



Αντιμετώπιση Δημοσίου Χρέους—Η Άποψη του ΔΝΤ

Από τους [Sean Hagan](#), [Maurice Obstfeld](#) και [Poul M. Thomsen](#)

23 Φεβρουαρίου 2017

Το χρέος είναι κεντρικής σημασίας για τη λειτουργία μίας σύγχρονης οικονομίας. Οι επιχειρήσεις μπορούν να το χρησιμοποιούν για να χρηματοδοτούν επενδύσεις σε μελλοντική παραγωγικότητα. Τα νοικοκυριά μπορούν να το χρησιμοποιούν για να χρηματοδοτούν μεγάλες αγορές, όπως μεγάλα διαρκή καταναλωτικά αγαθά ή ένα σπίτι. Ενίοτε, όμως, οι επενδύσεις των επιχειρήσεων δεν αποδίδουν ή ο κύριος εργαζόμενος του νοικοκυριού χάνει τη δουλειά του. Τα νομικά συστήματα των επιμέρους κρατών αναγνωρίζουν γενικώς ότι σε αυτές τις περιπτώσεις, είναι ίσως καλύτερα τόσο για τους οφειλέτες όσο και για τους πιστωτές—αλλά και για την κοινωνία εν γένει—εάν υπάρχει μία ομαλή διαδικασία αναδιοργάνωσης των οφειλών.

Φυσικά και οι Κυβερνήσεις δανείζονται, αλλά δεν υπάρχουν δικαστήρια τα οποία να κατευθύνουν μια αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους—του χρέους το οποίο οφείλει ή έχει εγγυηθεί η κυβέρνηση του κράτους—ούτε είναι δυνατόν να κηρύσσονται σε πτώχευση ολόκληρες χώρες. Εδώ υπεισέρχεται το ΔΝΤ. Τα τελευταία σαράντα χρόνια, η υπερχρέωση του κράτους υπήρξε η γενεσιουργός αιτία πολλών εκ των κρίσεων ισοζυγίου πληρωμών που βίωσαν οι χώρες μέλη μας. Ιδανικά, ένα πρόγραμμα με την υποστήριξη του ΔΝΤ επιδιώκει να επιλύει αυτές τις κρίσεις διαδραματίζοντας “καταλυτικό” ρόλο: ήτοι, ένα πρόγραμμα αυστηρής λιτότητας και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων υλοποιούμενο από την κυβέρνηση-μέλος, όταν συνδυάζεται με την οικονομική στήριξη του ΔΝΤ, σχεδιάζεται προκειμένου να λειτουργήσει ως καταλύτης για την επάνοδο του μέλους στην πρόσβαση στις αγορές κατά τρόπον ώστε να μπορέσει η κυβέρνηση να εξυπηρετήσει το χρέος της υπό τους αρχικούς όρους.

Όταν το χρέος καθίσταται μη-βιώσιμο

Υπάρχουν περιπτώσεις, όμως, όπου το επίπεδο κρατικού χρέους είναι τόσο υψηλό ώστε είναι “μη-βιώσιμο”, δηλ. η προγραμματισμένη εξυπηρέτηση του χρέους υπερβαίνει τη δυνατότητα του μέλους να το εξυπηρετεί, ακόμη και αν συνυπολογιστεί ένα ισχυρό πρόγραμμα προσαρμογής και σημαντική οικονομική στήριξη από το Ταμείο. Στις εν λόγω συνθήκες, δεν είναι εφικτό—είτε πολιτικώς είτε οικονομικώς—να επιλυθεί το πρόβλημα μέσω περαιτέρω λιτότητας. Οιαδήποτε αξιολόγηση της βιωσιμότητας του χρέους πρέπει να στηρίζεται σε ρεαλιστικές και όχι σε ηρωικές παραδοχές ως προς τις προοπτικές μελλοντικής ανάπτυξης, λαμβάνοντας υπ’ όψη την πραγματικότητα ότι οι οικονομίες συχνά χρειάζονται περισσότερο χρόνο από ό,τι αναμενόταν αρχικά για να ανακάμψουν από τις κρίσεις.

