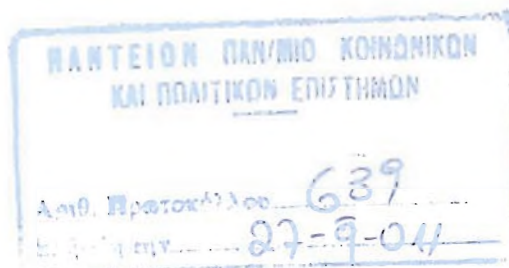


Πάντειο Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Σπουδών
ΠΜΣ Διεθνών & Ευρωπαϊκών Σπουδών
Διεθνές Οικονομικό, Χρηματοοικονομικό & Τραπεζικό Δίκαιο

Αναστασία Καρύδη
A.M. 1209M074



ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ
ΕΡΓΑΣΙΑ

Πρακτικές και μέθοδοι αντιμετώπισης της κρατικής υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά
την τρέχουσα (2010) δημοσιονομική κρίση στην ευρωζώνη



Σεπτέμβριος 2011

Επιβλέπων: Αναπ. Καθηγητής Γκόρτσος Χ.



MET
KAP



Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

Πίνακας Περιεχομένων:

ΜΕΡΟΣ Α΄	7
ΘΕΩΡΗΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΘΟΔΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ & ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ ΤΗΣ ΚΡΑΤΙΚΗΣ ΥΠΕΡΧΡΕΩΣΗΣ	7
1. Εισαγωγικές Παρατηρήσεις	7
2. Μέθοδοι και Πρακτικές Αναδιάρθρωσης Δημόσιου Χρέους	23
2.1 Το γενικό πλαίσιο.....	23
2.2 Θεωρητικές Προσεγγίσεις της Αναδιάρθρωσης Δημόσιου Χρέους	28
2.2.1 Η προσέγγιση των μεθόδων αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους μέσω του ιδιωτικού διεθνούς δικαίου – Η «κανονιστική» μέθοδος αναδιάρθρωσης	28
2.2.2 Η προσέγγιση της αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους μέσω των μηχανισμών της αγοράς.....	35
2.3 Η Προσέγγιση της διαδικασίας αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους μέσω του δημόσιου διεθνούς δικαίου – Η θεσμική προσέγγιση του ΔΝΤ μέσω της υιοθέτησης του «Μηχανισμού Αναδιάρθρωσης Δημόσιου Χρέους».....	37
2.4 Paris Club – Ο ρόλος του στις Διαδικασίες Αναδιάρθρωσης Δημόσιου Χρέους.....	45
2.4.1 Γενικό πλαίσιο	45
2.4.2 Θεμελιώδεις Αρχές του Κλαμπ των Παρισίων	48
2.4.3 Η πραγματοποίηση των διαπραγματεύσεων στο Κλαμπ των Παρισίων.....	49
2.4.4 Τεχνικές Αναδιάρθρωσης Δημόσιου Χρέους στις Πολυμερείς Συμφωνίες που συνάπτονται στο Κλαμπ των Παρισίων.....	50
2.4.5 Η Συμμετοχή του Ιδιωτικού Τομέα στις Διαπραγματεύσεις του Κλαμπ των Παρισίων.....	53
2.4.6 Σύγκριση του ρόλου του Paris Club με αυτόν του London Club στην διαδικασία αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους.....	55
2.5 Συμμετοχή του Ιδιωτικού Τομέα στο Πρόγραμμα Αναδιάρθρωσης	58
2.5.2 Ορισμός και οι διάφορες μορφές PSI.....	59
2.5.3 Παράγοντες που καθορίζουν την επιλογή του καταλληλότερου τύπου PSI.....	63
2.5.4 Πόσο επιθυμητό είναι τελικά το PSI;.....	66
ΜΕΡΟΣ Β΄	70
Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ «ΤΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ BRADY» ΩΣ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΚΑΤΑ ΤΙΣ ΓΕΝΙΚΕΥΜΕΝΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ ΤΩΝ ΔΕΚΑΕΤΙΩΝ 1980 & 1990	70
1. Εισαγωγικές Παρατηρήσεις	70
2. Η πρακτική εφαρμογή του Προγράμματος Brady	76
2.1 Ομόλογα Brady ως μέσα υλοποίησης του προγράμματος αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους των αναπτυσσόμενων και λιγότερο ανεπτυγμένων χωρών: Δομή και Τυπολογία.....	80
2.1.1 Γενικές παρατηρήσεις για την φύση και την αγορά των ομολόγων ως χρηματοπιστωτικών μέσων.....	80
2.1.2 Δομή Ομολόγων Brady.....	83
2.2 Κίνδυνοι που ενέχουν οι τίτλοι Brady ως χρηματοπιστωτικά μέσα που διαπραγματεύονται σε αγορές ομολόγων	85
2.3 Συνολική αποτίμηση και κριτική για την αποτελεσματικότητα του «Σχεδίου Brady», ως πρακτική αντιμετώπισης της κρατικής υπερχρέωσης.....	88
ΜΕΡΟΣ Γ΄	99
Χαρτογράφηση –Αποκωδικοποίηση της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη και οι έως σήμερα ακολουθούμενες πρακτικές αντιμετώπισης της	99
1. Από την διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση του 2007 στην δημοσιονομική κρίση της ευρωζώνης του 2010.....	99
2. Η υπό εξέλιξη δημοσιονομική κρίση στην Ελλάδα και οι έως σήμερα προσεγγίσεις αντιμετώπισης της.....	101
2.1 Η επίπτωση του δημοσιονομικού προβλήματος στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα.....	101

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

2.2 Τα Προθεσμιακά Συμβόλαια Ανταλλαγής Πιστωτικού Κινδύνου (ΠΣΑΚ) και ο ρόλος τους στην εξέλιξη της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης	103
2.3 Οι ευρωπαϊκές πολιτικές προσπάθειες διαχείρισης της δημοσιονομικής κρίσης της ευρωζώνης το 2010	107
3. Η πιθανότητα να επανέλθει η Ελλάδα στις αγορές προς χρηματοδότηση των αναγκών της και οι μομφές περί απώλειας της κρατικής κυριαρχίας λόγω της δανειακής σύμβασης.....	112
3.1 Μπορεί η Ελλάδα να επανέλθει στις αγορές;	112
3.2 Μπορεί πλέον η Ελλάδα να προσφύγει στην λύση της μονομερούς αναδιάρθρωσης του χρέους της κηρύσσοντας στάση πληρωμών;	117
4. Η ένταξη της Ελλάδας στον EFSF – Δεύτερο μέρος χρηματοδοτικής βοήθειας από την Ευρωζώνη και το ελληνικό PSI.....	119
ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ:	126
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	134
ΠΗΓΕΣ ΤΕΚΜΗΡΙΩΣΗΣ:	152

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Με την επέλευση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης παγκοσμίως μειώθηκε, ενώ ο δρόμος προς την οικονομική ανόρθωση φαίνεται δύσκολος και αβέβαιος. Τα υψηλά ποσοστά δημόσιου χρέους που παρουσίασαν οι ανεπτυγμένες χώρες αποτελούν σημαντική απειλή για την σταθερότητα του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος αλλά και για την οικονομική ευημερία. Σύμφωνα με τα στατιστικά στοιχεία της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (Bank of International Settlements), το 2007, το δημόσιο χρέος των ανεπτυγμένων κρατών έφθανε το 76% του συνολικού ΑΕΠ τους. Το ποσοστό αυτό μάλιστα αναμένεται να φτάσει το 100% μέχρι το τέλος του 2011 και εφόσον επιβεβαιωθούν οι προβλέψεις, θα αποτελέσει και το μεγαλύτερο ποσοστό δημόσιου χρέους των τελευταίων δεκαετιών. Το δυσθεώρητο αυτό ποσοστό δημόσιου χρέους, έχει επισκιάσει τις οικονομίες των Η.Π.Α., της Ιαπωνίας καθώς και τις ευρωπαϊκές οικονομίες και μάλιστα ορισμένες από τις χώρες της ευρωζώνης διατρέχουν έντονο κίνδυνο αφερεγγυότητας-χρεοκοπίας. Η εκδήλωση μάλιστα δημοσιονομικών κρίσεων, παρά το ότι δεν αποτελεί νεωτερισμό στο διεθνές οικονομικό σύστημα, εκδηλώθηκε για πρώτη φορά σε τέτοια έκταση και ένταση σε ανεπτυγμένες οικονομίες. Η τρέχουσα (2010 και εφεξής) δημοσιονομική κρίση έχει τις ρίζες της στις επεκτατικές δημοσιονομικές πολιτικές στις οποίες είχαν επιδοθεί επί σειρά ετών οι ανεπτυγμένες χώρες, με στόχο την τόνωση της οικονομικής τους ανάπτυξης.

Ήδη από την δεκαετία του 1970, ο συνολικός μέσος όρος δημόσιου χρέους προς του ΑΕΠ είναι σταθερά αυξανόμενος και από το 46% εν έτη 1970 έχει φτάσει το 76%. το 2007, όταν ξέσπασε η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση. Οι κυβερνήσεις έλαβαν μέτρα διάσωσης αρχικά για το τραπεζικό σύστημα, μετατρέποντας το δημόσιο χρέος από χρέος προς ιδιωτικούς φορείς σε χρέος προς δημόσιους φορείς. Επίσης, έχουν υιοθετηθεί πλέον αντικυκλικές δημοσιονομικές πολιτικές για την ενδυνάμωση της οικονομίας. Ωστόσο, η διασφάλιση της κοινωνικής ευημερίας σε συνδυασμό με την γήρανση του πληθυσμού συνηγορούν στην διατήρηση των κρατικών δαπανών σε υψηλά επίπεδα. Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση οδήγησε σε αρνητικούς ρυθμούς

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

ανάπτυξης, οικονομική στασιμότητα και διαρκώς μειούμενα κρατικά έσοδα, με αποτέλεσμα οι ανάγκες για υψηλές δημοσιονομικές δαπάνες χωρίς τα απαιτούμενα φορολογικά έσοδα να οδηγούν σε αποσταθεροποίηση των ανεπτυγμένων οικονομιών καθώς και σε μη βιώσιμο δημόσιο χρέος.

Την Άνοιξη του 2010, που εκδηλώθηκε η δημοσιονομική κρίση της Ελλάδας και μεταδόθηκε σταδιακά σε άλλες χώρες της ευρωζώνης, κατέδειξε ότι το υπερβολικό δημόσιο χρέος, όχι μόνο επιφέρει μείωση του ρυθμού ανάπτυξης αλλά δημιουργεί τις προϋποθέσεις επέλευσης τραπεζικών κρίσεων ωθώντας τα κράτη στη *de facto* διαγραφή χρέους μέσω του πληθωρισμού. Ταυτόχρονα, η υιοθέτηση συσταλτικών δημοσιονομικών πολιτικών έχει επιδεινώσει τα κοινωνικά προβλήματα, την πολιτική αστάθεια και έχει καταπνίξει τις αναπτυξιακές προοπτικές. Αποτελεί βέβαια γεγονός ότι, η κήρυξη στάσης πληρωμών από ένα κράτος ενέχει σοβαρές συνέπειες τόσο στην φερεγγυότητα του όσο και στην αύξηση του κόστους δανεισμού για το ίδιο καθώς και συνέπειες στην ισχύ του εθνικού νομίσματος. Είναι λοιπόν σαφές ότι η δημοσιονομική κρίση της Ελλάδας αποτελεί φαινόμενο με συστημικές συνέπειες και η αντιμετώπιση της χρήζει δέουσας προσοχής από τους ιθύνοντες, ώστε να αποφευχθεί το φαινόμενο του *domino* στην ευρωζώνη.

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι η παρουσίαση των μεθόδων και των πρακτικών αντιμετώπισης της κρατικής υπερχρέωσης, που έχουν επικρατήσει ήδη από τις δεκαετίες 1980 και 1990 μετά την εκδήλωση παρόμοιων συστημικών κρίσεων σε χώρες της Κεντρικής και Νότιας Αμερικής, φτάνοντας στην υιοθέτηση του Προγράμματος αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους που εμπνεύσθηκε ο N. Brady, Υπουργός Οικονομικών των Η.Π.Α. και εφαρμόστηκε το 1989. Επίσης, στην παρούσα μελέτη θα παρουσιασθούν τα αίτια και οι έως την στιγμή της εκπόνησης της μελέτης προσεγγίσεις αντιμετώπισης της δημοσιονομικής κρίσης στην Ελλάδα και την Ευρωζώνη. Η μελέτη αποτελείται από τρία μέρη: Στο πρώτο μέρος θα παρουσιασθούν συνολικά οι θεωρήσεις και οι πρακτικές αντιμετώπισης της κρατικής υπερχρέωσης, όπως έχουν επικρατήσει στη διεθνή πρακτική έως σήμερα. Στο δεύτερο μέρος ακολουθεί η παρουσίαση, η εφαρμογή αλλά και η κριτική του προγράμματος Brady, ενώ στο τρίτο μέρος της παρούσας μελέτης θα ασχοληθούμε με

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

την παρουσίαση και την αποκωδικοποίηση του δυσχερούς αυτού momentum στην Ελλάδα, ως χώρα μέλος της Ευρωζώνης. Απώτερος στόχος είναι, η καταγραφή των αιτιών της κρίσης καθώς και των ειλημμένων πολιτικών αποφάσεων αντιμετώπισης της έχοντας ως πρότυπο τις μεθόδους αντιμετώπισης προγενέστερων δημοσιονομικών κρίσεων.

Τέλος, θα ακολουθήσουν συμπεράσματα σχετικά με τις μέχρι σήμερα εξελίξεις ενώ υπογραμμίζεται πως το θέμα της παρούσας μελέτης άπτεται της επικαιρότητας και καθώς οι διαπραγματεύσεις των κυβερνώντων είναι συνεχείς καθίσταται πρακτικά αδύνατο το περιεχόμενο να είναι άκρως επικαιροποιημένο. Σε κάθε περίπτωση, επιθυμία της γράφουσας είναι να αποσαφηνισθούν τα κεντρικά ζητήματα σχετικά με την αντιμετώπιση της κρατικής υπερχρέωσης σε ένα επίπεδο επιστημονικής λογικής και αξιολόγησης, ανώτερο από αυτό που παρουσιάζεται στο δημόσιο διάλογο ώστε η τρέχουσα συγκυρία να ειδωθεί με τρόπο που να επιτρέπει την εξαγωγή αξιόπιστων συμπερασμάτων.

ΜΕΡΟΣ Α΄

ΘΕΩΡΗΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΘΟΔΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ & ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ ΤΗΣ ΚΡΑΤΙΚΗΣ ΥΠΕΡΧΡΕΩΣΗΣ

"Rather go to bed without dinner than to rise in debt"

Benjamin Franklin (1706-1790)

1. Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Ο δανεισμός χρηματικών μονάδων αποτελεί παγκόσμιο φαινόμενο και παρουσιάζεται διαχρονικά σε όλη την ιστορία της ανθρωπότητας. Για πρώτη φορά παρατηρήθηκε περίπου 9.000 χρόνια πριν, όταν ο άνθρωπος εφηύρε τις νομισματικές μονάδες ως μέσω πληρωμών για την διευκόλυνση του κατά την πραγματοποίηση εμπορικών συναλλαγών¹.

Με τη διάδοση του εμπορίου το φαινόμενο του δανεισμού δεν περιορίστηκε μόνο ανάμεσα σε ιδιώτες ή επιχειρήσεις αλλά παρατηρείται να καταφεύγουν στο δανεισμό και τα κυρίαρχα κράτη. Ο κρατικός δανεισμός, στον οποίο θα εστιάσουμε στα πλαίσια της παρούσας μελέτης, διακρίνεται σε εσωτερικό (από εγχώριους πιστωτές) και εξωτερικό δανεισμό (από αλλοδαπούς πιστωτές) ανάλογα με την πηγή προέλευσης των χρηματικών πόρων.

Μέχρι και τις απαρχές του 20^{ου} αιώνα ο κρατικός δανεισμός ήταν περιορισμένος και αφορούσε κυρίως τη χρηματοδότηση δαπανών που προέκυπταν από έκτακτες συγκυρίες, όπως η αποκατάσταση της ισορροπίας έπειτα από την επέλευση φυσικών καταστροφών, πολέμων, οικονομικής ύφεσης κ.α. Οι κυριότεροι λόγοι για τους οποίους τα κράτη καταφεύγουν στο δανεισμό (εσωτερικό και εξωτερικό) είναι οι εξής²:

- Χρηματοδότηση δημοσίων επενδύσεων (κυρίως με στόχο την προαγωγή της οικονομικής ανάπτυξης της χώρας).

¹ "The History of Credit & Debt", Rhodes S., The Myvesta Foundation, 2008, www.myvesta.org/history

² "The Management of Government Debt", Simon Gray, Bank of England-CCBS Handbooks Abstract No 5

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

- Ανεπάρκεια τρεχόντων δημοσίων εσόδων (το κράτος δεν καθίσταται δυνατό να εξασφαλίσει μέσω της φορολογίας επαρκή έσοδα για τη χρηματοδότηση των αναπτυξιακών του στόχων).
- Κρατική παρέμβαση για τη σταθεροποίηση της οικονομίας ιδίως όταν εμφανίζονται πληθωριστικές πιέσεις ή ανεργία (συμβαίνει όταν το επίπεδο της ενεργούς ζήτησης διαφέρει από το επίπεδο παραγωγής πλήρους απασχόλησης, με συνέπεια την εμφάνιση ανεργίας ή πληθωρισμού).

Ο κρατικός δανεισμός έχει αποτελέσει διαχρονικά την μεγαλύτερη πηγή άντλησης κεφαλαίων τόσο για τις αναπτυσσόμενες όσο και για τις ανεπτυγμένες χώρες για πάνω από πενήντα χρόνια. Με απαρχή τη δεκαετία του 1970, ο κρατικός δανεισμός εμφανίζει ραγδαία αύξηση (ενδεικτικά αναφέρουμε ότι το δημόσιο χρέος των Η.Π.Α. για το 2010 αγγίζει το 99% του ΑΕΠ, ενώ ο αντίστοιχος μέσος όρος για τις χώρες μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης αγγίζει το 85% του ΑΕΠ³). Μάλιστα, με την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων διευκολύνθηκε η ανεύρεση δανειακών κεφαλαίων μέσω των διεθνών κεφαλαιαγορών για την χρηματοδότηση των κρατικών αναγκών⁴. Ωστόσο, η συσσώρευση ελλειμμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών διαχρονικά έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του εξωτερικού χρέους. Υπάρχει δηλαδή θετική σχέση μεταξύ της οικονομικής ανάπτυξης και του εξωτερικού χρέους⁵. Σύμφωνα όμως, με όσα υποστηρίζει η θεωρία του «Υπερβολικού Δημόσιου Χρέους» (“Debt Overhang Theory”), η πιθανότητα το δημόσιο χρέος⁶ να ξεπεράσει το ποσοστό εκείνο που η χώρα είναι σε θέση να αποπληρώσει, θα λειτουργήσει φορολογικά επί των αποδόσεων των επενδύσεων στην χώρα αυτή, με αποτέλεσμα να αποθαρρυνθούν οι εγχώριες αλλά και οι ξένες άμεσες επενδύσεις και να μειωθεί ο ρυθμός ανάπτυξης της.⁷ Πιο συγκεκριμένα, η εν λόγω θεωρία υποστηρίζει ότι το υψηλό επίπεδο δημόσιου χρέους χειροτερεύει την τρέχουσα δημοσιονομική θέση της χώρας και οδηγεί στην συρρίκνωση των δημοσίων επενδύσεων για την αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας. Αποτελεί όμως κοινή κρατική πρακτική η άντληση

³ <http://data.worldbank.org/news/gdf2011-released>

⁴ “Sovereign Debt: A primer”, Eaton J., World Bank Economic Review Vol. 7, 1993

⁵ “Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates”, Mundel R., Canadian Journal of Economics and Political Science, Vol. 29, 1963, σελ. 475-485

⁶ Ως «δημόσιο χρέος» ορίζεται το σύνολο των οφειλών του δημοσίου τομέα ενός κράτους. “Debt Sustainability Analysis”, Globalization and Development Strategies, UNCTAD, www.unctad.org

⁷ “Financing vs. Forgiving a Debt Overhang”, Krugman P., Journal of Development Economics, Vol. 29, 1988, σελ. 253-268

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

κεφαλαίων μέσω δανεισμού για την για την αποπληρωμή παλαιότερων απαιτήσεων. Όσο οι κυβερνήσεις είναι σε θέση να ελέγχουν το ποσοστό του δημόσιου χρέους, ο δανεισμός για την αποπληρωμή παλαιότερων απαιτήσεων έχει καθιερωθεί ως αποδεκτή και βιώσιμη πρακτική⁸.

Υπάρχουν διάφορες μορφές άντλησης δανειακών κεφαλαίων, διαθέσιμες σε όσες χώρες αναζητούν μέσα χρηματοδότησης, από την έκδοση ομολόγων μέχρι και την λήψη δανείων από ιδιωτικές τράπεζες. Κάθε πρακτική άντλησης κεφαλαίων παρουσιάζει, φυσικά, τα δικά της πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα.

Οι μορφές κρατικού δανεισμού διακρίνονται σε: δανεισμό από τον ιδιωτικό τομέα και σε δανεισμό από το δημόσιο τομέα, ανάλογα ποιος είναι ο πιστωτής. Ωστόσο, οι δύο (2) αυτές γενικές κατηγορίες έχουν και υποκατηγορίες.⁹ Στην κατηγορία του δανεισμού από φορείς του δημόσιου τομέα, οι μορφές κρατικού δανεισμού είναι¹⁰:

- Δανεισμός σε διμερές επίπεδο δημόσιων φορέων (bilateral official creditors): Τα κράτη δανείζονται κεφάλαια από άλλα κράτη και δημόσιους οργανισμούς, ανεξάρτητες δημόσιες αρχές (εδώ συμπεριλαμβάνεται και η παροχή δανειακών κεφαλαίων από τις κεντρικές τράπεζες άλλων κρατών) και δημόσιους οργανισμούς εξαγωγικών πιστώσεων¹¹.
- Δανεισμός από πολυμερείς χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς (multilateral official creditors): Οι διεθνείς χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί χορηγούν σύμφωνα με τους όρους του καταστατικού τους δανειακά κεφάλαια στα κράτη που το αιτούνται. Στους διεθνείς οργανισμούς με ρόλο πιστωτή συγκαταλέγονται: το Διεθνές

⁸ ibid

⁹ "Financing Development, Sovereign Debt Background", Davis K., Institute for International Law and Justice, σελ. 1 www.iilj.org/courses/FDSovereignDebtBackground.asp

¹⁰ "Re-examining sovereign debt: Forgiveness and Innovation", Overseas Development Institute, Briefing Paper No 10, 2006, www.odi.org.uk

¹¹ Bilateral Creditor, "Debt Sustainability Analysis", Globalization and Development Strategies, Επιτροπή Ηνωμένων Εθνών για το Διεθνές Εμπόριο, www.unctad.org

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

Νομισματικό Ταμείο¹², οι Οργανισμοί του Ομίλου της Παγκόσμιας Τράπεζας¹³ και διάφοροι Οργανισμοί παροχής διεθνούς αναπτυξιακής βοήθειας¹⁴.

Οι μορφές κρατικού δανεισμού από τον ιδιωτικό τομέα είναι¹⁵:

- Δανεισμός από τον ιδιωτικό τομέα: Στην κατηγορία αυτή συγκαταλέγονται τα δάνεια που χορηγούν ιδιωτικές τράπεζες, είτε καθεμία ξεχωριστά, είτε πολλές μαζί με την μορφή κοινοπρακτικών δανείων¹⁶
- Δανεισμός μέσω της έκδοσης και διάθεσης στις διεθνείς αγορές κρατικών ομολόγων: Τα κράτη εκδίδοντας ομολογιακούς τίτλους και έντοκα γραμμάτια δημοσίου, τα διαθέτουν στις διεθνείς αγορές ομολόγων προς όλους τους πιθανούς επενδυτές, ιδιώτες και θεσμικούς.

Συγκεκριμένα, οι επενδυτές στις διεθνείς αγορές ομολόγων έχουν πλέον συμφιλιωθεί με το γεγονός ότι οι επενδύσεις σε δημόσιο χρέος ενέχουν κινδύνους. Παρά το ότι ανέκαθεν οι επενδύσεις σε κρατικό δανεισμό παρουσίαζαν πιστωτικό κίνδυνο, πλέον η πιθανότητα μείωσης της αξίας των επενδύσεων είτε λόγω χρεοκοπίας, είτε λόγω υψηλού πληθωρισμού, είτε λόγω της υποτίμησης του νομίσματος έχει αυξηθεί, ιδιαίτερα έπειτα από την εκδήλωση της χρηματοπιστωτικής

¹² Με βάση το καταστατικό του χορηγεί δάνεια σε χώρες που προσφεύγουν σε αυτό για χρηματοδοτική ενίσχυση στη βάση της αρχής της «αιρεσιμότητας» (“conditionality”) βλέπε σχετικά αντί άλλων «Διεθνές Οικονομικό Δίκαιο», Στεφάνου Κ., Γκόρτσος Χ., 2006, σελ. 251

¹³ Ο Όμιλος της Παγκόσμιας Τράπεζας αποτελείται τους εξής οργανισμούς: α. Παγκόσμια Τράπεζα, β. International Development Association (IDA), γ. International Finance Corporation (IFC), δ. International Center for Settlement of Investment Disputes (ICSID), ε. Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA) βλέπε σχετικά www.worldbank.org

¹⁴ <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTABOUTUS/0..contentMDK:20040614~menuPK:41699~pagePK:43912~piPK:44037~theSitePK:29708,00.html>

¹⁵ ibid Overseas Development Institute, Briefing Paper No 10, 2006

¹⁶ Ως «κοινοπρακτικό δάνειο» νοείται κάθε είδους χρηματοδότηση στην οποία συμμετέχουν περισσότερα του ενός πιστωτικά ιδρύματα και από την οποία απορρέουν αυτοτελή και διακριτά δικαιώματα και υποχρεώσεις για κάθε ένα από τα συμμετέχοντα πιστωτικά ιδρύματα. Έτσι ένα κοινοπρακτικό δάνειο μπορεί να έχει απλή δανειακή μορφή αλλά με την προσθήκη εγγυήσεων, δικλίδων ασφαλείας και τη σύνδεση των χρηματοροών του με γεγονότα πιστωτικής αθέτησης αποκτά σύνθετη μορφή. Αποτέλεσμα των παραπάνω χαρακτηριστικών ήταν η αποδοχή των κοινοπρακτικών δανείων από τις εταιρίες και τις τράπεζες ως μια μορφή ευέλικτης χρηματοδότησης που μπορεί να δημιουργηθεί γρήγορα και που επιτρέπει την συμμετοχή ακόμα και δανειοληπτών με χαμηλή πιστοληπτική δυνατότητα. Για τη διοργάνωση και σύναψη κοινοπρακτικών δανείων καθώς και για τη σύγκριση τους με την έκδοση ομολογιακών δανείων στην Ε.Ε. βλέπε “Large Debt Financing: Syndicated Loans vs. Corporate Bonds”, Working Paper No 1028/March 2009, European Central Bank.

Πράκτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

κρίσης του 2007-2009.¹⁷ Το ζήτημα της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους ήταν πάντοτε προβληματισμός που αφορούσε κατά κύριο λόγο τις αναπτυσσόμενες χώρες, ωστόσο η τρέχουσα οικονομική συγκυρία ανέδειξε ότι ο ίδιος προβληματισμός που απασχολεί τους επενδυτές αφορά πλέον και τις επενδύσεις σε ανεπτυγμένες χώρες. Από την σκοπιά των επενδυτών που επιλέγουν να δανειοδοτήσουν κυρίως κράτη, η αντιστάθμιση του πιστωτικού κινδύνου επέρχεται με την παροχή υψηλών επιτοκίων και αποδόσεων από το κράτος-δανειολήπτη. Οι περισσότεροι επενδυτές στις διεθνείς αγορές ομολόγων, εξαρτούν τις επενδύσεις τους σε κρατικά ομόλογα κυρίως από τον λόγο του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ της χώρας- εκδότη. Μάλιστα, έχει καθιερωθεί να υπολογίζεται αν το δημόσιο χρέος μίας χώρας είναι βιώσιμο με βάση τον λόγο της παρούσας αξίας του ακαθάριστου δημόσιου χρέους προς το σύνολο των εξαγωγών ή τον λόγο του δημόσιου χρέους προς τα δημόσια έσοδα.¹⁸ Βέβαια, εγείρονται έντονοι προβληματισμοί γύρω από το με βάση ποιες μετρήσεις μπορούν οι επενδυτές να εξάγουν αξιόπιστα συμπεράσματα σχετικά με την πιθανότητα χρεοκοπίας μίας χώρας ώστε να επενδύσουν αναλόγως.¹⁹ Σε αυτό το σημείο θα εξετάσουμε τους πιο σημαντικούς παράγοντες που αφορούν την βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους.

Η πρόσφατη οικονομική συγκυρία έδειξε την ευκολία ένα κράτος να απολέσει την πρόσβαση του στις διεθνείς κεφαλαιαγορές προκειμένου να αναζητήσει κεφάλαια καθώς και την ευκολία να μειωθεί η πιστοληπτική του ικανότητα. Η ταχύτατη αυτή μεταστροφή ανέδειξε την ανάγκη να ληφθούν υπόψη συγκεκριμένοι παράγοντες που μπορούν να οδηγήσουν ένα κράτος στο έσχατο σημείο που καθίσταται αναγκαία η οικονομική διάσωση του. Ο πιο διαδεδομένος δείκτης μέτρησης της δυνατότητας πλήρους, προσήκουσας και ακριβόχρονης αποπληρωμής των δανειακών υποχρεώσεων ενός κράτους είναι ο λόγος του ποσοστού δημόσιου χρέους προς το ποσοστό του ΑΕΠ.²⁰ Ο λόγος αυτός δείχνει το υφιστάμενο δανειακό βάρος σε σχέση με τα ετήσια έσοδα που παράγει η χώρα με την λογική ότι όσο μεγαλύτερο είναι το

¹⁷ "A more comprehensive view of credit quality", Brodsky B., Flannery G., Mesrou S., Blackrock Investment Institute, June 2011

¹⁸ "Public Debts: Nuts, Bolts and Worries", Eichengreen B., Feldman R., Liebman J., Wyplosz C., Geneva Reports on the World Economy No.13, International Center for Monetary and Banking Studies, September 2011, σελ. 25-64

¹⁹ ibid Brodsky B., Flannery G., Mesrou S., June 2011

²⁰ ibid Eichengreen B., Feldman R., Liebman J., Wyplosz C., 2011, σελ. 32

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

δημόσιο χρέος, τόσο μεγαλύτερο θα είναι το μέρος του ΑΕΠ που θα πρέπει να διατεθεί προς την εξυπηρέτηση του μέχρι την στιγμή της εξόφλησης. Υπάρχουν διάφοροι παράγοντες από τους οποίους εξαρτάται η δυνατότητα ομαλής εξυπηρέτησης του δημόσιου εξωτερικού χρέους μίας χώρας, όπως η δομή των όρων των κρατικών ομολόγων καθώς και η περίοδος ωρίμανσης τους κ.α. Τέτοιοι παράγοντες συνήθως είναι ποιοτικά σημαντικοί για την ανάλυση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους ενός κράτους σε σχέση με την απλή άθροιση των δανειακών απαιτήσεων. Η σημασία των συγκεκριμένων παραγόντων έγκειται στο γεγονός ότι, επηρεάζουν το χρονικό περιθώριο που έχει μία χώρα για να αποφασίσει-εφόσον αυτό καταστεί απαραίτητο-την μέθοδο αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους²¹ και τα μέτρα περιστολής των δημόσιων δαπανών, χωρίς να πιεστεί προς την κήρυξη αδυναμίας αποπληρωμής των υποχρεώσεων της.²² Με βάση αυτή τη λογική, οι οικονομικά ανεπτυγμένες χώρες απολαμβάνουν του προνομίου να αναπροσαρμόζουν σταδιακά τις δανειακές υποχρεώσεις τους λόγω υψηλής φερεγγυότητας παρά το ότι εμφανίζουν υψηλό ποσοστό δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ. Αντίθετα, οι χώρες που δεν έχουν αυτό το προνόμιο οδηγούνται στην εκδήλωση δημοσιονομικών κρίσεων.²³

Οι παράγοντες που αφορούν την ανάλυση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους μίας χώρας κατανέμονται σε τέσσερις (4) κατηγορίες:

- Αξιολόγηση του Δημοσιονομικού Τομέα: Με την χρήση διάφορων χρηματοοικονομικών δεικτών αξιολογείται αν η δημοσιονομική δυναμική μιας χώρας είναι σε βιώσιμη κατεύθυνση. Επίσης, αξιολογείται πόσο κοντά είναι μία χώρα στην αθέτηση των δανειακών της υποχρεώσεων (concept of proximity to distress) και σε ποια έκταση απαιτείται αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους της ώστε να καταστεί βιώσιμο (concept of distance from stability),
- Αξιολόγηση της Μακροοικονομικής Θέσης μιας χώρας: Σε αυτή την κατηγορία αξιολογείται το ποσοστό μόχλευσης ώστε να αναδειχτεί η

²¹ Στον όρο «αναδιάρθρωση δημόσιου χρέους» συμπεριλαμβάνεται η επιμήκυνση αποπληρωμής τοκοχρεολυσίων καθώς και η διαγραφή μέρους της κύριας οφειλής ή του συνόλου των τόκων.
“Restructuring Sovereign Debt, The case for Ad hoc Machinery”, Rieffel L., Brookings Institution Press, 2003

²² ibid

²³ ibid

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

δυνατότητα μίας χώρας να αντεπεξέλθει σε δραστικές αλλαγές στο μακροοικονομικό περιβάλλον,

- Αξιολόγηση του Χρηματοπιστωτικού Τομέα: Σε αυτή την κατηγορία η αξιολόγηση αφορά τον βαθμό που ο χρηματοπιστωτικός τομέας μίας χώρας μπορεί να απειλήσει την φερεγγυότητα της καθώς και τη δυνατότητα κρατικοποίησης του συγκεκριμένου τομέα.
- Αξιολόγηση της Προθυμίας Πληρωμής: Στη συγκεκριμένη κατηγορία εντάσσονται οι δείκτες που απεικονίζουν ποιοτικά τα πολιτισμικά και θεσμικά γνωρίσματα μίας χώρας από τα οποία μπορεί να εξαρτηθεί τόσο η δυνατότητα όσο και η προθυμία αποπληρωμής των υποχρεώσεων τους.

Στον Πίνακα 1 παρατίθενται όλοι οι παράγοντες που αφορούν την ανάλυση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους και της πιστοληπτικής ικανότητας μίας χώρας, ενώ κατανέμονται στις κατηγορίες που μόλις αναλύσαμε.

Το βασικό θέμα που τίθεται σχετικά με την διαχείριση του δημόσιου χρέους αποτελεί η αναχρηματοδότηση των ομολόγων που πρόκειται να λήξουν και άρα θα πρέπει να εξοφληθούν οι ομολογιούχοι. Η αναχρηματοδότηση υπό κανονικές συνθήκες γίνεται μέσω της έκδοσης νέων τίτλων. Επομένως το δημόσιο για κάθε οικονομικό έτος θα εκδίδει χρεόγραφα για να καλύψει το επιπλέον δημοσιονομικό χρέος καθώς και τις εκδόσεις και τα τοκομερίδια που λήγουν. Έτσι οι αρχές θα πρέπει να δημιουργήσουν ένα χρονοδιάγραμμα από ληκτότητες που να αποτρέπει την πιθανότητα να λήξει την ίδια στιγμή ένα πολύ υψηλό ποσοστό του υφιστάμενου χρέους.²⁴ Ανεξάρτητα λοιπόν από το αν ο εξωτερικός δανεισμός είναι χρήσιμος και αναγκαίος για την οικονομική ανάπτυξη ενός κράτους, είναι γεγονός πως η συσσώρευση εξωτερικού δημόσιου χρέους μπορεί να οδηγήσει σε δυσκολίες αποπληρωμής καθώς και σε χρεοκοπία. Παρά το γεγονός ότι η διαχείριση του δημόσιου χρέους αποτελεί ζήτημα υψίστης σημασίας για τις κυβερνήσεις, δεν έγιναν ιδιαίτερα βήματα βελτίωσης των μηχανισμών αντιμετώπισης της κρατικής υπερχρέωσης σε διεθνές επίπεδο, ώστε αφενός να διασφαλιστεί η πρόσβαση στον δανεισμό σε όλες τις χώρες (ιδιαίτερα στις αναπτυσσόμενες) και αφετέρου η

²⁴ «Χρηματοοικονομική Διοίκηση και διεθνής τραπεζική», Ρεπούσης Σ., 2006, σελ. 132

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους με στόχο να αποτραπεί η επανάληψη εκδήλωσης γενικευμένων δημοσιονομικών κρίσεων.²⁵

Τι συμβαίνει όμως στην περίπτωση που εν τέλει ένα κράτος αντιμετωπίσει μη βιώσιμο ποσοστό δημόσιου χρέους και χρειαστεί να καταφύγει σε μηχανισμούς αναδιάρθρωσης του χρέους τους; Ποιες οι επιλογές αντιμετώπισης της κρατικής υπερχρέωσης;

Οι περιπτώσεις των κρατών που αναζήτησαν μεθόδους αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους τους λόγω αδυναμίας εξυπηρέτησης των οφειλών τους και οι περιπτώσεις δημοσιονομικών κρίσεων βρίθουν στο βάθος της παγκόσμιας οικονομικής ιστορίας. Κατά τη διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης του 1930, τόσο η Μεγάλη Βρετανία όσο και η Γαλλία προέβησαν σε στάση πληρωμών του εξωτερικού δημόσιου χρέους τους προς όφελος των πολιτών τους. Βέβαια, είναι οι χώρες της Κεντρικής και Νότιας Αμερικής αυτές που σχετίζονται περισσότερο με υπερβολικό δημόσιο χρέος και προβλήματα αποπληρωμής του. Τα προβλήματα υπέρογκου δανεισμού στην Λατινική Αμερική χρονολογούνται από το 1914, όταν το Μεξικό κήρυξε πρώτη φορά στάση πληρωμών των εξωτερικών οφειλών του. Το 1956 η Αργεντινή εμφάνισε σοβαρό πρόβλημα διαχείρισης του εξωτερικού δημόσιου χρέους, με αποτέλεσμα η αναζήτηση μεθόδων αναδιάρθρωσης του να οδηγήσει στην συνάντηση εκπροσώπων των βιομηχανικών – οικονομικά ανεπτυγμένων κρατών στο Παρίσι προς την ανεύρεση ενός πλαισίου αντιμετώπισης του σοβαρού δημοσιονομικού προβλήματος της Αργεντινής. Απότοκο της συνάντησης αυτής ήταν η θέσπιση της Λέσχης των Παρισίων (Paris Club).²⁶

Ιδιαίτερα κατά τις δεκαετίες 1970 και 1980, εξαιτίας της φρενίτιδας των προγραμμάτων εκσυγχρονισμού και ανάπτυξης, η πλειονότητα το κρατών παγκοσμίως αύξησε τις κρατικές δαπάνες κυρίως για την πραγματοποίηση έργων υποδομής και για την στήριξη του βιομηχανικού κλάδου. Το αποτέλεσμα ήταν να αυξηθεί εκθετικά ο εξωτερικός κρατικός δανεισμός, κυρίως των αναπτυσσόμενων χωρών, το μεγαλύτερο μέρος του οποίου προέρχονταν από κοινοπρακτικά δάνεια

²⁵ ²⁵ ibid Overseas Development Institute, Briefing Paper No 10, 2006

²⁶ "Sovereign Debt Restructuring", Dodd R., The Financier Vol. 9, Nos. 1-4, 2002

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

(syndicated bank loans) μέχρι την εκδήλωση της γενικευμένης χρηματοπιστωτικής κρίσης τον Αύγουστο του 1982 με την στάση πληρωμών του Μεξικού. Η δεκαετία του 1980 χαρακτηρίστηκε από συνεχείς δημοσιονομικές κρίσεις των αναπτυσσόμενων χωρών και έχει μείνει γνωστή στην ιστορία ως η «χαμένη δεκαετία» λόγω της οικονομικής στασιμότητας στις λατινοαμερικανικές οικονομίες.²⁷ Ο επόμενος μηχανισμός αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους μετά την θέσπιση της Λέσχης των Παρισίων και του Κλαμπ του Λονδίνου ήταν η αναδιάρθρωση μέσω της έκδοσης ομολόγων Brady²⁸. Ο κρατικός δανεισμός της δεκαετίας του 1970 και 1980 που οδήγησε στις γενικευμένες δημοσιονομικές κρίσεις είχε την μορφή κοινοπρακτικών δανείων και το Πρόγραμμα Brady ουσιαστικά πρότεινε την ανταλλαγή των απαιτήσεων από αυτά τα δάνεια με ομολογιακούς τίτλους, που θα επέτρεπε στους πιστωτές να εμπορευτούν τα συγκεκριμένα ομόλογα στη δευτερογενή αγορά σε τρέχουσες τιμές. Η αξία των ομολόγων Brady ενισχύθηκε από την εξασφάλιση των ομολογιούχων μέσω ομολόγων έκδοσης των Η.Π.Α., μέσω των οποίων ήταν εγγυημένη η εξόφληση του κεφαλαίου καθώς και κάποιο ποσοστό των τόκων. Το Δεκέμβριο του 1994 η «Κρίση της Τεκίλας», όπως ονομάστηκε η χρηματοπιστωτική κρίση που εκδηλώθηκε στο Μεξικό, εξαπλώθηκε στις υπόλοιπες χώρες της Λατινικής Αμερικής αλλά και σε άλλες αναπτυσσόμενες χώρες του κόσμου, όπως στην Ανατολική Ασία το 1997-1998 και οδήγησε στην χρεοκοπία της Ρωσίας το 1998, την δημοσιονομική κρίση της Τουρκίας το 2001 και τέλος στην ιστορική χρεοκοπία της Αργεντινής που κήρυξε στάση πληρωμών έχοντας 141 δις δολάρια δημόσιο χρέος το 2002.²⁹

Κατά τη διάρκεια των δεκαετιών 1980 και 1990, αρκετά επιρρεπείς δεκαετίες στην εκδήλωση χρηματοπιστωτικών κρίσεων (οι κρίσεις μάλιστα γενικεύονταν κυρίως λόγω της απότομης ρευστοποίησης χρηματοοικονομικών επενδύσεων σε μία οικονομία, με κύρια αιτία την μεταβολή των μακροοικονομικών πολιτικών ή των

²⁷ *ibid*

²⁸ Τα ομόλογα Brady πήραν το όνομα τους από τον εμπνευστή των προγραμμάτων αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους των υπερχρεωμένων χωρών της Κεντρικής και Νότιας Αμερικής, Brady Nicholas, ο οποίος διετέλεσε Υπουργός Οικονομικών των Η.Π.Α. Τα προγράμματα αναδιάρθρωσης και η έκδοση των ομώνυμων ομολόγων αφορούσαν την αντιμετώπιση της υπερχρέωσης των χωρών που επλήγησαν από τις γενικευμένες χρηματοπιστωτικές κρίσεις των δεκαετιών 1980 και 1990. "Sovereign Debt Restructuring: A US Perspective", Taylor J., Institute for International Economics, 2002

²⁹ *ibid*, Dodd R., 2002

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

προσδοκιών των επενδυτών για τέτοιες μεταβολές³⁰), αναπτύχθηκαν διάφορες προσεγγίσεις μεθόδων αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους, οι περισσότερες από τις οποίες δημιούργησαν επιπλέον προβλήματα στις υπό κρίση χώρες. Τα προβλήματα εντάθηκαν με την μεταστροφή του κρατικού δανεισμού από τα κοινοπρακτικά δάνεια στην έκδοση κρατικών ομολόγων³¹, που διατέθηκαν στις διεθνείς αγορές προς κάθε ενδιαφερόμενο επενδυτή διευρύνοντας με αυτό των τρόπο την πιστωτική βάση. Το πρόβλημα δε, επιδεινώθηκε με την εμφάνιση των κερδοσκοπικών επενδυτικών κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνων (vulture hedge funds)³², τα οποία επιδίδονταν στην αγορά ομολόγων χωρών στα πρόθυρα χρεοκοπίας και κατά τις διαδικασίες αναδιάρθρωσης προσέφευγαν εναντίον των κρατών-εκδοτών των ομολόγων με στόχο να τύχουν πλήρους εξόφλησης των τίτλων που κατείχαν. Η πιο γνωστή τέτοια περίπτωση ήταν αυτή του “Elliot Associates”, ενός επενδυτικού αμοιβαίου κεφαλαίου με έδρα τη Νέα Υόρκη. Τον Οκτώβριο του 1995, το Περού ανακοίνωσε τη συμμετοχή του στο πρόγραμμα Brady με στόχο την αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους του με την στήριξη και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Το “Elliot Associates” ένα χρόνο αργότερα κατάφερε να αγοράσει 20,7 εκατομμύρια δολάρια από το δημόσιο χρέος της χώρας μέσω της αγοράς τίτλων του δημοσίων που κατείχαν προς εμπορικές τράπεζες και το δημόσιο αυτό χρέος εντάσσονταν στις διαπραγματεύσεις του προγράμματος Brady. Έπειτα, το “Elliot Associates” προσέφυγε εναντίον του Περού στα δικαιοδοτικά όργανα της Νέας Υόρκης με

³⁰ «Διεθνές Οικονομικό Δίκαιο», Στεφάνου Κ., Γκόρτσος Χ., 2006, σελ. 202-203

³¹ Σε γενικές γραμμές θα λέγαμε ότι ένα ομόλογο αποτελεί μία σύμβαση εκχώρησης δανείου από το ένα συμβαλλόμενο μέρος στο άλλο, από τον κάτοχο του ομολόγου στον εκδότη. Ο τελευταίος αναλαμβάνει την υποχρέωση της αποπληρωμής του δανείου σε μεταγενέστερο προκαθορισμένο χρονικό διάστημα και σε προκαθορισμένο επιτόκιο. Ανάλογα με τους όρους που περιλαμβάνονται στο ομόλογο, η αθέτηση κάποιου όρου από πλευράς του εκδότη ή η καθυστέρηση καταβολής των πληρωμών μπορεί να θεωρηθεί πιστωτικό γεγονός και να επιφέρει σοβαρές νομικές και οικονομικές συνέπειες, όπως η κήρυξη στάσης πληρωμών. “International Financial System: Policy and Regulation, International Banking & Finance Law”, Ross Buckley, Kluwer Law International, <http://www.kluwerlawonline.com/>

³² Με τον όρο «vulture hedge funds» αναφερόμαστε σε θεσμικούς επενδυτές που εξειδικεύονται σε στρατηγικές επενδύσεις σε δημόσιο χρέος στην δευτερογενή αγορά. Ουσιαστικά αγοράζουν κρατικά ομόλογα που διαπραγματεύονται σε χαμηλή τιμή λόγω χρηματοοικονομικής δυστοκίας της χώρας εκδότη και αναζητούν βραχυπρόθεσμο υψηλό κέρδος. Οι αγορές τους στηρίζονται στην προσδοκία κέρδους από μελλοντική διαδικασία αναδιάρθρωσης κατά την οποία, οι συγκεκριμένοι θεσμικοί επενδυτές δεν συναινούν στη συμφωνία αναδιάρθρωσης πιέζοντας προς προνομιακή μεταχείριση των αιτιήσεων τους από την χώρα οφειλέτη σε σχέση με τους υπόλοιπους πιστωτές της, ενώ αρκετές φορές τείνουν να προσφεύγουν στη δικαιοσύνη εναντίον της χώρας εκδότη λόγω αθέτησης των υποχρεώσεων που απορρέουν από τους όρους των ομολογιακών τίτλων αξιώνοντας την πλήρη και προσήκουσα εξόφληση τους. “Vultures or Vanguard?: The role of litigation in sovereign debt restructuring”, Gentile C., Fish J., Emory Law Journal No. 53, 2004, σελ. 1043, 1071

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

απαίτηση την πλήρη αποπληρωμή της ονομαστικής αξίας και των τόκων των ομολόγων, εφόσον με την στάση πληρωμών κατά την διάρκεια των διαπραγματεύσεων του προγράμματος αναδιάρθρωσης είχαν αθετηθεί οι όροι των ομολογιακών τίτλων που το “Elliot Associates” είχε στην κατοχή του. Το δικαστήριο της Νέας Υόρκης δικαίωσε το “Elliot Associates” και το Περού αναγκάστηκε να καταβάλει στην εταιρεία 58 εκατομμύρια δολάρια τον Οκτώβριο του 2000.³³

Σε κάθε περίπτωση, αυτό που αξίζει να αναφέρουμε είναι ότι η έκδοση ομολόγων Brady προτιμήθηκε έντονα, ως μέθοδος αναδιάρθρωσης από τη πλειοψηφία των κρατών που αντιμετώπισαν προβλήματα υπερβολικού δημόσιου χρέους. Ενδεικτικά, οι χώρες που χρησιμοποίησαν τα εν λόγω ομόλογα για την αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους τους είναι: η Ακτή Ελεφαντοστού, η Αργεντινή, η Βραζιλία, η Βουλγαρία, η Βενεζουέλα, το Βιετνάμ, η Δομινικανή Δημοκρατία, το Εκουαδόρ, η Ιορδανία, η Κόστα Ρίκα, το Μεξικό, η Νιγηρία, η Ουρουγουάη, ο Παναμάς, το Περού, η Πολωνία, η Ρωσία και οι Φιλιππίνες³⁴. Μάλιστα, παρά το ότι τα τελευταία χρόνια έχουν πάψει πλέον να εκδίδονται ομόλογα Brady, πολλές από τις καινοτομίες που εισήγαγαν έχουν ενσωματωθεί στις πρόσφατες διαδικασίες έκδοσης κρατικών ομολόγων, μέσω των οποίων επιχειρείται η ανεύρεση κεφαλαίων για την εξυπηρέτηση κρατικών οφειλών³⁵, από τα αναπτυσσόμενα-και όχι μόνο πλέον, όπως απεδείχθη από την εκδήλωση της πρόσφατης (2007) χρηματοπιστωτικής κρίσης-κράτη.

Στόχος των κεφαλαίων που ακολουθούν είναι δοθεί μία γενική εικόνα σχετικά με τις διαδικασίες αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους που έχουν επικρατήσει στη διεθνή πρακτική, ώστε να αντιμετωπιστούν οι δημοσιονομικές κρίσεις και να καταστεί το δημόσιο χρέος μίας χώρας βιώσιμο. Επειδή μάλιστα, η κήρυξη στάσης πληρωμών από ένα κράτος ενέχει τεράστιο κόστος τόσο για το ίδιο, όσο και για τους πιστωτές του, η μόνη δίοδος αποτροπής του πιστωτικού γεγονότος είναι η αναδιάρθρωση των οφειλών, με όσο το δυνατόν λιγότερο κόστος και πιο συμφέροντες και αποδεκτούς όρους.

³³ *ibid*, Dodd R., 2002

³⁴ *ibid*

³⁵ *ibid* Davis K. Institute for International Law and Justice, σελ. 4-5

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

Πίνακας 1

Παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη για την βιωσιμότητα του εξωτερικού δημόσιου χρέους ³⁶	
Α. Παράγοντες αξιολόγησης του Δημοσιονομικού Τομέα	
1. Καθαρό Δημόσιο Χρέος/ ΑΕΠ	Βασικός δείκτης μέτρησης της δυνατότητας εξυπηρέτησης των εξωτερικών οφειλών.
2. Ποσοστό Κατά Κεφαλήν	Υψηλά επίπεδα κατά κεφαλήν εισοδήματος σε απόλυτες τιμές σχετίζονται γενικά με υψηλότερα επίπεδα βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους.
3. Ποσοστό Εσωτερικού Χρέους	Το ποιοι είναι οι πιστωτές του δημοσίου έχει επιπτώσεις στα κίνητρα αποπληρωμής των οφειλών. Ως ακραίο παράδειγμα, αν το 95% του συνολικού δημόσιου χρέους αποτελεί χρέος προς αλλοδαπούς πιστωτές, το κράτος πιθανά να έχει κίνητρα κήρυξης στάσης πληρωμών καθώς αυτό δεν θα ζημιώσει άμεσα τους κατοίκους της επικράτειας του.
4. Διακύμανση Ρυθμού Ανάπτυξης και Ρυθμού Πληθωρισμού	Υπό κανονικές συνθήκες, οι μεγάλες διακυμάνσεις στα εσωτερικά δημόσια έσοδα καταδεικνύει αυξημένη πιθανότητα επέλευσης χρεοκοπίας. Οι χώρες που παρουσιάζουν διαχρονικά σταθερούς ρυθμούς ανάπτυξης και πληθωρισμού έχουν μεγαλύτερη δυνατότητα να εξυπηρετούν ομαλά τις δανειακές τους υποχρεώσεις και να διατηρούν το συνολικό δημόσιο χρέος τους σε βιώσιμο επίπεδο. Ο συγκεκριμένος δείκτης έχει ανάλογη βαρύτητα με το αν διαθέτει ένα ιδιώτης σταθερή εργασία και άρα εισόδημα, γεγονός που λαμβάνεται υπόψη κατά την έγκριση χορηγήσεων από τα πιστωτικά ιδρύματα προς τους ιδιώτες.
5. Χρέος/Έσοδα	Τα φορολογικά έσοδα είναι επίσης σημαντικός παράγοντας για την αξιολόγηση της ικανότητας αποπληρωμής δανειακών υποχρεώσεων. Βέβαια,

³⁶ Πηγές: ΟΟΣΑ, Παγκόσμια Τράπεζα

**Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη**

	πολύ υψηλοί φορολογικοί συντελεστές ενδέχεται να οδηγήσουν σε μικρότερο βαθμό ευελιξίας για την κυβέρνηση με αποτέλεσμα αν χρειαστεί να μην είναι καθίσταται δυνατό να αυξηθούν περαιτέρω οι φορολογικοί συντελεστές.
6. Χρονική Διάρθρωση Οφειλών	Αξιολόγηση της διάρθρωσης των περιόδων ωρίμανσης των χρεωστικών τίτλων που εκδίδει ένα κράτος. Ένα σωστά κατανομημένο χρονοδιάγραμμα ληκτοτήτων μπορεί να αποτρέψει την εκδήλωση κρίσεων ρευστότητας, οι οποίες με την σειρά τους θα οδηγούσαν σε κρίσεις φερεγγυότητας.
7. Εύρος Χρηματοδοτικής δυνατότητας	Αξιολόγησης της πρόσβασης του κράτους στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου με στόχο την αντιμετώπιση του κινδύνου ρευστότητας
8. Προηγούμενο χρεοκοπίας-αθέτησης δανειακών υποχρεώσεων	Αξιολογείται το «οικονομικό παρελθόν» της χώρας και κατά εξετάζεται κατά πόσο στην οικονομική πορεία του έχει προβεί σε στάση πληρωμών. Βέβαια δεν είναι αρκετή και ικανή συνθήκη για να προβλεφθεί το μέλλον της οικονομικής βιωσιμότητας μίας χώρας, εν τούτοις αποτελεί μια ένδειξη για το αν υπάρχουν ή έχουν αντιμετωπισθεί επαρκώς διαρθρωτικές αδυναμίες.
9. Σύνολο συναλλαγματικών διαθεσίμων	Συγκεκριμένες χώρες λόγω της θέσης τους στο διεθνές εμπόριο, της οικονομικής τους ανάπτυξης και της πρόσβασης τους στις διεθνείς κεφαλαιαγορές εμφανίζουν υψηλά ποσοστά εισροής κεφαλαίων. Αυτές οι χώρες συνήθως συμπεριφέρονται ως «παράδεισοι» όταν οι διεθνείς αγορές υπόκεινται σοβαρές διακυμάνσεις. Αυτό το καθεστώς επιτρέπει να χρηματοδοτούν ελλείμματα και το δημοσιονομικό χρέος τους χωρίς την ανάγκη για πειθάρχηση τους από τους μηχανισμούς της αγοράς. (Σε αυτή την κατηγορία περιλαμβάνονται οι Η.Π.Α, η Ιαπωνία και οι χώρες της Ευρωζώνης)
10. Επιτόκιο Δανειακών Οφειλών του Δημοσίου	Το ποσοστό επιτοκίου στις δανειακές

**Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη**

	υποχρεώσεις ενός κράτους είναι σημαντικός παράγοντας για τον υπολογισμό του συνόλου που πρέπει ένα κράτος να καταβάλει στους πιστωτές τους. Σε περίπτωση που το ποσοστό ανάπτυξης του δημόσιου χρέους είναι μεγαλύτερο από το ποσοστό αύξησης του ΑΕΠ για μεγάλο χρονικό διάστημα, μία οικονομία θα χρειαστεί να επανεξετάσει τις δημοσιονομικές δαπάνες με στόχο να επιτευχθεί βιωσιμότητα του λόγου χρέους/ΑΕΠ σε βάθος χρόνου.
Β. Αξιολόγηση της Μακροοικονομικής Θέσης	
1. Εξωτερικό Χρέος/ ΑΕΠ (μετά την αφαίρεση των συναλλαγματικών αποθεμάτων)	Η συναλλαγματική ισοτιμία στην οποία είναι εκφρασμένο το δημόσιο χρέος είναι σημαντικός παράγοντας που μπορεί να επηρεάσει τις επιλογές αποπληρωμής. Αν το δημόσιο χρέος είναι εκφρασμένο στο εθνικό νόμισμα, μία χώρα μπορεί να προβεί στην έκδοση νέου χρήματος ώστε να μειωθεί το ποσοστό χρέους. Αυτή η επιλογή δεν υφίσταται για τις χώρες των οποίων οι οφειλές είναι εκφρασμένες σε νόμισμα τρίτης χώρας. Μάλιστα, σε περίπτωση που τα συναλλαγματικά αποθέματα δεν επαρκούν και η εθνική ισοτιμία αποδυναμωθεί υπάρχει μεγάλη πιθανότητα εκδήλωσης κρίσης ρευστότητας.
2. Θέση Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών	Όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό εισαγωγών μιας χώρας, τόσο μεγαλύτερες θα είναι οι χρηματοδοτικές ανάγκες της και άρα θα είναι πιο επιρρεπείς στην συσσώρευση δημόσιου χρέους.
Γ. Αξιολόγηση του Χρηματοπιστωτικού Τομέα	
1. Φερεγγυότητα και Μέγεθος Τραπεζικού Συστήματος	Όσο πιο αδύναμος χαρακτηρίζεται ο τραπεζικός τομέας μιας χώρας, τόσο μεγαλύτερη η πιθανότητα οι υποχρεώσεις του τομέα να χρειαστεί να τις αναλάβει ο το δημόσιο. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα ο πιστωτικός κίνδυνος του τραπεζικού τομέα μεταφέρεται στον δημόσιο τομέα, πράγμα που δημιουργεί την πιθανότητα εκδήλωσης τραπεζικών κρίσεων που θα έχουν

**Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη**

	άμεση επίπτωση στην φερεγγυότητα του κράτους εφόσον μέσω της αναγκαίας παρέμβασης του προς τη διάσωση των τραπεζών. Σε αυτή την κατηγορία αξιολογούνται οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας καθώς και τα ποσοστά μη εξυπηρετούμενων δανείων των εγχώριων τραπεζών.
2. Κίνδυνος Πιστωτικής «Φούσκας»	Οι χώρες με ταχείς ρυθμούς ανάπτυξης ιδιωτικού δανεισμού είναι περισσότερο επιρρεπείς στην εμφάνιση τιμολογιακής φούσκας, πράγμα που αυξάνει την πιθανότητα ανάγκης κρατικής παρέμβασης για την διάσωση του ιδιωτικού τομέα. Οι χώρες στις οποίες εκδηλώνεται χρηματοπιστωτική φούσκα συνήθως δεν διαθέτουν δυνατό τραπεζικό σύστημα.
Δ. Αξιολόγηση της Προθυμίας Πληρωμής	
Πολιτικοί-Θεσμικοί Παράγοντες	Αξιολόγηση των ποιοτικών χαρακτηριστικών μίας χώρας που μπορούν να επηρεάσουν την δυνατότητα ομαλής εξυπηρέτησης των δανεικών της υποχρεώσεων. Κατά κύριο λόγο εδώ αξιολογείται πόσο πρόθυμο είναι ένα κράτος να καταβάλει τις πληρωμές των υποχρεώσεων του, η διαφάνεια τήρησης των στατιστικών μακροοικονομικών μεγεθών, η δημοσιονομική φερεγγυότητα και η δέσμευση του κράτους για υπεύθυνο δανεισμό. Εδώ υπολογίζεται η αποτελεσματικότητα των κυβερνητικών μέτρων, η διαφθορά του δημόσιου τομέα, η πολιτική σταθερότητα, η κυβερνητική συνοχή καθώς και ο βαθμός γραφειοκρατίας του κράτους.

