



ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΔΙΕΘΝΩΝ, ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

Π.Μ.Σ. «ΔΙΕΘΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ, ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ»

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΣ ΜΑΣΤΡΟΓΙΑΝΝΗΣ

***Η χρεοκοπία κράτους
Οι περιπτώσεις της Αργεντινής και της Ισλανδίας***

Αθήνα, 2015

ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ: ΕΛΕΝΗ ΠΟΛΥΖΟΥ

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου, κ. Αναστάσιο Μαστρογιάννη για την υποστήριξη και τις συμβουλές που μου προσέφερε καθόλη τη διάρκεια εκπόνησης της παρούσας εργασίας. Θα ήθελα επίσης να ευχαριστήσω τους αγαπητούς φίλους και συναδέλφους, κα. Νικολέτα Χαραλαμποπούλου, και κκ. Αιμίλιο Παραλίκα και Δημήτρη Κατρά, για τις πολύτιμες παρατηρήσεις τους.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Ως «συνήθεις ύποπτοι» -όπως χαρακτηρίζει και την Ελλάδα, μεταξύ άλλων χωρών, άρθρο του Economist-, γνωρίζουμε από πρώτο χέρι ότι η χρεοκοπία κρατών είναι κάτι που μπορεί και έχει συμβεί πολλές φορές στην παγκόσμια ιστορία. Η Ισπανία, για παράδειγμα, χρεοκόπησε δεκατρείς φορές ανάμεσα στον 16ο και 19ο αιώνα. Κατά την ίδια περίοδο, η Γαλλία χρεοκόπησε οκτώ φορές, ενώ η Πορτογαλία και η Γερμανία από έξι. Επιπλέον, τα κράτη της λατινικής Αμερικής και η Οθωμανική Αυτοκρατορία δήλωσαν αδυναμία αποπληρωμής των χρεών τους αρκετές φορές κατά τον 19ο και 20ο αιώνα. Στη χρεοκοπία οδηγούν συνήθως οι κρίσεις χρέους, οι οποίες συνιστούν συνήθως αυτοφυείς κρίσεις, αλλά μπορεί να πυροδοτήσουν ή και να πυροδοτηθούν από χρηματοπιστωτικές ή/και νομισματικές κρίσεις. Σε γενικές γραμμές όταν τα κράτη δεν δύνανται να αποπληρώσουν το χρέος τους, υπάρχουν τρεις εναλλακτικές επιλογές: άφεση του χρέους (debt forgiveness), αναδιάρθρωση του χρέους (debt restructuring) και χρεοκοπία, φαινόμενο το οποίο μελετάται και στην παρούσα εργασία. Το κόστος φήμης για ένα κράτος αποτελεί το βασικότερο κίνητρο αποπληρωμής του χρέους του, ενώ σχετικές μελέτες έχουν δείξει ότι η χρεοκοπία ενός κράτους συχνά σχετίζεται με μείωση της ανάπτυξης. Σε αυτό το πλαίσιο, ο ρόλος του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου είναι κεντρικός, κυρίως εκ του λόγου ότι έχει αποτελέσει μια σημαντική πηγή χρηματοδότησης για τις χώρες-οφειλέτες που αντιμετωπίζουν προβλήματα αποπληρωμής των χρεών τους.

Οι περιπτώσεις χρεοκοπιών κρατών που μελετώνται στην παρούσα εργασία είναι της Αργεντινής το 2001 και της Ισλανδίας το 2008. Τα στοιχεία κλειδιά για την ευάλωτη κατάσταση στην οποία βρέθηκε η πρώτη, ήταν η δυναμική του δημοσίου χρέους, ο περιορισμός της νομισματικής πολιτικής που επιβλήθηκε από την πρόσδεση του εθνικού νομίσματος στο αμερικάνικο δολάριο, και διαρθρωτικές αδυναμίες. Με δύο μεγάλης έκτασης αναδιρθρώσεις χρέους το 2005 και 2010 και μέσω ενός κυκεώνα δικαστικών διαμαχών, οι οποίες δεν έχουν λάβει ακόμη τέλος, η οικονομία της Αργεντινής αν και αποκλεισμένη έως και σήμερα από τη διεθνή αγορά κεφαλαίου έχει επιδείξει σημάδια ανάρρωσης, χωρίς ωστόσο να έχει καταστεί ακόμη εύρωστη. Η Ισλανδία, με έναν δυσαναλογικά με το ΑΕΠ της αυξανόμενο τραπεζικό τομέα από το 2000 και μετά και με μία κλασική, όπως απαντάται στη θεωρία, υπερθέρμανση της οικονομίας της, βίωσε στα τέλη του 2008 μία συστημική τραπεζική κρίση, η οποία έπληξε την εικόνα του κράτους. Κατόπιν μιας εκτεταμένης εξυγίανσης των τραπεζών και επιβολής ελέγχων κεφαλαίων, σε συνδυασμό με την υλοποίηση άλλων πολιτικών και τη βοήθεια του Δ.Ν.Τ., η μικρή οικονομία της Ισλανδίας χαρακτηρίζεται σήμερα από αξιόλογα μακροοικονομικά μεγέθη.

Δεδομένου ότι η αρχιτεκτονική του δημόσιου διεθνούς δικαίου στο υπό εξέταση θέμα, αυτό της χρεοκοπίας κρατών, χαρακτηρίζεται από την απουσία ενός συμπαγούς καθεστώτος ρύθμισης, θα είχε οφέλη η δημιουργία ενός «πτωχευτικού» συστήματος για τα κράτη (δηλαδή ρευστοποίησης περιουσιακών στοιχείων τους για την αποπληρωμή των οφειλών); Με το χρέος διεθνώς να αυξάνεται με ταχείς ρυθμούς, και να ανέρχεται σήμερα σε 286% του παγκόσμιου ΑΕΠ, μια ορατή πρόκληση είναι η ανάπτυξη νέων εργαλείων για τον έλεγχο και τη διαχείριση του χρέους αυτού (δημόσιου και ιδιωτικού), προκειμένου να αποφεύγονται οι ιδιαιτέρως καταστροφικοί ανακοπτικοί της άνθισης (boom-bust) πιστωτικοί κύκλοι και να επιλύεται το «κακό» χρέος χωρίς διατάραξη της οικονομίας.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Εισαγωγή	4
A. Θεωρητικό πλαίσιο	6
A.1. Ορισμός της χρεοκοπίας κράτους	6
A.1.1. Χρηματοδοτικός κίνδυνος χώρας	7
A.2. Η νομική διάσταση της χρεοκοπίας κράτους μέσω ιστορικής ανασκόπησης 8	
A.3. Πριν την χρεοκοπία- οι κρίσεις χρέους, οι χρηματοπιστωτικές και οι νομισματικές κρίσεις	12
A.3.1. Κρίση χρέους και αίτια	12
A.3.2. Συσχετισμός κρίσεων χρέους με νομισματικές και χρηματοπιστωτικές κρίσεις	15
Νομισματικές κρίσεις.....	15
A.4. Αντιμετώπιση μιας κρίσης χρέους.....	18
A.5. Επιπτώσεις της χρεοκοπίας κράτους	23
A.6. Ο ρόλος του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου για την αντιμετώπιση των προβλημάτων των κρίσεων χρέους.....	26
B. Η περίπτωση της Αργεντινής.....	28
B.1. Πριν τη χρεοκοπία.....	28
B.2. Η χρεοκοπία του 2001.....	31
B.3. Οι αναδιαρθρώσεις του χρέους	32
B.4. Δικαστικές διαμάχες	34
B.5. Ο ρόλος του Δ.Ν.Τ.....	37
B.6. Καταληκτικές παρατηρήσεις.....	38
Γ. Η περίπτωση της Ισλανδίας	41
Γ.1. Πριν τη χρεοκοπία.....	41
Γ.1.1. Η κρίση του 2006 (Geyser Crisis)	42
Γ.1.2. Η σχέση των ισλανδικών τραπεζών με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.....	45
Γ.2. Η χρεοκοπία του 2008.....	47
Γ.3. Οι αναδιαρθρώσεις των τραπεζών και άλλες προσπάθειες.....	49
Γ.4. Δικαστικές διαμάχες.....	50
Γ.5. Ο ρόλος του Δ.Ν.Τ.	52
Γ.6. Καταληκτικές παρατηρήσεις.....	53
Δ. Σύνοψη και Συμπεράσματα.....	56
Βιβλιογραφία	60
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	69

Εισαγωγή

«Εάν οι επιχειρήσεις μπορούν να πτωχεύουν, γιατί να μην επιτρέψουμε στα κράτη να κάνουν το ίδιο;». Η εν λόγω απορία, όπως διατυπώθηκε από τον Πάπα Φραγκίσκο τον Ιούλιο του 2015, είχε ως αφορμή την βαθιά και παρατεταμένη κρίση χρέους που βιώνει η χώρα μας από το 2010. Ως «συνήθεις ύποπτοι» –όπως χαρακτηρίζει και την Ελλάδα, μεταξύ άλλων χωρών, άρθρο του Economist¹-, γνωρίζουμε από πρώτο χέρι ότι η χρεοκοπία κράτους είναι κάτι που μπορεί και έχει συμβεί πολλές φορές στην παγκόσμια ιστορία. Διαφοροποιούμενη σε πολλά σημεία από την πτώχευση μιας επιχείρησης – κυρίως στη συνέχιση λειτουργίας του κράτους και μετά τη χρεοκοπία σε αντίθεση με την πτωχευμένη επιχείρηση, αλλά και στη ρευστοποίηση του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων της δεύτερης για την αποπληρωμή των πιστωτών σε αντίθεση με τη χρεοκοπία κράτους, κατά την οποία οι πιστωτές συνήθως χάνουν τα χρήματά τους-, η χρεοκοπία κράτους αποτελεί έναν όρο που επανήλθε εντόνως στο δημόσιο διάλογο μετά την έναρξη της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008.

Μία εκ των βασικότερων αιτιών της χρεοκοπίας ενός κράτους αποτελεί το χρέος. Το εξωτερικό χρέος ειδικότερα, μοιάζει να είναι απόρροια της εμβάθυνσης της παγκοσμιοποίησης. Η Ελλάδα σε αυτό το πλαίσιο, μια μικρή οικονομία με πολύ μεγάλο χρέος, για την οποία έχει χυθεί πολύ μελάνι τα τελευταία έτη, είναι ίσως μόνο η κορυφή του παγόβουνου. Το χρέος διεθνώς αυξάνεται με ταχείς ρυθμούς, και ανέρχεται σήμερα σε 199 τρισεκατομμύρια δολάρια, ήτοι 286% του παγκόσμιου ΑΕΠ², ενώ σύμφωνα με πρόσφατη έρευνα της Jubilee Debt Campaign, εντοπίστηκαν 43 χώρες ανά την υφήλιο με κίνδυνο εμφάνισης μιας κρίσης χρέους³.

Με αφορμή τα ανωτέρω και με έναυσμα το γνωστικό υπόβαθρο που αποκτήθηκε από το μεταπτυχιακό πρόγραμμα σπουδών, στο πλαίσιο του οποίου εκπονείται η παρούσα εργασία, επιλέχθηκε ως κεντρικό θέμα αυτής η χρεοκοπία κράτους. Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να αποτυπώσει όσο το δυνατό πιο περιεκτικά τις βασικότερες πτυχές του φαινομένου της χρεοκοπίας κράτους, ώστε ο αναγνώστης να αποκτήσει μια ολοκληρωμένη εικόνα αυτού και να είναι σε θέση να κατανοεί απλές σχέσεις αιτίου- αιτιατού και συμπεριφορές των δρώντων. Δεδομένου ότι η δυνατότητα χρεοκοπίας ενός κράτους, ακόμη και εάν αποτελεί μοναδική οδό σε κάποιες περιπτώσεις, είναι άμεσα συνυφασμένη με την εθνική κυριαρχία και ως εκ τούτου δύναται να λαμβάνει διαφορετικές μορφές, αλλά και να αποτελεί αντικείμενο διαφοροποιημένης διαχείρισης από τα κράτη που προβαίνουν σε αυτή την ενέργεια, επιλέχθηκε για την εξέταση του εν λόγω θέματος το μεθοδολογικό εργαλείο της μελέτης περιπτώσεων- συμπληρωματικά με τη βιβλιογραφική έρευνα που θα απαιτηθεί για τη σύνθεση του θεωρητικού τμήματος.

Οι περιπτώσεις χρεοκοπιών κρατών που κρίθηκε σκόπιμο να μελετηθούν είναι δύο. Η εν λόγω επιλογή κατευθύνθηκε από την ανάγκη διαμόρφωσης μιας όσο το δυνατό συνολικής προσέγγισης του πραγματευόμενου θέματος μέσα από την παράθεση δύο ενδεικτικών και σχετικά πρόσφατων περιπτώσεων. Η μεν χρεοκοπία της Αργεντινής, που έλαβε χώρα το 2001, ήταν μία από τις μεγαλύτερες από άποψη έκτασης, αλλά και από τις πιο ενδιαφέρουσες από άποψη διαχείρισής της και παραγωγής νομολογίας, ενώ επιπλέον θεωρείται ένα μάλλον αντιπροσωπευτικό παράδειγμα κατάληξης μιας κρίσης χρέους. Από την άλλη πλευρά, η χρεοκοπία της Ισλανδίας το 2008 αποτελεί μια ιδιάζουσα περίπτωση, καθώς προκλήθηκε από μία χρηματοπιστωτική κρίση, ενώ αποτέλεσε και αυτή με την έκταση της και τον τρόπο διαχείρισής της, ένα σοκ για τη διεθνή κοινότητα.

Στην πρώτη ενότητα της εργασίας, επιχειρείται μια καταγραφή των εκφάνσεων, νομικών και κυρίως οικονομικών, της χρεοκοπίας ενός κράτους. Αρχικά, γίνεται μια προσπάθεια οριοθέτησης του φαινομένου, και αποτύπωσης των νομικών διαστάσεων μέσα

¹ The Economist (2014)

² Σύνολο του χρέους, που περιλαμβάνει το δημόσιο χρέος, αλλά και το χρέος του ιδιωτικού τομέα McKinsey Global Institute (2015), σελ. 1

³ 29 χώρες με κίνδυνο και 14 χώρες με υψηλό κίνδυνο, Jubilee Debt Campaign (2015), σελ. 3

από μια σύντομη ιστορική ανασκόπηση. Στη συνέχεια, περιγράφονται τα αίτια, οι επιπτώσεις και οι τρόποι αντιμετώπισης κυρίως των κρίσεων χρέους, αλλά και η αλληλεπίδραση αυτών με τις νομισματικές και χρηματοπιστωτικές κρίσεις. Στο πλαίσιο της αντιμετώπισης αυτών των κρίσεων, δεδομένου ότι διακρίνονται και από ένα στοιχείο διεθνικότητας, εξετάζεται συνοπτικά και ο ρόλος του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, το οποίο αποτελεί θεμελιώδες στοιχείο του παγκόσμιου οικονομικού οικοδομήματος.

Στη δεύτερη και τρίτη ενότητα παρουσιάζονται οι δύο μελέτες περιπτώσεων, μέσω της περιγραφής της διαδρομής των οικονομιών των δύο χωρών πριν την εμφάνιση της κρίσης, (χρέους για την Αργεντινή και χρηματοπιστωτικής για την Ισλανδία, όπως προαναφέρθηκε), του γεγονότος της χρεοκοπίας, των μέτρων αντιμετώπισης των επιπτώσεών της, του ρόλου του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου σε αυτές τις εξελίξεις, και κάποιες καταληκτικές παρατηρήσεις, όπως αποτυπώνονται στη σχετική βιβλιογραφία. Αν και σκοπός της εργασίας, δεν είναι να προβεί σε σύγκριση των δύο μελετώμενων περιπτώσεων, η σκοπιμότητα της ομοιόμορφης δομής έγκειται στην καλύτερη κατανόηση του υπό εξέταση θέματος.

Στην τελευταία ενότητα παρατίθεται μια σύνοψη των πιο σημαντικών στοιχείων της χρεοκοπίας κράτους, όπως αυτά αναδεικνύονται τόσο από το θεωρητικό πλαίσιο, όσο και από τις μελέτες περίπτωσης, ενώ σημειώνονται και ορισμένα συμπεράσματα κυρίως αναφορικά με τον τρόπο που η θεωρία απαντάται στην πράξη, δηλαδή στις μελέτες περίπτωσης, αλλά και κάποιες προτάσεις σχετικά με την εξέλιξη του φαινομένου, αντλούμενες από τη σχετική βιβλιογραφία.

A. Θεωρητικό πλαίσιο

A.1. Ορισμός της χρεοκοπίας κράτους

Η έννοια της χρεοκοπίας κράτους διαθέτει μια νομική διάσταση: λαμβάνει χώρα όταν μια προγραμματισμένη πληρωμή οφειλής από την πλευρά του κράτους δεν πραγματοποιείται έως την συμφωνημένη στη δανειακή σύμβαση προθεσμία. Ωστόσο, στη βιβλιογραφία και στον οικονομικό κόσμο υφίστανται αρκετοί άλλοι ορισμοί. Για τους οίκους αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, μια «τεχνική» χρεοκοπία συνίσταται στην παροχή εκ μέρους του κράτους-οφειλέτη προσφοράς αναδιάρθρωσης του χρέους του, προσφοράς που, εν ολίγοις, αποτελείται από όρους αποπληρωμής του χρέους λιγότερο ευνοϊκούς για τον δανειστή από τους αρχικώς συμφωνηθέντες (Hatchondo et al.2007). Η χρεοκοπία κράτους έχει επίσης ερμηνευθεί και πιο ευρέως. Οι Manasse και Roubini (2005), επί παραδείγματι, συμπεριλαμβάνουν στην έννοια και επεισόδια επερχόμενων χρεοκοπιών που τελικά αποφεύχθηκαν με μεγάλης κλίμακας παρεμβάσεις από τρίτες χώρες, όπως οι περιπτώσεις του Μεξικού το 1995, της Τουρκίας το 2000 και της Βραζιλίας το 2001. Ο Sy (2004) ορίζει ως «κρίση κρατικού χρέους» την κατάσταση κατά την οποία η διασπορά των επιτοκίων κρατικών ομολόγων μιας χώρας (spreads) ξεπερνά τις 1000 μονάδες βάσης (10%) από εκείνα των ομολόγων των Η.Π.Α.⁴

Στο ίδιο πνεύμα με τα ανωτέρω περιγραφόμενα, η χρεοκοπία κράτους ως πιστωτικό γεγονός ορίζεται από τον οίκο αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας Moody's (2003), όταν πληρείται μία από τις ακόλουθες προϋποθέσεις:

- Δεν πραγματοποιείται ή πραγματοποιείται με καθυστέρηση μια εκταμίευση δόσης (τόκου ή/και κεφαλαίου), ακόμη και εάν η εκταμίευση πραγματοποιηθεί εντός της περιόδου χάριτος (grace period).
- Λαμβάνει χώρα μια «επώδυνη ανταλλαγή χρέους» (distressed exchange), όπου:
 - ο εκδότης προσφέρει στους ομολογιούχους ένα νέο ομόλογο ή πακέτο ομολόγων, μειωμένης αξίας σε σύγκριση με το ισχύον, ή
 - η ανταλλαγή αποσκοπούσε πρόδηλα στο να βοηθήσει τον εκδότη να αποφύγει ένα ισχυρότερο πιστωτικό γεγονός (μη πληρωμή της δόσης).

Παρομοίως, ο οίκος αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας Standard and Poor's (Chambers and Alexeeva, 2002) γενικά ορίζει την χρεοκοπία ως την αποτυχία του οφειλέτη να πληρώσει τόκο ή κεφάλαιο την προκαθορισμένη και συμφωνημένη στη δανειακή σύμβαση ημερομηνία. Στην έννοια εμπίπτουν ακόμη και οι συμφωνίες αναδιάρθρωσης χρέους, οι οποίες λογίζονται ως εθελοντικές⁵.

Σε κάθε περίπτωση, οι εμπειρικές έρευνες χρησιμοποιούν διαφορετικούς ορισμούς της κρίσης χρέους, ανάλογα με την ειδικότερη ερευνητική ερώτηση και τις διαθέσιμες πληροφορίες στην εκάστοτε βάση δεδομένων που χρησιμοποιείται. Δεν υφίσταται ένας εκ των προτέρων, ενιαίος ορισμός της χρεοκοπίας κράτους ή της κρίσης χρέους⁶.

Συμπερασματικά και για τους σκοπούς της παρούσας εργασίας, με τον όρο χρεοκοπία κράτους νοείται η αθέτηση πληρωμών, ενώ η κρίση χρέους αναφέρεται σε μια ευρύτερη θεώρηση εκείνης της κατάστασης στην οποία περιέρχεται το κράτος όταν αντιμετωπίζει σοβαρές οικονομικές δυσκολίες να εξυπηρετεί το χρέος του.

⁴ Ορισμοί και βιβλιογραφικές αναφορές όπως παρατίθενται σε Dombret R.Andreas and Lucius Otto (2013), σελ. 237

⁵ Sy M.R. Amadou and Pescatori Andrea (2004), σελ.6

⁶ Schimmelpennig Axel, Roubini Nouriel and Manasse Paolo (2003), part II

A.1.1. Χρηματοδοτικός κίνδυνος χώρας

Η διεθνής οικονομική δραστηριότητα εμπεριέχει κινδύνους που δεν υπάρχουν στις εγχώριες συναλλαγές. Η ανάλυση χρηματοδοτικού κινδύνου χώρας έχει εξελιχθεί σε σημαντικό μέρος των διεθνών συναλλαγών. Ο χρηματοδοτικός κίνδυνος χώρας (country-risk analysis) αναφέρεται στην ευρύτερη πολιτική και οικονομική κατάσταση μιας χώρας και στην έκταση στην οποία αυτές οι συνθήκες μπορεί να επηρεάσουν την ικανότητα της χώρας να αποπληρώσει τα χρέη της. Για τον προσδιορισμό του βαθμού του χρηματοδοτικού κινδύνου που συνδέεται με μία συγκεκριμένη χώρα, πρέπει να λάβουμε υπόψη τόσο ποσοτικούς όσο και ποιοτικούς παράγοντες. Οι ποιοτικοί παράγοντες περιλαμβάνουν την πολιτική σταθερότητα της χώρας⁷. Οι Mondt και Despontin (1986) ισχυρίζονται ότι η οικονομική διάσταση του κινδύνου χώρας αναφέρεται μόνο στην ικανότητα της χώρας να εξυπηρετεί το χρέος της, αλλά η προθυμία της χώρας να εξυπηρετεί το χρέος της θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη κατά την αξιολόγηση του πολιτικού περιβάλλοντος της χώρας⁸.

Ειδικότερα, η ανάλυση του πολιτικού κινδύνου αποσκοπεί στην αξιολόγηση της πολιτικής σταθερότητας της χώρας, και περιλαμβάνει κριτήρια όπως κυβερνητική σταθερότητα, διαφθορά, κοινωνικές συγκρούσεις, θρησκευτικές και εθνικές εντάσεις. Η ανάλυση χρηματοοικονομικού κινδύνου ερευνά την ικανότητα του κράτους να χρηματοδοτεί τις υποχρεώσεις του και περιλαμβάνει παραμέτρους όπως το εξωτερικό χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ, συμβάντα χρεοκοπίας και σταθερότητα συναλλαγματικής ισοτιμίας του εθνικού νομίσματος. Η ανάλυση του οικονομικού κινδύνου χώρας, καταγράφει τα υφιστάμενα δυνατά και αδύνατα σημεία της χώρας, με αναφορά σε δείκτες όπως ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας, το κατά κεφαλήν ΑΕΠ, τον πληθωρισμό κ.α. Το σταθμισμένο άθροισμα των ανωτέρω αποτελεί τον χρηματοδοτικό κίνδυνο χώρας⁹.

Ο εν λόγω κίνδυνος αποτυπώνεται στο κόστος δανεισμού μιας χώρας, στην απόδοση δηλαδή που θα πρέπει να προσφέρει ο τίτλος χρέους που αυτή εκδίδει, προκειμένου να δημιουργήσει ζήτηση. Ένας βασικός δείκτης που χρησιμοποιείται για τον χρηματοδοτικό κίνδυνο μιας χώρας είναι το spread ενός κρατικού ομολόγου, η απόκλιση δηλαδή της απόδοσής του από την αντίστοιχη απόδοση ενός ομολόγου κράτους ίδιας διάρκειας που θεωρείται μηδενικού κινδύνου¹⁰. Σημαντική επιρροή σε αυτά τα spreads έχουν τα μακροοικονομικά μεγέθη της χώρας, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, και ιδιαίτερα οι όροι εμπορίου¹¹, η αναλογία δηλαδή της τιμής των εξαγωγών μιας χώρας σε σχέση με την τιμή των εισαγωγών που εκφράζει την απόδοση στο εξωτερικό εμπόριο¹².

⁷ Husted Steven and Michael Melvin (2008), σελ. 629

⁸ Όπως παρατίθενται σε Kosmidou Kyriaki, Doumpos Michael and Zopounidis Constantin (2010), σελ.2

⁹ Carbaugh Robert (2008), σελ.312

¹⁰ Remolona M. Eli, Scatigna Michela and Wu Eliza (2007), σελ. 1

¹¹ Hilscher Jens and Nosbusch Yves (2010), σελ. 235

¹² Cherunilam Francis (2010), σελ. 715

Α.2. Η νομική διάσταση της χρεοκοπίας κράτους μέσω ιστορικής ανασκόπησης

Το τρέχον διεθνές νομισματικό σύστημα επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από το δημόσιο χρέος. Η ιστορία των προβλημάτων του δημόσιου χρέους είναι μακρά με πολυάριθμες περιπτώσεις χρεοκοπίας. Η Ισπανία, για παράδειγμα, χρεοκόπησε δεκατρείς φορές ανάμεσα στον 16^ο και 19^ο αιώνα. Κατά την ίδια περίοδο, η Γαλλία χρεοκόπησε οκτώ φορές, ενώ η Πορτογαλία και η Γερμανία από έξι. Επιπλέον, τα κράτη της λατινικής Αμερικής και η Οθωμανική Αυτοκρατορία δήλωσαν αδυναμία αποπληρωμής των χρεών τους αρκετές φορές κατά τον 19^ο και 20^ο αιώνα. Στην πραγματικότητα, κατά τον 20^ο αιώνα καταγράφονται έως και δέκα χρεοκοπίες ανά δεκαετία. Εξαιρέση αποτελεί η δεκαετία του 1930, με περισσότερες από είκοσι χρεοκοπίες που ακολούθησαν τη παγκόσμια οικονομική ύφεση του 1929.

Παρόλο που η χρεοκοπία κράτους αποτελεί συχνό φαινόμενο στην ιστορία, δεν έχουν αναπτυχθεί διεθνείς κανόνες που να ορίζουν την κατάσταση κατά την οποία ένα κράτος περιέρχεται σε καθεστώς αφερεγγυότητας¹³.

Κατά τα πρώτα φαινόμενα αφερεγγυότητας ενός κράτους, οι πιστωτές του και τα κράτη καταγωγής αυτών επινοούσαν ποικίλους τρόπους προκειμένου να αποθαρρύνεται η χρεοκοπία και να εισπράττεται το χρέος. Ένα κλασικό παράδειγμα των παλαιών μεθόδων είσπραξης χρέους αποτελεί η Αίγυπτος. Κατά τη διάρκεια της βασιλείας του Pasha Ismael από το 1863 έως το 1879, εκδόθηκαν κρατικά ομόλογα στη Γαλλία και τη Βρετανία, προκειμένου να χρηματοδοτηθεί η κατασκευή μεγάλων έργων, όπως υποδομών άρδευσης, σχολείων, παλατιών, καθώς και της διώρυγας του Σουέζ. Πολλά από τα χρήματα σπαταλήθηκαν, ενώ με την ύφεση του 1873 κατέστη αδύνατο για τον Κεδίβη¹⁴ να αποπληρώσει τα αναφερόμενο χρέος. Η απλή λύση κατά τον 19^ο αιώνα ήταν για τους δανειστές να αποστείλουν στη χώρα οφειλέτη μια επιτροπή (εν ονόματι Caisse de la Dette Publique) με σκοπό την παροχή βοήθειας για την εξυπηρέτηση του χρέους. Λίγα χρόνια αργότερα, κατόπιν μιας ένοπλης εξέγερσης στην Αίγυπτο, η Βρετανία απέστειλε στρατεύματα και ο γενικός πρόξενος ανέλαβε de facto τον έλεγχο της αιγυπτιακής κυβέρνησης.

Ωστόσο, λίγα χρόνια αργότερα, ο Αργεντινός Υπουργός Εξωτερικών, Luis Drago, είχε αναπτύξει το δόγμα ότι το δημόσιο χρέος δεν δύναται σε καμία περίπτωση να δικαιολογήσει στρατιωτική παρέμβαση. Το εν λόγω δόγμα κωδικοποιήθηκε στη Σύμβαση Drago-Porter του 1907. Επιπλέον, από το 1945 τουλάχιστον, η χρήση στρατιωτικών δυνάμεων για την είσπραξη κρατικών οφειλών αποκλείστηκε στη βάση απαγόρευσης χρήσης βίας που εμπεριέχεται στο άρθρο 2 του Καταστατικού Χάρτη των Ηνωμένων Εθνών¹⁵.

Η θέση που δεν αποδέχεται ότι το δημόσιο χρέος δύναται να εγείρει νομική υποχρέωση αποδίδεται επίσης στον Drago. Ο ισχυρισμός συνίσταται στην απουσία οποιουδήποτε νόμου που να διέπει τα φαινόμενα αφερεγγυότητας ενός κράτους. Η υποχρέωση του κράτους να αποπληρώσει το χρέος του είναι υποχρέωση τιμής. Δεδομένης της αδιαμφισβήτητης εθνικής κυριαρχίας ενός κράτους, το δημόσιο χρέος δεν συνιστά μια εκτελεστή υποχρέωση. Ειδικότερα, λαμβάνοντας υπόψη την ελεύθερη βούληση των πιστωτών κατά τη σύναψη των δανειακών συμβάσεων, και την επίγνωση της εθνικής κυριαρχίας του αντισυμβαλλόμενου, θεωρείται ότι έχει παράλληλα αναληφθεί ο κίνδυνος μη αποπληρωμής του δανείου σε περίπτωση κήρυξης χρεοκοπίας. Η εν λόγω άποψη υποστηρίχθηκε από δικαστικές αποφάσεις, σύμφωνα με τις οποίες τέτοια χρέη (κρατικά) αποτελούσαν χρέη τιμής και όχι νομικές υποχρεώσεις.

Σε κάθε περίπτωση, η άποψη ότι οι δανειακές συμβάσεις ενός κράτους συνιστούν απλές υποχρεώσεις τιμής αποτελεί τον πυρήνα του δόγματος της επονομαζόμενης κρατικής ασυλίας (state immunity).

¹³ Cottier Thomas, Lastra M. Rosa and Tietje Christian (2014), σελ.13

¹⁴ Τίτλος αντιβασιλέα, εν προκειμένω ο Pasha Ismael

¹⁵ Προσβάσιμος στην ιστοσελίδα του Οργανισμού στην ελληνική γλώσσα www.unric.org/el/index.php?option=com_content&view=article&id=14&Itemid=10

Η απόλυτη έννοια της κρατικής ασυλίας εκπορεύεται από τη βασική αρχή της κυριαρχίας ισότητας των κρατών, κατά την οποία κανένα κράτος δεν έχει δικαιοδοσία έναντι κάποιου άλλου. Ασυλία υπό αυτή την έννοια, σήμαινε ότι οι διεκδικήσεις έναντι κράτους δεν θα μπορούσαν να επιβληθούν μέσω απόφασης ενός εθνικού δικαστηρίου (δικαιοδοτική ασυλία). Αρχικά, αυτή η ασυλία θεωρούνταν απόλυτη. Το δόγμα της απόλυτης ασυλίας ήταν κυρίαρχο στο αγγλοσαξονικό δίκαιο έως το 1950, αλλά έκτοτε υφίσταται συνεχή διάβρωση.

Το 1952 το Υπουργείο Εξωτερικών των Η.Π.Α. δηλώνει στην επιστολή Tate ότι ένα αλλοδαπό κράτος δεν μπορεί να απολαμβάνει ασυλίας από αγωγές που απορρέουν από αυστηρά εμπορικές δραστηριότητες, αλλά μόνο από αγωγές που περιλαμβάνουν κρατικές ή δημόσιες πράξεις. Με άλλα λόγια, η ασυλία που αναγνωρίζεται στα κράτη περιορίστηκε στις *acta iure imperii*, στις πράξεις δηλαδή που είναι κατ' ουσία πράξεις εθνικής κυριαρχίας, ενώ αναφορικά με τις *acta iure gestionis*, τις οικονομικές δηλαδή δραστηριότητες, τα κράτη αντιμετωπίζονται όπως τα φυσικά και νομικά πρόσωπα. Στο μεταξύ, αυτή η πιο περιοριστική προσέγγιση υιοθετήθηκε και από άλλα κράτη. Ειδικότερα, ο νόμος για τις αλλοδαπές κρατικές ασυλίες (Foreign Sovereign Immunities Act), που ψηφίστηκε στις Η.Π.Α. το 1976, προβλέπει ότι ένα αλλοδαπό κράτος θα απολαμβάνει ασυλίας από την δικαιοδοσία των αμερικάνικων δικαστηρίων για θέματα που ειδικά περιγράφονται σε άλλο μέρος του εν λόγω νόμου. Ωστόσο, δεν αναγνωρίζεται ασυλία στις περιπτώσεις όπου το ίδιο το κυρίαρχο κράτος ρητά ή σιωπηρά απεκδύεται της ασυλίας του. Ο αναφερόμενος νόμος ορίζει επιπλέον, ότι η κρατική ασυλία αίρεται για πράξεις στις οποίες προβαίνει το κράτος και συνδέονται με εμπορική δραστηριότητα¹⁶.

Πριν το Β' Παγκόσμιο Πόλεμο, στους μηχανισμούς για την αντιμετώπιση των κρίσεων χρέους ανήκαν οι μονομερείς δράσεις από τους πιστωτές ή τους χρεώστες και οι διμερείς λύσεις κατά τις οποίες οι χρεώστες και οι πιστωτές έφταναν σε κάποιο συμβιβασμό στο τραπέζι των διαπραγματεύσεων. Οι διακανονισμοί χρεών στη μεταπολεμική περίοδο, αντίθετα, αποτελούσαν συχνά τριμερείς υποθέσεις στις οποίες εμπλέκονταν διεθνείς οργανισμοί, όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και η Παγκόσμια Τράπεζα., αλλά και άτυπες ομάδες, όπως οι Λέσχες του Παρισιού και του Λονδίνου. Και οι Η.Π.Α. έδρασαν ως τρίτος συμβαλλόμενος στη μεταπολεμική περίοδο, χρησιμοποιώντας την ηγεμονική τους θέση για να πιάσουν προς διακανονισμούς χρεών και να συντονίσουν τις σχετικές προσπάθειες. Ξεκινώντας το 1988, η ελάφρυνση χρεών επανερχόταν διαρκώς ως θέμα στις συνόδους της Ομάδας των Επτά (G-7)¹⁷.

Το απεχθές χρέος

Ένα επιμέρους θέμα που είχε αναπτυχθεί από τον προηγούμενο αιώνα σχετίζεται με το απεχθές χρέος (*odious debt*). Στην ουσία της, η έννοια του απεχθούς χρέους αποτελεί πρόκληση στον σημερινό διεθνή κανόνα διαδοχής των κρατικών υποχρεώσεων, σύμφωνα με τον οποίο τα κράτη και οι κυβερνήσεις κληρονομούν τις υποχρεώσεις των προκατόχων τους (κανόνας αποπληρωμής-rule of repayment). Ενώ το σχετικό ενδιαφέρον έχει ανανεωθεί, η έννοια ανατρέχει σε έργα του Αριστοτέλη¹⁸ και έχει έκτοτε κυρίως αναπτυχθεί στα έργα Άγγλο-Αμερικανών νομικών. Ωστόσο, η αξίωση του απεχθούς χρέους στον κανόνα αποπληρωμής σχετίζεται συχνότερα με τον Alexander Nahum Sack, ο οποίος αντλώντας από τα κείμενα ακαδημαϊκών, όπως ο C.C. Hyde και ο Gaston Jeze, καθώς και από μερικά (σπάνια) παραδείγματα πρακτικών κρατών τα οποία θεώρησε ως στοιχεία εθιμικού δικαίου, επισήμως ανέπτυξε αυτό που είναι πλέον ευρέως γνωστό ως δόγμα του απεχθούς χρέους. Ενώ αποδεχόταν τον κανόνα της αποπληρωμής, ισχυριζόταν ότι κάποια χρέη είναι απεχθή και κατά συνέπεια μη εκτελεστά.

¹⁶ Schier Holger (2007), σελ. 5-9

¹⁷ Cohn H. Theodore (2009), σελ. 268

¹⁸ «(Όταν) η Δημοκρατία παίρνει τη θέση μιας ολιγαρχίας ή τυραννίας...κάποιοι αρνούνται να... τηρήσουν τις ισχύουσες συμβάσεις με το επιχείρημα ότι δεν ήταν το Κράτος, αλλά ο τύραννος που τις σύναψε» Αριστοτέλης (1877), όπως παρατίθεται στον Cheng (2007), όπως παρατίθεται σε Bonilla Stephania (2011), σελ.4

Ο Sack διακρίνει τα απεχθή χρέη σε τρεις κατηγορίες: α) τα χρέη πολέμου (war debts), β) τα χρέη υποδούλωσης (subjugation debts) και γ) τα καθεστωτικά χρέη (regime debts). Πολύ συνοπτικά, η πρώτη κατηγορία αναφέρεται σε χρέη που προκαλούνται από μια κυβέρνηση ενός κράτους κατά την προσπάθειά του να κηρύξει πόλεμο σε κάποιο άλλο κράτος. Τα χρέη υποδούλωσης είναι εκείνα που συνοδεύουν τις πράξεις της κυβέρνησης αναφορικά με την υποδούλωσή του πληθυσμού μέρους της εδαφικής κυριαρχίας του κράτους ή την αποικιοποίησή του από μέλη της κρατούσας εθνικότητας. Παράδειγμα αυτής της κατηγορίας αποτελούσε σύμφωνα με τις Η.Π.Α. το χρέος της Κούβας προς την Ισπανία το οποίο είχε δημιουργηθεί πριν την απελευθέρωσή της από αυτή και σίγουρα όχι προς όφελος των Κουβανών πολιτών. Τέλος, τα καθεστωτικά χρέη αναφέρονται, όπως είναι εμφανές, στα χρέη του προηγούμενου καθεστώτος. Παρά τη συνέχεια του κράτους, όταν υπάρχει αλλαγή καθεστώτος, η επόμενη κυβέρνηση δύναται να αρνηθεί να αποπληρώσει το χρέος της προηγούμενης, με τον ισχυρισμό ότι η τελευταία σύνταξε τα δάνεια για την εξυπηρέτηση ειδικών συμφερόντων και όχι για το όφελος του κράτους ή του λαού¹⁹.

