

Seniority Reversals and Endogenous Sudden Stops : Some Transfer Problem Dynamics

R11323019 程依倜

1. What is the main question(s) raised in the paper (the issue)?

作者關注一戰後德國的主權債務違約決策。作者估計道威斯計畫(1924-1930)與楊計畫(1930 後)下不同的主權債務違約決策，前者包含轉移保護條款，該條款規定商業債務的清償優先於戰爭賠償的清償；後者則移除了這個條款。作者認為是因為轉讓保護條款，使得德國在道威斯計畫下保持資金淨流入與高的外債-GDP 比；但卻在楊計畫下出現嚴重的資本流動逆轉。

轉讓保護條款提供了兩種動態激勵效果(dynamic incentives)，第一個效果是次級債務(例如道威斯計畫下的戰爭賠償)的違約成本較低；第二個效果是主權國家會將借款集中到高級債務上，這又稱為美德信號效應。

2. Why should we care about it (the significance)?

德國一戰後的高額戰爭賠款占 GDP 70% 以上，遠超出德國的支付能力，但在道威斯計畫期間德國取得了約占 GDP 20% 的淨資金流入。道威斯計畫原本是希望德國能透過稅收來創造預算盈餘，並且確保這個過程中不會危及匯率(金本位)不穩定，該計畫預期德國能透過降低工資來創造出口盈餘，但德國選擇增加外債。這些現象經常被歸因於轉移保護條款，但至今還沒有實證研究檢驗上述的理論假設。另外，為兩種計畫下的主權債務違約決策建模也有助於討論其他包含不同債務類型(高級債務與次級債務)的主權債務違約。

3. What is the author's answer (the findings)?

校準模型的結果證實了當國家債務處於違約區(國家無法負擔債務)且戰爭賠款屬於次級債務時，預期會出現借貸狂潮與賠款違約；也證實了當處於違約區且賠款為高級債務時，外債會驟減，並可能出現商業債務違約或是兩種債務都違約。而當國家債務處於違約區外，主權國家會積極借款並且選擇支付賠款。

4. How did the author get there (the strategy, empirical approach)?

作者擴展了基準 Eaton-Gersovitz 模型，將一種債務擴展至兩種債務(高級債務與次級債務)。作者區分兩種可能：次級債務是戰爭賠款(模擬道威斯計畫)與次級債務是商業賠款(模擬楊計畫)，給定債務水平與產出水平(AR(2))。

模型中的稟賦經濟體會進行其違約決策，違約會使得經濟體退出信貸市場(減少 $L(y)$ 的產出成本)並且在其後有機率($= \theta$)回到信貸市場。並且模型校準到一戰至二戰間德國的經濟參數。除了分別為道威斯計畫與楊計畫建模，也討論債務反轉的情況(各期有 P 機率次債轉為高債)。

研究預測中，第一個預測是，對於低產出水平和高賠款，主權國家選擇最適化高級債務並且違約次級債務。第二個預測是，當經濟狀況惡化時，次級債務將首先違約。