2. Μέθοδοι και Πρακτικές Αναδιάρθρωσης Δημόσιου Χρέους

2.1 Το γενικό πλαίσιο

Για ποικίλες αιτίες, σε κάποια δεδομένη χρονική στιγμή, ενδέχεται ένα κράτος να καταστεί αδύναμο ή απρόθυμο να συνεχίσει την εξυπηρέτηση του εξωτερικού χρέους του. Δύο είναι οι πιθανές επιλογές του κράτους, εφόσον το προαναφερθέν συμβεί: Πρώτον, να κηρύξει στάση πληρωμών³⁷ και να σταματήσει τη εξυπηρέτηση των δανειακών του υποχρεώσεων έναντι των πιστωτών του. Αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα οι μεν πιστωτές να μην μπορέσουν να αποσβέσουν τις επενδύσεις τους και η δε οφειλέτρια χώρα να υποστεί σοβαρές οικονομικές αλλά και πολιτικές συνέπειες, όπως η στέρηση της πρόσβασης στις διεθνείς αγορές, που είναι απαραίτητη για την άντληση κεφαλαίων προς χρηματοδότηση των κρατικών δαπανών, καθώς και απώλεια της εμπιστοσύνης των διεθνών κεφαλαιαγορών.

Καθίσταται δε σαφές ότι ένα τέτοιο ενδεχόμενο θα παρουσιάσει επιπτώσεις και στην πραγματική οικονομία, με μείωση της παραγωγής, αύξηση ανεργίας, μείωση επενδύσεων κ.α. Δεύτερον, το εν λόγω κράτος μπορεί να προσφύγει στην λύση της αναδιάρθρωσης του υφιστάμενου δημόσιου χρέους του.³⁸ Σε αυτή την περίπτωση οι πιστωτές θα κληθούν να παραιτηθούν από το δικαίωμα της πλήρους αποπληρωμής των απαιτήσεων τους, θα μπορέσουν ωστόσο να ανακτήσουν περισσότερο μέρος των απαιτήσεων τους σε σχέση με το αν το κράτος τεθεί σε καθεστώς χρεοκοπίας. Ταυτόχρονα, η οφειλέτρια χώρα, μέσω της διαδικασίας αναδιάρθρωσης προσδοκά να

³⁷ Σε όρους πτωχευτικού κώδικα, «η στάση πληρωμών» για τα κράτη, θεωρούμε ότι επιφέρει όμοιο έννομο αποτέλεσμα με την πτώχευση νομικών προσώπων, δεδομένου ότι τα κράτη δεν είναι επιχειρήσεις και άρα δεν μπορούν να τεθούν υπό καθεστώς εκκαθάρισης και λύσης, καθώς συνεχίζουν να υφίστανται ακόμα και έπειτα από την επέλευση του πιστωτικού γεγονότος. “Countries don’t go bust”, Walter Wriston, Chairman of Citibank, 1970. Ωστόσο, με τον όρο «στάση πληρωμών» νοείται η κήρυξη αδυναμίας εξυπηρέτησης των τρεχουσών δανειακών υποχρεώσεων ενός κράτους. Με δεδομένη την απουσία διεθνούς πτωχευτικού κανονιστικού πλαισίου, για τα κράτη προβλέπεται η ορολογία «στάση πληρωμών» καθώς και «χρεοκοπία». Η προβληματική δε, για το αν τα κράτη νομικά μιλώντας, πτωχεύουν ή όχι ξεπερνά τα όρια της παρούσας μελέτης.

³⁸ Σε αντίθεση με το δόγμα Palmerstone (“Sovereign restructuring equals to de facto sovereign default”, 1830), το οποίο εξισώνει την έννοια της χρεοκοπίας με την έννοια της αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους, για τα πλαίσια της παρούσας μελέτης η έννοια της αναδιάρθρωσης τείνει να ταυτίζεται περισσότερο με τον όρο «αναδιαπραγμάτευση». Περαιτέρω θα αναλυθούν τα ζητήματα αλλαγής και αναδιαπραγμάτευσης των όρων των κρατικών δανείων ως μέσο αποφυγής επέλευσης του πιστωτικού γεγονότος.

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

επωφεληθεί από την αντιμετώπιση της οικονομικής δυστοκίας που σχετίζεται με την παρατεταμένη αθέτηση των δανειακών της υποχρεώσεων.

Ως αναδιάρθρωση δημοσίου χρέους ορίζουμε τις πολιτικές και τις μεθόδους που χρησιμοποιούν κυρίως κράτη για να αποτρέψουν ή να αντιμετωπίσουν την εκδήλωση δημοσιονομικών κρίσεων με στόχο να επανέλθει το δημόσιο χρέος τους σε βιώσιμο επίπεδο. Η αναδιάρθρωση δημόσιου χρέους συνίσταται σε δύο διαστάσεις: την διαδικαστική και την ουσιαστική. Η διαδικαστική διάσταση επικεντρώνεται στον τρόπο εκτέλεσης της αναδιάρθρωσης (εδώ π.χ. συμπεριλαμβάνονται τα θεσμικά μέτρα αναδιάρθρωσης), ενώ η ουσιαστική διάσταση αφορά τα μέσα διαδικασίας αναδιάρθρωσης (π.χ. επαναπροσδιορισμός της ημερομηνίας εξόφλησης των ομολόγων με ταυτόχρονη μείωση της ονομαστικής αξίας τους)³⁹.

Ωστόσο, η λύση της αναδιάρθρωσης δεν μπορεί να θεωρηθεί απαραίτητα ως η ιδεατή, καθώς η υλοποίηση της εγείρει τρία (3) εγγενή προβλήματα που πρέπει να ληφθούν υπόψη κατά την επιλογή της πρακτικής μεθόδου αναδιάρθρωσης: (α) το πρόβλημα των αντιφρονούντων ομολογιούχων καθώς και τη δυσκολία συντονισμού των ενεργειών όλων των πιστωτών, δεδομένης της έκτασης της πιστωτικής βάσης, (β) το παρεπόμενο πρόβλημα του ηθικού κινδύνου (*moral hazard*) και (γ) το πρόβλημα της επιβάρυνσης των φορολογούμενων για την χρηματοδότηση της διαδικασίας αναδιάρθρωσης.⁴⁰ Αρχικά, όσον αφορά το πρώτο πρόβλημα, θα πρέπει να αναφέρουμε ότι ένα κράτος δεν μπορεί να προβεί μονομερώς σε αναδιάρθρωση χωρίς να υποστεί σημαντικό κόστος φήμης στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Ως εκ τούτου, η όποια διαδικασία αναδιάρθρωσης είναι συναινετική. Η επίτευξη βέβαια διευρυμένου *consensus* ανάμεσα στους πιστωτές αποτελεί συμπτωματικό φαινόμενο. Τα αντικρουόμενα συμφέροντα του κράτους οφειλέτη και των πιστωτών του καθιστούν δυσχερές και μερικές φορές αδύνατο να επιτευχθεί απόλυτη συμφωνία περί του σχεδίου αναδιάρθρωσης. Η δυσκολία αυτή επιδεινώνεται από το πρόβλημα συλλογικής δράσης, της επίτευξης δηλαδή *consensus* μεταξύ των πιστωτών.⁴¹ Οι

³⁹ "Re thinking Sovereign Debt Restructuring Approach", Arora A., Olivares Caminal R., *Law & Business Review of the Americas*, Vol. 9, 2003, σελ.102

⁴⁰ "Sovereign Debt Restructuring", Schwarcz, Gulati M., Buchheit L., Griffin R., *Emory Law Journal* No. 53, 2004, σελ. 1192-1193

⁴¹ Ως πρόβλημα συλλογικής δράσης αποτελεί επίσης το κίνητρο που δημιουργείται σε ορισμένους πιστωτές να επιβάλλουν την εκπλήρωση των απαιτήσεων τους στο κράτος οφειλέτη αντί να συμμετάσχουν στις συλλογικές διαπραγματεύσεις κατάρτισης του σχεδίου αναδιάρθρωσης, από φόβο ότι και άλλοι πιστωτές θα προσπαθήσουν να αποσπάσουν πλήρη αποπληρωμή των απαιτήσεων τους

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

δανειακές συμβάσεις καθώς και οι ομολογιακοί τίτλοι τυπικά απαιτούν ομόφωνη απόφαση των πιστωτών για να διαφοροποιηθούν θεμελιώδεις όροι όπως το ποσό της κύριας οφειλής, το επιτόκιο και ο χρόνος ωρίμανσης-λήξης του δανείου. Σε αυτή την βάση, ορισμένοι επενδυτές έχουν κίνητρο να μην συμφωνήσουν σε προτάσεις αναδιάρθρωσης, καθώς με αυτό τον τρόπο μπορούν να εξαναγκάσουν είτε άλλους πιστωτές να εξαγοράσουν της απαιτήσεις τους είτε το κράτος οφειλέτη, ώστε να τους παρέχει ένα premium. Η στάση αυτή των πιστωτών, γνωστή ως πρόβλημα “hold out”, μπορεί να αποθαρρύνει τους πιστωτές ακόμα που το επιθυμούν από να συναινέσουν σε ένα σχέδιο-πρόγραμμα αναδιάρθρωσης. Το πρόβλημα αυτό παρουσίασε ιδιαίτερη ένταση κατά τις αρχές της δεκαετίας του 2000, καθώς η συμπεριφορά “hold out” υποστηρίχθηκε από τις δικαστικές αποφάσεις όσων προέβησαν σε προσφυγή κατά της χώρας οφειλέτη ώστε να απαιτήσουν την πλήρη ικανοποίηση των αξιώσεων τους.⁴² Ως εκ τούτου, καθώς τα κράτη στράφηκαν προς το δανεισμό από τις διεθνείς αγορές κεφαλαίου, μέσω της έκδοσης ομολογιακών τίτλων το πρόβλημα συναίνεσης των πιστωτών πήρε άλλες διαστάσεις, καθώς οι ομολογιούχοι σε αντίθεση με τα πιστωτικά ιδρύματα είναι μεν περισσότερο διατεθειμένοι να συμφωνήσουν σε ένα πλαίσιο αναδιάρθρωσης, καθίσταται δε δυσχερές να συνεδριάσουν ώστε να επιτευχθεί ομόφωνη απόφαση. Το συντονισμό τους δυσχεραίνει επίσης και η παρεπόμενη έκδοση ποικιλίας παράγωγων χρηματοπιστωτικών προϊόντων καθώς και άλλων επενδυτικών προϊόντων καθιστώντας σχεδόν αδύνατη τη συνεύρεση προς την επίτευξη συμφωνίας για το πλαίσιο αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους. Συνάγεται λοιπόν ότι, απαραίτητο και απαρέγκλιτο συστατικό για την επιτυχία της προσπάθειας

και άρα το κράτος εν τέλει δεν θα διαθέτει πλέον επαρκή στοιχεία ενεργητικού ώστε να ικανοποιήσει τις απαιτήσεις τους. Μιλάμε δηλαδή για εσωτερικό ανταγωνισμό μεταξύ των πιστωτών για το ποιος θα καταφέρει να κερδίσει περισσότερα. (“grab race”). “The way ahead sovereign debt”, Hurlock J.B., INT’L FIN. L. Review, 1995, σελ. 10-11

⁴² Παράδειγμα τέτοιων αποφάσεων ήταν η υπόθεση Allied Bank International v. Banco Credito Agricola de Cartago το 1985, όπου τα αμερικανικά δικαστήρια στα οποία προσέφυγε το εν λόγω πιστωτικό ίδρυμα εναντίον της Κόστα Ρίκα έκανε δεκτή την προσφυγή περί πλήρους αποπληρωμής των αξιώσεων του ως μέλος κοινοπραξίας πιστωτικών ιδρυμάτων που είχε δανειοδοτήσει την Κόστα Ρίκα. Συγκεκριμένα, το πιστωτικό ίδρυμα προσέφυγε στα αμερικανικά δικαστήρια καθώς τα αξιωμένα περιουσιακά στοιχεία βρίσκονταν στην αμερικανική επικράτεια και άρα το Act of State Doctrine δεν θα μπορούσε να εφαρμοσθεί. Το δικαστήριο έκανε δεκτή την προσφυγή του πιστωτικού ιδρύματος εναντίον της Κόστα Ρίκα και αποφάνθηκε ότι οι εν λόγω απαιτήσεις ήταν σαφώς ληξιπρόθεσμες και απαιτητές ανεξάρτητα από την μονομερή στάση πληρωμών των εξωτερικών οφειλών της Κόστα Ρίκα, καθώς η εν λόγω στάση πληρωμών δεν ήταν σύμφωνη με την εύρυθμη επίλυση διεθνών διαφορών από δημόσιο χρέος και αντέβαινε τα συμφέροντα των Η.Π.Α.. (757 F. 2d Cir. 1985) Το ίδιο δικαστήριο δικαίωσε και την προσφυγή του επενδυτικού κεφαλαίου Elliot Associates εναντίον του Περού, όπως αναφέραμε ανωτέρω. “Sovereign Piracy”, Gulati M., Klee K., Business Law No.56, 2001, σελ. 635

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

ανάκαμψης της οικονομίας ενός κράτους μέσω της αναδιάρθρωσης του χρέους του είναι η πολιτική συνοχή και η κοινωνική ειρήνη⁴³.

Η δημιουργία ηθικού κινδύνου, που αποτελεί το δεύτερο βασικό πρόβλημα των διαδικασιών αναδιάρθρωσης, εγείρεται όταν διεθνείς χρηματοδοτικοί οργανισμοί, όπως το ΔΝΤ καθώς και άλλες κυβερνήσεις λειτουργούν ως δανειστές έσχατης ανάγκης (lenders of last resort), χρηματοδοτώντας τις υπερχρεωμένες χώρες ώστε να αποφευχθεί η επέλευση του πιστωτικού γεγονότος. Παρά το ότι όρος του ηθικού κινδύνου έχει διάφορες εννοιολογικές προσεγγίσεις, στην προκειμένη περίπτωση συνίσταται στην τάση για υιοθέτηση παρακινδυνευμένων ενεργειών από μέρος των κρατών εφόσον γνωρίζουν ότι υπάρχει πλαίσιο διάσωσης τους σε περίπτωση επέλευσης αρνητικών συνεπειών. Αυτό κατά συνέπεια σημαίνει ότι, αφενός τα κράτη λαμβάνοντας υπόψη πως υπάρχει πάντοτε η λύση της αναδιάρθρωσης του χρέους τους και της διάσωσης τους από τρίτους, έχουν κίνητρο να μην υιοθετούν συνετά μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής και αφετέρου οι πιστωτές γνωρίζοντας πως τελικά θα επέλθει αναδιάρθρωση, θα απαιτούν εξαρχής μεγαλύτερα επιτόκια και αποδόσεις ως αντιστάθμισμα του ρίσκου που καλούνται να αναλάβουν επενδύοντας στη χρηματοδότηση του δημόσιου χρέους των κρατών⁴⁴. Το ίδιο το ΔΝΤ κατά καιρούς, θέλοντας να μετριάσει τον ηθικό κίνδυνο έχει απορρίψει αίτημα χώρας μέλος του για παροχή χρηματοδοτικής στήριξης, παίζοντας τον ρόλο του δανειστή έσχατης ανάγκης.⁴⁵

Το τρίτο πρόβλημα που δημιουργείται κατά τις διαδικασίες αναδιάρθρωσης, αφορά την επιβάρυνση των φορολογούμενων των κρατών που έχουν υγιή δημοσιονομικά, με στόχο την αναγκαία χρηματοδότηση άλλου, υπερχρεωμένου κράτους ώστε να επέλθει η αποκατάσταση της οικονομικής ισορροπίας του τελευταίου. Η επιτυχία της διαδικασίας αναδιάρθρωσης συνεπάγεται και προϋποθέτει παροχή βοήθειας μέσω εισροής νέων κεφαλαίων, ώστε να μην

⁴³ *ibid* Arora A., Olivares Caminal R., 2003

⁴⁴ "An introduction to the Bond Markets", Brown P., John Wiley & Sons, 2006, σελ. 4

⁴⁵ Αυτό έγινε στην περίπτωση του Εκουαδόρ το 1999, του οποίου το αίτημα για παροχή βοήθειας δεν έγινε δεκτό από το ΔΝΤ με αποτέλεσμα να εξαναγκαστεί η χώρα να κηρύξει στάση πληρωμών και να προβεί σε προσφορά ανταλλαγής με αποτέλεσμα τα ομόλογα της να χάσουν το 40% της καθαρής παρούσας αξίας. Ομοίως έπραξε το ΔΝΤ και στην περίπτωση της Αργεντινής το 2001 που αρνήθηκε να παρέμβει για την διάσωση της μέσω παροχής νέων κεφαλαίων. Για λεπτομερή ανάλυση της πρακτικής που ακολουθείται από το ΔΝΤ σε περιπτώσεις δημοσιονομικών κρίσεων βλ. "A bankruptcy procedure for sovereign debt", Scott J., INT'L LAW No. 37, 2003, σελ. 108-11

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

καταρρεύσουν οι βασικές λειτουργίες του κράτους. Εξαιτίας του καταστατικού του ρόλου, την παροχή της απαραίτητης χρηματοδοτικής στήριξης κρατών με σοβαρά δημοσιονομικά προβλήματα απονέμει το ΔΝΤ με την μορφή δανείων. Οι πόροι του ΔΝΤ για την παροχή χρηματοδοτικής ενίσχυσης περιλαμβάνονται στον λογαριασμό γενικών πόρων και πηγή χρηματοδότησης του είναι τα μερίδια των κρατών μελών, τα γενικά και ειδικά αποθεματικά καθώς και ο βραχυχρόνιος δανεισμός του ΔΝΤ για την χρηματοδότηση των ενεργειών του που καθορίζονται από το άρθ. VII του καταστατικού του.⁴⁶ Η κύρια λοιπόν πηγή εσόδων του ΔΝΤ είναι τα μερίδια των κρατών μελών (quotas) τα προέρχονται άμεσα ή έμμεσα από τα φορολογικά έσοδα των κρατών μελών του ΔΝΤ. Αυτή η πρακτική έχει υποστεί έντονη κριτική καθώς φαίνεται σαν να επιδοτείται η παροχή χρηματοδοτικής στήριξης των κρατών μελών που αντιμετωπίζουν ανισορροπίες από τους φορολογούμενους των πιο οικονομικά εύρωστων κρατών μελών του ΔΝΤ. Κατ' επέκταση φαίνεται σαν να επιδοτείται η διαδικασία αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους καθώς και οι πιστωτές των κρατών που προβαίνουν σε αυτήν. Παρά το ότι τα μερίδια των κρατών μελών του Ταμείου από πολλούς θεωρούνται ως επενδύσεις καθώς τα κράτη κερδίζουν τόκους από τις καταθέσεις τους στο Ταμείο, αλλά το επιτόκιο είναι τόσο χαμηλό που ουσιαστικά οι συνδρομές των κρατών μελών στο ΔΝΤ ουσιαστικά επιβαρύνουν τους φορολογούμενους.⁴⁷

Συνοψίζοντας, εφόσον η χρεοκοπία ή η στάση πληρωμών δεν αποτελούν βιώσιμες εναλλακτικές λύσεις στην περίπτωση των δανειακών υποχρεώσεων κυρίαρχων κρατών, τα κράτη και οι πιστωτές τους εξετάζουν την αναδιαπραγμάτευση των όρων των υφιστάμενων δανείων καθώς η λύση αυτή παρουσιάζεται ως «το μη χείρον βέλτιστον». Πιο απλά, οι πιστωτές έχουν συμφέρον να εξετάσουν το ενδεχόμενο παροχής «δεύτερης ευκαιρίας» στην οφειλέτρια χώρα να αποπληρώσει τα δάνεια της ακόμα κι αν οι συνολικές δανειακές απαιτήσεις συμφωνηθεί να μειωθούν, καθώς η χρεοκοπία της χώρας θα επιφέρει μεγαλύτερες απώλειες τόσο στην ίδια όσο και στους δανειστές της, οι οποίοι εν απουσία διεθνούς πτωχευτικού ρυθμιστικού πλαισίου δεν έχουν πολλές εναλλακτικές επιλογές παρά μόνο να δεχτούν την χάραξη σχεδίου αναδιάρθρωσης. Στη συνέχεια του παρόντος κεφαλαίου θα εξεταστούν συνοπτικά οι ακολουθούμενοι από τα κράτη μηχανισμοί και διαδικασίες

⁴⁶ ibid Στεφάνου Κ., Γκόρτσος Χ., 2006, σελ. 238-240

⁴⁷ ibid Schwarcz, Gulati M., Buchheit L., Griffin R., 2004, σελ. 1194-1196

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

αναδιάρθρωσης καθώς το θέμα αυτό έχει επανέλθει στην κορυφή της επικαιρότητας και απασχολεί τα κράτη, τους διεθνείς χρηματοδοτικούς οργανισμούς καθώς και τους απανταχού επενδυτές.

2.2 Θεωρητικές Προσεγγίσεις της Αναδιάρθρωσης Δημόσιου Χρέους

2.2.1 Η προσέγγιση των μεθόδων αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους μέσω του ιδιωτικού διεθνούς δικαίου – Η «κανονιστική» μέθοδος αναδιάρθρωσης

Παρά το ότι υπάρχει αποδοχή της ανάγκης αναδιάρθρωσης ως μέσο αντιμετώπισης δημοσιονομικών ανισορροπιών σε μία οικονομία, εν τούτοις υπάρχει ετερότητα όσον αφορά την επιλογή του κατάλληλου πλαισίου-διαδικασίας αναδιάρθρωσης. Για θεωρείται ένα σχέδιο αναδιάρθρωσης επιτυχημένο θα πρέπει να διασφαλίζει τα συμφέροντα τόσο του κράτους οφειλέτη όσο και των πιστωτών του, ενώ σε κάθε περίπτωση αρχική προτεραιότητα είναι η διασφάλιση της προστασίας του κράτους-οφειλέτη από το ενδεχόμενο οι πιστωτές του να προσφύγουν εναντίον του λόγω αθέτησης των δανειακών υποχρεώσεων και να αξιώσουν την πλήρη εξόφληση των απαιτήσεων τους. Μάλιστα, έχουν αναπτυχθεί διαφορετικές προσεγγίσεις σχεδιασμού και υλοποίησης των πολιτικών αναδιάρθρωσης με στόχο να υπερκερασθούν τα προβλήματα που ανακύπτουν και αναλύθηκαν ανωτέρω. Ανάλογα βέβαια με την μορφή του κρατικού δανεισμού, ακολουθείται και διαφορετικό πλαίσιο αναδιάρθρωσης. Για παράδειγμα, στην περίπτωση του κρατικού δανεισμού από πιστωτικά ιδρύματα καθώς και σε διμερές επίπεδο από δημόσιους φορείς άλλων κρατών, εφόσον το κράτος-οφειλέτης αντιμετωπίσει δυσκολίες αποπληρωμής των υποχρεώσεων του και οικονομική δυστοκία, η διαδικασία αναδιάρθρωσης του χρέους πραγματοποιείται στα πλαίσια *ad hoc* διεθνών *fora*, όπως το Κλαμπ του Λονδίνου (London Club) και τη Λέσχη των Παρισίων (Paris Club), αντίστοιχα, ενώ για τις μορφές δανεισμού από τον ιδιωτικό τομέα οι διαδικασίες αναδιάρθρωσης πραγματοποιούνται ως επί το πλείστο, μέσω των μηχανισμών της αγοράς.

Δύο είναι οι κύριες θεωρητικές προσεγγίσεις των μεθόδων αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους: η προσέγγιση του διεθνούς δημόσιου δικαίου και η προσέγγιση του διεθνούς ιδιωτικού δικαίου.⁴⁸ Στο παρόν κεφάλαιο θα εξετασθούν οι μέθοδοι

⁴⁸ Το διεθνές δημόσιο δίκαιο διέπει τις σχέσεις μεταξύ των κυρίαρχων κρατών, ενώ το διεθνές ιδιωτικό δίκαιο περιλαμβάνει κανόνες δικαίου που αφορούν νομικά πρόσωπα ιδιωτικού δικαίου, τα οποία

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους κατά την προσέγγιση του διεθνούς ιδιωτικού δικαίου. Η συγκεκριμένη προσέγγιση συνίσταται σε τρεις (3) κατηγορίες μεθόδων-πρακτικών αναδιάρθρωσης: (α) την κανονιστική – συμβατική μέθοδος αναδιάρθρωσης μέσω της χρήσης Ρητρών Συλλογικής Δράσης, (β) εθελοντική προσφορά ανταλλαγής χρέους (voluntary exchange offer ή debt swap), (γ) άλλες μέθοδοι που συμφωνούνται μεταξύ των πιστωτών και του κράτους οφειλέτη, οι οποίες διέπονται από τους μηχανισμούς της αγοράς.

Οι μηχανισμοί αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους της προσέγγισης του ιδιωτικού δικαίου, αναπτύχθηκαν κυρίως στον απόηχο της κήρυξης στάσης πληρωμών των εξωτερικών δανείων του Μεξικού, τον Αύγουστο του 1982, έχουν εφαρμοσθεί με κάποιες διαφοροποιήσεις σε περισσότερες από δώδεκα χώρες. Αυτές οι μέθοδοι αποτέλεσαν καινοτομία για την εποχή και προτιμήθηκαν από μεγάλη μερίδα χωρών που αποφάσιζαν να προβούν σε αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους τους.⁴⁹ Μάλιστα, έπειτα από το αίτημα του Μεξικού για παροχή χρηματοδοτικής στήριξης ενόψει κήρυξης από μέρους του στάσης πληρωμών, πολλές ήταν οι χώρες που ακολούθησαν: Αργεντινή, Βραζιλία, Χιλή, Εκουαδόρ, Κόστα Ρίκα, Κούβα, Δομινικανή Δημοκρατία, Ονδούρας, Βενεζουέλα, Νικαράγουα, Παναμάς, Ουρουγουάη, Τζαμαϊκανή Δημοκρατία, Νέα Γουινέα και η Βολιβία, η οποία μάλιστα ανέστειλε τις πληρωμές μέχρι και τα μέσα του 1984, ενώ το Περού όρισε μονομερώς ένα σταθερό ποσό συναλλαγματικών διαθεσίμων προς εξυπηρέτηση των χρεών του.⁵⁰

Ουσιαστικά, θα λέγαμε ότι η «κανονιστική – συμβατική» μέθοδος αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους συνίσταται στην τροποποίηση των όρων των κρατικών δανείων (κυρίως όμως αφορά στην τροποποίηση των των κρατικών ομολόγων), με τρόπο που να διασφαλίζονται τα συμφέροντα των δανειστών, ώστε αυτοί να θεωρήσουν το σχέδιο αναδιάρθρωσης συμφέρουσα λύση. Στα πλαίσια αυτής της προσέγγισης, τα κράτη-οφειλέτες ουσιαστικά, εντάσσουν νέες ρήτρες στις τυποποιημένες συμβάσεις των ομολόγων τους, για την κάλυψη της έκτακτης ανάγκης

αναπτύσσουν διασυννοριακή δραστηριότητα, εκτός των ορίων της επικράτειας του κράτους στο οποίο έχουν ιδρυθεί. "Sovereign Debt Restructuring: The Practical Background", Mauger A., 1, J. INT'L BANKING L. 100, 1986

⁴⁹ "Alternative techniques in sovereign debt restructuring", Buchheit L., 1988, σελ. 337

⁵⁰ *ibid*, Mauger A., 1986

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

τους όρους του προγράμματος αναδιάρθρωσης, ώστε αυτό να τύχει καθολικής αποδοχής και να συνεπάγεται τη νομική δέσμευση όλων, και η δεύτερη φάση, στην εφαρμογή – υλοποίηση των όρων του αναδιαρθρωμένου χρηματοπιστωτικού τίτλου.⁵⁶

Το μείζων ζήτημα που τίθεται σχετικά με την χρήση ΡΣΔ είναι το εφαρμοστέο δίκαιο των τίτλων μέσω των οποίων το κράτος δανειοδοτείται. Η συντριπτική πλειοψηφία των κρατικών ομολογιακών τίτλων διέπονται είτε από το Αγγλικό Δίκαιο είτε από το Δίκαιο της Πολιτείας της Νέας Υόρκης. Αντίθετα από τους ομολογιακούς τίτλους που εκδίδονται και διέπονται από το Αγγλικό Δίκαιο, οι τίτλοι που εκδίδονται με βάση το Δίκαιο της Πολιτείας της Νέας Υόρκης, απαγορεύουν τις τροποποιήσεις των όρων πληρωμής (το ποσό των δόσεων και τις ημερομηνίες λήξης των πληρωμών), χωρίς τη συγκατάθεση κάθε θιγόμενου ομολογιούχου. Ως εκ τούτου, χρησιμοποιείται η εθελοντική προσφορά ανταλλαγής χρέους ως τακτική αναδιάρθρωσης από τα κράτη, για ομολογιακούς τίτλους που διέπονται από τη συγκεκριμένη έννομη τάξη, καθώς στην προκειμένη περίπτωση δεν μπορούν να προβλεφθούν εξαρχής ΡΣΔ στην δανειακή σύμβαση.⁵⁷

Δεδομένου του συγκεκριμένου περιορισμού, γίνεται πιο επιτακτική η ανάγκη ανεύρεσης λύσης για την αντιμετώπιση του προβλήματος “holdout”⁵⁸. Για την αντιμετώπιση του, υιοθετήθηκε η λύση της πρόβλεψης κατά τις νέες εκδόσεις ομολόγων με εφαρμοστέο δίκαιο αυτό της Πολιτείας της Νέας Υόρκης, μίας επίσημης συμφωνίας που επιτρέπει στην προκαθορισμένη ενισχυμένη πλειοψηφία των ομολογιούχων πιστωτών να τροποποιήσουν τους μη χρηματοπιστωτικούς όρους των αρχικών τίτλων, με τρόπο που να καθίστανται ουσιαστικά άνευ αξίας και ταυτόχρονα δίνοντας κίνητρα⁵⁹ στους μειοψηφούντες πιστωτές να αποδεχτούν την αναδιάρθρωση των ομολόγων μέσω της εθελοντικής προσφοράς ανταλλαγής. Οι συμφωνίες αυτές ονομάζονται «Συμφωνίες Συναινετικής Εξόδου» (Exit Consents) και η χρήση τους αποσκοπεί στην αποδυνάμωση των νομικών δικαιωμάτων των κατόχων ομολόγων που συμμετέχουν στην διαδικασία ανταλλαγής. Ως εκ τούτου, οι

⁵⁶ “Collective Action Clauses in International Sovereign Bond Contracts: Whence the opposition?”, Sonke H., SSRN eLibrary, 2007, σελ.5

⁵⁷ *ibid* Arora A., Olivares Caminal R., 2003, σελ.112

⁵⁸ Sonke H., *supra* υποσημείωση 56

⁵⁹ Στα κίνητρα περιλαμβάνονται διάφορες προστατευτικές ρήτρες για τους επενδυτές όπως η ρήτρα αθέτησης υποχρεώσεων, η ρήτρα ίσης μεταχείρισης κ.α. “Exit Consents in Sovereign Bond Exchanges”, Buchheit L., Gulati M., UCLA L. REVIEW 59, 2000, σελ. 67

πλειοψηφούντες ομολογιούχοι μέσω των εν λόγω συμφωνιών έχουν την δυνατότητα να διαγράψουν όρους όπως για παράδειγμα αυτούς που αφορούν την εισαγωγή των τίτλων προς διαπραγμάτευση σε χρηματιστήρια ή αγορές, όρους σχετικά με τη νομική δικαιοδοσία καθώς και ρήτρες επίσπευσης αποπληρωμής του χρέους (acceleration). Με αυτό τον τρόπο καθίσταται σαφές πως ασκείται μία έμμεση πίεση να ταχθούν όλοι οι ομολογιούχοι υπέρ της εθελοντικής ανταλλαγής ομολόγων.⁶⁰

Για πρώτη φορά χρησιμοποιήθηκαν οι «Συμφωνίες Συναινετικής Εξόδου» κατά την αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους του Εκουαδόρ, για να προληφθεί η εκδήλωση του φαινομένου “hold out”, πράγμα που θα προκαλούσε κωλύματα στην υλοποίηση του προγράμματος αναδιάρθρωσης κυρίως δε επειδή, οι συγκεκριμένοι ομολογιακοί τίτλοι δεν περιελάμβαναν ΡΣΔ.⁶¹

Σε κάθε περίπτωση, για τις ομολογίες που διέπονται από το Αγγλικό Δίκαιο και προβλέπονται εντός των δανειακών συμβάσεων ΡΣΔ, είθισται να απαιτείται να παρίσταται το 75% του συνόλου των ομολογιούχων και αυτοί να υπερψηφίσουν το σχέδιο αναδιάρθρωσης ώστε αυτό να αρχίσει να υλοποιείται.⁶² Δεν είναι βέβαια λίγοι οι αναλυτές που ασκούν κριτική στις ΡΣΔ υποστηρίζοντας ότι η συμπερίληψη τους στις συμβάσεις ομολογιακών δανείων κρατικής έκδοσης ενέχει ηθικό κίνδυνο (moral hazard), καθώς η συμπερίληψη ΡΣΔ στους ομολογιακούς τίτλους αυξάνει το κόστος δανεισμού.⁶³

Μετά την δημοσιονομική κρίση του Μεξικού το 1998, οι διεθνείς χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί πίεσαν τα αναπτυσσόμενα κράτη-εκδότες ομολόγων να συμπεριλάβουν τις ΡΣΔ στους ομολογιακούς τους τίτλους, με στόχο να βελτιωθεί η επικοινωνία των δανειστών με τους κατόχους των ομολογιακών τίτλων και να διευκολυνθεί η διαδικασία αναδιάρθρωσης. Μάλιστα, οι εκπρόσωποι του G-10⁶⁴ συμφώνησαν να

⁶⁰ ibid Buchheit L., Gulati M., 2000

⁶¹ “At the Frontier of Exit Consents, Remarks at the Bearn Stearns & EMCA Sovereign Creditors Rights Conference-November 8, 2001”, Chamberlin M., www.emta.org/ndevelop/exitcons.pdf

⁶² Improving the Sovereign Debt Restructuring Process: Problems in Restructuring, Proposed Solutions and a Roadmap for Reform”, Roubini N. & Setser B., Institute for the International Economics, March 2003, σελ. 8-9

⁶³ Ενδεικτικά για την ανάλυση αυτής της άποψης βλέπε αντί άλλων “Do Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs?”, Eichengreen B. & Mody A., Economic Journal 2004, σελ. 247-264

⁶⁴ Το G-10 αποτελεί διεθνές διακυβερνητικό φόρουμ, όπου διαπραγματεύονται θέματα διεθνούς αρχιτεκτονικής του νομισματικού και χρηματοπιστωτικού συστήματος. Συστάθηκε το 1962 με δικαιολογητική βάση τη δημιουργία χρηματοδοτικού μηχανισμού για τη χορήγηση δανειακών κεφαλαίων στο ΔΝΤ, όταν οι υφιστάμενοι πόροι του τελευταίου δεν επαρκούν για την χρηματοδοτική ενίσχυση των κρατών-μελών του. Για περαιτέρω πληροφορίες βλέπε «Διεθνές Οικονομικό Δίκαιο», Στεφάνου Κ., Γκόρτσος Χ., 2006

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

ενσωματωθούν στα κρατικά ομόλογα των αναπτυσσόμενων κρατών τυποποιημένες ρήτρες έκτακτης ανάγκης και ταυτόχρονα αποφάσισαν να υπάρξει συνεργασία με το ΔΝΤ ώστε να δοθούν κίνητρα υιοθέτησης των ΡΣΔ κατά την έκδοση κρατικών ομολόγων⁶⁵.

Αρκετοί ωστόσο έχουν υπάρξει και οι επικριτές των ΡΣΔ, που αντιτίθενται στην συμπερίληψη τους στις κρατικές ομολογιακές συμβάσεις κυρίως με τα εξής επιχειρήματα⁶⁶: Πρώτον, εφόσον τα κράτη-οφειλέτες προσδοκούν ότι θα λάβουν χρηματοδοτική ενίσχυση για τη διάσωση τους από δημόσιους φορείς ή/και διεθνείς οργανισμούς δεν θα θεωρήσουν συμφέρουσα την λύση της συναινετικής αναδιάρθρωσης μέσω της τροποποίησης των όρων των ομολόγων τους, η οποία δεν θα οδηγεί στην χρηματοδοτική παρέμβαση τρίτων για τη διάσωση τους. Δεύτερον, πολύ πιθανό μερικά κράτη να τις αποκλείσουν επί τούτου, θέλοντας να αποδείξουν στις αγορές ότι δεν υπάρχει καμία πιθανότητα αναδιάρθρωσης. Τρίτον, οι διατάξεις που διευκολύνουν την εύρυθμη διαδικασία αναδιάρθρωσης, θα έχουν περιορισμένη χρησιμότητα αφού η χρήση τους είναι περιστασιακή. Τέταρτον, η πρόβλεψη ΡΣΔ στα κρατικά ομόλογα θα έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του κόστους δανεισμού. Το συμπέρασμα, ωστόσο, περί αύξησης του κόστους δανεισμού από την συμπερίληψη ΡΣΔ στις ομολογιακές συμβάσεις παραμένει αναπόδεικτο καθώς οι εμπειρικές μελέτες δεν έχουν καταστεί ικανές να αποδείξουν κάτι τέτοιο⁶⁷.

Το 2003 αποτέλεσε καθοριστικό έτος για την ρητορική περί της πρόβλεψης ή μη ΡΣΔ στις εκδόσεις κρατικών ομολόγων και κατά πόσον αυτές έχουν επίπτωση στο κόστος δανεισμού. Το Μεξικό, το Κατάρ, η Βραζιλία, η Ουρουγουάη, η Αίγυπτος, ο Λίβανος, η Νότιος Αφρική και η Κορέα είναι μερικά παραδείγματα χωρών που αποφάσισαν να συμπεριλάβουν ΡΣΔ κατά την έκδοση νέων ομολόγων με σκοπό να απλοποιηθεί η διαδικασία αναδιάρθρωσης εφόσον παρουσιασθεί ανάγκη. Αυτό ωστόσο δεν σημαίνει πως το σύνολο των ομολόγων που διέπονται από το Δίκαιο της Νέας Υόρκης περιλαμβάνουν ΡΣΔ.⁶⁸

⁶⁵ ibid Arora A., Olivares Caminal R. ,2003, σελ. 123

⁶⁶ "Sovereign Bonds and the Collective Will", Buchheit L. & Gulati M., Working Paper No 34, March 2002, Bank of England, σελ. 143-144

⁶⁷ ibid Arora A., Olivares Caminal R. ,2003, σελ. 124

⁶⁸ ibid Arora A., Olivares Caminal R. ,2003, σελ. 125

Συνοψίζοντας, οι ΡΣΔ που απαντώνται στα διεθνή κρατικά ομόλογα που έχουν υποστεί αναθεώρηση αποτελούνται από (1) διατάξεις ενισχυμένης πλειοψηφίας (majority restructuring provisions), οι οποίες, επιτρέπουν στην ειδική πλειοψηφία των ομολογιούχων να δεσμεύσουν νομικά την μειοψηφία έναντι της αποδοχής του προγράμματος αναδιάρθρωσης, συμπεριλαμβάνοντας τις τροποποιήσεις των όρων πληρωμής, είτε πριν είτε μετά την επέλευση της χρεοκοπίας του εκδότη και (2) διατάξεις αναγκαστικής εκτέλεσης (majority enforcement provisions), που δίνουν τη δυνατότητα στην ειδική πλειοψηφία των πιστωτών να περιορίσουν την δυνατότητα της μειοψηφίας να ασκήσει τα νομικά δικαιώματα που απορρέουν από την επέλευση χρεοκοπίας του εκδότη.⁶⁹ Οι ΡΣΔ δηλαδή αποτελούν μία μορφή έμμεσου νομικού εξαναγκασμού της μειοψηφίας των ομολογιούχων να συμμορφωθεί με τις αποφάσεις της πλειοψηφίας.

2.2.2 Η προσέγγιση της αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους μέσω των μηχανισμών της αγοράς

Σε συνέχεια της προσέγγισης του ιδιωτικού διεθνούς δικαίου, έχουν επικρατήσει δύο (2) ακόμα κατηγορίες μεθόδων αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους: η εθελοντική προσφορά ανταλλαγής χρέους (voluntary exchange offer ή debt swap), καθώς και άλλες όμοιες μέθοδοι που εφαρμόζονται κατόπιν συμφωνίας μεταξύ των πιστωτών και του κράτους οφειλέτη και οι οποίες διέπονται από τους μηχανισμούς της αγοράς.

Όπως είδαμε η συμπερίληψη των ΡΣΔ είναι προαιρετική και συχνά εξαρτώμενη από τη σύγκληση της βούλησης της αγοράς. Άλλωστε, όπως ήδη αναφέραμε η πρόβλεψη ΡΣΔ στις ομολογιακές συμβάσεις αφορά κατά βάση τους τίτλους που εκδίδονται βάση του Αγγλικού Δικαίου, ενώ τίτλοι που εκδίδονται βάση του Δικαίου της Πολιτείας της Νέας Υόρκης, δεν μπορούν να περιέχουν τέτοιους όρους. Ωστόσο, ο περιορισμός αυτός για ομόλογα που διέπονται από το Δίκαιο της Νέας Υόρκης δεν οφείλεται σε νομικά εμπόδια αλλά προέκυψε από την ακολουθούμενη πρακτική των αγορών η οποία έχει επικρατήσει.⁷⁰ Ταυτόχρονα, η πρόβλεψη ΡΣΔ παρουσιάζει μεν το πλεονέκτημα της de facto θέσπισης ενός διεθνώς τυποποιημένου κανονιστικού πλαισίου διαδικασιών αναδιάρθρωσης αλλά αφενός αφορά μόνο τις νέες εκδόσεις

⁶⁹ ibid Arora A., Olivares Caminal R., 2003, σελ. 122

⁷⁰ ibid Arora A., Olivares Caminal R., 2003, σελ. 123

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

κρατικών ομολόγων και αφετέρου θα δημιουργούνται το πρόβλημα της διαφορετικής ερμηνείας των ΡΣΔ από κάθε εθνική έννομη τάξη.

Η προσέγγιση της διαδικασίας αναδιάρθρωσης μέσω των μηχανισμών της αγοράς συνίσταται ουσιαστικά στην εθελοντική προσφορά ανταλλαγής των υφιστάμενων κρατικών τίτλων με νέες εκδόσεις, στις οποίες έχουν τροποποιηθεί οι όροι αποπληρωμής ώστε να καταστεί η εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους ομαλή και βιώσιμη. Συνήθως, η υποκατάσταση των υφιστάμενων τίτλων γίνεται με τίτλους που παρέχουν μεγαλύτερη εξασφάλιση στους ομολογιούχους μειώνοντας τον βαθμό του αναλαμβανόμενου κινδύνου. Σε αυτή την κατηγορία μεθόδων εντάσσονται τα προγράμματα συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα (Private Sector Involvement), καθώς και η αναδιάρθρωση δημόσιου χρέους με την έκδοση ομολόγων Brady. Οι δύο αυτές πρακτικές αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους θα αναλυθούν ξεχωριστά παρακάτω. Αυτό όμως που πρέπει να σημειώσουμε για τις συγκεκριμένες πρακτικές είναι ότι συνήθως δεν επαρκούν καθαυτές για την επίτευξη ενός επιτυχημένου σχεδίου αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους, με αποτέλεσμα να έχουν συμπληρωματικό ρόλο καθώς προϋποθέτουν την παροχή χρηματοδοτικής βοήθειας από τους φορείς του δημόσιου τομέα.⁷¹ Βασικός στόχος των μεθόδων αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους μέσα από τους μηχανισμούς της αγοράς είναι η αντιμετώπιση του προβλήματος της επιβάρυνσης των φορολογούμενων, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω.

Οι κύριοι άξονες των μεθόδων της εν λόγω κατηγορίας διαδικασιών αναδιάρθρωσης είναι: (α) συντονισμός και οργάνωση των πιστωτών μέσω της θέσπισης μιας ad-hoc εκτελεστικής επιτροπής, όπου θα προωθείται ο διάλογος μεταξύ τους, (β) συνεργασία με το κράτος-εκδότη των ομολογιακών τίτλων, (γ) διορισμός εξειδικευμένων οικονομικών και νομικών συμβούλων, (δ) συνεργασία με το «Κλαμπ των Παρισίων»⁷², (ε) ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των μερών, (στ) εθελοντική αποχή από την άσκηση προσφυγής, (ζ) αλλαγές-τροποποιήσεις των κειμένων των ομολογιακών συμβάσεων με την εισαγωγή ΡΣΔ και ρητρών εκπροσώπησης⁷³.

⁷¹ ibid Schwarcz, Gulati M., Buchheit L., Griffin R., 2004, σελ. 1203-1206

⁷² Αναφορικά με την σύσταση, την λειτουργία και το ρόλο του "Paris Club" βλέπε 2.4 της παρούσας μελέτης.

⁷³ "Restructuring Sovereign Bonds - Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crisis", IMF, Policy Development and Review, 2002, σελ. 4 & 9

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

2.3 Η Προσέγγιση της διαδικασίας αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους μέσω του δημόσιου διεθνούς δικαίου – Η θεσμική προσέγγιση του ΔΝΤ μέσω της υιοθέτησης του «Μηχανισμού Αναδιάρθρωσης Δημόσιου Χρέους

Το εξαιρετικά υψηλό ποσοστό δημόσιου χρέους των αναπτυσσόμενων κρατών έχει αποτελέσει πρώτο θέμα της διεθνούς ατζέντας για παραπάνω από είκοσι χρόνια. Παρά το διαρκώς μεταβαλλόμενο οικονομικό-πολιτικό διεθνές περιβάλλον, πολλά ζητήματα δημοσίου χρέους παρέμειναν άλυτα. Ωστόσο, σημαντικό επίτευγμα υπήρξε η κοινή πρωτοβουλία της Παγκόσμιας Τράπεζας και του ΔΝΤ για την αντιμετώπιση των υπερχρεωμένων φτωχών χωρών (“Heavily Indebted Poor Countries-HIPC”), το 1996, στη Σύνοδο του G7⁷⁴ στη Λυόν. Κύριο χαρακτηριστικό της HIPC ήταν ότι για πρώτη φορά το πολυμερές δημόσιο χρέους των λιγότερο ανεπτυγμένων χωρών αντιμετωπίστηκε με στόχο την πραγματική ελάφρυνση τους από τα υπέρογκα δανεικά βάρη.⁷⁵ Οι αρχιτέκτονες της εν λόγω πρωτοβουλίας, οραματίστηκαν την ταυτόχρονη «θεραπεία» των λιγότερο ανεπτυγμένων χωρών, μέσω της διαγραφής μεγάλου μέρους των χρεών τους προς δημόσιους φορείς αλλά και προς ιδιώτες δανειστές, προσφέροντας στα κράτη μία ουσιαστική διέξοδο από επαναλαμβανόμενες και ατελέσφορες διαδικασίες αναδιάρθρωσης του δημόσιου εξωτερικού χρέους τους. Το 2005, με στόχο να εντατικοποιηθούν οι προσπάθειες για την επίτευξη των Αναπτυξιακών Στόχων της Χιλιετίας (“Millennium Development Goals”) που τέθηκαν από τα Ηνωμένα Έθνη, η HIPC ενισχύθηκε από την Πολυμερή Πρωτοβουλία Ελάφρυνσης Χρέους (“Multilateral Debt Relief Initiative-MDRI”)⁷⁶, σύμφωνα με την οποία προσφέρονταν στις χώρες που είχαν ολοκληρώσει την διαδικασία της HIPC, η δυνατότητα της 100% διαγραφής των επιλέξιμων χρεών από τους εξής διεθνείς χρηματοδοτικούς οργανισμούς: το ΔΝΤ, την IDA, την Παγκόσμια Τράπεζα και το Αφρικανικό Ταμείο Ανάπτυξης (“African Development Fund-AfDF”).⁷⁷

Οι παραπάνω πρωτοβουλίες εντάσσονται στα πλαίσια της προσπάθειας δημιουργίας ενός θεσμικού πλαισίου που θα βελτιώσει την αποτελεσματικότητα της διαδικασίας αναδιάρθρωσης του μη βιώσιμου δημοσίου χρέους, μέσω μίας τακτικής,

⁷⁴ Περισσότερα για το G7 βλέπε Στεφάνου Κ., Γκόρτσος Χ., 2006, σελ. 214

⁷⁵ “The HIPC Initiative, Debt Sustainability Analysis”, Globalization and Development Strategies, Επιτροπή Ηνωμένων Εθνών για το Διεθνές Εμπόριο, www.unctad.org

⁷⁶ Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με το MDRI βλέπε

<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/mdg.htm>

⁷⁷ ibid Globalization and Development Strategies, Επιτροπή Ηνωμένων Εθνών για το Διεθνές Εμπόριο

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

προβλέψιμης και ταχείας διαδικασίας. Προς αυτή την κατεύθυνση το ΔΝΤ, πρότεινε το 2002 την θέσπιση ενός θεσμικού πλαισίου αναδιάρθρωσης, το οποίο ονόμασε «Μηχανισμό Αναδιάρθρωσης Δημόσιου Χρέους» (“Sovereign Debt Restructuring Mechanism”), εφεξής ΜΑΔΧ⁷⁸. Η πρόταση αυτή βασίζεται στην προσέγγιση της διαδικασίας αναδιάρθρωσης μέσω του δημόσιου διεθνούς δικαίου και πρεσβεύει την κατάρτιση ενός διεθνούς ρυθμιστικού πλαισίου αναδιάρθρωσης, μέσω του οποίου θα λαμβάνονταν οι συλλογικές αποφάσεις των κρατών-οφειλετών και της ενισχυμένης πλειοψηφίας των πιστωτών τους⁷⁹.

Η βασική διαφορά με την προσέγγιση του ιδιωτικού διεθνούς δικαίου και της θεσμικής προσέγγισης η οποία εκφράσθηκε στην πρόταση του ΔΝΤ, συνίσταται στο ότι ο ΜΑΔΧ έχει ευρύ πεδίο εφαρμογής και αφορά όλες τις περιπτώσεις αναδιάρθρωσης των χωρών των οποίων το δημόσιο χρέος έχει καταστεί μη βιώσιμο, ενώ η προσέγγιση του ιδιωτικού διεθνούς δικαίου, ειδικότερα με την χρήση ΡΣΔ, έχει πιο περιορισμένο πεδίο εφαρμογής, δεδομένου ότι οι ΡΣΔ ισχύουν μόνο για συγκεκριμένα είδη ομολόγων, αυτά στα οποία μπορούν να εισαχθούν.⁸⁰

«Ο κεντρικός στόχος του ΜΑΔΧ είναι να διευκολύνει την αναμενόμενη και ταχεία αναδιάρθρωτική διαδικασία του μη βιώσιμου δημοσίου χρέους, προστατεύοντας την αξία των ομολογιακών τίτλων αλλά και τα νομικά δικαιώματα των πιστωτών», δήλωσε στις 7 Ιανουαρίου του 2003 η Anne O. Krueger⁸¹, στη συνεδρίαση του Συμβουλίου Διοικητών του ΔΝΤ. Ο ρόλος και τα καθήκοντα του ΜΑΔΧ συνοψίζονται σε τέσσερις (4) βασικούς άξονες⁸²:

1. Προώθηση και στήριξη της απρόσκοπτης διαδικασίας αναδιάρθρωσης: Αποθαρρύνει τους πιστωτές να επιδιώξουν να ενισχύσουν την θέση τους μέσω προσφυγής στα εθνικά δικαστήρια κατά την διαδικασία υλοποίησης του προγράμματος αναθεώρησης.

⁷⁸ Σύμφωνα με την διαδικασία που ορίζει το καταστατικό του ΔΝΤ, η πρόταση για την ίδρυση του ΜΑΔΧ επήλθε έπειτα από σχετική απόφαση της Διεθνούς Νομισματικής και Χρηματοπιστωτικής Επιτροπής.

⁷⁹ “Proposed Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism”, IMF, Legal & Policy Development and Review Departments, February 2003, σελ. 2

⁸⁰ “The IMF Sovereign Restructuring Proposal, SDRM, Debt Sustainability Analysis”, Globalization and Development Strategies, Διεθνής Επιτροπή των Ην. Εθνών για το Διεθνές Εμπόριο (UNCTAD), www.unctad.org

⁸¹ Αναπληρώτρια Διευθύνων Σύμβουλος του ΔΝΤ κατά την περίοδο από 1^η Σεπτεμβρίου 2001 έως και την 31^η Αυγούστου 2006, για περισσότερες πληροφορίες βλ. www.imf.org

⁸² “A new Approach to Sovereign Debt Restructuring”, Krueger A., IMF April 2002, σελ. 16

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

2. Αναδιάρθρωση με την συναίνεση της πλειοψηφίας: Επιτρέπει στην ενισχυμένη πλειοψηφία των πιστωτών να καταλήξουν σε συμφωνία σχετικά με τους όρους και τις μεθόδους αναδιάρθρωσης, η οποία καθίσταται νομικά δεσμευτική για το σύνολο των πιστωτών.
3. Προστασία των συμφερόντων των πιστωτών: Παρέχει εγγυήσεις διασφαλίζοντας τους πιστωτές ότι αφενός προστατεύονται τα συμφέροντα τους και αφετέρου ότι η οφειλέτρια χώρα θα ενεργήσει υπεύθυνα κατά τη διάρκεια της αναδιρθρωτικής διαδικασίας.
4. Προτεραιότητα στη χρηματοδοτική ενίσχυση του κράτους-οφειλέτη: Ενθαρρύνει ιδιώτες πιστωτές να ενισχύσουν χρηματοδοτικά μέσω της εισροής νέων κεφαλαίων, το κράτος-οφειλέτη υπό καθεστώς αναδιάρθρωσης, ιδιαίτερα μάλιστα κατά τη χρονική διάρκεια της υλοποίησης του προγράμματος αναδιάρθρωσης. Οι «νέοι» πιστωτές θα εξοφληθούν κατά προτεραιότητα από τους προϋπάρχοντες.