Ωστόσο, σύμφωνα με σχετικό πόνημα του Ο.Η.Ε.²⁰, θεωρείται πλέον εδραιωμένο στο διεθνές δίκαιο ότι μια πολιτική μετάβαση, ακόμη και από ένα καθεστώς καταπίεσης σε ένα λαϊκώς νομιμοποιημένο, δεν αρκεί από μόνη της για να άρει την αρχή της συνέχειας του κράτους και κατ' επέκταση τις οικονομικές του υποχρεώσεις προς ένα τρίτο κράτος. Η διεθνούς δικαίου υποχρέωση αποπληρωμής χρέους δεν έχει γίνει ποτέ αποδεκτή ως απόλυτη, και έχει συχνά περιοριστεί από ένα εύρος δίκαιων θεωρήσεων, μερικές από τις οποίες μπορούν να υπαχθούν στην έννοια του απεχθούς χρέους. Σε έναν αριθμό σχετικών περιπτώσεων, τα δικαστήρια ή τα κράτη έχουν απορρίψει ή αμφισβητήσει διεκδικήσεις προσαρμογής ή αποποίησης χρέους στη βάση της έννοιας του απεχθούς χρέους. Ωστόσο, αυτό συνήθως συνέβαινε λόγω αμφιβολιών ως προς τα πραγματικά περιστατικά, ως προς το εάν δηλαδή, το αμφισβητούμενο χρέος ήταν απεχθές ή εάν απέφερε κάποια οφέλη στον πληθυσμό ή στο νέο καθεστώς. Σε καμία από αυτές τις περιπτώσεις, η απόρριψη του αιτήματος δεν στηριζόταν στην αιτίαση ότι το διεθνές δίκαιο δεν υποστηρίζει καμία μεταλλαγή στις υποχρεώσεις κρατών προς άλλα κράτη, λόγω δίκαιων (equitable) θεωρήσεων.

Πρόσφατες εξελίξεις

Πέραν των ιδιαιτεροτήτων της ανωτέρω περιγραφόμενης έννοιας, θα πρέπει να αναφερθεί ότι η σύγχρονη πρακτική έκδοσης δανείων και κρατικών ομολόγων έχει μεταβληθεί σε σχέση με παλαιότερα, δεδομένου ότι πλέον οι δανειακές συμβάσεις κρατών διέπονται από ένα ιδιαίτερο σύστημα νομικών κανόνων, το οποίο συμφωνείται από κοινού από τα μέρη. Στο παρελθόν, οπότε η έκδοση ομολόγων διεπόταν συνήθως από το εθνικό δίκαιο του εκδότη, το επιχείρημα του μη δεσμευτικού χαρακτήρα του ομολόγου διατηρούταν, καθώς η διαμόρφωση του αναφερόμενου δικαίου παρέμενε στη δική του διακριτική ευχέρεια. Αντιθέτως, σήμερα οι περισσότερες δανειακές συμβάσεις διέπονται από «ουδέτερους» νόμους²¹.

Αλλάγες παρατηρούνται και ως προς τα θέματα δικαιοδοσίας για τις προκύπτουσες διαφορές. Για όσο χρονικό διάστημα, η θεωρία της απόλυτης κρατικής ασυλίας κρατούσε κλειστά τα εθνικά δικαστήρια στους πιστωτές του κράτους, το συνεπαγόμενο κενό στη προστασία του πιστωτή κάλυπτε στοιχειωδώς ο θεσμός της διαιτησίας²². Κατά το δεύτερο μισό του 19^{ου} αιώνα και πριν το Β' Παγκόσμιο Πόλεμο, οι ρήτρες διαιτησίας στα εργαλεία δημόσιου χρέους ήταν διαδεδομένες. Από τη στιγμή ωστόσο, που τα εθνικά δικαστήρια

¹⁹ Bonilla Stephania (2011), σελ.4-7

²⁰ Howse Robert (2007), σελ. 21

²¹ Schier Holger (2007), σελ. 9

²² «Σύμφωνα με έναν γενικό ορισμό, η διαιτησία είναι μια τεχνική που αποβλέπει στο να δοθεί λύση σε μια υπόθεση που ενδιαφέρει τις σχέσεις μεταξύ δύο ή περισσότερων προσώπων, από ένα ή περισσότερα άλλα πρόσωπα –το διαιτητή ή τους διαιτητές- τα οποία αντλούν την εξουσία τους από μία διεθνή σύμβαση και αποφασίζουν βάσει αυτής», όπως παρατίθεται σε υποσημείωση σε Στεφάνου Κωνσταντίνου και Γκόρτσο Χρήστο (2006), σελ. 154

ξεκίνησαν να εκδικάζουν υποθέσεις δημόσιου χρέους, η ανάγκη για χρήση ρητρών διαιτησίας μειώθηκε, ενώ μετά το Β' Παγκόσμιο Πόλεμο οι εν λόγω ρήτρες απαντώνται σπάνια. Τα σύγχρονα εργαλεία δημόσιου χρέους σχεδόν κατά κανόνα υπόκεινται στη δικαιοδοσία των εθνικών δικαστηρίων σημαντικών χρηματοοικονομικών κέντρων. Τα ομόλογα της Βραζιλίας, τα οποία περιστασιακά κάνουν χρήση ρητρών διαιτησίας UNCITRAL, αποτελούν την εξαίρεση.

Χωρίς να γίνει αναφορά σε αυτό το σημείο σχετικά με το εάν η αγορά ενός ομολόγου θεωρείται ή όχι επένδυση²³, κρίνεται σκόπιμη μια συνοπτική επισκόπηση της διαιτησίας, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω. Ο θεσμός της διαιτησίας αποτελεί την πρακτικά συνηθέστερη από τις διεθνείς μορφές επίλυσης των επενδυτικών διαφορών και μπορεί να είναι είτε *ad hoc*, είτε θεσμική. Η επιλογή της θεσμικής διαιτησίας εμπεριέχει την προσφυγή σε ένα θεσμοθετημένο όργανο διαιτησίας. Ο ρόλος του «κέντρου» διαιτησίας περιορίζεται στην παροχή μιας βασικής υποδομής και διοίκησης προκειμένου για τις διαιτησίες που λαμβάνουν χώρα υπό την αιγίδα του²⁴. Το πιο γνωστό κέντρο είναι το Διεθνές Κέντρο για το διακανονισμό των επενδυτικών διαφορών (International Center for Settlement of Investment Disputes, στο εξής ICSID²⁵), το οποίο παρέχει άμεση διαιτησία μεταξύ του ξένου επενδυτή και του κράτους υποδοχής της επένδυσης. Άλλες συμφωνίες επενδύσεων υπάγονται στους κανόνες της Επιτροπής των Ηνωμένων Εθνών για το Δίκαιο του Διεθνούς Εμπορίου (United Nations Commission on International Trade Law, UNCITRAL), ενώ σπανιότερα στη δικαιοδοσία του Διεθνούς Εμπορικού Επιμελητηρίου με έδρα το Παρίσι, το Εμπορικού Επιμελητηρίου της Στοκχόλμης ή άλλων διεθνών κέντρων διαιτησίας²⁶.

Ως ένα αρκετά γενικευμένο αποτυπωμένο, αλλά μάλλον μεστό σε νόημα συμπέρασμα, σημειώνεται ότι το μεγαλύτερο τμήμα της βιβλιογραφίας για το δημόσιο χρέος ξεκινά με το παράδοξο του γιατί θα πρέπει τα κράτη να αποπληρώνουν τα χρέη τους, δεδομένης της απουσίας ενός διεθνούς μηχανισμού εκτελεστότητας²⁷.

²³ Η περίπτωση της Αργεντινής που θα αναλυθεί στην επόμενη ενότητα, αναδεικνύει κάποια ενδιαφέροντα σχετικά σημεία, ενώ γίνεται λόγος για το θέμα και στην τελευταία ενότητα της εργασίας

²⁴ Στεφάνου Κωνσταντίνος και Γκόρτσος Χρήστος (2006), σελ.154

²⁵ Αποτελεί έναν από τους πέντε οργανισμούς της Παγκόσμιας Τράπεζας, με 159 κράτη μέλη (contracting and signatory states), και η Σύμβαση ίδρυσής του τέθηκε σε ισχύ στις 14 Οκτωβρίου 1966 icsid.worldbank.org/apps/ICSIDWEB/Pages/default.aspx

²⁶ Begic Taida (2005), σελ. 2

²⁷ Waibel Michael (2011), σελ.157, 317

A.3. Πριν την χρεοκοπία- οι κρίσεις χρέους, οι χρηματοπιστωτικές και οι νομισματικές κρίσεις

A.3.1. Κρίση χρέους και αίτια

Η χρεοκοπία ενός κράτους αποτελεί τις περισσότερες φορές αποτέλεσμα μιας κρίσης χρέους. Μια κρίση χρέους προκύπτει όταν ένα κράτος δεν έχει επαρκές ξένο συνάλλαγμα για να αποπληρώσει το κεφάλαιο ή/και τους τόκους των υποχρεώσεων του χρέους του. Οι κρίσεις χρέους ποικίλλουν ως προς τη σοβαρότητα και ως προς τα μέτρα που απαιτούνται για την αντιμετώπισή τους. Αν το πρόβλημα χρέους είναι προσωρινό, το κράτος έχει πρόβλημα ρευστότητας. Μπορεί να καθυστερήσει κάποιες πληρωμές και να ξεπληρώσει αργότερα με όρους που είναι αποδεκτοί στους πιστωτές ή μπορεί να προχωρήσει σε νέο δάνειο για να εξοφλήσει τις ληξιπρόθεσμες οφειλές. Αν το πρόβλημα χρέους είναι μη διατηρήσιμο, το κράτος έχει πρόβλημα φερεγγυότητας. Σε αυτή την περίπτωση, ο χρεώστης μπορεί να ξαναγίνει αξιόχρεος μόνο αν οι πιστωτές του μειώσουν στο δάνειό του τις πληρωμές για το κεφάλαιο ή τους τόκους. Οι κρίσεις χρέους μπορεί να ξεκινήσουν ως προβλήματα ρευστότητας και να εξελιχθούν σε προβλήματα φερεγγυότητας²⁸.

Κάθε δάνειο έχει έναν δανειστή και έναν δανειολήπτη, οι οποίοι από κοινού δεσμεύονται με τη συναλλαγή. Εάν το δάνειο δεν αποπληρωθεί, υφίσταται τουλάχιστον ένας εκ πρώτης όψεως εύλογος ισχυρισμός ότι ο δανειστής είναι όσο ένοχος όσο και ο δανειολήπτης. Στην πραγματικότητα, δεδομένου ότι οι δανειολήπτες θεωρούνται περισσότερο έμπειροι σχετικά με την ανάλυση κινδύνου και τις εκτιμήσεις βιωσιμότητας χρέους, θα έπρεπε ίσως να φέρουν μεγαλύτερη ευθύνη. Έχει σημασία να αναγνωρίσουμε εάν το πρόβλημα των κρίσεων χρέους οφείλεται σε υπερδανεισμό εκ μέρους των δανειοληπτών (overborrowing) ή σε υπερδανεισμό εκ μέρους των δανειστών (overlending); Εάν η πλάστιγγα γέρνει προς την πρώτη αιτιολόγηση, τότε φυσιολογικά θα πρέπει να αναζητήσουμε τρόπους να καταστεί δυσκολότερο για τον δανειολήπτη να απαλλάσσεται από το χρέος του, ενώ στην αντίθετη περίπτωση, θα πρέπει να εστιάσουμε στην ενθάρρυνση των δανειστών να ασκούν τη δέουσα επιμέλεια²⁹.

Οι ιστορικοί δομιστές και κάποιοι παρεμβατιστές φιλελεύθεροι θεωρούν ως βασική αιτία των κρίσεων χρέους την ανεύθυνη συμπεριφορά των πιστωτριών τραπεζών. Οι εμπορικές τράπεζες σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση, προχωρούν σε υπερδανεισμό (χορήγηση δανείων) χωρίς να απασχοληθούν επαρκώς με την αξιοπιστία των δανειζόμενων ή με τις δραστηριότητες που χρηματοδοτούν. Ειδικότερα, για τις κρίσεις χρέους που έλαβαν χώρα τη δεκαετία του 1980³⁰, ο εντεινόμενος ανταγωνισμός των εμπορικών τραπεζών για τα κεφάλαια που θα χορηγούνταν ως δάνεια σε συνδυασμό με τις πληθωριστικές συνθήκες συνεπαγόταν ιδιαίτερα χαμηλά επιτόκια, με αποτέλεσμα οι λιγότερο αναπτυγμένες χώρες να μη λαμβάνουν σωστά σήματα για το πότε να σταματήσουν τη δανειοληψία. Όταν έφτασε η στιγμή που τα επιτόκια αυξήθηκαν απότομα στις αρχές της δεκαετίας του 1980, οι χρεώστριες λιγότερο αναπτυγμένες χώρες είχαν καταστεί υπερβολικά εξαρτημένες από τα δάνεια των εμπορικών τραπεζών, και αυτό έκανε τη σφοδρότητα της κρίσης ακόμη πιο έντονη. Οι εμπορικές τράπεζες κατηγορήθηκαν πολλές φορές για «σπρώξιμο δανείων» που ενθάρρυνε τις «χρεώστριες χώρες να αυξήσουν τις υποχρεώσεις τους».

Πολλοί φιλελεύθεροι θεωρητικοί, κυρίως οι ορθόδοξοι φιλελεύθεροι, αποδίδουν την κύρια ευθύνη για τις κρίσεις χρέους στην απερίσκεπτη συμπεριφορά των δανειζόμενων κρατών. Οι επικριτές αυτοί υποστηρίζουν ότι οι λιγότερο αναπτυγμένες χώρες επέλεξαν τον εύκολο δρόμο του δανεισμού από ιδιωτικές τράπεζες στη δεκαετία του 1970 για να αποφύγουν τις απαιτήσεις των προϋποθέσεων που υπήρχαν στα δάνεια του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Η ευθύνη αποδίδεται επίσης και για τις εγχώριες πολιτικές των

²⁸ Cohn H. Theodore (2009), σελ. 257

²⁹ Stiglitz Joseph (2006), σελ. 216

³⁰ Με έναρξη τη κρίση χρέους του Μεξικού, 25 λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες απαίτησαν αναδιάρθρωση του χρέους τους προς εμπορικές τράπεζες

δανειζόμενων κρατών. Παρόλο που κάποιες λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες χρησιμοποίησαν με σύνεση τα δάνεια των εμπορικών τραπεζών για να χρηματοδοτήσουν παραγωγικές επενδύσεις και την οικονομική μεγέθυνση, ορισμένες χρησιμοποίησαν τα κεφάλαια για να πραγματοποιήσουν ανεπαρκείς επενδύσεις, να αυξήσουν τις δημόσιες δαπάνες, να εισαγάγουν καταναλωτικά αγαθά πολυτελείας, και να προωθήσουν τη διαφθορά στον πολιτικό χώρο. Κάποιες λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες αντιμετώπισαν την κρίση χρέους έγκαιρα με πολιτικές αναπροσαρμογής, αλλά πολλές άλλες επέδειξαν απροθυμία ή ανικανότητα για αλλαγή³¹.

Το δημόσιο χρέος

Το ερώτημα του πώς το δημόσιο χρέος επηρεάζει τις οικονομίες των κρατών έχει μακρά παράδοση. Τον 19^ο αιώνα, ο David Ricardo διατύπωσε τη θεωρία της *ρικαρδιανής ισοδυναμίας*. Σύμφωνα με την εν λόγω θεωρία, τα δημοσιονομικά ελλείμματα του παρόντος απαιτούν υψηλότερη φορολογία στο μέλλον, δεδομένου ότι η κυβέρνηση δεν προβαίνει σε αύξηση ή μείωση τους φόρους για να διατηρηθούν τα τρέχοντα επίπεδα δημοσίων δαπανών. Δεδομένου επίσης, ότι τα νοικοκυριά είναι προνοητικά και συνειδητοποιώντας ότι θα πρέπει να πληρώσουν υψηλότερους φόρους στο μέλλον, μειώνουν την κατανάλωση τους στο παρόν και αποταμιεύουν προκειμένου να μπορέσουν να ανταποκριθούν στις μελλοντικές τους υποχρεώσεις. Η αναφερόμενη θεωρία βασίζεται στην αρχή του διαχρονικού περιορισμού του κρατικού προϋπολογισμού και στην υπόθεση του μόνιμου εισοδήματος του νοικοκυριού³². Η πρώτη αρχή αντανakλά την αναγκαιότητα βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους, υπό την έννοια ότι ένα υπερβολικό χρέος σήμερα θα πρέπει να ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών δημοσιονομικών πλεονασμάτων. Η δεύτερη υπόθεση συνίσταται στο ότι τα νοικοκυριά δε βασίζονται στην κατανάλωσή τους στο τρέχον εισόδημά τους, αλλά στο μόνιμο εισόδημά τους (προσδοκώμενο), και ως εκ τούτου δεν θα αυξήσουν την κατανάλωσή τους απλά και μόνο λόγω κάποιας προσωρινής αύξησης του τρέχοντος εισοδήματος. Η εν λόγω θεωρία είναι διαισθητικά εύλογη, αλλά στηρίζεται σε παραδοχές δυσεύρετες στην πραγματική παγκόσμια οικονομία, όπως στην απουσία στρεβλωτικής φορολογίας και ατελειών στις αγορές κεφαλαίου.

Τη δεκαετία του 1970 επικρατούσε στα οικονομικά η *κεϋνσιανή θεωρία*. Σύμφωνα με την εν λόγω θεωρία, οι οικονομίες της αγοράς είναι εγγενώς ασταθείς και ανίκανες να παράγουν συνολική ζήτηση τόσο υψηλή ώστε να διασφαλίζεται η πλήρης απασχόληση σε μια οικονομία. Συνεπώς, η κυβέρνηση πρέπει να παρεμβαίνει προκειμένου να διασφαλίζει ότι η ζήτηση είναι αρκούντως μεγάλη ώστε να αυξάνεται και η ζήτηση εργασίας και να προσεγγίζεται κατ'επέκταση το επίπεδο της πλήρους απασχόλησης. Επιπροσθέτως, σύμφωνα με αυτή τη προσέγγιση το δημόσιο χρέος δεν αποτελεί πρόβλημα εάν είναι εσωτερικό, δεδομένου ότι δεν χάνονται πόροι και ότι τα δημοσιονομικά ελλείμματα υποδηλώνουν απλή ανακατανομή των πόρων από τους φορολογούμενους στους ομολογιούχους³³.

Αφού έγινε λόγος για εσωτερικό χρέος, ας αποτυπωθεί στο σημείο αυτό η διάκριση του δημόσιου χρέους σε εσωτερικό και εξωτερικό. Το εξωτερικό χρέος³⁴, όπως είναι εύκολο να υποτεθεί από την ονομασία του, δημιουργείται όταν μία κυβέρνηση δεν είναι σε θέση να συγκεντρώσει επαρκείς εγχώριους πόρους για την κάλυψη των αναγκών του κράτους. Σε οικονομικούς όρους, η εν λόγω διάκριση συνεπάγεται σημαντικές επιπτώσεις, δεδομένου ότι το εσωτερικό χρέος οδηγεί σε εσωτερική αντίστοιχα ανακατανομή του εθνικού πλούτου, ενώ το εξωτερικό χρέος υποδηλώνει τη μεταφορά τμήματος του εθνικού πλούτου σε αλλοδαπά υποκείμενα³⁵.

Συνεχίζοντας με την *κεϋνσιανή θεωρία*, σημειώνεται ότι η πτυχή της ανακατανομής πόρων μεταξύ των γενεών είναι η δικαιολογητική βάση για τον επονομαζόμενο χρυσό

³¹ Cohn H. Theodore (2009), σελ. 261-264

³² Μόνιμο εισόδημα είναι το εισόδημα που προσδοκάται να αποκτηθεί εντός ενός έτους

³³ Greiner Alfred and Fincke Bettina (2009), σελ.1-2

³⁴ Βλέπε και στη σελ. 14 της παρούσας εργασίας

³⁵ Megliani Mauro (2014), σελ. 3

κανόνα των δημοσίων οικονομικών. Σύμφωνα με αυτό τον κανόνα, οι κυβερνήσεις θα έπρεπε να χρηματοδοτούν μέσω δημοσιονομικών ελλειμμάτων τις δημόσιες επενδύσεις που αποδίδουν μακροπρόθεσμα οφέλη, προκειμένου να διασφαλιστεί ότι οι μελλοντικές γενιές θα συνεισφέρουν στη χρηματοδότηση. Η κυριαρχία της αναφερόμενης θεωρίας ακολουθήθηκε από αύξηση του δημόσιου χρέους πολλών χωρών, το οποίο σε πολλές περιπτώσεις αυξανόταν και με υψηλότερο ρυθμό από εκείνον της αύξησης του ΑΕΠ της χώρας. Αυτή η εξέλιξη ανέδειξε το ερώτημα της βιωσιμότητας του δημοσίου χρέους³⁶.

Το δημόσιο χρέος θεωρείται διατηρήσιμο ή βιώσιμο (sustainable) όταν σταματήσει να αυξάνεται ως ποσοστό του ΑΕΠ. Αν το χρέος αυξάνεται με μη διατηρήσιμο ρυθμό, μπορεί να εξαπλωθεί ανησυχία στις χρηματοοικονομικές αγορές, οι οποίες φοβούνται είτε ότι οι κυβερνήσεις-οφειλέτες θα μπουν στον πειρασμό να μειώσουν την πραγματική αξία του χρέους σταθερού επιτοκίου μέσω του πληθωρισμού, είτε την πιθανότητα αθέτησης ή αναδιάρθρωσης του χρέους ή την επιβολή χρεοστασίου στις πληρωμές των τόκων. Ένας τύπος για τη σταθεροποίηση του χρέους είναι:

$$b = (i - g)k, \text{ όπου}$$

b: το πρωτογενές υπόλοιπο του προϋπολογισμού προς το ΑΕΠ (το πρωτογενές υπόλοιπο του προϋπολογισμού ορίζεται ως το πλεόνασμα του προϋπολογισμού (+) ή το έλλειμμα (-) μείον τις πληρωμές των τόκων),

i: το ονομαστικό επιτόκιο του χρέους,

g: ο ονομαστικός ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας,

k: το αρχικό μέγεθος του λόγου χρέους/ΑΕΠ

Η μεταβλητή του επιτοκίου (i) προσδιορίζει την ταχύτητα αύξησης του χρέους. Φυσικά, αν το επιτόκιο πλησιάζει, ή είναι μικρότερο από την αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ, αυτό βοηθά στη σταθεροποίηση του λόγου. Αν η ονομαστική επιτοκιακή απόδοση των κρατικών ομολόγων (i) ξεπεράσει τον ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης (g), το χρέος θα έχει την τάση να μεγεθύνεται ταχύτερα από το ΑΕΠ και ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης θα αυξάνεται με τον καιρό, εκτός και αν υπάρχει πρωτογενές πλεόνασμα προϋπολογισμού (δηλαδή η αξία του b πρέπει να είναι θετική). Όσο μεγαλύτερος είναι ο αρχικός δείκτης δανειακής επιβάρυνσης (k), τόσο μεγαλύτερο είναι το απαιτούμενο πρωτογενές πλεόνασμα. Ο αναφερόμενος τύπος μας βοηθά να αναγνωρίσουμε το συγκεκριμένο επίπεδο του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης ή το συγκεκριμένο υπόλοιπο που πρέπει να επιτύχουμε προκειμένου να επιτευχθεί η σταθερότητα του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης³⁷.

Το εξωτερικό χρέος

Το εξωτερικό χρέος μιας χώρας (δημόσιος και ιδιωτικός τομέας) συνδέεται εξ ορισμού με το σωρευτικό αποτέλεσμα των προηγούμενων ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών της. Μια πολύ χρεωμένη χώρα απέκτησε χρέος λόγω των μεγάλων ελλειμμάτων που δημιούργησε στο παρελθόν. Καθώς η κατάσταση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών επιδεινώνεται, το εξωτερικό χρέος αυξάνεται και η θέση της χώρας στην παγκόσμια κλίμακα επικινδυνότητας αναμένεται να ανέβει³⁸.

³⁶ Greiner Alfred and Fincke Bettina (2009), σελ.1-2

³⁷ McAleese Dermot (2005), σελ. 511

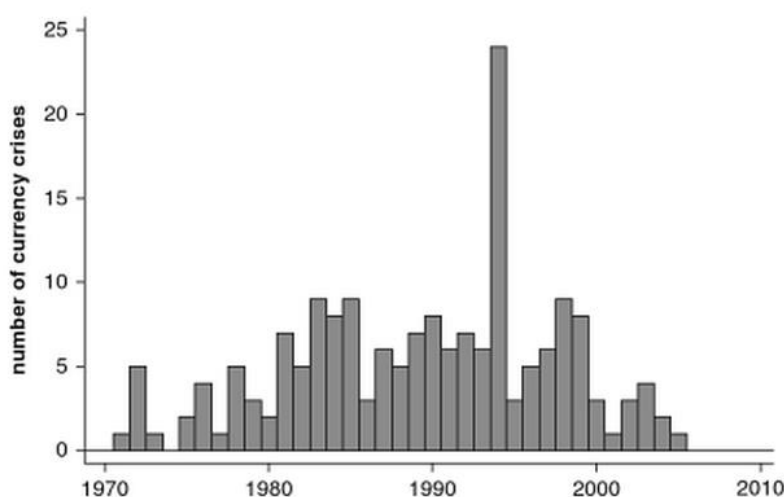
³⁸ McAleese Dermot (2005), σελ. 681

A.3.2. Συσχετισμός κρίσεων χρέους με νομισματικές και χρηματοπιστωτικές κρίσεις

Νομισματικές κρίσεις

Υιοθετώντας τον ορισμό των Laeven και Valencia (2008), μια χώρα βιώνει μια νομισματική κρίση σε ένα δεδομένο έτος, εάν η συναλλαγματική ισοτιμία του εθνικού της νομίσματος με το αμερικάνικο δολάριο μειωθεί περισσότερο από 30% και εάν ο ρυθμός υποτίμησης του νομίσματός της είναι τουλάχιστον 10% υψηλότερος από την προηγούμενη χρονιά. (Η δεύτερη προϋπόθεση χρησιμοποιείται προκειμένου να αποκλειστούν χώρες που αντιμετωπίζουν συστηματικά υψηλό πληθωρισμό, χωρίς αυτό να συνεπάγεται νομισματική κρίση). Σύμφωνα με τη μεθοδολογία των Laeven και Valencia³⁹ για τον εντοπισμό νομισματικών κρίσεων, ο κατωτέρω πίνακας δείχνει τον αριθμό νομισματικών κρίσεων που έλαβαν χώρα από το 1970 έως το 2007⁴⁰:

Διάγραμμα 1: Αριθμός νομισματικών κρίσεων ανά έτος (1970-2007)



Πηγή: Cohen Daniel and Valadier Cecile (2011), σελ. 21

Οι χώρες που συνήθως αντιμετωπίζουν νομισματικές κρίσεις είναι εκείνες με αναπτυσσόμενες οικονομίες. Στην προσπάθειά τους να αντλήσουν κεφάλαια από τρίτους (εξωτερικό χρέος), είναι αναγκασμένες να δανείζονται σε ξένο νόμισμα, κάποιο ισχυρό νόμισμα, όπως το δολάριο, το ευρώ, το γιεν. Εάν οι φτωχότερες χώρες είχαν τη δυνατότητα να δανειστούν στο δικό τους νόμισμα, τότε θα ήταν σε θέση να αποπληρώνουν τους πιστωτές τους, εκδίδοντας νέο χρήμα. Οι κυβερνήσεις δεν θα είχαν ποτέ την ανάγκη να χρεοκοπήσουν, αν και μέσω δημιουργίας πληθωρισμού, το αποτέλεσμα ήταν η απομείωση της πραγματικής αξίας των υποχρεώσεών τους. Όταν ωστόσο δανείζονται σε ξένο νόμισμα, η επιλογή να τονώσουν επί παραδείγματι τις εξαγωγές τους με μια υποτίμηση του νομίσματός τους, καθιστά το χρέος τους ακριβότερο. Οι Eichengreen Barry και Hausman Ricardo⁴¹ χρησιμοποίησαν τη φράση «προπατορικό αμάρτημα» (original sin) για να περιγράψουν την

³⁹ Για την εν λόγω μεθοδολογία βλέπε Cohen Daniel and Valadier Cecile (2011), σελ.21-23

⁴⁰ Cohen Daniel and Valadier Cecile (2011), σελ.21-23

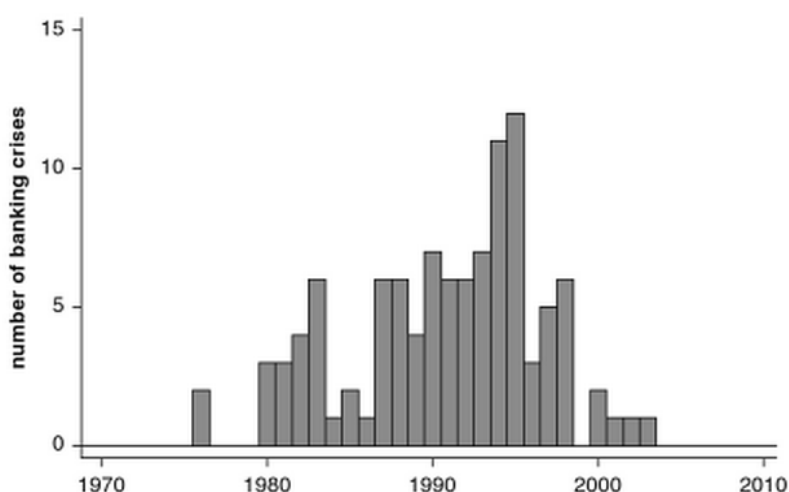
⁴¹ Exchange Rates and Financial Stability 1999, όπως παρατίθεται σε Krugman R. Paul, Obstfeld Maurice and Melitz J. Marc (2015), σελ. 715

αδυναμία των χωρών αυτών να δανείζονται στο δικό τους νόμισμα, διαρθρωτικό πρόβλημα που έχει προκληθεί από τα χαρακτηριστικά της παγκόσμιας αγοράς κεφαλαίου⁴².

Χρηματοπιστωτικές κρίσεις

Σε μια συστημική χρηματοπιστωτική (ή αλλιώς τραπεζική) κρίση, ο επιχειρηματικός και χρηματοπιστωτικός τομέας της χώρας βιώνουν πολυάριθμες πτωχεύσεις και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν μεγάλη δυσκολία να αποπληρώνουν τις δανειακές τους συμβάσεις στις συμφωνημένες προθεσμίες. Κατά συνέπεια, τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια αυξάνονται απότομα και το σύνολο του κεφαλαίου του τραπεζικού τομέα εξαντλείται. Η εν λόγω κατάσταση μπορεί να συνοδεύεται από απομειωμένα περιουσιακά στοιχεία (όπως ίδια κεφάλαια επιχειρήσεων και ακίνητα), αύξηση των πραγματικών επιτοκίων, και μια επιβράδυνση ή αντιστροφή στις κεφαλαιακές ροές. Αντιστοίχως, με τη μεθοδολογία των Laeven και Valencia, το παρακάτω διάγραμμα δείχνει τον αριθμό χρηματοπιστωτικών κρίσεων που έλαβαν χώρα από το 1970 έως το 2007:

Διάγραμμα 2: Αριθμός τραπεζικών κρίσεων ανά έτος (1970-2007)



Πηγή: Cohen Daniel and Valadier Cecile (2011), σελ. 23

Από τις ανωτέρω καταγραφές και μετρήσεις προκύπτει ότι οι κρίσεις χρέους δεν συσχετίζονται συνήθως με τους άλλους τύπους κρίσεων, αλλά συνιστούν μάλλον αυτοφυείς κρίσεις. Κατά την αναφερόμενη καταγραφή, παρατηρήθηκαν 49 ταυτόχρονες κρίσεις χρέους και νομισματικές, 24 ταυτόχρονες κρίσεις χρέους και χρηματοπιστωτικές και 54 ταυτόχρονες νομισματικές και χρηματοπιστωτικές κρίσεις, ενώ ο αριθμός των τριπλών κρίσεων ανέρχεται σε 7⁴³.

Παρατηρώντας τις επαναλαμβανόμενες χρηματοπιστωτικές κρίσεις, κάθε νουνεχής άνθρωπος παρορμείται να αμφισβητήσει την ορθολογικότητα των αγορών και να διερωτηθεί πώς είναι δυνατόν ορθολογικά δρώντα υποκείμενα να παγιδεύονται ξανά και ξανά στις επενδυτικές εκρήξεις ή μανίες που σχεδόν πάντοτε καταλήγουν σε οικονομικούς πανικούς και κρίσεις. Ή, για να το διατυπώσουμε κάπως διαφορετικά, εάν τα οικονομικά δρώντα υποκείμενα είναι όντως ορθολογικά, όπως υποθέτουν οι οικονομολόγοι, τότε πώς να εξηγήσει κανείς τη συχνή παντελή ανορθολογικότητα των χρηματοοικονομικών αγορών;

⁴² Krugman R. Paul, Obstfeld Maurice and Melitz J. Marc (2015), σελ. 715

⁴³ Cohen Daniel and Valadier Cecile (2011), σελ.21-23

Τη γενικά απορριπτική στάση που τηρούσαν οι οικονομολόγοι απέναντι στον κίνδυνο και τις αποσταθεροποιητικές συνέπειες των διεθνών χρηματοπιστωτικών κρίσεων αμφισβήτησε ο Hyman Minsky, ο οποίος διατύπωσε τη θεωρία της «χρηματοοικονομικής αστάθειας» για τις χρηματοπιστωτικές κρίσεις. Σύμφωνα με την εν λόγω θεωρία, οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις συνιστούν εγγενές και αναπόφευκτο χαρακτηριστικό του καπιταλιστικού συστήματος, ακολουθούν δε μια ευδιάκριτη και προβλέψιμη πορεία. Τα γεγονότα που οδηγούν σε μια χρηματοπιστωτική κρίση αρχίζουν με ό,τι ο Minsky αποκαλεί «μετατόπιση», ή λιγότερο τεχνικά, με έναν εξωτερικό κλονισμό που δέχεται η οικονομία· αυτός ο εξωτερικός κλονισμός, ο οποίος πρέπει να είναι αρκούντως ισχυρός και διεισδυτικός, μπορεί να προσλάβει ποικίλες μορφές, όπως το ξέσπασμα ενός πολέμου, μια εξαιρετικά πλούσια ή φτωχή σοδειά ή μια καινοτομία που οδηγεί στην ανάπτυξη και τη διάχυση μιας σημαντικής νέας τεχνολογίας. Εφόσον είναι αρκούντως μεγάλος και διεισδυτικός, ο εξωτερικός/ εξωγενής κλονισμός πληθαίνει τις ευκαιρίες κέρδους σε έναν τουλάχιστον σημαντικό οικονομικό τομέα, ενώ ταυτόχρονα ελαττώνει τις οικονομικές ευκαιρίες σε άλλες περιοχές. Αντιδρώντας στη μετατόπιση των ευκαιριών κέρδους, αρκετές επιχειρήσεις με επαρκείς χρηματοοικονομικούς πόρους ή πιστωτικά όρια σπεύδουν στη νέα περιοχή εγκαταλείποντας τις ήδη υπάρχουσες. Εάν οι νέες ευκαιρίες αποδειχτούν επαρκώς κερδοφόρες, τότε πυροδοτείται μια επενδυτική έκρηξη ή μανία.

Ένα βασικό χαρακτηριστικό των επενδυτικών εκρήξεων έγκειται στο ότι τροφοδοτούνται από ταχείες και υπολογίσιμες επεκτάσεις των τραπεζικών πιστώσεων, οι οποίες με τη σειρά τους αυξάνουν πολύ τη συνολική προσφορά χρήματος. Τελικά, η ασυγκράτητη τάση για κερδοσκοπία ωθεί προς τα πάνω την τιμή των ζητούμενων αγαθών ή χρηματοοικονομικών στοιχείων. Όλο και περισσότεροι επενδυτές, διψώντας για τις απολαβές που συνεπάγονται η άνοδος των τιμών και των κερδών, παραμερίζουν τις συνήθεις θεωρήσεις της ορθολογικής επενδυτικής συμπεριφοράς και επενδύουν σε μια αγορά που από της φύσης της είναι ιδιαίτερα επικίνδυνη. Με τούτη την ανορθολογική εξέλιξη η επενδυτική έκρηξη βρίσκεται πλέον στη φάση της «μανίας» ή της «φούσκας». Σε κάποιο σημείο αυτής της κερδοσκοπικής κούρσας, μερικοί θεωρώντας ότι η αγορά έχει φτάσει στο απόγειό της, αρχίζουν να μετατρέπουν τα «φουσκωμένα» περιουσιακά στοιχεία σε μετρητά ή σε επενδύσεις «ποιότητας». Η κούρσα για την απαλλαγή από επικίνδυνα και υπερτιμημένα περιουσιακά στοιχεία αποκτά ταχύτερο ρυθμό και τελικά εξελίσσεται σε άτακτη φυγή προς την ασφάλεια⁴⁴.

Εν ολίγοις, εντοπίζεται ένα πρόβλημα που προκύπτει από τη διεθνή κινητικότητα κεφαλαίων. Ειδικότερα, για τις αναπτυσσόμενες οικονομίες, οι κεφαλαιακές ροές παρουσιάζουν παραδοσιακά ένα μοτίβο ακμής και κατάρρευσης⁴⁵. Σε σχετική εργασία στο πλαίσιο του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου⁴⁶, βρέθηκε ότι η συσχέτιση του συνολικού όγκου των κεφαλαιακών εισροών σε μια οικονομία κατά την περίοδο πριν την εμφάνιση μιας κρίσης, με το μέγεθος της κρίσης δεν είναι στατιστικά σημαντική. Ωστόσο, η σύνθεση των εν λόγω ροών δεν είναι άνευ σημασίας. Ειδικότερα, οι εισροές που δεν αφορούν σε άμεσες ξένες επενδύσεις τείνουν να σχετίζονται με σοβαρότερες χρηματοπιστωτικές κρίσεις.

⁴⁴ Gilpin Robert (2003), σελ. 173-175

⁴⁵ Kahler Miles (1998), σελ. 1

⁴⁶ Tong Hui and Wei Shang-Jin (2009), σελ. 5

Α.4. Αντιμετώπιση μιας κρίσης χρέους

Όταν τα κράτη δεν δύνανται να αποπληρώσουν το χρέος τους, υπάρχουν σε γενικές γραμμές τρεις εναλλακτικές επιλογές: άφεση του χρέους (debt forgiveness), αναδιάρθρωση του χρέους (debt restructuring) και χρεοκοπία⁴⁷.

