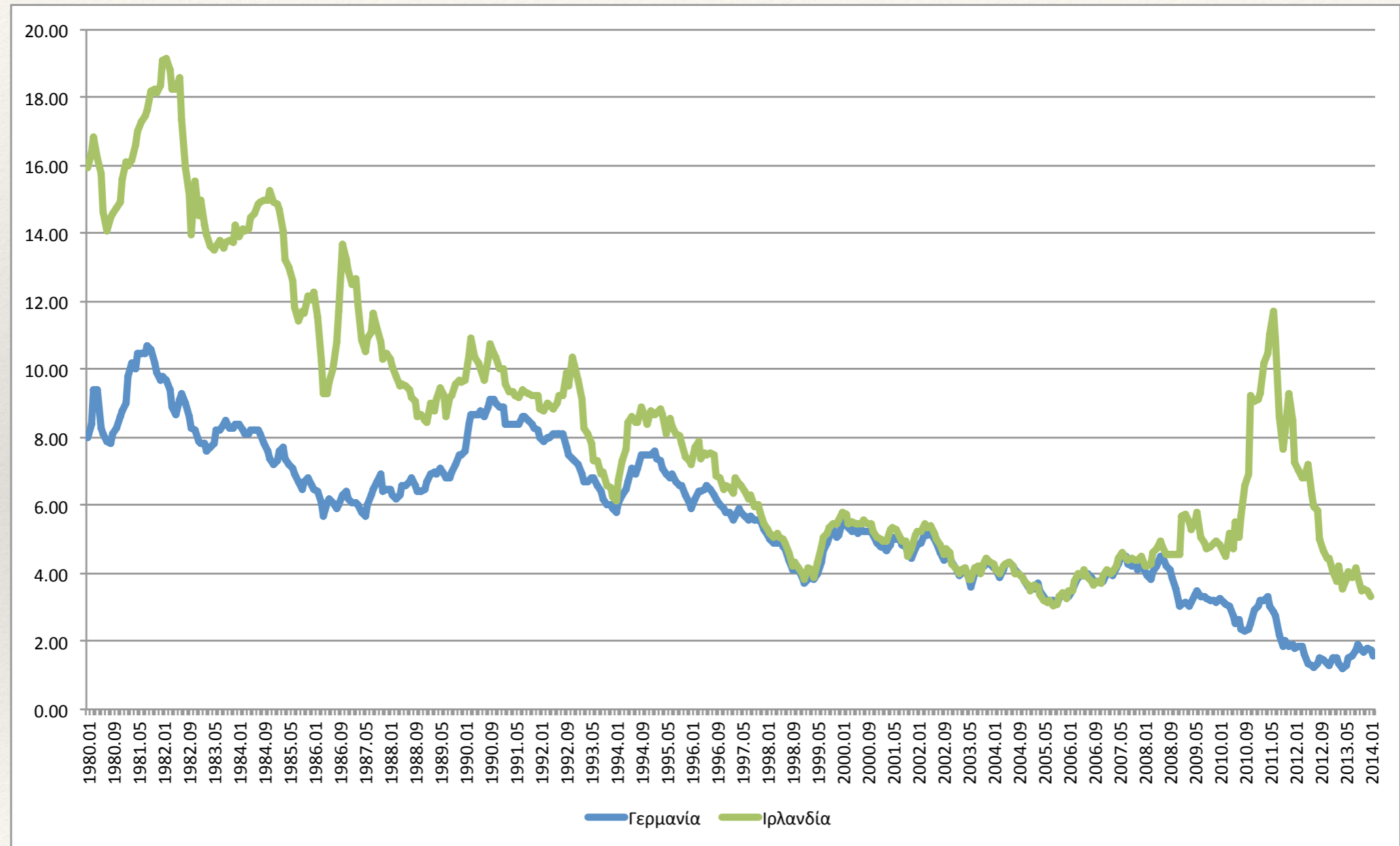
Επιτόκια Δεκαετών Ομολόγων στη Γερμανία και την Ιταλία