Ο στόχος της θεσμοθέτησης του ΜΑΔΧ ήταν να αποφευχθούν οι υπερβολικά δαπανηρές και παρατεταμένες διαδικασίες αναδιάρθρωσης δημοσίου χρέους, παρέχοντας κίνητρα στα κράτη να αντιμετωπίσουν τα δημοσιονομικά τους προβλήματα προτού φτάσουν στο σημείο να κηρύξουν στάση πληρωμών. Ο Μηχανισμός θα επέτρεπε σε ένα κράτος-οφειλέτη και στους πιστωτές του να επιτύχουν ταχύτερα μία συλλογική συμφωνία αναδιάρθρωσης του μη βιώσιμου χρέους, με τρόπο που να διατηρείται η οικονομική αξία των ομολογιακών τίτλων και να διευκολύνεται η ανάκαμψη των μακροοικονομικών μεγεθών σε βιώσιμα επίπεδα.⁸³ Ωστόσο, στον Μηχανισμό αυτό θα μπορούσαν να καταφύγουν κράτη-οφειλέτες αφού θα είχαν ήδη χρεοκοπήσει είτε κράτη των οποίων το δημόσιο χρέος είναι υπέρογκο και ως εκ τούτου μη βιώσιμο, καθώς και οι δανειστές των τελευταίων, με στόχο να επιτευχθεί συμφωνία αναδιάρθρωσης λίγο πριν την επέλευση του πιστωτικού γεγονότος της χρεοκοπίας.⁸⁴

Επιπρόσθετα, μέσω του ΜΑΔΧ επιτρέπεται στις χώρες η αναδιοργάνωση των οικονομικών τους και της συνολικής οικονομικής τους δραστηριότητας ώστε να αποκατασταθεί και να ομαλοποιηθεί η καταβολή των δόσεων προς αποπληρωμή του χρέους τους. Ταυτόχρονα, ο ΜΑΔΧ επιτρέπει στους πιστωτές να αποφασίσουν

⁸³ *ibid* Krueger A., IMF April 2002, σελ. 19

⁸⁴ *ibid* Arora A., Olivares Caminal R., 2003, σελ. 106

συλλογικά επί του προγράμματος αναδιάρθρωσης, ενώ υφίσταται ο περιορισμός της προαπαιτούμενης συναίνεσης της διευρυμένης πλειοψηφίας πιστωτών για ένα κράτος-οφειλέτη ώστε αυτό να μπορέσει να προσφύγει στον μηχανισμό.⁸⁵

Ο πιο σημαντικός νεωτερισμός που εισάγει η πρόταση για θεσμοθέτηση διεθνούς μηχανισμού αναδιάρθρωσης δημοσίου χρέους, ο οποίος θα λειτουργούσε υπό την διοικητική αιγίδα του ΔΝΤ, είναι η δημιουργία εντός του ΜΑΔΧ ενός οργάνου-φόρουμ επίλυσης διαφορών (“The Sovereign Debt Resolution Forum”). Ανάμεσα στα καθήκοντα του Φόρουμ Επίλυσης Διαφορών Δημόσιου Χρέους, θα ήταν σύμφωνα με την πρόταση του ΔΝΤ, να διενεργεί έλεγχο συνδρομής προϋποθέσεων για την υπαγωγή της διαφοράς στην διαδικασία επίλυσης, να επικυρώνει την βασιμότητα των αξιώσεων που προβάλλονται, να εγγυάται την ακεραιότητα της διαδικασίας ψηφοφορίας, το αποτέλεσμα της οποία οδηγεί στη διαδικασία αναδιάρθρωσης και να επιλύει τις διαφορές που τυχόν προκύψουν ανάμεσα στους πιστωτές⁸⁶. Το Φόρουμ Επίλυσης Διαφορών Δημόσιου Χρέους καθώς και τα μέλη του θα είχαν διοικητική ανεξαρτησία, ώστε να ασκούν απρόσκοπτα τα καθήκοντα τους. Η έκταση των εξουσιών του Φόρουμ, ωστόσο, θα ήταν περιορισμένη: στην πρόταση του ΔΝΤ αποτυπώνεται η πρόθεση το Φόρουμ Επίλυσης Διαφορών Δημόσιου Χρέους να έχει τη εξουσία επιβολής μη οικονομικών κυρώσεων στους πιστωτές, όπως η αποστέρηση του δικαιώματος ψήφου, στις περιπτώσεις που αυτοί επιδεικνύουν π.χ. κακοπιστία ή κατάχρηση του δικαιώματος προσφυγής στο Φόρουμ.⁸⁷

Το μείζων ζήτημα που ετέθη κατά την επεξεργασία της πρότασης του ΔΝΤ και ιδιαίτερα σχετικά με σύσταση του Φόρουμ Επίλυσης Διαφορών Δημόσιου Χρέους, ήταν ποιό θα αποτελεί το εφαρμοστέο δίκαιο κατά την επίλυση των διαφορών που θα αχθούν σε αυτό. Επιπρόσθετα, προτάθηκε να δοθεί στο Φόρουμ Επίλυσης Διαφορών Δημόσιου Χρέους η εξουσία έκδοσης πράξεων με κανονιστικό περιεχόμενο σε θέματα διαχείρισης αξιώσεων και επίλυσης διαφορών. Στις κανονιστικές πράξεις του Φόρουμ θα καθορίζονται η επικύρωση της εγκυρότητας υπαγωγής του χρέους ενός κράτους στον ΜΑΔΧ, η επιλογή του εφαρμοστέου

⁸⁵ ibid

⁸⁶ ibid Krueger A., IMF April 2002, σελ. 15

⁸⁷ ibid IMF, February 2003, σελ. 15

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

δικαίου της εκάστοτε διαφοράς και οι κανόνες για τη διεξαγωγή της ακροαματικής διαδικασίας για την ολοκλήρωση της αμερόληπτης διαδικασίας επίλυσης διαφορών.⁸⁸

Από όλα τα ανωτέρω συνάγεται ότι για να μπορέσει να εγγυηθεί ο ΜΑΔΧ την αποχή των πιστωτών από την άσκηση του δικαιώματος προσφυγής, που να δεσμεύει όλα τα μέρη, στον μηχανισμό θα έπρεπε να δοθεί ισχύς διεθνούς κανόνα δικαίου. Διαφορετικά, οι πιστωτές θα μπορούσαν να προσφεύγουν εναντίον του κράτους-οφειλέτη στα δικαστήρια της έννομης τάξης στην οποία υπάγονται, στα δικαστήρια της έννομης τάξης κατά την οποία εκδόθηκε η ομολογιακή σύμβαση, ή στα εθνικά δικαστήρια του κράτους-οφειλέτη⁸⁹.

Σύμφωνα με την πρόταση του ΔΝΤ, σχετικά με την θεσμοθέτηση του ΜΑΔΧ, η νομική βάση του εγχειρήματος θα προέκυπτε μέσω της τροποποίησης των άρθρων του Καταστατικού του ΔΝΤ.⁹⁰ Για την επίτευξη όμως της αποδοχής μιας τέτοιας τροποποίησης από τα κράτη-μέλη του ΔΝΤ, η οποία θα είχε επίπτωση στις εθνικές έννομες τάξεις, απαιτούνταν εξαιρετικά μεγάλο χρονικό διάστημα. Μάλιστα, η θέση του ΔΝΤ αναφορικά με την αποδοχή της τροποποίησης των άρθρων του Καταστατικού του ή/και την σύναψη πρόσθετων πρωτοκόλλων-συμφωνιών, ώστε να τεθεί σε ισχύ ο ΜΑΔΧ, ήταν ότι «ακόμα και με ομόφωνη πολιτική στήριξη αυτή η προσέγγιση δεν μπορεί να υλοποιηθεί σε διάστημα μικρότερο από 3 έτη».⁹¹ Άλλωστε για την τροποποίηση των άρθρων του Καταστατικού του ΔΝΤ απαιτείται ποσοστό 85% του συνόλου των ψήφων των κρατών-μελών. Βέβαια, δεδομένου ότι οι Η.Π.Α. κατέχουν παραπάνω από το 15% του συνόλου των ψήφων, θα μπορούσε δυνητικά να πραγματοποιηθεί η εν λόγω τροποποίηση. Ωστόσο, σύμφωνα με την αμερικανική έννομη τάξη, η τροποποίηση θα έπρεπε να επικυρωθεί από το Αμερικανικό Κογκρέσο, στο οποίο η ιδέα θεσμοθέτησης του ΜΑΔΧ δε βρήκε επαρκή πολιτική στήριξη.⁹²

Συνοψίζοντας, η θεσμική προσέγγιση της αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους, εκφράσθηκε στην πρόταση που επιμελήθηκε το ΔΝΤ για την θεσμοθέτηση ενός Μηχανισμού Αναδιάρθρωσης Δημοσίου Χρέους, με καθολική ισχύ. Η πρόταση του ΔΝΤ βασιζόταν στο Κεφάλαιο 11 του Αμερικανικού Πτωχευτικού Κώδικα (U.S.

⁸⁸ *ibid* IMF, February 2003, σελ. 16

⁸⁹ *ibid* Arora A., Olivares Caminal R., 2003, σελ. 107

⁹⁰ *ibid* IMF, February 2003, σελ. 17

⁹¹ *ibid* Krueger A. IMF April 2002, σελ. 14

⁹² Arora A., Olivares Caminal R, *supra* υποσημείωση 78

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

Chapter 11 Bankruptcy Laws), δεν βρήκε ωστόσο αποδοχή στην διεθνή τάξη, με αποτέλεσμα να μην υπερψηφισθεί στο Συμβούλιο Διοικητών που πραγματοποιήθηκε τον Απρίλιο του 2003.⁹³ Η μη αποδοχή του ΜΑΔΧ από τη διεθνή κοινότητα οφείλονταν σε πολλούς λόγους: Θα έπρεπε να αποφασισθεί, αν ο ΜΑΔΧ θα είχε αναδρομική ισχύ, αν δηλαδή θα συμπεριλαμβάνονταν στο πεδίο εφαρμογής του και ομολογιακές συμβάσεις που είχαν ήδη εκδοθεί, τι θα γινόταν στην περίπτωση που ένα κράτος έχοντας επιτύχει συμφωνία αναδιάρθρωσης με τους πιστωτές του, μέσω του ΜΑΔΧ, τελικά χρεοκοπήσει, κατά πόσον έχοντας θέσει σε ισχύ τον ΜΑΔΧ, δημιουργείται ηθικός κίνδυνος (moral hazard), δεδομένου ότι ο ΜΑΔΧ διευκολύνει και επιταχύνει την διαδικασία αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους, μειώνοντας μάλιστα το κόστος για τους δανειστές και με αποτέλεσμα τα να μην δείχνουν τη δέουσα επιμέλεια, ώστε να αποφευχθεί δημοσιονομική ανισορροπία.⁹⁴

Προς την ίδια κατεύθυνση κινήθηκαν και οι μεγαλύτεροι επικριτές του ΜΑΔΧ, που προέρχονταν από την επενδυτικό κλάδο. Οι συγκεκριμένοι υποστήριζαν ότι ο ΜΑΔΧ θα περιόριζε αισθητά τα δικαιώματα των πιστωτών, κάνοντας την διαδικασία αναδιάρθρωσης ευκολότερη και λιγότερο δαπανηρή για τον οφειλέτη, πράγμα που θα μπορούσε να υπονομεύσει τα κίνητρα του για αποπληρωμή του χρέους, ενθαρρύνοντας την επιλογή χρεοκοπίας, μετατρέποντας έτσι το δημόσιο χρέος ακριβότερο και ενδεχομένως οδηγώντας μακροπρόθεσμα στην εξάλειψη της διεθνούς αγοράς δημόσιου χρέους.⁹⁵ Ταυτόχρονα, μέσω του ΜΑΔΧ θα μπορούσε δυνητικά να ευνοηθεί η «κερδοσκοπική χρεοκοπία», εφόσον θα μπορούσαν να υπαχθούν σε αυτόν κράτη απρόθυμα να εξοφλήσουν το δημόσιο χρέος τους.⁹⁶ Πιο συγκεκριμένα, στην πρόταση του ΔΝΤ για την θεσμοθέτηση του ΜΑΔΧ, δεν υπάρχει καμία πρόβλεψη για τη διερεύνηση της νομιμότητας των χρεών εξαιτίας των οποίων ένας κράτος οδηγείται στον ΜΑΔΧ. Εδώ τίθεται το ζήτημα του «μισητού χρέους»⁹⁷ και αν αυτό το είδος χρέους θα υπάγεται ή όχι στον ΜΑΔΧ.

⁹³ Public Information Notice (PIN) 03/45, April 2003,
<http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2003/pn0345.htm>

⁹⁴ ibid Arora A., Olivares Caminal R., 2003, σελ. 108-109

⁹⁵ UNCTAD, *supra* υποσημείωση 80

⁹⁶ Γίνεται διάκριση μεταξύ των κρατών που είναι σε κατάσταση «αδυναμίας» τακτοποίησης του εκκρεμούς δημόσιου χρέους τους και των κρατών που είναι «απρόθυμα» να εξοφλήσουν το χρέος τους. Τα πρώτα εμφανίζουν μη βιώσιμο δημόσιο χρέος ενώ τα δεύτερα, ενώ έχουν δυνατότητα να συνεχίσουν την καταβολή των δόσεων τους, δεν επιθυμούν ωστόσο να συνεχίσουν τις πληρωμές.

⁹⁷ Ως «μισητό» ή «ειδεχθές» χρέος (“odious” debt”) ορίζεται η συσσώρευση δημόσιου χρέους από εξωτερικό δανεισμό, με στόχο την χρηματοδότηση αγοραπωλησίας όπλων και άλλων παράνομων δραστηριοτήτων. Γενικά, «μισητό» θεωρείται το χρέος που προκύπτει από δανειακές συμβάσεις που

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

Επιπρόσθετα, η θέσπιση ενός οιονεί δικαιοδοτικού οργάνου υπό την αιγίδα του ΔΝΤ θα ήταν μια εξαιρετικά χρονοβόρα και δυσεφάρμοστη διαδικασία. Άλλωστε πολλές χώρες θεώρησαν ότι η δημιουργία θεσμικών και συμβατικών μηχανισμών αναδιάρθρωσης δημοσίου χρέους θα παρεμπόδιζε την πρόσβαση τους στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων και θα αποθάρρυνε την εισροή κεφαλαίων στις οικονομίες τους.⁹⁸

Όπως διαφαίνεται, η πρόταση θεσμοθέτησης του ΜΑΔΧ περιείχε αρκετές ελλείψεις ώστε να βρει την απαραίτητη υποστήριξη, ωστόσο δεν πρέπει να λησμονούμε τα πλεονεκτήματα που θα είχε αν υπερψηφίζονταν: Εισηγάγε την καινοτομία της έναρξης διαπραγματεύσεων μεταξύ πιστωτών και κράτους-οφειλέτη, ανεξάρτητα αν στο κείμενο των ομολογιακών τίτλων προβλέπονταν μέσω ΡΣΔ κάτι τέτοιο, διασφάλιζε μεγαλύτερη διαφάνεια και προσέφερε ένα θεσμικό πλαίσιο επίλυσης διαφορών που τυχόν ανέκυπταν. Ταυτόχρονα, ο ΜΑΔΧ θα μπορούσε να συμβάλλει στην πρόληψη εκδήλωσης δημοσιονομικών κρίσεων, καθώς παρείχε μεγαλύτερη σαφήνεια σχετικά με τις συνθήκες κάτω από τις οποίες μπορεί να πραγματοποιηθεί μία αναδιάρθρωση δημόσιου χρέους καθώς και ποια θα ήταν η ακολουθούμενη διαδικασία σε αυτή την περίπτωση. Εν προκειμένω, οι διεθνείς αγορές θα έτειναν να μειώσουν την περαιτέρω δανειοδότηση των χωρών με ήδη υψηλό λόγο δημοσίου χρέους προς το ΑΕΠ τους. Το μεγαλύτερο δε πλεονέκτημα της πρότασης για θέσπιση του ΜΑΔΧ είναι η διασφάλιση της αποτελεσματικότητας και της σταθερότητας του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος, συστήνοντας ένα πιο σταθερό περιβάλλον για την αντιμετώπιση περιπτώσεων μη βιώσιμου δημόσιου χρέους. Αυτό θα είχε ως αποτέλεσμα να μειωθεί ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος (ρίσκο) δανεισμού των αναπτυσσόμενων χωρών, μειώνοντας έτσι και το κόστος πρόσβασης στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων για τις συγκεκριμένες χώρες, ενώ ταυτόχρονα θα σταθεροποιούνταν οι εισροές κεφαλαίων προς αυτές.⁹⁹

Ομολογουμένως, η θεσμική προσέγγιση μέσω του ΜΑΔΧ, εμφανίζεται πιο προοδευτική σε σχέση με την «κανονιστική» προσέγγιση μέσω της συμπερίληψης

έχουν συνάψει μη δημοκρατικές κυβερνήσεις ή διεφθαρμένες κυβερνήσεις, οι οποίες δεν στηρίζονται στην αποδοχή της εκλογικής βάσης της χώρας τους και οι δανειακές αυτές συμφωνίες δεν είναι σύμφωνες με το εθνικό συμφέρον. Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με το «ειδεχθές» χρέος βλέπε “The concept of odious debt in public international law”, Discussion Papers No. 185, United Nation Conference on Trade and Development, July 2007, http://www.unctad.org/en/docs/osgdp20074_en.pdf

⁹⁸ ibid Arora A., Olivares Caminal R., 2003, σελ. 108

⁹⁹ “A SWOT Analysis of the IMF’s Proposal for Insolvency Procedure to Reduce Sovereign Debt”, Gerster R., Expertengruppe Internationale Verschuldung, 31, April 2003, σελ. 4

ΡΣΔ στους ομολογιακούς τίτλους, καθώς με τον ΜΑΔΧ δεν απαιτούνταν η χωριστή λήψη αποφάσεων από κατόχους επιμέρους ειδών χρεογράφων, αφού με μία και μόνο ψηφοφορία μπορούσε να επιτευχθεί η αναδιάρθρωση ποικίλων ομολογιακών τίτλων.¹⁰⁰ Παρά το ότι η υιοθέτηση του ΜΑΔΧ, θα αποτελούσε σημαντική πρόοδο στο ζήτημα του πλαισίου των διαδικασιών αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους, τα περισσότερα πλεονεκτήματα και οι στόχοι του ΜΑΔΧ μπορούν, να επιτευχθούν και με την διευρυμένη χρήση ΡΣΔ ώστε να υλοποιηθεί εύρυθμα η όποια διαδικασία αναδιάρθρωσης, χωρίς να παρεμποδίζεται η λειτουργία των μηχανισμών της ελεύθερης αγοράς. Άλλωστε το θεσμικό πλαίσιο αναδιάρθρωσης που προτάθηκε από το ΔΝΤ, κατά την υλοποίηση του δεν θα απείχε πολύ από τα μέσα που χρησιμοποιούνται σύμφωνα με την «κανονιστική» προσέγγιση, καθώς και ο ΜΑΔΧ φαίνεται να είχε ως επίκεντρο τους πιστωτές αντί το ΔΝΤ.¹⁰¹ Ο John B. Taylor καταλήγει ότι η διαδικασία αναδιάρθρωσης, η οποία έχει στόχο την προστασία των συμφερόντων των πιστωτών και την επίτευξη βιωσιμότητας του δημοσίου χρέους του υπερχρεωμένου κράτους, είναι προτιμότερο να πραγματοποιείται με «τα μέσα που ήδη διαθέτουμε».¹⁰²

Τέλος, μπορεί η θεσμική προσέγγιση της αναδιάρθρωσης δημοσίου χρέους όπως την οραματίστηκαν οι αξιωματούχοι του ΔΝΤ να μην βρήκε διεθνή ανταπόκριση, ωστόσο, ο ρόλος του ίδιου του Οργανισμού στην αντιμετώπιση της κρατικής υπερχρέωσης παραμένει καθοριστικός για την διεθνή κοινότητα. Αυτό γιατί η χρηματοδοτική ενίσχυση αποτελεί *sine qua non* προϋπόθεση για την επιτυχία της οικονομικής αναπροσαρμογής της οφειλέτρια χώρας,¹⁰³ καθώς το υπερχρεωμένο κράτος θα χρειαστεί εισροή νέων κεφαλαίων κατά την διάρκεια της υλοποίησης του προγράμματος αναδιάρθρωσης, ώστε οι κύριες κυβερνητικές πολιτικές να μην καταστούν ατελέσφορες. Η εισροή νέων κεφαλαίων μπορεί να προέλθει κυρίως, από δύο πηγές: (1) την παροχή χρηματοδοτικής ενίσχυσης από τρίτες χώρες (*bail-out*) και (2) την συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα (*bail-in*). Μάλιστα, το ποιά από τις δύο

¹⁰⁰ “Private Sector Involvement in Crisis Resolution & Mechanisms for Dealing with Sovereign Debt Problems”, Roubini N., Bank of England, July 2002, σελ. 20

¹⁰¹ *ibid* Arora A., Olivares Caminal R. ,2003, σελ. 109

¹⁰² “by using the means we already have”, J.B. Taylor, *supra* υποσημείωση 55

¹⁰³ *ibid* Arora A., Olivares Caminal R. ,2003, σελ. 115

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

εναλλακτικές είναι η προτιμότερη, αποτελεί κεντρικό προβληματισμό για την διαμόρφωση της αρχιτεκτονικής του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος.¹⁰⁴

Μέχρι σήμερα σε καμία περίπτωση αναδιάρθρωσης δημοσίου χρέους, δεν έχει υπάρξει μεγάλης κλίμακας συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα. Εντούτοις, το ΔΝΤ εξακολουθεί να έχει κεντρικό ρόλο στη διάσωση χωρών ενόψει χρεοκοπίας και γι' αυτόν θεωρείται ότι κατέχει τον θεσμικό ρόλο του διεθνούς δανειστή έσχατης ανάγκης (International Lender of Last Resort-ILOLR). Η συμβολή του ΔΝΤ ως διεθνούς δανειστή έσχατης ανάγκης είναι απολύτως απαραίτητη ιδιαίτερα στις περιπτώσεις που δεν επιτυγχάνεται η συναίνεση των δανειστών προς τον σκοπό της διάσωσης της οφειλέτριας χώρας.¹⁰⁵

2.4 Paris Club – Ο ρόλος του στις Διαδικασίες Αναδιάρθρωσης Δημόσιου Χρέους

2.4.1 Γενικό πλαίσιο

Οι κορυφαίες δανείστριες κυβερνήσεις σύστησαν το «Κλαμπ των Παρισίων» (Paris Club), το 1956, όταν συναντήθηκαν για πρώτη φορά στο Παρίσι, ως πιστωτές της Αργεντινής, για να αποφασίσουν σχετικά με την διαδικασία αναπροσαρμογής του δημοσίου χρέους της. Το Κλαμπ αποτελεί ένα άτυπο όργανο κρατών-δανειστών, το οποίο έχει 19 μόνιμα κράτη-μέλη και 13 συνδεδεμένα κράτη-μέλη. Στα μόνιμα μέλη του ανήκουν οι μεγαλύτερες χώρες-μέλη του ΟΟΣΑ και η Ρωσία, η οποία έγινε μέλος του Κλαμπ το 1997. Τα μόνιμα μέλη είναι οι χώρες με κατεξοχήν μεγάλη έκθεση στο δημόσιο χρέος άλλων κυρίαρχων κρατών και στα συνδεδεμένα μέλη του Κλαμπ ανήκουν χώρες που επίσης αποτελούν πιστωτές τρίτων κυρίαρχων κρατών. Οι χώρες-μέλη του Κλαμπ αποτυπώνονται στον Πίνακα 1. Τα συνδεδεμένα μέλη μπορούν να συμμετέχουν ενεργά της διαπραγματεύσεις που πραγματοποιούνται στα πλαίσια του Κλαμπ, με την σύμφωνη γνώμη των μόνιμων μελών του καθώς και της χώρας-οφειλέτη¹⁰⁶.

Η δραστηριότητα του Κλαμπ διευρύνθηκε ραγδαία μετά την εκδήλωση της δημοσιονομικής κρίσης του 1982 και ο ρόλος του ήταν καθοριστικός για την αποκατάσταση της χρηματοπιστωτικής βιωσιμότητας των υπερχρεωμένων φτωχών χωρών. Η γενικευμένη χρηματοπιστωτική κρίση που έπληξε τις αναπτυσσόμενες

¹⁰⁴ ibid

¹⁰⁵ ibid

¹⁰⁶ <http://www.clubdeparis.org/>

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

χώρες κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980, κατέστησε αναγκαίο των καθορισμό και την χάραξη νέας στρατηγικής διαχείρισης του δημόσιου χρέους.¹⁰⁷

Το Κλαμπ εφάρμοσε μία σειρά από διαφορετικές τακτικές αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους από το 1989 και έπειτα, ενώ ταυτόχρονα είχε ενεργό ρόλο στην κοινή πρωτοβουλία της Παγκόσμιας Τράπεζας και του ΔΝΤ για τις υπερχρεωμένες φτωχές χώρες (HIPC). Τέλος, κρίσιμος ήταν ο ρόλος του στις προσπάθειες για επιστροφή των λιγότερο ανεπτυγμένων και αναπτυσσόμενων χωρών στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές για ανεύρεση δανεικών κεφαλαίων.¹⁰⁸

Το Κλαμπ επωμίσθηκε διαχρονικά μεγάλες ευθύνες σχετικά με την αντιμετώπιση χρηματοπιστωτικών κρίσεων. Μάλιστα, παρά τον ολοένα αυξανόμενο ρόλο που πλέον κατέχουν τα χρηματοπιστωτικά εργαλεία για την κάλυψη χρηματοδοτικών αναγκών των αναπτυσσόμενων αλλά και κάποιων ανεπτυγμένων χωρών, καθώς και ο ρόλος που έχουν διατελέσει διάφορες πρωτοβουλίες διαγραφής δημοσίου χρέους, έχουν μεν μειώσει το μερίδιο των κρατών-μελών του Κλαμπ στο σύνολο των διεθνών αξιώσεων των πιστωτών που δανειοδοτούν κυρίως κράτη, δεν έχουν ωστόσο μειώσει το κεντρικό ρόλο του στις διαδικασίες αναδιάρθρωσης δημοσίου χρέους.¹⁰⁹

Οι διαδικασίες αναδιάρθρωσης στα πλαίσια του Κλαμπ έχουν παίξει καταλυτικό ρόλο στη διευκόλυνση των αναπτυσσόμενων χωρών να αντιμετωπίσουν οικονομικούς περιορισμούς και στη διαχείριση των πρακτικών λεπτομερειών ώστε να χρηματοδοτηθεί το δημόσιο χρέος τους από τόσο πιστωτές του ιδιωτικού τομέα όσο και από πιστωτές του δημοσίου τομέα. Βέβαια, οι διαπραγματεύσεις έχουν γίνει ολοένα και πιο σύνθετες καθώς έχουν αντιμετωπισθεί αρκετές δυσκολίες με την συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα στις διαδικασίες αναδιάρθρωσης. Σε κάθε περίπτωση, η ευελιξία του Κλαμπ καθώς και η εξαιρετικά σημαντική τεχνογνωσία τους προσωπικού του, το έχουν αναγάγει σε φόρουμ με καθοριστικού ρόλο, όπου διάφορες κατηγορίες πιστωτών, του δημόσιου αλλά και του ιδιωτικού τομέα μπορούν να συζητούν τις θέσεις τους, να συντονίσουν τις ενέργειες τους ώστε να επιτευχθεί η απαιτούμενη σύγκλιση.¹¹⁰

¹⁰⁷ "Paris Club: A Strategic Instrument within the International Financial Community", Beranger-Lachand S., Banque De France Bulletin Digest, No. 86, February 2001, σελ. 25

¹⁰⁸ ibid

¹⁰⁹ ibid

¹¹⁰ ibid σελ. 26

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

Όσον αφορά τη νομική βάση του, όπως ήδη αναφέραμε, το Κλαμπ αποτελεί άτυπο όργανο¹¹¹, επομένως στερείται καταστατικού καθώς και νομική προσωπικότητα, ωστόσο στα πενήντα πέντε (55) χρόνια λειτουργίας του, πλέον κατέχει μία διακριτική θέση στο χρηματοπιστωτικό σύστημα πλάι στο ΔΝΤ και την Παγκόσμια Τράπεζα. Ο περιορισμένος δε αριθμός των μελών του Κλαμπ, του επιτρέπει να διατηρεί λιτή δομή: Κάθε δανειστρία χώρα εκπροσωπείται από μια ολιγάριθμη αντιπροσωπεία και αποτελείται από στελέχη των Υπουργείων Οικονομικών, Εξωτερικών καθώς και από Πρακτορεία Παροχής Εξαγωγικών Πιστώσεων, και σε κάποιες περιπτώσεις από εκπροσώπους της Κεντρικής Τράπεζας.

Η έδρα του Κλαμπ βρίσκεται στο Παρίσι και ο Υπουργός Οικονομικών της Γαλλίας προεδρεύει τις συνεδριάσεις του Κλαμπ. Από την πρώτη συνεδρίαση του Κλαμπ για την ρύθμιση του χρέους της Αργεντινής, μέσω του Κλαμπ έχουν επιτευχθεί συνολικά 422 συμφωνίες αναδιάρθρωσης που αφορούσαν το δημόσιο χρέος 88 κρατών- οφειλετών.¹¹² Παρά την εκτεταμένη του δραστηριότητα, το Κλαμπ συνεχίζει να παραμένει μία αυστηρά άτυπη, εθελοντική συγκέντρωση δανειστριών χωρών που προθυμοποιούνται να συμβάλλουν με συντονισμένες ενέργειες στην αντιμετώπιση της κρατικής υπερχρέωσης κυρίως των αναπτυσσόμενων χωρών.¹¹³

Η προσέγγιση της αντιμετώπισης της κρατικής υπερχρέωσης στα πλαίσια του Κλαμπ, προσφέρει το πλεονέκτημα της συλλογικής και τακτικής διαχείρισης του προβλήματος, με στόχο την διασφάλιση των συμφερόντων τόσο των πιστωτών όσο και των οφειλετών, ενώ ταυτόχρονα, δεν υφίστανται τα μειονεκτήματα και οι δυσκαμψία που ενέχει η αναζήτηση λύσεων μέσω της θεσμικής προσέγγισης. Βέβαια, εξακολουθεί να αποτελεί ένα Κλαμπ δανειστών που ενδιαφέρονται κυρίως για την εξυπηρέτηση των συμφερόντων τους, εξ' ου και δεν υπάρχει ανταγωνισμός μεταξύ τους. Επιπρόσθετα, το Κλαμπ ουσιαστικά παρέχει στους οφειλέτες του, το βήμα και το κατάλληλο κοινό για να εκφράσουν τις αιτιάσεις τους, τις οποίες τα μέλη του Κλαμπ φροντίζουν να εισακούγονται παρά το ότι συνήθως οδηγούν στην ανάληψη σημαντικών δεσμεύσεων από την πλευρά των πιστωτών.¹¹⁴

111 «είναι ένας εντελώς παράδοξος μη θεσμικός μηχανισμός», Michael Camdessus, Πρόεδρος του Κλαμπ από το 1978 έως το 1984

¹¹² <http://www.clubdeparis.org/>

¹¹³ ibid

¹¹⁴ ibid Beranger-Lachand S., 2001, σελ. 28

2.4.2 Θεμελιώδεις Αρχές του Κλαμπ των Παρισίων

Όπως αναφέρθηκε νωρίτερα το Κλαμπ δεν έχει νομική προσωπικότητα και έτσι δεν διαθέτει κανενός είδους κανονισμό λειτουργίας. Ουσιαστικά, η οργάνωση και η δραστηριότητα του βασίζεται σε ένα σύνολο απλών αλλά άγραφων κανόνων¹¹⁵:

- Κανόνας της συναίνεσης: Οι αποφάσεις του Κλαμπ λαμβάνονται με ομοφωνία, διασφαλίζοντας έτσι τον συντονισμό των μελών του καθώς και την αλληλεγγύη μεταξύ τους,
- Κανόνας της κατά περίπτωση αντιμετώπισης των υποθέσεων: Δεν υπάρχει συγκεκριμένο θεσμικό πλαίσιο, ή κάποιο συγκεκριμένο μοντέλο για την αντιμετώπιση της κρατικής υπερχρέωσης. Ωστόσο, η κατηγοριοποίηση των χωρών ανάλογα με το επίπεδο ανάπτυξης τους μπορεί να καθορίσει τους κύριους άξονες της συμφωνίας αναδιάρθρωσης του χρέους αλλά σε καμία περίπτωση δεν θα τους προκαθορίσει. Αυτή η αρχή προστατεύει τα συμφέροντα των πιστωτών καθώς δεν δεσμεύονται από κάποια θεμελιωμένη ή κρατούσα πρακτική αναδιάρθρωσης, επιτρέποντας την ανεύρεση «προσωποποιημένων» λύσεων για κάθε οφειλέτρια χώρα.
- Κανόνας της αναλογικότητας: Στην πλειοψηφία τους οι συμφωνίες αναδιάρθρωσης που επιτυγχάνονται στα πλαίσια του Κλαμπ περιλαμβάνουν ρήτρες αναλογικότητας. Η ρήτρα αυτή αποσκοπεί στην διασφάλιση της συνέπειας μεταξύ των όρων αναδιάρθρωσης που συμφωνούνται με τους πιστωτές του δημόσιου τομέα και με τους πιστωτές του ιδιωτικού τομέα, συμπεριλαμβανομένων των τραπεζών αλλά και του συνόλου των ομολογιούχων. Η συμπερίληψη της ρήτρας αναλογικότητας χρησιμοποιήθηκε ως μέσον για την συμμετοχή των ιδιωτών στην αντιμετώπιση των χρηματοπιστωτικών κρίσεων, καθώς με την ρήτρα τους παρέχεται η εγγύηση ότι η εξυπηρέτηση των οφειλών προς αυτούς δεν θα υπόκειται σε λιγότερο ευνοϊκή μεταχείριση από την οφειλέτρια χώρα¹¹⁶.
- Κανόνας της «αιρεσιμότητας»: Υπάρχει ένας προαπαιτούμενος όρος για επιτευχθεί συμφωνία αναδιάρθρωσης εντός του Κλαμπ και αυτός είναι η οφειλέτρια χώρα να έχει ήδη αιτηθεί και να έχει συνάψει συμφωνία

¹¹⁵ ibid

¹¹⁶ Η συμμετοχή των ιδιωτών στην αντιμετώπιση κρίσεων δημόσιου χρέους αναλύεται εκτενέστερα στο υποκεφάλαιο 2.5 της παρούσας μελέτης.

χρηματοδοτικής ενίσχυσης από το ΔΝΤ. Το ΔΝΤ έχει ρόλο συμβουλευτικό για τις δανείστριες χώρες λόγω της διοικητικής ανεξαρτησίας του καθώς και της τεχνογνωσίας που διαθέτει. Διασφαλίζει την βιωσιμότητα του προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής που πρέπει η οφειλέτρια χώρα να υλοποιήσει ώστε να λάβει την χρηματοδοτική ενίσχυση του ΔΝΤ, καθώς το τελευταίο επιβλέπει την εφαρμογή του προγράμματος. Στην ιστορία του Κλαμπ, το προαπαιτούμενο της υπαγωγής στο χρηματοδοτικό σκέλος του ΔΝΤ παρακάμφθηκε για πολύ συγκεκριμένες περιπτώσεις και κυρίως για χώρες που δεν ανήκαν στα μέλη του ΔΝΤ, όπως η Πολωνία το 1986, η Κούβα κ.α. Η αρχή της «αιρεσιμότητας» αποτελεί διπλή εγγύηση για την αποτελεσματικότητα της δράσης του Κλαμπ και ένδειξη της στενής συνεργασίας του με το ΔΝΤ και την Παγκόσμια Τράπεζα.

2.4.3 Η πραγματοποίηση των διαπραγματεύσεων στο Κλαμπ των Παρισίων

Τα μέλη του Κλαμπ συνεδριάζουν κάθε φορά που μια χώρα αντιμετωπίζει προβλήματα ισοζυγίου πληρωμών και δεν μπορεί εφεξής να καλύψει την προσήκουσα εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους της, εν μέρει ή εν όλο. Η οφειλέτρια χώρα αποστέλλει στον Πρόεδρο του Κλαμπ επίσημη αίτηση αναδιάρθρωσης-αναδιαπραγμάτευσης και πρόκειται να ληφθεί υπόψη μόνο εφόσον η συγκεκριμένη χώρα έχει ήδη συνάψει δανειακή συμφωνία με το ΔΝΤ και έχει ήδη καταρτισθεί το πρόγραμμα διαρθρωτικών προσαρμογών, όπως ορίζει το καταστατικό του ΔΝΤ για την παροχή χρηματοδοτικής ενίσχυσης στα μέλη του (εδώ βρίσκεται η πρακτική εφαρμογή του κανόνα της αιρεσιμότητας που αναφέρθηκε ανωτέρω).¹¹⁷

Οι προπαρασκευαστικές ενέργειες του Κλαμπ είναι πολύ περιορισμένες: η Γραμματεία του Κλαμπ συλλέγει τα απαραίτητα στοιχεία από τις κυβερνητικές αρχές των κρατών-οφειλετών ώστε να αξιολογηθεί συνολικά το δημόσιο χρέους τους και συντάσσει μία έκθεση προβλέψεων για το ισοζύγιο πληρωμών των κρατών. Επιπρόσθετα, η Γραμματεία του Κλαμπ συνδράμει τα κράτη-οφειλέτες κατά την κατάρτιση των επίσημων αιτημάτων τους προς τους πιστωτές-μέλη του Κλαμπ. Η έκθεση που καταρτίζει η Γραμματεία του Κλαμπ ονομάζεται «έκθεση δυνατοτήτων αποπληρωμής» (“capacity of payments”) και περιλαμβάνει την εύλογη, με βάση τα

¹¹⁷ ibid Beranger-Lachand S., 2001, σελ. 29

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

στοιχεία, πρόταση αναδιάρθρωσης έχοντας υπολογίσει τις συνολικές ανάγκες χρηματοδότησης της κάθε οφειλέτριας χώρας κατά την διάρκεια υλοποίησης του προγράμματος διαρθρωτικών αλλαγών που έχει επιβληθεί από το ΔΝΤ. Η εν λόγω έκθεση αποτελεί την βάση για την αξιολόγηση των αιτημάτων των κρατών-οφειλετών προς τους πιστωτές τους¹¹⁸.

Έπειτα από την εκπόνηση της έκθεσης δυνατοτήτων αποπληρωμής, λαμβάνουν χώρα οι διαπραγματεύσεις, οι οποίες στα πλαίσια του Κλαμπ είθισται να είναι σύντομης διάρκειας (μίας ή δύο ημερών). Πραγματοποιούνται στην έδρα του Κλαμπ και συνήθως καταλήγουν στην επίτευξη συμφωνίας μεταξύ κρατών-οφειλετών και των πιστωτών τους. Στις διαπραγματεύσεις παρίστανται επίσης αρμόδιοι εκπρόσωποι του ΔΝΤ, της Παγκόσμιας Τράπεζας, της Επιτροπής των Ηνωμένων Εθνών για το Διεθνές Εμπόριο (UNCTAD), ενδεχομένως και άλλων διεθνών οργανισμών, πράγμα που εξαρτάται κατά περίπτωση. Επίσης, στις διαπραγματεύσεις παρίστανται ως παρατηρητές εκπρόσωποι του ΟΟΣΑ και της Ε.Ε. Μετά την ολοκλήρωση της ακροαματικής διαδικασίας, όπου ο Υπουργός Οικονομικών του κράτους-οφειλέτη παρουσιάζει τα σχετικά αιτήματα προς τους πιστωτές, ακολουθεί η συνεδρίαση της ολομέλειας των πιστωτών στην οποία δεν παρίστανται εκπρόσωποι του αιτούμενου την αναδιάρθρωση κράτους.

2.4.4 Τεχνικές Αναδιάρθρωσης Δημόσιου Χρέους στις Πολυμερείς Συμφωνίες που συνάπτονται στο Κλαμπ των Παρισίων

Μετά την ολοκλήρωση των διαπραγματεύσεων υπογράφεται μία πολυμερής συμφωνία καθώς και διμερείς συμφωνίες μεταξύ του κράτους-οφειλέτη και κάθε κράτους-δανειστή ξεχωριστά, ώστε να διευκολυνθεί η εισαγωγή των διατάξεων της πολυμερούς συμφωνίας στις εθνικές έννομες τάξεις όλων των παριστάμενων χωρών.¹¹⁹

Στο πεδίο εφαρμογής της πολυμερούς συμφωνίας περιλαμβάνεται το γενικό πλαίσιο του συμπεφωνημένου διακανονισμού (ποια δάνεια εμπίπτουν στον διακανονισμό, οι όροι αποπληρωμής τους, το ποσοστό μείωσης του χρέους κ.α.), ενώ στις διμερείς συμφωνίες περιλαμβάνεται το ύψος των επιτοκίων εφεξής. Τα δάνεια που εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής των πολυμερών συμφωνιών του Κλαμπ, είναι

¹¹⁸ ibid

¹¹⁹ ibid Beranger-Lachand S., 2001, σελ. 30

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

δάνεια από δημόσιους φορείς ή οι κυβερνητικά εγγυημένες εμπορικές αξιώσεις με ληκτότητα μεγαλύτερη του έτους. Επίσης, στο πεδίο εφαρμογής των πολυμερών συμφωνιών εντάσσονται οι όροι της «ενοποίησης του χρέους», που συνίσταται στην αναδιάρθρωση του ή την διαγραφή του εν μέρει ή εν όλο, ανάλογα την περίπτωση και το αποτέλεσμα της διαπραγμάτευσης στα πλαίσια του Κλαμπ.¹²⁰

Από το 1995 και έπειτα το Κλαμπ διασφάλισε την δυνατότητα να διαφοροποιεί τις πολυμερείς συμφωνίες που συνάπτονται υπό την αιγίδα του, ανάλογα με το αν αφορούν την εξυπηρέτηση ληξιπρόθεσμων πληρωμών ή το υπόλοιπο ανεξόφλητο χρέος. Στην πρώτη περίπτωση οι όροι των πολυμερών συμφωνιών αφορούν τον διακανονισμό της καταβολής των δόσεων, την αναχρηματοδότηση του κράτους προς εξόφληση των ληξιπρόθεσμων οφειλών του ή την διαγραφή τους. Η επιλογή ενός εκ των ανωτέρω υιοθετείται κατά περίπτωση και εξαρτάται από τις χρηματοδοτικές ανάγκες καθώς και τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές βιωσιμότητας του κράτους-οφειλέτη.¹²¹

Από τα παραπάνω συνάγεται ότι στα πλαίσια του Κλαμπ μπορεί να αποφασισθούν διάφορες μορφές αναδιάρθρωσης δημοσίου χρέους ανάλογα με το οικονομικό επίπεδο και το συνολικό χρέος του εκάστοτε κράτους-οφειλέτη. Η αναδιάρθρωση μπορεί να περιλαμβάνει ευνοϊκούς όρους, όπως η μείωση της καθαρής παρούσας αξίας του συνολικού εξωτερικού δημόσιου χρέους, είτε όχι τόσο ευνοϊκούς όρους, πράγμα που σημαίνει ότι τα «ενοποιημένα» ποσά έχουν κατ' ελάχιστο αναδιαρθρωθεί ή έχει απλώς αναβληθεί η καταβολή των δόσεων.¹²² Η αναδιάρθρωση με όχι τόσο ευνοϊκούς όρους ακολουθείται από το Κλαμπ στις περιπτώσεις των οικονομικά αναπτυσσόμενων χωρών «μεσαίου εισοδήματος»¹²³, ενώ ευνοϊκότεροι είναι οι όροι που εφαρμόζονται στις συμφωνίες αναδιάρθρωσης δημοσίου χρέους των λιγότερο ανεπτυγμένων χωρών. Μάλιστα, για αυτή την κατηγορία χωρών, η μείωση του συνολικού χρέους εκτείνεται σε ποσοστό 50-90%, ανάλογα με τους όρους που θα συμφωνηθούν σε κάθε περίπτωση.¹²⁴

¹²⁰ ibid

¹²¹ ibid Beranger-Lachand S., 2001, σελ. 29

¹²² ibid Beranger-Lachand S., 2001, σελ. 30

¹²³ Στην συγκεκριμένη κατηγορία εντάσσονται συνολικά 86 χώρες σύμφωνα με την κατηγοριοποίηση που έχει εκπονηθεί από την Παγκόσμια Τράπεζα. Περαιτέρω βλέπε <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTOED/EXTMIDINCCOUN/0..contentMDK:21453301~menuPK:5006209~pagePK:64829573~piPK:64829550~theSitePK:4434098,00.html>

¹²⁴ ibid Beranger-Lachand S., 2001, σελ. 31

Βέβαια, οι μειώσεις χρέους εφαρμόζονται για όλες τις οφειλές από εξωτερικό δανεισμό πλην αυτών που έχουν δοθεί ως αναπτυξιακά χρηματοδοτικά «πακέτα».¹²⁵ Πιο συγκεκριμένα, στις περιπτώσεις που οι πιστωτές καταλήγουν στην συμφωνία μείωσης του χρέους της οφειλέτριας χώρας, η μείωση μπορεί να αφορά στο αρχικό κεφάλαιο ή στην μείωση του συνολικού οφειλόμενου ποσού που προκύπτει από τόκους. Και οι δύο επιλογές έχουν την ίδια παρούσα αξία για την ίδια χρονική διάρκεια αποπληρωμής αλλά, η επιλογή της μείωσης του αρχικού κεφαλαίου προσφέρει μεγαλύτερη περίοδο χάριτος στον οφειλέτη για την εξόφληση του αρχικού κεφαλαίου.¹²⁶

Η διαδικασία αναδιάρθρωσης στο Κλαμπ των Παρισίων υλοποιείται μέσω της ευρείας και καινοτόμου χρήσεως των ΡΣΔ. Εν ολίγοις, στις συμφωνίες του Κλαμπ ακολουθείται η «παραδοσιακή» προσέγγιση.¹²⁷ Ενδεικτικά, στις πολυμερείς συμφωνίες του Κλαμπ, έχουν περιληφθεί διάφορες ρήτρες όπως: ρήτρα υπαναχώρησης-pull back (επιτρέπει την ακύρωση της συμφωνίας αναδιάρθρωσης εφόσον δεν τηρηθούν συγκεκριμένοι όροι), ρήτρα έναρξης ισχύος (καθορίζονται οι προαπαιτούμενες συνθήκες για να τεθεί σε ισχύ η εν λόγω συμφωνία, π.χ. συμμόρφωση με συγκεκριμένες απαιτήσεις του ΔΝΤ), ρήτρα καλής πίστεως (ορίζεται η έναρξη των διαπραγματεύσεων για την υλοποίηση της αναδιάρθρωσης μέσω της μείωσης του υπόλοιπου ανεξόφλητου χρέους), ρήτρα ανταλλαγής χρέους (περιλαμβάνεται στην πλειοψηφία των πολυμερών συμφωνιών αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους του Κλαμπ και επιτρέπει την διενέργεια εθελοντικής διμερούς ανταλλαγής χρέους).¹²⁸

Ίσως η πιο σημαντική ρήτρα που είθισται να συμπεριλαμβάνεται στις συμφωνίες του Κλαμπ είναι αυτή της αμοιβαιότητας ή ίσης μεταχείρισης.¹²⁹ Η ρήτρα της ίσης μεταχείρισης ορίζει την υποχρέωση του κράτους-οφειλέτη να μην παρέχει ευνοϊκότερη μεταχείριση σε άλλους πιστωτές του, όπως πιστωτικά ιδρύματα ή

¹²⁵ Ο λόγος που τα δάνεια για παροχή αναπτυξιακής βοήθειας στα κράτη δεν μπορούν να υπαχθούν σε αναδιάρθρωση με ευνοϊκότερους όρους, είναι ότι θεωρείται πως έχουν εξ' υπαρχής εκχωρηθεί με ευνοϊκούς όρους άρα δεν μπορούν να τεθούν σε περαιτέρω αναδιαπραγμάτευση.

¹²⁶ *ibid*

¹²⁷ *ibid* Beranger-Lachand S., 2001, σελ. 31

¹²⁸ *ibid*

¹²⁹ Με τον όρο ρήτρα ίσης μεταχείρισης αποδίδεται οι όροι "pari passu clause" και "negative pledge clause". Για περαιτέρω ανάλυση τους βλέπε αντί άλλων «Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας», Βενιέρης Ι., Βερβερός Ν., Κυριακάκης Κ., Τουντόπουλος Β., Εδικά Θέματα, Τόμος 10, 2005

κατόχους ομολογιακών τίτλων που έχει εκδόσει.¹³⁰ Η ρήτρα αυτή έχει ιδιαίτερη σημασία όταν στην διαδικασία αναδιάρθρωσης δημοσίου χρέους εμπλέκονται και φορείς του ιδιωτικού τομέα, όπως συνέβη στις περιπτώσεις του Πακιστάν και της Ινδονησίας. Μάλιστα, στην πολυμερή συμφωνία του Κλαμπ για την αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους του Πακιστάν, η οποία υπεγράφη το 1999, η ρήτρα ίσης μεταχείρισης είχε συνδεθεί με την ενεργοποίηση της ρήτρας pull-back, ορίζοντας την ακύρωση της πολυμερούς συμφωνίας σε περίπτωση καταστρατήγησης της από το Πακιστάν.¹³¹

Αξίζει να σημειωθεί ότι η ρήτρα της ίσης μεταχείρισης αποτελεί την νομική και χρηματοπιστωτική βάση για τη συνύπαρξη ποικίλων πιστωτών με αξιώσεις από των ίδιο οφειλέτη. Η εννοιολογική προσέγγιση της ισότιμης μεταχείρισης των πιστωτών του ίδιου οφειλέτη απαντάται σε διάφορες νομικές μορφές στα κείμενα των ομολογιακών τίτλων-κυρίως των ομολόγων Brady: ρήτρες *pari passu*, *negative-pledge* και *cross-default* αποτελούν τις πιο δημοφιλείς εκφάνσεις διασφάλισης της ίσης μεταχείρισης των πιστωτών.¹³²

Η περίπτωση της αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους του Πακιστάν, αποτέλεσε την πρώτη περίπτωση συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα στην αναδιάρθρωση δημοσίου χρέους κυρίαρχου κράτους, κατά την οποία είχε συμπεριληφθεί η ρήτρα της ίσης μεταχείρισης-αμοιβαιότητας στην πολυμερή συμφωνία που υπεγράφη στις 9 Ιανουαρίου 1999 στα πλαίσια της συνεδρίασης των μελών του Κλαμπ των Παρισίων και η οποία στέφθηκε με απόλυτη επιτυχία, καθώς η πρόταση εθελοντικής ανταλλαγής χρέους βρήκε αποδοχή από το 92% των ομολογιούχων.¹³³ Η επιτυχία αυτή καθορίστηκε σε μεγάλο βαθμό από την συμπερίληψη της ρήτρας ίσης μεταχείρισης-αμοιβαιότητας, πράγμα που αποδεικνύει την μείζονα σημασία της.

2.4.5 Η Συμμετοχή του Ιδιωτικού Τομέα στις Διαπραγματεύσεις του Κλαμπ των Παρισίων

Από την αρχή της εκδήλωσης δημοσιονομικών κρίσεων στη διεθνή κοινότητα, στο Κλαμπ των Παρισίων έχει δοθεί κεντρικός ρόλος, έχοντας άμεση

¹³⁰ *ibid* Beranger-Lachand S., 2001, σελ. 31

¹³¹ *ibid*

¹³² *ibid* Beranger-Lachand S., 2001, σελ. 42

¹³³ <http://www.clubdeparis.org/>

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

ευθύνη αφενός, για την διασφάλιση της βιωσιμότητας του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος και αφετέρου για την αντιμετώπιση των κρίσεων που εκδηλώνονται σε αυτό.¹³⁴

Ουσιαστικά, το έργο της διαχείρισης των δημοσιονομικών κρίσεων και του καθορισμού της απαιτούμενης στρατηγικής για την αντιμετώπιση τους, ανατέθηκε στο Κλαμπ των Παρισίων και στο G7¹³⁵, στο οποίο μάλιστα εκφράζονται τα συμφέροντα των επτά πιο οικονομικά ανεπτυγμένων κρατών σχετικά με θέματα διεθνούς οικονομικού και χρηματοπιστωτικού ενδιαφέροντος συμπεριλαμβανομένων και των δημοσιονομικών προβλημάτων άλλων κρατών. Βέβαια, αποτελεί καθήκον του ΔΝΤ να καθορίσει το πλαίσιο για την λήψη μακροοικονομικής και διεθνούς χρηματοπιστωτικής δράσης. Αυτό σημαίνει πως στο Κλαμπ έχει de facto ανατεθεί το καθήκον της υλοποίησης των κατευθυντηρίων γραμμών του ΔΝΤ ακολουθώντας συγκεκριμένες πρακτικές, όπως την παροχή συμπληρωματικής χρηματοδότησης στο κράτος-οφειλέτη εφόσον το αιτηθεί στο Κλαμπ.¹³⁶

Ωστόσο, μεγάλοι διεθνείς τραπεζικοί όμιλοι έχουν επίσης καταλάβει καθοριστικό ρόλο στην αντιμετώπιση των δημοσιονομικών κρίσεων σε όρους χρηματοπιστωτικών ροών, αλλά δεν κατείχαν ποτέ ενεργό ρόλο στην χάραξη των στόχων και των πολιτικών για την επίλυση των διεθνών δημοσιονομικών προβλημάτων. Σημαντικό στοιχείο αποτελεί το γεγονός ότι το πλαίσιο δράσης τους καθορίστηκε από δύο διεθνή προγράμματα αναδιάρθρωσης που πήραν το όνομα των δύο Αμερικανών Υπουργών Εξωτερικών που τα εμπνεύστηκαν: το Πρόγραμμα Baker, το οποίο εφαρμόστηκε μέχρι το 1989 και το Πρόγραμμα Brady, που το διαδέχθηκε. Επίσης σημαντικό είναι το στοιχείο ότι πρώτο το Κλαμπ επέβαλε την ρήτρα ίσης μεταχείρισης στις τράπεζες-δανειστές χωρών που αιτούνταν την συνδρομή του Κλαμπ.¹³⁷

Η θεμελιώδης μεταστροφή στο πλαίσιο των φορέων με ενεργό ρόλο στις διαδικασίες αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους επήλθε όταν οι διεθνείς κεφαλαιαγορές υποκατέστησαν τον δανεισμό των κρατών από πιστωτικά ιδρύματα. Η μεταστροφή

¹³⁴ ibid Beranger-Lachand S., 2001, σελ 34

¹³⁵ Το G-7 ανήκει στην κατηγορία των διεθνών διακυβερνητικών fora και συστάθηκε το 1975 με μέλη του τα 7 πιο οικονομικά ανεπτυγμένα κράτη του κόσμου: Η.Π.Α., Καναδάς, Γερμανία, Γαλλία, Ιαπωνία, Ιταλία και Ην. Βασίλειο. Από τα μέσα του 1990 εισήλθε και η Ρωσία. Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με το G-7, βλέπε αντί άλλων «Διεθνές Οικονομικό Δίκαιο», Στεφάνου Κ., Γκόρτσος Χ., 2006.

¹³⁶ ibid Beranger-Lachand S., 2001, σελ. 38

¹³⁷ ibid

στον δανεισμό από τις διεθνείς αγορές σκοπίμως επιτράπη από τους διεθνείς χρηματοοικονομικούς οργανισμούς καθώς και από τις δανείστριες χώρες, με αποτέλεσμα να ευνοηθεί η δημιουργία της δευτερογενούς αγοράς κρατικών ομολογιακών τίτλων.¹³⁸ Στην αγορά αυτή, οι τράπεζες που είχαν στην κατοχής κρατικά ομόλογα με χαμηλό συντελεστή φερεγγυότητας του εκδότη-κράτους, μπόρεσαν να τα αφαιρέσουν από τους ισολογισμούς τους, μεταπωλώντας τους τίτλους αυτούς στην συγκεκριμένη αγορά. Με αυτό τον τρόπο μπόρεσαν να απαλλάξουν τους ισολογισμούς τους από την υποχρέωση του υπολογισμού προβλέψεων για μη εξυπηρετούμενα δάνεια.¹³⁹ Η πολιτική αυτή ακολουθήθηκε κυρίως για τους ομολογιακούς τίτλους των οικονομικά αναπτυσσόμενων χωρών μεσαίου εισοδήματος και εδραιώθηκε ως κρατούσα πρακτική με την εφαρμογή του προγράμματος Brady, το οποίο αποτέλεσε τον μηχανισμό που επέτρεψε την ανταλλαγή κρατικών ομολογιακών τίτλων με άλλους τίτλους σε προνομιακή τιμή.