Αναφορικά με την πρώτη επιλογή, την άφεση του χρέους, η οποία συχνά απαντάται και ως ανακούφιση χρέους (debt relief), μία από τις σημαντικότερες πρωτοβουλίες ήταν εκείνη του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και της Παγκόσμιας Τράπεζας το 1996, με τον τίτλο “Πρωτοβουλία για τις Υπερχρεωμένες Φτωχές Χώρες” (Heavily Indebted Poor Countries Initiative, στο εξής HIPC). Όπως είναι προφανές, ο στόχος της εν λόγω πρωτοβουλίας συνίστατο στο να μην επιτρέψει –μέσω παροχής γενναιόδωρης ανακούφισης χρεών- στο μη βιώσιμο χρέος των φτωχών κρατών να παρεμποδίσει την οικονομική τους ανάπτυξη⁴⁸. Η HIPC ήταν το αποτέλεσμα της Συνόδου Κορυφής της ομάδας των G-7 στη Λυών της Γαλλίας το 1996, ενώ η ίδια ομάδα το 1999 συμφώνησε σε αναθεώρηση του προγράμματος. Παρόλο που η αναθεωρημένη έκδοση της HIPC σηματοδοτούσε μια σημαντική βελτίωση, οι επικριτές υποστήριζαν ότι τα μέτρα μείωσης του χρέους παρέμεναν ανεπαρκή και πως τα δάνεια δομικής προσαρμογής του Δ.Ν.Τ. και της Παγκόσμιας Τράπεζας δεν ωφελούσαν τις φτωχότερες λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες. Μάλιστα οι τελευταίες συνέχιζαν να αντιμετωπίζουν σοβαρά προβλήματα χρεών ακόμη και αρκετά χρόνια μετά την υλοποίηση της HIPC⁴⁹.

Είναι γενικώς αποδεκτό ότι η ανακούφιση χρέους θα έπρεπε να λειτουργεί ως ένα κίνητρο για τις ευνοούμενες χώρες να βελτιώσουν τους θεσμούς τους και να προχωρήσουν στις αναγκαίες προσαρμογές των εσωτερικών πολιτικών τους. Η παραδοσιακή αιρεσιμότητα βασίζεται σε μία ex ante δέσμευση από τα κράτη- δανειολήπτες, και ως εκ τούτου παρουσιάζει ορισμένες αδυναμίες, δεδομένου ότι ο ατελής έλεγχος των «δωρητών» και των πολυμερών θεσμών δημιουργεί χώρο ανάπτυξης ηθικού κινδύνου (moral hazard)⁵⁰. Επιπροσθέτως ένας μεγάλος αριθμός όρων που συνοδεύουν τα προγράμματα ανακούφισης χρεών μπορεί να θεωρείται ως ιδιαίτερα παρεμβατικός στην εθνική κυριαρχία των κρατών που λαμβάνουν βοήθεια και να μειώνουν με αυτό τον τρόπο την αίσθηση ιδιοκτησίας των μεταρρυθμίσεων που πρέπει να υλοποιηθούν (Drazen 2002)⁵¹.

Σύμφωνα με τα υφιστάμενα στοιχεία, υπάρχει ενδεχομένως μια θετική επίδραση των προγραμμάτων ανακούφισης χρέους στους ρυθμούς ανάπτυξης της οικονομίας, τουλάχιστον σε χώρες με εύρωστους θεσμούς. Ωστόσο, η θεωρητική ανάλυση δεν καταλήγει σε τόσο απλά συμπεράσματα, υποστηρίζοντας ότι η ανακούφιση χρέους δεν οδηγεί απαραίτητα σε βελτίωση των οικονομικών και κοινωνικών δεικτών του ευνοούμενου κράτους. Εξάλλου, τα προγράμματα ανακούφισης χρεών, όπως και εκείνα της ξένης βοήθειας, καλλιεργούν μια κατάσταση εξάρτησης της λήπτριας χώρας, η οποία θα μπορούσε δυνητικά να υπονομεύσει τη ποιότητα των θεσμών της, καθιστώντας μη αναγκαία την πολιτική λογοδοσία και ενθαρρύνοντας τη διαφθορά⁵².

Εξετάζοντας τις επιμέρους πτυχές της αναδιάρθρωσης χρέους, στην οποία έγινε αναφορά και στην πρώτη υποενότητα (Α.1.) της παρούσας εργασίας, στο πλαίσιο αποτύπωσης του ορισμού της χρεοκοπίας ενός κράτους, σημειώνεται αρχικά ότι αν και δεν υφίσταται ένας κοινά αποδεκτός ορισμός, η αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους συνίσταται στην ανταλλαγή των ανεξόφλητων τίτλων δημόσιου χρέους (δάνεια και ομόλογα) με νέους τίτλους μέσω μιας επίσημης διαδικασίας. Ειδικότερα, η αναδιάρθρωση δύναται να διακριθεί σε επαναπρογραμματισμό του χρέους και σε μείωση του χρέους. Με τον επαναπρογραμματισμό επιμηκύνεται η περίοδος αποπληρωμής του παλαιού χρέους, και

⁴⁷ Stiglitz Joseph (2006), σελ. 215

⁴⁸ Nguyen Toan Quoc, Clements J. Benedict and Bhattacharya Rina (2006), σελ. 1

⁴⁹ Cohn H. Theodore (2009), σελ. 289-290

⁵⁰ Ηθικός κίνδυνος χώρας αναπτύσσεται όταν μία κυβέρνηση ακολουθεί υψηλού κινδύνου πολιτικές σε γνώση ότι θα λάβει επίσημη βοήθεια όταν επέλθουν δυσκολίες. Eichengreen J. Barry (2000), σελ.15

⁵¹ Όπως αναφέρεται σε Presbitero F. Andrea and Arnone Marco (2013), σελ.170-171

⁵² Presbitero F. Andrea and Arnone Marco (2013), σελ.170-171

μπορεί να συνοδεύεται σε ορισμένες περιπτώσεις από χαμηλότερο επιτόκιο, ενώ με τη μείωση χρέους λαμβάνει χώρα πράγματι μια μείωση στην ονομαστική αξία των παλαιών τίτλων οφειλής⁵³.

Ακολουθώντας την κρίση χρέους των χωρών της Λατινικής Αμερικής, το Σεπτέμβριο του 1985, ο Υπουργός Οικονομικών των Η.Π.Α. James Baker πρότεινε ένα σχέδιο για την αποκατάσταση της οικονομικής ανάπτυξης σε δεκαπέντε υπερχρεωμένες χώρες, συμπληρωματικό των συνεχιζόμενων διμερών διαπραγματεύσεων αναδιάρθρωσης χρέους. Το εν λόγω σχέδιο απαιτούσε από τις χρεώστριες χώρες την εφαρμογή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων προσανατολισμένων στην αγορά, συμπεριλαμβανομένων μέτρων για τη μείωση δασμών και ποσοστώσεων στις εισαγωγές, για την απελευθέρωση και απορρύθμιση του χρηματοπιστωτικού τομέα με ενθάρρυνση για άμεσες ξένες επενδύσεις, και με χαλάρωση των ελέγχων επιτοκίων και των ρυθμίσεων συναλλαγματικών ισοτιμιών, καθώς και για την ιδιωτικοποίηση της βιομηχανίας κρατικής ιδιοκτησίας. Το σχέδιο καλούσε τις εμπορικές τράπεζες να παρέχουν 20 δισεκατομμύρια δολάρια σε νέα δάνεια σε χρονικό διάστημα τριών ετών, καθώς και τις πολυμερείς τράπεζες ανάπτυξης, και ιδιαίτερα τη Παγκόσμια Τράπεζα, να αυξήσουν τις ετήσιες εκταμιεύσεις τους κατά 3 δισεκατομμύρια δολάρια και να προωθήσουν την υλοποίηση των οικονομικών μεταρρυθμίσεων στις χρεώστριες χώρες. Ο συνδυασμός οικονομικών μεταρρυθμίσεων και νέων χρηματοοικονομικών ροών αναμενόταν να οδηγήσει σε αύξηση της οικονομικής ανάπτυξης, στόχος που όμως δεν επετεύχθη⁵⁴.

Η αποτυχία του σχεδίου Baker να προωθήσει την οικονομική ανάκαμψη αποτέλεσε απειλή για τις εξαγωγές των Η.Π.Α. προς τις αγορές της Λατινικής Αμερικής, και το αμερικάνικο Κογκρέσο εξέφρασε ανησυχίες για τις αρνητικές συνέπειες που είχαν τα συνεχιζόμενα προβλήματα χρέους στην επανεμφάνιση δημοκρατικών κυβερνήσεων στη Λατινική Αμερική. Τον Μάρτιο του 1989, ο Υπουργός Οικονομικών των Η.Π.Α. Nicholas Brady έδωσε έγκριση σε μια αντιμετώπιση που πρότεινε παραγραφή σε ορισμένα χρέη των λιγότερο αναπτυγμένων χωρών προς εμπορικές τράπεζες, η οποία αναφέρεται ως Σχέδιο Brady. Παρόλο που κάποιες εμπορικές τράπεζες πειραματίζονταν ήδη με τη μείωση χρέους, η ιδέα ότι ορισμένα χρέη δεν θα αποπληρώνονταν καθόλου αποτελούσε αντικείμενο έντονης αντιπαράθεσης στο Δ.Ν.Τ., το οποίο ωστόσο υιοθέτησε το Σχέδιο το φθινόπωρο του 1989. Το Μεξικό ήταν η πρώτη λιγότερο ανεπτυγμένη χώρα που σύναψε μια συμφωνία μείωσης χρέους σύμφωνα με το Σχέδιο Brady, εν μέρει διότι ήταν ο μεγαλύτερος χρεώστης, επειδή επιπλέον προχωρούσε ταχύτατα σε οικονομικές προσαρμογές, αλλά και για λόγους ασφαλείας (μετανάστευση προς τις Η.Π.Α., κοινωνικές αναταραχές).

Το σχέδιο Brady, όπως και το Σχέδιο Baker, χειριζόταν τα χρέη στη βάση κάθε διακριτής περίπτωσης, με τον κάθε χρεώστη να διαπραγματεύεται ξεχωριστά με τους πιστωτές του, και συνέδεε τη διευκόλυνση των πιστωτικών όρων με την αποδοχή από πλευράς του χρεώστη των όρων του Δ.Ν.Τ. και της Παγκόσμιας Τράπεζας για τη φιλελεύθερη οικονομική μεταρρύθμιση. Ωστόσο, το Σχέδιο Brady διαφοροποιούνταν από το Σχέδιο Baker, λόγω της νέας έμφασης σε κάποια μείωση χρέους. Το Σχέδιο Baker απέρριπτε τη μείωση των χρεών με το σκεπτικό ότι οι τράπεζες δεν θα δάνειζαν σε χώρες αν αυτές δεν κατάφεραν να αποπληρώσουν τα χρέη τους, και ότι οι λιγότερο αναπτυγμένες χώρες θα ήταν σε θέση να αποπληρώσουν τα δάνειά τους, αν η περίοδος αποπληρωμής του χρέους απλώς παρατεινόταν. Το Σχέδιο Brady αντίθετα, αναγνώριζε πως οι λιγότερο αναπτυγμένες χώρες δεν μπορούσαν να ανακτήσουν το αξιόχρεό τους αν το φορτίο του χρέους παρέμενε τόσο δυσβάσταχτο, και πως η παράταση της περιόδου αποπληρωμής του χρέους χωρίς μείωσή του δεν είχε επαναφέρει τους χρεώστες σε τροχιά οικονομικής μεγέθυνσης. Το Σχέδιο Brady συνεπώς, όριζε κατηγορηματικά ότι οι ιδιωτικές αμερικάνικες τράπεζες θα λάμβαναν εγγυήσεις αποπληρωμής για το εναπομείναν μέρος του χρέους, αν μείωναν το κεφάλαιο ή τον τόκο στο οφειλόμενο χρέος. Το Δ.Ν.Τ. και η Παγκόσμια Τράπεζα θα βοηθούσαν στη

⁵³ International Monetary Fund, A Survey of Experiences with Emerging Market Sovereign Debt Restructurings, 5 June 2012, σελ. 3, όπως αναφέρεται σε Cottier Thomas, Lastra M. Rosa, and Tietje Christian (2014), σελ. 232

⁵⁴ Spero Joan Edelman and Hart Jeffrey (2009), σελ.229

χρηματοδότηση αυτών των εγγυήσεων, ενώ και η Ιαπωνία διέθεσε κεφάλαια για αυτό το σκοπό.

Άλλοι μηχανισμοί διαπραγμάτευσης του χρέους είναι οι Λέσχες του Παρισιού και του Λονδίνου. Η Λέσχη του Παρισιού (Paris Club) είναι μια ημιθεσμοθετημένη ομάδα πιστωτριών κυβερνήσεων, οι οποίες στις περισσότερες περιπτώσεις είναι μέλη του Ο.Ο.Σ.Α. Η Λέσχη του Λονδίνου (London Club) προκύπτει από τον όρο που χρησιμοποιείται άτυπα για επιτροπές ιδιωτών πιστωτών που αποτελούνται από τις μεγαλύτερες εμπορικές τράπεζες. Οι εν λόγω Λέσχες δεν έχουν καταστατικά, ούτε επίσημες θεσμικές δομές, και το ποιος συμμετέχει σε αυτές μεταβάλλεται σε κάθε συνάντηση αναδιαπραγμάτευσης του χρέους. Η *ad hoc* φύση αυτών των Λεσχών προκύπτει από την άποψη των πιστωτών ότι οι διαπραγματεύσεις πρέπει να έχουν χαμηλό προφίλ και ότι οι αναδιαπραγματεύσεις των χρεών πρέπει να αποτελούν ασυνήθιστα περιστατικά. Ειδικότερα, οι συμμετέχοντες στις αναδιαπραγματεύσεις χρεών της Λέσχης του Παρισιού είναι η χρεώστρια κυβέρνηση, οι κυβερνήσεις των βασικών επίσημων πιστωτών και οι αντιπρόσωποι του Δ.Ν.Τ., της Παγκόσμιας Τράπεζας, της Συνδιάσκεψης των Ηνωμένων Εθνών για το Εμπόριο και την Ανάπτυξη (United Nations Conference on Trade and Development, UNCTAD), και κάποιες φορές των περιφερειακών αναπτυξιακών τραπεζών⁵⁵.

Στο ίδιο πνεύμα με τα όσα αναφέρθηκαν στη δεύτερη υποενότητα (Α.2.) σχετικά με την απουσία ενός διεθνούς μηχανισμού εκτελεστότητας για τα χρέη των κρατών, και παρά τον τεράστιο αριθμό διαπραγματεύσεων που έχουν λάβει χώρα τα τελευταία χρόνια για την αναδιάρθρωση κρατικών χρεών, το εν λόγω πεδίο (της αναδιάρθρωσης του κρατικού χρέους εν προκειμένω) χαρακτηρίζεται ακόμη και σήμερα από ένα έντονο περίγραμμα *ad hoc* αντιμετώπισης και από χαμηλό βαθμό συστηματοποίησης⁵⁶.

Στο ανωτέρω πλαίσιο και προκειμένου να αρθούν τα συνεπαγόμενα προβλήματα που έφερε η απουσία προκαθορισμένων και παγιωμένων κανόνων για την αναδιάρθρωση χρέους, το Δ.Ν.Τ. πρότεινε το 2002⁵⁷ τη δημιουργία ενός μηχανισμού υπό τον τίτλο Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM). Ο εν λόγω μηχανισμός θα αντιμετώπιζε το πρόβλημα απουσίας επαρκών κινήτρων για ομαλή και έγκαιρη αναδιάρθρωση των μη βιώσιμων χρεών, δεδομένου ότι οι χρεώστριες χώρες τείνουν να καθυστερούν την έναρξη των σχετικών διαπραγματεύσεων μακράν από εκείνο το χρονικό σημείο που θα ήταν βέλτιστο για τους πιστωτές, αλλά και τους πολίτες των χωρών αυτών. Επιπλέον, χωρίς την ύπαρξη ενός «πτωχευτικού» μηχανισμού, οι μόνες διαθέσιμες επιλογές για ένα κράτος που βρίσκεται σε σοβαρή οικονομική δυσκολία, θα είναι η χρεοκοπία ή μια «διάσωση» από τρίτους (*bailout*), το οποίο καλλιεργεί και τον ηθικό κίνδυνο⁵⁸. Η εν λόγω πρόταση δεν έγινε αποδεκτή, κυρίως λόγω άρνησης από τους πιστωτές και το Υπουργείο Οικονομικών των Η.Π.Α.

Μια άλλη προσέγγιση, και αρκετά διαδεδομένη είναι εκείνη των ρητρών συλλογικής διαπραγμάτευσης (*collective action clauses*). Οι Eichengreen και Portes (1995) υποστηρίζουν ότι τα ομόλογα που εκδίδονται υπό το αγγλικό δίκαιο, το οποίο περιλαμβάνει συλλογική εκπροσώπηση και ρήτρες ανταλλαγής και πλειοψηφίας, αναδιαρθρώνονται εύτακτα, με αμοιβαία κατά συνέπεια οφέλη για τον πιστωτή και το δανειστή. Οι ρήτρες συλλογικής διαπραγμάτευσης επιτρέπουν στους διαχειριστές των ομολογιούχων (για παράδειγμα σε μια συνέλευση των ομολογιούχων) την τροποποίηση των όρων αποπληρωμής του ομολόγου με ειδική πλειοψηφία (συνήθως των ομολογιούχων εκείνων που διακρατούν πάνω από το ήμισυ του οφειλόμενου χρέους). Αντιθέτως, το δίκαιο της πολιτείας της Νέας Υόρκης (κυρίως πριν το 2003, οπότε και ξεκίνησε να ενσωματώνει τις ρήτρες πλειοψηφίας) προέβλεπε ομοφωνία των ομολογιούχων για την οποιαδήποτε τροποποίηση των όρων αποπληρωμής (ποσό και προθεσμίες) ενός ομολόγου επιχείρησης⁵⁹. Οι ρήτρες συλλογικής διαπραγμάτευσης απαντούν στο πρόβλημα συντονισμού των πιστωτών, ο οποίος είναι ιδιαιτέρως δυσχερής, και αποτρέπουν τις μειοψηφίες των πιστωτών από τη χειραγώγηση της διαδικασίας της

⁵⁵ Cohn H. Theodore (2009), σελ. 276, 286-287

⁵⁶ Sacks D. Jeffrey (2002), σελ. 4

⁵⁷ Βλέπε Krueger O. Anne (2002)

⁵⁸ Buckley P. Ross (2009), σελ. 145-146

⁵⁹ Kleger Kenneth (2003), σελ. 3

αναδιάρθρωσης προς όφελός τους, ενώ πλέον περιλαμβάνονται στα περισσότερα κρατικά ομόλογα⁶⁰.

Ο Christian Kopf⁶¹, προτείνει για μία εύτακτη αναδιάρθρωση χρέους την εφαρμογή των αρχών του Διεθνούς Χρηματοπιστωτικού Ινστιτούτου (Institute of International Finance) υπό τον τίτλο “Principles for stable capital flows and fair debt restructuring”. Οι αναφερόμενες αρχές βασίζονται κυρίως στη διαφάνεια στοιχείων και πολιτικών, στον ανοιχτό διάλογο και τη συνεργασία, και στην ίση/δίκαιη μεταχείριση όλων των πιστωτών⁶².

Αναφορικά με την τρίτη επιλογή, την επιλογή της χρεοκοπίας, παρατίθενται στην υποενότητα που ακολουθεί οι επιπτώσεις μιας τέτοιας κίνησης, ή με άλλα λόγια τα αντικίνητρα. Κρίνεται σκόπιμο ωστόσο, σε αυτό το σημείο να αναφερθεί ότι οι Bolton και Scharfstein (1996)⁶³ διακρίνουν μεταξύ δύο ειδών χρεοκοπιών: τις χρεοκοπίες ρευστότητας, κατά τις οποίες ο οφειλέτης αδυνατεί να πληρώσει και τις στρατηγικές χρεοκοπίες, κατά τις οποίες ο οφειλέτης είναι σε θέση να πληρώσει, αλλά δεν είναι πρόθυμος να το πράξει. Οι πρώτες είναι δύσκολα επαληθεύσιμες, ενώ υπό μία επουσιώδη έννοια, όλες οι χρεοκοπίες κρατών είναι στρατηγικές χρεοκοπίες, επειδή ένα κράτος, αντίθετα από μία επιχείρηση, είναι πάντα φερέγγυο. Δεδομένης της αδυναμίας κατάσχεσης περιουσιακών στοιχείων του οφειλέτη όταν αυτός είναι κράτος, οι πιστωτές σχεδιάζουν δανειακές συμβάσεις που είναι δύσκολο να επαναδιαπραγματευθούν, προκειμένου να αποθαρρύνουν τις στρατηγικές χρεοκοπίες⁶⁴. Ο Haldane Andrew υποστηρίζει ότι καθοριστικό ρόλο για την εξάλειψη του κινήτρου των χωρών για στρατηγικές χρεοκοπίες θα μπορούσε να διαδραματίσει το Δ.Ν.Τ. Σε μια τέτοια περίπτωση, οι ποινές θα ήταν τόσο η άρνηση παροχής χρηματοδοτικής βοήθειας από τον Οργανισμό, αλλά και η δημοσίευση μιας αρνητικής αναφοράς δίνοντας σήμα στην αγορά και αποκτώντας με αυτό τον τρόπο έναν επιπρόσθετο ρόλο πέρα του πυροσβέστη (fireman), αυτόν του σηματοδότη (signalman)⁶⁵.

Χρηματοπιστωτικές κρίσεις

Σκόπιμη κρίνεται μια σύντομη παράθεση των τρόπων αντιμετώπισης ή/και πρόληψης των χρηματοπιστωτικών κρίσεων, οι οποίες αν και σπανίως αποτελούν την κύρια αιτία μιας χρεοκοπίας κράτους, μπορεί να πυροδοτήσουν μια κρίση χρέους, όπως αποτυπώνεται και στο διάγραμμα 3 της επόμενης υποενότητας και όπως θα δούμε στην περίπτωση της Ισλανδίας (ενότητα Γ). Για τη σταθεροποίηση λοιπόν του χρηματοπιστωτικού της συστήματος, μια χώρα με ισχυρή οικονομία μπορεί να διαθέτει την πολυτέλεια να χρησιμοποιήσει τα αποθεματικά της σε ξένο νόμισμα (εάν αυτά είναι μεγάλα), είτε να επιβάλλει ελέγχους ή φόρο στις εκροές κεφαλαίου, είτε να εξασφαλίσει τη χρηματοδότηση που απαιτείται, από εξωτερικές πηγές ή εγχώριες αποταμιεύσεις. Στις περισσότερες ωστόσο περιπτώσεις, οι αναφερόμενες ενέργειες απαιτούν μια επεκτατική δημοσιονομική ή νομισματική πολιτική. Αντίθετα, η χώρα που δε διαθέτει τους ανωτέρω πόρους και επιλογές, θα πρέπει να εφαρμόσει συσταλτικές πολιτικές, ή να προβεί σε υποτίμηση του νομίσματός της⁶⁶.

Οι αποκρίσεις των ηγετικών κεντρικών τραπεζών, νομισματικών αρχών και κυβερνήσεων ανά την υφήλιο στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009, περιλάμβαναν έναν συνδυασμό φορολογικών κινήτρων και επεκτατικής νομισματικής πολιτικής, αλλά και μη συμβατικά μέτρα, όπως θέσπιση προσωρινών πιστωτικών γραμμών, μεγάλης κλίμακας έξωθεν διασώσεων (bailouts) και μέτρα ποσοτικής χαλάρωσης σχεδιασμένα να ενισχύσουν τη ρευστότητα. Επιπλέον, ένας μεγάλος αριθμός ρυθμιστικών

⁶⁰ Turchi A. Natalie (2015), σελ. 2183

⁶¹ Kopf Christian (2013), σελ. 168

⁶² Αναλυτικές πληροφορίες στην ιστοσελίδα του I.I.F.: www.iif.com/topics/principles-stable-capital-flows-and-fair-debt-restructuring

⁶³ Όπως αναφέρονται σε Dooley P. Michael and Frankel A. Jeffrey (2007), σελ. 127

⁶⁴ Dooley P. Michael and Frankel A. Jeffrey (2007), σελ. 127

⁶⁵ Haldane Andrew (2004), σελ. 161

⁶⁶ Boughton James (2001), σελ. 15

αρχών και κυβερνητικών φορέων πρότειναν εκτεταμένες μεταρρυθμίσεις⁶⁷ στο ρυθμιστικό πλαίσιο των παγκόσμιων χρηματοοικονομικών αγορών, με έμφαση στον παγκόσμιο συντονισμό⁶⁸. Ο Eichengreen Barry προτείνει ότι η εστίαση θα πρέπει να γίνει στο τραπεζικό σύστημα, καθώς οι τράπεζες διαδραματίζουν τον σημαντικότερο ρόλο στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, ενώ και ιστορικά οι μόνες φορές που η χρηματοοικονομική αστάθεια έχει επιφέρει μια απότομη πτώση της οικονομικής δραστηριότητας είναι εκείνες κατά τις οποίες επιτράπη η αποσταθεροποίηση του τραπεζικού συστήματος. Εξάλλου, αυτός είναι και ο λόγος που οι τράπεζες αποτελούν δέκτες επίσημης προστασίας μέσω του δικτυού προστασίας (safety net)⁶⁹. Είναι επίσης και ο λόγος που θα πρέπει να εποπτεύονται και να ρυθμίζονται δυναμικά⁷⁰.

⁶⁷ Ενδεικτικά και όπως παρατίθενται σε Cio Tony (2012) σελ. 142-168, G-30 (2009), Financial Reform: A Framework for Financial Stability, United States (2011), Financial Crisis Inquiry Report, US Senate Report (2001), Wall street and the Financial Crisis, UK Financial Services Authority (2009). Turner Review, European Union (2009), Report on Financial Supervision, Basel Committee on Banking Supervision (2010), Basel III

⁶⁸ Cio Tony (2012), σελ. 138, 141

⁶⁹ Επιγραμματικά το προστατευτικό δίχτυ του τραπεζικού συστήματος αποτελείται από την αδειοδότηση, τη μικρο-προληπτική εποπτεία, τη μικρο-προληπτική και μακρο-προληπτική ρυθμιστική παρέμβαση, την εξυγίανση και εκκαθάριση των τραπεζών, καθώς και την εγγύηση καταθέσεων και τον τελικό αναχρηματοδοτικό δανεισμό. Γκόρτσος Χρήστος (2011), σελ. 71

⁷⁰ Eichengreen Barry (2008), σελ. 29

Α.5. Επιπτώσεις της χρεοκοπίας κράτους

Ευρύτερα οικονομικά κόστη. Ένας αριθμός μελετών έχει δείξει ότι η χρεοκοπία ενός κράτους συχνά σχετίζεται με μείωση της ανάπτυξης (για παράδειγμα Cohen 1992, Dooley 2000, και Sturzenegger και Zettelmeyer 2006). Ένας μηχανισμός, μέσω του οποίου μια χρεοκοπία κράτους μπορεί να μειώσει το Α.Ε.Π. του, λαμβάνει χώρα μέσω της επίδρασης στο εγχώριο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Σε πολλές αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς, οι εγχώριες τράπεζες αποτελούν βασικούς πιστωτές του κράτους και μπορεί κατ' επέκταση να αποδυναμωθούν ιδιαίτερα, αν όχι να καταστούν αφερέγγυες, όταν η κυβέρνηση προβαίνει σε χρεοκοπία ή σε αναδιάρθρωση το δημόσιου χρέους (συμπεριλαμβανομένου προφανώς και του εσωτερικού). Σε αυτή τη περίπτωση οι τράπεζες είναι αδύνατο να διαδραματίσουν τον διαμεσολαβητικό τους ρόλο παρέχοντας πίστωση και ρευστότητα στην οικονομία. Από τη στιγμή που θα προκύψουν τραπεζικά προβλήματα, κάθε χρηματοοικονομική αδυναμία με τη σειρά της, θα μειώνει την ικανότητα της κυβέρνησης να λαμβάνει μέτρα περιορισμού της κρίσης. Για παράδειγμα, είναι μάλλον αναξιόπιστο για μια εξαιρετικά χρεωμένη χώρα να θεσμοθετεί εγγύηση καταθέσεων προκειμένου να αποφευχθεί ο πανικός μέσω μαζικών αναλήψεων, μιας και οι καταθέτες δεν θα πιστέψουν ότι μια τέτοια εγγύηση μπορεί να τηρηθεί (Hoelscher και Quintyn 2003)⁷¹. Γενικότερα, η υπόθεση ότι οι κυβερνήσεις μπορούν να προστατέψουν το χρηματοπιστωτικό τους σύστημα από τις επιπτώσεις μιας χρεοκοπίας, είτε μέσω επιλεκτικής χρεοκοπίας σε βάρος των αλλοδαπών πιστωτών, είτε μέσω μιας διάσωσης (bailout) των τραπεζών που έχουν εκτεθεί στον πιστωτικό κίνδυνο του κράτους, έχει δεχθεί κριτική. Κάποιοι ακαδημαϊκοί (Broner et al. 2010, Brutti 2011) παρατήρησαν ότι είναι εξαιρετικά δύσκολος ο εντοπισμός των αλλοδαπών πιστωτών, προκειμένου να πραγματοποιηθεί μια επιλεκτική χρεοκοπία, ενώ άλλοι (Gennaioli et al. 2012) έχουν αναδείξει την αδυναμία ενός χρεοκοπημένου κράτους να διασώσει τις τράπεζές του⁷².

Οι ξένοι και οι εγχώριοι επενδυτές μπορεί επίσης να αντιδράσουν σε μια χρεοκοπία εξωτερικού χρέους, αμφισβητώντας το κατά πόσο η κυβέρνηση διαθέτει επαρκή συναλλαγματικά αποθέματα για να υπερασπιστεί τη συναλλαγματική ισοτιμία. Για τα κράτη που δανείζονται σε ξένο νόμισμα, μια βαθιά υποτίμηση του εθνικού νομίσματος θα αύξανε το δημόσιο χρέος και το κόστος εξυπηρέτησης του, το χρέος των εγχώριων τραπεζών και του ιδιωτικού τομέα. Μια συσταλτική νομισματική πολιτική θα μπορούσε να αμβλύνει την έκταση της υποτίμησης, αλλά σε βάρος -βραχυπρόθεσμα τουλάχιστον- της μείωσης της εγχώριας ζήτησης και της ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Συνεπώς, μια τριπλή κρίση –χρέους, χρηματοπιστωτική και νομισματική- θα μπορούσε με αυτό τον τρόπο να προκύψει. Δεδομένου ωστόσο, ότι η υποτίμηση του εθνικού νομίσματος τείνει να αυξάνει την ανταγωνιστικότητα των εγχώριων αγαθών, είναι δυνατό μετά από μεγάλο χρονικό διάστημα να υπάρξει ένα συμψηφιστικό κέρδος στις καθαρές εξαγωγές, ανάλογου, μεταξύ άλλων, του μεγέθους του εξαγωγικού τομέα και της πρόσβασης των εξαγωγέων σε χρηματοδότηση⁷³.

Επιπροσθέτως, η χρεοκοπία ενός κράτους εμφανίζεται να έχει δυσμενείς επιπτώσεις και στο διεθνές εμπόριο (Rose 2005, Rose και Spiegel 2004), και σχετική μελέτη (Rose 2005) καταγράφει ότι οι χρεοκοπίες πυροδοτούν μια μείωση στο διμερές εμπόριο μεταξύ του πιστωτή και του χρεώστη της τάξης του 8% ετησίως, το οποίο επιμένει για περίπου δεκαπέντε έτη⁷⁴.

Κόστος φήμης (reputational cost). Για το βαθμό επίδρασης της φήμης στην οικονομία ενός κράτους, σημαντικό ρόλο διαδραματίζει η χρονική συγκυρία (timing) και οι συνθήκες κάτω από τις οποίες το κράτος εκκινεί μια δράση αναδιάρθρωσης χρέους. Μελέτες που παρέχουν εμπειρικές αποδείξεις υπέρ της ύπαρξης του κόστους φήμης περιλαμβάνουν εκείνες του English (1996) και του Tomz (2007). Ο τελευταίος ειδικότερα, χρησιμοποιεί τη

⁷¹ De Paoli Bianca, Hoggarth Glenn and Saporta Victoria (2011) σελ. 24-25

⁷² Falzon Joseph (2013), σελ.93

⁷³ De Paoli Bianca, Hoggarth Glenn and Saporta Victoria (2011), σελ. 24-25

⁷⁴ Sturzenegger Federico and Zettelmeyer Jeromin (2006), σελ. 50

μεθοδολογία της μελέτης περίπτωσης για να δείξει ότι το κόστος φήμης είναι για ένα κράτος το μοναδικό κίνητρο αποπληρωμής του χρέους του.

Είναι σήμερα κοινώς παραδεδομένο ότι η χρεοκοπία δεν οδηγεί σε μόνιμο αποκλεισμό του κράτους από τις παγκόσμιες αγορές κεφαλαίου. Στην πραγματικότητα, τα στοιχεία δείχνουν ότι ενώ μια χώρα χάνει πρόσβαση στις αγορές κατά τη διάρκεια της χρεοκοπίας, μετά την ολοκλήρωση της όποιας διαδικασίας αναδιάρθρωσης, οι χρηματοοικονομικές αγορές δεν κάνουν διάκριση -σε όρους πρόσβασης- μεταξύ κρατών που έχουν στο παρελθόν χρεοκοπήσει και εκείνων που δεν προβεί σε τέτοια ενέργεια. Εξωτερικοί παράγοντες και η «διάθεση» των δανειστών μοιάζουν να είναι μακράν σημαντικότεροι από το ιστορικό χρεοκοπιών ενός κράτους, για τον καθορισμό πρόσβασης στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου. Ωστόσο, υπάρχουν στοιχεία που δείχνουν ότι οι αγορές κάνουν διακρίσεις σε όρους κόστους πίστωσης, υπό την έννοια ότι το ιστορικό χρεοκοπιών ενός κράτους συσχετίζεται θετικά με το κόστος δανεισμού του. Εκείνο που δεν είναι ξεκάθαρο ωστόσο, είναι εάν το εν λόγω αποτέλεσμα έχει διάρκεια ή όχι. Οι σχετικές εμπειρικές μελέτες χωρίζονται σε τρεις κατηγορίες: α) μελέτες που δεν εντοπίζουν καμία επίδραση της χρεοκοπίας στο κόστος δανεισμού, β) μελέτες που εντοπίζουν μια διαρκή, αλλά μικρή επίδραση της χρεοκοπίας στο κόστος δανεισμού και γ) μελέτες που εντοπίζουν μία προσωρινή και γρήγορα εξατμιζόμενη επίδραση⁷⁵.

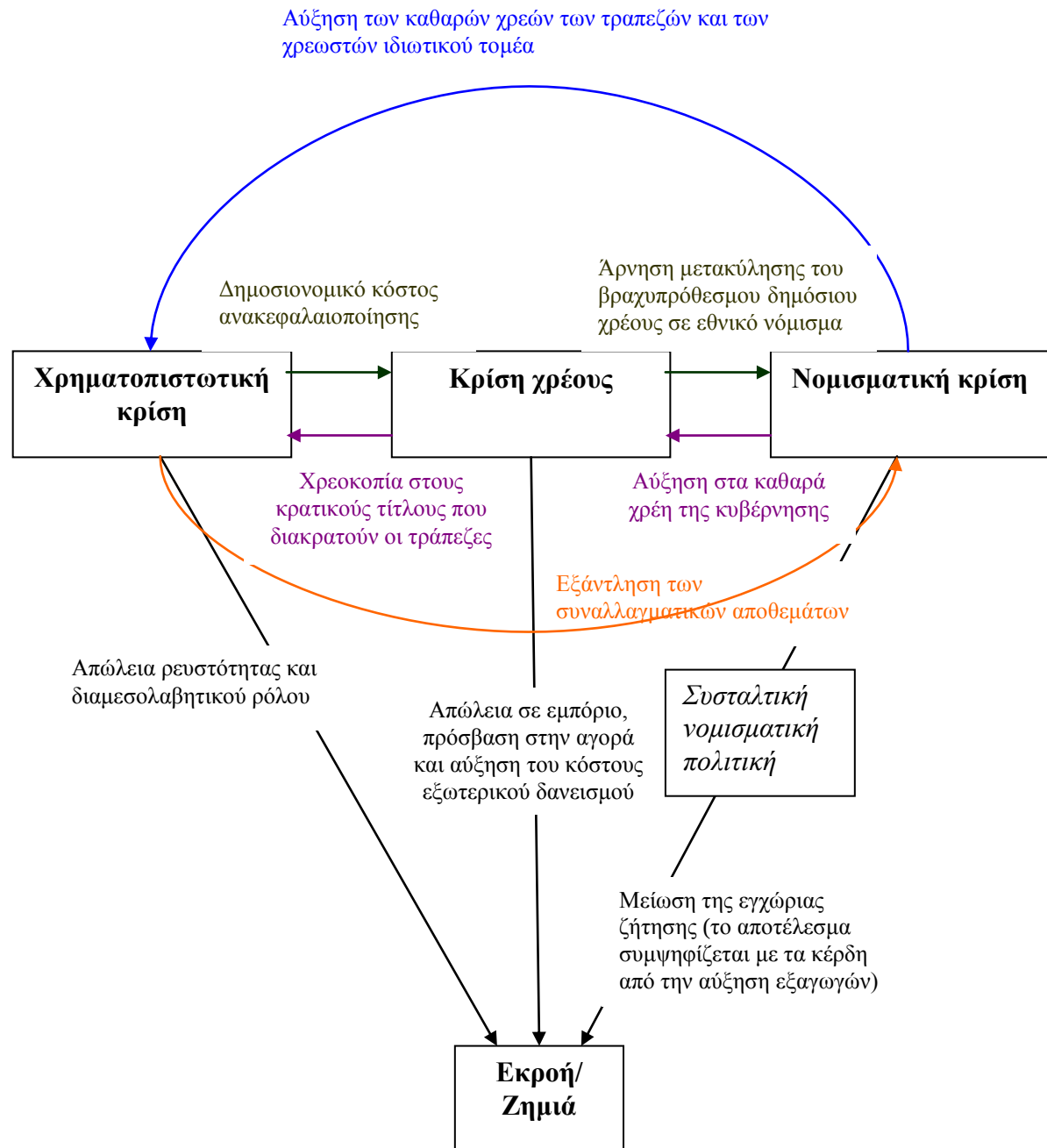
Θα πρέπει να σημειωθεί επίσης, ότι ενώ οι κεφαλαιακές εκροές αποτελούν ένα χαρακτηριστικό όλων των οικονομικών κρίσεων γενικά, το φαινόμενο εντείνεται για ένα κράτος μετά την χρεοκοπία του. Τούτο ίσως αποτελεί απόδειξη του λεγόμενου spillover effect του κόστους φήμης, μιας και η χρεοκοπία υπονομεύει την εμπιστοσύνη προς ένα κράτος ότι θα σεβαστεί τα δικαιώματα ιδιοκτησίας αλλοδαπών προσώπων. Επισημαίνεται τέλος, ότι στη σχετική βιβλιογραφία γίνεται διάκριση μεταξύ των «αναμενόμενων χρεοκοπιών» που λαμβάνουν χώρα λόγω οικονομικών δυσκολιών, και των «αιφνιδιαστικών χρεοκοπιών» που λαμβάνουν χώρα χωρίς κάποια ένδειξη αδυναμίας αποπληρωμής (ονομάζονται εναλλακτικά και «στρατηγικές χρεοκοπίες»), με τις τελευταίες να αποφέρουν συγκριτικά βαρύτερο πλήγμα φήμης στο κράτος που τις πραγματοποιεί⁷⁶.