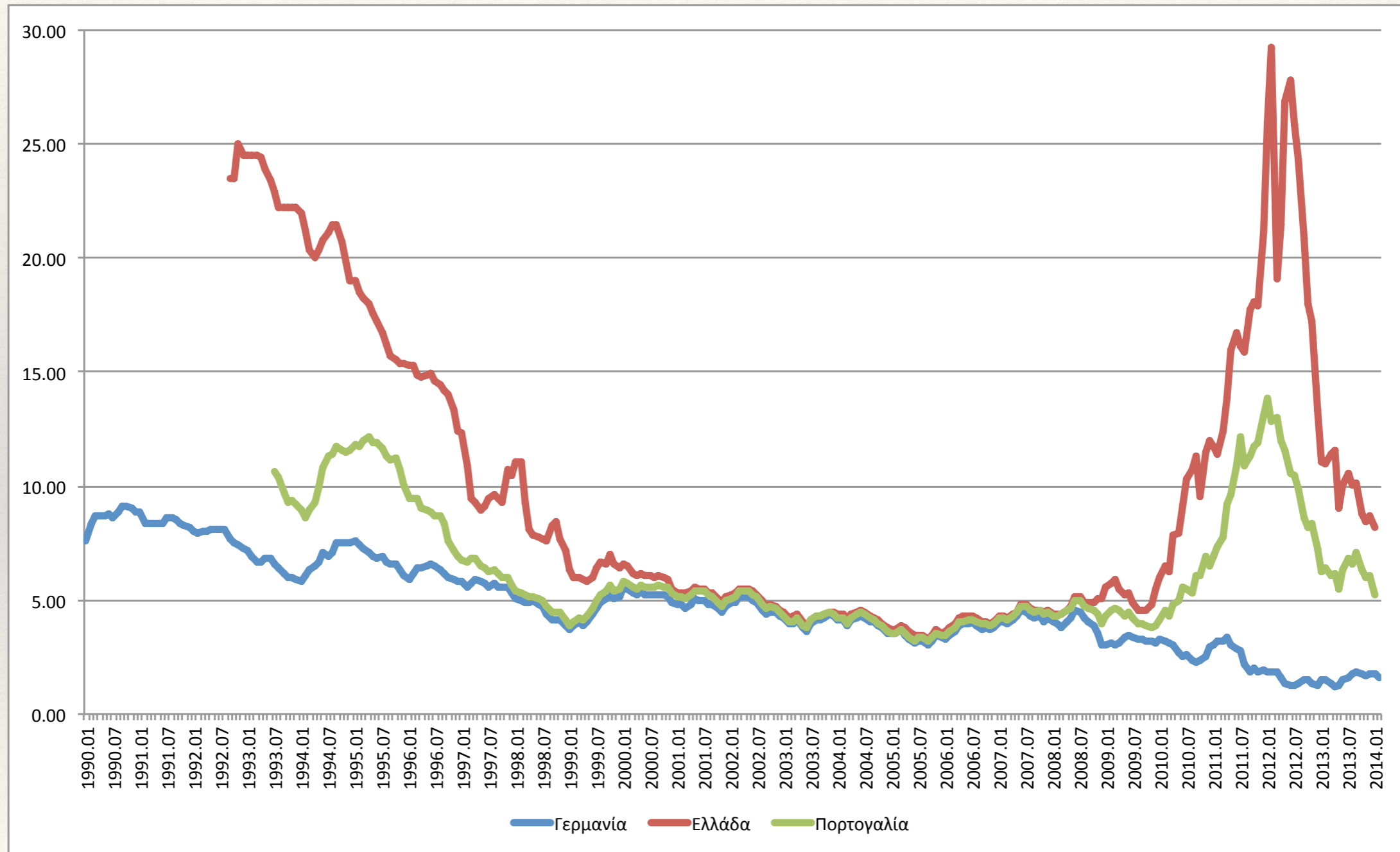
Επιτόκια Δεκαετών Ομολόγων στη Γερμανία και την Ισπανία