Το Κλαμπ βέβαια, συνέχιζε να διατηρεί λιγότερο ευνοϊκή μεταχείριση (non-concessional treatment) στις διαδικασίες αναδιάρθρωσης των οικονομικά αναπτυσσόμενων χωρών μεσαίου εισοδήματος, με του όρους που είχαν αποφασισθεί στην Σύνοδο του Κλαμπ στο Houston, το 1990.¹⁴⁰

2.4.6 Σύγκριση του ρόλου του Paris Club με αυτόν του London Club στην διαδικασία αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους

Τα δάνεια των εμπορικών τραπεζών προς τις αναπτυσσόμενες χώρες, κυρίως δε προς τις χώρες της Λατινικής Αμερικής, άρχισαν να επεκτείνονται αισθητά από τη δεκαετία του 1950. Μέχρι και τα μέσα της δεκαετίας του 1960 είχε πλέον καταστεί σταθερή επιχειρηματική πρακτική των εμπορικών τραπεζών η ανάπτυξη διασυννοριακών δανειοδοτικών συμβάσεων. Η πρακτική αυτή εντάθηκε κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1970, λόγω του απόηχου της πρώτης πετρελαϊκής κρίσης, καθώς οι εμπορικές τράπεζες βρέθηκαν έχοντας ρόλο διαμεσολάβησης. Οι τράπεζες της εποχής, βρίθοντας από ρευστότητα, χορηγούσαν δάνεια με ανταγωνιστικό

¹³⁸ ibid Beranger-Lachand S., 2001, σελ. 38

¹³⁹ ibid Beranger-Lachand S., 2001, σελ. 34

¹⁴⁰ ibid

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

επιτόκιο, με αποτέλεσμα το εξωτερικό χρέος των αναπτυσσόμενων χωρών να αυξηθεί από 36 δις δολάρια το 1972, σε περίπου 180 δις δολάρια το 1979.¹⁴¹

Στις αρχές τις δεκαετίας του 1980, η οποία χαρακτηρίστηκε από μία σειρά πτωχεύσεων κυρίαρχων κρατών, η διαδικασία αναδιάρθρωσης των δανείων που είχαν χορηγήσει οι εμπορικές τράπεζες είχε ήδη ξεκινήσει. Στα μέσα της δεκαετίας του 1970 είχαν ξεκινήσει οι πρώτες διαπραγματεύσεις των εμπορικών τραπεζών με τις κυβερνήσεις του Περού και του Ζαΐρ το 1976 και με τις κυβερνήσεις της Τουρκίας, του Σουδάν και της Πολωνίας λίγο αργότερα. Ως αποτέλεσμα των αρχικών αυτών διαπραγματεύσεων, οι διαδικασίες αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους προς τις εμπορικές τράπεζες επονομάσθηκαν «Κλαμπ του Λονδίνου», καθώς οι συναντήσεις των εμπορικών τραπεζών με τους εκπροσώπους των ανωτέρω χωρών πραγματοποιήθηκαν στο Λονδίνο, ενώ επίσης οι περισσότερες συμβάσεις δανείων σε ευρω-νομίσματα διέπονταν από το Αγγλικό Δίκαιο και ήταν αυτές που τέθηκαν σε αναδιάρθρωση.¹⁴²

Σε αντίθεση με το Κλαμπ των Παρισίων, που αποτελεί επίσημη ονομασία των συνεδριάσεων των κρατών-δανειστών και με τα κράτη που έχουν δανειοδοτήσει, το Κλαμπ του Λονδίνου παραμένει μία άτυπη ονομασία. Στους οικονομικούς κύκλους, οι συναντήσεις των εκπροσώπων από εμπορικές τράπεζες με τα κράτη οφειλότες για τη διενέργεια διαπραγματεύσεων, αναφέρονται ως συναντήσεις της Συμβουλευτικής Επιτροπής των Τραπεζών (Bank Advisory Committee), ή της Εκτελεστικής Επιτροπής (Steering Committee), ή της Συντονιστικής Επιτροπής (Coordinating Committee).¹⁴³ Επίσης, σε αντίθεση με το Κλαμπ των Παρισίων που υποστηρίζεται γραμματειακά από το Υπουργείο Οικονομικών της Γαλλίας όπου βρίσκεται η έδρα του, το Κλαμπ του Λονδίνου δεν διαθέτει καμία οργανωτική δομή. Μάλιστα, οι συναντήσεις του έπαψαν να πραγματοποιούνται στο Λονδίνο και οι περισσότερες πραγματοποιήθηκαν στη Νέα Υόρκη, κυρίως κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980, αλλά και κατά τη δεκαετία του 1990 κατά την οποία μάλιστα κορυφώθηκε η δράση του Κλαμπ του Λονδίνου, συνάπτοντας περίπου 200 συμφωνίες αναδιάρθρωσης στη συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Όλες αυτές οι συμφωνίες

¹⁴¹α "Commercial Bank Lending Restructuring: The London Club, Debt Sustainability Analysis", Globalization and Development Strategies, Διεθνής Επιτροπή των Ην. Εθνών για το Διεθνές Εμπόριο (UNCTAD), www.unctad.org

¹⁴² ibid

¹⁴³ ibid

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους κατά τις δεκαετίες του 1960, 1970 και κυρίως καθ' όλη τη διάρκεια του 1980 περιελάμβαναν αναχρηματοδότηση του χρέους με άλλα δάνεια που χορηγούσαν εμπορικές τράπεζες.¹⁴⁴

Η σοβαρότητα της χρηματοπιστωτικής κρίσης του Μεξικού τον Ιούλιο του 1982 και η επιτακτική ανάγκη καθιέρωσης του κατάλληλου πλαισίου για την αποτροπή ζημίας για τις τράπεζες αποτέλεσε το σταθερό αντικείμενο εργασιών του Κλαμπ του Λονδίνου. Στο Κλαμπ είχε αποδοθεί ο ρόλος να καταρτίζει κάθε χρόνο προγράμματα χρηματοδότησης των πιο σημαντικών κρατών-οφειλετών, όπως το Μεξικό, η Βραζιλία και η Αργεντινή.¹⁴⁵ Στόχος του Κλαμπ του Λονδίνου ήταν η ανεύρεση των απαραίτητων κεφαλαίων ώστε αυτές οι χώρες να μπορέσουν να εξυπηρετήσουν τα δάνεια τους και έτσι οι τράπεζες δεν θα υποχρεώνονταν σε λογιστική διαγραφή τους. Αυτή η πρακτική λειτούργησε ως την έναρξη του προγράμματος Brady κατά το οποίο τιτλοποιήθηκαν τα χρέη των αναπτυσσόμενων χωρών, δημιουργώντας έτσι ένα χρηματοπιστωτικό εργαλείο που θα επέτρεπε στις τράπεζες να αναδιαρθρώσουν τις απαιτήσεις τους ή να τις μεταφέρουν σε ειδικά επενδυτικά ταμεία (funds) του ιδιωτικού τομέα. Μόλις ολοκληρώθηκαν οι εργασίες του προγράμματος Brady, η δραστηριότητα του Κλαμπ του Λονδίνου εφεξής υπήρξε περιορισμένη και περιπτωσιακή.¹⁴⁶

Η έναρξη των δραστηριοτήτων του Κλαμπ του Λονδίνου γενικά έπεται της έναρξης των διαπραγματεύσεων στο Κλαμπ των Παρισίων και μάλιστα θεωρείται υποδεέστερης σημασίας από τις διαπραγματεύσεις του Κλαμπ των Παρισίων με δεδομένου ότι τα κείμενα των πολυμερών συμφωνιών που συνάπτονται στα πλαίσια των εργασιών του τελευταίου, διέπονται από την αρχή της αμοιβαιότητας η οποία εμπεριέχεται στις ρήτρες ίσης μεταχείρισης-αμοιβαιότητας.¹⁴⁷

Τα δύο αυτά Κλαμπ, όπου στο μεν Κλαμπ των Παρισίων συνεδριάζουν οι εκπρόσωποι των κρατών δανειστών, στο δε Κλαμπ του Λονδίνου οι εκπρόσωποι του ιδιωτικού τομέα και ιδιαίτερα οι εκπρόσωποι των εμπορικών τραπεζών, παρουσιάζουν κοινές αρχές στις διεργασίες αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους, όπως π.χ. έχουν ως προαπαιτούμενο την προηγούμενη υπαγωγή του κράτους-οφειλέτη σε

¹⁴⁴ "Debt Renegotiation Framework", Zivkovic D., Expert Group Meeting on Debt Sustainability and Development Strategies, UNCTAD, October 2005, σελ.12

¹⁴⁵ ibid Beranger-Lachand S., 2001, σελ. 33

¹⁴⁶ ibid

¹⁴⁷ ibid

πρόγραμμα χρηματοδοτικής ενίσχυσης του ΔΝΤ.¹⁴⁸ Ωστόσο, παρουσιάζουν και αρκετές διαφορές στον τρόπο αντιμετώπισης της αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους, όπως στο είδος των δανείων που επιλέγονται προς αναδιάρθρωση, στους συμμετέχοντες στις συνεδριάσεις, στην χρονική διάρκεια των συνεδριάσεων, στις μορφές των συμφωνιών αναδιάρθρωσης και στα μέσα και τις πρακτικές αναδιάρθρωσης που υιοθετεί το καθένα.¹⁴⁹

2.5 Συμμετοχή του Ιδιωτικού Τομέα στο Πρόγραμμα Αναδιάρθρωσης

2.5.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Ένα από τα πιο επίμαχα ζητήματα της διεθνούς πολιτικής στο θέμα της αντιμετώπισης και επίλυσης διεθνών χρηματοπιστωτικών κρίσεων είναι η επίτευξη της συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα (Private Sector Involvement, εφεξής PSI).

Είτε συνειδητά είτε όχι, στην πράξη, οι αρμόδιοι για τη χάραξης διεθνούς πολιτικής (policy makers), έχουν κατασταλάξει σε ένα συγκεκριμένο πλαίσιο αντιμετώπισης των χρηματοπιστωτικών κρίσεων, το οποίο αφορά τις περιπτώσεις των αναδυόμενων οικονομιών. Το πλαίσιο αυτό βασίζεται σε τρεις (3) θεμελιώσεις αρχές¹⁵⁰:

- Προσωρινή χρηματοδοτική στήριξη από δημόσιους φορείς: Προωθεί την σταθερότητα και την ανάκτηση της εμπιστοσύνης των διεθνών αγορών στις περιπτώσεις που ένα κράτος αντιμετωπίζει προβλήματα ρευστότητας αναλαμβάνοντας την υποχρέωση να υλοποιήσει τις πολιτικές προσαρμογές που απαιτούνται.
- Διατήρηση της διόδου των διεθνών κεφαλαιαγορών: Η δυνατότητα ανεύρεσης κεφαλαίων για τις αναπτυσσόμενες χώρες αποτέλεσε κεντρικό άξονα στην επιλογή των πολιτικών που υιοθετήθηκαν κατά τις διαδικασίες αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους τους, έτσι ώστε να εξακολουθήσουν να έχουν δυνατότητα δανεισμού από τις διεθνείς αγορές, καθώς τα ιδιωτικά κεφάλαια ξεπερνούν κατά πολύ σε δυναμική τα κεφάλαια που μπορεί να χορηγήσει ο δημόσιος τομέας προς επίτευξη της διεθνούς ανάπτυξης.

¹⁴⁸ ibid Zivkovic D., 2005, σελ. 12-14

¹⁴⁹ ibid

¹⁵⁰ “Private Sector Involvement: Definition, Measurements and Implementation”, Cline W., Bank of England, 2002, σελ. 2

- Η μορφή του υποστηρικτικού μηχανισμού δεν πρέπει να δημιουργεί ηθικό κίνδυνο: Οι πολιτικές που θα αναληφθούν προς την αντιμετώπιση της κρίσης χρέους ενός κράτους πρέπει να είναι τέτοιες ώστε να αποφεύγεται ο ηθικός κίνδυνος (*moral hazard*), ο οποίος θα οδηγήσει μεταγενέστερα σε υπερβολικό δανεισμό από τον ιδιωτικό τομέα.

Η πρώτη αρχή αφορά στα μέτρα παρέμβασης του δημόσιου τομέα, όταν το υπό καθεστώς κρίσης κράτος εξακολουθεί να είναι φερέγγυο, αντιμετωπίζει ωστόσο έντονα προβλήματα ρευστότητας. Η δικαιολογική βάση της παροχής χρηματοδοτικής στήριξης από δημόσιους φορείς είναι ότι αφενός ένας φερέγγυος οφειλέτης θα είναι σε θέση να εξοφλήσει το ποσό που το χορηγήθηκε, ενώ αφετέρου η παροχή προσωρινής χρηματοδοτικής στήριξης του μπορεί να συμβάλει καθοριστικά στην αποφυγή της επέλευσης χρεοκοπίας με τα βλαβερά επακόλουθα για την οικονομία του. Μάλιστα, κατά περίπτωση η χρεοκοπία ενός κράτους συστημικά σημαντικού μπορεί να οδηγήσει σε φαινόμενο *domino*, με επιπτώσεις στην σταθερότητα του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος.¹⁵¹

2.5.2 Ορισμός και οι διάφορες μορφές PSI

Το PSI αποτελεί ισοδύναμη πρακτική που χαρακτήρισε την δεκαετία του 1990, με την αντίστοιχη πρακτική της εμπλοκής των τραπεζών της δεκαετίας του 1980. Σε λειτουργικό επίπεδο ανάλυσης, το PSI εδραιώθηκε για να κατευνασθούν οι ανησυχίες περί μη επάρκειας των κεφαλαίων των δημοσίων φορέων να καλύψουν το υφιστάμενο έλλειμμα καθώς και τις χρηματοδοτικές ανάγκες λόγω της μαζικής «φυγής»-εκροής των ιδιωτών δανειστών. Σε πολιτικό επίπεδο ανάλυσης, το ζήτημα του PSI αφορούσε στην γενικευμένη αντίληψη της κοινής γνώμης ότι τελικά τα κεφάλαια του δημόσιου τομέα είναι αυτά που θα συνδράμουν στην διάσωση των πιστωτών του ιδιωτικού τομέα.¹⁵²

Κατά την δεκαετία του 1980 τα προγράμματα αναδιάρθρωσης χρέους με συμφωνία για εκ νέου δανειοδότηση καταρτίστηκαν με κύριο μέλημα την αλλαγή της πεποίθησης της κοινής γνώμης περί διάσωσης κατ' ουσία των τραπεζών μέσω της παροχής χρηματοδοτικής βοήθειας από ένα κράτος σε ένα άλλο κατά την εκδήλωση

¹⁵¹ *ibid*

¹⁵² *ibid* Cline W., 2002, σελ. 3

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

δημοσιονομικών κρίσεων. Κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 1990 εδραιώθηκε ως κρατούσα πρακτική το PSI, μέσω του οποίου επιδιώχθηκε η εκπλήρωση του ίδιου στόχου - ανταπόκρισης στην ασκούμενη κριτική - αλλά πλέον σε ένα διαφοροποιημένο χρηματοπιστωτικό περιβάλλον, όπου ο δανεισμός από πιστωτικά ιδρύματα αποτελούσε πλέον μέρος τους συνολικού δημόσιου χρέους και η δημοσιονομική ανάκαμψη των χωρών-οφειλετών ήταν ταχύτερη μέσω της ανάκτησης σε σύντομο χρονικό διάστημα της εμπιστοσύνης των διεθνών αγορών.¹⁵³

Το ΔΝΤ συνοψίζει την πρακτική του PSI ως εξής¹⁵⁴: «Εμπλέκοντας ιδιώτες δανειστές και ιδιωτικές εταιρείες στην διαδικασία αντιμετώπισης της κρίσης, η διεθνής κοινότητα στοχεύει, αφενός στη μείωση του ηθικού κινδύνου, καθώς η εδραίωση πρακτικών διεθνούς διάσωσης ενθαρρύνει τις επενδύσεις με αυξημένο κίνδυνο, και αφετέρου στον περιορισμό της μαζικής διαφυγής των ιδιωτικών επενδύσεων κατά την διάρκεια της κρίσης. Επίσης, αποσκοπεί στην ισότιμη κατανομή του βάρους της αντιμετώπισης της κρίσης μεταξύ δημόσιου και ιδιωτικού τομέα. [...] Οι συμφωνίες για την διατήρηση της έκθεσης σε βραχυχρόνια δανειοδότηση των κρατών επετεύχθησαν, είτε εθελουσίως από τα πιστωτικά ιδρύματα, είτε διαμέσου της άσκησης πιέσεων-κυρίως ηθικών-προς αυτά από τις νομισματικές αρχές. Ωστόσο, τα διεθνή κρατικά ομόλογα έχουν υπαχθεί σε διαδικασία αναδιάρθρωσης μέσα από την εθελοντική ανταλλαγή χρέους. [...] στις περιπτώσεις που απαιτείται μεγαλύτερη διασφάλιση μπορεί να απαιτηθεί συντονισμένη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα. Βασικά ζητήματα που τίθενται για την συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα αφορούν: στην εκτίμηση του μεγέθους των χρηματοδοτικών αναγκών, στις προοπτικές για άμεση επιστροφή στις αγορές κεφαλαίων, στη διαθεσιμότητα των εργαλείων διασφάλισης της κατάλληλης συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα, στις επιπτώσεις για τη χώρα σχετικά με το κόστος δανεισμού μελλοντικά, και τις πιθανές επιπτώσεις σε άλλες χώρες από τον κίνδυνο μετάδοσης αρνητικών συνεπειών (spillover effect)».

Όπως διαφαίνεται εκ των ανωτέρω, η επίσημη θεώρηση του PSI διαπνέεται από το πνεύμα της προσέγγισης του Cline (2000)¹⁵⁵: οι ιδιώτες πιστωτές πρέπει να εμπλακούν στην διαδικασία αντιμετώπιση της κρίσης, σε όσο πιο εθελοντική βάση

¹⁵³ *ibid*

¹⁵⁴ “The IMF and the Private Sector: A Factsheet”, IMF, 2001, σελ. 57

¹⁵⁵ “The role of the Private Sector in Resolving Financial Crises in Emerging Markets”, Cline W., University of Chicago Press, 2000, σελ. 21

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

γίνεται, δεδομένων πάντα των εκάστοτε συνθηκών. Με αυτό τον τρόπο, θα μεγιστοποιηθούν οι ευκαιρίες της υπό κρίση χώρας για μελλοντική πρόσβαση στις αγορές.

Στο συγκεκριμένο σημείο κρίνεται απαραίτητη η παράθεση της τυπολογίας PSI και η συνοπτική παρουσίαση της κάθε κατηγορίας. Η συγκεκριμένη απαρίθμηση ακολουθεί φθίνουσα σειρά σε σχέση με τον βαθμό διακριτικής ευχέρειας που αποδίδεται σε κάθε περίπτωση στους ιδιώτες πιστωτές¹⁵⁶:

1. Αυτόματος Δανεισμός (spontaneous lending): Ο τύπος PSI με την μεγαλύτερη εθελοντική βάση. Αποτελεί την άμεση αναδιάρθρωση του χρέους μέσω της αποκατάστασης της εμπιστοσύνης των αγορών.
2. Άμεσες Ξένες Επενδύσεις: Για τις οικονομίες σε κρίση, η συνεχής εισροή άμεσων επενδύσεων μπορεί να αποτελέσει κεντρική πηγή σταθερότητας που συνίσταται σε σημαντική πηγή εθελοντικού PSI.
3. Διατήρηση των τραπεζικών πιστωτικών ορίων (maintenance of bank credit lines): Την αμέσως επόμενη πιο εθελοντική μορφή PSI, αποτελούν οι σχετικά ανεπίσημες συμφωνίες με τους μεγαλύτερους χρηματοπιστωτικούς ομίλους σχετικά με την διατήρηση βραχυπρόθεσμου διατραπεζικού και εμπορικού δανεισμού με καθορισμένα πιστωτικά όρια.
4. Μεσοπρόθεσμη μετατροπή των τραπεζικών πιστωτικών ορίων: Μια πιο επίσημη μορφή μετατροπής των βραχυπρόθεσμων απαιτήσεων διεθνών χρηματοπιστωτικών ομίλων, σε απαιτήσεις με περίοδο αποπληρωμής 1-3 χρόνια. Η κατηγορία αυτή διαθέτει σχετικά εθελοντική βάση, αλλά για την επίτευξη της ασκούνται ηθικές πιέσεις και πιέσεις συντονισμού των ενεργειών των πιστωτών.
5. Αναδιάρθρωση στα πλαίσια του London Club: Κλασσική κατηγορία PSI κατά τις αρχές της δεκαετίας του 1980. Συνίσταντο στον διακανονισμό των απαιτήσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων από βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις σε μακροπρόθεσμης διάρκειας στη ίδια ονομαστική αξία και με επιτόκια υπεράνω του LIBOR¹⁵⁷. Η

¹⁵⁶ ibid Cline W., 2002, σελ. 3-6

¹⁵⁷ London Inter-Bank Offer Rate-LIBOR: αποτελεί το επιτόκιο που δανείζει η μία τράπεζα την άλλη (συνήθως σε ευρώδολάρια). Το επιτόκιο αυτό εφαρμόζεται στην βραχυπρόθεσμη διεθνή διατραπεζική αγορά και αφορά μεγάλης έκτασης δάνεια που χορηγούνται από οποιοδήποτε πιστωτικό ίδρυμα προς ένα άλλο διάρκειας μίας μέρας έως πέντε χρόνια. Αυτή η αγορά επιτρέπει στα πιστωτικά ιδρύματα να καλύπτουν τις ανάγκες ρευστότητας μέσω δανεισμού από τράπεζες με πλεονάζοντα κεφάλαια. Το ύψος του LIBOR καθορίζεται επισήμως σε καθημερινή βάση από τον μέσο όρο των επιτοκίων διατραπεζικών καταθέσεων των πιο φερέγγων διεθνώς πιστωτικών ιδρυμάτων-μελών του London

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

χρήση της κατηγορίας αυτής ήταν περιορισμένη κυρίως λόγω της μείωσης των απαιτήσεων από κοινοπρακτικά δάνεια.

6. Συντονισμένη δανειοδότηση από το London Club: Ένα βήμα παρακάτω από την προηγούμενη κατηγορία είναι η χορήγηση νέων κεφαλαίων για την εξυπηρέτηση των πληρωμών των τόκων. Χρησιμοποιήθηκε στα τέλη της δεκαετίας του 1980 αλλά το εργαλείο αυτό δεν παρουσιάζει περισσότερα πλεονεκτήματα από την πρακτική του απλού διακανονισμού στο London Club, δεδομένης της ασυμμετρίας στην ευαισθησία των χαρτοφυλακίων των πιστωτικών ιδρυμάτων αλλά του διαφορετικού βαθμού ευαισθησίας των κυρίαρχων κρατών.
7. Ανταλλαγή ομολόγων διατηρώντας την ίδια αξία: Σε αυτή την κατηγορία εντάσσονται οι πολιτικές PSI στις διαδικασίες αναδιάρθρωσης του Πακιστάν το 1999, της Ουκρανίας το 2000 και της Αργεντινής το 2001. Στις ανταλλαγές αυτές το κράτος παραθέτει μία προσφορά ανταλλαγής των υφιστάμενων ομολόγων με νέα που εμπεριέχουν όρους επιμήκυνσης της περιόδου αποπληρωμής αλλά επιτόκια ίδια με τα αρχικά. Το περιθώριο εθελοντικής ή μη βάσης στην εν λόγω περίπτωση ανταλλαγής ποικίλει. Στις περιπτώσεις του Πακιστάν και της Ουκρανίας η ανταλλαγή είχε χαρακτήρα θέσφατου (take-it-or-leave it), ενώ στην περίπτωση της Αργεντινής υπήρξε μεγαλύτερος βαθμός διαβούλευσης με τους ομολογιούχους. Πάντως, βασική αρχή των προσφορών ανταλλαγής είναι η μη παροχή δυνατότητας διαγραφής χρέους.
8. Μείωση χρέους μέσω των ομολόγων Brady: Λιγότερο εθελοντικές συμφωνίες ανταλλαγής μειωμένων απαιτήσεων με κάποιας μορφής εξασφάλιση για να υποκαταστήσουν τις υφιστάμενες απαιτήσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων. Αυτή η μορφή PSI δεν έχει χρησιμοποιηθεί στις πρόσφατες κρίσεις καθώς η χρεοκοπία του Εκουαδόρ σε ομόλογα Brady το 2000 έχει μάλλον μειώσει την σημασία της και την φερεγγυότητα της ως μέθοδο αντιμετώπισης δημοσιονομικών κρίσεων.
9. Ανταλλαγή ομολόγων και διαγραφή χρέους: Η κατηγορία αυτή εμφανίζει ακόμα μεγαλύτερο περιορισμό της διακριτικής ευχέρειας των ιδιωτών σχετικά με την ανταλλαγή ομολόγων, η οποία εμπεριέχει την δέσμευση τους για μερική διαγραφή χρέους. Στο κείμενο των ομολογιακών τίτλων συνήθως εισάγονται ρήτρες exit

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

consent για να διευκολυνθεί η επίτευξη υψηλού ποσοστού συμμετοχής των ομολογιούχων στην προσφορά ανταλλαγής.

10. Αναδιάρθρωση ομολόγων μέσω ΡΣΔ: Η πρακτική αυτή δεν αποτελεί προσφορά ανταλλαγής με νέα ομόλογα αλλά αναδιαπραγμάτευση των όρων των υφιστάμενων ομολογιακών τίτλων. Αυτό μπορεί να υλοποιηθεί στα ομόλογα που έχουν εφαρμοστέο δίκαιο το Αγγλικό Δίκαιο και όχι αυτά που έχουν εκδοθεί με βάση το δίκαιο της Νέας Υόρκης, η αναδιαπραγμάτευση των οποίων απαιτεί την ομόφωνη συναίνεση των ομολογιούχων.
11. Εξωτερικός έλεγχος κεφαλαίων (outward capital control): Η αρχή που διέπει την συγκεκριμένη κατηγορία, αφορά στην άσκηση πιέσεων για συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα, μέσω επιβολής ελέγχων στις κεφαλαιακές ροές. Οι έλεγχοι ενδέχεται να αφορούν στα εναπομείναντα χρεολύσια του υφιστάμενου χρέους προς τον ιδιωτικό τομέα, χωρίς αυτό να θεωρείται χρεοκοπία, ή στο χαρτοφυλάκιο ιδίων κεφαλαίων των πιστωτών του ιδιωτικού τομέα, όπως έγινε στην περίπτωση της Μαλαισίας κατά την διάρκεια των Ασιατικών κρίσεων. Πιο δημοφιλής είναι η πρακτική της επιβολής περιορισμών στην εκροή κεφαλαίων των κατοίκων.
12. Κήρυξη στάσης πληρωμών και μη εξυπηρέτηση των ληξιπρόθεσμων οφειλών: Τέλος, μία μορφή υποχρεωτικού PSI είναι η επιβολή περιορισμών στους πιστωτές του ιδιωτικού τομέα, ώστε να καταστεί αδύνατη η είσπραξη των ληξιπρόθεσμων οφειλών τους, όταν το κράτος-οφειλέτης μονομερώς κηρύξει χρεοκοπία. Αυτή η κατηγορία PSI είναι η πιο ζημιογόνα τόσο για την φερεγγυότητα της οφειλέτριας χώρας με σοβαρές επιπτώσεις στην μελλοντική πρόσβαση της στις διεθνείς αγορές, όσο και στην γενικότερη οικονομική της κατάσταση. Η μορφή αυτή του PSI χρησιμοποιήθηκε από τις χώρες της Λατινικής Αμερικής κατά την δεκαετία του 1980, την Ινδονησία το 1998, τη Ρωσία, το Εκουαδόρ το 1999 και την Αργεντινή το 2002.

2.5.3 Παράγοντες που καθορίζουν την επιλογή του καταλληλότερου τύπου PSI

Το ζήτημα της συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα έχει αποτελέσει μείζον θέμα συζήτησης κατά την εκδήλωση χρηματοπιστωτικών κρίσεων διαχρονικά και κυρίως σχετικά με την ιδεολογική θεώρηση της θεσμοθέτησης διεθνούς πτωχευτικού μηχανισμού για τα κυρίαρχα κράτη και των διακανονισμών δημόσιου χρέους μέσω

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

της χρήσης ΡΣΔ. Οι προβληματισμοί που ανακύπτουν σχετικά με το PSI σχετίζονται με την ανησυχία της διεθνούς κοινότητας για το αν τα κράτη σπαταλούν καθοριστικό χρονικό διάστημα μέχρι τελικά να αποφασίσουν να καταφύγουν στην διαδικασία αναδιάρθρωσης.¹⁵⁸ Επιπροσθέτως, θεμελιώδης προβληματισμός της διεθνούς κοινότητας αποτελεί το δίλημμα για το αν τελικά, ενόψει απουσίας διεθνούς θεσμικού πλαισίου αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους, θα πρέπει να παρέχεται μεγάλης έκτασης χρηματοδότηση για τη διάσωση του κράτους-οφειλέτη ή αν θα πρέπει να αφήνονται τα κράτη να καταποντίζονται σε άναρχη χρεοκοπία.¹⁵⁹

Πολλοί ωστόσο, είναι οι παράγοντες που πρέπει να ληφθούν υπόψη και να αξιολογηθούν για την επιλογή της καταλληλότερης τυπολογίας PSI με κύριο στόχο να μεγιστοποιηθούν τα οφέλη για το κράτος οφειλέτη που βρίσκεται σε δεινή οικονομική κατάσταση. Ενδεικτικά, οι παράγοντες που ένα κράτος οφείλει να λάβει σοβαρά υπόψη είναι (α) η χρονική περίοδος που θα πραγματοποιηθεί η διαδικασία εμπλοκής του ιδιωτικού τομέα, (β) αν θα είναι μονομερής ή διεθνής η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα και τέλος (γ) η επιλογή εμπλοκής ιδιωτών στο εσωτερικό ή ιδιωτών από το εξωτερικό¹⁶⁰:

(α) *Επιλογή χρονικής περιόδου υλοποίησης του PSI*¹⁶¹: Ένα από τα διλήμματα που τίθενται κατά την χάραξη της στρατηγικής αντιμετώπισης της κρίσης χρέους για μία χώρα, είναι αν θα υλοποιηθεί η διαδικασία PSI πριν, κατά τη διάρκεια ή μετά την κρίση. Κύριο χαρακτηριστικό του εθελοντικού PSI είναι ότι εφόσον καταστεί επιτυχές, παρουσιάζει την τάση μείωσης της ιδιωτικής συμμετοχής κατά το ζενίθ της κρίσης αλλά αποτελεί ουσιαστικό παράγοντα στην αντιμετώπιση της σε όρους επιστροφής ροών μόλις αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη των αγορών. Σε αυτό το πλαίσιο η χρηματοδοτική ενίσχυση από δημόσιους φορείς έχει εξισορροπητικό ρόλο και χορηγείται στα κράτη κατά τη διάρκεια της κρίσης αλλά υποκαθίσταται από εισροές ιδιωτικών κεφαλαίων μετά το πέρας της κρίσης. Η δυσκολία για τους πολιτικούς ιθύνοντες έγκειται κατά τα αρχικά στάδια της κρίσης να μπορέσουν να διακρίνουν πότε και πόσο ιδιωτικό κεφάλαιο θα εισρεύσει σε διάστημα τουλάχιστον δύο ετών. Δυσχερής επίσης είναι η αξιολόγηση της πιθανότητας ανάκτηση της

¹⁵⁸ "The nations often wait too long before seeking debt restructuring", Krueger A., 2002, σελ. 17

¹⁵⁹ *ibid* Cline W., 2002, σελ. 22

¹⁶⁰ *ibid* Cline W., 2002, σελ. 6

¹⁶¹ *ibid*

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

εμπιστοσύνης των αγορών μέσω της παροχής προσωρινής χρηματοδοτικής στήριξης από δημόσιους φορείς και των προσδοκώμενων πολιτικών μεταρρυθμίσεων.

(β) *Μονομερής ή πολυμερής συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα*¹⁶²: Μία προσέγγιση του PSI είναι αυτή της υποκατάστασης της παρέμβασης των δημόσιων φορέων από την παρουσία του ιδιωτικού τομέα σε κάθε περίπτωση μεμονωμένα, εφόσον παραστεί ανάγκη, ώστε να αντιμετωπισθεί η κρίση. Μία εναλλακτική προσέγγιση του PSI αποτελεί η συμμετοχή των ιδιωτών στην αντιμετώπιση κρίσεων σε ένα πιο διευρυμένο πλαίσιο στη βάση μίας εντατικοποιημένης συμμετοχής αντίθετα με την κρατούσα πρακτική της περιορισμένης συμμετοχής του. Από τη διεθνή πρακτική αντιμετώπισης χρηματοπιστωτικών κρίσεων στην πολυμερή και διακρατική συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα έχει δοθεί ιδιαίτερη σημασία, παρά το ότι τα κράτη ιστορικά αμφιταλαντεύθηκαν σχετικά με την επιμονή εμπλοκής του ιδιωτικού τομέα και της απόφασης περί μη συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα στην αντιμετώπιση κρίσεων. Σε κάθε περίπτωση η διεθνής πρακτική φαίνεται να αναγνωρίζει ότι ένα πολυμερές και διακρατικό πλαίσιο PSI είναι επαρκές αν ο στόχος είναι να μειωθεί ο ηθικός κίνδυνος και να κατανεμηθεί το βάρος της έκτακτης χρηματοδοτικής ενίσχυσης προς το κράτος οφειλέτη.

(γ) *Εξωτερικό ή Εγχώριο PSI*¹⁶³: Το μεγαλύτερο μέρος της προβληματικής και της ανάλυσης σχετικά με την αντιμετώπιση δημοσιονομικών κρίσεων τείνει να εστιάζει στο εξωτερικό χρέος αλλά όπως κατέδειξαν οι κρίσεις της τελευταίας δεκαετίας η προβληματική για το εσωτερικό δημόσιο χρέος αρχίζει να κερδίζει έδαφος. Αυτό δημιουργεί το ερώτημα κατά πόσον το PSI πρέπει να περιλαμβάνει φορείς του εγχώριου ιδιωτικού τομέα ή πιστωτές του ιδιωτικού τομέα από το εξωτερικό. Η καταλληλότερη απάντηση στο ερώτημα είναι να περιλαμβάνει και τους δύο. Άλλωστε η αρχή που διέπει την συνολική θεώρηση του PSI ακόμα και στις μορφές με την λιγότερη διακριτική ευχέρεια συμμετοχής των ιδιωτών, είναι η διασφάλιση ισότιμης μεταχείρισης ξένων και εγχώριων πιστωτών από την κυβέρνηση.

¹⁶² ibid Cline W., 2002, σελ. 7

¹⁶³ ibid Cline W., 2002, σελ. 8

2.5.4 Πόσο επιθυμητό είναι τελικά το PSI;

Το ερώτημα που καλούνται να απαντήσουν οι αρμόδιοι πολιτικοί ιθύνοντες είναι κατά πόσον η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα στην διαδικασία αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους είναι επιθυμητή. Η απάντηση εξαρτάται από τον τύπο του PSI και των εκάστοτε συνθηκών που υλοποιείται. Πιο συγκεκριμένα, όταν σε πολιτικό και οικονομικό επίπεδο η χώρα έχει σταθερή προοπτική διατήρησης της φερεγγυότητας της αλλά αντιμετωπίζει προσωρινά προβλήματα ρευστότητας, η άμεση και ισχυρή παρέμβαση φορέων του δημοσίου τομέα για την παροχή χρηματοδοτικής στήριξης ακόμα και χωρίς κανένα επίσημο πρόγραμμα PSI θεωρείται προφανώς προτιμότερη.¹⁶⁴ Επίσης, όταν ένα κράτος εξακολουθεί να θεωρείται φερέγγυο αλλά τα προβλήματα ρευστότητας παραμένουν και κατόπιν της λήψης χρηματοδοτικής στήριξης από δημόσιους φορείς, εν μέρει επειδή το μέγεθος του βραχυχρόνιου χρέους είναι υπερβολικό για τις δυνατότητες αποπληρωμής του από το κράτος-οφειλέτη, η εφαρμογή ενός σχετικά εθελοντικού και άμεσου PSI θεωρείται το καταλληλότερο μέτρο αντιμετώπισης της κρίσης: συντονισμένη διατήρηση τραπεζικών πιστωτικών ορίων για βραχυπρόθεσμο δανεισμό (υλοποιήθηκε στη Βραζιλία 1999), μετατροπή των βραχυπρόθεσμων απαιτήσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων σε μεσοπρόθεσμες (χρησιμοποιήθηκε στην περίπτωση της Κορέας το 1998).¹⁶⁵

Σε αντίθετη περίπτωση, όταν μία χώρα έχει μεγάλη πιθανότητα να καταστεί αφερέγγυα, μερικές από τις μορφές PSI, ακόμα και αν χρειαστεί να επιβληθούν, αποτελούν αναγκαιότητα ενώ κάποιες άλλες μορφές PSI θα πρέπει εν προκειμένω να αποφεύγονται. Η διαφορά έγκειται βασικά μεταξύ των τύπων PSI που περιλαμβάνουν διαπραγματεύσεις και κοινή συναίνεση των πιστωτών και του οφειλέτη, και των μονομερών τύπων PSI.¹⁶⁶ Οι συναινετικές μορφές PSI περιλαμβάνουν αναδιάρθρωση των απαιτήσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων ή την ανταλλαγή ομολογιακών τίτλων και την διαδικασία αναδιάρθρωσης με την διαπραγμάτευση διαγραφής κάποιου ποσοστού του χρέους, ενώ η μονομερής αναδιάρθρωση θεωρείται σε κάθε περίπτωση χρεοκοπία.¹⁶⁷

¹⁶⁴ *ibid* Cline W., 2002, σελ. 11

¹⁶⁵ *ibid* Cline W., 2002, σελ. 12

¹⁶⁶ *ibid*

¹⁶⁷ “Capital Flows to Emerging Market Economies”, Institute of International Finance (IIF), 1999, σελ.18

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

Με βάση τα παραπάνω, ο πίνακας που ακολουθεί συνοψίζει ποιες μορφές PSI, με βάση την τυπολογία που προηγήθηκε, θεωρούνται ανεπιθύμητες και πρέπει ει δυνατόν να αποφεύγονται ακόμα και στην περίπτωση που ένα κράτος καταστεί πλέον αφερέγγυο. Μία από αυτές είναι η μονομερής αναδιάρθρωση – χρεοκοπία και η μη εξυπηρέτηση των ληξιπρόθεσμων πληρωμών. Επίσης, στις μορφές που πρέπει σε κάθε περίπτωση να αποφεύγονται είναι αυτή της επιβολής ελέγχων ή/και περιορισμών στα κεφάλαια.¹⁶⁸ Οι συγκεκριμένες δύο μορφές PSI ζημιώνουν την αξιοπιστία του κράτους με σοβαρές επιπτώσεις στη μελλοντική πρόσβαση του στις διεθνείς αγορές.

Επιθυμητός τύπος PSI υπό δεδομένες οικονομικές συνθήκες	
Οικονομικές συνθήκες της χώρας	Τύπος PSI
Διατήρηση κατάστασης φερεγγυότητας	• Αυτόματος δανεισμός • ΑΞΕ • Διατήρηση τραπεζικών πιστωτικών ορίων • Μεσοπρόθεσμη μετατροπή τραπεζικών πιστωτικών ορίων
Ενδιάμεσος βαθμός φερεγγυότητας	• Διατήρηση τραπεζικών πιστωτικών ορίων • Μεσοπρόθεσμη μετατροπή τραπεζικών πιστωτικών ορίων • Ανταλλαγή ομολόγων ίδιας αξίας (πιθανώς)
Μεγάλη πιθανότητα αφερεγγυότητας	• Συντονισμένος δανεισμός από το London Club • Ανταλλαγή ομολόγων και διαγραφή χρέους • Αναδιάρθρωση ομολόγων μέσω της χρήσης ΡΣΔ

¹⁶⁸ ibid Cline W., 2002, σελ. 13

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

Στάση πληρωμών-χρεοκοπία: ανεπιθύμητο το PSI	• Επιβολή ελέγχων ή/και περιορισμούς κεφαλαίων • Μονομερής στάση πληρωμών των ληξιπρόθεσμων οφειλών
---	---

Τέλος, υπάρχουν πολλές απόψεις που υποστηρίζουν ότι ακόμα και στην περίπτωση που δεν διαφαίνεται απώλεια της φερεγγυότητας του κράτους-οφειλέτη, οι πιστωτές του δημόσιου τομέα πρέπει να επιμείνουν στην έστω σχετική επίσημη δέσμευση του ιδιωτικού τομέα για παροχή χρηματοδοτικής ενίσχυσης, πλαισιώνοντας αυτή που παρέχεται από αυτούς, καθώς διαφορετικά θα υπάρξει ηθικό κίνδυνος.¹⁶⁹ Οι κρίσεις της πρόσφατης δεκαετίας κατέδειξαν ότι οποιοσδήποτε βαθμός ηθικού κινδύνου και αν παρουσιάστηκε στα προγράμματα χρηματοδοτικής ενίσχυσης που παρασχέθηκαν από φορείς του δημοσίου τομέα προς τις χώρες σε κρίση, κατέστη αμελητέος λόγω των επακόλουθων εκτεταμένων δανειοδοτήσεων των χωρών αυτών από φορείς του ιδιωτικού τομέα.¹⁷⁰

Στο Μέρος Β' που ακολουθεί, αναλύεται διεξοδικά μία προσέγγιση του PSI η οποία εφαρμόστηκε για την αντιμετώπιση του υπερβολικού δημόσιου χρέους, της Λατινικής Αμερικής, το Πρόγραμμα Brady και θα δούμε πως ακριβώς υλοποιήθηκε στην πράξη αυτή η προσέγγιση παροχής κινήτρων στον ιδιωτικό τομέα να μοιραστεί το βάρος της διάσωσης χωρών που σπεύδουν δε αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους τους.

¹⁶⁹ "Does IMF Financing Result in Moral Hazard?", Lane T., Phillips S., IMF Working Paper WP/00/168, October 2000

¹⁷⁰ "Testing for Moral Hazard in Emerging Markets Lending", Zhang A., IIF Research Papers No. 99-1, August 1999

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

Πίνακας 2

Συνοπτική παρουσίαση των κατηγοριών οφειλετών και πιστωτών καθώς και
των μηχανισμών αναδιάρθρωσης χρέους κατά περίπτωση:

	Κατηγορίες πιστωτών					
Κατηγορίες οφειλετών	Διεθνές Νομισματικό Ταμείο	Διεθνείς & Περιφερειακές Αναπτυξιακές Τράπεζες	Πολυμερή άτυπα διακυβερνητικά fora πιστωτών	Εμπορικές Τράπεζες	Επενδυτές- κάτοχοι κρατικών ομολόγων	Λοιποί προμηθευτές
Κυρίαρχα κράτη	Δανειοδότηση με διακριτική μεταχείριση		Paris Club	London Club	PSI	Ad hoc πλαίσιο
Δημόσιες Επιχειρήσεις	X	Δανειοδότηση με διακριτική μεταχείριση	Paris Club	London Club	Δεν έχει καθοριστεί πλαίσιο ή πρακτική	Ad hoc πλαίσιο
Πιστωτικά Ιδρύματα	X	Δανειοδότηση με διακριτική μεταχείριση	X	Δανειοδότηση με διακριτική μεταχείριση	Δεν έχει καθοριστεί πλαίσιο ή πρακτική	X
Ιδιωτικές Επιχειρήσεις	X	Σε περίπτωση μη βιώσιμου χρέους υπόκεινται σε εκκαθάριση και ενδεχόμενη λύση με βάση το εθνικό πτωχευτικό κανονιστικό πλαίσιο				

ΜΕΡΟΣ Β΄

Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ «ΤΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ BRADY» ΩΣ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΚΑΤΑ ΤΙΣ ΓΕΝΙΚΕΥΜΕΝΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ ΤΩΝ ΔΕΚΑΕΤΙΩΝ 1980 & 1990

«Πένης και δανειστής συναπαντώνται[...]»

Παλαιά Διαθήκη, Παροιμίες, Κεφ. ΚΘ΄, 13 εδάφιο

1. Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Μετά την ανάλυση των διάφορων προσεγγίσεων της διαχείρισης δημοσιονομικών κρίσεων, στο παρόν κεφάλαιο θα εστιάσουμε στη προσέγγιση που υιοθετήθηκε για την αντιμετώπιση των γενικευμένων χρηματοπιστωτικών κρίσεων κατά τις δεκαετίες 1980 και 1990. Σύμφωνα με την τυπολογία των προσεγγίσεων αναδιάρθρωσης που αναλύθηκε εκτενώς στα προηγούμενα κεφάλαια, αν θέλαμε να κατατάξουμε την προσέγγιση που ακολουθήθηκε την συγκεκριμένη χρονική περίοδο, θα λέγαμε πως αποτελεί ένα συνονθύλευμα συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα και χρήσης κάποιων τύπων ΡΣΔ, λαμβάνοντας πάντα υπόψη τον περιορισμό που έθετε το Δίκαιο της Νέας Υόρκης για την πρόβλεψη ΡΣΔ στην κατάρτιση ομολογιακών συμβάσεων. Σε κάθε περίπτωση πάντως, το Πρόγραμμα αναδιάρθρωσης Brady, αποτέλεσε μία ιδιαίτερα καινοτόμα προσέγγιση για την εποχή του, καθώς μέσω του προγράμματος αυτού εισήχθησαν για πρώτη φορά ΡΣΔ, έστω και περιορισμένης εμβέλειας σε ομόλογα που διέπονταν από το Δίκαιο της Νέας Υόρκης, ενώ ταυτόχρονα κατάφερε να δώσει αρκετά κίνητρα στους πιστωτές του ιδιωτικού τομέα να μοιρασθούν το βάρος της αντιμετώπισης της κρίσης με τους δημόσιους φορείς που έως τότε ήταν και η μοναδική ακολουθούμενη πεπατημένη-προσέγγιση.

Τις απαρχές του προβλήματος που οδήγησε στη γενικευμένη χρηματοπιστωτική κρίση της δεκαετίας του 1980, η οποία εκδηλώθηκε κυρίως στις χώρες της Κεντρικής και Νότιας Αμερικής, βρίσκουμε ήδη στην δεκαετία του 1970. Η συγκεκριμένη χρονική περίοδος χαρακτηρίστηκε από την ραγδαία αύξηση της τιμής του πετρελαίου με αποτέλεσμα στην πλειοψηφία των εμπορικών τραπεζών ανά τον κόσμο να

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

εισρεύσουν εντυπωσιακά ποσά καταθέσεων σε πετροδολάρια των νεόπλουτων μεγιστάνων από τις πετρελαιοπαραγωγές χώρες.¹⁷¹ Λόγω του μεγάλου βαθμού ρευστότητας τα πιστωτικά ιδρύματα επιδόθηκαν σε σωρεία χορηγήσεων προς τις λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες, οι οποίες αναζητούσαν κεφάλαια για την χρηματοδότηση των αναπτυξιακών πολιτικών τους. Ωστόσο, στα τέλη της δεκαετίας του 1970 και πλέον από τις αρχές της επόμενης δεκαετίας, η τιμή του πετρελαίου καθώς και άλλων εμπορευμάτων, καταποντίστηκε με αποτέλεσμα οι λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες να βρεθούν σε κρίση ρευστότητας και να οδηγηθούν σε περαιτέρω δανεισμό προς αντιμετώπιση της.¹⁷² Προοδευτικά, η κρίση γενικεύονταν με αποτέλεσμα η πλειοψηφία των λιγότερο ανεπτυγμένων χωρών να αντιμετωπίζουν δυσκολίες ή/και αδυναμίες εξυπηρέτησης των δανειακών τους υποχρεώσεων καθώς οι πιστωτές τους αρνούνταν να συνεχίσουν να τους δανειοδοτούν.

Τελικά, η γενικευμένη δημοσιονομική κρίση ξέσπασε το 1982, με την αναγγελία του Μεξικού ότι δεν δύναται να εξακολουθεί να καταβάλει πληρωμές για τόκους, ανταποκρινόμενο ως όφειλε στις δανειακές του υποχρεώσεις, κηρύσσοντας έτσι στάση πληρωμών των τόκων των δανείων που είχε λάβει από πιστωτικά ιδρύματα. Έπειτα ακολούθησαν και άλλες χώρες που προέβησαν σε ανάλογες διακηρύξεις, με πρώτη την Αργεντινή. Η γενικευμένη αυτή χρηματοπιστωτική κρίση εκδηλώθηκε σε δύο διακριτές φάσεις. Μέχρι τα τέλη της δεκαετίας ήταν ευρέως αποδεκτό ότι οι δύο αυτές φάσεις αντιπροσώπευαν τις αποτυχημένες προσπάθειες αντιμετώπισης και επίλυσης του προβλήματος της κρατικής υπερχρέωσης.¹⁷³

Φτάνοντας στα τέλη της δεκαετίας του 1980, της επονομαζόμενης «χαμένης δεκαετίας» λόγω της οικονομικής στασιμότητας για τις χώρες της Κεντρικής και Νότιας Αμερικής, όταν η κυβέρνηση Bush ανέλαβε της εξουσία, επινοήθηκε το «Σχέδιο Brady». Το εν λόγω «Σχέδιο» αποτελούσε τη νέα αμερικανική στρατηγική αντιμετώπισης της υπερχρέωσης των λιγότερο ανεπτυγμένων κρατών της Λατινικής Αμερικής, με έμφαση στην διαγραφή χρέους για τις υπερβολικά χρεωμένες χώρες, καθώς οι προγενέστερες προσεγγίσεις αντιμετώπισης της κρίσης απέβησαν άκαρπες.

¹⁷¹ "Brady bonds: A solution to International Debt", www.investopedia.com

¹⁷² "The Debt Problem: The Baker Plan and The Brady Initiative, a Latin American Perspective", Monteagudo M., The International Lawyer No. 28, 1994, σελ. 59-81

¹⁷³ "The Brady Plan", Emerging Markets Trade Association (EMTA), διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://www.emta.org/template.aspx?id=35>

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

Κατά την πρώτη φάση της κρίσης, η οποία διήρκεσε από το 1982 έως το 1985 και αφορούσε χώρες της Λατινικής Αμερικής, οι οποίες κατέληξαν να διαθέτουν μη βιώσιμο ποσοστό δημόσιου εξωτερικού χρέους, λόγω των υψηλών επιτοκίων δανεισμού και των μειωμένων εσόδων τους από το εξαγωγικό εμπόριο εξαιτίας της πτώσης των τιμών των εμπορευμάτων. Το αποτέλεσμα ήταν οι χώρες αυτές να παραδεχτούν την αδυναμία εξυπηρέτησης των δανείων που είχαν λάβει από εμπορικές τράπεζες. Από την άλλη πλευρά, οι εμπορικές τράπεζες που είχαν προβεί σε μεγάλη έκθεση σε δάνεια προς τις λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες, βρέθηκαν να διαθέτουν στο χαρτοφυλάκιο τους μη εξυπηρετούμενα δάνεια και να αναζητούν διακαώς λύσεις για να απαλλαγθούν από αυτά τα μη αποδοτικά στοιχεία στο ενεργητικό τους.¹⁷⁴ Σε αυτή την φάση της κρίσης, το ΔΝΤ και άλλοι πολυμερείς χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί ανέλαβαν να στηρίζουν χρηματοδοτικά τις υπό κρίση χώρες.¹⁷⁵

Ωστόσο, στη συγκεκριμένη περίοδο εκδήλωσης της κρίσης, αυτή αντιμετωπίστηκε από την διεθνή κοινότητα ως κρίση ρευστότητας και όχι ως κρίση φερεγγυότητας των υπερχρεωμένων κρατών.¹⁷⁶ Ως εκ τούτου, ο στόχος των μέτρων που αποφασίσθηκαν σε διεθνές επίπεδο ήταν, μέσω της εκ νέου δανειοδότησης, να δοθεί το χρονικό περιθώριο στις υπερχρεωμένες χώρες να αναπροσαρμόσουν τη δημοσιονομική τους πολιτική ώστε να μπορέσουν να συνεχίσουν την αποπληρωμή των χρεών τους σε σύντομο χρονικό διάστημα.¹⁷⁷ Έτσι, οι αναπτυσσόμενες χώρες υιοθέτησαν τα προγράμματα οικονομικών μεταρρυθμίσεων που τους επέβαλε το ΔΝΤ ως όρους για την λήψη χρηματοδοτικής ενίσχυσης¹⁷⁸, τα οποία έναντι άλλων περιελάμβαναν την αύξηση των επιτοκίων, την αύξηση των φορολογικών συντελεστών, την υποτίμηση του εθνικού νομίσματος και σε πολλές περιπτώσεις την περικοπή των δημοσίων δαπανών. Δεν κρίθηκε ωστόσο απαραίτητο να εφαρμοσθούν διαρθρωτικές

¹⁷⁴ "Owe the bank 100 dollars, that's your problem. Owe the bank 100 million dollars, that's the bank's problem", J.P. Getty, Αμερικάνος βιομήχανος, ιδρυτής και ιδιοκτήτης της Getty Oil Company. Με βάση τα ρεκόρ Guinness καταλαμβάνει την 67^η θέση ανάμεσα στους πλουσιότερους ανθρώπους στον πλανήτη.

¹⁷⁵ "The Brady Plan and Market-Based Solutions to Debt Crises", Vasquez I., The Cato Journal, Vol. 16, No. 2, Cato Institute, 1996 www.cato.org

¹⁷⁶ *ibid*

¹⁷⁷ *ibid* Monteagudo M., 1994, σελ. 59-81

¹⁷⁸ Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τους όρους οικονομικής πολιτικής για την λήψη χρηματοδοτικής ενίσχυσης από το ΔΝΤ, βλέπε αντί άλλων Στεφάνου Κ., Γκόρτσος Χ., 2006, σελ. 251

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

μεταρρυθμίσεις, καθώς το πρόβλημα θεωρούνταν ότι είναι προσωρινό και συνίσταται σε κρίση ρευστότητας.¹⁷⁹

Κατά την δεύτερη φάση της κρίσης, ξεκίνησε η εφαρμογή του «Σχεδίου Baker», όταν έγινε πλέον εμφανές ότι οι υπό κρίση χώρες δεν ήταν δυνατόν να αναπτυχθούν λόγω του υπερβολικού χρέους τους και μάλιστα με τα μέτρα πολιτικής που είχαν υιοθετηθεί αυξάνονταν η υπερχρέωση τους. Η στρατηγική αυτή της αντιμετώπισης της κρίσης σχεδιάστηκε από τον Υπουργό Οικονομικών της κυβέρνησης Reagan, James Baker¹⁸⁰. Το «Σχέδιο Baker» έδωσε έμφαση στην παροχή περαιτέρω χρηματοδοτικής στήριξης στις υπερβολικά χρεωμένες χώρες που θα βασίζονταν στην «αιρεσιμότητα» της αγοράς (market conditionality), δηλαδή δανειοδότησης τους με όρο την πραγματοποίηση προσαρμογών προσανατολισμένων στην οικονομία της αγοράς.¹⁸¹

Κεντρικός άξονας-στόχος του «Σχεδίου Baker» ήταν η ελάφρυνση από τα δανειακά βάρη των οικονομικά αναπτυσσόμενων χωρών χαμηλού εισοδήματος και την επανένταξής τους σε τροχιά οικονομικής ανάπτυξης, επιτρέποντας στους δανειστές τους να απαλλαγούν από την διατήρηση εντός του χαρτοφυλακίου τους μη εξυπηρετούμενων δανείων. Η αρχική πρόταση του «Σχεδίου Baker» περιελάμβανε την χρηματοδοτική ενίσχυση 9 δις δολαρίων από πολυμερείς χρηματοδοτικούς μηχανισμούς-οργανισμούς και 20 δις δολαρίων από εμπορικές τράπεζες υπό τον όρο υλοποίησης μεταρρυθμιστικών προγραμμάτων προώθησης της οικονομίας της αγοράς, όπως την μείωση των φορολογικών συντελεστών, τις ιδιωτικοποιήσεις δημόσιων επιχειρήσεων, την απελευθέρωση του εμπορίου και την απελευθέρωση των επενδύσεων.¹⁸² Βέβαια, στην πραγματικότητα έγινε το ακριβώς αντίθετο από αυτό που είχε προβλεφθεί με το «Σχέδιο Baker», καθώς η πλειοψηφία των εμπορικών τραπεζών εμφανίσθηκε απρόθυμη να δανειοδοτήσει εκ νέου τις συγκεκριμένες χώρες και μάλιστα εδραιώθηκε η τάση «εσπευσμένης εξόδου» και απεμπλοκής των δανειστριών τραπεζών από τα δάνεια προς τις χώρες της Λατινικής Αμερικής. Εν τέλει, οι χώρες αυτές οδηγήθηκαν σε αποστράγγιση των συναλλαγματικών αποθεματικών τους για την πραγματοποίηση των πληρωμών των εξωτερικών τους

¹⁷⁹ *ibid* Vazquez I., The Cato Journal Vol. 16, No. 2, 1996

¹⁸⁰ Για περισσότερες πληροφορίες για τα πολιτικά δόγματα του James Baker βλέπε αντί άλλων <http://usforeignpolicy.about.com/od/usstatedepartment/p/jbaker.htm>

¹⁸¹ "The Debt Crisis: The Baker Plan Revisited", Bogdanowicz-Bindert C., Journal of Interamerican Studies and World Affairs, Vol. 28, No. 3, 1986, σελ. 33-45

¹⁸² *ibid*

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

δανείων, ενώ έλαβαν σε αυτή την φάση μόλις 6 δις δολάρια και πλήρωσαν για τόκους 26 δις δολάρια στους δανειστές τους. Το αποτέλεσμα φυσικά ήταν οι χώρες αυτές να πέσουν σε κατάσταση οικονομικής ύφεσης και στασιμότητας με υπερβολικά υψηλούς ρυθμούς πληθωρισμού.¹⁸³

Πλέον κατά τη διάρκεια του 1987-1988 ήταν εμφανές ότι το «Σχέδιο Baker» είχε αποτύχει όσον αφορά στη μείωση του χρέους και στον στόχο της αναπτυξιακής κατεύθυνσης των χωρών για τις οποίες εφαρμόστηκε. Μάλιστα, λόγω της εντατικοποίησης της τάσης απεμπλοκής των εμπορικών τραπεζών από τα δάνεια που είχαν χορηγήσει στις εν λόγω χώρες, με χαρακτηριστικό παράδειγμα την ανακοίνωση της απόφασης της Citibank τον Μάιο του 1987, να διαγράψει 3 δις δολάρια από τα συνολικά δάνεια που είχε χορηγήσει στις χώρες που μαστίζονταν από την κρίση, αναζητήθηκε μία στρατηγική αντιμετώπισης της κρίσης που θα διευκόλυνε την «φυγή» των τραπεζών από τις προβληματικές χώρες με το λιγότερο δυνατό κόστος και το «Σχέδιο Brady» αποτέλεσε το μέσο για την επίτευξη του στόχου αυτού.¹⁸⁴

Όπως και οι προγενέστερες πολιτικές αντιμετώπισης της κρατικής υπερχρέωσης των οικονομικά λιγότερο ανεπτυγμένων κρατών, έτσι και το «Σχέδιο Baker» αποδείχτηκε εν τέλει αναποτελεσματικό στο να παρέχει τα κατάλληλα κίνητρα αφενός στις χώρες ώστε να προβούν στην λήψη των συνεπών με την αγορά, απαραίτητων ρυθμιστικών και οικονομικών προσαρμογών, και αφετέρου στα πιστωτικά ιδρύματα ώστε να προμηθεύσουν με τα νέα κεφάλαια που απαιτούνταν για την χρηματοδότηση των προσαρμογών αυτών. Ως εκ τούτου, για την διάσωση των χωρών αυτών αυξήθηκε ο δανεισμός από φορείς του δημοσίου τομέα, ενώ ο δανεισμός από το ιδιωτικό τομέα παρουσίασε προοδευτικά αξιοσημείωτη μείωση μέχρι και τα τέλη του 1988.¹⁸⁵ Εν ολίγοις, η απόσυρση της δανειοδότησης από τον ιδιωτικό τομέα οδήγησε σε αισθητή αύξηση του συνολικού δημόσιου εξωτερικού χρέους των λιγότερο ανεπτυγμένων κρατών, σε χρέος προς δανειστές του δημοσίου τομέα.