Σε συνδυασμό με τα όσα αναλύθηκαν στην ενότητα Α.3., το κατωτέρω διάγραμμα απεικονίζει σε αδρές γραμμές τον τρόπο που ένας τύπος κρίσης μπορεί να πυροδοτήσει έναν άλλο, αλλά και το πώς το παραγόμενο αποτέλεσμα έχει αρνητικό πρόσημο.

⁷⁵ Borensztein Eduardo and Panizza Ugo (2008), σελ.12-13

⁷⁶ Sturzenegger Federico and Zettelmeyer Jeromin (2006), σελ. 51-52

Διάγραμμα 3: Αλληλεπίδραση μεταξύ κρίσεων δημόσιου χρέους, τραπεζικών και νομισματικών κρίσεων



Πηγή: De Paoli Bianca, Hoggarth Glenn and Saporta Victoria (2011), σελ. 26

A.6. Ο ρόλος του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου για την αντιμετώπιση των προβλημάτων των κρίσεων χρέους

Όπως κατέστη πρόδηλο και στις προηγούμενες ενότητες, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο έχει αποτελέσει μια σημαντική πηγή χρηματοδότησης για τις χώρες-οφειλέτες που αντιμετωπίζουν προβλήματα αποπληρωμής των χρεών τους⁷⁷. Τα κύρια καθήκοντά του εξάλλου, συνίστανται αφενός μεν στην παρακολούθηση του διεθνούς συστήματος συναλλαγματικών ισοτιμιών με στόχο την προώθηση της συναλλαγματικής σταθερότητας, και αφετέρου στη χορήγηση, υπό όρους (με βάση την αρχή της αιρεσιμότητας, “conditionality”) στα κράτη μέλη του χρηματοδοτικής ενίσχυσης με στόχο τη διόρθωση των ανισορροπιών στο ισοζύγιο πληρωμών τους. Κατά συνέπεια, το Δ.Ν.Τ. είναι ένας διεθνής νομισματικός οργανισμός, ταυτόχρονα όμως, και αναπτυξιακός, καθώς έχει τη χρηματοδοτική δυνατότητα να συμβάλλει στη μείωση των ανισορροπιών που εμφανίζονται στις οικονομίες των κρατών μελών του, κυρίως δε των οικονομικά ασθενέστερων⁷⁸.

Μέρος της διαδικασίας ανάπτυξης ενός πακέτου δανείου, περιλαμβάνει μια επίσκεψη στη χώρα-οφειλέτη από μια ειδική επιτροπή του Δ.Ν.Τ. Η επιτροπή αποτελείται από οικονομολόγους, οι οποίοι εξετάζουν τα αίτια που προκάλεσαν τα οικονομικά προβλήματα της χώρας και προτείνουν λύσεις. Μέσα από διαπραγματεύσεις με τον οφειλέτη, συμφωνείται ένα πρόγραμμα προϋποθέσεων το οποίο συνοδεύει το δάνειο που χορηγείται από το Ταμείο. Οι προϋποθέσεις αυτές αφορούν συνήθως στόχους για μακροοικονομικές μεταβλητές, όπως η αύξηση της προσφοράς χρήματος και το κρατικό έλλειμμα. Το δάνειο χορηγείται σε τακτά διαστήματα με πιθανότητα διακοπής των νέων χορηγήσεων σε περίπτωση που δεν ικανοποιηθούν οι προϋποθέσεις. Η σημασία της εν λόγω δράσης του Δ.Ν.Τ. έγκειται στην άμβλυνση του προβλήματος που προκύπτει από την ίδια τη φύση του χρέους ενός κράτους: την απουσία δηλαδή εγγύων για τους δανειστές και τη σχετική αδυναμία τους να διεκδικήσουν τα οφειλόμενα σε ενδεχόμενη χρεοκοπία. Το Δ.Ν.Τ. λειτουργεί ως επόπτης, που μπορεί να προσφέρει στους οφειλέτες νέα δάνεια, εφόσον συμφωνήσουν τους επιμέρους όρους, και λόγω της νομικής φύσης του, είναι ευκολότερο να ζητήσει μια αλλαγή στις εγχώριες πολιτικές των οφειλετών, από ότι αν το ζητούσε ο ίδιος ο δανειστής. Τα δε μέλη που απαρτίζουν την επιτροπή που επισκέπτεται τη χώρα-οφειλέτη, μπορεί να προέρχονται από διαφορετικές χώρες και συνεπώς η συμβουλή τους δε θεωρείται ότι έχει πολιτικό χαρακτήρα⁷⁹.

Υφίσταται έντονη δημόσια συζήτηση για τις πολιτικές που ακολουθούνται από το Δ.Ν.Τ. και για τον ρόλο που αυτό διαδραματίζει στο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα. Τα τελευταία έτη, πολλά από τα δάνεια που έχει χορηγήσει, έχουν κατά πολύ υπερβεί το επιτρεπόμενο όριο (που είναι βασισμένο στα quotas), ενώ άλλα είχαν ουσιωδώς μικρότερο μέγεθος. Παρομοίως, η χρήση του εργαλείου της αιρεσιμότητας ποικίλλει πολύ τα τελευταία είκοσι χρόνια, με μερικά δάνεια να περιλαμβάνουν ελάχιστες προϋποθέσεις, ενώ άλλα να περιλαμβάνουν απαιτήσεις μεγάλων οικονομικών μεταρρυθμίσεων από τη χώρα-αποδέκτη του δανείου. Κατά κύριο λόγο, η οικονομική και πολιτική βιβλιογραφία αντιμετωπίζουν το Δ.Ν.Τ. ως έναν μη πολιτικό θεσμό, του οποίου οι πολιτικές καθορίζονται από ειδικούς εμπειρογνώμονες και βασίζονται σε έναν συνδυασμό των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της χώρας και παγκόσμιων μακροοικονομικών μεγεθών⁸⁰. Η μεγαλύτερη ίσως επιτυχία του Ταμείου έγκειται στη δράση του (μαζί με την Παγκόσμια Τράπεζα) ως «παγκοσμιοποιητή», καθώς έχει ενσωματώσει έναν μεγάλο αριθμό χωρών στην παγκόσμια οικονομία, απαιτώντας από αυτές να ανοίξουν την οικονομία τους στο διεθνές εμπόριο, επενδύσεις και κεφάλαιο⁸¹.

Το Δ.Ν.Τ. διαδραματίζει αναμφισβήτητα έναν κεντρικό ρόλο και στη διαχείριση κρίσεων μεγαλύτερης εμβέλειας. Ενώ στην κρίση του 1990, μια ερώτηση-κλειδί στο μυαλό

⁷⁷ Husted Steven and Melvin Michael (2008), σελ. 626

⁷⁸ Γκόρτσος Χρήστος (2011), σελ. 167

⁷⁹ Steven Husted and Melvin Michael (2008), σελ. 626-627

⁸⁰ Copelovitch S. Mark (2010), σελ.4-5

⁸¹ Farrokhi Mansour and Kashfi Seyyed Mehdi (2015), σελ. 74

πολλών παρατηρητών αφορούσε στην προθυμία του Ταμείου να δανείζει στις αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς, το σημερινό ερώτημα αφορά μάλλον στη δυνατότητά του να βοηθήσει τις χώρες που έχουν μεγαλύτερες ανάγκες από ότι στο παρελθόν και θέτουν δυνητικό συστημικό κίνδυνο, χωρίς αυτό να υπονομεύσει τη δική του ρευστότητα και φερεγγυότητα (δεδομένου του μεγέθους των πόρων που απαιτούνται)⁸². Επιπλέον, στη συζήτηση σχετικά με το ρόλο που θα πρέπει να διαδραματίσει στην οποιαδήποτε προσπάθεια της διεθνούς κοινότητας να μειώσει τον ηθικό κίνδυνο και τις μεγάλες απώλειες που προκαλούνται από την αναδιάρθρωση χρέους των κρατών, το ίδιο το Δ.Ν.Τ. δεν έχει λάβει σαφή θέση. Πράγματι, η θέση του Ταμείου παραμένει ότι δεν προβλέπεται στην εργαλειοθήκη του κάποιο μέσο ειδικά σχεδιασμένο για τη διαχείριση της αναδιάρθρωσης κρατικών χρεών, και παρά την ευελιξία που προσφέρεται από αυτή τη θέση για την επιλογή προσέγγισης της εκάστοτε κρίσης, η συνεπαγόμενη ασυνέπεια αυτής της τακτικής μπορεί να επιδεινώσει την οικονομική αβεβαιότητα και να πολιτικοποιήσει σε μεγάλο βαθμό τη διαχείριση κρίσεων⁸³.

Ένα ακόμη θέμα προβληματισμού έχει αποτελέσει προσφάτως το καθεστώς προτιμησιακού πιστωτή (preferred credit status) που διακρίνει την πολιτική δανεισμού του Δ.Ν.Τ. Το εν λόγω καθεστώς συνεπάγεται ότι οι χώρες που δανείζονται από τον Οργανισμό αναμένεται να δώσουν προτεραιότητα στις υποχρεώσεις τους προς αυτόν, σε σχέση με άλλους (ιδιώτες και επίσημους) πιστωτές. Αυτό το καθεστώς είναι ένα καθοριστικό στοιχείο για το ρόλο του Οργανισμού στη διαχείριση χρηματοοικονομικών κρίσεων, καθώς παρέχει υψηλό βαθμό εμπιστοσύνης για την ασφάλεια των πόρων του. Μεταξύ άλλων, συνδέεται με την ανάγκη η χορήγηση δανείου να πραγματοποιείται μόνο όταν το πρόγραμμα πολιτικών προς υλοποίηση (που μπορεί να περιλαμβάνει και μια προηγούμενη αναδιάρθρωση χρέους αν απαιτείται) αναμένεται να αποκαταστήσει τη σταθερότητα και να επαναφέρει το δημόσιο χρέος της χώρας σε διαχειρίσιμο επίπεδο.

Ωστόσο, όταν το 2010 το Δ.Ν.Τ. δάνεισε την Ελλάδα 30 δισεκατομμύρια ευρώ –το μεγαλύτερο ποσό που δόθηκε ποτέ σε μία χώρα- χωρίς την αναδιάρθρωση χρέους που απαιτούνταν, εισήγαγε μια μόνιμη επιλογή άρσης αυτής της προϋπόθεσης- αυτή του υψηλού κινδύνου διάχυσης συστημικού κινδύνου. Υπό την αμφισβήτηση που υφίσταται πλέον το καθεστώς του προτιμησιακού πιστωτή, το Δ.Ν.Τ. θα πρέπει να επιλέξει ανάμεσα σε δύο δρόμους: είτε πειθαρχία στους κανόνες, μέσω ενός ξεκάθολου πλαισίου που θα θέτει τις κατ' ελάχιστο προδιαγραφές για την αξιοπιστία του κάθε υλοποιούμενου προγράμματος, που σκοπό έχει την ανάκτηση πρόσβασης της χώρας στη διεθνή αγορά κεφαλαίου, είτε πειθαρχία μέσω των δυνάμεων της αγοράς, θέτοντας εαυτόν υποκείμενο στον κίνδυνο χρεοκοπίας ή αναδιάρθρωσης του χρέους, όπως και οι ιδιώτες δανειστές⁸⁴.

⁸² Committeri Marco and Spadafora Francesco (2013), σελ. 37

⁸³ Boughton James, Brooks Skylar and Lombardi Domenico (2014), σελ. 5-6

⁸⁴ Schadler Susan (2014), σελ. 1-2, 7

B. Η περίπτωση της Αργεντινής

Τον Δεκέμβριο του 2001, κατόπιν μιας εκτεταμένης περιόδου οικονομικής και πολιτικής αστάθειας, η Αργεντινή υπέστη μια σοβαρότατη χρηματοοικονομική κρίση, η οποία οδήγησε στη μεγαλύτερη χρεοκοπία κράτους στην ιστορία⁸⁵.

B.1. Πριν τη χρεοκοπία

Αν και η ιστορία του εξωτερικού χρέους της Αργεντινής ανατρέχει στον 19^ο αιώνα, η πιο σημαντική περίοδος από τη σκοπιά νομικής ανάλυσης της αποπληρωμής χρέους εντοπίζεται στην αρχή του στρατιωτικού καθεστώτος που επιβλήθηκε το 1976⁸⁶. Υπό το εν λόγω στρατιωτικό καθεστώς (1976-1983), λήφθηκαν δάνεια τα οποία δεν χρηματοδότησαν επενδύσεις σε έργα υποδομών, βιομηχανικά ή αναπτυξιακά έργα, - επενδύσεις οι οποίες εάν πραγματοποιούνταν θα μπορούσαν ενδεχομένως να διασφαλίσουν την αποπληρωμή των εν λόγω δανείων. Η ανάγκη χρηματοδότησης εισαγωγών δε θα μπορούσε να αποτελέσει μια πειστική δικαιολογία για την εν λόγω δανειοληψία, καθώς κατά την υπό συζήτηση περίοδο, ο ρυθμός εξαγωγών της Αργεντινής υπερέβαινε τον ρυθμό εισαγωγών, ενώ δεν υπήρχε ούτε αδυναμία χρηματοδότησης-αποπληρωμής των υφιστάμενων δανείων. Αντιθέτως, οι εισροές χρησιμοποιήθηκαν ως επί το πλείστον για την αύξηση των αποθεματικών της χώρας σε ξένο συνάλλαγμα, το οποίο καταθετόταν σε διεθνείς τράπεζες, συχνά στις ίδιες τράπεζες που είχαν χορηγήσει τα δάνεια, αλλά με επιτόκια χαμηλότερα από εκείνα στα οποία το κράτος δανειζόταν. Συνεπώς, οι εισροές ξένου συναλλάγματος υπερέβαιναν κατά πολύ τις εμπορικές ανάγκες της χώρας εκείνη την περίοδο⁸⁷.

Η ανωτέρω περιγραφόμενη κατάσταση, θα πρέπει να εξεταστεί επίσης στο πλαίσιο της τότε επικρατούσας παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κατάστασης. Μεταξύ του 1974 και του 1980, η κρίση πετρελαίου οδήγησε σε υπερβάλλουσα ρευστότητα των δυτικών τραπεζών, καθώς οι χώρες του ΟΠΕΚ⁸⁸ κατέθεταν σε αυτές τα δολάρια που κέρδιζαν από τις εξαγωγές πετρελαίου. Υπό αυτές τις συνθήκες, η χορήγηση δανείων αποτελούσε μια ελκυστική πρόταση⁸⁹.

Όταν ωστόσο, στα τέλη του 1970 και στις αρχές του 1980, οι Η.Π.Α. αύξησαν τα επιτόκια σχεδόν κατά 20%, η Αργεντινή περιήλθε σε δεινή θέση όσον αφορά το εξωτερικό της χρέος, κατάσταση που οδήγησε στην κρίση του 1982. Η αναφερόμενη κρίση ήταν το αποτέλεσμα και μιας σειράς άλλων πολιτικών και οικονομικών μεγεθών. Το χρέος της χώρας επιβαρύνθηκε επίσης και από την ανάληψη από το κράτος του εξωτερικού χρέους πολλών μεγάλων ιδιωτών που αδυνατούσαν να το αποπληρώσουν, και σε συνδυασμό με τον πολύ υψηλό πληθωρισμό, οδήγησε σε συνεχείς αποεπενδύσεις, αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης και αποβιομηχανοποίηση⁹⁰.

Ως αποτέλεσμα των ανωτέρω, όταν η δημοκρατική κυβέρνηση του Alfonsín ανέλαβε την εξουσία το 1983, το εξωτερικό χρέος ανερχόταν σε 63% του ΑΕΠ και οι τόκοι σε 8% του ΑΕΠ και σε 69% των ετήσιων εξαγωγών της χώρας. Δεδομένης της αμφιλεγόμενης νομιμοποίησης του στρατιωτικού καθεστώτος ως τέτοιου, η νέα κυβέρνηση δήλωσε αρχικά ότι το κληροδοτούμενο χρέος δεν θα αποπληρωνόταν χωρίς προηγούμενη σχολαστική έρευνα για τον τρόπο δημιουργίας του και για τη νομιμότητά του. Ακολουθώντας τη σύσταση σχετικών επιτροπών, οι οποίες δεν εξέδωσαν τελικά πόρισμα⁹¹, η Αργεντινή απέστειλε τον Ιούνιο του 1984 επιστολή πρόθεσης στο Δ.Ν.Τ., δηλώνοντας ότι το χρέος που της ζητούταν να αποπληρώσει είχε αναληφθεί με χρήση αυθαίρετων και απολυταρχικών πολιτικών, στις οποίες οι πιστωτές είχαν συμμετάσχει ενεργητικά και ότι με την ανάληψη του εν λόγω χρέους

⁸⁵ Hornbeck F. John (2010), σελ. 1

⁸⁶ Dine Janet and Fagan Andrew (2006), σελ.307

⁸⁷ Michalowski Sabine (2013), σελ.7-8

⁸⁸ Οργανισμός πετρελαιοπαραγωγών εξαγωγών χωρών

⁸⁹ Dine Janet and Fagan Andrew (2006), σελ.307

⁹⁰ Kacowicz M. Arie (2013), σελ.149

⁹¹ Αναλυτικά για τους λόγους βλέπε Michalowski Sabine (2013), σελ.16-17

δεν παράχθηκαν οφέλη για το λαό της Αργεντινής. Ωστόσο, ανέφερε ότι θα τιμήσει τις υποχρεώσεις της, ζητώντας ορισμένες διευκολύνσεις, με αποτέλεσμα στα τέλη του 1984 να συνάψει με το Ταμείο ένα Stand By Arrangement⁹², σύμφωνα με το οποίο η Αργεντινή ανέλαβε τη δέσμευση για μείωση των δημοσιονομικών της ελλειμμάτων μέσω σημαντικών περικοπών στις κρατικές δαπάνες⁹³. Αξίζει σε αυτό το σημείο να αναφερθεί ο ισχυρισμός του Fischer-Lescano⁹⁴ ότι εξαιτίας της παραβίασης του δημοσίου διεθνούς δικαίου, και ιδιαίτερα των ανθρωπίνων δικαιωμάτων υπό το καθεστώς χούντας της περιόδου 1976-1983, το χρέος της Αργεντινής κατά το 2001 θεωρείται απεχθές. Αυτή η προσέγγιση ωστόσο, παραβλέπει ότι το μεγαλύτερο μέρος του χρέους της Αργεντινής αναλήφθηκε από δημοκρατικά εκλεγμένες κυβερνήσεις.

Το νέο δημοκρατικό καθεστώς του προέδρου Alfonsín το 1983 βρέθηκε αντιμέτωπο με τη διπλή πρόκληση ανόρθωσης της οικονομίας και ανταπόκρισης σε επείγοντα κοινωνικά αιτήματα. Η αναποτελεσματικότητα της ανταπόκρισης αυτής θα μπορούσε να αποδοθεί εν πολλοίς στο βάρος του εξωτερικού χρέους. Ως αποτέλεσμα της εθνικοποίησης του ιδιωτικού εξωτερικού χρέους που έλαβε χώρα το 1982, το κράτος της Αργεντινής κατέστη υπεύθυνο για το βάρος των πληρωμών τόκων, οι οποίοι ανέρχονταν περίπου σε 12 δισεκατομμύρια δολάρια μεταξύ του 1980 και του 1990. Έως το 1989, ο πληθωρισμός είχε ανέλθει σε 4.924%, δημιουργώντας οικονομική και κοινωνική ένδεια και απογοήτευση αρκετή για να στρώσει το δρόμο για τη νίκη του αρχηγού των Περονιστών, Carlos Menem⁹⁵.

Η περίοδος διακυβέρνησης του Menem (1989-1999) χαρακτηρίστηκε από νεοφιλελεύθερες πολιτικές οι οποίες περιλάμβαναν μεταξύ άλλων, άνοιγμα της οικονομίας στο διεθνές κεφάλαιο, ιδιωτικοποίηση κρατικών βιομηχανιών, συσταλτική δημοσιονομική πολιτική με περιορισμό της παροχής κοινωνικών υπηρεσιών και με αποθάρρυνση απεργιών. Ωθούμενη από μια νοοτροπία κρίσης, η κυβέρνηση προχώρησε ταχύτατα στις εν λόγω μεταρρυθμίσεις, χωρίς να σχεδιάσει προηγουμένως τη ρύθμιση της αγοράς, ώστε η μετάβαση της οικονομίας να πραγματοποιηθεί με εύτακτο τρόπο.

Το σημαντικότερο μέτρο που έλαβε η νέα κυβέρνηση συνίστατο στην ψήφιση και εφαρμογή του νόμου μετατρέψιμότητας (convertibility law) το 1991. Ο εν λόγω νόμος αντικαθιστούσε το ισχύον εθνικό νόμισμα (austral) με το πέσο σε ισοτιμία 10.000/1. Το νέο εθνικό νόμισμα ήταν πλήρως μετατρέψιμο σε αμερικάνικο δολάριο με ισοτιμία ένα προς ένα. Αν και ο νόμος όριζε ότι η στήριξη της προσφοράς χρήματος θα πραγματοποιούνταν με την τήρηση στην κεντρική τράπεζα της χώρας συναλλαγματικών αποθεμάτων ή χρυσού⁹⁶, στην πραγματικότητα οδηγούσε σε μια τμηματική δολαριοποίηση των αποθεμάτων αυτών, η οποία έμοιαζε να μετατοπίζει την άσκηση νομισματικής πολιτικής/πειθαρχίας στην κεντρική τράπεζα των Η.Π.Α. Ο νόμος απαιτούσε επίσης να μην υπερβαίνουν οι κρατικές δαπάνες το σύνολο των αποθεμάτων σε δολάριο, επιβάλλοντας με αυτόν τον τρόπο άτυπα έναν δημοσιονομικό περιορισμό.

Η εμπιστοσύνη επανήλθε και η οικονομία σταθεροποιήθηκε. Ωστόσο, ο αυτοπεριορισμός των επαρχιών από υπερβολικές δαπάνες βασιζόταν περισσότερο στην πολιτική βούληση παρά στην εφαρμογή του νόμου, ενώ παράλληλα η διαφθορά συνέχιζε να αφαιμάσσει τα κρατικά ταμεία. Ο νέος νομισματικός κανόνας είχε το μη αναμενόμενο αποτέλεσμα της «πραγματικής τιμολόγησης» (reality pricing) στις δημόσιες υπηρεσίες, οι οποίες δεν ήταν πλέον σε θέση να καλύπτουν τα ελλείμματά τους τυπώνοντας χρήμα. Η καινούρια κατάσταση είχε ως γενικότερο αποτέλεσμα το χρήμα να είναι πιο ακριβό,

⁹² Εργαλείο χρηματοδότησης του Δ.Ν.Τ. ειδικά για τις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, “workhorse lending instrument” όπως αναφέρεται στην ιστοσελίδα του οργανισμού www.imf.org/external/np/exr/facts/sba.htm

⁹³ Michalowski Sabine (2013), σελ.16-17

⁹⁴ Fischer- Lescano Andreas, Odious debts und das Weltrecht, Kritische Justiz, Vol. 36 (2/2003) όπως αναφέρεται στην υποσημείωση 77 σε Schier Holger (2007), σελ. 62

⁹⁵ Kacowicz M. Arie (2013), σελ.149-150

⁹⁶ Τα στοιχεία του αναφερόμενου συναλλαγματικού καθεστώτος απαντώνται στην οικονομική θεωρία με τον όρο currency board. Για ενδελεχέστερη μελέτη του καθεστώτος αυτού, βλέπε Balino J.T. Tomas and Enoch Charles (1997)

καθιστώντας την οικονομική ανάκαμψη πολύ πιο δύσκολη και αργή. Βραχυπρόθεσμα έμοιαζε ένα τολμηρό, αλλά απαραίτητο βήμα. Ο Menem προσπάθησε επίσης να ενισχύσει το ξένο εμπόριο και τις άμεσες επενδύσεις, αποκαθιστώντας τις εξωτερικές σχέσεις της χώρας. Σε αυτό το πλαίσιο, είχε δηλώσει ότι η ψευδαίσθηση της Αργεντινής ότι μπορούσε να ακμάσει σε μια «προνομιούχα μοναξιά» έβλαψε το έθνος και δηλητηρίασε τις σχέσεις με τις γείτονες χώρες.⁹⁷

Έως τις εκλογές του 1999, από τις οποίες αναδείχθηκε νέος Πρόεδρος, ο Fernando de la Rúa, η οικονομία της Αργεντινής βρισκόταν σε ύφεση και υπέφερε από υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα. Αν και στην ύφεση είχε συμβάλει μεταξύ άλλων η υποτίμηση του νομίσματος της Βραζιλίας έναντι του αμερικάνικου δολαρίου, η πτωτική τάση των τιμών στη σόγια και η χρεοκοπία της Ρωσίας το 1998⁹⁸, η ταχεία ανάρρωση από την ύφεση του 1995, η οποία είχε προκληθεί από την κρίση του Μεξικού (κρίση τεκίλας)⁹⁹, ενδυνάμωσε την πίστη της πολιτικής ελίτ της χώρας στην θεμελιακή ευρωστία του οικονομικού μοντέλου της ελεύθερης αγοράς. Ενώ το συναλλαγματικό καθεστώς που είχε εδραιωθεί με το νόμο μετατρεψιμότητας δεν αποτελούσε ποτέ μέρος του νεοφιλελεύθερου δόγματος, η επιτυχία του καθεστώτος στη χαλιναγωγήση του πληθωρισμού και στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στην οικονομία της χώρας, το κατέστησε υπομόχλιο του προγράμματος εκσυγχρονισμού της ελεύθερης αγοράς κατά τη δεκαετία του 1990. Επιπλέον, σε μια χώρα με αδύναμους θεσμούς, ο νόμος μετατρεψιμότητας αποτελούσε ένα θεσμικό εμπόδιο στην ιστορική τάση των Αργεντινών πολιτικών να αλλάζουν συνεχώς τους κανόνες του οικονομικού παιχνιδιού. Ως εκ τούτου, ο de la Rúa, χωρίς την εργαλειοθήκη της νομισματικής πολιτικής, έπρεπε να στραφεί στα εργαλεία της δημοσιονομικής πολιτικής και κατά την ανάληψη της προεδρίας δήλωσε ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα είναι αναγκαίο να μειωθεί κατά έντεκα φορές¹⁰⁰.

⁹⁷ Mac Lahlan M. Colin (2006), σελ. 165-166

⁹⁸ Gelpert, Anna (2015), σελ. 18

⁹⁹ Η Αργεντινή αποτελεί μία έξοχη μελέτη περίπτωσης για τη διαχείριση κρίσης, η οποία εμφανίστηκε στη χώρα ως δευτερογενής επίπτωση της κρίσης του Μεξικού το 1994, σύμφωνα με τους Ganapolsky J.J. Eduardo and Schulmukler L. Sergio (1998)

¹⁰⁰ Panizza Francisco and Philip George (2013), σελ. 29

B.2. Η χρεοκοπία του 2001

Έως το Νοέμβριο του 2001, υπήρχε μαζική φυγή κεφαλαίων από την Αργεντινή, από λογαριασμούς αποταμιεύσεων στο τραπεζικό σύστημα και από ρευστοποιήσεις επενδύσεων. Το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ είχε αυξηθεί από 30,7% το 1992 σε 62,2% το 2001. Παρά τις δεσμεύσεις της κυβέρνησης στο Δ.Ν.Τ. υπό τις προϋποθέσεις του blindaje (πακέτο διάσωσης), τα δημόσια έσοδα ήταν αδύνατο να καλύψουν τις δημόσιες δαπάνες. Η διεθνής εμπιστοσύνη κατέρρεε με ταχείς ρυθμούς, καθώς διαφάνηκε το 2001, ότι μία ακόμη διάσωση από το Δ.Ν.Τ. ή τις Η.Π.Α. δεν ήταν πιθανή, αλλά ακόμη και σε μια τέτοια περίπτωση δεν αναμενόταν βελτίωση της κατάστασης.

Με τη φυγή κεφαλαίων να συνεχίζεται (18 δισεκατομμύρια δολάρια κατά το 2001), την 1^η Δεκεμβρίου του 2001 ο Υπουργός Οικονομικών Cavallo ανακοίνωσε ελέγχους και περιορισμό στις συναλλαγές με το εξωτερικό, καταργώντας το καθεστώς της μετατρεψιμότητας, το οποίο ο ίδιος καθιέρωσε το 1991. Τέσσερις ημέρες αργότερα, το Δ.Ν.Τ. συνέστησε στο Διοικητικό του Συμβούλιο να μην χορηγήσει νέο δάνειο ύψους 1,2 δισεκατομμυρίων δολαρίων προς την Αργεντινή για να αποπληρώσει δόση του εξωτερικού της χρέους. Μετά την πάροδο δύο ακόμη εβδομάδων, ο Cavallo θέτει όριο στις τραπεζικές αναλήψεις ύψους 250 δολαρίων εβδομαδιαίως, το οποίο γίνεται ευρέως γνωστό ως corralito. Αυτό το δραστικό μέτρο οδήγησε άμεσα σε μαζικές διαμαρτυρίες μπροστά από τις τράπεζες, και σε νυχτερινές συγκεντρώσεις όπου οι πολίτες χτυπούσαν κατσαρόλες (cacerolazos). Ακολούθησαν στις 19 και 20 Δεκεμβρίου οι παραιτήσεις του Cavallo και του de la Rúa, ενώ ως απάντηση για το χάος που επικρατούσε στους δρόμους η χώρα κηρύχθηκε σε κατάσταση πολιορκίας. Πράγματι, στις 20 Δεκεμβρίου, είκοσι έξι άνθρωποι έχασαν τη ζωή τους σε συμπλοκές με την αστυνομία. Στις δραματικές δύο εβδομάδες που ακολούθησαν, ανέλαβαν την κυβέρνηση άλλοι τέσσερις πρόεδροι. Στις 23 Δεκεμβρίου του 2001, ο τότε Πρόεδρος Adolfo Rodríguez Saa αναβάλλει την πληρωμή δόσης εξωτερικού χρέους και η χώρα προβαίνει πλέον επισήμως σε χρεοκοπία.

Στις 3 Ιανουαρίου 2002, ο Πρόεδρος Eduardo Duhalde υποτιμά το πέσο και αποσυνδέει την τιμολόγηση των δημόσιων υπηρεσιών από το αμερικάνικο δολάριο. Δύο ημέρες αργότερα, εδραιώνει ένα νέο νομισματικό πλαίσιο, το οποίο περιλαμβάνει μια διπλή συναλλαγματική ισοτιμία, ήτοι 1.40 αργεντίνικο πέσο/1 αμερικάνικο δολάριο για όλες τις εμπορικές δραστηριότητες και ελεύθερα κυμαινόμενη συναλλαγματική ισοτιμία για τις υπόλοιπες δραστηριότητες¹⁰¹. Επίσης, με προεδρικό διάταγμα όλα τα δάνεια που είχαν εκδοθεί σε δολάρια από τις τράπεζες που λειτουργούσαν στη χώρα, μετατράπηκαν σε δάνεια αποτιμώμενα σε πέσο με ισοτιμία ένα προς ένα, ενώ οι τραπεζικές καταθέσεις σε δολάρια μετατράπηκαν σε καταθέσεις αποτιμώμενες σε πέσο με την ισοτιμία 1/1.40¹⁰². Η εν λόγω διπλή ισοτιμία εγκαταλείφθηκε τον Φεβρουάριο του 2002, οπότε το πέσο υποτιμήθηκε σε 1,8/1 δολάριο¹⁰³. Την ίδια χρονική περίοδο, σχεδόν κάθε αργεντίνικη τράπεζα (εκτός των υποκαταστημάτων διεθνών τραπεζών) ήταν τεχνικά χρεοκοπημένη. Κατά τη διάρκεια του 2001, η κυβέρνηση είχε πείσει τις τράπεζες να δεχθούν μεγάλο μέρος του δημόσιου χρέους, ενώ η ασύμμετρη μετατροπή των δολαρίων σε πέσο δεν πραγματοποιήθηκε με ξεκάθαρη πολιτική αναφορικά με το εάν η κυβέρνηση θα αναλάβει τη χρηματοδότηση της διαφοράς που προέκυπτε. Προκειμένου να μην κλείσουν οι τράπεζες, η κεντρική τράπεζα της χώρας ανέστειλε τις περισσότερες από τις απαιτήσεις υποβολής αναφορών από τις τράπεζες για τα οικονομικά τους στοιχεία. Όλα τα ανωτέρω σε συνδυασμό με την αβεβαιότητα του οικονομικού περιβάλλοντος συνέβαλαν σε μια συνεχόμενη πραγματική υποτίμηση του εθνικού νομίσματος με αποκορύφωμα τη συναλλαγματική ισοτιμία της 25^{ης} Ιουνίου του 2002, η οποία διαμορφώθηκε σε 3,87/1 αμερικάνικο δολάριο¹⁰⁴.

¹⁰¹ Cohen Michael (2012), σελ. 55-56

¹⁰² Langhammer J. Rolf and Vinhas de Souza Lucio (2007), σελ. 88-89

¹⁰³ Kaminsky Graciela, Mati Amine and Choueiri Nada (2009), σελ. 88

¹⁰⁴ Langhammer J. Rolf and Vinhas de Souza Lucio (2007), σελ. 88-89

B.3. Οι αναδιάρθρωσεις του χρέους

Η πρώτη αναδιάρθρωση του χρέους που πραγματοποιήθηκε το 2005 περιλάμβανε εκατοντάδες χιλιάδες πιστωτές και περισσότερα από 140 κρατικά ομόλογα αποτιμώμενα σε έξι διαφορετικά νομίσματα και διεπόμενα από οκτώ διαφορετικούς δημοτικούς νόμους. Η ολοκληρωμένη αναδιάρθρωση του 2005 ακολούθησε μια εθελοντική μεγάλου εύρους ανταλλαγή ομολόγων το 2001, μια αναδιάρθρωση του εσωτερικού χρέους το Νοέμβριο του 2001 και τη μετατροπή των όλων των δολαρίων σε πέσο στις αρχές του 2002.

Οι διαπραγματεύσεις με τους πιστωτές ξεκίνησαν λίγους μήνες μετά την εκλογή του νέου Προέδρου της χώρας, του Nestor Kirchner τον Μάιο του 2003¹⁰⁵. Η αρχική πρόταση της νέας κυβέρνησης, η οποία υποβλήθηκε στην ετήσια συνάντηση του Δ.Ν.Τ. και της Παγκόσμιας Τράπεζας στο Ντουμπάι τον Σεπτέμβριο του 2003, περιλάμβανε διαγραφή 75% του χρέους και καμία αναγνώριση των ληγμένων τόκων (δυνητικά μια διαγραφή 90% των διεκδικήσεων των πιστωτών)¹⁰⁶. Οι περισσότεροι πιστωτές αντέδρασαν με έντονη δυσανεμία και υπέβαλαν δεκάδες αγωγές ενώπιον ευρωπαϊκών και αμερικανικών δικαστηρίων, ενώ σχημάτισαν διάφορες ομάδες για το συντονισμό της δράσης τους, την ανταλλαγή πληροφοριών και την ενημέρωση σχετικά με τα δημόσια οικονομικά της Αργεντινής και τα μακροοικονομικά της μεγέθη. Σημαντικοί πιστωτικοί οργανισμοί περιλάμβαναν τους Global Committee of Argentine Bondholders, Argentina Bond Restructuring Agency, και American Task Force Argentina. Η πρώτη συνάντηση μεταξύ εκπροσώπων των ομολογιούχων και διαπραγματευτών του χρέους της Αργεντινής έλαβε χώρα τον Δεκέμβριο του 2003. Έκτοτε η Αργεντινή κράτησε τους ομολογιούχους σε αναμονή για περισσότερο από έναν χρόνο.

Ένα γενικότερο σημείο διαφωνίας αφορούσε στο εάν η Αργεντινή διαπραγματευόταν με τους πιστωτές της με καλή πίστη. Η πρώτη ισχυριζόταν ότι ενεργούσε με πλήρη διαφάνεια αναφορικά με την οικονομική της δυνατότητα να αποπληρώσει τους πιστωτές της. Οι τελευταίοι, αντιθέτως διατηρούσαν σοβαρές επιφυλάξεις, δεδομένης της γρήγορης αύξησης των αποθεματικών της χώρας και της ισχυρής οικονομικής ανάπτυξης που γνώριζε την περίοδο εκείνη¹⁰⁷.

Το 2005 μετά από παρατεταμένες, φιλόνικες και ανεπιτυχείς προσπάθειες να βρεθεί μια κοινώς αποδεκτή λύση για την αναδιάρθρωση του χρέους, η Αργεντινή εγκατέλειψε τη διαδικασία των διαπραγματεύσεων και πρόβη σε μια μονομερή προσφορά. Οι όροι ήταν εξαιρετικά δυσμενείς για τους πιστωτές, αλλά το 76% εξ αυτών αποδέχθηκε την προσφορά. Ειδικότερα, στις 14 Ιανουαρίου 2005, η Αργεντινή εκκινεί επισήμως την ανταλλαγή ομολόγων για έξι εβδομάδες με την ελπίδα να επιτευχθεί ένας οριστικός διακανονισμός του χρέους της, η ονομαστική αξία του οποίου ανερχόταν εκείνη τη χρονική στιγμή σε 81,1 δισεκατομμύρια δολάρια οφειλόμενου κεφαλαίου και 21,4 δισεκατομμύρια δολάρια οφειλόμενων τόκων¹⁰⁸. Στο χρονικό διάστημα των έξι εβδομάδων, οι ομολογιούχοι είχαν τη δυνατότητα να ανταλλάξουν τα ομόλογά που διακρατούσαν με νέους τίτλους χρέους μειωμένης κατά 2/3 ονομαστικής αξίας. Η Αργεντινή για να εξασφαλίσει ευρεία ανταπόκριση από τους πιστωτές, χορηγούσε μια ποικιλία κινήτρων, όπως μια εγγύηση ΑΕΠ (GDP warrant)¹⁰⁹, με πρόσθετη απόδοση σε περίπτωση που το ΑΕΠ της χώρας αυξανόταν με ρυθμό υψηλότερο από 3%, καθώς και μια ρήτρα του μάλλον ευνοούμενου πιστωτή, για την προστασία εκείνων που θα αποδέχονταν την τρέχουσα προσφορά έναντι των εκουσίως απεχόντων πιστωτών (holdouts)¹¹⁰. Επιπλέον, προκειμένου να ασκηθεί πίεση στους δυσανεστήμενους ομολογιούχους, η κυβέρνηση ψήφισε τον επονομαζόμενο νόμο «κλειδώματος» (Lock Law), με τον οποίο απαγορευόταν στην εθνική εκτελεστική εξουσία να

¹⁰⁵ Waibel Michael (2011), σελ.17-18

¹⁰⁶ Gelpert Anna (2005), σελ. 3

¹⁰⁷ Waibel Michael (2011), σελ.17-18

¹⁰⁸ Hornbeck F. John (2010), σελ. 4

¹⁰⁹ Για τα ομόλογα με ρήτρα ΑΕΠ (GDP-indexed bonds) βλέπε Griffith Jones Stephany and Sharma Krishnan (2009), Chapter 4

¹¹⁰ Waibel Michael (2011), σελ.15-17

εκκινήσει εκ νέου τη διαδικασία ανταλλαγής ομολόγων και εμπόδιζε οποιοδήποτε τύπο δικαστικού, εξωδικαστικού ή ιδιωτικού διακανονισμού με τους μη συμμετέχοντες πιστωτές¹¹¹.