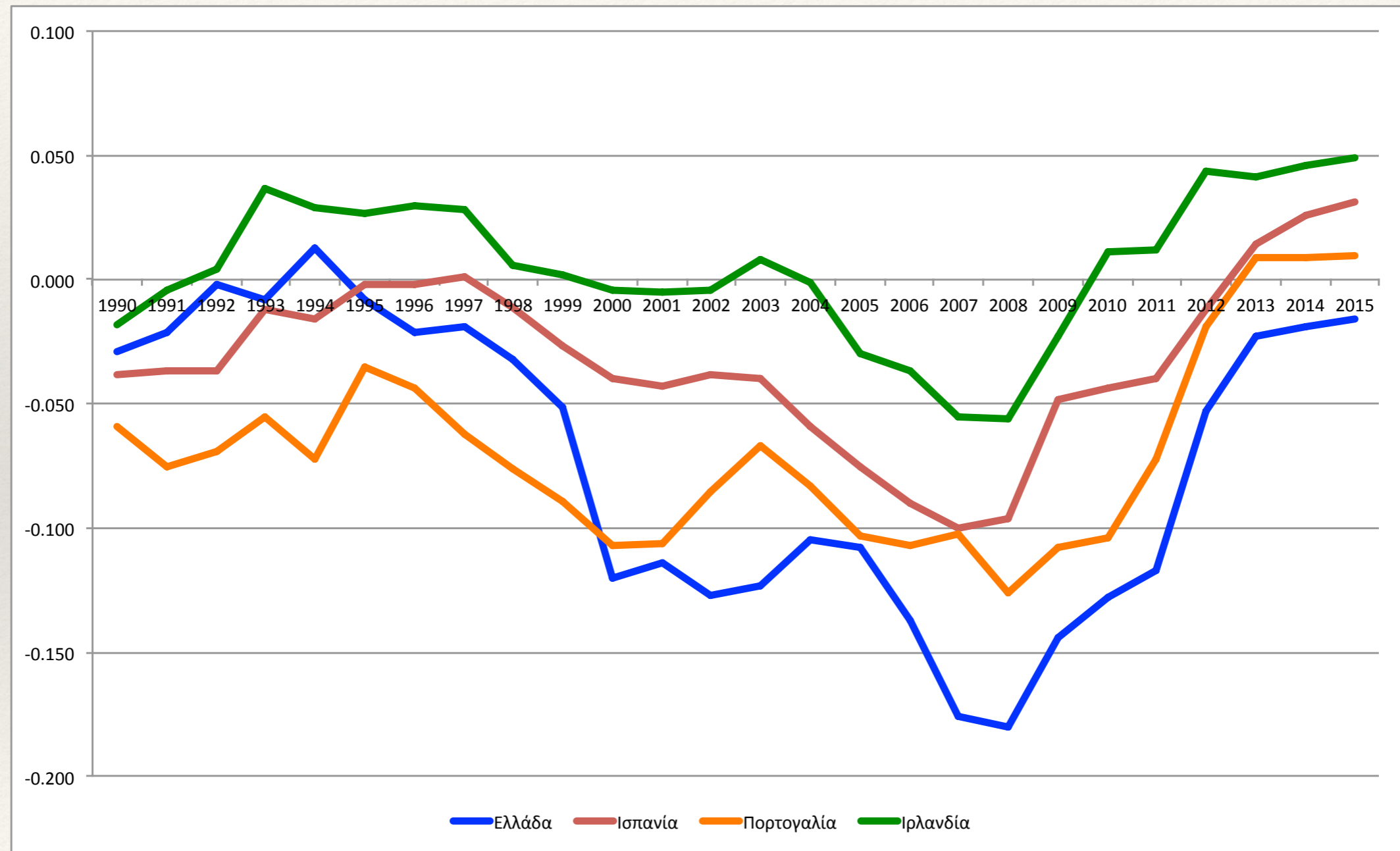
Επιτόκια Δεκαετών Ομολόγων στη Γερμανία και την Ιρλανδία



Επιτόκια Δεκαετών Ομολόγων στη Γερμανία, την Ελλάδα και την Πορτογαλία



Ελλείμματα Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών στην Ιρλανδία, την Ισπανία, την Ελλάδα και την Πορτογαλία



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 Κεντρικής Τράπεζας οι επιπτώσεις της περιορίστηκαν.

Τα προγράμματα προσαρμογής που ακολουθούν 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 ως τώρα να εγκαταλείψει το ευρώ. Ωστόσο, το κόστος της προσαρμογής είναι τεράστιο. Η ύφεση για χώρες όπως η Ελλάδα και η Πορτογαλία συνεχίζεται για έκτο συνεχή χρόνο και είναι ιδιαίτερα βαθιά, ιδιαίτερα στην περίπτωση της Ελλάδας. Τα ποσοστά ανεργίας έχουν υπερτριπλασιαστεί και έχουν ξεπεράσει 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, 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 απαξίωση 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 δυσχεραίνει την αντιμετώπιση της ύφεσης, των δημοσιονομικών ανισορροπιών και την προσαρμογή του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αυτών των χωρών, αλλά σταθεροποιεί τον τραπεζικό τομέα και τους ισολογισμούς των επιχειρήσεων που έχουν δανειστεί σε ευρώ και συγκρατεί 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. Όσο η πιθανότητα αυτή 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.

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 συνεχίζεται επί για περισσότερο από μία δεκαετία.

Η Περίπτωση της Βραζιλίας

Η κατάσταση στη Βραζιλία εξελίχθηκε αρκετά καλύτερα.

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.

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.

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.