Όταν την εξουσία στις Η.Π.Α. ανέλαβε η κυβέρνηση Bush το 1989, ο νέος Υπουργός Οικονομικών Nicholas Brady (1988-1993 διετέλεσε Υπ. Οικονομικών) ανακοίνωσε ότι η μόνη διέξοδος αντιμετώπισης της κρίσης του δημόσιου χρέους ήταν

¹⁸³ ibid Vazquez I., The Cato Journal Vol. 16, No. 2

¹⁸⁴ ibid Beranger-Lachand S., 2001, σελ.39

¹⁸⁵ "American Economic Policy in the 1980s", Krugman P., University of Chicago Press, 1994, σελ. 691-722

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

να ενθαρρυνθεί ο μηχανισμός εθελοντικής διαγραφής χρεών από τα πιστωτικά ιδρύματα. Σύμφωνα με την στρατηγική του Brady, οι χώρες θα έπρεπε να λάβουν μέτρα απελευθέρωσης της οικονομίας τους, με αντάλλαγμα την μείωση του δημόσιου χρέους τους προς τις εμπορικές τράπεζες και σε αρκετές φορές την λήψη νέας χρηματοδοτικής ενίσχυσης τόσο από το δημόσιο τομέα όσο και από τον ιδιωτικό. Ανάμεσα στις πολιτικές που πρότεινε η στρατηγική Brady ήταν η επαναγορά χρεούς, η μετατροπή των απαιτήσεων από δάνεια σε ομολογιακούς τίτλους και η εθελοντική προσφορά ανταλλαγής των μη εξυπηρετούμενων ανεξόφλητων δανείων με ομολογιακούς τίτλους που παρείχαν εγγυήσεις προσήκουσας καταβολής των πληρωμών για τόκους και χρεολύσια.¹⁸⁶

Αρχικά το πρόγραμμα αναδιάρθρωσης του Nicholas Brady δέχτηκε σφοδρή κριτική¹⁸⁷, όπως συμβαίνει με όλες τις πολιτικές επιλογές και ουσιαστικά άρχισε να εφαρμόζεται στις αρχές της δεκαετίας του 1990. Βέβαια, μετά την έναρξη της εφαρμογής του αντιμετωπίστηκε από την κοινή γνώμη, ως επιτυχημένη μέθοδος αναδιάρθρωσης και αντιμετώπισης δημοσιονομικών κρίσεων, καθώς από το 1989 οι χώρες της Λατινικής Αμερικής μετασχηματίστηκαν σε οικονομίες της αγοράς, εξασφαλίζοντας έτσι την πρόσβαση τους στις διεθνείς αγορές με αποτέλεσμα την αξιοσημείωτη άντληση δανειακών κεφαλαίων.¹⁸⁸ Με το Πρόγραμμα Brady μπορεί να μην εξαλείφθηκε το δημόσιο χρέος των χωρών που συμμετείχαν σε αυτό, ωστόσο επανήλθε σε βιώσιμο επίπεδο όντας εφεξής διαχειρίσιμο, ήδη από τα μέσα της δεκαετίας του 1990.¹⁸⁹

Οι χώρες που υιοθέτησαν το «Σχέδιο Brady» ως μέθοδο αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους τους μέχρι τον Ιούλιο του 1999 ανέρχονταν συνολικά σε 18: Αλβανία, Αργεντινή, Ακτή Ελεφαντοστού, Βραζιλία, Βουλγαρία, Κόστα Ρίκα, Δομινικανή Δημοκρατία, Εκουαδόρ, Ιορδανία, Μεξικό, Νιγηρία, Παναμάς, Περού, Φιλιππίνες, Πολωνία, Ουρουγουάη, Βενεζουέλα και Βιετνάμ.¹⁹⁰

Το Πρόγραμμα Brady αποτέλεσε ένα μηχανισμό αναδιάρθρωσης με την συνέργεια του ΔΝΤ, της Παγκόσμιας Τράπεζας και άλλων διεθνών χρηματοπιστωτικών

¹⁸⁶ ibid

¹⁸⁷ "the Brady Plan could be compared to an offer to sell fire insurance at bargain rates in a town where half the people are arsonist", Meltzer A.H., "Capital Flight and Reflight-Alternative Solutions to Developing Country Debt Problems", American Enterprise Institute, 1989, σελ. 71-73

¹⁸⁸ ibid Vazquez I., The Cato Journal Vol. 16, No. 2

¹⁸⁹ ibid

¹⁹⁰ "A Primer on Brady Bonds", Lee S.Y., Venezia M.E., SALOMONSMITHBARNEY, March 2000, σελ.3

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

οργανισμών, των πιστωτικών ιδρυμάτων με διεθνή παρουσία καθώς και του αμερικανικού δημοσίου.

Πρώτη χώρα που υιοθέτησε το Πρόγραμμα αναδιάρθρωσης Brady ήταν το Μεξικό, το οποίο τον Μάρτιο του 1988 εξέδωσε τα ομόλογα Aztec. Τα συγκεκριμένα ομόλογα αποτελούσαν την πρωταρχική έκφανση του προγράμματος αναδιάρθρωσης και είχαν εκδοθεί για τις εμπορικές τράπεζες με αντάλλαγμα την διαγραφή του 30% των δανείων που είχαν χορηγήσει στο μεξικανικό δημόσιο. Τα Aztec bonds ήταν εγγυημένα 20ετή ομόλογα με κυμαινόμενο επιτόκιο και η εξόφληση τους ήταν εγγυημένη από 20ετή ομόλογα μηδενικού επιτοκίου του αμερικανικού δημοσίου.¹⁹¹ Οι συμφωνίες που επετεύχθησαν στα πλαίσια της προσέγγισης Brady για την περίπτωση του Μεξικού, αποτέλεσαν πρότυπο για τις συμφωνίες αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους και των υπόλοιπων χωρών που υιοθέτησαν το Πρόγραμμα.

2. Η πρακτική εφαρμογή του Προγράμματος Brady

Μετά από την διακήρυξη στάσης πληρωμών, αρχικά του Μεξικού και έπειτα της Αργεντινής, στις αρχές της δεκαετίας του 1980 αναζητήθηκε βιώσιμη λύση αντιμετώπισης της κρατικής και ολοένα αυξανόμενης υπερχρέωσης. Η αδυναμία εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους των δύο αυτών χωρών αλλά και όσων ακολούθησαν, ήταν όπως ήδη αναφέραμε, απότοκο οικονομικής και δημοσιονομικής κακοδιαχείρισης καθώς και υπερβολικού δανεισμού από εμπορικές τράπεζες που αποσκοπούσαν μέσω των δανειοδοτήσεων στα αναπτυσσόμενα κράτη να ανακυκλώσουν το πλεόνασμα των πετροδολαρίων που διέθεταν.¹⁹²

Σε αυτό το σημείο θα εξετάσουμε πώς ακριβώς υλοποιήθηκε η αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους των συμμετεχόντων στο Πρόγραμμα Brady κρατών. Οι διαπραγματεύσεις στα πλαίσια του Προγράμματος κατέληξαν: (α) στην σύναψη συμφωνιών αναδιαπραγμάτευσης της «εξόδου», με τις οποίες μειώθηκαν οι απαιτήσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων μέσω της διαγραφής χρεών σε ποσοστό 30-45% του συνόλου των δανείων που είχαν χορηγήσει, (β) στην τιτλοποίηση του ανεξόφλητου μέρους των δανείων, ώστε να διευκολυνθεί η πώληση των τίτλων αυτών στις χρηματοπιστωτικές αγορές, και (γ) στην μεταφορά του δανεισμού των

¹⁹¹ ibid

¹⁹² ibid Lee S.Y., Venezia M.E., 2000, σελ. 4

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

κρατών που συμμετείχαν στο Πρόγραμμα σε δανεισμό από τις διεθνείς αγορές, αφού η παροχή κοινοπρακτικών δανείων έπαυσε, τα πιστωτικά ιδρύματα που αντάλλαξαν τις απαιτήσεις τους με νέους τίτλους μπόρεσαν να τις μεταπωλήσουν στις διεθνείς αγορές.¹⁹³ Με αυτή την πρακτική οι δανείστριες τράπεζες απαλλάχθηκαν από την υποχρέωση συμμετοχής τους σε επαναλαμβανόμενες διαπραγματεύσεις αναδιάρθρωσης για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Στόχος του Προγράμματος Brady ήταν να καταστεί πιο ευέλικτο σε σχέση με τις προηγούμενες προσεγγίσεις αντιμετώπισης των υπερχρεωμένων κρατών και να προσφέρει λύσεις προσαρμοσμένες στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της κάθε χώρας συμβιβάζοντας τα με τις επιθυμίες των πιστωτών της.¹⁹⁴ Η καινοτομία που εισήγαγε η προσέγγιση Brady, συνίσταντο ακριβώς στην παροχή της δυνατότητας στις δανείστριες τράπεζες να ανταλλάξουν τις απαιτήσεις τους από δάνεια με πλήρως ανταλλάξιμους ομολογιακούς τίτλους, αφαιρώντας τα δάνεια αυτά από τους ισολογισμούς τους και μειώνοντας έτσι την συγκέντρωση του αναλαμβανόμενου κινδύνου στο χαρτοφυλάκιο τους.¹⁹⁵

Παρά το ότι, όπως προαναφέρθηκε, κάθε συμφωνία αναδιάρθρωσης αφορούσε κάθε χώρα ξεχωριστά και διαφοροποιούνταν από άλλες συμφωνίες αναδιάρθρωσης στα πλαίσια της προσέγγισης Brady, κυρίως ως προς: τα ποσοστά διαγραφής χρέους, τα ποσοστά χρηματοδοτικής στήριξης, τα επιτόκια, τις διάρκειες (συνήθως εκδίδονταν ομόλογα διάρκειας 10 έως 30 ετών¹⁹⁶) και κάποιους περιορισμούς που επέβαλαν κατά περίπτωση οι τράπεζες.¹⁹⁷ Στην πλειονότητα τους όμως, οι συμφωνίες υπό το πλαίσιο Brady διέπονταν από ορισμένες κοινές αρχές¹⁹⁸:

- οι δανείστριες τράπεζες υπόσχονταν να διαγράψουν μέρος των δανείων που είχαν χορηγήσει με αντάλλαγμα την αποδοχή τίτλων με εξασφάλιση είσπραξης κεφαλαίου και τόκων
- η διαγραφή χρέους συνδέονταν με όρους λήψης μέτρων και πολιτικών οικονομικής προσαρμογής από τη πλευρά των κρατών-οφειλετών
- το «νέο» χρέος θα έπρεπε να είναι καθόλα εμπορεύσιμο, επιτρέποντας στους κατόχους των τίτλων να διαφοροποιήσουν το χαρτοφυλάκιο τους μέσω

¹⁹³ Beranger-Lachand S., 2001 supra υποσημείωση 182

¹⁹⁴ ibid EMTA, <http://www.emta.org/template.aspx?id=35>

¹⁹⁵ www.investorwords.com

¹⁹⁶ www.emgmkt.com/research/bradydef.htm

¹⁹⁷ ibid Vazquez I., The Cato Journal Vol. 16, No. 2, 1996

¹⁹⁸ ibid EMTA

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

ανταλλαγής των ομολογιακών τίτλων εντός των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών.

- οι ομολογιούχοι είχαν τουλάχιστον δύο (2) επιλογές: να ανταλλάξουν τις απαιτήσεις τους με τίτλους ίσης ονομαστικής αξίας με το συνολικό ανεξόφλητο ποσό (par bonds), ή με τίτλους με ονομαστική αξία κατώτερη της ονομαστικής αξίας του συνολικού ανεξόφλητου ποσού (discount bonds).
- παροχή χρηματοδοτικής στήριξης στα κράτη-οφειλέτες από το ΔΝΤ και την Παγκόσμια Τράπεζα¹⁹⁹.

Η εφαρμογή του Προγράμματος Brady βασίστηκε στην επίτευξη συμφωνιών ανταλλαγής χρέους, όπου οι δανείστριες τράπεζες θα είχαν συμφέρον να συμμετέχουν στη βάση ότι ένα μη εξυπηρετούμενο δάνειο στον ισολογισμό της τράπεζας αποτελεί στοιχείο του ενεργητικού χωρίς να προσφέρει πλέον καμία απόδοση. Το εν λόγω στοιχείο του ενεργητικού κάποτε άξιζε το 100% της ονομαστικής του αξίας αλλά έχει καταγραφεί και χαρακτηριστεί ως μη εξυπηρετούμενο. Το Πρόγραμμα Brady επιτρέπει στο πιστωτικό ίδρυμα να αφαιρέσει αυτό το μη εξυπηρετούμενο στοιχείο του ενεργητικού από τον ισολογισμό και να το αντικαταστήσει με ένα ομολογιακό τίτλο, τον οποίο έχει εκδόσει ο ίδιος οφειλέτης. Από το να έχει λοιπόν ένα μη εξυπηρετούμενο δάνειο στο ενεργητικό της, η τράπεζα πλέον διαθέτει ένα εξυπηρετούμενο και εγγυημένο τίτλο χρέους. Από την πλευρά του ο οφειλέτης έχει ανταλλάξει τη δανειακή του υποχρέωση με ένα ομόλογο Brady, το οποίο έχει ευνοϊκότερους όρους αποπληρωμής από το αρχικό δάνειο.

Άλλωστε αυτό που αποτελούσε το κύριο πρόβλημα για τις δανείστριες τράπεζες των χωρών που συμμετείχαν στο Πρόγραμμα Brady, ήταν οι ληξιπρόθεσμες πληρωμές των δανείων και κυρίως οι πληρωμές για τόκους, με άμεσες επιπτώσεις στα κέρδη από φόρους των τραπεζών.²⁰⁰ Με την υλοποίηση του Προγράμματος, την εμπρόθεσμη καταβολή των δόσεων για την αποπληρωμή των τόκων εγγυούνταν πλέον το ΔΝΤ και η Παγκόσμια Τράπεζα.²⁰¹

¹⁹⁹ Για το σύνολο των χωρών που συμμετείχαν στο Πρόγραμμα αναδιάρθρωσης Brady, το ΔΝΤ και η Παγκόσμια Τράπεζα χορήγησαν στις χώρες 12 δις δολάρια έκαστος και επίσης 8 δις δολάρια παρέχξε η Ιαπωνική Τράπεζα Εισαγωγών-Εξαγωγών. Vazquez I., The Cato Journal Vol. 16, No. 2, 1996

²⁰⁰ "Enter The Brady Plan", Hornik R., TIME, Washington, 20.3.1989

²⁰¹ ibid

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

Οι διαπραγματεύσεις στο πλαίσιο του Προγράμματος διεξάγονταν σε 2 γύρους. Κατά τον πρώτο γύρο διαπραγματεύσεων, οι δανείστριες τράπεζες, οι οποίες εκπροσωπούνταν συλλογικά από μία «Συμβουλευτική Επιτροπή» (Advisory Committee) διαπραγματεύονταν με εκπροσώπους των κρατών-οφειλετών ένα «μενού» ή σύνολο εφαρμοστέων τελικών όρων, μέσω των οποίων οι πιστωτές μπορούσαν να επιλέξουν να αυξήσουν ή να μειώσουν την έκθεση του χαρτοφυλακίου τους σε δάνεια προς χώρες και μάλιστα τα οποία δεν εξυπηρετούνταν. Συνήθως, στο «μενού» προσφέρονταν στους πιστωτές τρεις (3) επιλογές²⁰²:

- ανταλλαγή των υφιστάμενων δανείων με ομολογιακούς τίτλους 30ετούς διάρκειας του μειωμένου δημόσιου χρέους, με ονομαστική αξία μειωμένη κατά 35% της ονομαστικής αξίας του συνόλου των ανεξόφλητων απαιτήσεων τους και επιτόκιο αναφοράς καθοριζόμενο σε 13-16 μονάδες βάσης άνω του LIBOR.
- ανταλλαγή των υφιστάμενων δανείων με ομολογιακούς τίτλους 30ετούς διάρκειας με ονομαστική αξία ίση με αυτή του συνόλου των ανεξόφλητων απαιτήσεων και επιτόκιο χαμηλότερο από αυτό της αγοράς. Με την ανταλλαγή αυτή επιτυγχάνονταν η μείωση των τόκων των υφιστάμενων δανείων ώστε τα κράτη να μπορέσουν να καταβάλουν τις προσήκουσες πληρωμές για τοκοχρεολύσια πλήρως και εμπροθέσμως.
- παροχή νέων δανείων από τα πιστωτικά ιδρύματα με επιτόκιο της αγοράς και μέχρι 4 χρόνια μέγιστη περίοδο αποπληρωμής. Τα πιστωτικά ιδρύματα μπορούσαν να παρέχουν νέα δάνεια μέχρι και 25% του συνόλου των δανείων που είχαν ήδη χορηγήσει πριν από το 1989 .

Με βάση τις επιλογές του «μενού» που προσέφερε το Πρόγραμμα Brady, τα πιστωτικά ιδρύματα μπορούσαν να ρυθμίσουν το άνοιγμα του χαρτοφυλακίου τους μεταξύ 64 έως και 125% του συνολικού ποσοστού χορηγήσεων που είχαν στην προ-Brady εποχή.²⁰³

Κατά τον δεύτερο γύρο διαπραγματεύσεων οι πιστωτές μετέτρεπαν τις υφιστάμενες απαιτήσεις τους, ανάλογα με ποια επιλογή έκαναν μέσα από το «μενού» που προσφέρονταν κατά τη διάρκεια του πρώτου γύρου διαπραγματεύσεων. Η σύλληψη του «μενού» που προσέφερε το Πρόγραμμα Brady στους πιστωτές,

²⁰² ibid Krugman P., σελ. 691-722

²⁰³ ibid Vazquez I., The Cato Journal Vol. 16, No. 2, 1996

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

επέτρεπε την αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους των υπερχρεωμένων κρατών συμβιβάζοντας τις ετερογενείς προτιμήσεις των διάφορων πιστωτών τους. Οι κυρώσεις βέβαια για τους πιστωτές που δεν συμμορφώνονταν με τους τελικούς εφαρμοστέους όρους της συμφωνίας δεν κατέστησαν ποτέ σαφείς²⁰⁴.

Επιπρόσθετα, το σύνολο της κύριας οφειλής ήταν συνήθως αλλά όχι πάντα εγγυημένο, με εξασφάλιση τα ειδικά ομόλογα έκδοσης του αμερικανικού δημοσίου, 30ετούς διάρκειας, μηδενικού επιτοκίου (zero coupon), που είχαν αγοραστεί από το κράτος-οφειλέτη έπειτα από την λήψη χρηματοδοτικής ενίσχυσης από διεθνείς χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και χρησιμοποιώντας τα συναλλαγματικά του διαθέσιμα. Οι δε πληρωμές των τόκων ήταν συχνά εγγυημένες από τίτλους αξιολόγησης τουλάχιστον AA οι οποίοι διακρατούνταν στο χαρτοφυλάκιο της Federal Reserve²⁰⁵.

2.1 Ομόλογα Brady ως μέσα υλοποίησης του προγράμματος αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους των αναπτυσσόμενων και λιγότερο ανεπτυγμένων χωρών: Δομή και Τυπολογία

2.1.1 Γενικές παρατηρήσεις για την φύση και την αγορά των ομολόγων ως χρηματοπιστωτικών μέσων

Όπως είδαμε τα ομόλογα που εκδόθηκαν στα πλαίσια της προσέγγισης Brady για την αναδιάρθρωση δημόσιου χρέους, έχουν όλα τα χαρακτηριστικά των απλών κρατικών ομολόγων αλλά διαφοροποιούνταν ως προς το περιεχόμενο ορισμένων όρων μέσω των οποίων θα επιτρέπονταν η διευκόλυνση της αποπληρωμής του δημοσίου χρέους από τα κράτη-εκδότες αλλά θα διασφαλίζονταν και τα συμφέροντα των πιστωτών τους. Πριν όμως προχωρήσουμε στην μελέτη της δομής και της τυπολογίας των τίτλων Brady θα πρέπει για λόγους πληρέστερης κατανόησης της φύσης και των χαρακτηριστικών των τίτλων Brady να αναφέρουμε τα χαρακτηριστικά των ομολόγων γενικά, ως πιστωτικών εργαλείων της χρηματαγοράς.

²⁰⁴ είχε υιοθετηθεί η προσέγγιση “constractive ambiguity” ώστε να επιτευχθεί το καλύτερο αποτέλεσμα κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων.

²⁰⁵ ibid EMTA, <http://www.emta.org/template.aspx?id=35>

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

Οι αγορές σταθερού εισοδήματος – όπως χαρακτηρίζονται γενικότερα οι ομολογιακές αγορές – διαφέρουν σημαντικά βάσει κριτηρίων όπως είναι το είδος των εργαλείων, ο τύπος και οι στόχοι των επενδυτών καθώς και η διάρθρωση των αγορών σε σχέση με την συμμετοχή ιδιωτών επενδυτών, τον τρόπο διαπραγμάτευσης μεταξύ των συμβαλλομένων, καθώς και την προσπάθεια επίτευξης καλύτερης τιμής αγοράς ή πώλησης. Συγκεκριμένα, ενώ στις μετοχικές αγορές ο μετοχικός τίτλος είναι ο ίδιος σε σχέση με την χρηματοροή και τον κίνδυνο, δεν μπορεί να ειπωθεί το ίδιο για τις ομολογιακές αγορές στις οποίες διακινούνται χρεόγραφα σε διαφορετικά νομίσματα, διάρκειες, τοκομερίδια, προτεραιότητες αποπληρωμής και άλλα. Η μεγάλη διαφοροποίηση μεταξύ των επενδυτικών επιλογών στην ομολογιακή αγορά, απαιτεί μια υψηλή κατάρτιση εκ μέρους του επενδυτή όσο αφορά στους κινδύνους που ενέχουν τα προϊόντα αυτού του είδους²⁰⁶.

Ως χρεόγραφα (Debt securities) ορίζονται οι τίτλοι πλην μετοχών, εξαιρουμένων των χρηματοοικονομικών παραγώγων, που περιλαμβάνουν όλα τα χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού τα οποία συνιστούν μέσα πληρωτέα στον κομιστή, είναι συνήθως εμπορεύσιμα, διακινούνται σε δευτερεύουσες αγορές και δεν δίνουν στον κάτοχο τους ιδιοκτησιακά δικαιώματα επί της θεσμικής μονάδας έκδοσης τους.²⁰⁷ Περιλαμβάνονται δηλαδή, συναλλαγματικές (bills), γραμμάτια (notes), ομολογίες (bonds), χρεόγραφα χωρίς εξασφάλιση (debentures) και παρόμοια μέσα που διακινούνται συνήθως στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Τα μέσα αυτά έχουν ως κύριο χαρακτηριστικό το ότι παρέχουν στον κάτοχο τους απεριόριστο δικαίωμα απόληψης σταθερού ή συμβατικά καθορισμένου μεταβλητού χρηματικού εισοδήματος με την μορφή τοκομεριδίων (τόκων) ή/και καθορισμένου σταθερού ποσού σε μια ή περισσότερες καθορισμένες ημερομηνίες ή αρχής γενομένης από ημερομηνία καθορισμένη κατά τη στιγμή της έκδοσης²⁰⁸.

Το ομόλογο (ομολογία) είναι αξιόγραφο που ενσωματώνει υπόσχεση χρηματικής παροχής του εκδότη προς τον εξ αυτού δικαιούχο. Η υποχρέωση αυτή συνίσταται, συνήθως, στην πληρωμή του κεφαλαίου κατά τη λήξη και του τόκου στις περιόδους που ορίζονται στους όρους της έκδοσης. Τα βασικά χαρακτηριστικά κάθε ομολόγου είναι: α) η ονομαστική του αξία, η οποία δεν ταυτίζεται με την τιμή

²⁰⁶ «Εισαγωγή στην τραπεζική χρηματοοικονομική διοικητική», Μελάς Κ., 2009, σελ. 324

²⁰⁷ Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Μηνιαίο Ενημερωτικό Δελτίο, Μάρτιος 2011

²⁰⁸ «Η δόμηση των χρηματοπιστωτικών μέσων στο σύγχρονο χρηματοπιστωτικό σύστημα», Γαλιάτσος Κ., Δελτίο ΕΕΤ Α' Τρίμηνο, 2007

διαπραγμάτευσης, αλλά είναι το ποσό που υποχρεούται να καταβάλλει ο εκδότης κατά τη λήξη του ομολόγου, β) το επιτόκιο/κουπόνι και γ) η περίοδος λήξεως αυτού.²⁰⁹

Ομόλογα μπορούν να εκδίδονται είτε από κρατικούς φορείς (ομόλογα δημοσίου) είτε από εταιρείες (εταιρικά ομόλογα). Κατ' αυτή την έννοια τα ομόλογα αποτελούν μορφή κρατικού ή εταιρικού δανεισμού.²¹⁰ Τα ομόλογα εκδίδονται υπό ποικίλες μορφές²¹¹:

α) Ομόλογα άνευ εξασφαλίσεως: Οι ομολογιούχοι έχουν απαίτηση κατά του εκδότη, όπως και οι λοιποί πιστωτές του.

β) Ομόλογα με εγγυήσεις υπέρ των ομολογιούχων: Η απαίτηση των ομολογιούχων διασφαλίζεται: i) με εμπράγματα εξασφάλιση επί συγκεκριμένων στοιχείων του ενεργητικού του εκδότη, ii) με εγγυήσεις τρίτων, iii) με εκχώρηση απαιτήσεων κλπ. Περαιτέρω, οι ομολογιούχοι μπορεί να απολαμβάνουν επιπρόσθετης προστασίας σύμφωνα με ειδικές συμφωνίες με τον εκδότη ή λόγω προνομιακής τους τοποθέτησης έναντι λοιπών ομολογιούχων ή πιστωτών.

γ) Ομόλογα μειωμένης εξασφάλισης: Σε περίπτωση πτώχευσης του εκδότη ο ομολογιούχος ικανοποιείται ύστερα από όλους τους άλλους πιστωτές του εκδότη – αν υπάρχει, εννοείται, ακόμη περιουσία –, όπως ειδικότερα ορίζεται στο ομολογιακό δάνειο.

δ) Μετατρέψιμες ή ανταλλάξιμες ομολογίες: Εμπεριέχουν δικαιώματα μετατροπής σε μετοχές ή άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα ή ανταλλαγής με άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα.

Οι εκδότες αναλαμβάνουν την υποχρέωση να καταβάλλουν επιτόκιο που μπορεί να είναι: α) σταθερό(fixed rate), β) κυμαινόμενο επιτόκιο (floating rate), προσδιοριζόμενο βάσει ενός γενικά διαδεδομένου δείκτη επιτοκίου (π.χ. EURIBOR, FIBOR, LIBOR κλπ). Ο τόκος καταβάλλεται, συνήθως, σε προκαθορισμένα χρονικά σημεία (μηνιαίως, τριμηνιαίως, εξαμηνιαίως, ετησίως ή και κατά τη λήξη του ομολογιακού δανείου). Τέλος εκδίδονται και ομόλογα χωρίς τοκομερίδιο-κουπόνι (zero coupon bonds). Στα ομόλογα αυτά ο τόκος ενσωματώνεται στην αξία του ομολόγου. Οι επενδυτές δεν εισπράττουν, δηλαδή, τόκο κατά τη διάρκεια του

²⁰⁹ ibid Μελάς Κ., 2009, σελ. 111

²¹⁰ «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Θωμαδάκης Σ., Ξανθάκης Μ., 2006, σελ. 73

²¹¹ ibid

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

ομολόγου, αλλά αποκτούν το ομόλογο με έκπτωση ως προς την ονομαστική του αξία, η οποία έκπτωση αναλογεί στον τόκο²¹².

2.1.2 Δομή Ομολόγων Brady

Σε αυτό το σημείο κρίνεται σκόπιμο και απαραίτητο να περιγραφούν συνοπτικά οι μέθοδοι δόμησης των ομολόγων που έχουν εκδοθεί με βάση την προσέγγιση Brady για την αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους των υπερβολικά χρεωμένων χωρών. Τα ομόλογα, που έχουν μείνει γνωστά στην διεθνή επενδυτική κοινότητα ως «ομόλογα Brady», παρά το ότι οι εκδότες τους ήταν διάφορες χώρες, περιλαμβάνουν μεγάλο αριθμό διαφορετικών τύπων ομολογιακών τίτλων που χρησιμοποιήθηκαν ως μέσα για την υλοποίηση των στόχων αναδιάρθρωσης του Προγράμματος Brady. Η μεγάλη ποικιλία των εκδοθέντων τίτλων οφείλεται κυρίως στην περιπτωσιολογική προσέγγιση της κάθε συμφωνίας αναδιάρθρωσης στα πλαίσια του ευρύτερου «Σχεδίου Brady»²¹³.

Οι αρχικές συμφωνίες Brady περιελάμβαναν την έκδοση χρεωστικών τίτλων σταθερού (fixed rate) και κυμαινόμενου (floating rate) επιτοκίου, εγγυημένου κεφαλαίου από τίτλους μηδενικού τοκομεριδίου (zero coupon bonds) έκδοσης του αμερικανικού δημοσίου και εγγυημένες μελλοντικές πληρωμές τόκων μέσω της εξασφάλισης ταμειακών διαθεσίμων (cash collateral), τα οποία διατηρούσαν τα κράτη-εκδότες των ομολόγων Brady σε λογαριασμούς της Federal Reserve που είχε τον ρόλο τριτεγγυητή.²¹⁴ Επίσης, τα πιο πρόσφατα ομόλογα Brady που εκδόθηκαν, περιλαμβάνουν ομολογίες σταθερού και κυμαινόμενου τοκομεριδίου (fixed & floating rate coupon), καθώς και ομολογίες με αυξανόμενη απόδοση (step-up coupon)²¹⁵, ομόλογα εφάπαξ εξόφλησης την ημερομηνία ωρίμανσης, χωρίς δικαίωμα

²¹² ibid Θωμαδάκης Σ., Ξανθάκης Μ., 2006, σελ. 79

²¹³ ibid EMTA, <http://www.emta.org/template.aspx?id=35>

²¹⁴ ibid Lee S.Y., Venezia M.E., 2000, σελ. 5

²¹⁵ Είδος ομολόγου όπου αποδίδει στον κάτοχο ένα αρχικό επιτόκιο τοκομεριδίου (coupon rate) κατά την πρώτη περίοδο πληρωμής τοκομεριδίου και στη συνέχεια μεγαλύτερο κουπόνι για τις επόμενες περιόδους εισπραχής τοκομεριδίου. Σημειώνεται ότι το επιτόκιο τοκομεριδίου (coupon rate) ορίζεται ως η πληρωμή του τοκομεριδίου δια την ονομαστική αξία του ομολόγου. «Εισαγωγή στην Τραπεζική Χρηματοοικονομική Διοικητική», Μελάς Κ., 2009, σελ. 90-91

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

ανάκλησης²¹⁶ και χωρίς τοκομερίδιο (bullet bonds)²¹⁷, ομόλογα εξόφλησης του κεφαλαίου σε κλιμακούμενες δόσεις (amortization principal bonds)²¹⁸, ομόλογα με εγγυημένη επιστροφή του αρχικού κεφαλαίου ή/και πληρωμής τόκων και τέλος ομόλογα χωρίς καμία εξασφάλιση.

Για την παροχή εξασφάλισης της αποπληρωμής του κεφαλαίου ενός ομολόγου Brady, οι εκδότριες χώρες αγόραζαν τίτλους μηδενικού τοκομεριδίου (zero coupon bonds) έκδοσης του αμερικανικού δημοσίου με περίοδο ωρίμανσης, αντίστοιχη με αυτή του ομολόγου Brady. Τις ομολογίες αυτές του αμερικανικού δημοσίου διατηρεί ως τριτεγγυητής η Federal Reserve.²¹⁹ Ως εκ τούτου, ένας επενδυτής που αγοράζει ένα ομόλογο Brady με εγγύηση κεφαλαίου, γνωρίζει ότι, κατά την ημερομηνία λήξης του ομολόγου, ένας μεσάζων θα λάβει εντολή πληρωμής από το αμερικανικό δημόσιο, η οποία θα χρησιμοποιηθεί για να επιστραφεί σε αυτόν το κεφάλαιο του ομολόγου που έχει στην κατοχή του. Αντ' αυτού, σε περίπτωση αθέτησης των υποχρεώσεων (default) του εκδότη του ομολόγου, ο ομολογιούχος θα λάβει το ενέχυρο-εξασφάλιση του κεφαλαίου την ημερομηνία λήξης του ομολόγου.²²⁰

Ωστόσο, δεν παρείχαν όλοι οι τύποι ομολόγων Brady εξασφάλιση και πρέπει να διευκρινίσουμε ότι, κανένας ομολογιακός τίτλος δεν εκδίδονταν με εγγύηση του αμερικανικού δημοσίου. Σε κάθε περίπτωση οι τίτλοι με ονομαστική αξία μειωμένη (discount) ή ίση (par) με αυτή του συνόλου των απαιτήσεων των πιστωτών, παρείχαν εξασφάλιση επιστροφής του αρχικού κεφαλαίου και καταβολής συγκεκριμένου αριθμού πληρωμών για τόκους (rolling interest guarantee: ρήτρα παροχής εγγύησης για την προσήκουσα καταβολή πληρωμών των τόκων, με διάρκεια κάλυψης συνήθως 12 έως 18 μήνες).²²¹

Βέβαια τα ομόλογα αυτά, στην πλειοψηφία τους εκδίδονταν σε δολάρια αλλά υπήρχαν και κάποιες εκδόσεις στο εθνικό νόμισμα του εκδότη-κράτους. Η τυπολογία των ομολόγων Brady καθώς και των βασικών χαρακτηριστικών κάθε μορφής συνοψίζονται παρακάτω στον Πίνακα 3, σημειώνεται ότι δεν αποτελεί εξαντλητική καταγραφή όλων των τύπων των ομολόγων Brady καθώς, όπως αναφέρθηκε, οι όροι

²¹⁶ Το προνόμιο ανάκλησης ή επαναγοράς συνίσταται στο δικαίωμα του εκδότη να ανακαλέσει ένα ομόλογο για εξόφληση πριν την ωρίμανση του καταβάλλοντας συνήθως ένα πριμ ανάκλησης στους ομολογιούχους. Τα μη ανακλητά ομόλογα (non callable bonds) δεν παρέχουν αυτή την επιλογή.

²¹⁷ <http://www.investopedia.com/terms/b/bulletbond.asp#axzz1XYgNB5uy>

²¹⁸ <http://www.investopedia.com/terms/a/amortization.asp#axzz1XYgNB5uy>

²¹⁹ ibid Lee S.Y., Venezia M.E., 2000, σελ. 5

²²⁰ ibid

²²¹ ibid EMTA, <http://www.emta.org/template.aspx?id=35>

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

των συγκεκριμένων τίτλων προέκυπταν έπειτα από διαπραγματεύσεις και εφαρμόζονταν περιπτωσιολογικά. Εντούτοις, ο πίνακας περιλαμβάνει τις πιο δημοφιλείς περιπτώσεις ομολογιακών τίτλων του προγράμματος Brady.

Με αρχή την έκδοση των μεξικανικών ομολόγων Brady, ξεκίνησε σταδιακά και η διαπραγμάτευση τους στη δευτερογενή αγορά ομολόγων. Ενδεικτικά, το 1996 όταν ο συνολικός όγκος τίτλων προς διαπραγμάτευση διεθνώς ανέρχονταν σε 5,29 τρις δολάρια, το 50,8% αυτού καταλάμβαναν το ομόλογα Brady. Το 1997 η αγορά έφτασε τον συνολικό όγκο τίτλων προς διαπραγμάτευση της τάξεως των 5,9 τρις δολαρίων, εκ των οποίων το 40,6% ήταν ομόλογα Brady. Τον Δεκέμβριο του 1999, η ονομαστική αξία συνολικά των ομολόγων Brady ανέρχονταν σε 130 δις δολάρια, με τους τίτλους Brady σε δολάρια να ανέρχονται στο 90% του συνολικού αυτού ποσού²²².

Ως εκ τούτου, βλέπουμε ότι η αγορά των ομολόγων Brady αποτελεί το μεγαλύτερο και με την πιο έντονη συναλλακτική δραστηριότητα, τμήμα των αναδυόμενων αγορών τίτλων. Το μεγάλο ποσοστό έκδοσης τίτλων Brady οδήγησε στην ανάπτυξη της αγοράς ομολόγων Brady, μία αγορά με βασικό πλεονέκτημα την παροχής μεγάλης ρευστότητας και μετέτρεψε τα ομόλογα Brady σε χρηματοπιστωτικά μέσα πρώτης προτίμησης θεσμικών κυρίως επενδυτών καθώς και άλλων επαγγελματιών επενδυτών που απέβλεπαν στο να επενδύσουν στην ανάπτυξη κάποιας συγκεκριμένης χώρας – εκδότη τέτοιων τίτλων.²²³

2.2 Κίνδυνοι που ενέχουν οι τίτλοι Brady ως χρηματοπιστωτικά μέσα που διαπραγματεύονται σε αγορές ομολόγων

Όπως όλοι οι χρεωστικοί τίτλοι που διαπραγματεύονται στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου, έτσι και τα ομόλογα Brady ενέχουν κινδύνους. Οι πιο βασικοί κίνδυνοι που σχετίζονται με αυτούς τους τίτλους είναι²²⁴:

- **Κίνδυνος Επιτοκίου (Interest Rate Risk):** Ο συγκεκριμένος τύπος κινδύνου είναι εγγενής με όλους του τύπους χρηματοπιστωτικών μέσων σταθερού εισοδήματος, είτε ο εκδότης είναι κράτος αναπτυσσόμενο είτε έχει βαθμό

²²² ibid EMTA, Ετήσια Ενημερωτικά Δελτία, <http://www.emta.org>

²²³ ibid Lee S.Y., Venezia M.E., 2000, σελ. 8

²²⁴ ibid Lee S.Y., Venezia M.E., 2000, σελ. 9-10

πιστοληπτικής ικανότητας AAA. Όσο μεγαλύτερη είναι η διάρκεια ενός ομολογιακού δανείου, τόσο ευπαθέστερο είναι έναντι τυχόν ανόδου των επιτοκίων στην αγορά, ιδίως σε περίπτωση που έχει χαμηλό επιτόκιο. Συνίσταται στην πιθανότητα να μειωθεί οι τιμές ομολόγων προηγούμενων εκδόσεων με χαμηλότερο επιτόκιο λόγω αύξησης του επιτοκίου της αγοράς.

- **Πιστωτικός κίνδυνος (Credit Risk):** Οι επενδυτές σε ομόλογα αναπτυσσόμενων χωρών έχουν καθαρά κερδοσκοπικά κίνητρα καθώς τα ομόλογα αυτά δίνουν μεγαλύτερες αποδόσεις στους επενδυτές ως αντιστάθμιση της πιθανότητας να μην μπορέσουν να καταβάλλουν τις προσήκουσες δόσεις τοκοχρεολυσίων, με αποτέλεσμα οι εκδότες των ομολόγων να οδηγηθούν σε λύσεις αναδιάρθρωσης. Επίσης, ο πιστωτικός κίνδυνος συνίσταται στην μείωση της αξίας του ομολόγου σε περίπτωση που μειωθεί η πιστοληπτική αξιολόγηση του εκδότη.
- **Κίνδυνος χώρας (Country Risk):** Οι χρεωστικοί τίτλοι των αναπτυσσόμενων κρατών είναι ευαίσθητοι στις άμεσες ή έμμεσες συνέπειες των οικονομικών, πολιτικών και κοινωνικών αλλαγών εντός του κράτους-εκδότη. Πολλοί εκδότες έχουν αντιμετωπίσει και κάποιοι συνεχίζουν να αντιμετωπίζουν καταστάσεις οικονομικής και πολιτικής αβεβαιότητας ή/και αστάθειας, υψηλούς ρυθμούς πληθωρισμού, διακυμάνσεις στην συναλλαγματική ισοτιμία, μεγάλα ποσοστά φτώχειας και ανεργίας. Επιπρόσθετα, στο κίνδυνο χώρας εμπεριέχεται και ο κίνδυνος για τους επενδυτές των κρατικοποιήσεων και της λήψης κυβερνητικών περιοριστικών μέτρων όπως η παρακράτηση μερισμάτων εντός του κράτους του εκδότη.
- **Κίνδυνος Μετατρεψιμότητας (Convertibility Risk):** Αποτελεί μία μορφή του κινδύνου χώρας. Εμπεριέχει την πιθανότητα η κυβέρνηση του εκδότη των χρεωστικών τίτλων να επιβάλλει ελέγχους μετατρεψιμότητας της συναλλαγματικής ισοτιμίας της, θέτοντας έμμεσα περιορισμούς στην εμπορευσιμότητα των τίτλων.
- **Συναλλαγματικός Κίνδυνος (Currency Risk):** Η ονομαστική αξία των τίτλων που δεν έχουν εκδοθεί σε αμερικανικό δολάριο μπορεί να επηρεαστεί από την μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας του νομίσματος έκδοσης. Επίσης, για τους τίτλους που έχουν εκδοθεί σε δολάρια, η μεταβολή στην ισοτιμία του δολαρίου θα έχει επιπτώσεις.

- **Κίνδυνος Ελλιπούς Δημοσιοποίησης (Disclosure Risk):** Αφορά στο ενδεχόμενο ο εκδότης του τίτλου να μην δημοσιοποιεί όλες τις απαραίτητες πληροφορίες καθώς συνήθως τα αναπτυσσόμενα κράτη δεν διαθέτουν αυστηρό σχετικό ρυθμιστικό πλαίσιο.
- **Κίνδυνος Ρευστότητας (Liquidity Risk):** Οι αγορές όπου διαπραγματεύονται κρατικά ομόλογα, ιδιαίτερα των αναπτυσσόμενων κρατών είναι πιο περιορισμένες σε σχέση με αυτές των απλών ομολόγων και εμφανίζουν λιγότερη ρευστότητα. Αυτό κάνει την ανταλλαγή σε αγοραία τιμή των χρεωστικών τίτλων αναπτυσσόμενων χωρών πιο δυσχερή. Ο κίνδυνος αυτός είναι σημαντικός σε περίπτωση που ο ομολογιούχος επιθυμεί να ρευστοποιήσει το ομόλογο πριν από τη λήξη του. Στην περίπτωση αυτή, ελλείπει εμπορευσιμότητα, μπορεί να επιτύχει τιμή χαμηλότερη (υπό περιστάσεις κατά πολύ) της ονομαστικής αξίας του ομολόγου.
- **Κίνδυνος Αστάθειας (Volatility Risk):** Η αγοραία αξία των χρεωστικών τίτλων αναπτυσσόμενων χωρών εμφανίζει ευαισθησία στην επέλευση γεγονότων που αφορούν το κράτος –εκδότη. Πιο συγκεκριμένα, οι μεταβολές των οικονομικών στο κράτος εκδότη έχουν μεγαλύτερη επίπτωση στην αγοραία αξία του τίτλου σε σχέση με τα κοινά ομόλογα, εξ' ου και παρουσιάζουν μεγάλες διακυμάνσεις στις τιμές τους.

Συνοψίζοντας, η έκδοση ομολόγων Brady αποτελεί μέρος της πολιτικής αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους της χώρας εκδότη. Εν μέρει, η έκδοση ομολόγων Brady εξυπηρετεί ως αντάλλαγμα της διαγραφής μέρους του προηγούμενου χρέους και αποπληρωμής του ανεξόφλητου μέρους των δανείων. Σε άλλες περιπτώσεις τα ομόλογα αυτά εκδίδονται ως εξασφάλιση για την παροχή κινήτρων δανειοδότησης του κράτους-εκδότη από πιστωτικά ιδρύματα. Τα ομόλογα Brady έχουν διάρκεια ωρίμανσης έως 30 έτη και κατά τη λήξη τους ο εκδότης καλείται να επιστρέψει στους ομολογιούχους το ποσό της ονομαστικής αξίας του ομολόγου καθώς και τους τόκους που έχουν συμφωνηθεί. Η αξία έκδοσης των ομολόγων Brady διέφερε ανάλογα με το αν εκδίδονταν σε αξία ίση ή μικρότερη με αυτή των ανταλλάξιμων απαιτήσεων. Σε κάποια είδη ομολόγων Brady παρέχεται εξασφάλιση καταβολής κεφαλαίου ή/και τοκομεριδίων και κάποια άλλα είδη έχουν εκδοθεί χωρίς κάποια εξασφάλιση.

**Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη**

Τα ομόλογα Brady αποτελούν τίτλους που επιτρέπουν την διαπραγμάτευση τους στην διεθνή δευτερογενή αγορά ομολόγων και λόγω της διασύνδεσης τους με δημόσιο χρέος, είθισται να επενδύουν σε ομόλογα Brady θεσμικοί επενδυτές, π.χ. χρηματοπιστωτικοί όμιλοι με διεθνή παρουσία, τρίτες χώρες κα. Ενώ δεν απαγορεύεται σε απλούς επενδυτές η πραγματοποίηση επένδυσης σε τίτλους Brady, λόγω των κινδύνων που ενέχουν δεν αποτελούν δημοφιλή επενδυτική επιλογή για τους απλούς επενδυτές καθώς αποτελούν τίτλους με όχι τόσο ευνοϊκούς όρους για τους απλούς επενδυτές²²⁵, αφού είχαν στόχο να διευκολύνουν την αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους του εκδότη. Επιπρόσθετα, οι τίτλοι Brady εμφανίζουν υψηλό ποσοστό κινδύνου χώρας και αυτό γιατί υπάρχει αυξημένη πιθανότητα, το κράτος-εκδότης να επιδείξει αδυναμία εξόφλησης των τίτλων και καταβολής των τοκομεριδίων με βάση τους όρους που έχουν συμφωνηθεί, κίνδυνος ιδιαίτερα αυξημένος κατά την περίοδο ωρίμανσης των ομολόγων. Πάραυτα, τα ομόλογα Brady εξακολουθούν να προσελκύουν επενδυτές λόγω των υψηλών τους.

Μέχρι και τα τέλη της δεκαετίας του 1990, η αγορά των ομολόγων Brady βρίσκονταν σε μεγάλη ανάπτυξη. Ωστόσο ήδη από το 1999 με την κήρυξη στάσης πληρωμών των ομολόγων Brady που είχε εκδόσει το Εκουαδόρ με στόχο την αναδιάρθρωση του χρέους του, καθώς και με την μεγάλης έκτασης επαναγορά χρέους από τις κυβερνήσεις του Μεξικού και ιδιαίτερα της Βραζιλίας το 2004, οι επενδύσεις σε ομόλογα Brady έχουν σχεδόν εγκαταλειφθεί²²⁶.

2.3 Συνολική αποτίμηση και κριτική για την αποτελεσματικότητα του «Σχεδίου Brady», ως πρακτική αντιμετώπισης της κρατικής υπερχρέωσης

Από την αρχή της ανακοίνωσης της στρατηγικής Brady για την αντιμετώπιση της κρίσης υπερχρέωσης των κρατών της Κεντρικής και Νότιας Αμερικής, η οποία βέβαια ακολουθήθηκε και για χώρες της Αφρικής και της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, ήρθε αντιμέτωπη με δύο είδη επικριτών: εκείνων που υποστήριζαν πως ο σχεδιασμός του όλου προγράμματος αναδιάρθρωσης είχε στόχο να διασώσει τις τράπεζες που είχαν εκτεθεί σε δανειοδοτήσεις προς αυτές τις χώρες, και εκείνων που πίστευαν ότι θα έπρεπε οι δημόσιοι φορείς να έχουν μεγαλύτερο μερίδιο συμμετοχής στην

²²⁵ ibid Krugman P., σελ. 691-722

²²⁶ "Debt Trading Volume Survey", 2007, EMTA, www.emta.org

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

διάσωση των υπερχρεωμένων κρατών καθώς ο ιδιωτικός τομέας κλήθηκε να «σηκώσει» το βάρος της διάσωσης σχεδόν εξ' ολοκλήρου.

Πιο συγκεκριμένα, αρκετοί ήταν αυτοί που υποστήριζαν ότι το «Σχέδιο Brady» δεν κατάφερε να πετύχει το απαραίτητο ποσοστό διαγραφών χρέους ώστε να ωφεληθούν ουσιαστικά οι υπερχρεωμένες χώρες, ενώ οι ιδιώτες δανειστές δεν είχαν το μερίδιο της ευθύνης που τους αναλογούσε, καθώς στην βάση της αρχής του υπευθύνου δανεισμού²²⁷, κατ' ουσία ευθύνονταν για την κατάσταση στην οποία είχαν περιέλθει οι υπό κρίση χώρες²²⁸. Εκείνοι που υποστήριζαν την αντίθετη άποψη, θεωρούσαν ότι ο δανειστές του δημοσίου τομέα δεν είχαν συνεισφέρει αρκετά κεφάλαια σε σχέση με τον ιδιωτικό τομέα. Χαρακτηριστική του κλίματος ήταν η δήλωση εκπροσώπου της Citicorp, θυγατρικής τράπεζας της Citibank «Μας ζητάνε να διαγράψουμε το 50% των δανείων μας και περιμένουν μετά να δώσουμε νέα κεφάλαια χωρίς καμία εξασφάλιση. Είναι παρανοϊκό!»²²⁹. Οι εκπρόσωποι των πιστωτών κατά τις διαπραγματεύσεις στα πλαίσια της στρατηγικής Brady, εξέφρασαν την επιθυμία τους να ενισχυθούν περαιτέρω χρηματοδοτικά από το ΔΝΤ και την Παγκόσμια Τράπεζα οι πληγείσες χώρες ώστε να καταστούν οι στόχοι του προγράμματος Brady εφικτοί²³⁰.

Οι εντάσεις μεταξύ εκείνων που πρέσβευαν την άποψη να αναγκασθούν οι τράπεζες σε μεγαλύτερο ποσοστό διαγραφής χρέους και εκείνων που πρέσβευαν ότι η διάσωση των υπερχρεωμένων κρατών θα αντιμετωπισθεί μόνο με την παρέμβαση άλλων χωρών καθώς όπως υποστήριζαν, η προσέγγιση Brady βασιζόνταν πάνω σε πολιτικές και όχι οικονομικές εκτιμήσεις, διαχρονικά εντάθηκαν. Οι Η.Π.Α. είδαν την κρίση της δεκαετίας του 1980 ως ζήτημα διεθνούς ασφάλειας και ζήτημα γεωπολιτικού ενδιαφέροντος. Για τα στελέχη της αμερικανικής κυβέρνησης το αν θα ακολουθούνταν η στρατηγική Brady ή όχι, αφορούσε στο δίλημμα μεταξύ διατήρησης της δημοκρατίας ή παραμονής στο χρέος.²³¹ Επιπρόσθετα, οι αιματηρές

²²⁷ Η αρχή του υπευθύνου δανεισμού συνίσταται στην πρακτική του ο πιστωτικός φορέας προτού συνάψει σύμβαση πίστωσης ή εγγύησης ή αυξήσει το συνολικό ποσό της πίστωσης ή το ποσό της εγγύησης, να έχει εκτιμήσει εκ των προτέρων, με κάθε μέσο που έχει στη διάθεσή του, ότι ο δανειολήπτης και, ενδεχομένως, ο εγγυητής θα τηρήσουν λογικά τις υποχρεώσεις τους που απορρέουν από τη σύμβαση (η αρχή αυτή αποτυπώνεται και στο αρθ. 9 της πρότασης της ευρωπαϊκής Οδηγίας για την καταναλωτική πίστη).

²²⁸ "Third World Debt", Rogoff K., Fortune Encyclopedia of Economics, 1993, σελ. 753

²²⁹ Απόδοση στην ελληνική της δήλωσης του Διευθύνοντος Συμβούλου της Citicorp, Rhodes W. στην εφημερίδα New York Times, 24 Ιουλίου 1989

²³⁰ ibid Vazquez I., Cato Journal, Vol.16, No.2, 1996

²³¹ ibid Monteagudo M., 1994, σελ. 59-81

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

διαδηλώσεις και η κοινωνική αναταραχή στις αρχές του 1989 στο Καράκας της Βενεζουέλας λόγω των προσαρμογών που είχαν επιβληθεί στη χώρα, ενίσχυσαν την άποψη ότι οι υπερβολικά χρεωμένες χώρες θα αποσταθεροποιούνταν αν δεν τους παρέχονταν μεγαλύτερο ποσοστό διαγραφής των συνολικών χρεών τους²³².

Βέβαια, είναι δύσκολο κανείς να υποστηρίξει ότι το «Σχέδιο Brady» ήταν «εθελοντικό», παρά το ότι ο όρος χρησιμοποιούνταν επίσημα. Οι πολιτικοί χρησιμοποιούσαν διάφορες τεχνικές για να πείσουν τις δανείστριες τράπεζες να αποδεχτούν τους όρους των συμφωνιών Brady. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η στάση του Υπουργείου Οικονομικών των Η.Π.Α., το οποίο στις αρχές του 1989 προέβη στην κατάργηση φορολογικών πλεονεκτημάτων προς τις τράπεζες που αφορούσαν την παροχή φορολογικών ελαφρύνσεων με βάση τη συνολική ζημία των τραπεζών από δάνεια προς το εξωτερικό. Αυτό το μέτρο αποτέλεσε σοβαρό μέσο πίεσης για τις δανείστριες τράπεζες²³³. Πιο αντιπροσωπευτικό παράδειγμα άσκησης πολιτικών πιέσεων στις δανείστριες τράπεζες, αποτελεί το Δελτίο Τύπου μετά την ολοκλήρωση της Συνόδου του G-7 που πραγματοποιήθηκε τον Ιούλιο του 1989, στο οποίο διευκρινίστηκε ότι οι τράπεζες θα έπρεπε ολοένα και περισσότερο να θέσουν ως προτεραιότητα τη χρηματοδοτική στήριξη των διαδικασιών για μείωση του δημόσιου χρέους των πληγεισών χωρών και ομαλοποίηση της εξυπηρέτησης του ανεξόφλητου των δανείων, μέσω του εθελοντικού προγράμματος αναδιάρθρωσης²³⁴.

Άλλωστε, η πολιτικοποίηση των πρακτικών δανεισμού των εμπορικών τραπεζών με το «Σχέδιο Brady», αποτελούσε πάγια αμερικανική πρακτική. Κατά την δεκαετία του 1970 για παράδειγμα, η αμερικανική κυβέρνηση εξήρε τις τράπεζες που εφάρμοζαν τακτικές ανακύκλωσης του πλεονάσματος πετροδολαρίων μέσω δανειοδοτήσεων στις αναπτυσσόμενες χώρες. Επίσης, επέτρεψαν στις τράπεζες να μην συμμορφωθούν με το ρυθμιστικό πλαίσιο που αφορούσε τους κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας και απαγόρευε οι συνολικές χορηγήσεις των τραπεζών να ξεπεράσουν το 15% των ιδίων κεφαλαίων τους²³⁵.

Από πολλούς όμως το «Σχέδιο Brady» θεωρούνταν επιτυχημένο όσον αφορά διάφορες πτυχές του ζητήματος της αντιμετώπισης της κρίσης υπερχρέωσης. Πρώτον,

²³² ibid Rogoff K., 1993, σελ. 751

²³³ ibid Vazquez I., Cato Journal, Vol.16, No.2, 1996

²³⁴ "Leaders at Summit Warn Bankers on Third World Debt", Rowen H., Washington Post, 17 Ιουλίου 1989

²³⁵ ibid Monteagudo, M., 1994, σελ. 75

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

έθεσε τις προϋποθέσεις ώστε να μπορέσουν τα κράτη-οφειλέτες να διαπραγματευτούν με τους πιστωτές τους το ενδεχόμενο της ουσιαστικής μείωσης του συνολικού εξωτερικού δημόσιου χρέους καθώς και τη διευκόλυνση εξυπηρέτησης του ανεξόφλητου μέρους των δανείων, λαμβάνοντας υπόψη τις οικονομικές δυσχέρειες που αντιμετώπιζαν. Δεύτερον, πέτυχε την παροχή στις δανείστριες εμπορικές τράπεζες της δυνατότητας να προβούν σε πολιτικές διάσποράς κινδύνου του χαρτοφυλακίου τους μέσα από την ανταλλαγή τίτλων στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, στους οποίους είχαν ενσωματωθεί εν όλω ή εν μέρει οι απαιτήσεις τους από δάνεια προς αναπτυσσόμενες χώρες. Τρίτον, το «Σχέδιο Brady» έδωσε έναυσμα στις αναπτυσσόμενες οικονομίες να προβούν στις κατάλληλες οικονομικές και διαρθρωτικές προσαρμογές ώστε να ανακτήσουν την πρόσβαση τους στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου για την ικανοποίηση των χρηματοδοτικών τους αναγκών²³⁶.