Το 2006, η κυβέρνηση της Αργεντινής αποφασίζει να αποπληρώσει πλήρως το χρέος της προς το Δ.Ν.Τ. (9,8 δισεκατομμύρια δολάρια), προκειμένου να απαλλαχθεί από τις πιέσεις να ακολουθήσει τις περιοριστικές πολιτικές του. Ωστόσο, έως τότε αρνείται να αναδιρθώσει ή να αποπληρώσει το χρέος της στις χώρες της Λέσχης του Παρισιού και φυσικά στους εκουσίως απέχοντες από την αναδιάρθρωση του 2005 ομολογιούχους. Οι τελευταίοι έχουν έκτοτε εκκινήσει δικαστικές διαμάχες με την Αργεντινή, γεγονός που έχει ως συνέπεια τον αποτελεσματικό αποκλεισμό της χώρας από τη δυνατότητα δανεισμού στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου. Για αρκετά χρόνια, τίποτα από τα ανωτέρω δεν επηρέαζε την επιμονή της Αργεντινής στην πολιτική της «οικονομικής ανεξαρτησίας». Η ισχυρή οικονομική ανάπτυξη που γνώριζε έως την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 και η εφαρμογή των stop-gap μέτρων για την κάλυψη των χρηματοδοτικών της κενών, της επέτρεψαν να απέχει από κάθε προσπάθεια διαπραγμάτευσης για το μη αναδιρθωμένο χρέος¹¹².

Μια δεύτερη αναδιάρθρωση έλαβε χώρα το 2010, οπότε η Αργεντινή εκκίνησε εκ νέου τη διαδικασία ανταλλαγής ομολόγων, με μια προσφορά λιγότερο ελκυστική από εκείνη του 2005, η οποία είχε ως αποτέλεσμα τη συμμετοχή των ομολογιούχων σε συνολικό ποσοστό 91,3% (λαμβάνοντας υπόψη και τους συμμετέχοντες στην αναδιάρθρωση του 2005). Στις 31 Δεκεμβρίου του 2010, η χώρα ανακοίνωσε ότι οφείλει πλέον 11,2 δισεκατομμύρια δολάρια στους εκουσίως απέχοντες ιδιώτες ανά τον κόσμο (6,8 δις σε κεφάλαιο και 4,4 δις σε τόκους που έχουν λήξει) και 6,8 δισεκατομμύρια δολάρια στις χώρες της Λέσχης του Παρισιού¹¹³.

¹¹¹ Cohen A. Robert (2011), σελ. 20

¹¹² Hornbeck F. John (2010), σελ. 3-4

¹¹³ Hornbeck F. John (2013), σελ 6-7

B.4. Δικαστικές διαμάχες

Κατά τα τελευταία δεκαετία έτη, αρκετοί ξένοι επενδυτές, οι οποίοι κατά τη δεκαετία του 1990 είχαν προβεί αφενός σε αγορές κρατικών ομολόγων και αφετέρου σε επενδύσεις στην Αργεντινή, είτε μέσω αγοράς μετοχών σε εγχώριες επιχειρήσεις, είτε μέσω ίδρυσης στη χώρα θυγατρικών ή/και υποκαταστημάτων, στράφηκαν κατά του κράτους σε πολλές δικαστικές ή διαιτητικές διαδικασίες. Ως επί το πλείστο, οι εν λόγω υποθέσεις δικάστηκαν σε ομοσπονδιακά δικαστήρια των Η.Π.Α ή στο ICSID. Λαμβανομένων υπόψη του απόλυτου αριθμού των υποθέσεων υπό ακρόαση, του μεγέθους των επίμαχων χρηματικών ποσών και της πολυπλοκότητας που πηγάζει από το γεγονός ότι ο εναγόμενος είναι κυρίαρχο κράτος, σε συνδυασμό με την απροθυμία της Αργεντινής να επιλύει τα ανακύπτοντα ζητήματα εξωδικαστικά ή να τιμά τις δικαστικές αποφάσεις που έχουν εκδοθεί εναντίον της, μπορεί κανείς να πει ότι οι εν λόγω δίκες και διαιτησίες αποτελούν πραγματικά έτη¹¹⁴.

Αν και μεγάλος αριθμός υποθέσεων¹¹⁵ αφορά σε θέματα επενδύσεων, δεδομένου ότι η Αργεντινή στην προσπάθεια ανόρθωσης της οικονομίας της μετά τη χρεοκοπία του 2001 έλαβε δραστικά μέτρα (συμπεριλαμβανομένων και κρατικοποιήσεων) που επηρέασαν τα εγχειρήματα ξένων επενδυτών, και παρά τη μεγάλη σημασία των υποθέσεων αυτών για το διεθνές δίκαιο επενδύσεων, στην παρούσα εργασία αναλύονται υποθέσεις που αφορούν μόνο σε τίτλους χρέους της Αργεντινής. Ενδεικτικά ωστόσο, αναφέρεται ότι σε αρκετές υποθέσεις που έφεραν την Αργεντινή ενώπιον του ICSID, η χώρα επικαλέστηκε ότι βρισκόταν σε κατάσταση ανάγκης (necessity)¹¹⁶, όπως ο εν λόγω όρος συναντάται στο διεθνές εθιμικό δίκαιο, και αντανakλάται στο άρθρο 25 των άρθρων για την ευθύνη κρατών από διεθνώς άδικες ενέργειες¹¹⁷ και στο άρθρου XI της διμερούς σύμβασης για επενδύσεις (Bilateral Investment Treaty, στο εξής BIT) Αργεντινής- Η.Π.Α.^{118 119}.

Η σημαντικότερη ίσως υπόθεση ήταν η NML κατά Αργεντινής¹²⁰. Στις 26 Οκτωβρίου του 2012, το 2^ο Ομοσπονδιακό Εφετείο των Η.Π.Α. αποφάσισε σχετικά με μια δεκαετή σχεδόν διαμάχη μεταξύ του hedge fund NML Capital και άλλων εκουσίως απεχόντων από την αναδιάρθρωση χρέους και της Αργεντινής. Τα ομολόγα που διακρατούσαν οι ενάγοντες

¹¹⁴ Porzecanski C. Arturo (2015), σελ. 1

¹¹⁵ Μεταξύ άλλων, Enron Corporation and Ponderosa Assets, LP v. Argentine Republic (Award 22 May 2007), ICSID Case no. ARB 01/3, Suez Sociedad General de Aguas de Barcelona S.A. and InterAgua Servicios Integrales del'Agua S.A. v. Argentine Republic (Decision on Liability 30 July 2010), ICSID Case no. ARB/03/17, Suez Sociedad General de Aguas de Barcelona S.A v. Argentine Republic (Decision on Liability 30 July 2010), ICSID Case no. ARB/03/18, Suez Sociedad General de Aguas de Barcelona S.A. and Vivendi Universal S.A. v. Argentine Republic (Decision on Liability 30 July 2010), ICSID Case no. ARB/03/19, όπως αναφέρονται σε Porzecanski C. Arturo (2015)

¹¹⁶ Στην υπόθεση Enron κατά Αργεντινής, το ICSID αποφάνθηκε ότι η τελευταία δεν βρέθηκε σε κατάσταση ανάγκης, επειδή η οικονομική κρίση δεν έθεσε σε κίνδυνο την ίδια την ύπαρξη του κράτους και επειδή η πολιτική της απόκριση δεν ήταν ο μοναδικός τρόπος αντιμετώπισης της κρίσης. Επιπλέον, η ίδια η χώρα είχε συμβάλει στην εμφάνιση της κρίσης με πολλούς τρόπους. Ωστόσο, η επιτροπή ακύρωσης αποδοκίμασε τους ανωτέρω ισχυρισμούς, ιδιαιτέρως αναφορικά με τον όρο του «μοναδικού τρόπου», και επεσήμανε ότι τα διαιτητικά δικαστήρια δεν θα έπρεπε να βασίζονται μόνο στη γνώμη ενός ειδικού. Αποδεχόμενη τον ισχυρισμό της Αργεντινής, η επιτροπή επισήμανε ότι σχεδόν αναπόφευκτα θα υπάρχουν πάντοτε παραπάνω από ένας τρόποι απόκρισης σε μια οικονομική κρίση, και εάν η δοθείσα ερμηνεία ήταν σωστή, η αρχή της κατάστασης ανάγκης όπως έχει διαμορφωθεί στο εθιμικό διεθνές δίκαιο θα μπορούσε σπάνια να επικαλεστεί, αναφορικά με τα μέτρα που λαμβάνει μια κυβέρνηση για την αντιμετώπιση μιας οικονομικής κρίσης.

¹¹⁷ Υιοθετήθηκαν από τη Γενική Συνέλευση του Ο.Η.Ε. με την Απόφαση A/RES/56/83 (2001). Στο Παράρτημα παρατίθεται το άρθρο 25.

¹¹⁸ Υπεγράφη μεταξύ των συμβαλλόμενων μερών το 1991 και είναι διαθέσιμη στο investmentpolicyhub.unctad.org/IIA/country/223/treaty/162. Στο Παράρτημα παρατίθεται το άρθρο XI.

¹¹⁹ Waibel Michael (2011), σελ. 98-101

¹²⁰ NML Capital Ltd. v. Argentina (NML I), 699 F. 3d 246, 250 (2d Cir. 2012), όπως αναφέρεται σε Kingdon Emma (2014)

αποτελούσαν μέρος ενός πακέτου ομολόγων¹²¹, το οποίο διεπόταν, μεταξύ άλλων, από τους εξής όρους: μία ρήτρα *pari passu*¹²², πρόβλεψη ίσης μεταχείρισης σύμφωνα με την οποία απαιτείται η πληρωμή των ομολόγων να κατατάσσεται πάντα, τουλάχιστον ισότιμα με άλλα τρέχοντα ή μελλοντικά χρέη, καθώς και πρόβλεψη για αποπληρωμή των οφειλών στο ακέραιο (κεφάλαιο και τόκοι) σε περίπτωση χρεοκοπίας της χώρας. Η χρεοκοπία του 2001 δεν εξαιρούσε τα ομόλογα αυτά, ενώ οι αναδιαρθρώσεις του 2005 και 2010 περιλάμβαναν προσφορά ανταλλαγής και για τα εν λόγω ομόλογα, προσφορά την οποία οι ενάγοντες-ομολογιούχοι δεν αποδέχθηκαν. Η Αργεντινή συνέχιζε να πληρώνει τα νέα ομόλογα (δηλαδή εκείνα που είχαν προκύψει ως προϊόν της διαδικασίας ανταλλαγής), αλλά όχι και τα επίμαχα. Το πρωτοβάθμιο δικαστήριο θεώρησε ότι η χώρα, μεταξύ άλλων παραβίασε τη ρήτρα ισότιμης μεταχείρισης και εξέδωσε διαταγή, σύμφωνα με την οποία κάθε φορά που πραγματοποιούνταν πληρωμή οποιοδήποτε άλλου κρατικού χρεωστικού τίτλου, θα έπρεπε να καταβάλλεται μια ανάλογη πληρωμή (*ratable payment*) και για τα ομόλογα των εναγόντων. Η απόφαση του Εφετείου είναι ακόμη πιο σημαντική για την προστασία των πιστωτών, δεδομένου ότι για πρώτη φορά αίρει ένα τεχνικό εμπόδιο στην εκτελεστότητα τέτοιου είδους διαταγών και στη δυνατότητα ειδικότερα των πιστωτών να κατάσχουν κεφάλαια ή άλλους πόρους του κράτους-οφειλέτη,- εμπόδιο το οποίο χρησιμοποιούταν πολύ συχνά από χώρες που είχαν χρεοκοπήσει και αφορά στην επιλογή του τύπου της δομής πληρωμών. Ασκώντας κριτική στην εν λόγω απόφαση, η Πρόεδρος της Αργεντινής Cristina Fernandez de Kirchner αποκάλυψε τα *hedge funds* γύπες¹²³.

Πρωτοφανής για την προστασία των πιστωτών ενός κράτους, υπήρξε και η απόφαση που εξέδωσε στα μέσα του Ιουνίου του 2014 το Ανώτατο Δικαστήριο των Η.Π.Α.¹²⁴, το οποίο κλήθηκε να δώσει απάντηση στο μέχρι πού μπορεί να φτάσει ο δικαιούχος- σε όρους χρήσης μέσων και γεωγραφικούς- προκειμένου να εισπράξει ένα επιδικασθέν ποσό. Η ενάγουσα (και εδώ η NML) ενώ είχε επικρατήσει σε έντεκα σχετικές υποθέσεις κατά της Αργεντινής σε αμερικάνικα δικαστήρια, δεν είχε καταφέρει έως τότε να εισπράξει καμία οφειλή. Στην προσπάθεια της να αντλήσει πληροφορίες για κεφάλαια της Αργεντινής σε τράπεζες στις Η.Π.Α., αμερικάνικα δικαστήρια και πάλι εξέδωσαν διαταγή παροχής των ζητούμενων πληροφοριών. Η Αργεντινή με έφεση στο Ανώτατο Δικαστήριο των Η.Π.Α, επικαλείται νομοθετική πράξη των Η.Π.Α (*Foreign Sovereign Immunities Act*, 1976), ισχυριζόμενη ότι δεν επιτρέπεται σε δικαστήρια ενός κράτους να διατάσσουν την εξεύρεση πληροφοριών για ιδιοκτησία τρίτου κράτους. Το Ανώτατο Δικαστήριο αποφάνθηκε ότι η επικαλούμενη νομοθετική πράξη δεν παρέχει ασυλία σε ένα κράτος-οφειλέτη αναφορικά με την εξεύρεση πληροφοριών για περιουσιακά του στοιχεία εκτός του εδάφους του, εάν αυτές αφορούν σε εκτέλεση δικαστικής απόφασης με την οποία το κράτος δε συμμορφώνεται. Έδωσε με αυτόν τον τρόπο, το πράσινο φως στους πιστωτές (που έχουν στα χέρια τους σχετική δικαστική απόφαση) να αναζητούν ανά τον κόσμο δυνητικά κατασχέσιμα περιουσιακά στοιχεία του κράτους-οφειλέτη.

Ιδιαίτερη σημασία έχει τέλος, ως προς τη δυνατότητα μαζικών αγωγών και η καινοτόμα απόφαση του ICSID¹²⁵ σχετικά με τη δικαιοδοσία του επί αγωγής 190.000 περίπου Ιταλών ομολογιούχων (αργότερα μειώθηκαν σε 60.000), επικαλούμενων παραβίαση της διμερούς συμφωνίας για επενδύσεις (BIT) μεταξύ Αργεντινής και Ιταλίας. Τον Αύγουστο του 2011 το ICSID αποφάνθηκε ότι μπορεί να αποφασίζει για συλλογικές διεκδικήσεις και ότι οι ενάγοντες είχαν προβεί σε μια δεόντως προστατευόμενη επένδυση. Η τελική απόφαση αναμένεται να εκδοθεί εντός του 2015 και ενδέχεται να ανέρχεται σε κάποια δισεκατομμύρια

¹²¹ Ομόλογα του «Fiscal Agency Agreement», συχνά απαντώμενα και ως FAA Bonds

¹²² Ρήτρα «μεταχείρισης με τους ίδιους όρους». Για εμβάθυνση στην έννοια και χρήση της ρήτρας, βλ. Olivares-Caminal Rodrigo (2013)

¹²³ Kingdon Emma (2014), σελ. 30-34

¹²⁴ Republic of Argentina v. NMLCapital Ltd, 134 S. Ct. 2250, 189 L. Ed 2d 234 (2014), διαθέσιμο στο www.supremecourt.gov/opinions/13pdf/12-842_5hdk.pdf, όπως αναφέρεται σε Porzecanski C. Arturo (2015)

¹²⁵ Decision on jurisdiction and admissibility, *Abaclat & Others v. the Argentine Republic* (ICSID Case no. ARB/07/5), August 4, 2011, όπως αναφέρεται σε Porzecanski C. Arturo (2015)

δολάρια εις βάρος της Αργεντινής, αν και η διαδικασία ανάκτησης των ποσών παραμένει αναποτελεσματική¹²⁶.

Η αρνητική κριτική που έχει ασκηθεί στις μέχρι σήμερα εκδοθείσες στο εξεταζόμενο πεδίο αποφάσεις, συνίσταται στην ασυνέπεια της παραγόμενης νομολογίας, η οποία υπονομεύει τη σταθερότητα και προβλεψιμότητα που έχει ανάγκη το διεθνές καθεστώς επενδύσεων, και στη μεγάλου βαθμού διάβρωση της εθνικής κυριαρχίας, η οποία απειλεί το δικαίωμα αυτοκαθορισμού των κρατών. Επί του παρόντος, σύμφωνα με τους Alvarez και Topalian (2012), εκείνο που συμπεραίνει κανείς από τις υποθέσεις κατά της Αργεντινής είναι ότι το διεθνές καθεστώς επενδύσεων, συμπεριλαμβανομένης και της διαδικασίας της διαιτησίας, θεωρείται περισσότερο ως εργαλείο του κράτους παρά ως εχθρός¹²⁷. Αντιθέτως, ο Porzecanski (2015) πιστεύει ότι το όφελος από τις ογκώδεις και παρατεταμένες υποθέσεις κατά της Αργεντινής, έγκειται στην καθιέρωση δικαστικών προηγούμενων που ενισχύουν στην πραγματικότητα την προβλεψιμότητα του συστήματος¹²⁸. Ειδικότερα, για τις αποφάσεις στις υποθέσεις NML και Αργεντινής, ο ισχυρισμός ότι τίθεται ένα εμπόδιο σε δυνητικές μελλοντικές αναδιαρθρώσεις κρατικών χρεών, ενθαρρύνοντας τους μειοψηφούντες μετόχους να προτιμούν τη δικαστική οδό αντί της διαπραγμάτευσης, παραγνωρίζει κάποιους περιορισμούς, όπως μεταξύ άλλων ότι η πρώτη οδός είναι αβέβαιη, ιδιαίτερος κοστοβόρα και ριψοκίνδυνη¹²⁹.

¹²⁶ Porzecanski C. Arturo (2015), σελ. 5-6

¹²⁷ Alvarez E. Jose and Topalian Gustavo (2012), σελ. 491, 495

¹²⁸ Porzecanski C. Arturo (2015), σελ. 1

¹²⁹ Alfaro Laura (2014), σελ. 3

B.5. Ο ρόλος του Δ.Ν.Τ.

Η χρεοκοπία της Αργεντινής το 2001, άλλαξε τους κανόνες του παιχνιδιού στη δανειοδότηση κρατών. Στα μέσα της δεκαετίας του 1990, οι πιστώσεις που παρείχε το Δ.Ν.Τ. (και το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ) ως επείγουσα χρηματοδότηση, θεράπευαν τις κρίσεις ρευστότητας σε χώρες όπως το Μεξικό και τις τίγρεις της ανατολικής Ασίας¹³⁰. Αναμφισβήτητα, προέκυπτε ένα διττής φύσης πρόβλημα ηθικού κινδύνου. Αφενός, η παροχή ενός ελαττωματικού κινήτρου στα κράτη-χρεώστες. Ακόμα και εάν είναι βάσιμη η υπόθεση ότι οι παρεμβάσεις του Δ.Ν.Τ. δεν είχαν ως πρωταρχικό σκοπό την αποκατάσταση του οικονομικού προβλήματος της εκάστοτε χώρας, αλλά την αποτροπή διάδοσης της κρίσης στο διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα, η βεβαιότητα της διάσωσης διάβρωνε την αναγκαιότητα του συνετού δανεισμού. Αφετέρου, εξίσου ελαττωματικό κίνητρο παρεχόταν και στους ιδιώτες δανειστές, δεδομένου ότι σημαντικό μέρος της χρηματοδότησης του Δ.Ν.Τ. κατέληγε στην αποπληρωμή κρατικών οφειλών στις τράπεζες και στους ομολογιούχους. Ωστόσο, η χρεοκοπία της Αργεντινής, αλλά και της Ρωσίας¹³¹, έβαλε τέλος στην προσδοκία ότι όλες οι μεγάλες οικονομίες θα διασώζονται. Η δημιουργική ασάφεια περιγράφει πλέον τη στάση του επίσημου τομέα, ενώ ο ιδιωτικός τομέας πρέπει να ενεργεί αναλαμβάνοντας τον κίνδυνο¹³².

Η σχέση της Αργεντινής και του Δ.Ν.Τ. ήταν ιδιάζουσα κατά την περίοδο που ακολούθησε τη χρεοκοπία. Η αναδιάρθρωση του χρέους έλαβε χώρα σε ένα πλαίσιο συγκρουσιακού χαρακτήρα μεταξύ των δύο μερών. Το πιο ασυνήθιστο χαρακτηριστικό στην ανωτέρω διαδικασία ήταν ότι το Ταμείο δε συμμετείχε στο σχεδιασμό και στη διαχείριση της αναδιάρθρωσης του χρέους, ούτε ενεπλάκη στον έλεγχο των υπολογισμών που έκανε η χώρα για τη διαμόρφωση των προτάσεων της προς τους πιστωτές. Αυτές οι περιστάσεις δεν είχαν προηγούμενο στο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα, έτσι όπως αυτό διαμορφωνόταν από την δεκαετία του 1970¹³³.

Θα μπορούσε το Δ.Ν.Τ. να ενεργήσει στο πλαίσιο του ρόλου που του επιφυλάσσει το καταστατικό του, με τρόπο τέτοιο ώστε η κρίση να αποφευχθεί; Οι απόψεις διίστανται, με τους επικριτές να ισχυρίζονται ότι οι νεοφιλελεύθερες πολιτικές του Ταμείου ήταν εκείνες που οδήγησαν τη χώρα στην καταστροφή, και τους έχοντες αντίθετη άποψη να υποστηρίζουν ότι δεν υπήρχε κανένας τρόπος αυτή να αποφευχθεί¹³⁴.

Στα στοιχεία του πίνακα που ακολουθεί, αποτυπώνονται τα τελευταία δάνεια που έλαβε η Αργεντινή από το Δ.Ν.Τ, τα οποία, όπως προαναφέρθηκε, έχει εξοφλήσει πλήρως.

Πίνακας 1: Οι τελευταίοι χρηματοοικονομικοί διακανονισμοί της Αργεντινής με το Δ.Ν.Τ.

<u>Latest Financial Arrangements:</u>				
<u>Type</u>	<u>Date of Arrangement</u>	<u>Expiration Date</u>	<u>Amount Approved (SDR Million)</u>	<u>Amount Drawn (SDR Million)</u>
Stand-By	Sep 20, 2003	Jan 05, 2006	8,981.00	4,171.00
Stand-By	Jan 24, 2003	Aug 31, 2003	2,174.50	2,174.50
Stand-By	Mar 10, 2000	Jan 23, 2003	16,936.80	9,756.31
of which SRF	Jan 12, 2001	Jan 11, 2002	6,086.66	5,874.95

Πηγή: Διεθνές Νομισματικό Ταμείο,

www.imf.org/external/np/fin/tad/exfin2.aspx?memberKey1=30&date1key=2015-11-05

¹³⁰ Χονγκ-Κονγκ, Σιγκαπούρη, Νότια Κορέα, Ταϊβάν

¹³¹ Πρόκειται για τη χρεοκοπία της Ρωσίας που έλαβε χώρα τον Αύγουστο του 1998

¹³² Bratton W. William (2004), σελ. 9

¹³³ Damill Mario, Frenkel Robert and Rapetti Martin (2006), σελ. 5

¹³⁴ Teunissen Jan Joost and Akkerman Age (2003), σελ.12

B.6. Καταληκτικές παρατηρήσεις

Σε έναν εντυπωσιακό βαθμό, η κρίση της Αργεντινής περιλάμβανε τρωτά σημεία τα οποία ήταν ήδη παρόντα ή διαμορφώνονταν κατά τη δεκαετία του 1990, την περίοδο της οικονομικής άνθισης- οπότε και η χώρα θεωρούνταν υπόδειγμα. Τα στοιχεία κλειδιά για την ευάλωτη κατάσταση ήταν η δυναμική του δημοσίου χρέους, ο περιορισμός της νομισματικής πολιτικής που επιβλήθηκε από την πρόσδεση του εθνικού νομίσματος στο αμερικάνικο δολάριο, και διαρθρωτικές αδυναμίες. Υπήρχε χαμηλή αίσθηση του επείγοντος να αντιμετωπιστούν αυτά τα σημεία εκείνο τον καιρό, δεδομένης της ευρείας προθυμίας να ερμηνευθεί η άνθιση ως η απαρχή μιας νέας εποχής με σταθερά υψηλότερη ανάπτυξη που θα βασίζεται σε διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και υγιείς μακροοικονομικές πολιτικές¹³⁵.

Μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας δίνει έμφαση σε έναν ή και περισσότερους από τους ακόλουθους παράγοντες ως πρωταρχικές αιτίες της χρεοκοπίας:

A) Αδύναμη δημοσιονομική πολιτική. Από τον τρόπο με τον οποίο εξελίχθηκε η κρίση κατέστη προφανές ότι επρόκειτο κυρίως για μια κρίση χρηματοδότησης του δημοσίου τομέα. Εάν ο δημόσιος τομέας της Αργεντινής παρήγαγε πλεονάσματα στον κρατικό προϋπολογισμό πριν την επέλευση της κρίσης δεν θα προέκυπτε χρηματοδοτικό πρόβλημα στα τέλη του 2000, για να πυροδοτηθεί η πορεία προς τη χρεοκοπία. Επίσης, θα απολάμβανε μεγαλύτερη ευελιξία κατά την χρήση δημοσιονομικής πολιτικής για την αντιμετώπιση της επίδρασης των δυσμενών κλονισμών (με μια λόγω χάρη επεκτατική δημοσιονομική πολιτική) και δεν θα χρειαζόταν να εξαναγκαστεί σε συσταλτική δημοσιονομική πολιτική την ίδια στιγμή που η οικονομία της κατέρρεε.

B) Ακαμπτο καθεστώς συναλλαγματικής ισοτιμίας. Κάποιοι ισχυρίζονται ότι το δημοσιονομικό πρόβλημα προκλήθηκε από το καθεστώς συναλλαγματικής ισοτιμίας, το οποίο αποδυνάμωσε την ανταγωνιστικότητα και προώθησε το βραχυπρόθεσμο εξωτερικό δανεισμό. Το καθεστώς μετατρεψιμότητας ήταν μια ριψοκίνδυνη επιλογή για την Αργεντινή, επειδή αύξησε το απαιτούμενο επίπεδο δημοσιονομικής πειθαρχίας, καταργώντας σχεδόν την επιλογή έκδοσης νέου χρήματος ως πηγή κρατικών εσόδων και κατέστησε την προσαρμογή στους δυσμενείς κλονισμούς δυσκολότερη, απενεργοποιώντας το εργαλείο της ονομαστικής υποτίμησης του εθνικού νομίσματος.

Γ) Δυσμενείς εξωτερικοί κλονισμοί: Η αδύναμη δημοσιονομική πολιτική μέσα στο πλαίσιο της πρόσδεσης του εθνικού νομίσματος με το αμερικάνικο δολάριο μετατράπηκε σε συνταγή καταστροφής, μόνο όμως όταν η χώρα χτυπήθηκε από μια σειρά δυσμενών κλονισμών στα τέλη του 1990, συμπεριλαμβανομένων μιας αντιστροφής στις ροές κεφαλαίων στις αναδυόμενες οικονομίες ακόλουθης της χρεοκοπίας της Ρωσίας τον Αύγουστο του 1998, της μείωσης της ζήτησης από βασικούς εμπορικούς συνεργάτες κυρίως στη Βραζιλία, της πτώσης στην τιμή του πετρελαίου και άλλων καταναλωτικών αγαθών, της ανατίμησης του δολαρίου σε σχέση με το ευρώ και της υποτίμησης κατά 70% του βραζιλιάνικου εθνικού νομίσματος σε σχέση με το δολάριο το 1999¹³⁶.

Αναφορικά με τη διαδικασία αναδιάρθρωσης του χρέους, ο Porzecanski θεωρεί ότι η Αργεντινή δε δεσμεύτηκε σε έγκαιρες και καλόπιστες διαπραγματεύσεις με τους πιστωτές, αποκλίνοντας από όλες τις βέλτιστες πρακτικές, όπως αυτές καταγράφονται στα «Principles for stable capital flows and fair debt restructuring», για τις οποίες έγινε λόγος στην ενότητα A.4. της παρούσας εργασίας.

¹³⁵ Daseking Christina, Gosh R. Atish, Lane D. Timothy, Thomas H. Alun (2005), σελ.42

¹³⁶ Caprio Gerard (2012), σελ.713

Πίνακας 2: Η συμπεριφορά της Αργεντινής σε σχέση με τις βέλτιστες πρακτικές στη διαχείριση δημόσιου χρέους

	Βέλτιστη πρακτική	Αργεντινή
Συμμετοχή σε τακτικό διάλογο με τους πιστωτές για τις βασικές οικονομικές και χρηματοπιστωτικές πολιτικές	Ναι	Όχι
Σύσκεψη με τους πιστωτές προκειμένου να αντιμετωπιστούν τα προβλήματα εξυπηρέτησης χρέους πριν τη χρεοκοπία	Ναι	Όχι
Αν η αναδιάρθρωση χρέους καταστεί αναπόφευκτη πρέπει να ακολουθήσουν έγκαιρες καλόπιστες διαπραγματεύσεις	Ναι	Όχι
Αποφυγή επιβάρυνσης με νέο χρέος, όταν υφίσταται ήδη υπερχρέωση	Ναι	Όχι
Αναζήτηση λύσης για την ανακούφιση του χρέους κατάλληλης για τη φύση του προβλήματος ρευστότητας ή φερεγγυότητας	Ναι	Όχι
Αναγνώριση των τόκων υπερημερίας και προτιμησιακή μεταχείριση σε σχέση με το οφειλόμενο κεφαλαίο	Ναι	Όχι
Αναζήτηση οικονομικής στήριξης και συνεργασίας από πολυμερείς οργανισμούς	Ναι	Όχι
Μια καλόπιστη εκ των προτέρων πληρωμή ειδικά όταν οι περιστάσεις το επιτρέπουν	Ναι	Όχι
Στόχευση για συμμετοχή των πιστωτών στο 100%, ώστε να αποφευχθούν προβλήματα με εκουσίως απέχοντες ομολογιούχους	Ναι	Όχι

Πηγή: Porzecanski C. Arturo (2015), σελ.10

Σε κάθε περίπτωση και ειδικότερα ως προς την καθυστέρηση για την πραγματοποίηση της αναδιάρθρωσης του χρέους της Αργεντινής, υπάρχει και η άποψη ότι αυτή η επιλογή αποτέλεσε ένα σωστό βήμα για τη χώρα. Σε γενικές γραμμές, η καθυστέρηση είναι αποτελεσματική όταν ο αναμενόμενος ετήσιος ρυθμός αποκατάστασης της οικονομίας είναι υψηλότερος από τα ετήσια επιτόκια. Εάν η διαδικασία αναδιάρθρωσης του χρέους λάμβανε χώρα το 2003, οπότε η οικονομία της χώρας βρισκόταν σε ύφεση, το αποτέλεσμα δεν θα ήταν βιώσιμο (λαμβάνοντας υπόψη ότι το κόστος εξυπηρέτησης χρέους δεν θα πρέπει να υπερβαίνει το 3% του ΑΕΠ). Το 2005, η οικονομία της χώρας βρισκόταν σε ανάκαμψη¹³⁷. Επιπλέον, σύμφωνα με τους Douglas, Pauwelyn και Vinuales (2014), η Αργεντινή δεν μπορεί να αποπληρώσει κάθε ξένο επενδυτή που έχασε χρήματα ως συνέπεια της οικονομικής κρίσης. Ακόμη και εάν αυτό ήταν οικονομικά εφικτό, δεν θα ήταν πολιτικά εφικτό. Όχι όταν η κρίση επέβαλε τόσο βαρύ κόστος στον πληθυσμό της χώρας. Θα πρέπει ενδεχομένως να δοθεί από τα δικαστήρια μια άλλη ερμηνεία των «εύλογων προσδοκιών» (legitimate expectations), υπό την έννοια ότι δε θα μπορούσε κανείς να περιμένει πλήρη αποπληρωμή από μια χώρα με μακρά ιστορία χρεοκοπιών και ανορθόδοξη οικονομική συμπεριφορά¹³⁸.

¹³⁷ Dhillon Amrita, Garcia-Fronti Javier, Ghosal Sayantan and Miller Marcus (2005), σελ.5-6

¹³⁸ Douglas Zachary, Pauwelyn Joost and Vinuales E. Jorge (2014), σελ.488

Η Αργεντινή σήμερα

Η νέα κυβέρνηση που θα αναδειχθεί από τις εκλογές της 25^{ης} Οκτωβρίου 2015 έχει να αντιμετωπίσει μια σειρά προκλήσεων σχετικά με την οικονομία της χώρας, όπως ένα δημοσιονομικό έλλειμμα της τάξης του 7% του ΑΕΠ, το οποίο επί του παρόντος χρηματοδοτείται από έκδοση νέου χρήματος, πληθωρισμό, ο οποίος σύμφωνα με εκτιμήσεις ιδιωτικών εταιρειών ανέρχεται σε 20%, υπερτιμημένο νόμισμα με αυξανόμενη μαύρη αγορά, ένα γρήγορα εξατμιζόμενο πλεόνασμα στο εμπορικό ισοζύγιο, ελέγχους κεφαλαίου και μειούμενα αποθεματικά σε ξένο συνάλλαγμα. Η χρεοκοπία και οι δικαστικές διαμάχες για το χρέος έχουν αποδώσει στην Αργεντινή το στίγμα του οικονομικού παρία. Η διευθέτηση των θεμάτων με τους εκουσίως απέχοντες ομολογιούχους, ελπίζουν κάποιοι πως θα δημιουργήσει ένα κύμα κεφαλαιακών εισροών. Οι υποστηρικτές της μέχρι σήμερα πολιτικής της κυβέρνησης (μετά το 2001), προτάσσουν την ισχυρή οικονομική ανάπτυξη, - 9,5% αύξηση του ΑΕΠ το 2010, αλλά μόνο 0,5% το 2014- και τα γενναιόδωρα κοινωνικά προγράμματα. Οι αποδοκιμάζοντες από την άλλη πλευρά, ισχυρίζονται ότι οι κοινωνικές χορηγίες εξανεμίζονται από τον υψηλό πληθωρισμό, με μία ένδειξη να αποτελεί το ποσοστό ανθρώπων που ζουν κάτω από το όριο της φτώχειας (αποδοχές λιγότερο από 220 δολάρια το μήνα) το οποίο αυξήθηκε από 25% το 2011 σε 29% το 2014¹³⁹.

Στη συνάντηση της 9^{ης} Οκτωβρίου του 2015 στο Δ.Ν.Τ., ο Υπουργός Οικονομικών της Αργεντινής, Axel Kiciloff, δήλωσε ότι το οικονομικό μοντέλο ανάπτυξης που ακολουθεί η Αργεντινή από το 2003 θεωρεί την κοινωνική ένταξη και την αναδιανομή εισοδήματος ως προϋπόθεση για την δημιουργία ανάπτυξης και όχι το αντίστροφο όπως υιοθετείται από την κρατούσα οικονομική άποψη. Μεταξύ του 2003 και του 2014, η μέση οικονομική ανάπτυξη ανερχόταν σε πάνω από 5,75%, και το κατά κεφαλή ΑΕΠ παρουσίασε μια μέση ετήσια αύξηση της τάξης του 4,6%, ενώ καταγράφηκε σημαντική μείωση της φτώχειας, της ανεργίας και της ανισότητας¹⁴⁰.

¹³⁹ Mander Benedict (2015)

¹⁴⁰ International Monetary and Financial Committee (2015b), σελ.8-9

Γ. Η περίπτωση της Ισλανδίας

Τον Οκτώβριο του 2008, η Ισλανδία –σκαρφαλωμένη στην κορυφή της διεθνούς ευτυχίας και ικανοποίησης, μια μικρή, φτωχή χώρα που είχε γίνει πλούσια- συνετρίβη στη γη¹⁴¹. Η κατάρρευση των Kaupthing, Glitnir και Landbanski, τριών διεθνώς ενεργών τραπεζών της Ισλανδίας, αποτέλεσε μια χρηματοπιστωτική κρίση, η οποία μετεξελίχθηκε σε νομισματική και κλιμακώθηκε σε κρίση χρέους με σοβαρές διεθνείς επιπτώσεις¹⁴².

Γ.1. Πριν τη χρεοκοπία

Η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα στην Ισλανδία ξεκίνησε το 1979, όταν το χρηματοπιστωτικό σύστημα βρισκόταν σε κρίση μετά από μια μακρά περίοδο πολιτικής εμπλοκής και οικονομικής καταστολής¹⁴³. Τις δεκαετίες που ακολούθησαν, το σύστημα μεταβλήθηκε μέσω ιδιωτικοποιήσεων και φιλελευθεροποίησης. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι ο φόρος των επιχειρήσεων μειώθηκε από 55% το 1988 σε 15% το 2008, και ο πληθωρισμός μειώθηκε από διψήφιους αριθμούς σε 2-3% τα έτη 1992, 1993, αφού η κεντρική τράπεζα ξεκίνησε να χρησιμοποιεί τα επιτόκια στη νομισματική της πολιτική. Οι μεταρρυθμίσεις κλιμακώθηκαν με την προσχώρηση της Ισλανδίας στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο το 1994. Μια ειδική συμφωνία μεταξύ Ε.Ε. και Ισλανδίας (EFTA Agreement)¹⁴⁴ έδωσε στην τελευταία πρόσβαση στην εσωτερική αγορά της Ένωσης και στην ελεύθερη κίνηση αγαθών, υπηρεσιών, κεφαλαίων και ανθρώπων. Η διεθνής ροή κεφαλαίων επιτράπη εκ νέου μετά την κατάρρευση της Islandbanki 60 χρόνια νωρίτερα¹⁴⁵, ενώ υπήρξαν και μεταβολές στη νομοθεσία της χώρας, η οποία μέχρι τότε δεν επέτρεπε στα πιστωτικά ιδρύματα να παρέχουν και επενδυτικές υπηρεσίες.

Στις αρχές του 1990, το ενεργητικό του συνόλου του χρηματοπιστωτικού τομέα της Ισλανδίας ανερχόταν σε 97% του ΑΕΠ της, και τα ίδια κεφάλαια σε 7,3% επί του ΑΕΠ. Όλες οι τράπεζες είχαν υποφέρει σημαντικές ζημιές από δάνεια κατά την ύφεση του 1989¹⁴⁶, παρόλο που το κράτος είχε χορηγήσει πόρους για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια που προέρχονταν από τη βιομηχανία αλιείας. Ωστόσο, με το που ελαχιστοποιήθηκαν οι περιορισμοί κεφαλαιακής επάρκειας και αγορές χονδρικής τραπεζικής κατέστησαν διαθέσιμες, οι τράπεζες ταχέως επέκτειναν το δανεισμό τους. Με νέα κεφάλαια και άφθονη ξένη ρευστότητα, το επιχειρησιακό χρέος, αποτιμώμενο ως ποσοστό του ΑΕΠ, διπλασιάστηκε από το 1998 έως το 2003. Έως το 2003, μια μέση επιχείρηση είχε αποκτήσει αναλογία χρέους/ ίδια κεφάλαια 150 με 200%, ενώ μια αντίστοιχη σκανδιναβική επιχείρηση διατηρούσε μια αναλογία μόχλευσης περίπου 50%. Σε μελέτη του Δ.Ν.Τ.¹⁴⁷ που εκδόθηκε το 2005, η αναφερόμενη απόκλιση αποδόθηκε στο φορολογικό καθεστώς της Ισλανδίας, το οποίο ήταν ευνοϊκότερο για την έκδοση χρέους σε σχέση την έκδοση μετοχών. Στη μελέτη διαπιστωνόταν ότι ενώ ο τραπεζικός τομέας είναι αρκετά αναπτυγμένος στη χώρα, δε συμβαίνει το ίδιο και με τις αγορές κεφαλαίου, με αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις που προσπαθούν να αντλήσουν κεφάλαια εκδίδοντας μετοχές να αντιμετωπίζουν ενδεχομένως δυσκολίες σε σχέση με τις επιχειρήσεις που δανείζονται¹⁴⁸.

¹⁴¹ Boyes Roger (2010), Ch. I

¹⁴² LaBrosse John Raymond, Olivares-Caminal Rodrigo and Singh Dalvinder (2011), σελ.318

¹⁴³ Baldursson Fridrik Mar and Portes Richard (2014), σελ. 29

¹⁴⁴ Το κείμενο της Συμφωνίας το οποίο τέθηκε σε εφαρμογή από 1 Ιανουαρίου 2014, είναι διαθέσιμο στη σελίδα της Ε.Ζ.Ε.Σ. www.efta.int/legal-texts/eea

¹⁴⁵ Η μοναδική ιδιωτική τράπεζα στην Ισλανδία το 1930, η οποία κρατικοποιήθηκε τον Απρίλιο του ίδιου έτους. Για εμφάνιση στο τραπεζικό σύστημα της εποχής, βλέπε Κεφάλαιο 2 σε Jonsson Asgeir (2009)

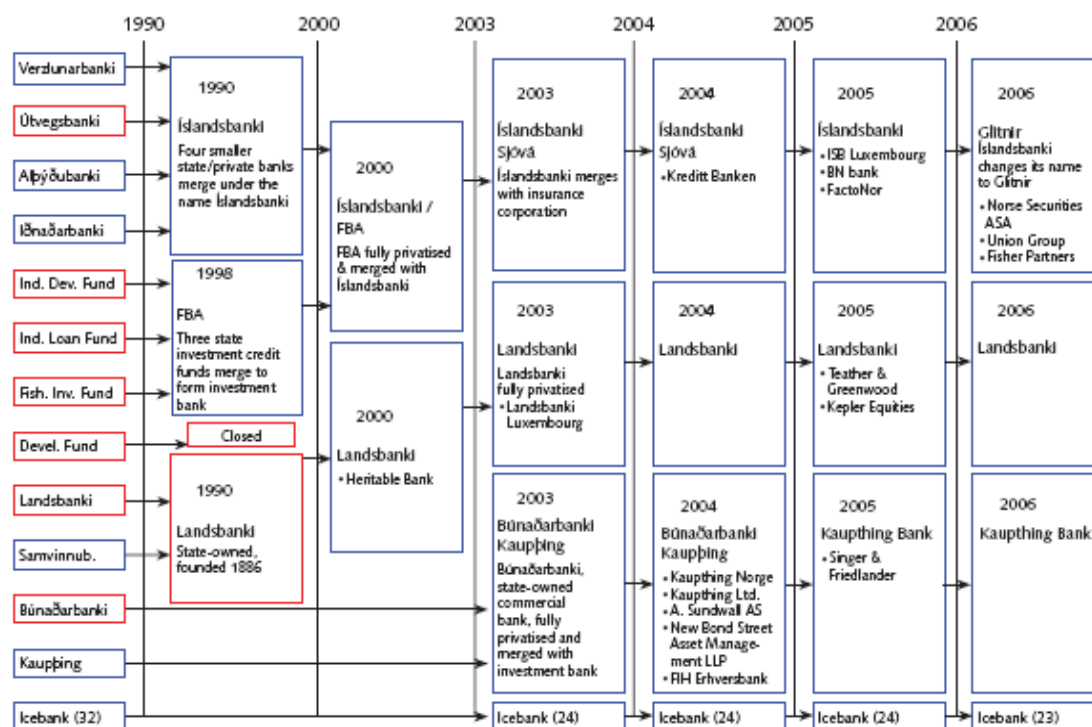
¹⁴⁶ Ύφεση που ξεκίνησε από τον τομέα της αλιείας. Βλέπε Jonsson Asgeir (2009), σελ. 37

¹⁴⁷ International Monetary Fund (2005), σελ. 21

¹⁴⁸ Jonsson Asgeir (2009), σελ. 38, 40-42

Μετά την περίοδο των ιδιωτικοποιήσεων, αναδύθηκαν τρεις μεγάλες τράπεζες (οι οποίες αντιπροσώπευαν το 90% του ισλανδικού τραπεζικού συστήματος)¹⁴⁹, οι Glitnir, Kaupthing και Landsbanki, οι οποίες είχαν διαφορετική ιστορία και σε κάποιο βαθμό διαφορετικές κουλτούρες. Η Kaupthing που ήταν και η μεγαλύτερη, είχε και την πιο επιθετική επιχειρησιακή κουλτούρα και στρατηγική επέκτασης. Το κατωτέρω διάγραμμα απεικονίζει με συνοπτικό τρόπο τις μεταβολές του τραπεζικού συστήματος της χώρας από τις αρχές του 1990 έως το 2006¹⁵⁰.

Διάγραμμα 4: Ιδιωτικοποίηση και εδραίωση των ισλανδικών τραπεζών



Πηγή: Κεντρική Τράπεζα της Ισλανδίας, όπως αναφέρεται σε Baldursson Fridrik Mar, and Portes Richard (2014), σελ. 30

Γ.1.1. Η κρίση του 2006 (Geyser Crisis)

Τα σύννεφα που συγκεντρώνονταν στον ορίζοντα έγιναν για πρώτη φορά ορατά στις αρχές του 2006, έπειτα από μια σειρά διεθνών αναφορών που διατύπωναν αρνητικές προοπτικές για τη μέχρι τότε ακμάζουσα οικονομία της χώρας. Διάφοροι αναλυτές και διευθυντές hedge funds εντόπιζαν σημάδια δημιουργίας φούσκας μετά την εκτεταμένη υπερθέρμανση της οικονομίας. Με ρυθμούς αύξησης του ΑΕΠ 20% την προηγούμενη τριετία, με σχεδόν μηδενική ανεργία και με επιτόκιο κεντρικής τράπεζας 14%, δεν έμοιαζε να υπάρχει χώρος για περαιτέρω ανάπτυξη¹⁵¹. Σε συμφωνία με τα ανωτέρω, το ετήσιο δημοσιονομικό έλλειμμα αυξήθηκε από 3% επί του ΑΕΠ το 2003 σε 20% επί του ΑΕΠ το 2006¹⁵².

¹⁴⁹ Gelpner Anna (2013a), σελ.5

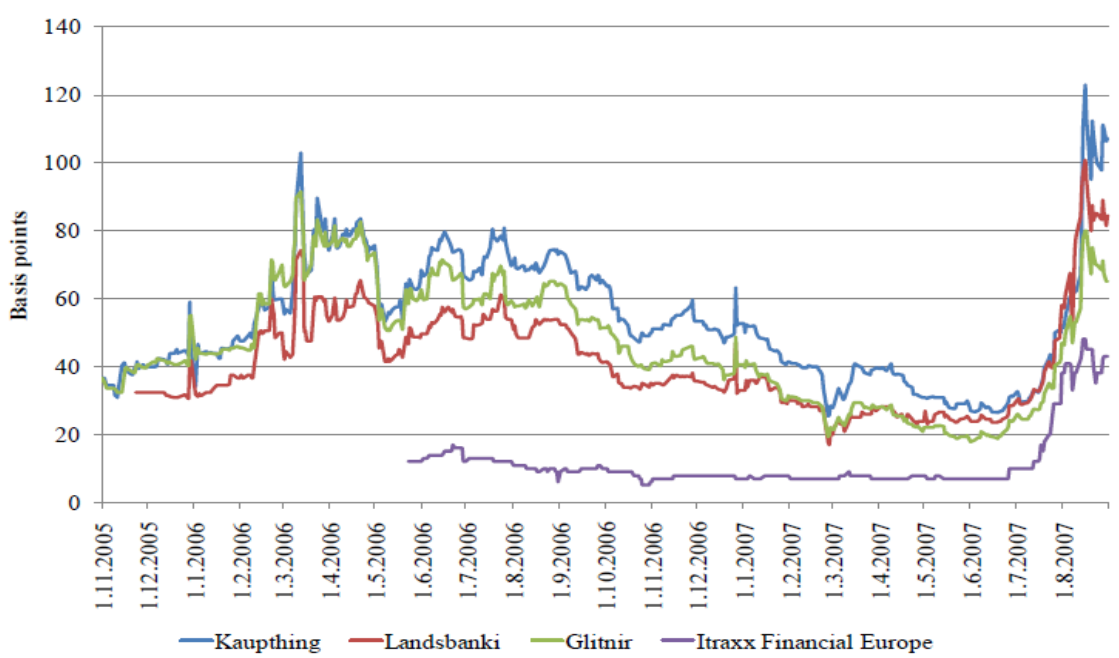
¹⁵⁰ Baldursson Fridrik Mar and Portes Richard (2014), σελ. 29-30

¹⁵¹ Bergmann Eiríkur (2014a), σελ. 89

¹⁵² Toporowski Jan and Michell Jo (2012), σελ. 157

Σε μια αναφορά για την Kaupthing που εκδόθηκε από την Royal Bank of Scotland, εκφράστηκε ανησυχία από τους επενδυτές για την υγεία των ισλανδικών τραπεζών. Με έναν ισολογισμό δυόμιση φορές μεγαλύτερο από το ΑΕΠ της χώρας, η Kaupthing επεκτεινόταν πέρα από τη δυνατότητα της κεντρικής τράπεζας να τη στηρίξει σε μια ενδεχόμενη κρίση. Παρόμοια ήταν η κατάσταση και για τις Glitnir και Landsbanki. Επιπλέον, η υψηλή τιμή της ισλανδικής κορόνας, την καθιστούσε εύκολο στόχο. Στα τέλη του 2005, ομάδες από hedge funds ξεκίνησαν να πωλούν την ισλανδική κορόνα (shorting)¹⁵³. Κάνοντας το ίδιο και για τις συμβάσεις ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης (credit default swaps, στο εξής CDS¹⁵⁴) των μετοχών των ισλανδικών τραπεζών, στοιχημάτιζαν όχι μόνο σε μια βαθιά υποτίμηση του ισλανδικού νομίσματος, αλλά και στο ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θα καταρρευσουν ως αποτέλεσμα¹⁵⁵. Πράγματι τα spreads από τη βάση (αντίστοιχα ευρωπαϊκά χρηματοοικονομικά προϊόντα) τόσο των CDS όσο και των ομολόγων αυξήθηκαν πολύ, όπως προκύπτει και από το κατωτέρω διάγραμμα¹⁵⁶:

Διάγραμμα 5: Τα spreads των CDS των ισλανδικών τραπεζών (5ετή ομόλογα υψηλής εξασφάλισης, Ιούλιος 2005-Αύγουστος 2007)



Πηγή: Baldursson Fridrik Mar, and Portes Richard (2014), σελ. 35

¹⁵³ Μία τράπεζα ή μια επιχείρηση βρίσκεται σε *short position*, όταν πωλεί περισσότερο νόμισμα από όσο αγοράζει. Τούτο σημαίνει πρακτικά ότι ο πωλητής του νομίσματος αναμένει πτώση της τιμής του. Αναλυτικότερη επεξήγηση σε Martineau Harriet and Feller Daniel (2000), σελ. 112

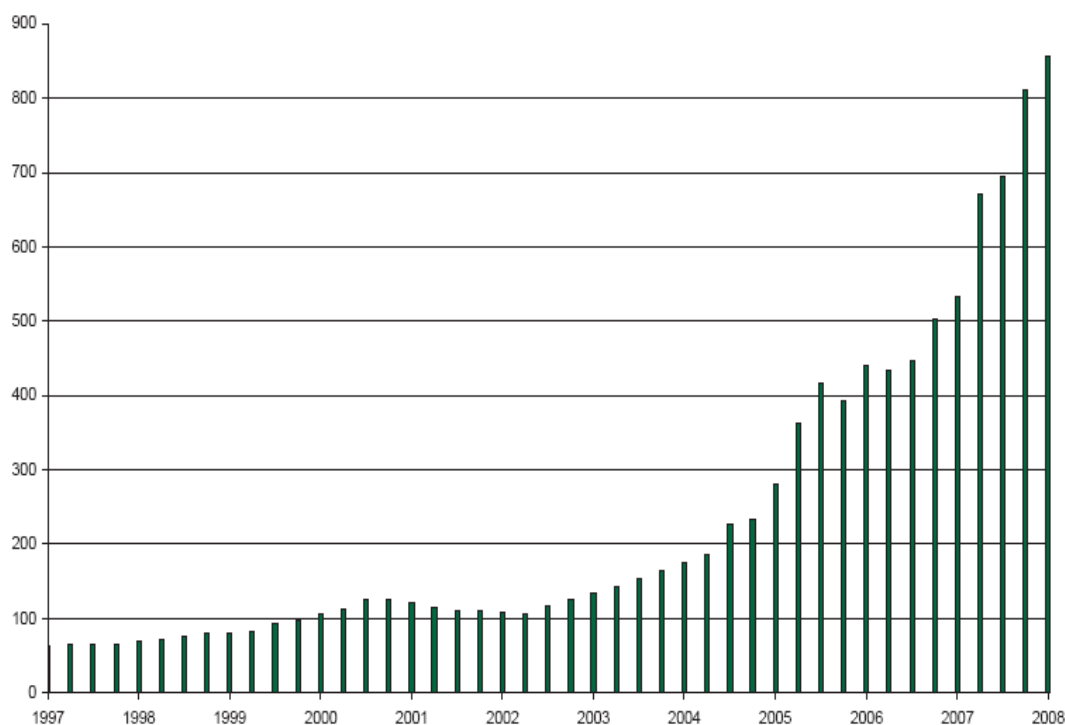
¹⁵⁴ Το CDS είναι μία σύμβαση-πιστωτικό παράγωγο, στην οποία ο αγοραστής ασφαλίζει ένα ορισμένο χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο από τον κίνδυνο χρεοκοπίας, καταβάλλοντας ασφάλιστρα. Το spread ενός CDS είναι συγκρίσιμο με την απόδοση ενός ομολόγου. Η αύξηση συνεπώς του spread του CDS μιας επιχείρησης αποτελεί ένα δείκτη υψηλότερου κινδύνου χρεοκοπίας, και υψηλότερου κόστους δανεισμού. Ο εν λόγω τύπος σύμβασης εκδόθηκε πρώτη φορά το 1997 από την JP Morgan, και όλοι οι εκδότες στη συνέχεια φρόντισαν να τον τιτλοφορήσουν «ανταλλαγή» αντί για «ασφάλιση», καθώς η αγορά παροχής υπηρεσιών ασφάλισης ήταν υποκείμενη σε ρύθμιση. Επομένως, το εμπόριο των CDS ήταν μια εξωχρηματοπιστωτική αγορά, χωρίς ορατότητα του πραγματικού όγκου και των συμμετεχόντων. Επιπλέον, η απουσία ρύθμισης επέτρεπε στον οποιοδήποτε με επάρκεια χρηματικών πόρων να αγοράζει και να πωλεί ασφάλιση χρεοκοπίας, χωρίς καν να διαθέτει το ασφαλισμένο προϊόν. Jonsson Asgeir (2009), σελ. 61-62

¹⁵⁵ Bergmann Eiríkur (2014a), σελ. 89

¹⁵⁶ Baldursson Fridrik Mar and Portes Richard (2014), σελ. 35

Ως αποτέλεσμα αυτών των δεικτών, ο οίκος πιστοληπτικής ικανότητας Fitch μετέβαλε το Φεβρουάριο του 2006 τον χαρακτηρισμό των προοπτικών της χώρας από σταθερές σε αρνητικές. Μια σειρά από αρνητικές αναφορές αναλυτών ακολούθησε, με εκείνη της αμερικάνικης τράπεζας Merrill Lynch να ξεχωρίζει¹⁵⁷. Η εν λόγω αναφορά τιτλοφορούταν «Ισλανδικές τράπεζες: Όχι αυτό που νομίζετε» (Icelandic Banks: Not what you are thinking), και δύο εβδομάδες αργότερα ακολούθησε αναφορά από την δανέζικη τράπεζα Danske Bank (Iceland: Geyser Crisis), σύμφωνα με την οποία, η αύξηση του χρέους, της μόχλευσης και της ανάληψης κινδύνου που παρατηρούνταν στην Ισλανδία ήταν σχεδόν άνευ προηγουμένου στη παγκόσμια κοινότητα, (το εξωτερικό χρέος του συνόλου της οικονομίας –όχι μόνο του δημοσίου τομέα- ανερχόταν σε 300% επί του ΑΕΠ της χώρας), ενώ αναμενόταν αύξηση πληθωρισμού σε 10% και σημαντική υποτίμηση του εθνικού νομίσματος¹⁵⁸. Πολλοί σχολιαστές ανέφεραν ότι οι ισλανδικές τράπεζες ήταν too big to fail¹⁵⁹, αλλά και too big to save¹⁶⁰. Ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης και το Δ.Ν.Τ. επεσήμαναν διαρκώς ότι η δημοσιονομική πολιτική δεν ήταν αρκετά περιοριστική κατά περίοδο άνθισης της οικονομίας¹⁶¹.

Διάγραμμα 6: Εξωτερικό χρέος της Ισλανδίας (ως ποσοστό του ΑΕΠ)



Πηγή: Κεντρική Τράπεζα Ισλανδίας, όπως αναφέρεται σε House of Commons (2014)

¹⁵⁷ Baldursson Fridrik Mar and Portes Richard (2014), σελ. 35

¹⁵⁸ Johnsen Gudrun (2014), σελ.84

¹⁵⁹ Κατά τη διάρκεια των χρηματοπιστωτικών κρίσεων, οι αρχές έχουν ένα κίνητρο αποτροπής της πτώχευσης ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, στην περίπτωση που αυτή θέτει σε σοβαρό κίνδυνο το σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την ευρύτερη οικονομία. Συνήθως, οι μεγαλύτερες τράπεζες διαθέτουν συστημική σημασία. Zhou Chen (2010), σελ. 1

¹⁶⁰ Matthiasson Thorolfur (2008), σελ. 16

¹⁶¹ Berend T. Ivan and Berend I. Tibor (2013), σελ.11

Η κρίση του 2006 ήταν μια χρηματοδοτική κρίση, με τα spreads των CDS, που αντανακλούσαν το κόστος δανεισμού των ισλανδικών τραπεζών να αυξάνονται κατά 400% σε μόλις έξι μήνες, από 18 μονάδες βάσης το Σεπτέμβριο του 2005 σε 100 μονάδες βάσης το Μάρτιο του 2006. Η αγορά είχε αρχίσει να αμφιβάλλει για την ποιότητα του ενεργητικού των ισολογισμών των ισλανδικών τραπεζών, αλλά τα στελέχη τραπεζών, οι πολιτικοί της χώρας, ακόμα και η αρμόδια εποπτική αρχή (Financial Supervisory Authority-Fjarmalaeftirlitid-FME) ερμήνευσαν το φαινόμενο ως εχθρική απέναντι στην επιτυχία της Ισλανδίας. Σε μια ομιλία του Jonas Fr. Jonsson, γενικού διευθυντή του FME, τον Απρίλιο του 2008, διατυπώθηκε ότι τα spreads των CDS αυξήθηκαν πέρα από κάθε λογικό επίπεδο, ενώ και ο οίκος πιστοληπτικής ικανότητας Moody's επεσήμανε σε σχετική του αναφορά (Απρίλιος 2008) ότι τα spreads υπερβάλουν τον πιστωτικό κίνδυνο. Ο Jonsson απέδωσε αυτή την εξέλιξη σε λόγους τεχνικούς, ψυχολογικούς και συμπεριφορικούς στη φύση τους, θεωρώντας ότι αποτελεί συνέπεια, μεταξύ άλλων, της όχι και τόσο φιλικής συζήτησης γύρω από τις τράπεζες και την οικονομία της Ισλανδίας.

Ως εκ τούτου, μια εκστρατεία μάρκετινγκ αποτέλεσε τη συντονισμένη προσπάθεια στελεχών των ισλανδικών τραπεζών και του Εμπορικού Επιμελητηρίου της Ισλανδίας για τη διαχείριση της κρίσης. Το Εμπορικό Επιμελητήριο στρατολόγησε τον διεθνούς φήμης οικονομολόγο Frederick Mishkin για να εκπονήσει μία αναφορά για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα της χώρας σε συνεργασία με έναν Ισλανδό καθηγητή οικονομίας, τον Tryggvi Thor Herbertsson. Το αναφερόμενο εγχείρημα επιτυχώς συνεισέφερε στο να ξεπεραστεί η κρίση όσο γρήγορα δημιουργήθηκε- εν πολλοίς όπως οι περίφημοι θερμοπίδακες (geyser) της χώρας¹⁶².

Η επιβίωση από την κρίση σε εκείνο το χρονικό σημείο επετεύχθη και για άλλους λόγους. Όπως αναγνωρίζει και ο Armann Thorvalddsson, ηγετικό στέλεχος ισλανδικής τράπεζας, «Εκείνο που τελικά έσωσε την κατάσταση ήταν το γεγονός ότι ο κόσμος πνιγόταν ακόμη σε ρευστότητα. Παρόλο που η ευρωπαϊκή αγορά ομολόγων είχε κορεστεί από έκθεση σε προϊόντα ισλανδικών τραπεζών, υπήρχαν διαθέσιμοι πόροι από άλλες αγορές, με το ανάλογο κόστος». Οι συμμετέχοντες στην αγορά συνειδητοποίησαν ότι οι ισλανδικές τράπεζες είχαν ακόμη πρόσβαση σε χρηματοδότηση και δεν αντιμετώπιζαν προς ώρας προβλήματα ρευστότητας. Επιπλέον, η κεντρική τράπεζα της χώρας αύξησε τα επιτόκια (από 9% σε 12,75%) για να προσελκύσει ξένα κεφάλαια και να αυξήσει τη διεθνή εμπιστοσύνη. Η ισλανδική κορόνα σταθεροποιήθηκε και τα spreads των CDS μειώθηκαν σταδιακά, χωρίς ωστόσο να φτάσουν ποτέ τα προηγούμενα χαμηλά επίπεδα. Από το 2006 έως το 2007, οι τιμές από το κρασί μέχρι τις καλές τέχνες εκτοξεύτηκαν. Ο κάθε Ισλανδός έμοιαζε να έχει γίνει εκατομμυριούχος. Ακόμη και με αυτά τα δεδομένα, οι τράπεζες έγιναν πιο προσεκτικές και προσπάθησαν να βελτιώσουν τη ρευστότητά τους¹⁶³.

Γ.1.2. Η σχέση των ισλανδικών τραπεζών με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Στις αρχές του 2008, οι τρεις ισλανδικές τράπεζες δεν αντιμετώπιζαν απλά έλλειψη ρευστότητας, αλλά και έλλειψη ξένων νομισμάτων και στοιχείων ενεργητικού που θα μπορούσαν να δεσμεύσουν ως εγγυήσεις για νέα δάνεια. Μέσω των παραρτημάτων τους στο Λουξεμβούργο, οι τράπεζες είχαν πρόσβαση σε δανεισμό έναντι εγγυήσεων (collaterals) από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (στο εξής Ε.Κ.Τ.), τις επονομαζόμενες πράξεις αναχρηματοδότησης (main refinancing operations)¹⁶⁴, οι οποίες αποτελούν βραχυπρόθεσμα δάνεια συνήθως διάρκειας μιας εβδομάδας. Υιοθετώντας αυτό που είχαν ακούσει ότι αποτελούσε κοινή πρακτική μεταξύ των ευρωπαϊκών τραπεζών, - και είχαν ήδη πραγματοποιήσει επιτυχώς εντός των συνόρων τους με άντληση δανείων από την κεντρική τράπεζα της Ισλανδίας -, άρχισαν να εκδίδουν ομόλογα αποτιμώμενα σε ευρώ, τα οποία αντάλλασσαν μεταξύ τους και προσέφεραν στη συνέχεια ως εγγυήσεις έναντι δανεισμού από

¹⁶² Johnsen Gudrun (2014), σελ.85-87

¹⁶³ Bagus Philipp and Howden David (2011), σελ.75-76

¹⁶⁴ Για τις εν λόγω πράξεις βλέπε στην ιστοσελίδα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html

την Ε.Κ.Τ. (αυτές οι ανταλλαγές ομολόγων απαντώνται συχνά στη βιβλιογραφία και ως *love letters*). Δεν υπήρχε επομένως πραγματικός επενδυτής που αγόραζε τα εν λόγω ομόλογα, ούτε προσέφεραν πραγματικό χρήμα οι τράπεζες για να τα αποκτήσουν. Συνεπώς, στην πραγματικότητα τύπωναν χρήμα απευθείας από την Ε.Κ.Τ.¹⁶⁵.

Τα δάνεια έναντι εγγυήσεων των ισλανδικών τραπεζών από την Ε.Κ.Τ. αυξήθηκαν κατά 2,5 δισεκατομμύρια ευρώ από το Φεβρουάριο του 2008 έως τον Απρίλιο του ίδιου έτους, εξέλιξη που τράβηξε την προσοχή της τελευταίας. Σε συνάντηση που είχε ο πρόεδρος της Ε.Κ.Τ., Jean-Claude Trichet με τον κυβερνήτη της κεντρικής τράπεζας της Ισλανδίας, David Odsson, στις 28 Απριλίου 2008, υπήρξε μια άτυπη συμφωνία να περιοριστεί η χρήση από την πλευρά των ισλανδικών τραπεζών των χρεογράφων που κατείχε η μία έναντι της άλλης ως εγγυήσεις απέναντι στην Ε.Κ.Τ. Ωστόσο, τα δάνεια έναντι εγγυήσεων από την Ε.Κ.Τ. αυξήθηκαν περαιτέρω σε 4,5 δισεκατομμύρια ευρώ στο τέλος του Ιουνίου του 2008. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα τη ρητή πλέον απαγόρευση της Ε.Κ.Τ. ένα μήνα μετά, να δέχεται ως εγγυήσεις αυτά τα ομόλογα.¹⁶⁶

Στη συνέχεια, οι ισλανδικές τράπεζες άρχισαν να μειώνουν το δανεισμό τους από την Ε.Κ.Τ., ενώ αντικαθιστούσαν σταδιακά τις εγγυήσεις με τίτλους που βασίζονταν στο ενεργητικό τους, και αποτιμούνταν ως εκ τούτου σε ισλανδικές κορόνες. Αυτοί οι τίτλοι παρέμεναν στα βιβλία της Ε.Κ.Τ. ως εγγυήσεις και μετά την κατάρρευση των τραπεζών τον Οκτώβριο του 2008. Τον Μάιο του 2010, η ισλανδική κεντρική τράπεζα αγόρασε τα αναφερόμενα περιουσιακά στοιχεία με μεγάλη έκπτωση.¹⁶⁷

¹⁶⁵ Johnsen Gudrun (2014), σελ.97

¹⁶⁶ Icelandic parliament (2010), σελ.44-45

¹⁶⁷ Johnsen Gudrun (2014), σελ. 105-106

Γ.2. Η χρεοκοπία του 2008

Στα οικονομικά στοιχεία του πρώτου εξαμήνου του έτους που δημοσιεύτηκαν τον Αύγουστο του 2008, οι τρεις βασικές τράπεζες της Ισλανδίας εμφάνιζαν ρευστότητα επαρκή για την κάλυψη των δανείων τους τους ερχόμενους 12 μήνες. Τα αναφερόμενα στοιχεία δεν ήταν λεπτομερή, και εκ των υστέρων αποδείχθηκαν μάλλον αισιόδοξα¹⁶⁸. Πράγματι, η κατάρρευση της Lehman Brothers μερικές εβδομάδες αργότερα (Σεπτέμβριος 2008), η οποία σηματοδότησε την απαρχή της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης¹⁶⁹, υπήρξε καταστρεπτική για τη θέση ρευστότητας των τραπεζών, όμως οι αναφορές του Αυγούστου απέκρυπταν σοβαρές αδυναμίες. Η κεντρική τράπεζα, ως αρμόδια για τον έλεγχο της ρευστότητας των τραπεζών, είχε την εξουσία να ζητήσει περαιτέρω πληροφορίες. Βέβαια στο σημείο εκείνο, είναι αμφίβολο εάν η επιβολή οποιουδήποτε δείκτη κάλυψης ρευστότητας θα απέτρεπε την επερχόμενη κατάρρευση¹⁷⁰.

Η παγκόσμια συμπίεση της ρευστότητας επηρέασε τις ισλανδικές τράπεζες, που βασίζονταν κυρίως στην χρηματοδότηση από την αγορά χονδρικής. Οι καταθέσεις λιανικής αντιπροσώπευαν μόνο το 30% των ισολογισμών τους. Η χρηματοδότηση από την αγορά της λιανικής ήταν λιγότερο ευάλωτη στη φυγή κεφαλαίων, σε σχέση με τη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση από την αγορά χονδρικής, δεδομένου ότι οι καταθέτες της πρώτης απολάμβαναν εγγύηση καταθέσεων, ενώ οι τελευταίοι όχι. Το πρόβλημα με τις υπό εξέταση τράπεζες ήταν ότι χρηματοδοτούσαν τις μακροπρόθεσμες απαιτήσεις τους με βραχυπρόθεσμα δάνεια¹⁷¹, τα οποία έπρεπε συνεχώς να μετακυλίνουν. Επιπλέον, τα εν λόγω δάνεια λαμβάνονταν σε ξένο νόμισμα, καθιστώντας με αυτό τον τρόπο μια ενδεχόμενη στήριξη από την κεντρική τράπεζα (η οποία θα αποτιμούταν στο εθνικό νόμισμα) εκ προοιμίου λιγότερο αποτελεσματική¹⁷². Τη δεινή οικονομική κατάσταση στην οποία περιερχόταν η χώρα, αποτύπωνε μεταξύ άλλων και η βαθιά υποτίμηση της ισλανδικής κορόνας (νόμισμα με ελεύθερα κυμαινόμενη συναλλαγματική ισοτιμία από το 2001), η οποία ανήλθε σε 35% σε σχέση με το αμερικάνικο δολάριο και σε 20% σε σχέση με το ευρώ μέσα σε μόλις ένα εξάμηνο (πριν τον Οκτώβριο του 2008)¹⁷³.

Στην ήσυχη πόλη του Ρέικιαβικ, ύποπτες κινήσεις υπουργών της κυβέρνησης και διευθυντών της κεντρικής τράπεζας καταγράφηκαν το πρωί της Κυριακής 27 Σεπτεμβρίου του 2008. Την επομένη ημέρα ανακοινώθηκε ότι η Glitnir, η μικρότερη από τις τρεις ισλανδικές τράπεζες, είχε προσεγγίσει την κεντρική τράπεζα για βοήθεια, εξαιτίας ενός προβλήματος ρευστότητας το οποίο αναμενόταν να εμφανιστεί στα μέσα του Οκτωβρίου. Η έλλειψη εμπιστοσύνης στις προσφερόμενες εγγυήσεις οδήγησε την κεντρική τράπεζα στην απόφαση εξαγοράς του 75% των μετοχών της Glitnir σε πολύ χαμηλή τιμή¹⁷⁴. Η εν λόγω εξαγορά θα ανερχόταν σε 600 εκατομμύρια ευρώ και θα συνεπαγόταν για τους μετόχους απώλεια του 88% της ονομαστικής αξίας των μετοχών τους¹⁷⁵. Στη συνέχεια, οι άλλες δύο τράπεζες απέσυραν τα πιστωτικά τους όρια και ακολούθησε ένας «κλασικός» τραπεζικός πανικός στο παράρτημα Icesave της Landsbanki στο Ηνωμένο Βασίλειο, με την τελευταία να καταρρέει όταν κατέστη αδύνατο να πραγματοποιήσει πληρωμές στους πιστωτές¹⁷⁶. Ενδεικτική ήταν και η προειδοποίηση της αρμόδιας εποπτικής αρχής του Ηνωμένου Βασιλείου μετά την ανάληψη 37 εκατομμυρίων αγγλικών λιρών από το παράρτημα της Kaupthing (Edge) την 30^η Σεπτεμβρίου του 2008¹⁷⁷.

¹⁶⁸ Baldursson Fridrik Mar and Portes Richard (2014), σελ. 9

¹⁶⁹ Miller Seumas in Dobos Ned, Barry Christian and Thomas Pogge Thomas (2011), Ch 2

¹⁷⁰ Baldursson Fridrik Mar and Portes Richard (2014), σελ. 9

¹⁷¹ Ο μετασχηματισμός της ληκτότητας απαιτήσεων (maturity transformation) αποτελεί τη βασική αιτία έκθεσης των τραπεζών στον κίνδυνο ρευστότητας. Γκόρτσος Χρήστος (2011), σελ. 21

¹⁷² Bagus Philipp and Howden David (2011), σελ.80

¹⁷³ Peng Mike (2010), Global Business, Cengage Learning, σελ. 277

¹⁷⁴ Zoega Gylfi (2008), σελ.19-20

¹⁷⁵ Jonsson Asgeir (2009), σελ. 166

¹⁷⁶ Zoega Gylfi (2008), σελ.19-20

¹⁷⁷ Islam Faisal (2013), κεφάλαιο 3

Τελικά, η εξαγορά των μετοχών της Glitnir δεν πραγματοποιήθηκε. Η συζήτησή της από το Διοικητικό Συμβούλιο της τράπεζας, η οποία ήταν προγραμματισμένη για την 11^η Οκτωβρίου δεν έλαβε χώρα, καθώς προηγήθηκε στις 7 Οκτωβρίου η περιέλευσή της σε κατάσταση αναγκαστικής διαχείρισης. Η εν λόγω κρατική ενέργεια πραγματοποιήθηκε με εφαρμογή του Emergency Law, (στον οποίο γίνεται αναφορά παρακάτω), και επαναλήφθηκε την ίδια ημέρα για την Landsbanki, και λίγες ημέρες αργότερα για την Kaupthing¹⁷⁸.

Η απόκριση ήταν χαοτική. Οι διευθυντές της κεντρικής τράπεζας ανακοίνωσαν ένα δάνειο 4 δισεκατομμυρίων ευρώ από τη Ρωσία, ανακοίνωση που αποσύρθηκε στη συνέχεια μέσα σε λίγες ώρες. Αποφάσισαν επίσης να διαμορφώσουν τη συναλλαγματική ισοτιμία, αλλά χωρίς τα απαιτούμενα αποθεματικά σε ξένο συνάλλαγμα, το εν λόγω εγχείρημα απέτυχε¹⁷⁹. Φοβούμενη τις απώλειες για τους καταθέτες της, η κυβέρνηση του Ηνωμένου Βασιλείου επικαλέστηκε αντιτρομοκρατικές διατάξεις για να «παγώσει» τα περιουσιακά στοιχεία των τραπεζών στο Ηνωμένο Βασίλειο, επιταχύνοντας με αυτό τον τρόπο την κατάρρευση της χονδρικής αγοράς του τραπεζικού τομέα της Ισλανδίας.

Η συναλλαγματική ισοτιμία της ισλανδικής κορόνας κατρακύλησε από 90/1 ευρώ στις αρχές του 2008 σε 190/1 ευρώ το Νοέμβριο του 2008, εξέλιξη που σηματοδότησε μια δραματική μείωση της αγοραστικής δύναμης των Ισλανδών. Η αγορά ξένου συναλλάγματος σταμάτησε να λειτουργεί, ενώ η αγορά κεφαλαίου κατέρρευσε κατά 98% το 2008. Το μέσο ακαθάριστο εισόδημα των Ισλανδών, το οποίο ήταν 1,6 φορές υψηλότερο από εκείνο των Η.Π.Α. το 2007, μειώθηκε το Φεβρουάριο του 2009 σε αναλογία 0,8 προς τον ίδιο δείκτη αναφοράς¹⁸⁰.

Σε σύμπτωση με το Δ.Ν.Τ., οι αρχές επέβαλαν ελέγχους στην κίνηση κεφαλαίων, προέβησαν σε πώληση ή ρευστοποίηση περιουσιακών στοιχείων των μικρότερων τραπεζών και σε αναδιάρθρωση των τριών μεγάλων. Το χρέος της κυβέρνησης αυξήθηκε από 30% επί του ΑΕΠ σε 120% επί του ΑΕΠ, κυρίως λόγω της οικονομικής συρρίκνωσης από την κρίση. Το καθαρό κόστος από τις αναδιαρθρώσεις των τραπεζών εκτιμάται περίπου σε 20% επί του ΑΕΠ και αφορά κυρίως στην χρηματοδότηση της κεντρικής τράπεζας¹⁸¹.

¹⁷⁸ Baldursson Fridrik Mar and Portes Richard (2014), σελ. 21-22

¹⁷⁹ Zoega Gylfi (2008), σελ.20

¹⁸⁰ Wade Robert (2009), σελ.12

¹⁸¹ Gelper Anna (2013a), σελ.5-6

Γ.3. Οι αναδιαρθρώσεις των τραπεζών και άλλες προσπάθειες

Το σχέδιο έκτακτης ανάγκης «wall of shields», το οποίο διαμορφώθηκε από Ισλανδούς ρυθμιστές με τη βοήθεια της JP Morgan, ουσιαστικά συνίστατο σε κρατικοποίηση και δομικές αλλαγές για τις Glitnir και Landsbanki. Το σχετικό νομοσχέδιο που έδινε απεριόριστες σχεδόν εξουσίες στο κράτος ονομάστηκε Emergency Law. Οι εγχώριες και αλλοδαπές λειτουργίες των τραπεζών διαχωρίζονται. Όλες οι καταθέσεις και τα δάνεια των πολιτών της χώρας μεταφέρονται σε νέες τραπεζικές οντότητες, τη «νέα Glitnir» και τη «νέα Landsbanki», οι οποίες συνεχίζουν απρόσκοπτα τη λειτουργία τους στο εσωτερικό της χώρας. Τα αλλοδαπά περιουσιακά στοιχεία παραμένουν εντός των παλαιών τραπεζών και προορίζονται προς πώληση προκειμένου να αποζημιωθούν οι ομολογιούχοι. Σε εύλογο χρονικό διάστημα, τα μεταφερόμενα στις νέες τράπεζες περιουσιακά στοιχεία θα πρέπει να αποτιμηθούν από έναν τρίτο (τελικά από την διεθνή συμβουλευτική εταιρεία Olivier Wyman and Deloitte). Κατόπιν, οι νέες τράπεζες οφείλουν να εκδώσουν ομόλογα βασισμένα στην αποτιμώμενη αξία, ως ένα μέσο πληρωμής των ομολογιούχων¹⁸².