Παρά το ότι η έκδοση ομολόγων Brady έπαψε κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, πολλές από τις καινοτομίες που εισήχθησαν κατά την έκδοση των συγκεκριμένων τίτλων αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους, όπως το δικαίωμα ανάκλησης, το περιοδικά αυξανόμενο τοκομερίδιο (*step up coupon*), κ.α. διατηρήθηκαν και στις πρακτικές αναδιάρθρωσης που επακολούθησαν, όπως στην περίπτωση της Ρωσίας, του Εκουαδόρ και άλλων χωρών.²³⁷ Βέβαια, το Εκουαδόρ όπως έχει ήδη αναφερθεί, αποτέλεσε την πρώτη χώρα που κήρυξε στάση πληρωμών των ομολόγων Brady το 1999. Το 2003 το Μεξικό αποτέλεσε την πρώτη χώρα που απέσυρε από τις αγορές τους χρεωστικούς τίτλους Brady που είχαν εκδοθεί για την αναδιάρθρωση του δημόσιου μεξικανικού χρέους. Ακολούθησε την ίδια τακτική επαναγοράς χρέους το 2004 και η Βραζιλία, η οποία ακολουθήθηκε από την Βενεζουέλα, την Κολομβία (κατάφερε να επαναγοράσει το 22% των χρεωστικών της τίτλων σε τιμή που έφτανε μόλις τα 22 cent του δολαρίου ανά τίτλο), την Βολιβία (μέσω επαναγοράς στα 16 cent του δολαρίου ανά τίτλο, απέσυρε το 5% του συνολικού δημόσιου εξωτερικού χρέους της), την Χιλή (επαναγορά 18% του συνολικού χρέους με 59 cent του δολαρίου ανά τίτλο), το Περού (επαναγορά 31%

²³⁶ "International Debt Reexamined", Cline W., Institute for International Economics, 1995

²³⁷ *ibid*

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

του συνολικού του χρέους με 21 cent του δολαρίου ανά τίτλο) και τις Φιλιππίνες που προχώρησαν σε επαναγορών των ομολόγων τους τον Μάιο του 2007.²³⁸

Με την πρακτική επαναγοράς οι χώρες κατάφεραν την *de facto* διαγραφή του χρέους, με άμεση φυσικά ζημία προς τους πιστωτές.²³⁹ Όμως το γεγονός ότι σε αυτές τις χώρες το ποσοστό διαγραφής του συνολικού χρέους τους δεν ήταν αρκετό ώστε να επιτευχθεί ουσιαστική διέξοδος από την κρίση, η χαμηλή τιμή στην οποία διαπραγματεύονταν οι τίτλοι τους στην δευτερογενή αγορά ομολόγων, έδωσε κίνητρα μαζικής επαναγοράς ακόμα κι αν αυτό υπέσκαπτε τελικά την προοπτική ανάκτησης πρόσβασης τους στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου. Μία ακόμα μέθοδος επαναγοράς χρέους συνίσταται μέσω ανταλλαγής χρέους με μετοχικό κεφάλαιο (*debt-equity swap*). Χρησιμοποιήθηκε από χώρες που διέθεταν αρκετό αποθεματικό συναλλάγματος ώστε να εξαγοράσουν τις απαιτήσεις των τραπεζών σε έκπτωσης σε τιμή εκφρασμένη στο εθνικό νόμισμα.²⁴⁰

Σταδιακά, οι υπερβολικά χρεωμένες αναπτυσσόμενες χώρες που αντιμετώπιζαν προβλήματα τήρησης των δανειακών τους υποχρεώσεων, στράφηκαν σε πρακτικές της αγοράς αποσκοπώντας σε πιο αποτελεσματικούς τρόπους πραγματικής μείωσης του δημόσιου χρέους τους. Σε αυτές τις πρακτικές της αγοράς εντάσσονταν οι πράξεις επαναγοράς χρέους και οι πράξεις ανταλλαγής χρέους με μετοχικό κεφάλαιο. Οι πρακτικές παρουσίαζαν οφέλη τόσο για τις χώρες-οφειλέτες όσο και για τους πιστωτές τους, εφόσον οι ροές εσόδων για την αποπληρωμή χρέους δεν παρακωλύονται λόγω αδυναμίας του κράτους-οφειλέτη να πράξει διαφορετικά. Αυτή η αδυναμία οδήγησε τελικά τις χώρες σε λύσεις αναδιάρθρωσης τύπου Baker και τύπου Brady.²⁴¹

Σύμφωνα με την ανάλυση του Krugman²⁴², αν το υπερβάλλον χρέος είναι πολύ μεγάλο, έχει φορολογική επίπτωση στην ανάπτυξη και την επένδυση μιας χώρας. Υπό αυτές τις συνθήκες, η δυνατότητα της χώρας να εξυπηρετήσει το χρέος συρρικνώνεται. Η καμπύλη Laffer για το δημόσιο χρέος, εξηγεί ότι αν μια χώρα βρίσκεται στην λάθος πλευρά της καμπύλης χρέους (δηλαδή έχει υπερβάλλον χρέος), οι αναμενόμενες απαιτήσεις των πιστωτών της θα είναι λιγότερες από αυτές που θα

²³⁸ "An Assessment of the Brady Plan Agreements", Berthélemy J.C., Lensink R., Technical Paper No. 67, May 2008, ΟΟΣΑ, www.oecd.org

²³⁹ *ibid* Krugman P., 1989, σελ. 263

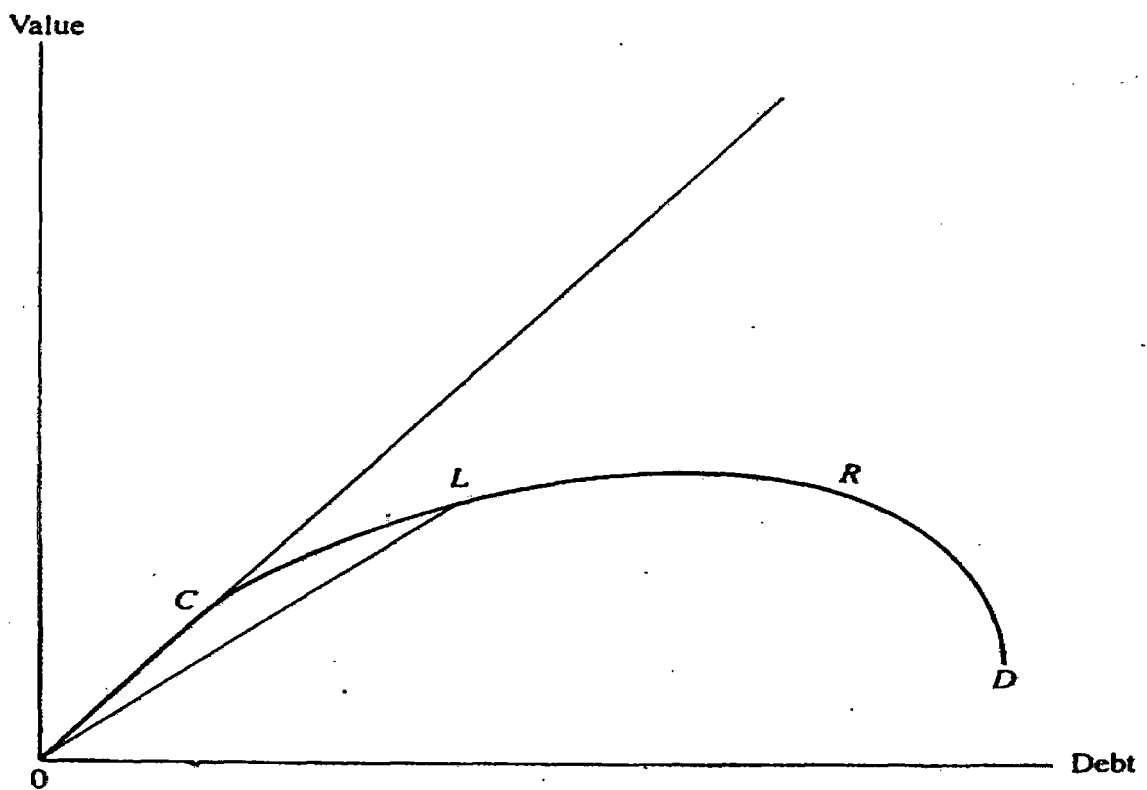
²⁴⁰ *ibid* Monteagudo, M., 1994, σελ. 69

²⁴¹ *ibid* Cline W., 1995, σελ. 82

²⁴² "Currencies and Crises", Krugman P., MIT Press, 1992, σελ. 263-266

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

αναμένονταν αν η συγκεκριμένη χώρα βρισκονταν στην σωστή πλευρά της καμπύλης χρέους (αν δηλαδή το χρέος της ήταν διαχειρίσιμο και δεν καταπίεζε τις επενδύσεις). Ως εκ τούτου, ο πιστωτής θα ωφεληθεί από την διαγραφή μέρους του δημόσιου χρέους αν η χώρα είναι καταδικασμένη να βρίσκεται στην λάθος πλευρά της καμπύλης χρέους. Η δυσκολία βέβαια έγκειται στο να καθοριστεί σε ποιά πλευρά της καμπύλης Laffer βρίσκεται μία χώρα²⁴³.



Η καμπύλη χρέους Laffer

Οι προσεγγίσεις με πρακτικές της αγοράς που μόλις αναφέραμε, στην υλοποίηση του «Σχεδίου Brady», αρκετές φορές εκτοπίστηκαν από την πολιτική παρέμβαση ή την ανησυχία ότι αποτελούσαν ακατάλληλες πρακτικές για την αντιμετώπιση του ζητήματος της κρατικής υπερχρέωσης.²⁴⁴ Η πιο συνήθης μομφή των επικριτών των προαναφερόμενων πρακτικών, συνίσταντο στο ότι, μπορεί μεν οι πιστωτές να ωφελούνται από την διαγραφή χρέους αλλά σε ατομική βάση, δεν έχουν κίνητρα να διαγράψουν τις απαιτήσεις τους καθώς αν ένας πιστωτής προχωρήσει

²⁴³ ibid

²⁴⁴ ibid Vazquez I., Cato Journal, Vol.16, No.2, 1996

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

μονομερώς σε διαγραφή των απαιτήσεων του, θα ωφεληθούν οι υπόλοιποι πιστωτές.²⁴⁵ Αυτό το φαινόμενο του «τζαμπατζή» (free rider) θα αποτρέψει, όπως υποστηρίζουν οι θιασώτες της συγκεκριμένης θεώρησης, μία πρακτική της αγοράς να καταστεί επιτυχής και αποτελεσματική για τη χώρα οφειλέτη. Το πρόβλημα βέβαια του «τζαμπατζή», έχει ως επί τω πλείστο αντιμετωπισθεί με την θέσπιση κοινοπραξίας πιστωτών (creditor consortia), όπως το Paris Club και το London Club²⁴⁶.

Κατά την πορεία υλοποίησης του «Σχεδίου Brady» τέθηκε το ζήτημα δημιουργίας ηθικού κινδύνου (moral hazard) καθώς η προσέγγιση Brady προϋπέθετε την παρέμβαση δημοσίων φορέων και διεθνών οργανισμών για την διάσωση των χωρών με άμεσες επιζήμιες επιπτώσεις. Όπως διαπίστωσε το 1989 το Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Ινστιτούτο (Institute of International Finance- IIF), οι προσδοκίες διαγραφής χρέους στα πλαίσια του «Σχεδίου Brady», οδήγησαν τις χώρες στη συσσώρευση ληξιπρόθεσμων πληρωμών.²⁴⁷ Το IIF καταλόγισε στη στρατηγική Brady ότι ενθάρρυνε την καθυστέρηση των εθελοντικών μειώσεων χρέους, ενώ οι ανταλλαγές χρέους για την απόκτηση μετοχικού κεφαλαίου (debt equity swaps) που στην προ-Brady περίοδο ήταν ολοένα αυξανόμενες, συρρικνώθηκαν υποστιγμής ανακοινώθηκε η εν λόγω πολιτική αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους.²⁴⁸ Μέχρι το 1989, η Αργεντινή, η Βραζιλία, οι Φιλιππίνες και το Εκουαδόρ, μείωσαν ή ανέστειλαν πλήρως τις δημοπρασίες ανταλλαγής χρέους προς μετοχικό κεφάλαιο.²⁴⁹

Το στοιχείο αυτό μας δείχνει ότι, παρά το ότι το «Σχέδιο Baker» απέτυχε να κινητοποιήσει την αναχρηματοδότηση των υπερχρεωμένων χωρών από τα πιστωτικά ιδρύματα, τα ίδια είχαν αυτοβούλως ξεκινήσει να υιοθετούν τις πρακτικές της αγοράς για την αναχρηματοδότηση χρέους, μέσω δηλαδή debt equity swaps, debt buybacks και exit bonds.

Τελειώνοντας, για να καταλήξουμε στο συμπέρασμα αν το πρόγραμμα Brady ήταν μία επιτυχημένη προσέγγιση-πρακτική αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους θα πρέπει να αξιολογήσουμε την κατάσταση των συμμετεχόντων στο πρόγραμμα κρατών και συγκεκριμένα τους δείκτες οικονομικής ανάπτυξης, τον ρυθμό

²⁴⁵ "The moral hazard of IMF lending" Vaubel R., The World Economy, 1983, σελ. 291-304

²⁴⁶ *ibid*

²⁴⁷ "Brady Plan encourages Arrears", Fidler S., Financial Times, 4 Μαΐου 1990, σελ. 3

²⁴⁸ *ibid*

²⁴⁹ Πηγή: World Bank Debt Conversion Instruments, 1996

πληθωρισμού και την επιστροφή στις αγορές. Μερικές χώρες, όπως το Μεξικό και η Αργεντινή, μέχρι τα τέλη του 1994 παρουσίασαν σχετικά καλή εικόνα, αλλά υπήρχαν και άλλες χώρες όπως η Βενεζουέλα και η Νιγηρία που παρουσίασαν οικτρή οικονομική κατάσταση και άλλες που παρουσίασαν έντονη αστάθεια όπως η Βραζιλία²⁵⁰. Αναμφίβολα, πολλοί είναι οι παράγοντες, πέραν της εφαρμογής της πολιτικής Brady που μπορεί να ευθύνονται για τις επιπτώσεις στην οικονομική κατάσταση μιας χώρας. Ακριβώς γι αυτό το λόγο δεν μπορούμε να συνδέσουμε την εφαρμογή του «Σχεδίου Brady» με την οικονομική πρόοδο ή την ύφεση των συμμετεχόντων κρατών και έτσι δεν μπορούμε να καταλήξουμε με βεβαιότητα σε χαρακτηρισμό του ως επιτυχημένη ή αποτυχημένη πρακτική.

Όμως οφείλουμε να αναφέρουμε με σιγουριά ότι υπήρξε θετική η επίδραση των μέτρων έμπνευσης Brady, στους οικονομικούς δείκτες χωρών που πραγματοποίησαν τις διαρθρωτικές προσαρμογές του προγράμματος.²⁵¹ Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η Ουρουγουάη που κατά τη δεκαετία του 1990 υπήρξε υποδειγματικός «πελάτης» των διεθνών αγορών ομολόγων. Η χώρα έγινε γνωστή ως η «Ελβετία της Ν. Αμερικής», καθώς τηρώντας αυστηρό τραπεζικό απόρρητο κατάφερε να προσελκύσει πολλούς ξένους μεγαλοκαταθέτες. Το 2003, η χώρα βρέθηκε αντιμέτωπη με ποσοστό δημόσιου χρέους της τάξης των 11,4 δισ. δολαρίων, που ισοδυναμούσε στο 90% του ΑΕΠ της. Η κυβέρνηση δεν άργησε να πείσει τους πιστωτές της χώρας ότι θα έπρεπε να καθίσουν στο τραπέζι των διαπραγματεύσεων. Η κυβέρνηση της Ουρουγουάης έπεισε τους κατόχους των ομολόγων της να δεχτούν την επιμήκυνση της λήξης των τίτλων και να εγγράψουν ζημιές 13% κατά μέσο όρο. Η συμφωνία στέφθηκε με επιτυχία, με αποτέλεσμα μόλις πέντε μήνες μετά την αναδιάρθρωση του χρέους της, η χώρα να επιστρέψει στις διεθνείς αγορές ομολόγων, οι οποίες αυτή τη φορά την υποδέχτηκαν με χαμηλό κόστος δανεισμού.²⁵²

Σε κάθε περίπτωση, η πρόοδος ή η στασιμότητα των αναπτυσσόμενων χωρών φαίνεται να εξαρτάται ουσιαστικά από παράγοντες που αφορούν την κατάσταση στο εσωτερικό της χώρας. Οι πιστωτές και όχι οι δημόσιοι φορείς είναι εν τέλει αυτοί που μπορούν να αξιολογήσουν καλύτερα τους παράγοντες αυτούς και να αποδεχτούν την

²⁵⁰ ibid Vazquez I., Cato Journal, Vol.16, No.2, 1996

²⁵¹ ibid Cline W., 2002

²⁵² "New Paths to funding", Suhas Ketkar, Dilip Ratha, IMF Finance and Development, Vol. 46, No.2, 2009

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

ευθύνη για την καταλληλότητα των τοποθετήσεων τους καθώς και τις επιπτώσεις των
επιλογών τους. Το «Σχέδιο Brady», παρά το ότι είχε το παραπέτασμα της ρητορικής
περί πολιτικών προσανατολισμένων στην αγορά, στην ουσία περιείχε μεγάλο βαθμό
πολιτικής παρέμβασης. Παρά το ότι μάλιστα θεωρείται ως ένας τύπος PSI, όπως ήδη
αναφέραμε, το «Σχέδιο Brady» δεν είχε και τόσο «εθελοντική» βάση, ενώ η ίδια η
εφαρμογή του αμφισβητήθηκε καθώς υπήρχαν περιθώρια, μέσω πράξεων της αγοράς,
να αντιμετωπισθεί το ζήτημα του δημόσιου χρέους. Εν τούτοις, το εν λόγω σχέδιο δεν
έπαυε να διαθέτει ευρύ πολιτικό παρασκήνιο.

Πίνακας 3²⁵³

Κατηγορίες ομολόγων Brady & οι βασικοί όροι τους		
Τύπος Ομολόγου	Σύντομη Περιγραφή	Βασικοί Όροι
Par Bonds (Ομόλογα με τιμή έκδοσης στο άρτιο)	Ομόλογα ανταλλαγής απαιτήσεων χρέους με ονομαστική αξία ίση με την ονομαστική αξία του συνόλου των αρχικών απαιτήσεων. π.χ. αν ένα πιστωτικό ίδρυμα είχε απαιτήσεις από δάνεια 100 εκατ. δολαρίων θα λάμβανε ομόλογα με κεφάλαιο 100 εκατ. δολάρια → <i>επιμήκυνση αποπληρωμής της κύριας οφειλής με πιο ευνοϊκό επιτόκιο</i>	<u>Χρόνος ωρίμανσης</u> : συνήθως 30ετή <u>κουπόνι</u> : μεσοπρόθεσμο, σταθερό ή κλιμακωτά αυξανόμενο (step up), με επιτόκιο χαμηλότερο από το επιτόκιο της αγοράς <u>τόκοι</u> : εξασφαλισμένη καταβολή πληρωμών 2-3 τοκομεριδίων, με κάλυψη από ταμειακά διαθέσιμα <u>κεφάλαιο</u> : εξασφαλισμένη επιστροφή του αρχικού κεφαλαίου με ομόλογα μηδενικού τοκομεριδίου (zero coupon) του αμερικανικού δημοσίου, εφάπαξ εξοφλητέο στην ημερομηνία ωρίμανσης, χωρίς δικαίωμα ανάκλησης
Discount Bonds (Ομόλογα με τιμή έκδοσης υπό το άρτιο)	Ομόλογα ανταλλαγής απαιτήσεων χρέους με ονομαστική αξία μικρότερη κατά 30-50% από την ονομαστική αξία του συνόλου των αρχικών απαιτήσεων. π.χ. αν ένα πιστωτικό ίδρυμα είχε απαιτήσεις	<u>Χρόνος ωρίμανσης</u> : συνήθως 30ετή <u>κουπόνι</u> : κυμαινόμενο, μεσοπρόθεσμο, με επιτόκιο ίσο (at par) με το LIBOR <u>τόκοι</u> : εξασφαλισμένη καταβολή πληρωμών 2-3 τοκομεριδίων, με

²⁵³ “Emerging Markets Companion”, www.emta.org

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

	από δάνεια 100 εκατ. δολαρίων θα λάμβανε ομόλογα με κεφάλαιο 65 εκατ. δολάρια → <i>άμεση μείωση της κύριας οφειλής του κράτους-εκδότη</i>	κάλυψη από ταμειακά διαθέσιμα <u>κεφάλαιο</u> : εξασφαλισμένη επιστροφή του αρχικού κεφαλαίου με ομόλογα μηδενικού τοκομεριδίου (zero coupon) του αμερικανικού δημοσίου, εφάπαξ εξοφλητέο στην ημερομηνία ωρίμανσης, χωρίς δικαίωμα ανάκλησης
Debt Conversion Bond (Ομόλογα μετατροπής χρέους)	Κατά την διάρκεια της διαπραγμάτευσης, ο πιστωτής που επιλέγει το συγκεκριμένο τύπο ομολογιακού δανείου, λαμβάνει χρεωστικούς τίτλους ονομαστικής αξίας ίσης με την ονομαστική αξία των απαιτήσεων του, με την υποχρέωση να αναχρηματοδοτήσει του εκδότη του ομολόγου. Μετέπειτα ο δανειολήπτης θα εντάξει το ποσό της νέας υποχρέωσης σε ομόλογο new money. → <i>αναχρηματοδότηση του κράτους-εκδότη για να καλύψει τις ανάγκες ρευστότητας</i>	<u>Χρόνος ωρίμανσης</u> : συνήθως 18ετή <u>κουπόνι</u> : σταθερό, κυμαινόμενο ή κλιμακωτά αυξανόμενο (step up), μεσοπρόθεσμο, με επιτόκιο ίσο (at par) με το LIBOR <u>τόκοι</u> : χωρίς παροχή εξασφάλισης της πληρωμής τους <u>κεφάλαιο</u> : χωρίς εξασφάλιση, καταβολή σε χρεολύσια (amortization) μετά το πέρας της περιόδου χάριτος (grace period)
New Money Bond (Ομόλογα αναχρηματοδότησης)	Ομόλογο που περιλαμβάνει το ποσό αναχρηματοδότησης που υποχρεούται να χορηγήσει ο πιστωτής που επέλεξε να μετατρέψει τις απαιτήσεις του από προηγούμενα δάνεια σε τίτλο DCB → <i>αναχρηματοδότηση του κράτους-εκδότη για να καλύψει τις ανάγκες ρευστότητας και χωρίς υποχρέωση παροχής εξασφαλίσεων</i>	<u>Χρόνος ωρίμανσης</u> : συνήθως 15ετή <u>κουπόνι</u> : κυμαινόμενο, μεσοπρόθεσμο, με επιτόκιο ίσο (at par) με το LIBOR <u>τόκοι</u> : χωρίς εξασφάλιση <u>κεφάλαιο</u> : χωρίς εξασφάλιση, καταβολή σε χρεολύσια (amortization) μετά το πέρας της περιόδου χάριτος (grace period)
	Ομόλογα ανταλλαγής απαιτήσεων χρέους με ονομαστική αξία ίση με την ονομαστική αξία του συνόλου των αρχικών απαιτήσεων. Εκδόθηκαν για πρώτη φορά για την	<u>Χρόνος ωρίμανσης</u> : συνήθως 20ετή <u>κουπόνι</u> : σταθερό, 8%, μερικώς καταβάλλονταν σε μετρητά και μερικώς κεφαλαιοποιούνταν <u>τόκοι</u> : χωρίς εξασφάλιση

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

Capitalization Bond (Ομόλογα κεφαλαιοποίησης τόκων)	αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους της Βραζιλίας. → <i>κεφαλαιοποιούσαν την διαφορά μεταξύ του τρέχοντος επιτοκίου της αγοράς και του σταθερού επιτοκίου του τίτλου που ανέρχονταν σε 8%.</i> <i>Το σταθερό δε επιτόκιο 8% εφαρμόζονταν τόσο στο κεφάλαιο όσο και στον κεφαλαιοποιημένο τόκο.</i>	<u>κεφάλαιο:</u> χωρίς εξασφάλιση κλιμακωτή καταβολή δόσεων του κεφαλαίου και των κεφαλαιοποιημένων τόκων μετά το πέρας των 10 ετών της περιόδου χάριτος,
Eligible Interest (Ομόλογα ρευστοποιήσιμου επιτοκίου)	Ομόλογα που εκδίδονταν ως αντάλλαγμα για τις ληξιπρόθεσμες πληρωμές τόκων. → <i>επιμήκυνση χρόνου αποπληρωμής του συνόλου των τόκων</i>	<u>Χρόνος ωρίμανσης:</u> συνήθως 12ετή <u>κουπόνι:</u> κυμαινόμενο, με επιτόκιο χαμηλότερο του LIBOR <u>τόκοι:</u> χωρίς εξασφάλιση <u>κεφάλαιο:</u> κλιμακωτή καταβολή χρεολυσίων, μετά το πέρας της περιόδου χάριτος, χωρίς εξασφάλιση
Floating Rate Bond (Ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου)	Ομόλογα κυμαινόμενου ποσού ανά τακτά χρονικά διαστήματα για το σύνολο του χρόνου ωρίμανσης. Το εκάστοτε ύψος του ποσού υπολογίζεται ως γινόμενο της ονομαστικής αξίας επί το τρέχον επιτόκιο της περιόδου εκτοκισμού. → <i>Εκδίδονταν για τους πιστωτές που είχαν απαιτήσεις λόγω ληξιπρόθεσμων πληρωμών τόκων</i>	<u>Χρόνος ωρίμανσης:</u> συνήθως 12-18ετή <u>κουπόνι:</u> κυμαινόμενο, με επιτόκιο ίσο (at par) με το LIBOR <u>τόκοι:</u> χωρίς εξασφάλιση <u>κεφάλαιο:</u> χωρίς εξασφάλιση κλιμακωτή καταβολή χρεολυσίων, μετά το πέρας της περιόδου χάριτος
Past-Due-Interest Bond/Interest Arrearage Bond (Ομόλογα ληξιπρόθεσμων τόκων)	Ομόλογα που εκδίδονταν ως αντάλλαγμα για τις ληξιπρόθεσμες πληρωμές τόκων. → <i>επιμήκυνση χρόνου αποπληρωμής του συνόλου των τόκων</i>	<u>Χρόνος ωρίμανσης:</u> συνήθως 12ετή <u>κουπόνι:</u> κυμαινόμενο ή κλιμακωτά αυξανόμενο (step up), με επιτόκιο χαμηλότερο του LIBOR <u>τόκοι:</u> χωρίς εξασφάλιση <u>κεφάλαιο:</u> χωρίς εξασφάλιση κλιμακωτή καταβολή χρεολυσίων, μετά το πέρας της περιόδου χάριτος.

ΜΕΡΟΣ Γ΄

Χαρτογράφηση –Αποκωδικοποίηση της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη και οι έως σήμερα ακολουθούμενες πρακτικές αντιμετώπισης της

“We learn from history that man can never learn anything from history”

Georg W. Hegel (1770-1831)

1. Από την διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση του 2007 στην δημοσιονομική κρίση της ευρωζώνης του 2010

Η πρόσφατη διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση που ξέσπασε τον Αύγουστο του 2007 στις Η.Π.Α. με επίκεντρο την αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης (subprime), γρήγορα επεκτάθηκε σε όλο το δυτικό κόσμο και κυρίως στις χώρες της Ευρώπης. Τα αίτια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007-2009 υπήρξαν πολλά με κύριο αίτιο τη συμπεριφορά του σκιώδους τραπεζικού συστήματος στις δυτικές οικονομίες, και το οποίο διέφευγε εποπτείας. Αυτό το σκιώδες τραπεζικό σύστημα συνίσταντο σε επενδυτικές τράπεζες, αμοιβαία κεφάλαια (hedge funds), ασφαλιστικές εταιρείες και θυγατρικές τραπεζών που επιδίδονταν σε επενδύσεις σε τιτλοποιημένα προϊόντα κυρίως δε τιτλοποιημένα στεγαστικά δάνεια. Η επενδυτική αυτή πρακτική για πολλά χρόνια, υποεκτιμούσε τους κινδύνους και έπαιρνε μεγάλα ρίσκα με στόχο το γρήγορο και εύκολο κέρδος υπό την ευλογία μάλιστα των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Η πρακτική αυτή συνοψίζεται στην επένδυση στον ίδιο λογαριασμό, χρησιμοποιώντας βραχυχρόνιο δανεισμό ώστε να πολλαπλασιάζεται το μέγεθος της επένδυσης και της τελικής απόδοσης.²⁵⁴ Ο δανεισμός αυτός εξέλειψε γρήγορα στη διάρκεια της κρίσης και επέτεινε τα προβλήματα, μεταδίδοντας τον πανικό και την πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων στις δυτικές αγορές. Το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα βρέθηκε στο χείλος της καταστροφής με την έκλειψη εμπιστοσύνης, οι συναλλακτικές πράξεις μειώθηκαν ραγδαία και η ρευστότητα στέρεψε²⁵⁵. Χρειάστηκε η συντονισμένη διεθνής παρέμβαση των κεντρικών τραπεζών και των κυβερνήσεων ώστε μετά από επίπονες προσπάθειες 2 ετών το σύστημα τελικά να διασωθεί.

²⁵⁴ «Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα»,
Χαρδούβελης Γ., Γκόρτσος Χ., 2011, σελ. 13-16

²⁵⁵ ibid

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

Η χρηματοπιστωτική κρίση που εντάθηκε το Φθινόπωρο του 2008 μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers μεταδόθηκε με πρωτοφανή ταχύτητα στο σύνολο της υφηλίου χάρη στην παγκοσμιοποίηση και την κατάρρευση του διεθνούς εμπορίου στο τέλος του 2008.²⁵⁶ Οι αρχές, κυβερνήσεις, κεντρικές τράπεζες και διεθνείς οργανισμοί παρενέβησαν δυναμικά και έγκαιρα ώστε να μην εδραιωθεί η τάση προστατευτισμού αποδεικνύοντας πως τα παθήματα της Μεγάλης Ύφεσης του 1930 είχαν γίνει μαθήματα για τους μεταγενέστερους. Όμως οι διεθνείς παρεμβάσεις είχαν τεράστιο κόστος κυρίως για τους κρατικούς προϋπολογισμούς με αποτέλεσμα να επέλθουν σοβαρές δημοσιονομικές ανισορροπίες που επιδεινώθηκαν από την διεθνή ύφεση, με αποτέλεσμα η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση να μετατραπεί σε δημοσιονομική κρίση για αρκετά κράτη. Χαρακτηριστικό παράδειγμα τέτοιας περίπτωσης είναι αυτό της Ιρλανδίας.²⁵⁷

Στην ευρωζώνη, στο τέλος του 2009 οι οικονομικές εξελίξεις κατέδειξαν ότι η νομισματική ένωση έπασχε από έλλειψη δημοσιονομικού συντονισμού και διαδικασιών διόρθωσης προβλημάτων που εκπορεύονται από τις διαφορές στα επίπεδα ανταγωνιστικότητας των χωρών-μελών της ΟΝΕ. Οι εκτεταμένες δημοσιονομικές ανισορροπίες οδήγησαν την Άνοιξη του 2010 στην εκδήλωση της δημοσιονομικής κρίσης της ευρωζώνης, με απαρχή το ξέσπασμα της δημοσιονομικής εκτροπής της Ελλάδας, η οποία τον Απρίλιο του 2010 παραδέχτηκε την αδυναμία της να εξυπηρετήσει το ληξιπρόθεσμο εξωτερικό δημόσιο χρέος της. Έκτοτε οι προσεγγίσεις αντιμετώπισης της ελληνικής αδυναμίας αποτέλεσαν επίκεντρο των πολιτικών διαπραγματεύσεων τόσο σε διεθνές όσο και σε ευρωπαϊκό επίπεδο, καθώς η Ελλάδα υιοθέτησε την προσέγγιση του «δανεισμού έσχατης προσφυγής» (lender of last resort).²⁵⁸

Ωστόσο, επειδή η δημοσιονομική κρίση της ευρωζώνης είναι τρέχουσα, στα επόμενα κεφάλαια της παρούσας μελέτης, θα ακολουθήσει μία καταγραφή των έως την στιγμή ολοκλήρωσης της μελέτης γεγονότων καθώς και μέτρων αντιμετώπισης της παρούσας κρίσης και τέλος θα γίνει μία απόπειρα εντοπισμού ομοιοτήτων και

²⁵⁶ ibid Χαρδούβελης Γ., Γκόρτσος Χ., 2011, σελ. 21

²⁵⁷ “This time is different: Eight Centuries of Financial Folly”, Reinhart C., Rogoff K., Princeton University Press, 2009

²⁵⁸ “The Future of Economic Governance in the EU”, Gortsos Ch., House of Lords, 2010, σελ. 24

**Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη**

διαφορών ανάμεσα στις προσεγγίσεις αντιμετώπισης της κρατικής υπερχρέωσης όπως αυτές περιγράφηκαν και αναλύθηκαν σε προηγούμενα μέρη της μελέτης.

Σκοπός είναι η εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με τις τάσεις αντιμετώπισης της κρατικής υπερχρέωσης των δυτικών-ανεπτυγμένων κρατών έχοντας ως δεδομένο τα αποτελέσματα των ανάλογων μεθόδων και πρακτικών που ακολουθήθηκαν για την αντιμετώπιση της υπερχρέωσης των αναπτυσσόμενων χωρών των προηγούμενων δεκαετιών.

2. Η υπό εξέλιξη δημοσιονομική κρίση στην Ελλάδα και οι έως σήμερα προσεγγίσεις αντιμετώπισης της

2.1 Η επίπτωση του δημοσιονομικού προβλήματος στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα

Κατά την πρώτη φάση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, η ελληνική οικονομία απέφυγε σοβαρούς κλυδωνισμούς και δεν επηρεάστηκε άμεσα κατά τα έτη 2007 και 2008, κυρίως λόγω της ευρωστίας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Πιο συγκεκριμένα, οι ελληνικές τράπεζες δεν είχαν ακολουθήσει την τάση της έως τότε εποχής και δεν είχαν επενδύσει στα λεγόμενα «τοξικά» προϊόντα, ούτε είχαν επεκτείνει τις δραστηριότητες τους επιθετικά, στον υπερβολικό βαθμό που συνέβη στα τραπεζικά συστήματα άλλων χωρών.²⁵⁹ Η ύφεση που ήρθε στην Ελλάδα με καθυστέρηση σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες, επηρέασε εν τέλει αρνητικά και τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα. Οι χρόνιες αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας δεν άργησαν να διαφανούν με αποτέλεσμα τα επιτόκια δανεισμού για το ελληνικό κράτος να αυξηθούν ενώ ταυτόχρονα υποβαθμίστηκε η πιστοληπτική του ικανότητα από τους οίκους αξιολόγησης.²⁶⁰ Το γεγονός αυτό δεν άφησε το ελληνικό τραπεζικό σύστημα ανεπηρέαστο: οι οίκοι αξιολόγησης υποβάθμισαν μαζί με το ελληνικό δημόσιο και την πιστοληπτική ικανότητα των ελληνικών τραπεζών καθώς και των ελληνικών επιχειρήσεων που είχαν εκδώσει ιδιωτικά ομόλογα. Η ελληνική διατραπεζική αγορά αντιμετώπισε κρίση ρευστότητας, αφού το ενέχυρο των ελληνικών ομολόγων που προηγουμένως χρησιμοποιούσαν οι τράπεζες για να αντλούν δανειακά κεφάλαια, έπαψε να είναι αποδεκτό από τις δανείστριες τράπεζες

²⁵⁹ ibid Χαρδούβελης Γ., Γκόρτσος Χ., 2011, σελ. 17

²⁶⁰ ibid

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

του εξωτερικού.²⁶¹ Μοναδική δίοδος για την αντιμετώπιση της κρίσης ρευστότητας ήταν να στραφούν οι ελληνικές τράπεζες στην βοήθεια από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), καθώς στα χαρτοφυλάκια τους κρατούσαν ομόλογα του ελληνικού δημοσίου που είχαν πλέον καταστεί «τοξικές» επενδύσεις²⁶².

Επιπρόσθετα με την κρίση ρευστότητας που αντιμετώπιζαν οι ελληνικές τράπεζες, η ύφεση αύξησε και το ποσοστό των δανείων που δεν εξυπηρετούνταν ομαλά από τους Έλληνες δανειολήπτες. Ταυτόχρονα, τα κράτος υπό την πίεση είσπραξης εσόδων αύξησε τους φορολογικούς συντελεστές με αποτέλεσμα να μειωθεί η κερδοφορία των τραπεζών κατακόρυφα. Πάρα τις δυσκολίες το ελληνικό τραπεζικό σύστημα αντέχει λόγω της ισχυρής κεφαλαιακής επάρκειας και των επενδύσεων των ελληνικών τραπεζών στο εξωτερικό που αποτέλεσαν σημαντική πηγή κερδών²⁶³.

Για την συγκράτηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος κρίσιμο ρόλο έπαιξαν οι εγγυήσεις του ελληνικού δημοσίου για άντληση ρευστότητας από την ΕΚΤ. Αυτές βέβαια οι εγγυήσεις για τίτλους που εκδίδουν οι τράπεζες δίδονται επ' αμοιβή του ελληνικού δημοσίου. Μάλιστα από τον Ιανουάριο του 2010 μέχρι και τον Φεβρουάριο του 2011, οι τράπεζες είχαν χρησιμοποιήσει 50 δις ευρώ εγγυήσεων για την άντληση ρευστότητας ύψους 35 δις ευρώ, εξαιτίας των υποβαθμίσεων της πιστοληπτικής αξιολόγησης του ελληνικού δημοσίου από τους αλλοδαπούς οίκους αξιολόγησης. Συνέπεια αυτών ήταν να αυξηθεί σημαντικά η εξάρτηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος από την ΕΚΤ, σε σχέση με την εξάρτηση του τραπεζικού τομέα σε άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ²⁶⁴.

Καθώς λοιπόν, η χρηματοπιστωτική κρίση των δυτικών οικονομιών αποσυμπιέστηκε ήδη από τα μέσα του 2009, η μικρή, κλειστή ελληνική οικονομία της Ελλάδας βρέθηκε στο επίκεντρο του πολιτικού προβληματισμού ως η κυριότερη απειλή για την σταθερότητα της ευρωζώνης. Υπό την πίεση των αγορών αλλά και των χρόνιων διαρθρωτικών αδυναμιών²⁶⁵, η Ελλάδα δεν άργησε να οδηγηθεί στα

²⁶¹ *ibid*

²⁶² *ibid* Χαρδούβελης Γ., Γκόρτσος Χ., 2011, σελ. 19

²⁶³ *ibid* Χαρδούβελης Γ., Γκόρτσος Χ., 2011, σελ. 17

²⁶⁴ *ibid* Χαρδούβελης Γ., Γκόρτσος Χ., 2011, σελ. 18

²⁶⁵ Ως χρόνιες διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας θεωρούμε: την έλλειψη ανταγωνιστικότητας και τον σπάταλο, υπερμεγέθη και αναποτελεσματικό δημόσιο τομέα. Μάλιστα τα μέτρα διαρθρωτικών προσαρμογών που επιβλήθηκαν στην χώρα στην βάση της αιρεσιμότητας για την

πρόθυρα της στάσης πληρωμών-χρεοκοπίας. Όπως και σε ανάλογες περιπτώσεις χωρών παλαιότερα, χρειάστηκε εξωτερική παρέμβαση για την διάσωση της χώρας από το ενδεχόμενο κήρυξης αδυναμίας τήρησης των δανειακών της υποχρεώσεων. Στην περίπτωση της Ελλάδας, η παρέμβαση τον Μάιο του 2010 ήταν τριπλή: ενεπλάκησαν το ΔΝΤ, στο οποίο η Ελλάδα προσέφυγε, της Ευρωπαϊκής Επιτροπής καθώς και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Αυτά είναι τα μέλη της καθιερωμένης πλέον στο δημόσιο διάλογο «τρίοικας». Στην χώρα χορηγήθηκε δάνειο συνολικού ύψους 110 δις ευρώ, με το οποίο ανεστάλη το ενδεχόμενο επέλευσης πιστωτικού γεγονότος, με την δέσμευση της Ελλάδας, υπογράφοντας το Μνημόνιο συνεργασίας να προχωρήσει σε πληθώρα δημοσιονομικών περικοπών και μεταρρυθμίσεων με στόχο την μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και την αύξηση της ανταγωνιστικότητας μέσω λιγότερου κράτους²⁶⁶.

Το Μνημόνιο συνεργασίας που εισήχθη στην ελληνική έννομη τάξη με την ψήφιση του νόμου 3899 και ισχύει από το Δεκέμβριο του 2010, αποτελεί το πλαίσιο προσαρμογής της ελληνικής οικονομίας και την πρόκληση που καλείται η χώρα να αντιμετωπίσει με ριζικές αλλαγές στον εργασιακό, τον ασφαλιστικό, τον δημοσιονομικό τομέα κ.α. Ως επί τω πλείστο, τα μέτρα που έχουν ληφθεί είναι οριζόντιου χαρακτήρα με στόχο την περιστολή των κρατικών δαπανών και την αύξηση των φορολογικών εσόδων μέσω της αύξησης των φορολογικών συντελεστών. Η εξέλιξη της αποτελεσματικότητας των ειλημμένων μέτρων αλλά και όσων πρόκειται να παρθούν παραμένει αβέβαιη.

2.2 Τα Προθεσμιακά Συμβόλαια Ανταλλαγής Πιστωτικού Κινδύνου (ΠΣΑΚ) και ο ρόλος τους στην εξέλιξη της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης

Η περίοδος της Άνοιξης του 2010 αποτέλεσε την χρονική περίοδο που ουσιαστικά διαδραματίστηκε η δημοσιονομική κρίση στην Ελλάδα. Ξεκίνησε με τις προσπάθειες της ελληνικής κυβέρνησης να εφαρμόσει τις δεσμεύσεις της περί οικονομικών προσαρμογών, οποίες απέρρεαν από το Μνημόνιο και κορυφώθηκε με τη δημιουργία του μηχανισμού στήριξης της ελληνικής οικονομίας από την «τρίοικα» στις αρχές

χορήγηση χρηματοδοτικής ενίσχυσης έχουν ως στόχο να μειώσουν το φαινόμενο του κρατισμού εντός της ελληνικής οικονομίας.

²⁶⁶ ibid Χαρδούβελης Γ., Γκόρτσος Χ., 2011, σελ. 22

Μαΐου 2010. Η περίοδος αυτή χαρακτηρίστηκε από μία έντονη αυξητική πορεία των αποδόσεων των ομολόγων του ελληνικού δημοσίου και των αντίστοιχων ΠΣΑΚ με υποκείμενο τίτλο τα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου.²⁶⁷

Ως Προθεσμιακό Συμβόλαιο Ανταλλαγής Πιστωτικού Κινδύνου (ΠΣΑΚ), ενός υποκείμενου τίτλου ορίζεται το συμβόλαιο που επιτρέπει τη μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου του υποκείμενου τίτλου από τον αγοραστή στον πωλητή του ΠΣΑΚ. Ο αγοραστής καταβάλλει ένα χρηματικό ποσό μέχρι ένα προσυμφωνημένο πιστωτικό γεγονός²⁶⁸ να συμβεί ή μέχρι τέλους της χρονικής διάρκειας του ΠΣΑΚ. Ο πωλητής είναι υποχρεωμένος σε περίπτωση επέλευσης του πιστωτικού γεγονότος στον υποκείμενο τίτλο να αποζημιώσει τον αγοραστή του ΠΣΑΚ, ενώ ο αγοραστής δικαιούται προστασίας επί προσυμφωνημένου ποσού της ονομαστικής αξίας του υποκείμενου τίτλου (notional value of reference entity debt). Η τιμή του ΠΣΑΚ διαμορφώνεται ελεύθερα στις αγορές και είναι ευρέως γνωστή ως περιθώριο ΠΣΑΚ (CDS spread)²⁶⁹.

Τα πλεονεκτήματα της χρήσης ΠΣΑΚ αφορούν²⁷⁰: τη δυνατότητα μεταφοράς του πιστωτικού κινδύνου και την αυξημένη ρευστότητα τους. Όσον αφορά τη δυνατότητα μεταφοράς του πιστωτικού κινδύνου που συνεπάγεται η αγορά του υποκείμενου τίτλου στους φορείς που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν τον πιστωτικό κίνδυνο, ουσιαστικά σημαίνει πως αν αυτή η δυνατότητα δεν υπήρχε θα μπορούσε να οδηγήσει σε αδυναμία εξασφάλισης των απαραίτητων κεφαλαίων από την αγορά. Άρα με τα ΠΣΑΚ ο πιστωτικός κίνδυνος κατανέμεται αποτελεσματικότερα στην αγορά και επιτρέπεται μεγαλύτερη διαφάνεια μέσω της ευκολότερης παρακολούθησης του πιστωτικού κινδύνου. Όσον αφορά την αυξημένη ρευστότητα τους σε σχέση με αυτή του υποκείμενου τίτλου, αυτό οφείλεται στο χαμηλότερο κόστος πραγματοποίησης συναλλαγών στην αγορά ΠΣΑΚ σε σχέση με την αγορά

²⁶⁷ ibid Χαρδούβελης Γ., Γκόρτσος Χ., 2011, σελ. 147

²⁶⁸ Ως πιστωτικό γεγονός θεωρείται: 1. η πτώχευση του εκδότη του ομολόγου (bankruptcy), 2. η επιτάχυνση των πληρωμών (acceleration), 3. η αποτυχία εξόφλησης των προγραμματισμένων πληρωμών (failure to pay), 4. η αδυναμία αναγνώρισης οφειλής εκ μέρους του εκδότη του υποκείμενου τίτλου ή η στάση πληρωμών (repudiation/moratorium), 5. η αναδιάρθρωση χρέους (restructuring). Το πιστωτικό γεγονός ενεργοποιεί τα ΠΣΑΚ με χαρακτηριστική περίπτωση την αναδιάρθρωση χρέους. Ωστόσο, η εθελοντική αναδιάρθρωση χρέους-δηλαδή η συμφωνία με τους πιστωτές-δεν θεωρείται πιστωτικό γεγονός, ενώ μια αποτυχημένη εθελοντική αναδιάρθρωση χρέους θεωρείται πιστωτικό γεγονός. Deutsche Bank 2009. Αυτό αποτέλεσε το αντικείμενο των συζητήσεων που αφορούσαν το ελληνικό PSI και την ανάγκη να πετύχει και να βρει υψηλό ποσοστό αποδοχής από τους ομολογιούχους.

²⁶⁹ ibid Χαρδούβελης Γ., Γκόρτσος Χ., 2011, σελ. 140-141

²⁷⁰ ibid Χαρδούβελης Γ., Γκόρτσος Χ., 2011, σελ. 142

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

των υποκείμενων τίτλων. Επίσης, ένας επενδυτής δύναται να τοποθετηθεί στην αγορά ΠΣΑΚ χωρίς να έχει υπό την ιδιοκτησία του τον υποκείμενο τίτλο.

Όμως η χρήση των ΠΣΑΚ παρουσιάζει και έντονο προβληματισμό. Η προβληματική αφορά στο γεγονός ότι χωρίς την ύπαρξη ΠΣΑΚ, ο δανειοδότης δεν παρακολουθεί ούτε ελέγχει τον δανειολήπτη. Ενώ με τα ΠΣΑΚ ο επενδυτής εξασφαλίζεται έναντι του πιστωτικού κινδύνου και πολλές φορές μάλιστα ο δανειστής μπορεί να έχει και συμφέρον από την εκδήλωση ενός πιστωτικού γεγονότος.²⁷¹ Επιπρόσθετα, εγείρεται και το ζήτημα σχετικά με τον κίνδυνο αντισυμβαλλόμενων μερών (counterparty risk) που ενέχουν τα ΠΣΑΚ. Ο κίνδυνος αντισυμβαλλόμενων αφορά τόσο τους πωλητές όσο και τους αγοραστές ΠΣΑΚ και οι επιπτώσεις αυτού του κινδύνου δεν είναι ισοκατανεμημένες. Μάλιστα, επειδή τα ΠΣΑΚ διαπραγματεύονται εξωχρηματιστηριακά (over the counter-OTC), δεν προσφέρονται μηχανισμοί που θα εξασφαλίσουν το ένα μέρος της συναλλαγής από πιθανή αθέτηση υποχρεώσεων εκ μέρους του αντισυμβαλλόμενου²⁷².

Κατά την εκδήλωση της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης υπήρξε έντονος προβληματισμός σχετικά με την χρήση ΠΣΑΚ με υποκείμενους τίτλους τα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου, τόσο σε εγχώριο όσο και σε διεθνές επίπεδο. Ο προβληματισμός αφενός αφορούσε στο ενδεχόμενο η χρήση των ΠΣΑΚ να αποσκοπούσε στην χειραγώγηση των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων και αφετέρου στο ενδεχόμενο τα ΠΣΑΚ να χρησιμοποιήθηκαν για άσκηση πίεσης προς την αξία του ευρώ και για την αναχρηματοδότηση του χρέους των υπολοίπων μελών της ευρωζώνης που αντιμετώπιζαν δημοσιονομικές ανισορροπίες, την Ιρλανδία, την Πορτογαλία και την Ισπανία. Εν ολίγοις, τα ΠΣΑΚ δεν θεωρήθηκαν ως δείκτης πιστωτικού κινδύνου του ελληνικού δημοσίου αλλά ως βασικός παράγοντας αύξησης του εν λόγω κινδύνου.²⁷³

Το ενδιαφέρον των αγορών το κέντρισε η Ελλάδα, διότι την χαρακτήριζε το μείγμα αρνητικών παραγόντων που θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε συστημική κρίση. Η δε άνοδος των περιθωρίων ΠΣΑΚ κατέστη εντονότερη κατά τους πρώτους μήνες του 2010, με τις αγορές να προεξοφλούν την αδυναμία της χώρας να τηρήσει

²⁷¹ "Credit Default Swaps and the Empty Creditor Problem", Bolton P., Oehmke M., 2010

²⁷² ibid Χαρδούβελης Γ., Γκόρτσος Χ., 2011, σελ. 143

²⁷³ ibid Χαρδούβελης Γ., Γκόρτσος Χ., 2011, σελ. 147

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

τις υποχρεώσεις της από το δανειακό πρόγραμμα της «τρόικας».²⁷⁴ Οι προσπάθειες της ελληνικής κυβέρνησης να διαχειριστεί την κρίση μέσω λήψης ολοένα περισσότερων μέτρων οικονομικής πειθαρχίας, δεν απέδωσε τα αναμενόμενα. Οι αγορές δεν πείσθηκαν ότι το πακέτο μέτρων που παρουσίασε η ελληνική κυβέρνηση ήταν επαρκές για να λυθούν τα διαχρονικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας, με αποτέλεσμα τα περιθώρια ΠΣΑΚ με υποκείμενο τίτλο τα πενταετή ομόλογα του ελληνικού δημοσίου ειδικά να ακολουθήσουν ανοδική πορεία. Τα περιθώρια ΠΣΑΚ σταθεροποιήθηκαν μόνο όταν άρχισε να διαφαίνεται η ενίσχυση της ελληνικής οικονομίας από τις χώρες της ευρωζώνης και η αναζήτηση σε ευρωπαϊκό επίπεδο εναλλακτικών τρόπων αντιμετώπισης της υπερχρέωσης, τον Μάρτιο του 2010.²⁷⁵

Ωστόσο, οι συνεχείς ανακοινώσεις περί αναθεωρημένων ΑΕΠ και του δημοσιονομικού χρέους και του δημοσιονομικού ελλείμματος δοκίμασαν για έτερη φορά την εμπιστοσύνη των αγορών σχετικά με τη δυνατότητα της Ελλάδας εν εκπληρώσει τις δανειακές της υποχρεώσεις. Το γεγονός αυτό επέτειναν και μία σειρά από αίτια: η καταφανής απειρία της Ε.Ε. να διαχειριστεί κρίση υπερχρέωσης κράτους-μέλους της, η έλλειψη μηχανισμού αντιμετώπισης τέτοιων κρίσεων στην ευρωζώνη και η καθυστέρηση της γερμανικής ηγεσίας να ξεκινήσει τον διάλογο περί αντιμετώπισης του προβλήματος συντονισμένα σε επίπεδο Ε.Ε.

Τον Μάιο του 2010, η ελληνική δημοσιονομική κρίση εντεινόνταν, ενώ ταυτόχρονα γίνονταν προσπάθειες αποφυγής μετάδοσης της σε άλλες εξίσου ευάλωτες οικονομίες της ζώνης του ευρώ. Εν τέλει οι εξελίξεις οδήγησαν σε κοινή παρέμβαση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, της ΕΚΤ και του ΔΝΤ με την μορφή ενός προγράμματος σταθεροποίησης της ελληνικής οικονομίας. Το πρόγραμμα περιελάμβανε ένα μείγμα δανεισμού, δημοσιονομικών και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και η εφαρμογή του βρίσκεται εν εξελίξει. Όμως η πορεία των ΠΣΑΚ παρέμεινε ανοδική ακόμα και με την παρέμβαση διάσωσης της ελληνικής οικονομίας. Τα αίτια για την διατήρηση της ανοδικής πορείας των ΠΣΑΚ συνοψίζονται στα εξής²⁷⁶:

- Στη συνεχιζόμενη υποβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης του μακροπρόθεσμου χρέους του ελληνικού δημοσίου,

²⁷⁴ ibid Χαρδούβελης Γ., Γκόρτσος Χ., 2011, σελ. 148

²⁷⁵ ibid Χαρδούβελης Γ., Γκόρτσος Χ., 2011, σελ. 149

²⁷⁶ ibid

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

- Στις προσδοκίες μη ανταπόκρισης στους όρους του προγράμματος σταθερότητας της «τρόικας»,
- Στο γεγονός ότι τα δάνειο της «τρόικας» εξοφλείται κατά προτεραιότητα σε σχέση με το υπόλοιπο μέρος του δημόσιου χρέους και
- Στην αυξανόμενη πιθανότητα αθέτησης των όρων του προγράμματος την περίοδο 2014-2015.

Έχοντας πλέον φτάσει χρονικά στο Καλοκαίρι του 2010 τα περιθώρια των ΠΣΑΚ αν και υψηλά, σταθεροποιήθηκαν. Σε αυτό συνέβαλλε η έναρξη της εφαρμογής των πολιτικών περί δημιουργίας ενός ευρωπαϊκού μηχανισμού διάσωσης των χωρών με δημοσιονομικά προβλήματα και που πιθανά οδηγούσαν σε συστημικές κρίσεις, βάλλοντας την συνοχή των χωρών της ευρωζώνης και την βιωσιμότητα του κοινού νομίσματος.²⁷⁷

Βλέπουμε λοιπόν ότι ήδη από τον Ιούλιο του 2010 η κρίση έπαψε να είναι ελληνική και μετετράπη σε ευρωπαϊκή, στρέφοντας το ενδιαφέρον των αγορών στην Ισπανία, την Πορτογαλία και την Ιρλανδία. Μάλιστα, οι μακροοικονομικές αδυναμίες των συγκεκριμένων χωρών οδήγησαν και πάλι σε αύξηση των ΠΣΑΚ για τις συγκριμένες χώρες.²⁷⁸

2.3 Οι ευρωπαϊκές πολιτικές προσπάθειες διαχείρισης της δημοσιονομικής κρίσης της ευρωζώνης το 2010

Με αντικειμενικό σκοπό την πρόληψη αρνητικών αλυσιδωτών αντιδράσεων σε άλλα κράτη μέλη της ευρωζώνης και κυρίως για να προστατευτεί το τραπεζικό τους σύστημα, δεδομένου ότι πολλά ευρωπαϊκά πιστωτικά ιδρύματα έχουν στο επενδυτικό τους χαρτοφυλάκιο ομόλογα του ελληνικού δημοσίου και μάλιστα σημαντικού ύψους, από την πιθανότητα αναδιάρθρωσης του ελληνικού δημόσιου χρέους το Eurogroup, Ευρωπαϊκό Συμβούλιο και ο Πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ανακοίνωσαν στις 11 Απριλίου ένα αρχικό χρηματοδοτικό πακέτο στήριξης από κοινού με το ΔΝΤ, 30 δις ευρώ το οποίο εν τέλει επεκτάθηκε σε 110 δις ευρώ.²⁷⁹

Με στόχο δε την ανάκτηση της εμπιστοσύνης των διεθνών αγορών προς την ευρωζώνη, ενώ η ελληνική δημοσιονομική κρίση βρίσκονταν εν εξελίξει, το Συμβούλιο Ecofin στις 9 Μαΐου 2010 θέσπισε τον «Ευρωπαϊκό Μηχανισμό

²⁷⁷ ibid Χαρδούβελης Γ., Γκόρτσος Χ., 2011, σελ. 150

²⁷⁸ ibid

²⁷⁹ ibid Χαρδούβελης Γ., Γκόρτσος Χ., 2011, σελ. 37

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

Χρηματοοικονομικής Σταθεροποίησης» (European Financial Stabilisation Mechanism-EFSM) με τον Κανονισμό του Συμβουλίου 407/2010.²⁸⁰ Ο EFSM διαθέτει προς την ικανοποίηση των σκοπών δημιουργίας του πόρους ύψους 60 δις ευρώ. Πώς όμως θεμελιώνεται η θεσμοθέτηση του εν λόγω μηχανισμού με βάση τις ευρωπαϊκές συνθήκες;

Η θεσμοθέτηση του EFSM βασίστηκε στις διατάξεις του αρθ. 122, παρ. 2 της ΣΛΕΕ. Σύμφωνα με το εν λόγω άρθρο ορίζεται: «όταν ένα κράτος μέλος αντιμετωπίζει δυσκολίες ή διατρέχει μεγάλο κίνδυνο να αντιμετωπίσει σοβαρές δυσκολίες, οφειλόμενες σε φυσικές καταστροφές ή έκτακτες περιστάσεις που εκφεύγουν από τον έλεγχο του, το Συμβούλιο, προτάσσει της Επιτροπής, μπορεί να αποφασίσει να του χορηγήσει, υπό όρους χρηματοδοτική ενίσχυση της Ένωσης. Ο πρόεδρος του Συμβουλίου ενημερώνει το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο για τη ληφθείσα απόφαση»²⁸¹.

Οι προϋποθέσεις που θέτει η παράγραφος 2 του άρθρου 122 για την ενεργοποίηση της διαδικασίας χορήγησης χρηματοδοτικής ενίσχυσης από το Συμβούλιο σε ένα κράτος μέλος φαίνεται να είναι δύο:

- το κράτος μέλος να αντιμετωπίζει ή να διατρέχει μεγάλο κίνδυνο αδυναμίας να αντιμετωπίσει δυσκολίες στην οικονομική του κατάσταση, και
- οι οικονομικές δυσκολίες να οφείλονται σε φυσικές καταστροφές ή έκτακτες περιστάσεις που να μην μπορεί να τις ελέγξει.

Τέλος, η ενίσχυση από το Συμβούλιο μπορεί να συνίσταται στη χορήγηση δανείων, χορήγηση εγγυήσεων ή επιδοτήσεων πάντα υπό συγκεκριμένους όρους. Η απόφαση δε του Συμβουλίου έπεται της πρότασης της Επιτροπής ενώ ο Πρόεδρος του Συμβουλίου κατόπιν λήψης τέτοιας απόφασης παροχής χρηματοδοτικής ενίσχυσης σε κράτος μέλος οφείλει να ενημερώσει το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο παρά το ότι το τελευταίο δεν συμμετέχει ενεργά στην διαδικασία.²⁸²

Οι ευρωπαϊκές πρωτοβουλίες δεν σταμάτησαν στην θεσμοθέτηση του EFSM. Αμέσως μετά υπογράφηκε μία διακυβερνητική συμφωνία ανάμεσα στα κράτη μέλη της ευρωζώνης, σχετικά με τη θέσπιση του «Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας» (‘European Financial Stability Facility-

²⁸⁰ ibid Gortsos Ch., 2010, σελ. 30-32

²⁸¹ «Οι ευρωπαϊκές συνθήκες μετά την αναθεώρηση της Λισσαβώνας», Στεφάνου Κ., Καταπόδης Γ., σελ. 164

²⁸² ΣΛΕΕ αρθ. 122, παρ. 2, β' εδάφιο

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

EFSF”)²⁸³. Το EFSF αποτελεί μία εταιρεία ειδικού σκοπού που συστάθηκε στις 7 Ιουνίου 2010 σύμφωνα με την έννομη τάξη του Λουξεμβούργου, όπου και έχει την έδρα της. Καταστατικός σκοπός του EFSF είναι η έκδοση ομολόγων ή άλλων χρεωστικών τίτλων και να τους διαθέσει στις κεφαλαιαγορές ώστε να αντλεί τα απαιτούμενα κεφάλαια για την παροχή δανείων σε κράτη μέλη που είτε αντιμετωπίζουν δημοσιονομικά προβλήματα, είτε δεν είναι σε θέση να αναχρηματοδοτήσουν το χρέος τους στις αγορές²⁸⁴.

Οι εκδόσεις των ομολόγων του EFSF καλύπτονται από εγγυήσεις που παρέχουν τα δεκαέξι (16) κράτη μέλη της ευρωζώνης²⁸⁵ μέχρι 440 δις ευρώ, σύμφωνα με συγκεκριμένη ποσόστωση κατανομής με το μεγαλύτερο ποσό εγγυήσεων να καταβάλλεται από την Γερμανία (119,4 δις ευρώ). Οι πόροι του EFSF μπορούν να συνδυαστούν με: δάνεια μέχρι 60 δις ευρώ προερχόμενα από τον EFSM²⁸⁶ και χρηματοδοτική ενίσχυση μέχρι 250 δις ευρώ από το ΔΝΤ. Αυτό σημαίνει ότι το EFSF προσφέρει ένα «δίχτυ ασφαλείας» συνολικού ύψους 750 δις ευρώ.

Η εμπλοκή δε του ΔΝΤ στο πλαίσιο λειτουργίας του EFSF υποδηλώνει ότι η παροχή χρηματοδοτικής ενίσχυσης θα γίνεται στη βάση της αρχής της αιρεσιμότητας (“conditionality”) που ισχύει βάσει του καταστατικού του ΔΝΤ.

Οι πρωτοβουλίες σε ευρωπαϊκό επίπεδο που είχαν διπλό στόχο: την δημιουργία ενός πλαισίου αντιμετώπισης δημοσιονομικών κρίσεων εντός της ευρωζώνης και την αντιμετώπισης των περιορισμών που θέτει το άρθρο 125 της ΣΛΕΕ με την ρήτρα «μη διάσωσης» (no bail-out clause)²⁸⁷. Τρίτο συστατικό μέρος

²⁸³ Στις 9 Μαΐου 2010 υιοθετήθηκαν σε επίπεδο Συμβουλίου 4 νέοι κανονισμοί, το “Euro Plus Pact” που βασίζονταν στο άρθρ. 122(2). Μέσα από το πακέτο αυτό δημιουργήθηκαν ο EFSM και ο EFSF “Life in the eurozone with or without sovereign default?”, Buchheit L., Gulati M., et al, 2011, σελ. 30-32

²⁸⁴ EFSF Framework Agreement, Preamble, 2010, είναι διαθέσιμο σε ηλεκτρονική μορφή στη διεύθυνση: http://www.efsf.europa.eu/attachments/efsf_framework_agreement_en.pdf

²⁸⁵ Τα κράτη μέλη της Ευρωζώνης είναι συνολικά δέκα επτά (17), όμως στο EFSF δεν συμμετέχει ακόμα η Εσθονία

²⁸⁶ Τα δάνεια αυτά βασίζονται σε κεφάλαια που αντλούνται από την Ευρ. Επιτροπή, η οποία χρησιμοποιεί ως εγγύηση των ευρωπαϊκό προϋπολογισμό. “Life in the eurozone with or without sovereign default?”, Buchheit L., Gulati M., et al, 2011, σελ. 18-25

²⁸⁷ Σύμφωνα με το άρθρ. 125 της ΣΛΕΕ, η Ένωση ούτε ευθύνεται για, ούτε επιτρέπεται να αναλαμβάνει τις υποχρεώσεις που αναλαμβάνουν οι κεντρικές κυβερνήσεις, οι τοπικές-περιφερειακές ή άλλες δημόσιες αρχές, άλλοι οργανισμοί δημοσίου δικαίου ή δημόσιες επιχειρήσεις των κρατών μελών. Το ίδιο που ισχύει για την Ένωση, ισχύει και για τα κράτη μέλη της. Εξαίρεση του περιορισμού αυτού αποτελούν οι εγγυήσεις των αμοιβαίων χρηματοοικονομικών εγγυήσεων που δίδονται για την από κοινού εκτέλεση συγκεκριμένου έργου. Οι εγγυήσεις αυτές χορηγούνται ad hoc και μία

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

της ευρωπαϊκής προσέγγισης προς την δημιουργία ενός ευρωπαϊκού μηχανισμού αντιμετώπισης δημοσιονομικών κρίσεων, αποτέλεσε η απόφαση του Συμβουλίου στις 24 Ιουνίου 2011 να δημιουργηθεί ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (European Stability Mechanism-ESM), ο οποίος θεσπίστηκε μέσω της υπογραφής διακρατικής συμφωνίας στις 11 Ιουλίου 2011, σε επίπεδο των κρατών μελών της ευρωζώνης²⁸⁸.

Η λειτουργία του ESM θα είναι να παρέχει χρηματοδοτική ενίσχυση υπό αυστηρή αιρεσιμότητα σε χώρες μέλη της ευρωζώνης, ενώ σε εξαιρετικές περιπτώσεις ενδέχεται να παρεμβαίνει στην πρωτογενή αγορά κρατικών ομολόγων με ομοίως αυστηρή αιρεσιμότητα²⁸⁹. Ο ESM θα χρησιμοποιεί κατάλληλη χρηματοδοτική στρατηγική ώστε να διασφαλίσει πρόσβαση σε ευρείς πηγές χρηματοδότησης και να είναι σε θέση να προσφέρει χρηματοδοτικά πακέτα στα μέλη της ευρωζώνης.

Στην πραγματικότητα, η δημιουργία του ESM οφείλεται στην προσπάθεια εδραίωσης ενός μόνιμου μηχανισμού προσφυγής σε περίπτωση δημοσιονομικών κρίσεων σε ευρωπαϊκό επίπεδο για τις χώρες του ευρώ. Ο ESM θα συνδυάσει το ρόλο του EFSF και του EFSM στην παροχή χρηματοδοτικής ενίσχυσης στα κράτη της ευρωζώνης μετά τον Ιούνιο του 2013, οπότε και θα τεθεί σε λειτουργία (εφόσον η περίοδος ισχύος του EFSF λήγει στις 30 Ιουνίου 2013). Ωστόσο, ο EFSF θα διατηρηθεί και μετά τον Ιούνιο του 2013, με αποκλειστική αρμοδιότητα να διαχειριστεί τα έως τότε ομόλογα έκδοσης του και θα παραμείνει σε λειτουργία μέχρι να εξοφληθούν τα ποσά που θα εκχωρηθούν μέσω αυτού στα κράτη μέλη της ευρωζώνης και αφού φυσικά αποπληρώσει τις υποχρεώσεις του²⁹⁰. Ο Οικονομικός Σύμβουλος του EFSF θα επιφορτισθεί με το καθήκον να προετοιμάσει την λειτουργία του ESM και θα κληθεί να ενημερώνει σχετικά με την πρόοδο των εργασιών του το Eurogroup²⁹¹.

χαρακτηριστική περίπτωση τέτοιου έργου ήταν η κατασκευή της σήραγγας της Μάγχης, κοινή κατασκευή από βρετανικές και γαλλικές κυβερνήσεις.

²⁸⁸ http://www.efsf.europa.eu/attachments/faq_en.pdf

²⁸⁹ Το γεγονός ότι ο ESM δεν θα μπορεί να παρεμβαίνει στη δευτερογενή αγορά κρατικών ομολόγων πρακτικά σημαίνει ότι το βάρος της διάσωσης των χωρών μετατίθεται από τις κυβερνήσεις στην ΕΚΤ, παρότι ο καταστατικός σκοπός της ΕΚΤ είναι η διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών. "Life in the eurozone with or without sovereign default?", Buchheit L., Gulati M., et al, 2011, σελ. 30-32

²⁹⁰ http://www.efsf.europa.eu/attachments/faq_en.pdf

²⁹¹ ibid σελ. 14-17

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

Ως προς την νομική μορφή του, ο ESM θα αποτελεί διακυβερνητικό οργανισμό που θα διέπεται από το δημόσιο διεθνές δίκαιο με έδρα το Λουξεμβούργο. Ανάμεσα στα όργανα του ESM θα είναι²⁹²:

- το Συμβούλιο Διοικητών (Board of Governors), το οποίο θα αποτελείται από τους Υπουργούς Οικονομικών των χωρών μελών της ευρωζώνης, ως μέλη με δικαίωμα ψήφου, ενώ με καθεστώς παρατηρητή θα συμμετέχουν ο Επίτροπος Οικονομικών Υποθέσεων καθώς και ο Πρόεδρος της ΕΚΤ.
- το Συμβούλιο Διευθυντών (Board of Directors). Κάθε χώρα μέλος της ευρωζώνης θα διορίζει ένα Διευθυντή και ένα Αναπληρωτή Διευθυντή.
- τον Διευθύνοντα Σύμβουλο (Managing Director), ο οποίος θα διορίζεται από το Συμβούλιο Διοικητών με διοικητικά καθήκοντα της λειτουργίας του ESM. Θα προεδρεύει και στις συνεδριάσεις του Συμβουλίου Διευθυντών.

Για να τεθεί σε ισχύ ο ESM απαιτείται προηγουμένως τροποποίηση της ΣΛΕΕ και ειδικότερα το άρθ. 136. Αναμένεται ότι η εν λόγω τροποποίηση θα έχει ολοκληρωθεί και θα έχει τεθεί σε ισχύ το αργότερο μέχρι την 1^η Ιανουαρίου 2013, ώστε ο ESM να αρχίσει να λειτουργεί μέχρι τα μέσα του 2013²⁹³.

Ο ESM αναμένεται να έχει δυνατότητα δανεισμού μέχρι και 500 δις ευρώ, ενώ το κεφάλαιο του θα ανέρχεται σε 700 δις ευρώ. Από αυτό το συνολικό κεφάλαιο, τα 80 δις ευρώ αποτελούν καταβεβλημένα κεφάλαια (paid-in-capital) από τις χώρες της ευρωζώνης σε πέντε ίσες δόσεις με πρώτη δόση τον Ιούλιο του 2013. Επίσης ο ESM θα διαθέτει ένα συνδυασμό δεσμευμένων – απαιτητών κεφαλαίων (callable capital) από τα κράτη μέλη της ευρωζώνης συνολικού ύψους 620 δις ευρώ. Σε κάθε περίπτωση τα μέλη της ευρωζώνης θα πρέπει κατά την μεταβατική περίοδο 2013-2017 να διασφαλίζουν ότι ο λόγος των καταβεβλημένων κεφαλαίων και των υφιστάμενων εκδόσεων τίτλων του ESM παραμένει τουλάχιστον στο 15%. Για να αποκατασταθεί το ύψος των καταβεβλημένων κεφαλαίων εφόσον αυτό μειωθεί για την απορρόφηση ζημιών, το Συμβούλιο Διευθυντών θα αποφασίζει με απλή πλειοψηφία να ζητήσει ποσό από τα 620 δις ευρώ²⁹⁴.

Ο ESM θα δύναται να δανείσει με σταθερό ή κυμαινόμενο επιτόκιο το οποίο θα καθορίζεται σε συντονισμό με την τιμολογιακή πολιτική του ΔΝΤ. Κατά

²⁹² ibid

²⁹³ ibid σελ. 15

²⁹⁴ ibid, Buchheit L., Gulati M., et al, 2011, σελ.27-32

**Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη**

περίπτωση θα καθίσταται δυνατή η συμμετοχή των πιστωτών του ιδιωτικού τομέα και πάντα σε συνέπεια με τις πολιτικές του ΔΝΤ. Για να διευκολυνθεί και να τυποποιηθεί η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα, στα ομόλογα που εκδίδονται από τον ESM θα συμπεριλαμβάνονται ΡΣΔ, ήδη από τον Ιούνιο του 2013²⁹⁵.

Η σχέση του ESM με το ΔΝΤ θα είναι στην βάση στενής συνεργασίας για την παροχή χρηματοδοτικής ενίσχυσης στα κράτη της ευρωζώνης. Η εμπλοκή του ΔΝΤ θα αφορά την παροχή τεχνογνωσίας αλλά και χρηματοδότησης, ενώ οι όροι για την λήψη κοινή χρηματοδοτικής βοήθειας από τον ESM και το ΔΝΤ θα διαπραγματεύονται ανάμεσα στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το ΔΝΤ σε συνεργασία με την ΕΚΤ.

Ο ESM θα έχει καθεστώς προτεραιότητας ανάμεσα στους πιστωτές μίας χώρας²⁹⁶, εξαιρούμενων των χωρών που βρίσκονται ήδη σε προγράμματα χρηματοδοτικής ενίσχυσης από τον Ιούνιο του 2011. Η διαδικασία ενεργοποίησης της βοήθειας του ESM θα γίνεται κατόπιν αιτήματος από ένα κράτος μέλος της ευρωζώνης προς τα υπόλοιπα. Κατόπιν της αναγγελίας του αιτήματος η Επιτροπή με τον ΔΝΤ και σε συνεργασία με την ΕΚΤ θα αξιολογήσει τις χρηματοδοτικές ανάγκες του αιτούντος και την μορφή της συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα που θα απαιτείται κατά περίπτωση. Σύμφωνα με την εν λόγω αξιολόγηση, η Επιτροπή θα διαπραγματεύεται τους όρους του μακροοικονομικού και δημοσιονομικού προγράμματος μεταρρυθμίσεων από κοινού με το ΔΝΤ και την ΕΚΤ. Ενώ τέλος η Επιτροπή, το ΔΝΤ και η ΕΚΤ θα έχουν καθήκοντα εποπτείας – επίβλεψης της συμμόρφωσης του αιτούντος κράτους με τους όρους της δανειοδότησης²⁹⁷.

3. Η πιθανότητα να επανέλθει η Ελλάδα στις αγορές προς χρηματοδότηση των αναγκών της και οι μομφές περί απώλειας της κρατικής κυριαρχίας λόγω της δανειακής σύμβασης

3.1 Μπορεί η Ελλάδα να επανέλθει στις αγορές;

Είναι γεγονός πως κατά την παρούσα συγκυρία η επικαιρότητα βρίθκει από σενάρια, πολιτικές δηλώσεις, συνεχείς διαπραγματεύσεις και αρκετή παραφιλολογία

²⁹⁵ Βλέπουμε ότι στον ESM ακολουθείται η προσέγγιση της αναδιάρθρωσης μέσω της χρήσης ΡΣΔ καθώς και την πρακτική συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα για την καλύτερη κατανομή του βάρους της αντιμετώπισης της κρατικής υπερχρέωσης ανάμεσα σε δημόσιους δανειστές και ιδιώτες δανειστές.

²⁹⁶ Εδώ αποδίδεται το νόημα του όρου “preferred credit status”, δεν θα είναι δηλαδή στην βάση της pari passu μεταχείρισης σε σχέση με όλους άλλους πιστωτές.

²⁹⁷ http://www.efsf.europa.eu/attachments/faq_en.pdf, σελ. 17

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

περί ολιγωρίας της Ελλάδας, η οποία έπρεπε εξ' αρχής για κάποιους να έχει κηρύξει στάση πληρωμών μονομερώς, ώστε να αποφύγει να υποστεί τους επαχθείς όρους των χρηματοδοτικών προγραμμάτων. Επίσης, ακόμα αβέβαιη παραμένει η πιθανότητα καθώς και το πότε θα επιστρέψει η Ελλάδα για να αντλήσει δανειακά κεφάλαια από τις διεθνείς αγορές, όπως επίσης και το αν θα αποφευχθεί τελικά η αναδιάρθρωση του ελληνικού δημόσιου χρέους.

Η επιτυχής έξοδος στις αγορές απαιτεί ανάκτηση της χαμένης αξιοπιστίας της Ελλάδας. Μέχρι σήμερα, η Ελλάδα βρίσκεται πολύ μακριά από αυτό το ενδεχόμενο παρά τα μέτρα που έχουν ήδη ληφθεί. Η αμφισβήτηση των αγορών είναι έντονη και ξεκάθαρη και αποτυπώνεται στο ύψος των επιτοκίων των ελληνικών ομολόγων στη δευτερογενή αγορά καθώς και στις αλληπάλληλες υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας.²⁹⁸ Οι αγορές προφανώς προεξοφλούν το αναπόφευκτο «κούρεμα» (“haircut”) του ελληνικού δημόσιου χρέους έναντι των ομολογιούχων πιστωτών του. Σε αυτό συγκλίνουν και οι προβλέψεις των αξιολογικών οίκων: ο οίκος Standard & Poor's εκτιμούσε την πιθανότητα αναδιάρθρωσης (probability of default) πολύ υψηλή και από τις 13 Ιουνίου 2011 τα ελληνικά ομόλογα υποβαθμίστηκαν σε κατηγορία CCC, τη χειρότερη που έχει δώσει ποτέ ο συγκεκριμένος οίκος σε ομόλογα οποιασδήποτε χώρας στον κόσμο²⁹⁹.

Ήδη από το πρώτο τρίμηνο του 2010, η κρίση είχε επεκταθεί στη Ιρλανδία, την Πορτογαλία ενώ η Ισπανία φαινόταν να ακολουθεί. Η επέκταση της κρίσης από την Ελλάδα εξέλιξε το πρόβλημα από καθαρά ζήτημα ελληνικής κακοδιαχείρισης των δημοσιονομικών σε ευρωπαϊκό πρόβλημα. Μάλιστα, αν τελικά η Ελλάδα φτάσει σε χρεοκοπία, είναι σχεδόν βέβαιο πως και οι υπόλοιπες τρεις χώρες-και κανείς δεν μπορεί να πει μετά βεβαιότητας ποιες άλλες-θα ακολουθήσουν. Η σημασία του προβλήματος συνίσταται στο γεγονός ότι αν η κρίση επεκταθεί και δυσχεράνει την κατάσταση της Ισπανίας, αυτό θα δυναμιτίσει την ευρωπαϊκή προοπτική και θα θέσει την συνοχή της ευρωζώνης υπό αμφισβήτηση. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η Ισπανία αποτελεί το 11,6% των οικονομιών της ευρωζώνης. Αν λοιπόν η Ισπανία

²⁹⁸ ibid Χαρδούβελης Γ., Γκόρτσος Χ., 2011, σελ. 38

²⁹⁹ <http://www.bloomberg.com/news/2011-09-12/greece-s-risk-of-default-increases-to-98-as-european-debt-crisis-deepens.html>

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

κινδυνεύσει, θα θέσει σε κίνδυνο την Ιταλία και το Βέλγιο που επίσης έχουν υψηλό δημόσιο χρέος.³⁰⁰

Η καταφανής αδυναμία επανόδου της Ελλάδας στις αγορές το 2010, όπως αρχικά αναμενόταν, οδήγησε το ΔΝΤ να ζητήσει περαιτέρω εγγυήσεις για την μελλοντική ικανότητα της χώρας να επιστρέψει το σύνολο των δανείων που τις έχει χορηγηθεί. Ιδιαίτερο ζήτημα τέθηκε σχετικά με την παροχή της δόσης του Ιουλίου 2011, ώστε να προχωρήσει το ΔΝΤ στη συνέχιση της χρηματοδοτικής στήριξης προς την Ελλάδα. Συγκεκριμένα το ΔΝΤ φαίνεται να έθεσε τρεις (3) προϋποθέσεις για την καταβολή του μεριδίου του: την ικανοποίηση των όρων του Μνημονίου έως τον Μάρτιο 2011, την παροχή εγγυήσεων από την Ε.Ε. ότι θα παρέμβει χρηματοδοτικά για να καλύψει το κενό «κηδεμονίας» της Ελλάδας για τους επόμενους 12 μήνες και την ψήφιση του Μεσοπρόθεσμου προγράμματος. Και οι τρεις προϋποθέσεις πραγματοποιήθηκαν παρά τις δυσχέρειες και την καθυστέρηση της υλοποίησης τους.³⁰¹

Ανεξάρτητα από την τελική, την προσωρινή ή με προοπτική μονιμότητας απόφαση επίλυσης του μελλοντικού δανεισμού της Ελλάδας είναι σημαντικό να αναφέρουμε τις διαθέσιμες επιλογές που υπάρχουν όσο η χώρα αδυνατεί να βγει και να δανειστεί στην ελεύθερη αγορά. Οι επιλογές που θα αναφέρουμε είναι όλες επώδυνες σε διαφορετικό όμως βαθμό για κάθε εμπλεκόμενο. Επίσης, καμία επιλογή δεν θεωρείται επαρκής για την επίλυση του ελληνικού προβλήματος και γι αυτό βλέπουμε ότι οι ακολουθούμενες πολιτικές και μέθοδοι έως επί του παρόντος αποτελούν ένα μείγμα προσεγγίσεων ώστε να βρεθεί ο καταλληλότερος συνδυασμός μέτρων που θα οδηγήσει στην οριστική λύση.

Στον Πίνακα 4 που ακολουθεί αποτυπώνονται συνολικά οι διαθέσιμες επιλογές για την αντιμετώπιση της ελληνικής υπερχρέωσης. Ωστόσο, κάποιες από τις λύσεις πλέον δεν μπορούν να θεωρηθούν διαθέσιμες (παρά το ότι όλα είναι θέμα λήψης πολιτικών αποφάσεων και μπορούν να ανατραπούν ακόμα και όταν διαφαίνονται ειλημμένα), ενώ κάποιες άλλες έχουν συνδυαστεί μέχρι σήμερα στις αποφάσεις που έχουν ληφθεί σε ευρωπαϊκό επίπεδο κυρίως. Κάποιες άλλες δε, φαίνεται να μην είναι αποδεκτές από το σύνολο της ευρωπαϊκής κοινότητας για τους λόγους domino που αναλύθηκαν ανωτέρω.

³⁰⁰ ibid Χαρδούβελης Γ., Γκόρτσος Χ., 2011, σελ. 39

³⁰¹ ibid

Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με τον Πίνακα 4, η πρώτη λύση θα ήταν η ανάληψη δηλαδή του ελληνικού χρέους από την ευρωζώνη με την απευθείας μεταφορά πόρων χωρίς όμως να επιζητεί επιστροφή τους, με τη μορφή δηλαδή δωρεάς. Δεύτερη επιλογή συνιστά το «Σενάριο Κηδεμονίας», λεγόμενο “baby sitting”, η ανάληψη δηλαδή του δημόσιου χρέους από τις χώρες της ευρωζώνης αλλά με τη μορφή δανείου. Η τρίτη επιλογή συνίσταται στον συντονισμό των τραπεζών-κατόχων ομολόγων ώστε να συναινέσουν στην επέκταση των πιστώσεων τους προς την Ελλάδα. Το εν λόγω σενάριο θα απαιτούσε περαιτέρω εγγυήσεις προς τους πιστωτές ώστε να πραγματοποιηθεί. Η τέταρτη επιλογή, που έχει τεθεί πολλές φορές στο δημόσιο διάλογο, είναι το σενάριο της ήπιας αναδιάρθρωσης. Είναι η λύση που προσομοιάζει με το Πρόγραμμα Brady και την έκδοση των ομώνυμων ομολόγων, που περιγράφηκαν προηγουμένως (βλέπε κεφάλαιο 2.1.2 Μέρος Β' της παρούσας μελέτης). Η επιλογή της εν λόγω λύσης συνεπάγεται την απώλεια της παρούσας αξίας για τους δανειστές με βάση τα υφιστάμενα επιτόκια, αλλά θα μετριάσει αν η Ελλάδα καταφέρει να περιορίσει το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ και έτσι θα μπορέσει να δανείζεται με χαμηλότερα επιτόκια μελλοντικά. Τέλος, υπάρχει φυσικά και η επιλογή της «σκληρής» αναδιάρθρωσης, όπου συνεπάγεται σημαντικό «κούρεμα» της ονομαστικής αξίας των ομολόγων με αποτέλεσμα οι επενδυτές να χάσουν μεγάλο ποσοστό των επενδύσεων τους και φυσικά τις δυσμενείς συνέπειες που θα έχει αυτό για τη χώρα.³⁰²

Ας δούμε τώρα από αυτές τις επιλογές ποιες θα μπορούσαν να αποτελέσουν υποψήφιες λύσεις της ελληνικής υπερχρέωσης, έχοντας πάντοτε υπόψη ότι το θέμα βρίσκεται εν εξελίξει και σε κάθε περίπτωση, οι σχετικές πολιτικές αποφάσεις να μην έχουν κανένα κοινό σημείο με την παρούσα ανάλυση.

Όσον αφορά την πρώτη λύση, αυτή συνεπάγεται περαιτέρω δημοσιονομική και πολιτική σύγκλιση στην ευρωζώνη, πράγμα που δεν αποτελεί λύση ώριμη πολιτικά, ωστόσο δεν θεωρείται ανεφάρμοστη. Μάλιστα, στην προσέγγιση αυτή της λύσης δημιουργήθηκε το EFSF και θα λειτουργήσει και ο ESM. Αν μάλιστα, οι εν λόγω μηχανισμοί μελλοντικά αποφασισθεί να επιτρέπεται να παρεμβαίνουν στη δευτερογενή αγορά, τα κράτη δεν θα χρειάζονται την συναίνεση των εθνικών Κοινοβουλίων τους ώστε να αναλάβει η ευρωζώνη το ελληνικό δημόσιο χρέος μέσω

³⁰² ibid Χαρδούβελης Γ., Γκόρτσος Χ., 2011, σελ. 41

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

της αγοράς από τη δευτερογενή αγορά των ομολόγων που έχουν ληκτότητα το 2012 και 2013, να μην ρευστοποιηθούν στη λήξη τους αλλά να ανταλλαγούν με νέα μεταγενέστερης ωρίμανσης.³⁰³

Η δεύτερη λύση βρήκε υποστήριξη από τους αξιωματούχους της ΕΚΤ διότι με αυτή την λύση θα διασφαλιστούν τα συμφέροντα των πιστωτών. Επίσης, η ΕΚΤ θέλει να αποφευχθεί η επέλευση πιστωτικού γεγονότος λόγω ανησυχίας αποσταθεροποίησης του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος. Επίσης, η ίδια η ΕΚΤ ήταν αδύνατο να δανειοδοτήσει απλόχερα τις ελληνικές τράπεζες, έστω και παρακάμπτοντας τους περιορισμούς του καταστατικού της περί αποδοχής ενεχύρων, διότι θα έχανε την αξιοπιστία της. Εναντία στην υιοθέτηση της δεύτερης λύσης τάθηκαν οι Γερμανοί, οι οποίοι επέμεναν και πέτυχαν την υιοθέτηση της προσέγγισης της συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα (PSI) στην αντιμετώπιση της υπερχρέωσης. Η γερμανική στάση στηρίζονταν στο ενδεχόμενο του ηθικού κινδύνου: αφήνοντας ελεύθερους τους ομολογιούχους να ρευστοποιήσουν τα ελληνικά ομόλογα στην λήξη τους, θα δημιουργούσε την εντύπωση στις αγορές ότι οι αγορές ομολόγων κρατών της ευρωζώνης θα είναι εγγυημένες από του ευρωπαίους φορολογούμενους και έτσι οι επενδυτές θα πάρουν σίγουρα τα χρήματα τους πίσω.³⁰⁴ Τουναντίον, η Γερμανία στήριξε την υιοθέτηση της τέταρτης λύσης περί «ήπιας» αναδιάρθρωσης, «ελεγχόμενης χρεοκοπίας», ή όπως αλλιώς κατονόμασε ο δημόσιος διάλογος την ανταλλαγή των υφιστάμενων ομολόγων με τίτλους λήξης επτά χρόνια αργότερα. Σε αυτή την γερμανική πρόταση, εμπόδιο στάθηκε η στάση των οίκων αξιολόγησης που διακοίνωσαν ότι θα εξαρτηθεί από τη νομική μορφή που θα δοθεί στο ελληνικό PSI αν θα το θεωρήσουν ως πιστωτικό γεγονός ή όχι. Αν θεωρηθεί πιστωτικό γεγονός αυτόματα ενεργοποιούνται τα ΠΣΑΚ (CDS) ενώ ο πανικός στις αγορές θα είναι κάτι παραπάνω από σίγουρο σενάριο. Μάλιστα οι οίκοι Moody's, Standard & Poor's και Fitch έχουν ήδη καταλήξει ότι οι λύσεις 3,4 και 5 θεωρούνται πιστωτικά γεγονότα.³⁰⁵

Το μεγάλο στοίχημα τόσο για τους Έλληνες κυβερνητικούς όσο και για τους Ευρωπαίους είναι να αναδειχθεί το κατάλληλο σύνθετο μείγμα προσεγγίσεων ώστε να αποφευχθεί η υιοθέτηση της λύσης 5, ωστόσο παραμένει ένα σενάριο που δεν

³⁰³ ibid

³⁰⁴ ibid

³⁰⁵ ibid Χαρδούβελης Γ., Γκόρτσος Χ., 2011, σελ. 42

φαίνεται να έχει διαγραφεί από την λίστα των ενδεχομένων για την τρέχουσα συγκυρία παρά την αέναη προσπάθεια των πολιτικών να απαλειφτεί.

3.2 Μπορεί πλέον η Ελλάδα να προσφύγει στην λύση της μονομερούς αναδιάρθρωσης του χρέους της κηρύσσοντας στάση πληρωμών;

Αφού είδαμε τις διάφορες λύσεις που υπάρχουν στο προσκήνιο ώστε να αντιμετωπισθεί το θέμα του δυσβάσταχτου ελληνικού δημόσιου χρέους, μπορούμε να έχουμε μία γενική άποψη για το αν τελικά η Ελλάδα, όπως οι χώρες της Κεντρικής και Νότιας Αμερικής θα μπορούσε να καταφύγει στην λύση της ανακοίνωσης στάσης πληρωμών και της διαπραγμάτευσης μείωσης σημαντικού ποσοστού των χρεών της.

Πολλοί ακαδημαϊκοί έχουν ισχυριστεί ότι η κήρυξη στάσης πληρωμών-χρεοκοπία, αποτελεί ύψιστη εκδήλωση της εθνική κυριαρχίας ενός κράτους και ότι εφόσον αυτή την δυνατότητα την έχει στερηθεί η Ελλάδα από τους όρους της δανειακής σύμβασης που έχει υπογράψει με την «τρόικα», πλέον υπάρχει η «δανειστική» κυριαρχία και όχι η κρατική κυριαρχία. Ας δούμε πόσο βάσιμη είναι αυτή η μομφή περί απώλειας της κρατικής κυριαρχίας³⁰⁶ εξετάζοντας το ζήτημα με νομικό και όχι πολιτικό πρίσμα.

Είναι αδιαμφισβήτητο γεγονός πως στο εσωτερικό της Ελλάδας έχει καλλιεργηθεί και θριαμβεύσει μία αντιμνημονιακή και αντιευρωπαϊκή αντίληψη εκπορευόμενη από τον αντιλαϊκό χαρακτήρα των όρων της δανειακής σύμβασης που υπογράψαμε με τους διεθνείς δανειστές μας Ε.Ε./ΕΚΤ/ΔΝΤ. Η εχθρική αυτή αντίληψη οδήγησε τους θιασώτες της άποψης περί απώλειας της κρατικής κυριαρχίας από την δανειακή σύμβαση στην υποβολή αιτήσεων ακυρώσεως των πράξεων εφαρμογής του Μνημονίου στο Συμβούλιο Επικρατείας και οι οποίες εν τέλει απορρίφθηκαν³⁰⁷.

Βασικά νομικά σημεία, στα οποία πρέπει να σταθούμε για να αξιολογήσουμε το πόσο εύλογο είναι να θεωρούμε το σενάριο 5 του Πίνακα 4 ως λύση στην περίπτωση της Ελλάδας, είναι τα εξής: Τα κράτη ενεργούν στη διεθνή έννομη τάξη συνάπτοντας συμφωνίες μεταξύ τους προκειμένου να ρυθμίσουν θέματα κοινού ενδιαφέροντος. Έπειτα υπαγάγουν τους όρους των συμφωνιών τους στους κανόνες

³⁰⁶ «Δανειακή Σύμβαση και εθνική κυριαρχία», Κατρούγκαλος Γ. Καθημερινή, 12.6.2011

³⁰⁷ «Το Μνημόνιο της Ελλάδας στην ευρωπαϊκή, τη διεθνή και την εθνική έννομη τάξη», Γκλαβίνης Π., 2010

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

του εγχώριου δικαίου για λόγους πληρότητας ρύθμισης και αποτελεσματικής λειτουργίας της σχέσης τους, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι απώλεσαν την κυριαρχία τους. Άλλωστε κανένα κράτος δεν παραιτείται από την δικαστική του ασυλία όταν δέχεται να επιλυθεί μία διαφορά που το εμπλέκει με βάση ένα αλλοδαπό δίκαιο.³⁰⁸

Η δανειακή μας σύμβαση ορίζει ως εφαρμοστέο δίκαιο το αγγλικό δίκαιο, αλλά κάθε διαφορά από την δανειακή σύμβαση υπάγεται στην αποκλειστική δικαιοδοσία του Δικαστηρίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης³⁰⁹, πράγμα που σημαίνει ότι ο δικαστής του Δ.Ε.Ε. είναι ο μοναδικός αρμόδιος να επιλύσει διαφορές που απορρέουν από τη σύμβαση με εφαρμοστέο δίκαιο μεν το αγγλικό δίκαιο αλλά και τους κανόνες του «κοινού ευρωπαϊκού συνταγματικού πολιτισμού», που αποτελούν θεμέλιο λίθο του ενωσιακού δικαιοπολιτικού συστήματος. Καθίσταται λοιπόν σαφές ότι η υπαγωγή της δανειακής σύμβασης στο αγγλικό δίκαιο δεν αποτελεί περιορισμό της κρατικής κυριαρχίας³¹⁰.

Επιπρόσθετα, το αγγλικό δίκαιο που διέπει τη σύμβαση δεν αποστερεί από την Ελλάδα την δυνατότητα εφόσον το αποφασίσουν οι κυβερνώντες να κηρύξει στάση πληρωμών και να προβεί σε μονομερή αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους. Η μονομερής αναδιάρθρωση ωστόσο θα αποτελούσε πιστωτικό γεγονός και θα ισοδυναμούσε με αθέτηση των υποχρεώσεων της Ελλάδας που απορρέουν από τους όρους των ομολόγων που έχει εκδώσει αλλά και των υποχρεώσεων που ανέλαβε υπογράφοντας την δανειακή σύμβαση δεχόμενη τη χρηματοδοτική στήριξη της «τρόικας». Αυτό άλλωστε είναι το μεγάλο διακύβευμα για την Ελλάδα, να μην αθετήσει τις υποχρεώσεις της και ιδιαίτερα αυτές που θα οδηγούσαν τους ομολογιούχους σε προσφυγή έναντι του ελληνικού δημόσιου.³¹¹ Μέσα από την δανειακή σύμβαση, η Ελλάδα δεσμεύτηκε να μην προβεί σε μονομερή αναδιάρθρωση του χρέους της έναντι των δημόσιων διεθνών δανειστών της αυτό όμως δεν συνιστά απώλεια της κρατικής κυριαρχίας, αφού η επιλογή της μονομερούς αναδιάρθρωσης έναντι των ομολογιούχων δανειστών εξακολουθεί να βρίσκεται επί τάπητος και είναι

³⁰⁸ «Όταν οι συνταγματολόγοι πλέουν σε διεθνή ύδατα», Γκλαβίνης Π., 2.7.2011, σελ. 1
www.constitutionalism.gr

³⁰⁹ Μνημονιακή Σύμβαση άρθ. 14, παρ.2

³¹⁰ «Περί δανειστικής κυριαρχίας και πραγματικού διαλόγου», Μποτόπουλος Κ., 17.7.2011,
www.constitutionalism.gr

³¹¹ ibid Γκλαβίνης Π., 2011, σελ. 3

θέμα πολιτικής απόφασης της κυβέρνησης να σταθμίσει τις συνέπειες αυτής της επιλογής και να πράξει αναλόγως³¹².

Τέλος, αξίζει να διευκρινίσουμε ότι η εξυπηρέτηση των δανείων που χορηγήθηκαν στην Ελλάδα θα πραγματοποιηθεί κατά προτεραιότητα έναντι των λοιπών χρεών του δημόσιου τομέα, ενώ μεταξύ τους τα δάνεια αυτά είναι *pari passu* και *pro rata*, δηλαδή τα δάνεια από την Μνημονιακή σύμβαση θα τύχουν ίσης μεταχείρισης και θα αποπληρωθούν σύμφωνα με το ποσοστό που έχει δανείσει ο κάθε φορέας ξεχωριστά.³¹³ Αυτό σημαίνει πως δεν θα μεταχειρισθεί διαφορετικά η Ελλάδα το δάνειο που προέρχεται από την ΕΚΤ ή την ευρωζώνη σε σχέση με τη χρηματοδοτική ενίσχυση που έλαβε από το ΔΝΤ. Επίσης, τα δάνεια αυτά δεν έχουν εμπράγματα εξασφαλίσεις και στην πραγματικότητα οι δανειστές μας δανείστηκαν για να μας χρηματοδοτήσουν από τις ίδιες μάλιστα αγορές που εμείς πλέον σαν χώρα δεν έχουμε πρόσβαση³¹⁴. Ωστόσο, έχει δοθεί άρση ασυλίας εκτέλεσης επί της ιδιωτικής περιουσίας του ελληνικού δημοσίου ως εξασφάλιση ώστε να αντιμετωπισθεί το κώλυμα του άρθρου 125 της ΣΛΕΕ (no bail-out clause), διασφαλίζοντας έτσι ότι τα δάνεια από τον ευρωπαϊκό πυλώνα της «τρίικας» δεν αποτελούν δωρεές (εξασφαλίσθηκε δηλαδή ότι η χρηματοδοτική στήριξη αποτελεί προσέγγιση της δεύτερης λύσης και όχι της πρώτης του Πίνακα 4).

Καθίσταται σαφές εκ των ανωτέρω ότι κανένας αξιωματούχος της Ε.Ε. δεν θα καταφτάσει στο εθνικό υποθηκοφυλακείο γράφοντας προσημειώσεις στα ακίνητα περιουσιακά στοιχεία του ελληνικού δημοσίου, βέβαια αυτό είναι κάτι που μόνο η ιστορία μπορεί να επιβεβαιώσει ή να απορρίψει καθώς όλα είναι θέμα πολιτικών αποφάσεων.

4. Η ένταξη της Ελλάδας στον EFSF – Δεύτερο μέρος χρηματοδοτικής βοήθειας από την Ευρωζώνη και το ελληνικό PSI

Ο EFSF ξεκίνησε την λειτουργία του στις 25 Ιανουαρίου 2011, με πρώτη χώρα που προσέφυγε σε αυτόν την Ιρλανδία. Ακολούθησε η Πορτογαλία στις 7 Απριλίου του 2011 και μετά τις αποφάσεις της Συνόδου Κορυφής των κρατών μελών της

³¹² *ibid* Γκλαβίνης Π., 2011, σελ. 4

³¹³ *ibid* Γκλαβίνης Π., 2011, σελ. 7

³¹⁴ *ibid*

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

ευρωζώνης που πραγματοποιήθηκε στις 21 Ιουλίου 2011 και η Ελλάδα θα εισέλθει σε πρόγραμμα του EFSF με στόχο την παροχή δεύτερης χρηματοδοτικής βοήθειας.³¹⁵

Το πρόγραμμα για την Ελλάδα θα περιλαμβάνει χαμηλότερα επιτόκια και παράταση της λήξης των ελληνικών ομολόγων, ώστε να βελτιωθεί αποφασιστικά η βιωσιμότητα του ελληνικού δημόσιου χρέους. Σε αντίθεση με το αρχικό πακέτο χρηματοδοτικής στήριξης της ελληνικής οικονομίας, που βασίζονταν σε διμερείς συμφωνίες δανεισμού από τις χώρες της ευρωζώνης, το δεύτερο αυτό πρόγραμμα θα χρηματοδοτηθεί από τον EFSF και το ΔΝΤ. Το συνολικό ποσό του δεύτερου πακέτου βοήθειας συνίσταται σε 109 δις ευρώ.³¹⁶ Οι δε όροι χορήγησης του νέου προγράμματος παραμένουν οι ίδιοι για την δημοσιονομική και διαρθρωτική προσαρμογή της ελληνικής οικονομίας.

Το δεύτερο πρόγραμμα χρηματοδότησης του ελληνικού δημόσιου χρέους έχει 3ετή διάρκεια, από το 2011 έως και το 2014. Οι πόροι του προγράμματος θα χρησιμοποιηθούν αποκλειστικά στην κάλυψη των δημοσιονομικών αναγκών καθώς και στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου των ελληνικών τραπεζών και στη συνδρομή επαναγοράς χρέους της Ελλάδας. Επίσης, η ακαθάριστη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα με διάρκεια από το 2011 έως το 2020 θα ανέλθει στα 135 δις ευρώ ενώ αναμένεται 90% αποδοχή του PSI. Ο σχεδιασμός του εν εξελίξει ελληνικού PSI περιλαμβάνει την συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα με 4 μορφές³¹⁷:

- Εθελοντική ανταλλαγή των υφιστάμενων χρεωστικών τίτλων με 30ετής τίτλους ίδιας ονομαστικής αξίας, με εξασφαλισμένο κεφάλαιο από 30ετή ομόλογα μηδενικού επιτοκίου (zero coupon) AAA και μεσοσταθμικό κουπόνι (4% από το πρώτο μέχρι το πέμπτο έτος, 4,5% για το έκτο έως το δέκατο έτος και 5% για το ενδέκατο έως τη λήξη του ομολόγου).
- Εθελοντική προσφορά χρεωστικών τίτλων ίσης ονομαστικής αξίας για αντικατάσταση των χρεωστικών τίτλων που λήγουν με τίτλους 30ετής, με εξασφαλισμένο κεφάλαιο από 30ετή ομόλογα μηδενικού επιτοκίου (zero coupon) AAA και μεσοσταθμικό κουπόνι (όπως ανωτέρω).

³¹⁵ http://www.efsf.europa.eu/attachments/faq_en.pdf, σελ. 11

³¹⁶ *ibid*, σελ. 12

³¹⁷ "Life in the eurozone with or without sovereign default?", Buchheit L., Gulati M., et al, 2011, σελ. 30-32

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

- Εθελοντική προσφορά ανταλλαγής των υφιστάμενων χρεωστικών τίτλων, με τίτλους ονομαστικής αξίας 80% της αρχικής, 30ετούς διάρκειας, με εξασφαλισμένο κεφάλαιο από 30ετή ομόλογα μηδενικού επιτοκίου (zero coupon) AAA και μεσοσταθμικό κουπόνι (6% μέχρι το πέμπτο έτος, 6,5% μέχρι το δέκατο έτος και 6,8% μέχρι τη λήξη του ομολόγου).
- Εθελοντική προσφορά ανταλλαγής των υφιστάμενων χρεωστικών τίτλων που λήγουν έως τα τέλη του 2013, με τίτλους ονομαστικής αξίας 80% της αρχικής, 15ετούς διάρκειας, με κεφάλαιο μερικής εξασφάλισης (εξασφαλίζεται κάλυψη του κεφαλαίου του νέου τίτλου μέχρι 80%) και σταθερό επιτόκιο 5,9%.

Εφόσον το ελληνικό PSI καταστεί επιτυχές και ολοκληρωθούν οι συμφωνίες ανταλλαγής ομολόγων και επανεπένδυσης σε ομόλογα μεγαλύτερης διάρκειας, αναμένεται να μειωθεί το ελληνικό δημόσιο χρέος κατά 13,5 δις ευρώ³¹⁸, όπερ σημαίνει μείωση κατά 6% του ΑΕΠ. Αυτό θα ισοδυναμεί με απώλεια σε καθαρή παρούσα αξία του 21% των κεφαλαίων των ομολογιούχων.

Επιπρόσθετα, το Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Ινστιτούτο (Institute of International Finance-IIF) πρότείνει να ξεκινήσει ένα πρόγραμμα επαναγοράς χρέους που θα χρηματοδοτηθεί μερικώς από τα κράτη της ευρωζώνης σε ύψος 20 δις ευρώ. Η επαναγορά χρέους θα μειώσει κατά 12, 6 δις ευρώ το υφιστάμενο δημόσιο χρέος, καθώς η επαναγορά των χρεωστικών τίτλων θα γίνει στο 61,43% της αρχικής ονομαστικής αξίας τους.

Συνολικά λοιπόν, με την υπαγωγή της Ελλάδας στο δεύτερο πρόγραμμα στήριξης από την ευρωζώνη και την υπαγωγή της στον EFSF αναμένεται μέσω της εθελοντικής ανταλλαγής ομολόγων, των συμφωνιών επανεπένδυσης και του προγράμματος επαναγοράς χρέους, η συνολική μείωση του υφιστάμενου δημόσιου χρέους της Ελλάδας το 2020 να ανέλθει σε 105,6 δις ευρώ με την ολοκλήρωση των διαδικασιών. Μέχρι σήμερα πάνω από 30 χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ανά τον κόσμο έχουν δηλώσει την στήριξη τους στο ελληνικό PSI, συμμετέχοντας εθελοντικά. Βέβαια για να καταστεί απόλυτα ασφαλές το συμπέρασμα ότι το εν λόγω πρόγραμμα θα αποδώσει τα αναμενόμενα, απαιτείται η συμμετοχή περίπου 300 Πιστωτικών

³¹⁸ Υπενθυμίζεται ότι το συνολικό ελληνικό δημόσιο χρέος το 2010 ανέρχονταν σε 328,6 δις ευρώ, δηλαδή ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ ήταν 142,8%. Πηγή: EUROSTAT, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsieb090&tableS_election=2&plugin=0

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

Ιδρυμάτων από 57 διαφορετικές χώρες του κόσμου, η συμμετοχή ασφαλιστικών ταμείων, η συμμετοχή ασφαλιστικών εταιρειών διεθνώς καθώς και η κύρωση του από τα Κοινοβούλια των 17 χωρών της ευρωζώνης.³¹⁹

Οι όροι της ελληνικής πρότασης PSI, την οποία παρουσίασε ο Έλληνας Υπουργός Οικονομικών στις 26 Αυγούστου 2011 παρατίθενται στο *ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ* της παρούσας μελέτης. Σε κάθε περίπτωση, η επιτυχία του ελληνικού Προγράμματος PSI, όπως και αυτά που υιοθετήθηκαν για την αντιμετώπιση της δημοσιονομικής κρίσης των δεκαετιών 1980 και 1990 θα εξαρτηθεί από το ποσοστό συναίνεσης των ομολογιούχων πιστωτών της Ελλάδας. Εδώ αξίζει να αναφέρουμε ότι κατά τις προηγούμενες δεκαετίες η συναίνεση δεν είχε υπάρξει χαμηλή σε καμία περίπτωση χώρας, ενώ έφτασε σχεδόν το 100% της συναίνεσης στη «μεγάλη ανταλλαγή» του προγράμματος της Αργεντινής στα μέσα του 2001 (“megaswap”)³²⁰. Βέβαια, ήταν ακριβώς η περίπτωση της Αργεντινής που έθεσε την αποτελεσματικότητα του PSI, ως πρακτική αντιμετώπισης της κρατικής υπερχρέωσης σε αμφισβήτηση. Υπάρχει και το αντίθετο παράδειγμα, αυτό της Τουρκίας, της οποίας το PSI ήταν άκρως επιτυχημένο και η χώρα γρήγορα μπήκε σε τροχιά οικονομικής ανάκαμψης³²¹.

Μένει να δούμε τα αποτελέσματα της ελληνικής περίπτωσης στο εγγύς μέλλον για να καταλήξουμε σε ένα πιο ασφαλές συμπέρασμα σχετικά με την αποδοτικότητα της προσέγγισης της συμμετοχής των ιδιωτών στην αντιμετώπιση του μη βιώσιμου δημόσιου χρέους.

³¹⁹ Συνέντευξη του Υπ. Οικονομικών στις 31.8.2011, διαθέσιμη και στη διεύθυνση:

<http://www.minfin.gr/portal/el/resource/contentObject/id/00b1b0d0-60a5-46e0-be51-41a5afc6ca2c>

³²⁰ *ibid* Cline W., 2002, σελ. 14-21

³²¹ *ibid*

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

Πίνακας 4

Επιλογές αντιμετώπισης της τρέχουσας (2010) ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης (ΠΗΓΗ: <i>The Economist</i> , 28.5.2011, σελ.69)			
Επιλογή	Ανάλυση	Εκτιμώμενα πλεονεκτήματα	Εκτιμώμενα μειονεκτήματα
1. Διάσωση από την ευρωζώνη	Με χρήματα από τους εθνικούς προϋπολογισμούς των χωρών της ευρωζώνης εξοφλείται το ελληνικό δημόσιο χρέος με μορφή δωρεάς αφού τα χρήματα δεν θα απαιτηθεί να επιστραφούν	-Μειώνεται το ελληνικό δημόσιο χρέος, -Δεν υπάρχει κώλυμα από την ΕΚΤ	- Αντίθεση της ευρωπαϊκής κοινής γνώμης, -Κώλυμα στο άρθ. 125 της ΣΛΕΕ (no bail- out). -Πιθανότητα moral hazard αφού τα κράτη δεν θα έχουν κίνητρο να επιμελούνται τα δημοσιονομικά τους.
2. «Σενάριο Κηδεμονίας» (“baby sitting”)	Χορήγηση δανείων από την ευρωζώνη με τη συνέργεια του ΔΝΤ	-Κάλυψη άμεσων χρηματοδοτικών αναγκών της Ελλάδας -Δίδεται χρόνος προσαρμογής -Η ΕΚΤ συναινεί	-Διατηρείται η αφερεγγυότητα της χώρας -Επαχθείς όροι δανειοδότησης -Μείωση της ανάπτυξης -Σταδιακή αντικατάσταση των ιδιωτών πιστωτών από την Ε.Ε. και το ΔΝΤ
3. Εθελοντικό PSI με συντονισμό τραπεζών για επιμήκυνση των δανειακών υποχρεώσεων	Οι τράπεζες- ομολογιούχοι συμφωνούν να παρέχουν επιμήκυνση αποπληρωμής των απαιτήσεων τους	-Δεν επιβαρύνονται με την διάσωση της Ελλάδας οι ευρωπαίοι φορολογούμενοι - Μειωμένη πιθανότητα υποβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδας από τους	-Δύσκολος ο συντονισμός των συμφερόντων των ομολογιούχων (ενδεχόμενο “holdout”) -Διατήρηση αφερεγγυότητας της χώρας

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

		οίκους αξιολόγησης	
4. «Ήπια» αναδιάρθρωση (re- profiling) – γερμανική πρόταση	Εθελοντική προσφορά ανταλλαγής χρέους. Οι πιστωτές συναινούν στην ανταλλαγή των υφιστάμενων τίτλων, με νέους τίτλους: με τροποποιημένους όρους, μεγαλύτερη διάρκεια λήξης και μείωση επιτοκίων	- Δεν επιβαρύνονται με την διάσωση της Ελλάδας οι ευρωπαίοι φορολογούμενοι - Δεν υπάρχει κώλυμα από την ΕΚΤ - Δίδεται χρόνος προσαρμογής	-Διατήρηση αφερεγγυότητας της χώρας -Κίνδυνος υποβάθμισης της Ελλάδας από τους οίκους -Η ΕΚΤ δεν συναινεί -Λιγότερος βαθμός εθελοντισμού από τους ομολογιούχους
5. «Σκληρή» Αναδιάρθρωση (debt restructuring)	“Haircut” της ονομαστικής αξίας των ομολόγων	Σημαντική μείωση του συνολικού εξωτερικού δημόσιου χρέους της Ελλάδας	-Ζημία ομολογιούχων -Ζημία των ελληνικών & άλλων ευρωπαϊκών τραπεζών που έχουν ελληνικά ομόλογα στο χαρτοφυλάκιο τους -Ζημία ασφαλιστικών ταμείων -Κίνδυνος domino στην ευρωζώνη - Κίνδυνος αποσταθεροποίησης του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος-η ΕΚΤ το θεωρεί απαγορευτικό σενάριο -Η πρόσβαση στις διεθνείς αγορές θα απομακρυνθεί ακόμα περισσότερο - Οικονομική Ύφεση και αναπτυξιακή στασιμότητα

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

Πίνακας 5

Ελληνικό Δημόσιο Χρέος και Έλλειμμα 2001-2010 (έτος έναρξης της δημοσιονομικής κρίσης)											
<i>Πηγή: EUROSTAT</i>											
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
Δημόσιο χρέος σε δις €	151,9	159,2	168	183,2	195,4	224,2	239,4	262,3	298,7	328,6	
Δημόσιο χρέος ως % του ΑΕΠ	103,7	101,7	97,4	98,6	100	106,1	105,4	110,7	127,1	142,8	
Ρυθμός Ανάπτυξης %	4,2	3,4	5,9	4,4	2,3	5,2	4,3	1,0	-2,0	-4,5	
Δημοσιονομικό Έλλειμμα %	4,5	4,8	5,6	7,5	5,2	5,7	6,4	9,8	15,4	10,5	

ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ:

Το θέμα της αντιμετώπισης της κρατικής υπερχρέωσης μέσω της αναδιάρθρωσης του συνολικού δημόσιου εξωτερικού χρέους αναλύθηκε σε τρεις (3) άξονες: τον χρηματοοικονομικό, το νομικά και τον πολιτικό.

Εφόσον το ποσοστό του δημόσιου χρέους για ένα κράτος καταστεί μη βιώσιμο, βασικό διακύβευμα είναι η αποφυγή της επέλευσης αδυναμίας αποπληρωμής των δανειακών υποχρεώσεων με μόνη δίοδο την αναδιάρθρωση του. Θεμελιώδεις στόχοι της διαδικασίας αναδιάρθρωσης είναι ³²²:

(α) Η αποθάρρυνση των πιστωτών από το να διεκδικήσουν τα δικαιώματα τους μέσω προσφυγής σε δικαιοδοτικά όργανα, εφόσον οι όροι των δανειακών απαιτήσεων τους δεν τηρούνται,

(β) Η παροχή προσωρινής-μεσοπρόθεσμης χρηματοδοτικής στήριξης του κράτους-οφειλέτη,

(γ) Η διασφάλιση της βιώσιμης διάρθρωσης του χρέους μετά την υλοποίηση του προγράμματος αναδιάρθρωσης,

(δ) Η αντιμετώπιση του προβλήματος διακράτησης των αρχικών χρεογράφων από μερίδα ομολογιούχων (πρόβλημα “hold out”), πράγμα που αποθαρρύνει τους πιστωτές από το να συναινέσουν στην αναδιάρθρωση των υποχρεώσεων.

➤ Εναλλακτικές προσεγγίσεις της αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους: Η κρατική υπερχρέωση και οι περιπτώσεις χρεοκοπίας κυρίαρχων κρατών έχουν μακρά ιστορία. Διαχρονικά, διαμορφώθηκαν διάφορες μεθοδολογικές προσεγγίσεις για την αντιμετώπιση της κρατικής υπερχρέωσης. Το ΔΝΤ είθισται να έχει κεντρικό ρόλο στο συντονισμό των πολιτικών αναδιάρθρωσης, ενώ ταυτόχρονα παρέχει στο κράτος-οφειλέτη προσωρινή χρηματοδοτική στήριξη με βάση τα όσα ορίζει το άρθ. 7 του

³²² ibid Davis K. Institute for International Law and Justice, σελ. 5

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

Καταστατικού του. Οι διαδικασίες διαχείρισης και αντιμετώπισης των δημοσιονομικών κρίσεων είναι³²³:

- (α) Η διάσωση μέσω παροχής χρηματοδοτικής στήριξης από άλλες κυβερνήσεις (bail-out),
- (β) Προγράμματα Ανταλλαγής Χρέους τύπου Brady, το οποίο εφαρμόστηκε για πρώτη φορά το 1989,
- (γ) Η ανεύρεση συναινετικών λύσεων μεταξύ των κρατών-δανειστών και των κρατών-οφειλετών στο πλαίσιο του Paris Club,
- (δ) Ο συντονισμός των ενεργειών των πιστωτικών ιδρυμάτων στα πλαίσια του London Club, για την αντιμετώπιση της υπερχρέωσης των κρατών-οφειλετών τους,
- (ε) Η ενθάρρυνση της συμμετοχής των πιστωτών του ιδιωτικού τομέα (PSI) στην διαδικασία αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους ενός κράτους με διάφορες μεθόδους ανάλογα με τις εκάστοτε οικονομικές συνθήκες,
- (στ) Η αναδιάρθρωση ομολογιακών τίτλων μέσω της πρόβλεψης ΡΣΔ. Η μέθοδος αυτή ήταν διαχρονικά η πιο εφαρμόσιμη και προτιμήθηκε στη διεθνή πρακτική διαχείρισης κρίσεων. Η έκδοση ομολόγων με βάση το Αγγλικό και το Ιαπωνικό Δίκαιο, επιτρέπει την συμπερίληψη ΡΣΔ εντός των όρων των ομολογιακών συμβάσεων, ενώ οι τίτλοι που εκδίδονται με βάση το Δίκαιο της Νέας Υόρκης, υφίσταντο περιορισμούς σχετικά με την πρόβλεψη ΡΣΔ, τακτική που άλλαξε μετά το 1999.

Το μείζων πρόβλημα με την χρήση ΡΣΔ, ως μέσα για την θέσπιση ενός τυποποιημένου πλαισίου αναδιάρθρωσης ex ante έγκειται στην πεποίθηση των κρατών σχετικά με το ενδεχόμενο να θεωρηθούν οι ΡΣΔ ως ένδειξη πιθανότητας επερχόμενης αναδιάρθρωσης από τους επενδυτές, εξ' ου και εμφανίζονται απρόθυμες να τις συμπεριλάβουν εξ αρχής, κατά την έκδοση των κρατικών ομολόγων. Σε συνέχεια αυτή της αντίληψης, υποστηρίχθηκε η άποψη ότι η πρόβλεψη ΡΣΔ στις συμβάσεις των χρεωστικών τίτλων ενδέχεται να αυξήσει το κόστος του δανεισμού για το κράτος-εκδότη των τίτλων. Σύμφωνα με τα ευρήματα των εμπειρικών μελετών των Eichengreen και Moody (2004) αυτός ο ισχυρισμός δεν ευσταθεί.³²⁴

³²³ ibid Davis K. Institute for International Law and Justice, σελ. 5-6

³²⁴ Eichengreen B., Moody A., supra υποσημείωση 47

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

Ουσιαστικά ο σκεπτικισμός των κυβερνήσεων απέναντι στις ΡΣΔ έγκειται στο φόβο μείωσης της δανειοδότησης από τον ιδιωτικό τομέα προς τις αναδυόμενες οικονομίες και ταυτόχρονα της αύξησης των απαιτούμενων premium για τον αναλαμβανόμενο πιστωτικό κίνδυνο.³²⁵ Μάλιστα, αυτό θα έχει επίπτωση όχι μόνο σε χώρες που έχουν υπαχθεί σε διαδικασίες αναδιάρθρωσης του χρέους τους αλλά και σε άλλες χώρες, μολονότι σε λιγότερο βαθμό, δεδομένης της διάστασης των συμφερόντων των πιστωτών του δημοσίου τομέα και αυτών του ιδιωτικού τομέα (ο μεν ιδιωτικός τομέας έχει στενά εμπορικά-οικονομικά συμφέροντα, ενώ οι διεθνείς οργανισμοί καθώς και τα κράτη έχουν πολιτικά συμφέροντα).³²⁶

Τέλος, τίθεται το ερώτημα κατά πόσον η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα (PSI), δεδομένων πάντα των εκάστοτε οικονομικών συνθηκών, μπορεί να υποκαταστήσει αποτελεσματικά την ανάγκη παρέμβασης δημόσιων φορέων για την παροχή χρηματοδοτικής στήριξης.³²⁷ Με τον όρο PSI αναφερόμαστε στην συμμετοχή όλων των πιστωτών του ιδιωτικού τομέα στις διαδικασίες αναδιάρθρωσης στην βάση της ισότιμης κατανομής των επιπτώσεων που ανακύπτουν με τους πιστωτές του δημόσιου τομέα. Οι βασικές δυσκολίες της υλοποίησης της μεθόδου του PSI συνοψίζονται στα εξής³²⁸:

- Οι ιδιώτες ομολογιούχοι είναι εξ' ορισμού απρόθυμοι να εμπλακούν στις διαδικασίες αναδιάρθρωσης σε σύγκριση με άλλους πιστωτές, π.χ. πιστωτικά ιδρύματα.
- Οι κάτοχοι ομολόγων είναι ευρέως διασκορπισμένοι με αποτέλεσμα να καθίσταται δυσχερής ο συντονισμός τους.
- Υπάρχει πρόβλημα εκπροσώπησης του συνόλου των ομολογιούχων
- Οι ιδιώτες ομολογιούχοι ενόψει μη εξυπηρέτησης των απαιτήσεων τους έχουν κίνητρο να προσφεύγουν εναντίον του κράτους-εκδότη των τίτλων.