Άλλες προσπάθειες

Στο πλαίσιο της συνολικής προσπάθειας αντιμετώπισης της κρίσης, η Ισλανδία στράφηκε προς την Ευρωπαϊκή Ένωση, υποβάλλοντας αίτηση προσχώρησης τον Ιούλιο του 2009, με την ελπίδα ότι η ενσωμάτωση σε έναν μεγαλύτερο οικονομικό φορέα θα την προστάτευε από τις απότομες μεταβολές του διεθνούς καπιταλισμού. Η επιφύλαξη έγκειτο στην υιοθέτηση του συνόλου των πολιτικών της Ένωσης, μεταξύ των οποίων και η κοινή αλιευτική πολιτική. Η θέση της αλιείας στην ιστορία και οικονομία της Ισλανδίας είναι κεντρική και εκφράστηκε έντονος προβληματισμός σχετικά με το γεγονός ότι οι αποφάσεις στο εξής θα λαμβάνονταν στις Βρυξέλλες και όχι κατ' ανάγκη σε ευθυγράμμιση με τα συμφέροντα της χώρας¹⁸³. Τον Ιούνιο του 2013 η Ισλανδία έθεσε τη διαδικασία προσχώρησης σε αναμονή και τελικά στις 12 Μαρτίου του 2015 τερμάτισε τη διαδικασία, αιτούμενη στις αρμόδιες αρχές της Ευρωπαϊκής Ένωσης να μην θεωρείται πλέον ως υποψήφια προς ένταξη χώρα¹⁸⁴.

Ένα άλλο επακόλουθο της κατάρρευσης των τραπεζών και της οικονομίας της χώρας στα τέλη του 2008, αποτέλεσαν οι ποινικές διώξεις που ασκήθηκαν κατά στελεχών τραπεζών. Το Φεβρουάριο του 2012, εν συνεχεία σχετικών ανακρίσεων, ο πρώην πρόεδρος και ο πρώην γενικός διευθυντής της Kaupthing παραπέμφθηκαν σε δίκη με την κατηγορία της απάτης και της χειραγώγησης αγοράς¹⁸⁵. Άλλες πολύκροτες υποθέσεις περιλάμβαναν την καταδίκη σε φυλακή εννέα μηνών του πρώην γενικού διευθυντή της Glitnir για απάτη, και την καταδίκη σε δύο έτη φυλάκισης του Μονίμου Γραμματέα του Υπουργείου Οικονομικών της Ισλανδίας για εσωτερική πληροφόρηση (insider trading)¹⁸⁶.

¹⁸² Jonsson Asgeir (2009), σελ. 169

¹⁸³ MacDonald B. Scott and Novo Andrew (2011), σελ.133

¹⁸⁴ ec.europa.eu/enlargement/countries/detailed-country-information/iceland/index_en.htm

¹⁸⁵ Chorafas Dimitris (2013), σελ. 322

¹⁸⁶ Bergmann Eiríkur (2014a), σελ. 171

Γ.4. Δικαστικές διαμάχες

Λίγο μετά την κατάρρευση του 2008, είχε καταστεί σαφές από την πλευρά του Δ.Ν.Τ. ότι δε θα συζητούσε την αίτηση της Ισλανδίας για δάνειο, χωρίς η τελευταία να έχει προηγουμένως επιλύσει τις διαφορές της με την αγγλική και την ολλανδική κυβέρνηση αναφορικά με τις καταθέσεις της Icesave (παράρτημα της Landsbanki). Κατά συνέπεια, κάποιες πρώιμες συμφωνίες υπεγράφησαν από τους Ισλανδούς Υπουργούς τον Οκτώβριο και το Νοέμβριο του 2008, ένα μνημόνιο συνεργασίας αρχικά με την ολλανδική κυβέρνηση και στη συνέχεια οι «κατευθυντήριες γραμμές των Βρυξελλών», με εμπλοκή και της Ευρωπαϊκής Ένωσης¹⁸⁷. Στις από κοινού συμφωνηθείσες κατευθυντήριες γραμμές, γινόταν αποδεκτό ότι η ευρωπαϊκή Οδηγία 94/19/EK σχετικά με την εγγύηση καταθέσεων, ήταν σύμφωνα με τη Συμφωνία της EFTA εφαρμοστέα και στις χώρες της εν λόγω Συμφωνίας¹⁸⁸.

Η οικονομική κρίση ακολουθήθηκε άμεσα από πολιτικές αναταραχές και συνεχείς διαδηλώσεις των πολιτών της χώρας. Οι διαμαρτυρίες αυτές, που συνοδεύονταν από το χτύπημα κατσαρολών και τηγανιών και έμειναν γνωστές ως Pot and Pans Revolution, ανάγκασαν την κυβέρνηση σε παραίτηση τον Απρίλιο του 2009. Από τις εκλογές αναδείχθηκε νέα κυβέρνηση συνεργασίας μεταξύ των σοσιαλδημοκρατών κι ενός αριστερού κόμματος¹⁸⁹. Όταν η αριστερή πτέρυγα της νέας κυβέρνησης, επηρεασμένη από τη δυναμική του Pots and Pan Revolution, άρχισε να αμφισβητεί ορισμένα σημεία από τις «κατευθυντήριες γραμμές των Βρυξελλών», ισχυριζόμενη ότι παρανόμως επιβλήθηκαν από τις ξένες δυνάμεις, εκπρόσωποι της χώρας ταξίδεψαν στο Λονδίνο και στη Χάγη για επαναδιαπραγμάτευση των συμφωνηθέντων όρων. Σε αντάλλαγμα της πλήρους ανάληψης εκ μέρους του ισλανδικού κράτους της ευθύνης αποζημίωσης των καταθετών των δυο χωρών (κατά το ποσό που θα υπολειπόταν μετά την ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων της Landsbanki), συμφωνήθηκε μια επταετής περίοδος χάριτος και ένα μειωμένο επιτόκιο (5,5%). Ας σημειωθεί ότι το Ηνωμένο Βασίλειο και η Ολλανδία είχαν οι ίδιες ήδη πληρώσει τους καταθέτες τους. Τα 4,5 δισεκατομμύρια ευρώ, που αποτελούσαν το συνεπαγόμενο κόστος της συμφωνίας, προκάλεσαν αντιδράσεις, καθώς για μια χώρα 300.000 κατοίκων μεταφράζονταν σε μια κατά κεφαλήν επιβάρυνση ύψους 12.000 ευρώ.

Επιφυλάξεις που διατυπώθηκαν στο ισλανδικό κοινοβούλιο προκάλεσαν δεύτερο γύρο διαπραγματεύσεων, με αποτέλεσμα μια περαιτέρω μικρή μείωση του επιτοκίου. Τελικά, η νέα έκδοση της συμφωνίας έγινε αποδεκτή από το κοινοβούλιο της Ισλανδίας το Δεκέμβριο του 2009. Ωστόσο, ο Πρόεδρος της χώρας¹⁹⁰ αρνείται να υπογράψει το νόμο επικύρωσης της συμφωνίας, αφού είχε λάβει σχετική αναφορά υπογεγραμμένη από 60.000 πολίτες, και θέτει το ζήτημα -όπως επιτάσσει το σύνταγμα της χώρας- σε δημοψήφισμα. Μετά την απόρριψη της συμφωνίας από το 90% του εκλογικού σώματος, λαμβάνουν χώρα νέες διαπραγματεύσεις μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών, οι οποίες καταλήγουν σε περαιτέρω μείωση του επιτοκίου (3%). Και αυτή τη φορά, ο Πρόεδρος αρνείται να υπογράψει το νόμο επικύρωσης της συμφωνίας, οδηγώντας τη χώρα σε δεύτερο δημοψήφισμα στις 9 Απριλίου του 2011, κατά το οποίο τα δύο τρίτα του εκλογικού σώματος απορρίπτουν τη νέα συμφωνία. Πλέον, γίνεται φανερό ότι δεν υπάρχει έδαφος για νέα διαπραγμάτευση¹⁹¹.

Η εποπτική αρχή της EFTA¹⁹² προσφεύγει εναντίον της Ισλανδίας ενώπιον του Δικαστηρίου της EFTA¹⁹³, ισχυριζόμενη ότι η χώρα παραβίασε τις υποχρεώσεις που

¹⁸⁷ Bergmann Eirikur (2014b), σελ.3

¹⁸⁸ eng.forsaetisraduneyti.is/news-and-articles/nr/3229 (Iceland's Prime Minister's Office, Agreed Guidelines Reached on Deposit Guarantees, 16.11.2008)

¹⁸⁹ Peng Mike (2010), σελ. 278

¹⁹⁰ Το πολίτευμα της Ισλανδίας είναι προεδρευόμενη κοινοβουλευτική δημοκρατία, στην οποία ο Πρόεδρος συνασκεί με το Κοινοβούλιο τη νομοθετική εξουσία, Government Offices of Iceland, www.government.is/how-iceland-is-governed

¹⁹¹ Bergmann Eirikur (2014b), σελ.19-21

¹⁹² EFTA Surveillance Authority, www.eftasurv.int

¹⁹³ EFTA Court, <http://www.eftacourt.int>

απορρέουν από την ευρωπαϊκή Οδηγία 94/19/EK¹⁹⁴, καθώς δεν εξασφάλισε ένα ελάχιστο ποσό αποζημίωσης στους καταθέτες της Icesave, στο Ηνωμένο Βασίλειο και στην Ολλανδία, εντός των τιθέμενων χρονικών ορίων, με την Ευρωπαϊκή Ένωση ως παρεμβαίνουσα προς στήριξη του αιτήματος.

Η απόφαση του Δικαστηρίου στις 28 Ιανουαρίου 2013¹⁹⁵ καθιστά μια πραγματική νίκη για την Ισλανδία, καθώς την απάλλαξε από κάθε κατηγορία για παραβίαση του δικαίου της Ευρωπαϊκής Ζώνης Ελευθέρων Συναλλαγών. Ειδικότερα, το Δικαστήριο αποφάνθηκε ότι οι υποχρεώσεις ενός κράτους της Ε.Ζ.Ε.Σ. σε σχέση με την Οδηγία περιορίζονταν μόνο στη διασφάλιση ύπαρξης ενός κατάλληλου συστήματος εγγύησης καταθέσεων, και σε καμία περίπτωση δε συνάγεται ότι ένα κράτος κληρονομεί αυτόματα τις υποχρεώσεις του συστήματος αυτού, εάν οι πόροι του δεν επαρκούν για την αποζημίωση όλων των καταθετών σε μια συστημική τραπεζική κρίση. Δεν υφίσταται επίσης υποχρέωση για το κράτος σε μια τέτοια περίπτωση να μετατρέψει το ιδιωτικό χρέος μιας πτωχευμένης τράπεζας σε δημόσιο χρέος. Το μέγεθος της κρίσης λήφθηκε επίσης υπόψη, ενώ επισημάνθηκε ότι το ευρωπαϊκό δίκαιο δε ρυθμίζει (το κατά τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο εφαρμοστέο δίκαιο) εξαντλητικά τη διαθεσιμότητα καταθέσεων, η δε επιλογή της μεθοδολογίας αποζημίωσης των καταθετών εναπόκειται στη διακριτική ευχέρεια κάθε κράτους μέλους. Δεδομένου ότι η Ισλανδία θα αποπλήρωνε τους καταθέτες από τη ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων της Landsbanki και μάλιστα χωρίς το όριο¹⁹⁶ της Οδηγίας, δηλαδή χωρίς τη χρήση του συστήματος εγγύησης καταθέσεων δε παραβίαζε το ευρωπαϊκό δίκαιο.

Αυτό δεν αποτέλεσε έκπληξη, δεδομένου ότι η Οδηγία πράγματι δε ρύθμιζε το ζήτημα των συστημάτων εγγύησης καταθέσεων σε τέτοια έκταση. Εκείνο που αντιθέτως προκάλεσε έκπληξη σε κάποιους σχολιαστές, ήταν ότι το Δικαστήριο δεν εντόπισε παραβίαση της αρχής μη διάκρισης των καταθετών. Η αιτιολόγηση έγκειται στην ερμηνεία ότι η εν λόγω αρχή απαιτεί ίση μεταχείριση των καταθετών από το ίδιο το σύστημα εγγύησης καταθέσεων και τον τρόπο που αυτό χειρίζεται τους πόρους του, όμως το εν λόγω σύστημα δεν ενεργοποιήθηκε για τις ισλανδικές τράπεζες. Επιπλέον, δεν υφίσταται διάκριση με βάση την εθνικότητα, καθώς το κριτήριο διαχωρισμού των καταθετών ήταν ο τόπος κατοικίας (κριτήριο που επιτρέπεται για νόμους φορολογικούς και κοινωνικής ασφάλισης), ενώ στόχος του μέτρου δεν ήταν η προστασία των εγχώριων καταθετών σε βάρος των ξένων, αλλά η διασφάλιση ύπαρξης και λειτουργίας του εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Σε κάθε περίπτωση, όπως προαναφέρθηκε, οι ξένοι καταθέτες θα αποζημιωνόνταν και θα προτιμούσαν, σύμφωνα με το Δικαστήριο, να μη βρίσκονται στην ίδια κατάσταση με τους εγχώριους καταθέτες, οι οποίοι λόγω της υποτίμησης του νομίσματος έναντι του ευρώ κατά 50% και των ελέγχων κεφαλαίου, είδαν την αγοραστική τους δύναμη να μειώνεται δραματικά.

Η εν λόγω δικαστική διαμάχη, τερμάτισε κάθε ενδιαφέρον των Ισλανδών προσχώρησης στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Η χρηματοπιστωτική κρίση και η κρίση δημοσίου χρέους στην Ευρωπαϊκή Ένωση, σε συνδυασμό για τη διαμάχη της Icesave αποτέλεσε το τέλειο χρονικό ενός πολιτικού θανάτου. Η νίκη της Ισλανδίας σε αυτή τη διαμάχη αντανακλάται σε μια ερώτηση που έθεσε ο Martin Wolf, εκδότης των Financial Times: *Δεδομένου ότι τα περιουσιακά στοιχεία της πτωχευμένης τράπεζας επαρκούσαν για την πλήρη αποζημίωση των καταθετών, γιατί να απαιτείται μια κρατική εγγύηση;*¹⁹⁷

¹⁹⁴ Οδηγία 94/19/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 30^{ης} Μαΐου 1994, περί των συστημάτων εγγυήσεως και καταθέσεων

¹⁹⁵ Case E-16/11- EFTA Surveillance Authority v. Iceland

¹⁹⁶ 20.000 ecu, άρθρο 7 της Οδηγίας 94/19/EK

¹⁹⁷ Mendez-Pinedo Elvira (2013), σελ.103-108, 110

Γ.5. Ο ρόλος του Δ.Ν.Τ.

Η Ισλανδία υπήρξε η πρώτη αναπτυγμένη χώρα τα τελευταία 30 έτη που ζήτησε βοήθεια από το Δ.Ν.Τ.¹⁹⁸. Στις 25 Νοεμβρίου του 2008, το Ταμείο ενέκρινε ένα Stand-By Arrangement διάρκειας δύο ετών. Το πρόγραμμα εστίαζε σε τρεις στόχους:

Α. Αποτροπή μιας περαιτέρω βαθιάς υποτίμησης της ισλανδικής κορόνας. Η άμεση έμφαση του προγράμματος αφορούσε στη σταθεροποίηση του εθνικού νομίσματος, προκειμένου να μειωθεί ο κίνδυνος περαιτέρω επιβάρυνσης των ισολογισμών των τραπεζών και μιας συνακόλουθης οικονομικής συρρίκνωσης. Ο κίνδυνος αντανάκλα την υψηλή μόχλευση της οικονομίας και το πολύ υψηλό μερίδιο του χρέους που αποτιμάται σε ξένο νόμισμα ή αποτελείται από ομόλογα με ρήτρα πληθωρισμού¹⁹⁹. Για την επίτευξη αυτού του σκοπού, ένας βραχυπρόθεσμος στόχος είναι η αναχαίτιση φυγής κεφαλαίων μέχρι η πρόσβαση των στη ξένη αγορά συναλλάγματος να αρχίσει σταδιακά να κανονικοποιείται, διατηρώντας μια καταλλήλως σφικτή νομισματική στάση στο πλαίσιο μιας ευέλικτης πολιτικής συναλλαγματικών ισοτιμιών. Οι έλεγχοι κεφαλαίου για την ώρα παραμένουν.

Β. Διασφάλιση μεσοπρόθεσμης δημοσιονομικής βιωσιμότητας. Ενώ οι αυτόματοι δημοσιονομικοί σταθεροποιητές θα μπορέσουν να λειτουργήσουν πλήρως το 2009, ένα ισχυρό σταθεροποιητικό δημοσιονομικό πρόγραμμα θα τεθεί σε εφαρμογή το 2010. Αυτό απαιτείται προκειμένου να διασφαλιστεί η μεσοπρόθεσμη δημοσιονομική βιωσιμότητα, λαμβάνοντας υπόψη τη μεγάλη αύξηση του δημόσιου χρέους.

Γ. Διαμόρφωση μιας ολοκληρωμένης στρατηγικής για την αναδιάρθρωση των τραπεζών. Η στρατηγική περιλαμβάνει μέτρα για να διασφαλίσει μεταξύ άλλων, τη δίκαιη αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων και τη μεγιστοποίηση της ανάκτησης του ενεργητικού των τραπεζών, καθώς και την ενδυνάμωση των εποπτικών πρακτικών. Ο διακανονισμός των απαιτήσεων των καταθετών και άλλων πιστωτών με έναν δίκαιο και συνεργατικό τρόπο είναι αναγκαίος για τη διατήρηση της ενσωμάτωσης Ισλανδίας στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα και για την αποκατάσταση της πρόσβασής της στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου²⁰⁰.

Τρία χρόνια μετά την κατάργηση του 2008, η Ισλανδία έχει πραγματοποιήσει μια αξιοσημείωτη οικονομική ανάκαμψη. Τον Αύγουστο του 2011, το Δ.Ν.Τ. ενέκρινε την τελευταία εκταμίευση δόσης ενός προγράμματος που τελικά διήρκεσε 33 μήνες, αλλά πέτυχε όλους τους στόχους. Η οικονομία είχε σταθεροποιηθεί, η δημοσιονομική προσαρμογή υπήρξε επιτυχής, η οικονομική ανάπτυξη επιταχυνόταν και το κράτος κατάφερε να αντλήσει χρηματοδότηση από τη διεθνή αγορά ομολόγων το Μάιο του 2011 σε όρους που θεωρήθηκαν καλοί²⁰¹, ενώ εξόφλησε και το δάνειο του Ταμείου τον Μάρτιο του 2013²⁰².

¹⁹⁸ Danielsson Jon (2008), σελ. 9

¹⁹⁹ Ομόλογα των οποίων η απόδοση, τόσο τα τοκομερίδια όσο και η τελική πληρωμή, συνδέονται με την εξέλιξη του πληθωρισμού. Choudhry Moorad (2002), σελ.157

²⁰⁰ International Monetary Fund (2008)

²⁰¹ Byrne Elaine and Porsteinsson H. Huginn (2012), σελ.137

²⁰² Finel-Honigman Irene and Sotelino Fernando (2015), σελ.109

Γ.6. Καταληκτικές παρατηρήσεις

Η προσέγγιση της Ισλανδίας για το τραπεζικό σύστημα κατά τη διάρκεια του 20^{ου} αιώνα ήταν μακράν πιο επιφυλακτική από την αντίστοιχη προσέγγιση οποιουδήποτε άλλου δυτικοευρωπαϊκού κράτους, και οι υπερβολικοί κυβερνητικοί έλεγχοι διατηρούσαν το χρηματοπιστωτικό σύστημα ανώριμο. Από τη στιγμή που η χώρα έλαβε μέρος στην παγκόσμια επενδυτική φούσκα που αναπτύχθηκε στα τέλη της δεκαετίας 1990, η απουσία θεσμικής μνήμης επέτρεψε σε όλους τους συμμετέχοντες, στελέχη των τραπεζών και κυβερνητικούς αξιωματούχους, να υποτιμήσουν το συστημικό κίνδυνο²⁰³.

Η συχνότερη κριτική που ασκείται στην Ισλανδία για την κρίση του 2008, αφορά στο μη βιώσιμο τραπεζικό μοντέλο της χώρας. Η Ισλανδία αποτέλεσε ένα ίσως μοναδικό παγκόσμιο παράδειγμα μιας πολύ μικρής χώρας-οικονομίας, με δικό της νόμισμα και με ένα διεθνώς ενεργό και εκτεθειμένο τραπεζικό σύστημα, εξαιρετικά δυσανάλογου μεγέθους σε σχέση με το ΑΕΠ της. Ακόμη και εάν οι τράπεζες είναι θεμελιωδώς φερέγγυες, αυτή η σύνθεση μικρού κράτους-αδύναμου νομίσματος καθιστά αδύνατο για την κεντρική τράπεζα να λειτουργήσει ως αποτελεσματικός τελικός αναχρηματοδοτικός δανειστής (lender of last resort) σε ξένο νόμισμα ή/και ως τελικός δημιουργός αγοράς (market maker of last resort). Χωρίς έναν αξιόπιστο τελικό αναχρηματοδοτικό δανειστή, υπάρχει πάντα μια εύκολα διαταρασόμενη ισορροπία, καθώς οι τραπεζικοί πανικοί αποδεικνύονται ικανοί να προκαλέσουν την κατάρρευση ενός φερέγγυου συστήματος λόγω μιας κρίσης ρευστότητας. Αξιοσημείωτη είναι και η δομή της κεντρικής τράπεζας της χώρας, η οποία διοικείται όχι από έναν αλλά από τρεις κυβερνήτες, ένας εκ των οποίων προέρχεται συνήθως από την πολιτική σκηνή της χώρας. Κατά συνέπεια, η διακυβέρνηση της κεντρικής τράπεζας της Ισλανδίας θεωρούνταν πάντα στενά συνδεδεμένη με την κυβέρνηση, εγείροντας αμφισβητήσεις για την ανεξαρτησία της.

Μια άλλη αιτία της κρίσης θεωρείται και η στόχευση της νομισματικής πολιτικής για τον πληθωρισμό. Ο πληθωρισμός κυμαινόταν σε γενικές γραμμές σε υψηλότερα επίπεδα από την τιμή στόχο, και η απόκριση της κεντρικής τράπεζας ήταν η διατήρηση υψηλών επιτοκίων, υπερβαίνοντας ορισμένες φορές το 15%. Σε μια μικρή οικονομία, σαν αυτή της Ισλανδίας, τα υψηλά επιτόκια ενθαρρύνουν τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις να δανείζονται σε ξένο νόμισμα, ενώ προσελκύουν και κερδοσκόπους. Συνεπώς, υπήρξε μια μεγάλη εισροή ξένου νομίσματος, που οδήγησε με τη σειρά της σε ανατίμηση του ισλανδικού νομίσματος, δίνοντας στους κατοίκους μια ψευδαίσθηση πλούτου και ανταμείβοντας τους carry traders. Οι εισροές ενθάρρυναν επίσης την οικονομική ανάπτυξη και τον πληθωρισμό, αποτελέσματα που πυροδοτούσαν εκ νέου αύξηση των επιτοκίων από την πλευρά της κεντρικής τράπεζας και συνετέλεσαν στη δημιουργία φούσκας²⁰⁴.

Η ανατίμηση του νομίσματος ως συνέπεια των αυξημένων κεφαλαιακών εισροών αποτελεί ένα κλασικό μακροοικονομικό φαινόμενο²⁰⁵ και περιπλέκει την οποιαδήποτε στρατηγική της κεντρικής τράπεζας για τη διαχείριση του πληθωρισμού, δεδομένου ότι όταν δεν αποτελεί αντανάκλαση της πραγματικής ευρωστίας της οικονομίας, αλλά συμβαίνει απότομα, μπορεί να οδηγήσει σε έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και σε βαθιά υποτίμηση, στη συνέχεια, του νομίσματος²⁰⁶. Κάποιοι υποστηρίζουν ότι είναι αδύνατο για μία τόσο μικρή και ανοιχτή οικονομία να έχει το δικό της νόμισμα και ανεξάρτητη νομισματική πολιτική και συμβουλεύουν συχνά την υιοθέτηση του ευρώ ή τη μονομερή υιοθέτηση κάποιου άλλου νομίσματος. Ο Petursson (2011) θεωρεί ότι οι οικονομίες αυτές δεν επωφελούνται από ένα καθεστώς κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών, καθώς αυτό μάλλον οξύνει παρά μετριάξει τον επιχειρηματικό κύκλο²⁰⁷. Η παραίνεση για ένταξη της Ισλανδίας στην Ευρωπαϊκή Ένωση βασίζεται, μεταξύ άλλων, και στην σημασία των

²⁰³ Jonsson Asgeir (2009), σελ. 31

²⁰⁴ Danielsson Jon (2008), σελ.10

²⁰⁵ Dasgupta Byasdeb (2013), σελ. 83

²⁰⁶ Mishkin S. Frederic (2007), σελ.391

²⁰⁷ International Monetary Fund (2012), σελ. 21-22

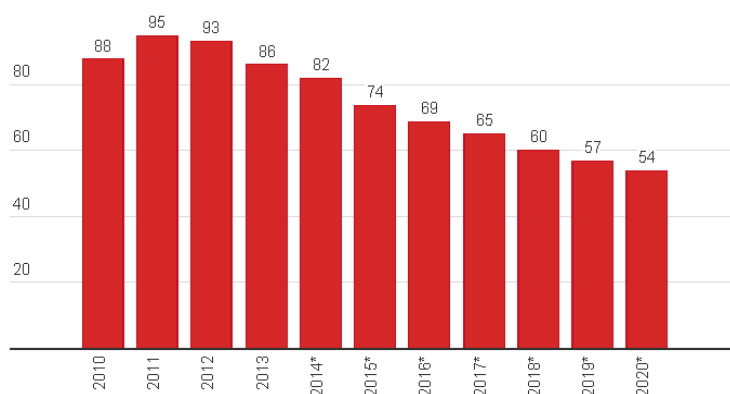
συστημάτων εποπτείας τραπεζών και διαχείρισης κρίσεων, τα οποία είναι δύσκολο να αποτελέσουν αντικείμενο αποτελεσματικής διαχείρισης από μια μικρή χώρα²⁰⁸.

Οι αρχές της Ισλανδίας δεν εκτίμησαν τη σοβαρότητα της κατάστασης πριν την κρίση, παρά τις συνεχείς προειδοποιήσεις από εγχώριες και ξένες αναφορές²⁰⁹. Λάθη δεν έλειψαν και στις πολιτικές αποφάσεις της κυβέρνησης, μετά την εκδήλωση της κρίσης. Η απόφαση της κυβέρνησης να αγοράσει το 75% των μετοχών της Glitnir στις 29 Σεπτεμβρίου του 2008 ενείχε τον κίνδυνο μετατροπής μιας τραπεζικής κρίσης σε κρίση δημοσίου χρέους, παρόλο που τελικά δεν υλοποιήθηκε. Επίσης, η κεντρική τράπεζα ανακοίνωσε μια πρόσδεση της ισλανδικής κορόνας σε ένα νόμισμα-άγκυρα, χωρίς να έχει τα αποθεματικά να την υποστηρίξει, γεγονός που την κατέστησε την πιο βραχύβια πρόσδεση νομίσματος στην ιστορία²¹⁰. Επισημαίνεται ότι για την κατάρρευση των τραπεζών, μερίδιο ευθύνης αποδίδεται και στην ακραία αντίδραση των αρχών του Ηνωμένου Βασιλείου²¹¹. Επιπλέον, οι Wade και Sigurgeirsdottir υποστηρίζουν ότι η απόφαση της κυβέρνησης να χορηγήσει απεριόριστη εγγύηση για τις εγχώριες καταθέσεις καταδεικνύει την ισχυρή θέση της χρηματοπιστωτικής ελίτ στη χώρα, καθώς μια απόφαση για εγγύηση καταθέσεων με όριο τις 5.000.000 ισλανδικές κορόνες (70.000 δολάρια) θα προστάτευε το 95% των καταθετών. Αντιθέτως, η απόφαση για προστασία του 5% των πλουσιότερων εγχώριων καταθετών επιβάρυνε τον κρατικό προϋπολογισμό²¹².

Η Ισλανδία σήμερα

Τα διαγράμματα που ακολουθούν σχετικά με δείκτες της οικονομίας της χώρας, είναι ενδεικτικά της ανάρρωσής της από την κρίση του 2008. Το δημόσιο χρέος έχει καταστεί περισσότερο διαχειρίσιμο, ενώ η απόφαση της χώρας να αποδεχθεί τον πληθωρισμό κατέληξε σε θεαματική μείωσή του²¹³. Επιπλέον, το ποσοστό ανεργίας ανέρχεται για το 2015 σε περίπου 4%.²¹⁴

Διάγραμμα 7: Δημόσιο χρέος της Ισλανδίας ως ποσοστό του ΑΕΠ



Πηγή: Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, όπως αναφέρεται σε Sheffield Hazel (2015)

²⁰⁸ Lane Philip (2008), σελ. 16

²⁰⁹ Danielsson Jon (2008), σελ. 10-11

²¹⁰ Buiters Willem and Sibert Anne (2008), σελ. 24-25

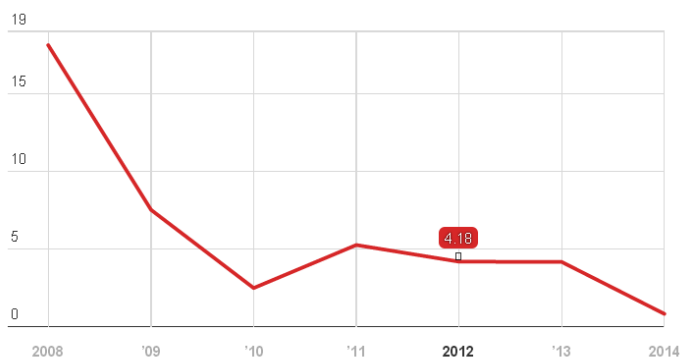
²¹¹ Danielsson Jon (2008), σελ. 11

²¹² Wade Robert and Sigurgeirsdottir Silla (2012), σελ.141

²¹³ Sheffield Hazel (2015)

²¹⁴ www.tradingeconomics.com/iceland/unemployment-rate

Διάγραμμα 8: Πληθωρισμός στην Ισλανδία (δείκτης CPI)



Πηγή: *Central Statistics Office of Ireland, όπως αναφέρεται σε Sheffield Hazel (2015)*

Το Δ.Ν.Τ. σε σχετική πρόσφατη αναφορά του,²¹⁵ σημειώνει ότι στο σύνολό τους, τα μακροοικονομικά μεγέθη της Ισλανδίας διαμορφώνονται στις καλύτερες τιμές από το 2008, αλλά τα κληροδοτούμενα προβλήματα της κρίσης βαραίνουν τις προοπτικές της οικονομίας της. Η χώρα χρησιμοποίησε τον χώρο που της έδωσαν οι έλεγχοι κεφαλαίου, για να παράγει δημοσιονομικά και εμπορικά πλεονάσματα και να ωθήσει το 2015 την οικονομική δραστηριότητα σε επίπεδο υψηλότερο από το προ κρίσης. Παρά τη βελτίωση των συνθηκών, υπάρχει αυξανόμενη κοινωνική πίεση για επιστροφή στην κανονικότητα, καθώς οι έλεγχοι κεφαλαίου έχουν επιβάλει επαχθείς ρυθμίσεις, εγείρουν ανησυχίες σχετικά με τη διαφάνεια, έχουν αυξήσει τα ασφάλιστρα κινδύνου και καθιστούν αδύνατη την άντληση ανταγωνιστικών οφελών από άμεσες ξένες επενδύσεις.

²¹⁵ International Monetary Fund (2015a), σελ. 4

Δ. Σύνοψη και Συμπεράσματα

Εξελίξεις και προοπτικές στο διεθνές οικονομικό δίκαιο

Όπως αποτυπώθηκε και στην πρώτη ενότητα της παρούσας εργασίας, η αρχιτεκτονική του δημόσιου διεθνούς δικαίου στο υπό εξέταση θέμα, αυτό της χρεοκοπίας κράτους, χαρακτηρίζεται από την απουσία ενός συμπαγούς καθεστώτος ρύθμισης. Κάτι τέτοιο προσκρούει, τουλάχιστον μέχρι σήμερα, στην έννοια της κρατικής ασυλίας, ακόμη και μετά τη σχετικοποίησή της, η οποία είναι άμεσα συνυφασμένη με την έννοια της εθνικής κυριαρχίας. Ο πυρήνας μιας χρεοκοπίας κράτους, ο οποίος συνίσταται στους τίτλους χρέους που το κράτος εκδίδει και κάποιος τρίτος αγοράζει στην ελεύθερη διεθνή αγορά κεφαλαίου, είναι εκείνος που με την ίδια τη βούληση των κρατών έχει διαμορφώσει ένα αδρό καθεστώς ρύθμισης, μέσα από διμερείς συμφωνίες κρατών και ρήτρες υπαγωγής σε δικαστήρια τρίτης χώρας ή διαιτητικούς θεσμούς. Οι διμερείς συμφωνίες που εντοπίζονται στην τομή του ιδιωτικού διεθνούς οικονομικού δικαίου με το δημόσιο δίκαιο είναι οι συμφωνίες επενδύσεων (BITs) και στην προσπάθεια των χωρών για προσέλκυση ξένων επενδύσεων, οι οποίες συνεισφέρουν σημαντικά στην οικονομική ανάπτυξη²¹⁶, οι συμφωνίες αυτές περιέχουν όλο και πιο βελτιωμένες ρήτρες για την προστασία του επενδυτή.

Εκείνο που ενδιαφέρει στο μελετώμενο ζήτημα, είναι ο τρόπος εξέλιξης των εν λόγω συμφωνιών και το ενδεχόμενο επέκτασης της παρεχόμενης προστασίας και στους ομολογιούχους. Αν και η ερμηνεία της έννοιας της επένδυσης προκύπτει από την διατύπωση αυτής στην εκάστοτε συμφωνία, είδαμε ότι η αγορά κρατικών ομολόγων ερμηνεύθηκε ως επένδυση –στο πλαίσιο του σχετικού BIT- σε υπόθεση της Αργεντινής ενώπιον του ICSID. Τούτο σημαίνει ότι η αθέτηση πληρωμής των ομολογιούχων δεν είναι θέμα ρυθμιζόμενο αποκλειστικά από την εθνική έννομη τάξη του εκδότη του ομολόγου, η οποία μπορεί να μεταβάλλεται κατά το δοκούν, αλλά θέμα ρυθμιζόμενο από το διεθνές δίκαιο, αφού πρόκειται για παραβίαση διμερούς συμφωνίας κρατών. Της εθνικής έννομης τάξης μπορεί να εκφεύγει και το κρατικό ομολόγο που έχει εκδοθεί υπό αλλοδαπό δίκαιο ή υπάγεται σε δικαιοδοσία δικαστηρίων τρίτων χωρών ή διεθνών διαιτητικών δικαστηρίων. Ωστόσο ακόμα και σε αυτή την περίπτωση, όπως κατέστη φανερό και πάλι στην περίπτωση της Αργεντινής, η εκτελεστότητα των αποφάσεων αυτών παρουσιάζει δυσχέρειες, υπό την έννοια ότι είναι δύσκολος ο εντοπισμός περιουσιακών στοιχείων μιας χώρας εκτός των συνόρων της προς κατάσχεση.

Το κενό του δημοσίου διεθνούς δικαίου που πηγάζει από την απουσία ενός συγκεκριμένου, διεθνούς επίσης, καθεστώτος ρύθμισης, καλύπτουν εν πολλοίς οι πρακτικές αναδιάρθρωσης του χρέους. Αυτός είναι και ο λόγος που οι αναφερόμενες πρακτικές βρίθουν οδηγίων και καινοτομιών. Όπως αναφέρθηκε και στην πρώτη ενότητα, η πιο διαδεδομένη πρακτική, συμβατικής προσέγγισης, είναι οι ρήτρες συλλογικής διαπραγματεύσεως. Επίσης, η ανάγκη προσέλκυσης δανειστών έχει αναγκάσει τα κράτη με πιο αδύναμες οικονομίες να εκδίδουν ομόλογα σε αλλοδαπό δίκαιο (συνήθως κάποιο πιο ευνοϊκό για τον δανειστή), προκειμένου τυχόν μεταβολές των συμβατικών όρων να μην ανήκουν στην διακριτική ευχέρεια του εθνικού νομοθέτη. Επιπλέον, άλλα εργαλεία που δεν αφορούν στον τρόπο αναδιάρθρωσης του χρέους, αλλά σε ενσωμάτωση του κινδύνου χώρας στην απόδοση του ομολόγου, έχουν αναδειχθεί, όπως επί παραδείγματι τα ομόλογα με ρήτρα ΑΕΠ, που είδαμε στην περίπτωση της Αργεντινής και τα ομόλογα με ρήτρα πληθωρισμού, που είδαμε στη περίπτωση της Ισλανδίας. Σε κάθε περίπτωση, παρατηρείται μία σταδιακή οικοδόμηση ενός διεθνούς πλαισίου που διέπει τη χρεοκοπία κράτους, η οποία αν και βελτιωμένης αποτελεσματικότητας σε σχέση με το παρελθόν, χαρακτηρίζεται από μεμονωμένα στοιχεία και δεν αποτελεί μια ολιστική προσέγγιση.