Η δικαιιοπολιτική θεμελίωση της συμμετοχής των πιστωτών του ιδιωτικού τομέα στις διαδικασίες αναδιάρθρωσης, συνίσταται στον περιορισμό της αναγκαίας παρέμβασης

³²⁵ ibid Cline W., 2002, σελ. 22

³²⁶ ibid

³²⁷ ibid Beranger-Lachand S., 2001, σελ. 42

³²⁸ ibid

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

των φορέων του δημόσιου για την διάσωση χωρών με προβλήματα υπερχρέωσης, μέσω της παροχής εκτεταμένων χρηματοδοτικών ενισχύσεων.³²⁹

Εκ των ανωτέρω συνάγεται ότι η αντιμετώπιση της υπερχρέωσης μονάχα μέσω της πρόβλεψης ΡΣΔ δεν επαρκεί ώστε να εξαλειφθεί η πρακτική της διάσωσης χωρών μέσω του δανεισμού έσχατης ανάγκης είτε από διεθνείς χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς είτε από άλλα κράτη. Αν μάλιστα εγκαταλειφθεί η λειτουργία του δανεισμού έσχατης ανάγκης, αυτό θα οδηγήσει είτε στην επικράτηση των πρακτικών της θεσμικής προσέγγισης, πράγμα ανεφάρμοστο και κατ' ουσία απευκταίο όπως έχει αναλυθεί ανωτέρω, είτε στην αύξηση των περιπτώσεων χρεοκοπίας κυρίαρχων κρατών, οι οποίες θα μπορούσαν να ανασχεθούν διαμέσου της παροχής προσωρινής χρηματοδοτικής στήριξης. Και στις δύο περιπτώσεις θα έχουμε δυσμενές αποτέλεσμα (adverse effect), είτε άμεσα με τη ζημία που θα προκύψει από τη χρεοκοπία κρατών που θα μπορούσε να έχει αποφευχθεί, είτε έμμεσα με την μείωση της αξιοπιστίας του κράτους με επιπτώσεις στην μελλοντική πρόσβαση τους στις διεθνείς αγορές.³³⁰

Σε κάθε περίπτωση, το αν και το πότε ένα κράτος που αντιμετωπίζει σοβαρά προβλήματα υπερχρέωσης θα πρέπει να εγκαταλείπει την λύση της αναδιάρθρωσης επιλέγοντας να κηρύξει εν τέλει στάση πληρωμών – χρεοκοπία, διαπνέει την πρόταση του ΔΝΤ για θεσμοθέτηση διεθνούς κρατικού πτωχευτικού μηχανισμού³³¹ και βασίζεται στην αντίληψη ότι η χρεοκοπία αν αποφασισθεί σε σύντομο χρονικό διάστημα από την χρονική στιγμή της εκδήλωσης της κρίσης, μπορεί να αποβεί λιγότερο ζημιογόνα σε σχέση με τις διάφορες διαδικασίες αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους για ένα κράτος με προβλήματα δημοσιονομικής βιωσιμότητας. Ουσιαστικά, το ΔΝΤ αναφέρεται στη θεώρηση της προληπτικής χρεοκοπίας (preemptive default)³³².

Όπως είδαμε στις προσεγγίσεις αναθεώρησης του δημόσιου χρέους των αναπτυσσόμενων οικονομιών τις δεκαετίες 1980 και 1990, οι δημόσιοι φορείς ταλαντεύθηκαν στο θέμα της συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα στην διάσωση των κρατών. Στην περίπτωση του Μεξικού και της Τουρκίας δεν υιοθετήθηκε καθόλου PSI, ενώ στις περιπτώσεις της Κορέας και της Βραζιλίας υπήρξαν κάποιες μορφές

³²⁹ ibid Cline W., 2002, σελ. 23

³³⁰ ibid

³³¹ "The IMF's Sovereign Bankruptcy Proposal & the Quest for more orderly workouts", Chamberlin M., Emerging Markets Trade Association, January 2002, www.emta.org/ndevelop/rirerjp.pdf

³³² ibid Krueger A., 2002, σελ. 39-40

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

περιορισμένου δε PSI, οι περιπτώσεις όμως του Εκουαδόρ το 2000 και της Αργεντινής το 2001 ανέδειξαν το PSI ως κύριο άξονα της σύγχρονης προσέγγισης της αντιμετώπισης των δημοσιονομικών κρίσεων.³³³ Το πρόγραμμα Brady θεωρητικά μόνο αποτελούσε μορφή εθελοντικής συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα καθώς de facto οι Η.Π.Α. άσκησαν πολιτικές πιέσεις προς την υιοθέτηση του προγράμματος, το οποίο στις περισσότερες περιπτώσεις χωρών κατέστη επιτυχημένη τακτική, με τις χώρες αυτές να έχουν ανακτήσει την πρόσβαση τους στις διεθνείς αγορές. Ωστόσο, η συγκεκριμένη μεθοδολογική προσέγγιση αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους δέχτηκε σφοδρή κριτική καθώς δεν αποτελεί τυποποιημένο τρόπο αντιμετώπισης δημοσιονομικών κρίσεων και απαιτεί μεγάλο ποσοστό πολιτικής εμπλοκής για να επιτευχθεί μια βιώσιμη και συμφέρουσα για όλους λύση.

Τέλος, η τρέχουσα δημοσιονομική κρίση στην ευρωζώνη με πρώτο και κύριο «θύμα» την ελληνική οικονομία επανέφερε την προβληματική απουσίας ενός μόνιμου πλαισίου-μηχανισμού αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους. Επίσης, αναδείχτηκαν οι πολιτικές ολιγωρίες καθώς και η απειρία των Ευρωπαίων στην αντιμετώπιση τέτοιων κρίσεων, με το ΔΝΤ να αναλαμβάνει τον ρόλο του συντονιστή και του επιβλέποντα των υιοθετούμενων μηχανισμών αντιμετώπισης της κρατικής υπερχρέωσης σε μία νομισματική ένωση. Οι ευρωπαίοι αξιωματούχοι έχοντας να αντιμετωπίσουν τους περιορισμούς τόσο του ευρωπαϊκού δικαίου όσο και των αντιδράσεων της ευρωπαϊκής κοινής γνώμης, κινήθηκαν προς την υιοθέτηση μέτρων ευρωπαϊκής οικονομικής διακυβέρνησης αποφεύγοντας όμως για άλλη μία φορά να προσεγγίσουν την θέσπιση ενιαίας ευρωπαϊκής οικονομικής κυβέρνησης λόγω της ετερότητας μεταξύ των κρατών και των δημοσιονομικών αποκλίσεων. Με την θεσμοθέτηση του EFSF και του ESM, έγινε προσπάθεια να θεσμοθετηθεί σιωπηλά ένας μηχανισμός «δανειστή έσχατης ανάγκης» για τις χώρες της ευρωζώνης, φυσικά με την υψηλή εποπτεία των εργασιών και των όρων υλοποίησης των προγραμμάτων αναδιάρθρωσης του ΔΝΤ, το οποίο κατέχει τον ρόλο του «διεθνούς δανειστή έσχατης ανάγκης».³³⁴

³³³ ibid Cline W., 2002, σελ. 25-26

³³⁴ Editorial, European Center for Economic and Financial Law-ECEFIL, Reporter No. 2, January/February 2011, σελ. 2

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

Ωστόσο, διαφαίνεται ότι η ευρωπαϊκή προσέγγιση, ελάχιστα διαφοροποιημένη από την σύλληψη του Προγράμματος Brady, δεν θα είναι βιώσιμη στο βαθμό που οι προσδοκίες για να καταστεί μόνιμη είναι μάλλον υπέρ του δέοντος.³³⁵

Ο λόγος έγκειται στο ότι τα ομόλογα που τώρα εκδίδει ο EFSF και αργότερα θα αναλάβει ο ESM δεν μπορούν να θεωρηθούν «ευρωομόλογα» καθώς έχουν δομηθεί από ποσοστά χρεών και για κάθε ποσοστό εγγυάται ένα και μόνο κράτος, δηλαδή το κάθε ποσοστό είναι ανάλογο με το μέγεθος τους εθνικού εισοδήματος του κράτους που παρέχει την εγγύηση.³³⁶

Με απλά λόγια, κάθε ομόλογο του EFSF εκδίδεται από κοινού από τα κράτη μέλη της ευρωζώνης αλλά κάθε κράτος είναι υπεύθυνο να εξυπηρετεί το χρέος του από τον ομολογιακό τίτλο ξεχωριστά από τα άλλα κράτη. Αν λοιπόν ένα κράτος αθετήσει τις υποχρεώσεις αποπληρωμής του μέρους του χρεωστικού τίτλου που το αφορά, τα υπόλοιπα μέρη καλούνται να καλύψουν το κομμάτι του χρέους που δεν πληρώθηκε. Με αυτό τον τρόπο τα επιτόκια και οι αξιολογήσεις των ομολόγων EFSF θα τείνουν προς αυτά του μέσου όρου αξιολογήσεων και επιτοκίων της ευρωζώνης. Απώτερο αποτέλεσμα φυσικά είναι να αυξηθούν τα επιτόκια για τη Γερμανία χωρίς να μειωθούν τα επιτόκια του χρέους για την Ελλάδα.³³⁷

Καταλήγουμε λοιπόν στο ότι καθώς ουσιαστική επίλυση στο θέμα της κρατικής υπερχρέωσης των μελών της ευρωζώνης δεν έχει δοθεί με τα ομόλογα του EFSF καθώς υπό στενή έννοια τα δάνεια του EFSF προς κάθε υπερχρεωμένο κράτος θεωρούνται σχεδόν διμερή - είναι σαν το κάθε μη υπερχρεωμένο κράτος να δανείζει ξεχωριστά το υπερχρεωμένο.³³⁸

Εν τούτοις, λύση δεν θα δοθεί χωρίς την έκδοση ενός πραγματικού και όχι τύποις «ευρωομολόγου» και τα κράτη μέλη της ευρωζώνης πρέπει να λάβουν ρηξικέλευθες αποφάσεις προς την επίτευξη της άριστης νομισματικής ένωσης, πράγμα που προϋποθέτει όχι μόνο δημοσιονομική σύγκλιση αλλά και πολιτική ενοποίηση. Μόνο

³³⁵ “Euro Zone should look to Brady Plan to solve its Crisis”, Kirkegaard J.F., SPIEGELONLINE, 14.4.2011, www.spiegel.de

³³⁶ “The Full Brady”, Eichengreen B., The Next Financial Order, 10.5.2011, www.project-syndicate.org

³³⁷ *ibid*

³³⁸ “Make way for Trichet bonds”, Smith R.C., Financial News, 18.11.2010, www.efinancialnews.com

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

έτσι θα διασωθεί το ευρωπαϊκό οικοδόμημα και θα πάψει να θεωρείται από τους ευρωπαίους πολίτες ως τιμωρητικός τεχνοκρατικός μηχανισμός.³³⁹

Η πρόταση που εκφράζεται μέσα από την εκπόνηση της παρούσας μελέτης και των προβληματικών που τέθηκαν σχετικά με την προσέγγιση της κρατικής υπερχρέωσης είναι η έκδοση ομολογιακών τίτλων με εκδότη την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Για να μειωθεί το συνολικό δημόσιο χρέος της ευρωζώνης χωρίς καμία εγγύηση ή δάνειο από τον Γερμανό ή τον Ολλανδό φορολογούμενο, η εξυπηρέτηση του κατά-Μάαστριχτ επιτρεπόμενου χρέους της κάθε χώρας (δημόσιο χρέος ίσο με το 60% του ΑΕΠ) να περάσει στην ΕΚΤ.

Πως θα υλοποιηθεί αυτό; Οι ομολογιούχοι θα είναι σε θέση να εισάγουν σε μια συγκεκριμένη βάση της ΕΚΤ το ποσοστό των ομολόγων του κάθε κράτους μέλους που διαθέτουν. Η εξυπηρέτηση των ομολόγων θα γίνεται πλέον από την ΕΚΤ (δηλαδή θα τα αποπληρώνει όταν έρθει η ώρα τους χωρίς όμως να τα αγοράσει από πριν). Για να το πράξει αυτό, όταν τα ομόλογα φτάσουν στη λήξη τους, θα εκδίδει η ίδια η ΕΚΤ δικά της 20ετή ή και 30ετή ακόμα ομόλογα (ευρωομόλογα ή e-bonds) αξίας τέτοιας ώστε να εξυπηρετείται το συγκεκριμένο χρέος (αναχρηματοδότηση με άλλους χρεωστικούς τίτλους δηλαδή).

Εν τέλει, η εκάστοτε χώρα-μέλος της ευρωζώνης θα καθίσταται οφειλέτης της ΕΚΤ με την δυνατότητα να αποπληρώνει σε βάθος χρόνου τους χρεωστικούς τίτλους που έχει εκδώσει με επιτόκια που μπορεί να εξασφαλίσει η ΕΚΤ πουλώντας τα ευρωομόλογά της (επιτόκια που αναμένεται να είναι μικρότερα από 3%). Στην πράξη, η ΕΚΤ θα ανοίγει χρεωστικό λογαριασμό για το δημόσιο κάθε χώρας της ευρωζώνης στον οποίο το κάθε κράτος-μέλος θα καταβάλει ανά εξάμηνο τα ποσά αποπληρωμής του χρέους του, ώστε το κόστος αυτής της ουσιαστικής αναδιάρθρωσης του χρέους της ευρωζώνης να είναι μηδενικό για την ΕΚΤ μακροπρόθεσμα. Με αυτό τον τρόπο μάλιστα δεν παραβιάζεται το αρθρ. 123 της ΣΛΕΕ³⁴⁰, αφού στους λογαριασμούς που προτείνουμε τα κράτη μέλη θα μπορούν να κάνουν καταθέσεις χωρίς την δυνατότητα αναλήψεων, πράγμα που φαίνεται να μην βρίσκει κώλυμα στις ευρωπαϊκές διατάξεις.

³³⁹ “Brady bonds for the Eurozone”, Johnson A., Boone P., 15.9.2010, www.project-syndicate.org

³⁴⁰ Το άρθρο 123 της ΣΛΕΕ απαγορεύει την δημιουργία από την ΕΚΤ πιστώσεων και πιστωτικών λογαριασμών (overdraft facilities) για τα κράτη-μέλη.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η πρώτη καταγεγραμμένη στάση πληρωμών στην ιστορία έγινε τον 4^ο αιώνα π.Χ., όταν 10 ελληνικές πόλεις-κράτη κήρυξαν στάση πληρωμών προς τον ναό του Απόλλωνα στη Δήλο. Σήμερα στην Ελλάδα υφίσταται μεγάλος κίνδυνος επέλευσης στάσης πληρωμών που θα αποτελέσει και μία από τις μεγαλύτερες στην ιστορία. Έχοντας μελετήσει τις πολιτικές αντιμετώπισης της κρατικής υπερχρέωσης των αναπτυσσόμενων χωρών, των οποίων οι δανειστές ήταν ανάμεσα σε άλλους οι οικονομικά ανεπτυγμένες χώρες της Δύσης, η τρέχουσα συγκυρία απέδειξε πως όλα ακολουθούν κυκλική πορεία και τώρα οι δανειστές του παρελθόντος έχουν μετατραπεί σε υπερχρεωμένες κρατικές οντότητες. Το γεγονός αυτό έχει οδηγήσει σε ένα διεθνές πολιτικό-οικονομικό-νομικό και βαθιά κοινωνικό «μούδιασμα», με έμπειρους οικονομικούς και πολιτικούς αναλυτές να αδυνατούν να δώσουν άμεσα αποτελεσματικές λύσεις.

Η Ελλάδα, που βρέθηκε στο μάτι του οικονομικού διεθνούς κυκλώνα, τέθηκε αντιμετώπι προ των ευθυνών της. Έσπευσε, παραπαίοντας, προς αναζήτηση βοήθειας αντιμετώπισης του υπέρογκου δημοσιονομικού βάρους στους ευρωπαίους ετέρους της, έχοντας απολέσει την εμπιστοσύνη των διεθνών αγορών – επενδυτών. Η διεθνής κοινότητα, αντιλαμβανόμενη τον συστημικό κίνδυνο της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης κλήθηκε να σταθεί στο ύψος των περιστάσεων και να υιοθετήσει περισπούδαστες πολιτικές αντιμετώπισης του κινδύνου ντόμινο. Το ουσιαστικό διακύβευμα όμως, είναι να βρεθεί μία βιώσιμη και ευρέως αποδεκτή λύση μίας τυποποιημένης διαδικασίας αντιμετώπισης της κρατικής υπερχρέωσης, χωρίς να δημιουργείται ηθικός κίνδυνος για τα κράτη.

Η δημοσιονομική κρίση και οι προβληματισμοί που έχουν ανακύψει την τρέχουσα χρονική συγκυρία καθιστούν την παρούσα μελέτη, μία προσπάθεια καταγραφής των τεκταινόμενων και κριτικής τους ώστε να καταλήξουμε σε μία βιώσιμη πρόταση για το σύνολο της ευρωζώνης. Στόχος είναι καμία άλλη χώρα μέλος της ευρωζώνης να μην χρειαστεί να υιοθετήσει σε διάστημα μικρότερο των δύο ετών εννέα (9) επαχθείς φορολογικούς νόμους, όπως συνέβη με την Ελλάδα το 2009 έως το 2011.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Επίσημη Επιστολή του Υπ. Οικονομικών για την ανταλλαγή ομολόγων

26 August 2011

On 25 August 2011, the Hellenic Republic approached Ministers of Finance in various jurisdictions to request their assistance in compiling aggregate ownership information, by jurisdiction, of Greece's outstanding securities maturing through 31 December 2020 in each case held by regulated institutions within their jurisdictions as of 30 June 2011. The inquiry is being made to prepare for the implementation of a voluntary liability management transaction to support the sustainability of Greek public debt outlined in a financing proposal submitted on 21 July 2011 by representatives of Greece's private sector creditors. The proposal laid out four options (each an "Option") through which private sector holders of eligible Greek Government Bonds ("GGBs") could participate in the voluntary transaction. Through the inquiry, Greece seeks to obtain an indication of the expectations of institutional holders of eligible GGBs regarding their eventual participation in such a transaction. The main commercial terms of these Options and a list of all GGBs that Greece may elect to include in the eventual liability management transaction are set out below.

The inquiry referred to above includes the following statement:

"Greece shall not be obliged to proceed with any portion of the transaction described in this letter unless holders of eligible GGBs tender, in response to Greece's eventual Invitation to Tender, eligible GGBs having a principal amount equal to not less than 90% of all eligible GGBs, including 90% of that portion of the eligible GGBs maturing during the period from June 30, 2011 through August 31, 2014. If these thresholds (or either of them) are not met, Greece shall not proceed with any portion of the transaction described in this letter if it determines, in consultation with the official sector, that the total contribution of private sector creditors towards the financing needs of Greece and Greece's debt sustainability resulting from this transaction is insufficient to permit the official sector to support the new multi-year adjustment program for Greece announced on July 21, 2011."

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

General

THIS ANNOUNCEMENT DOES NOT CONSTITUTE AN OFFER OF SECURITIES FOR SALE IN THE UNITED STATES, AUSTRALIA, CANADA OR JAPAN OR ELSEWHERE BY GREECE OR ANY OTHER SOVEREIGN OR ANY OTHER ENTITY. ANY SECURITIES THAT ARE ULTIMATELY OFFERED PURSUANT TO THE LIABILITY MANAGEMENT TRANSACTION REFERRED TO HEREIN WILL NOT BE REGISTERED UNDER THE U.S. SECURITIES ACT OF 1933, AS AMENDED (THE “SECURITIES ACT”), AND MAY NOT BE OFFERED OR SOLD IN THE UNITED STATES OR TO U.S. PERSONS UNLESS AN EXEMPTION FROM THE REGISTRATION REQUIREMENTS OF THE SECURITIES ACT IS AVAILABLE. ANY OFFER OF SECURITIES PURSUANT TO ANY LIABILITY MANAGEMENT TRANSACTION WILL BE MADE BY MEANS OF AN OFFER DOCUMENT THAT WILL BE PREPARED BY GREECE FOR DISTRIBUTION TO PERSONS ELIGIBLE TO PARTICIPATE IN SUCH OFFER.

Description of Options

1. Exchange into 30 Year Instrument at Par: New Par Bonds

Issuer:	Hellenic Republic.
Principal amount:	100% of the principal amount, or (where applicable) the Euro equivalent of the principal amount (determined at the spot exchange rate on the Rate Fixing Date), of eligible GGBs offered for exchange.
Maturity:	Bullet, 30 years.
Interest rate:	The interest rate (which will comprise of an initial rate applicable to years 1–5 increasing by 0.50% p.a. for years 6–10 and a further 0.50% p.a. for years 11–30) will be determined at or about the time of launch of the liability management transaction (the “Rate Fixing Date”) to result in

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

	a net present value of 79% of the face value of eligible GGBs tendered. Such net present value would be calculated as a sum of: (i) the net present value of interest payments of the New Par Bonds discounted at the rate of 9% per annum; and (ii) the purchase price of the New Par Bond Defeasance Assets (defined below), which will represent the purchase price determined by reference to the market cost of funding for such issuer of New Par Bond Defeasance Assets (defined below). Based on Euro mid-swap rates prevailing on 21 July 2011 the initial interest rate for New Par Bonds issued on that date would have been 4.0%. Such interest rate will accrue on the principal amount of the New Par Bonds (the “Notional Principal Amount”), notwithstanding the principal defeasance (as described below).
Interest payment:	Annually, in arrear, actual/actual.
Denomination:	Euro1.00, and multiples thereof.
Trading restrictions:	Tendering holders will be entitled to select between New Par Bonds that are freely tradable and New Par Bonds that are subject to trading restrictions for 10 years following the issue date.
Principal defeasance:	On the issue date, the aggregate principal amount of the New Par Bonds shall be defeased by the delivery on or before the issue date of New Par Bond Defeasance Assets to or to the order of a trustee. The trustee shall hold such assets on trust for the benefit of all bondholders (the “Trust”). As a result of such principal defeasance, the Hellenic Republic will be released from its obligation to pay the principal of the New Par Bonds. “New Par Bond Defeasance Assets” means 30-year bonds issued by one or more sovereigns, supranational entities,

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

	sovereign agencies and/or sovereign-backed entities which are AAA-rated at the time of issuance and which in aggregate have an initial face value and accrue interest at a single fixed rate, compounded annually, such that, on the 30th anniversary of the issue date of the New Par Bonds, the redemption amount of the New Par Bond Defeasance Assets will equal the Notional Principal Amount of the New Par Bonds. At maturity of the New Par Bonds, the redemption amount of the New Par Bond Defeasance Assets will be released from the Trust and delivered to bondholders.
Claim upon acceleration of New Par Bonds:	Upon a default and acceleration of the New Par Bonds, holders would have a claim against the Hellenic Republic (the “Default Payment Amount”). The Default Payment Amount will be equal to: (i) the Notional Principal Amount, together with all accrued but unpaid interest thereon through the date of acceleration, less (ii) an amount equal to the Defeasance Accreted Amount (provided that the Default Payment Amount will never be less than zero). The “Defeasance Accreted Amount” will be calculated by the trustee holding the New Par Bond Defeasance Assets as the accreted amount of the New Par Bond Defeasance Assets on the date of the acceleration of the New Par Bonds. For the avoidance of doubt, the New Par Bond Defeasance Assets will continue to be held, for the benefit of the bondholders, under the Trust until the original maturity date of the New Par Bonds regardless of acceleration.
Status:	Unsecured and unsubordinated obligations of the Hellenic

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

	Republic.
Negative Pledge:	Yes.
Cross Default:	Yes.
Collective Action Clause:	Yes. To include aggregation across all bonds (including bonds to be issued pursuant to the Committed Financing Facility) issued pursuant to this transaction.
Purchase and cancellation:	The Hellenic Republic may at any time purchase New Par Bonds in any manner, in full or in part. Such New Par Bonds shall be surrendered for cancellation, and (following any such cancellation) the Notional Principal Amount shall be reduced by the principal amount of the New Par Bonds so cancelled and the corresponding New Par Bond Defeasance Assets will be released to the Hellenic Republic.
Governing law:	English law.
Listing:	EU regulated market.
ECB eligibility:	The New Par Bonds are expected to be ECB eligible.

2. Committed Financing Facility

Holders of eligible GGBs will, in lieu of offering their eligible GGBs for exchange, be entitled irrevocably and unconditionally to commit, at the time of settlement of the exchange offers under Options 1, 3 and 4, to provide financing to Greece (the “Committed Financing Facility”) at the beginning of the calendar quarter in which the eligible GGBs in respect of which this Option is selected mature (the “Funding Date”), by either:

(a) purchasing new bonds, having an initial principal amount equal to the principal amount, or (where applicable) the Euro equivalent of the principal amount (determined at the spot exchange rate on the Rate Fixing Date), of the relevant GGBs, and a maturity of 30 years from their issue date (the “Rollover Par Bonds”).

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

The interest rate (which will comprise of an initial rate applicable to years 1–5 increasing by 0.50% p.a. for years 6-10 and a further 0.50% p.a. for years 11-30) will be determined at or about the time of the launch of the liability management transaction (the “Rate Fixing Date”) in respect of Rollover Par Bonds issued prior to the end of September 2014 to result in a net present value of 79% of the face value of the relevant eligible GGBs on the respective Funding Date. Such net present value would be calculated as a sum of: (i) the net present value of interest payments of the Rollover Par Bonds discounted at the rate of 9% per annum; and (ii) the principal amount of the Rollover Par Bonds discounted at the 30-Year Forward Rate (defined below) plus a margin equal to the credit spread for the issuer of the Rollover Par Bonds defeasance assets for the issuance of bonds of similar maturity on the Rate Fixing Date.

“30-Year Forward Rate” will be the 30-year zero coupon discount rate derived from the forward EUR swaps curve as of the Rate Fixing Date which is the forward EUR 30-year mid-swaps rate on the corresponding future Funding Date as determined on the Rate Fixing Date.

For Rollover Par Bonds issued after the end of September 2014, the interest rate and net present value will be determined at the date of issuance of those bonds as described above to result in a net present value of 79% of the face value of the relevant eligible GGBs on the respective Funding Date except that the purchase price of the Rollover Par Bonds defeasance assets will be determined using the 30-year mid swaps rate at or about the date of issue and the credit spread for the issuer of the Rollover Par Bonds defeasance assets applicable at the time for the issuance of bonds of similar maturity.

Based on Euro mid-swap rates prevailing on 21 July 2011 the initial interest rate for Rollover Par Bonds issued on that date would have been slightly above 4.0%.

Other than the issue date, fixed interest rate, maturity date and payment dates, the Rollover Par Bonds will have terms substantially similar to the New Par Bonds, including the principal defeasance feature, and will also be available on a freely

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

transferable basis or subject to restrictions on trading for 10 years from each relevant Rollover Par Bonds issue date (at the option of the holder); or

(b) making a cash advance to Greece in an amount equal to the principal amount, or (where applicable) the Euro equivalent of the principal amount (determined at the spot exchange rate on the Rate Fixing Date), of the relevant GGBs. Such advance will accrue interest at a rate equal to the rate applicable to the Rollover Par Bonds that would have been issued under paragraph (a) of this option, and having terms and conditions substantially similar to the terms and conditions of such bonds, including the principal defeasance feature.

Entities selecting this Option 2 will be asked to choose either (a) or (b) in respect of the relevant GGBs.

3. Exchange into 30 Year Instrument at Discount: New Discount Bonds

Issuer:	Hellenic Republic.
Principal amount:	80% of the principal amount, or (where applicable) the Euro equivalent of the principal amount (determined at the spot exchange rate on the Rate Fixing Date), of eligible GGBs offered for exchange.
Maturity:	Bullet, 30 years.
Interest rate:	The interest rate (which will comprise of an initial rate applicable to years 1–5 increasing by 0.50% p.a. for years 6–10 and a further 0.30% p.a. for years 11–30) will be determined at or about the time of launch of the liability management transaction (the “Rate Fixing Date”) to result in a net present value of 79% of the face value of eligible GGBs tendered. Such net present value would be calculated as a sum of: (i) the net present value of interest payments of the New

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

	Discount Bonds discounted at the rate of 9% per annum; and (ii) the purchase price of the New Discount Bond Defeasance Assets (defined below), which will represent the purchase price determined by reference to the market cost of funding for such issuer of New Discount Bond Defeasance Assets (defined below). Based on Euro mid-swap rates prevailing on 21 July 2011 the initial interest rate for New Discount Bonds issued on that date would have been 6.0%. Such interest rate will accrue on the principal amount of the New Discount Bonds (the “<u>Notional Principal Amount</u>”), notwithstanding the principal defeasance (as described below).
Interest payment:	Annually, in arrear, actual/actual.
Denomination:	Euro1.00, and multiples thereof.
Trading restrictions:	Tendering holders will be entitled to select between New Discount Bonds that are freely tradable and New Discount Bonds that are subject to trading restrictions for 10 years following the issue date.
Principal defeasance:	On the issue date, the aggregate principal amount of the New Discount Bonds shall be defeased by the delivery on or before the issue date of New Discount Bond Defeasance Assets to or to the order of a trustee. The trustee shall hold such assets on trust for the benefit of all bondholders (the “Trust”). As a result of such principal defeasance, the Hellenic Republic will be released from its obligation to pay the principal of the New Discount Bonds. “<u>New Discount Bond Defeasance Assets</u>” means 30-year bonds issued by one or more sovereigns, supranational

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

	entities, sovereign agencies and/or sovereign-backed entities which are AAA-rated at the time of issuance and which in aggregate have an initial face value and accrue interest at a single fixed rate, compounded annually, such that, on the 30th anniversary of the issue date of the New Discount Bonds, the redemption amount of the New Discount Bonds Defeasance Assets will equal the Notional Principal Amount of the New Discount Bonds. At maturity of the New Discount Bonds, the redemption amount of the New Discount Bond Defeasance Assets will be released from the Trust and delivered to bondholders.
Claim upon acceleration of New Discount Bonds:	Upon a default and acceleration of the New Discount Bonds, holders would have a claim against the Hellenic Republic (the “Default Payment Amount”). The Default Payment Amount will be equal to: (i) the Notional Principal Amount, together with all accrued but unpaid interest thereon through the date of acceleration, less (ii) an amount equal to the Defeasance Accreted Amount (provided that the Default Payment Amount will never be less than zero). The “<u>Defeasance Accreted Amount</u>” will be calculated by the trustee holding the New Discount Bond Defeasance Assets as the accreted amount of the New Discount Bond Defeasance Assets on the date of the acceleration of the New Discount Bonds. For the avoidance of doubt, the New Discount Bond Defeasance Assets will continue to be held, for the benefit of the bondholders, under the Trust until the original maturity

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

	date of the New Discount Bonds regardless of acceleration.
Status:	Unsecured and unsubordinated obligations of the Hellenic Republic.
Negative Pledge:	Yes.
Cross Default:	Yes.
Collective Action Clause:	Yes. To include aggregation across all bonds (including bonds to be issued pursuant to the Committed Financing Facility) issued pursuant to this transaction.
Purchase and cancellation:	The Hellenic Republic may at any time purchase New Discount Bonds in any manner, in full or in part. Such New Discount Bonds shall be surrendered for cancellation, and (following any such cancellation) the Notional Principal Amount shall be reduced by the principal amount of the New Discount Bonds so cancelled and the corresponding New Discount Bond Defeasance Assets will be released to the Hellenic Republic.
Governing law:	English law.
Listing:	EU regulated market.
ECB eligibility:	The New Discount Bonds are expected to be ECB eligible.

4. Exchange into New 15 Year Average Life Bonds at Discount: New Discount Amortising Bonds

Issuer:	Hellenic Republic.
Principal amount:	80% of the principal amount, or (where applicable) the Euro equivalent of the principal amount (determined at the spot exchange rate on the Rate Fixing Date), of eligible GGBs offered for exchange
Maturity:	17 years, amortising in five equal annual installments commencing in year 13.
Interest rate:	The interest rate will be determined at or about the time of the launch of the liability management transaction (the “ <u>Rate</u>

	<u>Fixing Date</u>”) to result in a net present value of 79% of the face value of eligible GGBs tendered. Such net present value will be calculated as the sum of probability weighted cumulative amounts receivable by the investor discounted at a rate equal to the zero-coupon discount rate (deducted from the benchmark EUR swap rate) with a maturity date equal to the respective interest and principal amount payment date. Probability weighting is calculated as year-on-year default probability derived from the assumed credit spread being equal to the difference between 9% and 15-year EUR swap rate and a recovery assumption of 40%. Cumulative amounts calculated as the sum of: (i) all interest and principal payments received from the Hellenic Republic to such date; (ii) 40% of the outstanding principal amount of the New Discount Amortising Bonds (being the assumed market value of the Trust Assets on such date); and (iii) in the case of an Early Release Trigger Event, the sum of 60% of the outstanding principal amount of the New Discount Amortising Bonds plus 1 year of accrued interest, in each case multiplied by the recovery rate assumption of 40%. Based on Euro mid-swap rates prevailing on 21 July 2011 the interest rate for New Discount Amortising Bonds issued on that date would have been 5.9%.
--	--

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

	Such interest rate will accrue on the principal amount of the New Discount Amortising Bonds (being the original principal amount less any amortisation amounts previously paid and less any Early Release Amounts (as defined below) released from the Trust Assets), notwithstanding the principal defeasance (as described below).
Interest payment:	Annually, in arrear, actual/actual.
Denomination:	Euro 1.00, and multiples thereof.
Trading restrictions:	Tendering holders will be entitled to select between New Discount Amortising Bonds that are freely tradable and New Discount Amortising Bonds that are subject to trading restrictions for 5 years following the issue date.
Principal defeasance:	On the issue date, 40% of the aggregate principal amount of the New Discount Amortising Bonds shall be defeased by the payment on or before the issue date of an amount equal to 40% of the aggregate principal amount of the New Discount Amortising Bonds to or to the order of a trustee who shall purchase Defeasance Bonds (as described below) to be held by the trustee on trust for the benefit of all bondholders (the “<u>Trust</u>”, and the Defeasance Bonds and the proceeds of sale or redemption thereof held pursuant to such Trust, the “<u>Trust Assets</u>”). The Hellenic Republic will be entitled to receive the interest earned on the Trust Assets prior to their release to bondholders, which interest will not form part of the Trust Assets. The Hellenic Republic will have no residual interest in the Trust Assets.
The Defeasance Bonds:	The Defeasance Bonds will: (i) be issued by sovereigns, supranational entities, sovereign agencies and/or sovereign-backed entities which are AAA-

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

	rated at the time of issuance; (ii) pay a floating rate of interest on a quarterly basis at a rate of 3-month EURIBOR plus a spread determined by reference to the market cost of funding for such issuer of Defeasance Bonds; and (iii) have the same maturity and amortisation payment schedule as the New Discount Amortising Bonds.
Scheduled release of Trust Assets:	On each amortisation payment date, an amount equal to the lesser of: (i) 40% of the relevant principal amortisation amount; and (ii) each holder's pro rata share of the remaining Trust Assets, will be released from the Trust and paid to holders. The Hellenic Republic will remain obliged to repay an amount equal to 60% of such principal amortisation amount.
Early release of Trust Assets:	Following the occurrence of an Early Release Trigger Event (as defined below) and determination of a Final Price with respect to a Credit Event on the Hellenic Republic (each as determined in accordance with ISDA credit default swap market convention for Western European Sovereigns), the Trustee will liquidate an amount of the Defeasance Bonds with a face amount equal to the lesser of: (i) the face amount sufficient to realise cash in an amount equal to the Early Release Amount; and (ii) each holder's pro rata share of the remaining Trust Assets,

	and the liquidation proceeds thereof will be released from the Trust and paid to holders. The early release of such amounts will decrease the principal amount of the New Discount Amortising Bonds for the purpose of accrual of interest and decrease the amount of Trust Assets available to be released on future amortisation dates (as described above) and/or upon acceleration of the New Discount Amortising Bonds. If the liquidation value of any Defeasance Bonds sold on any early release is less than 100%, the Hellenic Republic shall be required on the date of payment of the final instalment of principal (or acceleration) to pay bondholders an amount (a <u>“Make-Whole Amount”</u>) equal to the aggregate principal amount of the Defeasance Bonds so liquidated less their liquidation value, subject to a minimum of zero. <u>“Early Release Trigger Event”</u> means the occurrence of one or both of the following events: (i) non-payment of principal on the New Discount Amortising Bonds when due on any amortisation date (but, for the avoidance of doubt, not non-payment of interest only); and (ii) a “Restructuring” in respect of the Hellenic Republic (as determined in accordance with ISDA credit default swap market convention for Western European Sovereigns). The <u>“Early Release Amount”</u> will be an amount calculated in
--	--

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

	respect of each New Discount Amortising Bond as: (i) the outstanding principal amount of each New Discount Amortising Bond (being the original principal amount less any amortisation amounts previously paid and less any Early Release Amounts previously released from the Trust Assets); multiplied by (ii) 100 per cent. minus the Final Price determined by an ISDA credit default swap auction in respect of the Hellenic Republic; multiplied by (iii) 80 per cent.
Release of Trust Assets on maturity or acceleration:	Following redemption of the New Discount Amortising Bonds, whether on final maturity or early acceleration, all remaining Trust Assets will be distributed to holders pro rata. The Hellenic Republic will remain obliged to repay an amount equal to 60% of the principal amount outstanding of the New Discount Amortising Bonds (being, in this case, the original principal amount less any amortisation amounts previously paid), plus interest accrued to the date of repayment and any Make-Whole Amounts.
Status:	Unsecured and unsubordinated obligations of the Hellenic Republic.
Negative Pledge:	Yes.
Cross Default:	Yes.
Collective Action Clause:	Yes. To include aggregation across all bonds (including bonds to be issued pursuant to the Committed Financing Facility) issued pursuant to this transaction.
Purchase and cancellation:	The Hellenic Republic may at any time purchase New Discount Amortising Bonds in any manner, in full or in part. Such New Discount Amortising Bonds shall be surrendered

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

	for cancellation, and (following any such cancellation) the outstanding principal amount of the New Discount Amortising Bonds shall be reduced by the principal amount of the New Discount Amortising Bonds so cancelled and the corresponding Trust Assets shall be released to the Hellenic Republic.
Governing law:	English law.
Listing:	EU regulated market.
ECB eligibility:	The New Discount Amortising Bonds are expected to be ECB eligible.

It is anticipated that this Option 4 will only be made available for GGBs maturing prior to 1 January 2014, and this Option 4 is expected to be limited to a maximum of 25% of the aggregate principal amount, or (where applicable) the Euro equivalent of the principal amount, of all GGBs participating in the liability management exercise or the committed financing facility.

List of Eligible GGBs

Bond Identification Number	Issuer	Currency	Coupon/Coupon Type	Maturity	ISIN
1	Hellenic Republic	EUR	3.9	20-Aug-11	GR0114019442
2	Hellenic Railways Organization SA	EUR	3.972	08-Sep-11	XS0200419355
3	Hellenic Republic	EUR	4.4	19-Dec-11	GR0110020220
4	Hellenic Republic	EUR	0	22-Dec-11	GR0326041242
5	Hellenic Republic	EUR	5	30-Dec-11	GR0106002786
6	Hellenic Republic	EUR	2	11-Jan-12	GR0124019531
7	Hellenic Republic	EUR	4.3	20-Mar-12	GR0110021236
8	Hellenic Republic	EUR	FRN	15-May-12	XS0147393861
9	Hellenic Republic	EUR	5.25	18-May-12	GR0124018525
10	Hellenic Republic	EUR	5.25	20-Jun-12	GR0124020547
11	Hellenic Republic	EUR	1	30-Jun-12	GR0106003792
12	Hellenic Republic	EUR	4.1	20-Aug-12	GR0114020457

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

13	Hellenic Railways Organization SA	EUR	4.915	13-Sep-12	FR0000489676
14	Hellenic Railways Organization SA	EUR	3.5625	21-Dec-12	XS0208636091
15	Hellenic Republic	EUR	0	22-Dec-12	GR0326042257
16	Hellenic Republic	EUR	FRN	31-Dec-12	GR0508001121
17	Hellenic Republic	EUR	FRN	20-Feb-13	GR0512001356
18	Hellenic Republic	EUR	4.506	31-Mar-13	GR0110022242
19	Hellenic Railways Organization SA	EUR	4.495	02-Apr-13	XS0165688648
20	Hellenic Republic	EUR	4.6	20-May-13	GR0124021552
21	Hellenic Republic	EUR	7.5	20-May-13	GR0128001584
22	Hellenic Republic	USD	4.625	25-Jun-13	XS0372384064
23	Hellenic Republic	EUR	3.9	03-Jul-13	GR0124022568
24	Hellenic Republic	CHF	2.125	05-Jul-13	CH0021839524
25	Hellenic Republic	EUR	4.4268	31-Jul-13	GR0110023257
26	Hellenic Republic	EUR	4	20-Aug-13	GR0114021463
27	Hellenic Republic	EUR	4.52	30-Sep-13	GR0124023574
28	Hellenic Republic	EUR	0	22-Dec-13	GR0326043263
29	Hellenic Republic	EUR	6.5	11-Jan-14	GR0128002590
30	Hellenic Railways Organization SA	EUR	5.46	30-Jan-14	XS0142390904
31	Hellenic Republic	EUR	4.5	20-May-14	GR0124024580
32	Hellenic Republic	EUR	VAR	21-May-14	XS0097596463
33	Hellenic Republic	EUR	4.5	01-Jul-14	GR0124025595
34	Hellenic Republic	EUR	3.985	25-Jul-14	GR0112003653
35	Hellenic Republic	EUR	5.5	20-Aug-14	GR0114022479
36	Hellenic Republic	EUR	4.1125	30-Sep-14	GR0112004669
37	Hellenic Republic	EUR	FRN	04-Feb-15	GR0514020172
38	Hellenic Railways Organization SA	JPY	7.35	03-Mar-15	JP530005AR32
39	Hellenic Republic	JPY	5.8	14-Jul-15	JP530000CR76
40	Hellenic Republic	EUR	3.7	20-Jul-15	GR0124026601
41	Hellenic Republic	EUR	6.1	20-Aug-15	GR0114023485
42	Hellenic Republic	EUR	3.7017	30-Sep-15	GR0114024491
43	Hellenic Railways Organization SA	EUR	4.68	29-Oct-15	FR0010027557
44	Hellenic Republic	EUR	3.7	10-Nov-15	GR0124027617
45	Hellenic Republic	JPY	5.25	01-Feb-16	JP530000BS19
46	Hellenic Republic	EUR	4.59	08-Apr-16	XS0165956672
47	Hellenic Republic	EUR	FRN	11-Apr-16	XS0357333029

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

48	Hellenic Republic	EUR	FRN	21-May-16	GR0516003606
49	Hellenic Railways Organization SA	EUR	FRN	24-May-16	XS0193324380
50	Hellenic Republic	EUR	3.6	20-Jul-16	GR0124028623
51	Hellenic Republic	JPY	5	22-Aug-16	JP530000CS83
52	Hellenic Republic	EUR	4.0195	13-Sep-16	GR0116002875
53	Hellenic Republic	JPY	4.5	08-Nov-16	XS0071095045
54	Hellenic Railways Organization SA	JPY	4.5	06-Dec-16	JP530005ASC0
55	Hellenic Republic	EUR	0	27-Dec-16	GR0326038214
56	Hellenic Republic	EUR	4.225	01-Mar-17	GR0118014621
57	Hellenic Railways Organization SA	EUR	4.028	17-Mar-17	XS0215169706
58	Hellenic Republic	EUR	FRN	04-Apr-17	GR0528002315
59	Hellenic Republic	EUR	5.9	20-Apr-17	GR0118012609
60	Hellenic Republic	EUR	FRN	01-Jul-17	GR0518072922
61	Hellenic Republic	EUR	FRN	01-Jul-17	GR0518071916
62	Hellenic Republic	JPY	4.5	03-Jul-17	XS0078057725
63	Hellenic Republic	EUR	4.3	20-Jul-17	GR0124029639
64	Hellenic Republic	JPY	3.8	08-Aug-17	XS0079012166
65	Hellenic Republic	EUR	4.675	09-Oct-17	GR0118013615
66	Hellenic Railways Organization SA	EUR	5.014	27-Dec-17	XS0160208772
67	Hellenic Republic	EUR	4.59	03-Apr-18	GR0120003141
68	Hellenic Republic	EUR	FRN	05-Jul-18	XS0260024277
69	Hellenic Republic	EUR	4.6	20-Jul-18	GR0124030645
70	Hellenic Republic	EUR	VAR	22-Feb-19	XS0286916027
71	Hellenic Republic	EUR	5.014	27-Feb-19	GR0122002737
72	Hellenic Republic	EUR	5.959	04-Mar-19	GR0122003743
73	Hellenic Republic	EUR	5	11-Mar-19	IT0006527532
74	Hellenic Republic	JPY	3	30-Apr-19	XS0097010440
75	Hellenic Republic	EUR	VAR	03-Jun-19	XS0097598329
76	Hellenic Republic	EUR	6	19-Jul-19	GR0124031650
77	Hellenic Republic	EUR	5.161	17-Sep-19	GR0120002135
78	Hellenic Republic	EUR	6.5	22-Oct-19	GR0133001140
79	Hellenic Railways Organization SA	EUR	4.218	20-Dec-19	XS0280601658
80	Hellenic Republic	EUR	6.25	19-Jun-20	GR0124032666
81	Hellenic Republic	EUR	VAR	13-Jul-20	XS0224227313

ΠΗΓΕΣ ΤΕΚΜΗΡΙΩΣΗΣ:

Ελληνική Βιβλιογραφία – Αρθρογραφία

- [1] Βενιέρης Ι., Βερβερός Ν., Κυριακάκης Κ., Τουτόπουλος Β., «Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας», Εδικά Θέματα, Τόμος 10, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα 2005
- [2] Γαλιάτσος Κ., «Η δόμηση των χρηματοπιστωτικών μέσων στο σύγχρονο χρηματοπιστωτικό σύστημα», Δελτίο ΕΕΤ Α' Τρίμηνο, 2007
- [3] Γκλαβίνης Π., «Το Μνημόνιο της Ελλάδας στην ευρωπαϊκή, τη διεθνή και την εθνική έννομη τάξη», Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα 2010
- [4] Γκλαβίνης Π., «Όταν οι συνταγματολόγοι πλέουν σε διεθνή ύδατα», Η Καθημερινή, 2.7.2011
- [5] Θωμαδάκης Σ., Ξανθάκης Μ., «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα 2006
- [6] Κατρούγκαλος Γ., «Δανειακή Σύμβαση και εθνική κυριαρχία», Η Καθημερινή, 12.6.2011
- [7] Μελάς Κ., «Εισαγωγή στην τραπεζική χρηματοοικονομική διοικητική», Εκδόσεις Εξάντας, Αθήνα 2009
- [8] Μποτόπουλος Κ., «Περί δανειστικής κυριαρχίας και πραγματικού διαλόγου», Η Καθημερινή 17.7.2011
- [9] Ρεπούσης Σ., «Χρηματοοικονομική Διοίκηση και διεθνής τραπεζική», Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα 2006
- [10] Ρουμελιώτης Π., «Παγκόσμια Οικονομική Διακυβέρνηση», Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα 2006
- [11] Ρουμελιώτης Π., «Προς ένα πολύπλοκο κόσμο», Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα 2009
- [12] Στεφάνου Κ., Γκόρτσος Χ., «Διεθνές Οικονομικό Δίκαιο», 2006
- [13] Στεφάνου Κ., Καταπόδης Γ., «Οι ευρωπαϊκές συνθήκες μετά την αναθεώρηση της Λισσαβόνας», Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα 2008
- [14] Χαρδούβελης Γ., Γκόρτσος Χ., «Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα», Εκδόσεις ΕΕΤ, Αθήνα 2011

Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία – Αρθρογραφία

- [15] Buchheit L., “Sovereign Debtors and their bond holders”, UNITAR Training Programmes on Foreign Economic Relations”, 2000

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

- [16] Anderson P., Velandia-Rubiano A., Kaputo Silva A., “Public debt management in emergent market economies. Has this time been different?”, Policy Research Working Paper No 5399, The World Bank, Banking and Debt Management Dept., August 2010
- [17] Arora A., Olivares Caminal R. , “Rethinking Sovereign Debt Restructuring Approach”, Law & Business Review of the Americas, Vol. 9, 2003
- [18] Beranger-Lachand S., “Paris Club: A Strategic Instrument within the International Financial Community”, Banque De France Bulletin Digest, No. 86, February 2001
- [19] Bertholemy J.C., “An Assessment of the Brady Plan Agreements”, Lensink R., Technical Paper No. 67, May 2008, ΟΟΣΑ,
- [20] Bogdanowicz-Bindert C., “The Debt Crisis: The Baker Plan Revisited”, Journal of Interamerican Studies and World Affairs, Vol. 28, No. 3, 1986
- [21] Bolton P., “Credit Default Swaps and the Empty Creditor Problem”, Oehmke M., 2010
- [22] Brodsky B., Flannery G., Mesrour S., “A more comprehensive view of credit quality”, Blackrock Investment Institute, June 2011
- [23] Brown P., “An introduction to the Bond Markets”, John Wiley & Sons, 2006
- [24] Buchheit L., “Alternative techniques in sovereign debt restructuring”,
- [25] Buchheit L., “Sovereign Debtors and their bond holders”, UNITAR Training Programmes on Foreign Economic Relations, 2000
- [26] Buchheit L., Gulati M., “Sovereign Bonds and the Collective Will”, Working Paper No 34, March 2002, Bank of England
- [27] Buchheit L., Gulati M., “Exit Consents in Sovereign Bond Exchanges”, UCLA L. REVIEW 59, 2000
- [28] Buchheit L.C, Kalomoiris C., Goulati M., Siekmann H. et al, “Life in the eurozone with or without sovereign default?”, Wharton FIC Press, 2011
- [29] Chamberlin M., “The IMF’s Sovereign Bankruptcy Proposal & the Quest for more orderly workouts”, Emerging Markets Trade Association, January 2002
- [30] Cline W., “International Debt Reexamined”, Institute for International Economics, 1995
- [31] Cline W., “Private Sector Involvement: Definition, Measurements and Implementation”, Bank of England, 2002

- [32] Cline W., “The role of the Private Sector in Resolving Financial Crises in Emerging Markets”, University of Chicago Press, 2000
- [33] Davis K., “Financing Development, Sovereign Debt Background”, Institute for International Law and Justice
- [34] Dodd R., “Sovereign Debt Restructuring”, The Financier Vol. 9, Nos. 1-4, 2002
- [35] Eaton J., “Sovereign Debt: A primer”, World Bank Economic Review Vol. 7, 1993
- [36] Eichengreen B. & Mody A., “Do Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs?”, Economic Journal 2004
- [37] Eichengreen B., Feldman R., Liebman J., Wyplosz C., “Public Debts: Nuts, Bolts and Worries”, Geneva Reports on the World Economy No.13, International Center for Monetary and Banking Studies, September 2011
- [38] Fidler S., “Brady Plan encourages Arrears”, Financial Times, 4Μαΐου 1990
- [39] Frank J. Fabozzi, “Investing in emerging fixed income markets”, Efstathia Pilarinu, 2002
- [40] Gentile C., Fish J., “Vultures or Vanguard?: The role of litigation in sovereign debt restructuring”, Emory Law Journal No. 53, 2004
- [41] Gerster R., “A SWOT Analysis of the IMF’s Proposal for Insolvency Procedure to Reduce Sovereign Debt”, Expertengruppe Internationale Verschuldung, 31, April 2003
- [42] Gulati M., Klee K., “Sovereign Piracy”, Business Law No.56, 2001
- [43] Haseler Sonke, “Collective Action Clauses in International Sovereign Bond Contracts: Whence the opposition?”, SSRN eLibrary, 2007,
- [44] Hornik R., “Enter The Brady Plan”, TIME, Washington, 20.3.1989
- [45] Hurlock J.B., “The way ahead sovereign debt”, INT’L FIN. L. Review, 1995
- [46] IMF, “Proposed Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism”, Legal & Policy Development and Review Departments, February 2003
- [47] Ivailo Izvorovski, “Brady Bonds and default probabilities”, IMF Working Paper No. 98/16, February 1998
- [48] Joy Dey, “Sovereign Debt Restructuring, Search for an Optimum Voting Threshold”, Institute for International Law and Justice, 2008,
- [49] Krueger A., “A new Approach to Sovereign Debt Restructuring”, IMF April 2002

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

- [50] Krueger A., “The nations often wait too long before seeking debt restructuring”, 2002
- [51] Krugman P., “American Economic Policy in the 1980s”, , University of Chicago Press, 1994
- [52] Krugman P., “Currencies and Crises”, MIT Press, 1992
- [53] Krugman P., “Financing vs. Forgiving a Debt Overhang”, Journal of Development Economics, Vol. 29, 1988
- [54] Lane T., Phillips S., “Does IMF Financing Result in Moral Hazard?”, IMF Working Paper WP/00/168, October 2000
- [55] Lee S.Y., Venezia M.E., “A Primer on Brady Bonds”, SALOMONSMITHBARNEY, March 2000
- [56] Mauger A., “Sovereign Debt Restructuring: The Practical Background”, J. INT’L BANKING L. 100, 1986
- [57] Meltzer A.H., “Capital Flight and Reflight-Alternative Solutions to Developing Country Debt Problems”, , American Enterprise Institute, 1989
- [58] Michel Henry Bouchet, Ephraim Clarke, Bertrand Gros Lambert, “Country Risk Assessment: A guide to global investment strategy”, Wiley Finance Series, 2003
- [59] Miller J., “Solving the Latin American Sovereign Debt Crisis”, U PA. J. INT’L ECON. L. 677, 2001
- [60] Monteagudo M., “The Debt Problem: The Baker Plan and The Brady Initiative, a Latin American Perspective”, The International Lawyer No. 28, 1994
- [61] Mundel R., “Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates”, Canadian Journal of Economics and Political Science, Vol. 29, 1963
- [62] P.N. Snowden, “Debt reduction through collateralized senior bonds: Appraising the Brady Strategy”, 1991
- [63] Palacios L. , “History of sovereign lending is the history of sovereign default”, JBIC INTSTITUTE, 2002
- [64] Palmerstone, “Sovereign restructuring equals to de facto sovereign default”, 1830
- [65] Reinhart C., Rogoff K., “This time is different: Eight Centuries of Financial Folly”, Princeton University Press, 2009
- [66] Reinhart C., Rogoff K., “A decade of debt, international macroeconomics”, Center for Economic Policy Research, April 2011

Πρακτικές και Μέθοδοι Αντιμετώπισης της Κρατικής Υπερχρέωσης:
Το πρόγραμμα Brady και οι ευρωπαϊκές προσεγγίσεις του κατά τη διαχείριση
της τρέχουσας (2010) δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη

- [67] Rhodes S., “The history of Credit & Debt”, The Myvesta Foundation, 2008
- [68] Rieffel L., “Restructuring Sovereign Debt, The case for Ad hoc Machinery”,
Brookings Institution Press, 2003
- [69] Rogoff K., “Third World Debt”, Fortune Encyclopedia of Economics, 1993
- [70] Ross Buckley, “International Financial System: Policy and Regulation,
International Banking & Finance Law”, Kluwer Law International
- [71] Roubini N., “Private Sector Involvement in Crisis Resolution & Mechanisms for
Dealing with Sovereign Debt Problems”, Bank of England, July 2002
- [72] Roubini N. & Setser B., “Improving the Sovereign Debt Restructuring Process:
Problems in Restructuring, Proposed Solutions and a Roadmap for Reform”, Institute
for the International Economics, March 2003
- [73] Rowen H., “Leaders at Summit Warn Bankers on Third World Debt”,
Washington Post, 17 Ιουλίου 1989
- [74] Schwarcz, Gulati M., Buchheit L., Griffin R., “Sovereign Debt Restructuring”,
Emory Law Journal No. 53, 2004
- [75] Scott J., “A bankruptcy procedure for sovereign debt”, INT’L LAW No. 37, 2003
- [76] Simon Gray, “The Management of Government Debt”, Bank of England-CCBS
Handbooks Abstract No 5
- [77] Simon Johnson and Peter Boone, “Brady Bonds for the Eurozone”, EUROPEAN
VOICE, 1st October 2010
- [78] Simon Kennedy, “Trichet Bonds Echoing Brady Plan May Fix Debt Woes: Euro
Credit”, Bloomberg Businessweek, 17th January 2011
- [79] Steve Rhode, “The History of Credit & Debt”, The Myvesta Foundation,
Αύγουστος 2008
- [80] Suhas Ketkar and Dilip Ratha, “New Paths to Funding”, IMF Finance and
Development, Volume 46, No. 2, June 2009
- [81] Taylor J.B., “Sovereign Debt Restructuring: A U.S. Perspective, Remarks at the
Conference Sovereign Debt Workouts: Hopes & Hazards”, Institute for International
Economics, April 2002
- [82] Vasquez I., “The Brady Plan and Market-Based Solutions to Debt Crises”, The
Cato Journal, Vol. 16, No. 2, Cato Institute, 1996
- [83] Vaubel R., “The moral hazard of IMF lending”, The World Economy, 1983
- [84] Vazquez I., The Cato Journal Vol. 16, No. 2, 1996

[85] Zhang A., “Testing for Moral Hazard in Emerging Markets Lending”, IIF
Research Papers No. 99-1, August 1999

[86] Zivkovic D., “Debt Renegotiation Framework”, Expert Group Meeting on Debt
Sustainability and Development Strategies, UNCTAD, October 2005

Διαδικτυακές Πηγές

[87] <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>

[88] <http://usforeignpolicy.about.com>

[89] <http://vi.unctad.org>

[90] <http://web.worldbank.org>

[91] <http://www.bloomberg.com>

[92] <http://www.cato.org>

[93] <http://www.clubdeparis.org>

[94] <http://www.constitutionalism.gr>

[95] <http://www.efsf.europa.eu>

[96] <http://www.emgmks.com>

[97] <http://www.emta.org>

[98] <http://www.iilj.org>

[99] <http://www.imf.org>

[100] <http://www.investopedia.com>

[101] <http://www.investordictionary.com>

[102] <http://www.investorwords.com>

[103] <http://www.kluwerlawonline.com>

[104] <http://www.minfin.gr>

[105] <http://www.myvesta.org>

[106] <http://www.oecd.org>

[107] <http://www.unctad.org>

[108] <http://www.ustreas.gov>

[109] <http://www.worldbank.org>

[110] <http://www.cepr.org>

[111] <http://www.odi.org.uk>