Μια πρόταση ολοκληρωμένης προσέγγισης, όπως αποτυπώθηκε στην πρώτη ενότητα, η οποία υποβλήθηκε το 2002 από την Krueger O. Anne και αφορούσε στη

²¹⁶ Βλέπε προοίμιο των κατευθυντήριων γραμμών της Παγκόσμιας Τράπεζας το 1992, όπως αναφέρεται σε Dolzer Rudolf and Schreuer Christoph (2012), σελ. 5

δημιουργία του μηχανισμού Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM) στο πλαίσιο του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, δεν έγινε τελικά πραγματικότητα. Ωστόσο, η σχετική συζήτηση δεν έχει κλείσει, με τον Boorman Jack²¹⁷, ενδεικτικά, να γράφει ότι τα κόστη και των δύο μερών (πιστωτών και κρατους) από την ασάφεια του status quo είναι περιττώδες μεγάλα, και επομένως απαιτείται η εδραίωση ενός συστήματος που υπόσχεται εύτακτη και χωρίς καθυστερήσεις αναδιάρθρωση του μη βιώσιμου χρέους, ενός συστήματος δηλαδή που να παρέχει μια προβλέψιμη πορεία και κατάληξη. Η Gelpern Anna²¹⁸ πηγαίνει ένα βήμα παραπέρα από τη «θεσμοποίηση» της διαδικασίας αναδιάρθρωσης χρέους, υποστηρίζοντας τη δημιουργία ενός «πτωχευτικού» συστήματος για τα κράτη (δηλαδή ρευστοποίησης περιουσιακών στοιχείων τους για την αποπληρωμή των οφειλών). Θεωρεί ότι ένα τέτοιο σύστημα θα έχει πλεονεκτήματα τόσο για τους πιστωτές, οι οποίοι θα μπορούν να αποζημιωθούν για τις οφειλές τους χωρίς να εμπλακούν σε πολυδάπανες και χρονοβόρες δικαστικές διαμάχες, αλλά και για το κράτος-χρεώστη, δεδομένου ότι η προσφερόμενη ασφάλεια δικαίου και προβλεψιμότητα δεν θα ανακόπτει την οικονομική ανάπτυξη της χώρας, μέσω του αποκλεισμού της από τη διεθνή αγορά κεφαλαίου ή λόγω μιας κοστοβόρας εξυπηρέτησης χρέους. Πέραν της δυσκολίας ενός τέτοιου εγχειρήματος, και του συνυπολογισμού μιας ανάλυσης κόστους (πολιτικού και θεσμικού) –οφέλους, η Gelpern θεωρεί το υφιστάμενο σύστημα αναδιάρθρωσης του χρέους δυσλειτουργικό. Προς την κατεύθυνση της δημιουργίας ενός πιο προβλέψιμου συστήματος στο υπό μελέτη πεδίο, τάσσεται και ο Panizza Ugo²¹⁹, ο οποίος μεταξύ άλλων δίνει έμφαση και στην ορθή αξιολόγηση από τον κάθε τελικό αναχρηματοδοτικό δανειστή (lender of last resort) της φερεγγυότητας του κράτους που αιτείται χρηματοδότηση. Προτείνει δηλαδή ότι σε ένα κράτος που αιτείται χρηματοδότηση, ενώ το χρέος του δεν είναι βιώσιμο, δεν θα πρέπει χορηγείται η αιτούμενη βοήθεια, αλλά να ενεργοποιείται άμεσα η διαδικασία αναδιάρθρωσης χρέους.

Η χρεοκοπία της Αργεντινής

Η χρεοκοπία της Αργεντινής, ήταν το αποτέλεσμα μιας κρίσης χρέους. Όπως αποτυπώθηκε και στις καταληκτικές παρατηρήσεις της εν λόγω μελέτης περίπτωσης, το πρόβλημα του μη βιώσιμου δημοσίου χρέους, εντείνεται και από μια σειρά άλλων αιτιών αναφορικά με τις οικονομικές πολιτικές της χώρας, με τον περισσότερο λόγο να γίνεται για την επιλογή του νομισματικού καθεστώτος. Η Αργεντινή, ως ένα αντιπροσωπευτικό παράδειγμα αναδυόμενης οικονομίας με αυξημένες κεφαλαιακές εισροές τη δεκαετία του 1990, επέδειξε ευπάθεια στους εξωγενείς κλονισμούς, χωρίς αυτό να υποβαθμίζει τη σημασία των αδυναμιών της οικονομίας της. Από τα επιμέρους θέματα που εξετάστηκαν στο θεωρητικό περίγραμμα της παρούσας εργασίας, εφαρμογή είχε και στην περίπτωση της Αργεντινής η θεωρία του προπατορικού αμαρτήματος (original sin), δεδομένου ότι το μεγαλύτερο τμήμα του εξωτερικού χρέους της αποτιμούταν σε αμερικάνικα δολάρια, αφενός γιατί υπήρχε ανάγκη προστασίας του νομισματικού καθεστώτος υπό το νόμο μετατρεψιμότητας, αφετέρου επειδή τα επιτόκια δανεισμού σε πέσο ήταν πολύ υψηλότερα από τα αντίστοιχα σε δολάρια²²⁰.

Μια λογική υπόθεση που προκύπτει από την εξέταση των κινήσεων της κυβέρνησης της Αργεντινής από το χρονικό σημείο της χρεοκοπίας και μετά, είναι ότι η χώρα δεν είχε προβλέψει τις δικαστικές περιπέτειες που ακολούθησαν, ούτε τις πρωτοφανείς εις βάρος της αποφάσεις σε ορισμένες από αυτές. Το συνεπαγόμενο κόστος φήμης, οι επιπτώσεις στην οικονομία της χώρας, αλλά και το πολιτικό κόστος που συνήθως συνοδεύει μια τέτοια απόφαση, θα αποτέλεσαν μεταξύ άλλων επιβραδυντικούς παράγοντες για την εν λόγω απόφαση, παρόλο που αυτή δεν έμοιαζε ως ένα αποτέλεσμα ενδεδειγμένης ανάλυσης κόστους οφέλους, αλλά ως αναπόφευκτη λύση. Αντιθέτως, η καθυστέρηση της διαδικασίας

²¹⁷ Boorman Jack (2003), σελ. 59-60

²¹⁸ Gelpern Anna (2013b), σελ. 1098-1100, 1123

²¹⁹ Panizza Ugo (2013), σελ. 19

²²⁰ Edwards Sebastian (2009), σελ. 314, υποσημείωση 19

αναδιάρθρωσης, ο τρόπος που αυτή πραγματοποιήθηκε, η μεγάλης έκτασης απομείωση που επέφερε στις οφειλές της, αποτέλεσαν σχεδιασμένες κινήσεις της Αργεντινής, οι οποίες αν και τη διατηρούν ακόμη και σήμερα αποκλεισμένη από τη διεθνή αγορά κεφαλαίου και έχουν μειώσει την ελκυστικότητα της στους ξένους επενδυτές, συνέβαλαν (εκ του αποτελέσματος κρίνοντας) στην ανόρθωση της οικονομίας της.

Δριμεία κριτική έχει ασκήσει ο Stiglitz Joseph²²¹ στην πολιτική του Δ.Ν.Τ. σε σχέση με τη χρεοκοπία της Αργεντινής. Θεωρεί ότι πριν την κρίση του 2001, δεν είχαν εντοπιστεί όπως έπρεπε, οι επικείμενοι κίνδυνοι. Εάν κανείς κοίταζε τον κρατικό ισολογισμό, θα καταλάβαινε ότι η οικονομική κατάσταση της χώρας χειροτέρευε, καθώς ρευστοποιούσε περιουσιακά στοιχεία και συσσώρευε υποχρεώσεις, ενώ το Δ.Ν.Τ. εστίαζε μόνο στο δημοσιονομικό έλλειμμα και δήλωνε ικανοποιημένο από την υιοθέτηση των πολιτικών του Washington consensus, αγνοώντας τα προβλήματα. Ενθάρρυνε μάλιστα τους πιστωτές να δανείζουν στην Αργεντινή, την οποία εξήρε συχνά για τον χαμηλό πληθωρισμό και τις άλλες πολιτικές που ακολουθούσε υπό την καθοδήγηση του. Η περίπτωση της Αργεντινής, σύμφωνα με τον Stiglitz, μας δείχνει ότι μια οικονομία που συμπεριφέρεται καλά και δανείζεται μετριοπαθώς μπορεί να καταλήξει με ένα μη βιώσιμο χρέος, εξαιτίας άλλων δυνάμεων που δρουν πέραν του ελέγχου της, αλλά και πόσο εύκολο είναι μια κρίση χρέους να ακολουθηθεί από μια άλλη. Η Αργεντινή με τους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης που κατέγραψε μετά την χρεοκοπία, έδειξε ότι υπάρχει ζωή και μετά από αυτή.

Η χρεοκοπία της Ισλανδίας

Η χρεοκοπία της Ισλανδίας αποτελεί μια σπάνια περίπτωση χρεοκοπίας κράτους, καθώς προκλήθηκε εξολοκλήρου από μια συστημική τραπεζική κρίση, η οποία, όπως και στο διάγραμμα 3 της παρούσας εργασίας, εκτίναξε το δημόσιο χρέος με το απαιτούμενο κόστος ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών. Με την οικονομία να βρίσκεται σε άνθιση στις αρχές του 2000, ένας κύκλος Minsky (Minsky effect) έλαβε χώρα στις τράπεζες και στις μη χρηματοπιστωτικές εταιρείες καθώς μείωναν τα αποθεματικά ασφαλείας τους, και ένας δεύτερου γύρου κύκλος Minsky έλαβε χώρα στη δημόσια διοίκηση. Η άνθιση της οικονομίας δημιούργησε εφησυχασμό ως προς τον ρυθμιστικό ρόλο του κράτους και μια γενικότερη χαλάρωση στις διαδικασίες της δημόσιας διοίκησης²²².

Ενδεικτική είναι η αναφορά της Johnsen Gudrun σχετικά με τις αποκρίσεις των μαθητών της σε χρηματοοικονομικά μαθήματα, όταν εκείνη τους δείχνει το γράφημα μεταβολών των spreads των CDS των ισλανδικών τραπεζών, αποκαλύπτοντάς το σταδιακά και ζητώντας από αυτούς να την σταματήσουν στο σημείο εκείνο (στις τιμές δηλαδή των spreads) που θεωρούν ότι θα ήταν αναγκαίο να αναληφθεί δράση. Αν και οι απαντήσεις των μαθητών ποικίλουν σε μεγάλο βαθμό, κανείς δε περιμένει να φτάσουν τα spreads στις 1000 μονάδες βάσης, όπως διαμορφώθηκαν για τις ισλανδικές τράπεζες τον Σεπτέμβριο του 2008²²³.

Ο Wade Robert θέτει έναν προβληματισμό σχετικά με το αν είναι αναγκαίο μετά την κρίση της Ισλανδίας να διαχωριστούν οι εμπορικές από τις επενδυτικές δραστηριότητες των τραπεζών, διότι ο συνδυασμός των κινήτρων της επιδίωξης ιδιωτικού κέρδους με την άμεση πλέον, λόγω του διαδικτύου, διάδοση της αισιοδοξίας και της απαισιοδοξίας (Keynes' animal spirits)²²⁴, μπορεί να αποδειχθεί μοιραία για τη σταθερότητα και το μέλλον του καπιταλισμού, γιατί οι ρυθμιστές του πραγματικού κόσμου δεν είναι σε θέση να σταματήσουν τα σκαμπανεβάσματα των οικονομικών κύκλων²²⁵.

²²¹ Stiglitz Joseph (2006), σελ. 221-224

²²² Wade Robert and Sigurgeirdottir Silla (2012), σελ.141

²²³ Johnsen Gudrun (2014), σελ. 85

²²⁴ Η άποψη του Keynes ότι η οικονομία δεν διακρίνεται μόνο από ορθολογικούς δρώντες αλλά και από τα animal spirits, μη οικονομικά και ανορθολογικά κίνητρα, τα οποία εξηγούν και τις διακυμάνσεις των οικονομικών κύκλων. Akerlof A. George and Schiller J. Robert (2010), σελ. xxiii προοιμίου

²²⁵ Wade Robert (2009), σελ. 32

Εν κατακλείδι

Λαμβάνοντας υπόψη μόνο τις δύο περιπτώσεις που μελετώνται στην παρούσα εργασία, θα λέγαμε ότι οι κρίσεις χρέους μοιάζουν αρκετά σύνθετες, υπό την έννοια ότι περιλαμβάνουν πιο ασαφή (ως προς την συμβολή τους στο τελικό αποτέλεσμα) μίγματα μακροοικονομικών μεγεθών, δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής, επιλογών καθεστώτος συναλλαγματικής ισοτιμίας, καθώς και διαφορετικό βαθμό φιλελευθεροποίησης της οικονομίας και ανοίγματός της στην παγκόσμια αγορά, όσο και από την πληθώρα των διαθέσιμων προς χρήση εργαλείων για τη σύναψη δανειακών συμβάσεων (μεταξύ αυτών το εφαρμοζόμενο δίκαιο και οι ρήτρες υπαγωγής δικαιοδοσίας) και για την αναδιάρθρωση του χρέους. Αντίθετα μια χρηματοπιστωτική κρίση, -χωρίς αυτό να σημαίνει ότι δεν μπορεί να έχει εξίσου καταστροφικές συνέπειες για τη χώρα (αλλά και για άλλες χώρες αν διαχυθεί ο κίνδυνος και σε αυτές), όπως στην περίπτωση της Ισλανδίας, αλλά όπως είναι φανερό και από τον απόηχο της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007-2009,- παρά την πολυπλοκότητα των χρηματοπιστωτικών παραγώγων και της διαδικασίας αγοραπωλησίας τους, μοιάζει να έχει πιο ξεκάθαρα αίτια και αποτελεσματικές, αν και δύσκολα εφαρμοζόμενες ορισμένες φορές, λύσεις.

Επιπλέον, ανεξαρτήτως της αναγκαιότητας ή του αναπόφευκτου ενδεχομένως χαρακτήρα μιας χρεοκοπίας, η εν λόγω επιλογή δεν είναι ανώδυνη. Στην Αργεντινή, οι οικονομικές και κοινωνικές συνέπειες ήταν δραματικές. Το τρίμηνο της χρεοκοπίας το Α.Ε.Π. μειώθηκε κατά 16,3%. Η ανεργία και η φτώχεια αυξήθηκαν ταχέως, όπως και η εγκληματικότητα, ενώ το βάθος της κρίσης ήταν συγκρίσιμο με εκείνο της μεγάλης ύφεσης (Great Depression) στις Η.Π.Α.²²⁶ Στην Ισλανδία υπήρξε επίσης μια συνολική μείωση ύψους 10% στο Α.Ε.Π. (υπολογίζοντας από το 2008 έως το 2010) 10%. Η ανεργία σε αυτή την περίπτωση δεν αποτέλεσε τόσο μεγάλο πρόβλημα, όπως μπορεί να αναμενόταν δεδομένου του μεγέθους της κρίσης, ενώ η μείωση των ονομαστικών αποδοχών ανήλθε σε 12%²²⁷. Και οι δύο χώρες διατηρούν ακόμη τους ελέγχους κεφαλαίου, ενώ η Αργεντινή δεκατέσσερα χρόνια μετά την χρεοκοπία, είναι ακόμη αποκλεισμένη από τις διεθνείς αγορές κεφαλαίου.

Για περισσότερα από 2.000 έτη, το χρέος έχει υπάρξει ένα ανεκτίμητο εργαλείο χρηματοδότησης των επενδύσεων που απαιτούνται για την οικονομική ανάπτυξη. Ωστόσο, η οικονομική ιστορία των τελευταίων εκατό ετών βρίθει παραδειγμάτων του πώς το υπερβολικό χρέος επαναλαμβανόμενα οδηγεί σε χρηματοοικονομικές κρίσεις. Έχει γίνει πολλή συζήτηση αναφορικά με το μέγιστο επίπεδο δημοσίου και ιδιωτικού χρέους που μπορεί να είναι βιώσιμο για μία χώρα, χωρίς ξεκάθαρη απάντηση μέχρι τώρα. Όποιο κι αν είναι αυτό το όριο, μια ορατή πρόκληση σήμερα είναι η ανάπτυξη νέων εργαλείων για τον έλεγχο και τη διαχείριση του χρέους, προκειμένου να αποφεύγονται οι ιδιαίτερες καταστροφικοί ανακοπτικοί της άνθισης (boom-bust) πιστωτικοί κύκλοι και να επιλύεται το «κακό» χρέος χωρίς διατάραξη της οικονομίας. Μπορεί επίσης να είναι επιθυμητό να βρεθούν τρόποι ανακατεύθυνσης των κινητήρων δανεισμού σε άλλες πηγές χρηματοδότησης, και να χρησιμοποιούνται αντικυκλικές πολιτικές για να επιβραδύνεται η ανοδική πορεία του χρέους, όταν η μόχλευση του συνόλου της οικονομίας αυξάνεται ραγδαία²²⁸.

Σε ανταπόκριση στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση, υπήρξε διεθνώς μεγάλη παραγωγή κανονιστικής δραστηριότητας²²⁹. Ωστόσο, όπως γράφει και ο Blinder S. Alan²³⁰, επηρεασμένος από τον Minsky, είναι ανησυχητικό το τι μπορεί να ξανασυμβεί καθώς οι άνθρωποι ξεχνούν.

²²⁶ Waibel Michael (2011), σελ.16

²²⁷ Olafsson Stephan (2011), σελ. 6-11

²²⁸ Mc Kinsey Global Institute (2015), σελ. 91

²²⁹ Buckley P. Ross and Arner W. Douglas (2011), σελ. 176

²³⁰ Blinder S. Alan (2014), σελ. 11

Βιβλιογραφία

Γκόρτσος Χρήστος (2011), Εισαγωγή στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο, Νομική Βιβλιοθήκη

Στεφάνου Κωνσταντίνος και Γκόρτσος Χρήστος (2006), Διεθνές Οικονομικό Δίκαιο, Νομική Βιβλιοθήκη

Alfaro Laura (2014), Sovereign Debt Restructuring: evaluating the impact of the Argentina ruling, Harvard Business Law Review, June, διαθέσιμο στο <http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:14010997>

Alvarez E. Jose and Topalian Gustavo (2012), The paradoxical Argentina cases, World Arbitration & Mediation Review, Vol. 6, no.3, Institute for Transnational Arbitration, The Center of American and International Law

Bagus Philipp and Howden David (2011), Deep Freeze: Iceland's economic collapse, Ludwig Von Mises Institute, April

Baldursson Fridrik Mar and Portes Richard (2014), Gambling for resurrection in Iceland, May, διαθέσιμο στο <https://scholar.google.gr/scholar?hl=el&q=gambling+resurrection+Iceland&btnG=>

Begic Taida (2005), Applicable Law in International Investment Disputes, Eleven International Publishing

Berend T. Ivan and Berend I. Tibor (2013), Europe in Crisis: Bolt from the Blue? , Routledge

Bergmann Eirikur (2014a), Iceland and the International Financial Crisis: Boom, Bust and Recovery, Palgrave Macmillan, January

Bergmann Eirikur (2014b), The Icesave Dispute: case study into crisis of diplomacy during the Credit Crunch, ECPR General Council

Blinder S. Alan (2014), What did we learn from the financial crisis, the Great Depression and the pathetic recovery? , Griswold Center for Economic Policy Studies, Working Paper no.243, November

Bonilla Stephania (2011), Odious Debt: Law and Economics Perspectives, Springer Science and Business Media, July

Boorman Jack (2003), Alternative Approaches to Sovereign Debt Restructuring, Cato Journal, Volume 23, no.1

Borensztein Eduardo and Panizza Ugo (2008), The Costs of sovereign default, International Monetary Fund, October

Boughton James (2001), Different Strokes: Common and Uncommon Responses to Financial Crises, International Monetary Fund, January

Boughton James, Brooks Skylar and Lombardi Domenico (2014), IMF Lending Practices and Sovereign Debt Restructuring, Centre for International Governance Innovation, Policy Brief, no.41, June

Boyes Roger (2010), Meltdown Iceland: How the Global Financial Crisis Bankrupted an Entire Country, A&C Black, February

Bratton W. William (2004), Sovereign Debt Reform and the Best Interest of Creditors, Vanderbilt Law Review, Vol. 57, no.1, January

Buckley P. Ross (2009), International Financial System: Policy and Regulation, Kluwer Law International

Buckley p. Ross and Arner W. Douglas (2011), From Crisis to Crisis: The Global Financial System and Regulatory Failure, Kluwer Law International

Buiter Willem and Sibert Anne (2008), The collapse of Iceland's banks: the predictable end of a non-viable business model, in The First Global Financial Crisis of the 21st Century, Part II June-December 2008, Edited by Andrew Felton and Carmen M. Reinhart, A VoxEU.org Publication, January

Byrne Elaine and Porsteinsson F. Huginn (2012), Iceland: the Accidental Hero, διαθέσιμο σε <http://rafhladan.is/bitstream/handle/10802/2510/Chapter%208%28huginnelaine%29.pdf?sequence=1>

Caprio Gerard (2012), The Evidence and Impact of Financial Globalisation, Academic Press

Carbaugh Robert (2008), International Economics, Cengage Learning, September

Cherunilam Francis (2010), International Business: Text and Cases, PHI Learning Pvt. Ltd., October

Chorafas Dimitris (2013), Public Debt Dynamics of Europe and the U.S., Elsevier, October

Ciro Tony (2012), The Global Financial Crisis: Triggers, Responses and Aftermath, Ashgate Publishing

Cohen Daniel and Valadier Cecile (2011) in Braga Carlos Alberto Primo and Vincelette Gallina Andronova, Sovereign Debt and the Financial Crisis: Will this time be different? , World Bank Publications

Cohen Michael (2012), Argentina's Economic Growth and Recovery: The economy in a time of default, Routledge, May

Cohen A. Robert (2011), Sometimes a Cigar is just a Cigar: The simple story of pari passu, Hofstra Law Review, Volume 40, Issue 1, Article 3

Cohn H. Theodore (2009), Διεθνής Πολιτική Οικονομία: Θεωρία και Πράξη, (Μετάφραση: Νίκος Λούντας), Gutenberg, Γιώργος & Κώστας Δαρδανός

Committeri Marco and Spadafora Franceso (2013), You Never Give me Your Money? Sovereign Debt Crises, Collective Action Problems, and IMF Lending, International Monetary Fund, January

Copelovitch S. Mark (2010), The International Monetary Fund in the Global Economy: Banks, bonds and bailouts, Cambridge University Press, June

Cottier Thomas, Lastra M. Rosa and Tietje Christian (2014), The rule of law in monetary affairs: World Trade Forum, Cambridge University Press, August

Damill Mario, Frenkel Robert and Rapetti Martin (2006), The Argentinian Debt: History, Default and Restructuring, Columbia University Academic Commons, <http://academiccommons.columbia.edu/item/ac:126615>

Danielsson Jon (2008), The first casualty of the crisis: Iceland, in The First Global Financial Crisis of the 21st Century, Part II June-December 2008, Edited by Andrew Felton and Carmen M. Reinhart, A VoxEU.org Publication, January

Daseking Christina, Gosh R. Atish, Lane D. Timothy and Thomas H. Alun (2005), Lessons from the crisis in Argentina, International Monetary Fund, February

Dasgupta Byasdeb (2013), External Dimension of an Emerging Economy, India: Essays in Honour of Sunanda Sen, Routledge, January

De Paoli Bianca, Hoggarth Glenn and Saporta Victoria (2011) in Kolb W. Robert, Sovereign Debt: From Safety to Default, John Wiley and Sons, February

Dhillon Amrita, Garcia-Fronti Javier, Ghosal Sayantan and Miller Marcus (2005), Bargaining and Sustainability: The Argentine debt swap of 2005, International Macroeconomics, no 5236, Centre for Economic Policy Research, September

Dine Janet and Fagan Andrew (2006), Human Rights and Capitalism: A multidisciplinary perspective on globalization, Edward Elgar Publishing, January

Dolzer Rudolf and Schreuer Christoph (2012), Principles of International Investment Law, Oxford University Press

Dombret R. Andreas and Lucius Otto (2013), Stability of the financial system: Illusion or feasible concept? , Edward Elgar Publishing, January

Dooley P. Michael and Frankel A. Jeffrey (2007), Managing Currency Crises in Emerging Markets, University of Chicago Press, November

Douglas Zachary, Pauwelyn Joost and Vinuales E. Jorge (2014), The Foundations of International Investment Law: Bringing Theory into Practice, OUP Oxford, May

Eichengreen Barry (2008), Thirteen question about the Subprime Crisis, Prepared for a conference of the Tobin Project, "Toward a New Theory of Financial Regulation," White Oak Conference and Residency Center, Yulee, Florida, 1-3 February

Edwards Sebastian (2009), Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies, University of Chicago Press, February

Falzon Joseph (2013), Bank Stability, Sovereign Debt and Derivatives, Palgrave Macmillan, October

Farrokhi Mansour and Kashfi Seyyed Mehdi (2015), The Role of the IMF in the Reinforcement and Development of International Economic Relations, American Journal of Economics, Finance and Management, Vol.1, no.2, March

Finel-Honigman Irene and Sotelino Fernando (2015), International Banking for a new century, Routledge, June

Gelpern Anna (2005), After Argentina, Policy Briefs in International Economics, Institute for International Economics, September

Gelpern Anna (2013a), Banks and Governments: An Arial View, Georgetown University Law Center, version 07/16/13

Gelpern Anna (2013b), A Skeptic's Case for Sovereign Bankruptcy, Houston Law Review 50, 1095-1127

Gelpern, Anna (2015), Sovereign Debt in the Situations of Greece and Argentina, διαθέσιμο στο scholarship.law.berkeley.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1004&context=int_fin

Gilpin Robert (2003), Η πρόκληση του παγκόσμιου καπιταλισμού, Η παγκόσμια οικονομία τον 21^ο αιώνα, (Μετάφραση: Γιώργος Κατσιλιέρης), Princeton University Press, Εκδόσεις Ποιότητα

Greiner Alfred and Fincke Bettina (2009), Public Debt and Economic Growth, Springer Science & Business Media, July

Haldane Andrew (2004), Fixing Financial Crises in the Twenty-first Century, Psychology Press

Hilscher Jens and Nosbusch Yves (2010), Determinants of Sovereign Risk: Macroeconomic Fundamentals and the Pricing of Sovereign Debt, Review of Finance, Oxford Journals, March

Hornbeck F. John (2010) for Congressional Research Service, Argentina's Defaulted Sovereign Debt: Dealing with the "Holdouts", February

Hornbeck F. John (2013) for Congressional Research Service, Argentina's Defaulted Sovereign Debt: Dealing with the "Holdouts", February

House of Commons (2009), Banking crisis: The impact of the failure of the Icelandic banks, April, διαθέσιμο στο <http://www.publications.parliament.uk/pa/cm200809/cmselect/cmtreasy/402/40205.htm>

Howse Robert (2007), The concept of odious debt in public international law, United Nations Conference on Trade and Development, (discussion papers no.185), July, διαθέσιμο στο unctad.org/en/docs/osgdp20074_en.pdf

Husted Steven and Michael Melvin (2008), Διεθνή Οικονομικά, (Μετάφραση: Αντιγόνη Αποστολοπούλου), Εκδόσεις ΕΛΛΗΝ

Icelandic parliament (2010), Report of the Special Investigation Commission, Chapter 21, Causes of the Collapse of the Icelandic Banks- Responsibility, Mistakes and Negligence, April

International Monetary Fund (2005), Iceland: 2005 Article IV Consultation – Staff Report; Staff Supplement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Iceland, October

International Monetary Fund (2008), Iceland: Request for Stand-By-Arrangement – Staff Report; Staff Supplement; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Iceland, November

International Monetary Fund (2012), Iceland: Selected Issue Papers, April

International Monetary Fund (2015a), Iceland, Staff Report for the 2014 Article IV Consultations and Fifth Post-program Monitoring Discussions, February 20

International Monetary and Financial Committee (2015b), 32nd meeting, 9-10 October, Statement by Axel Kiciloff, Minister of Economy and Public Finance, Argentina

Islam Faisal (2013), The Default Line: The Inside story of People, Banks and Entire Nations, Head of Zeus, August

Johnsen Gudrun (2014), Bringing Down the Banking System: Lessons from Iceland, Palgrave Macmillan, January

Jonsson Asgeir (2009), Why Iceland? How one of the world's smallest countries became the meltdown's biggest casualty, Mc Graw Hill

Jubilee Debt Campaign (2015), The new debt trap: How the response to the last global financial crisis has laid the ground for the next, Executive Summary, July, διαθέσιμο σε jubileedebt.org.uk/wp-content/uploads/2015/07/The-new-debt-trap-executive-summary.pdf

Kacowicz M. Arie (2013), Globalisation and the Distribution of Wealth, The Latin American Experience, Cambridge University Press, February

Kahler Miles (1998), Capital Flows and Financial Crises, Cornell University Press

Kaminsky Graciela, Mati Amine and Choueiri Nada (2009), Thirty years of currency crises in Argentina: External shocks or domestic fragility? , National Bureau of Economic Research, No. w15478

Kingdon Emma (2014), Leveraging Litigation: Enforcing Sovereign Debt Obligations in Nml Capital, Ltd. v. Republic of Argentina, Boston College International and Comparative Law Review, Volume 37, Issue 3, Article 4

Kleger Kenneth (2003), Sovereign Bond Restructuring: Collective Action Clauses and official crisis intervention, International Monetary Fund, June

Kopf Christian (2013) in Kenadjian S. Patrick, Bauer Klaus-Albert and Kahn Andreas, Collective Action Clauses and the Restructuring of Sovereign Debt, Walter de Gruyter, August

Kosmidou Kyriaki, Doumpos Michael and Zopounidis Constantin (2010), Country Risk Evaluation: Methods and Applications, Springer, July

Krugman R. Paul, Obstfeld Maurice and Melitz J. Marc (2015), International Economics: Theory and Policy, Pearson Education Limited

Krueger O. Anne (2002), A New Approach to Sovereign Debt Restructuring, International Monetary Fund, April

LaBrosse John Raymond, Olivares-Caminal Rodrigo and Singh Dalvinder (2011), Managing Risk in the Financial System, Edward Elgar Publishing, January

Lane Philip (2008), Iceland: The future is in the EU in The First Global Financial Crisis of the 21st Century, Part II June-December 2008, Edited by Andrew Felton and Carmen M. Reinhart, A VoxEU.org Publication, January

Langhammer J. Rolf, Vinhas de Souza Lucio (2007), Monetary Policy and Macroeconomic Stabilization in Latin America, Springer Science & Business Media, August

MacDonald B. Scott and Novo Andrew (2011), When Small Countries Crash, Transaction Publishers, December

Mac Lahlan M. Colin (2006), Argentina: What went wrong, Greenwood Publishing Group, January

Matthiasson Thorolfur (2008), Spinning out of control, Iceland in crisis, Nordic Journal of Political Economy, Volume 34, Article 3

McAleese Dermot (2005), Οικονομική για επιχειρησιακές σπουδές, (Μετάφραση: Ανδριάννα Σακκά), Τυπωθήτω

McKinsey Global Institute (2015), Debt and (not much) deleveraging, February

Megliani Mauro (2014), Sovereign Debt: Genesis- Restructuring- Litigation, Springer, November

Mendez-Pinedo Elvira (2013), The Icesave Saga: Iceland wins battle before the EFTA Court, mjlonline.org

Michalowski Sabine (2013), Unconstitutional Regimes and the validity of Sovereign Debt: A legal Perspective, Ashgate Publishing Ltd, January

Miller Seumas (2011) in Dobos Ned, Barry Christian and Pogge Thomas, Global Financial Crisis: The ethical issues, Palgrave Macmillan, March

Mishkin S. Frederic (2007), Monetary Policy Strategy, MIT Press

Nguyen Toan Quoc, Clements J. Benedict and Bhattacharya Rina (2006), Can Debt Relief Boost Growth in Poor Countries? , International Monetary Fund, March

Olafsson Stephan (2011), Iceland's Financial Crisis and Level of Living Consequences, Social Research Center, University of Iceland, Working Paper no. 3, December

Panizza Francisco and Philip George (2013), Moments of truth: The politics of financial crises in comparative perspective, Routledge, November

Panizza Ugo (2013), Do we need a mechanism for solving sovereign debt crises? A rule-based discussion, Graduate Institute of International and Development Studies Working Paper, no. 03/2013

Peng Mike (2010), Global Business, Cengage Learning, June

Porzecanski C. Arturo (2015), The Origin's of Argentina's Litigation and Arbitration Saga, 2002-2014, School of International Service, American University, Washington D.C., Paper 2015-6, May

Presbitero F. Andrea and Arnone Marco (2013), Debt Relief Initiatives: Policy Design and Outcomes, Ashgate Publishing Ltd, March

Remolona M. Eli, Scatigna Michela and Wu Eliza (2007), Interpreting sovereign spreads, BIS Quarterly Review, March

Sacks D. Jeffrey (2002), Resolving the Debt Crisis of Low-income Countries, Brooking Papers on Economic Activity

Schadler Susan (2014), The IMF's Preferred Creditor Status: Does it still make sense after the euro crisis?, Centre for International Governance Innovation, Policy Brief, no.37, March

Schier Holger (2007), Towards a Reorganisation System for Sovereign Debt: An International Law Perspective, Martinus Nijhoff Publishers

Schimmelpfennig Axel, Roubini Nouriel and Manasse Paolo (2003), Predicting sovereign debt crises, International Monetary Fund, November

Spero Joan Edelman and Hart Jeffrey (2009), The Politics of International Economic Relations, Cengage Learning, February

Stiglitz Joseph (2006), Making globalization work, Penguin Books

Sturzenegger Federico and Zettelmeyer Jeromin (2006), Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises, MIT Press

Sy M.R. Amadou and Pescatori Andrea (2004), Debt crises and the development of international capital markets, International Monetary Fund, March

Teunissen Jan Joost and Akkerman Age (2003), The crisis that was not prevented: Lessons for Argentina, the IMF, and globalization, FONDAD

Tong Hui and Wei Shang-Jin (2009), The Composition Matters: Capital Inflows and Liquidity Crunch During a Global Economic Crisis, International Monetary Fund, August

Toporowski Jan and Jo Michell Jo (2012), Handbook of critical issues in Finance, Edward Edgar Publishing, January

Turchi A. Natalie (2015), Restructuring a Sovereign Bond Pari Passu Work-Around: Can Holdout Creditors Ever Have Equal Treatment? , Fordham Law Review, Volume 83, Issue 4, Article 16

Wade Robert (2009), Iceland as Icarus, Challenge, Volume 52, Issue 3

Wade Robert and Sigurgeirsdottir Silla (2012), Iceland's Rise, Fall, Stabilisation and Beyond, Cambridge Journal of Economics 36

Waibel Michael (2011), Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals, Cambridge University Press, May

Zoega Gylfi (2008), Iceland faces the music, in The First Global Financial Crisis of the 21st Century, Part II June-December 2008, Edited by Andrew Felton and Carmen M. Reinhart, A VoxEU.org Publication, January

Δημοσιεύσεις στον Τύπο

Mander Benedict (2015) for the Financial Times, Argentina: Handover fears, October 18th διαθέσιμο στο www.ft.com/intl/cms/s/0/f1f83104-727c-11e5-a129-3fcc4f641d98.html#axzz3pPYkpZaX

The Economist (2014), Daily Chart: Usual Suspects, July 31st, διαθέσιμο σε www.economist.com/blogs/graphicdetail/2014/07/daily-chart-23

Sheffield Hazel (2015) for UK Independent, Three charts that show Iceland's economy recovered after it imprisoned bankers and let banks go bust-instead of bailing them out, June 11th, διαθέσιμο στο www.independent.co.uk/news/business/news/three-charts-that-show-icelands-economy-recovered-after-it-imprisoned-bankers-and-let-banks-go-bust-10309503.html

Βιβλιογραφία στην οποία παραπέμπουν επεξηγήσεις των υποσημειώσεων

Akerlof A. George and Schiller J. Robert (2009), Animal Spirits: How human psychology drives the economy and why it matters for global capitalism, Princeton University Press, February

Balino J.T. Tomas and Enoch Charles (1997), Currency Board Arrangements: Issues and Experiences, International Monetary Fund, September

Choudhry Moorad (2002), Capital Market Instruments: Analysis and Valuation, FT Press

Eichengreen J. Barry (2000), Can the Moral Hazard caused by IMF bailouts be reduced?, Centre for Economic Policy Research

Ganapolsky J.J. Eduardo and Schulmukler L. Sergio (1998), Crisis Management in Argentina: During the 1994-95 Mexican Crisis: How did markets react? , World Bank Publications

Griffith Jones Stephany and Sharma Krishnan (2009), in Ketkar Suhas, Ratha Dilip, Innovative Financing of Development, World Bank Publications

Krueger O. Anne (2002), A New approach To Sovereign Debt Restructuring, International Monetary Fund, April

Martineau Harriet and Daniel Feller Daniel (2000), Retrospect of Western Travel, M.E. Sharpe, January

Olivares-Caminal Rodrigo (2013), The pari passu clause in sovereign debt instruments: developments in recent litigation, University of London, July, BIS paper no. 72u, διαθέσιμο σε papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2473988

Zhou Chen (2010), Are Banks too Big to Fail? , Measuring Systemic Importance of Financial Institutions, International Journal of Central Banking, December

Οδηγία 94/19/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 30^{ης} Μαΐου 1994, περί των συστημάτων εγγυήσεων και καταθέσεων

Διαδίκτυο

www.unric.org/el/index.php?option=com_content&view=article&id=14&Itemid=10

icsid.worldbank.org/apps/ICSIDWEB/Pages/default.aspx

www.iif.com/topics/principles-stable-capital-flows-and-fair-debt-restructuring

www.imf.org/external/np/exr/facts/sba.htm

investmentpolicyhub.unctad.org/IIA/country/223/treaty/162

www.supremecourt.gov/opinions/13pdf/12-842_5hdk.pdf

eng.forsaetisraduneyti.is/news-and-articles/nr/3229

(Iceland's Prime Minister's Office, Agreed Guidelines Reached on Deposit Guarantees, 16.11.2008)

www.efta.int/legal-texts/eea

www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html

ec.europa.eu/enlargement/countries/detailed-country-information/iceland/index_en.htm

www.government.is/how-iceland-is-governed

www.eftasurv.int

www.eftacourt.int

www.tradingeconomics.com/iceland/unemployment-rate

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

A. Άρθρα για την Ευθύνη των Κρατών από Διεθνώς Άδικες Ενέργειες
(Υιοθετήθηκαν από τη Γενική Συνέλευση του Ο.Η.Ε. με την Απόφαση A/RES/56/83, 2001)

Άρθρο 25 Κατάσταση Ανάγκης

1. Η κατάσταση ανάγκης δε μπορεί να γίνει αντικείμενο επίκλησης από Κράτος ως λόγος άρσεως του άδικου χαρακτήρα μιας ενέργειας, η οποία δε συνάδει με μια διεθνή υποχρέωση του Κράτους αυτού, εκτός και αν η ενέργεια αυτή:
Α) είναι ο μόνος τρόπος για να διαφυλάξει το Κράτος ουσιώδες συμφέρον του από σοβαρό και επικείμενο κίνδυνο και
Β) δεν παραβιάζει σημαντικά ουσιώδες συμφέρον του Κράτους ή των Κρατών, έναντι των οποίων υφίσταται η υποχρέωση, ή της διεθνούς κοινότητας ως συνόλου.
2. Σε κάθε περίπτωση, η κατάσταση ανάγκης δε μπορεί να γίνει αντικείμενο επίκλησης από Κράτος ως λόγος άρσεως του άδικου χαρακτήρα μιας ενέργειας εάν:
Α) η υπό κρίση διεθνής υποχρέωση αποκλείει τη δυνατότητα επίκλησης κατάστασης ανάγκης ή
Β) το Κράτος έχει συμβάλλει στη δημιουργία της κατάστασης ανάγκης.

Η παρούσα μετάφραση έχει δημοσιευτεί στο: Α. Γιόκαρης & Φ. Παζαρτζή (επιμ.), Η διεθνής ευθύνη των κρατών στα Άρθρα της Επιτροπής Διεθνούς Δικαίου, στη διεθνή νομολογία και βιβλιογραφία, Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2004

B. Treaty between United States of America and the Argentine Republic concerning the reciprocal encouragement and protection of investment (Signed November 14, 1991; Entered into Force October 20, 1994), διαθέσιμο σε investmentpolicyhub.unctad.org/IIA/country/223/treaty/162

Article XI

This Treaty shall not preclude the application by either Party of measures necessary for the maintenance of public order, the fulfillment of its obligations with respect to the maintenance of restoration of international peace or security, or the Protection of its own essential security interests.