Όταν το δημόσιο χρέος δεν είναι βιώσιμο, το νομικό πλαίσιο του ΔΝΤ δεν του επιτρέπει να παράσχει οικονομική στήριξη αν δεν συμπεριληφθούν στο πρόγραμμα συγκεκριμένα μέτρα—μεταξύ των οποίων είναι συνήθως η αναδιάρθρωση του χρέους—προκειμένου να αντιμετωπιστεί αξιόπιστα το πρόβλημα βιωσιμότητας του χρέους σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Ποιο είναι το σκεπτικό αυτής της προϋπόθεσης? Ελλείψει τέτοιων βημάτων, η στήριξη του Ταμείου δεν θα αντιμετώπιζε τα υποκείμενα προβλήματα ισοζυγίου πληρωμών του μέλους,

όπως απαιτούν τα Άρθρα της Συμφωνίας του Ταμείου. Και μάλιστα, ένα πρόγραμμα που δεν καταφέρνει να αντιμετωπίσει το μη-βιώσιμο χρέος είναι πιθανόν να οξύνει τα εν λόγω προβλήματα, διότι θα δημιουργήσει περαιτέρω αβεβαιότητα ως προς το μέλλον του κράτους-μέλους.

Το υπερβολικό χρέος αποτελεί ισχυρή πηγή αβεβαιότητας υπονομεύοντας την πολιτική υποστήριξη των πολιτών για τις μεταρρυθμίσεις, οι οποίοι πιθανόν να θεωρήσουν ότι οι θυσίες τους ωφελούν πρωτίστως τους πιστωτές. Η αβεβαιότητα την οποία δημιουργεί ένα ανεπίλυτο πρόβλημα χρέους ενδέχεται επίσης να αποτρέψει τις νέες επενδύσεις στην οικονομία, και ως εκ τούτου να παρεμποδίσει την ανάκαμψη από την οποία εξαρτάται η επιτυχία του προγράμματος. Πράγματι, αν ένα πρόγραμμα δεν παρέχει έναν δρόμο προκειμένου να ανακτήσει η χώρα πρόσβαση στις αγορές μεσοπρόθεσμα, το Ταμείο δεν είναι σε θέση να συμπεράνει πως το πρόγραμμα αντιμετωπίζει με ουσιαστικό τρόπο τα υποκείμενα προβλήματα του μέλους.

Η εκτίμηση της βιωσιμότητας όσον αφορά τη δυνατότητα μιας χώρας να ανακτήσει την πρόσβαση στις αγορές συνεχίζει να είναι συναφής, όταν η χώρα είναι μέλος μιας νομισματικής ένωσης. Χωρίς την ύπαρξη συγκεκριμένων κανόνων που κάνουν πρόβλεψη για δημοσιονομικές μεταβιβάσεις μεταξύ των κυρίαρχων μελών της νομισματικής ένωσης, μια χώρα δεν επιλύει με βιώσιμο τρόπο τα προβλήματα της στο ισοζύγιο των πληρωμών όσο βασίζεται στην υποστήριξη των άλλων μελών της ένωσης για εκτεταμένη χρονική περίοδο.

Παρ' ότι έχει γίνει σημαντική δουλειά προκειμένου να εδραιωθεί μία μεθοδολογία η οποία να κατευθύνει την ανάλυση βιωσιμότητας χρέους του ΔΝΤ, η εφαρμογή της εν λόγω μεθοδολογίας ακόμη απαιτεί την άσκηση κρίσης. Ειδικότερα, πρέπει να κάνουμε μια ρεαλιστική εκτίμηση των μοναδικών συνθηκών κάθε μέλους. Επειδή η ανάλυση βιωσιμότητας χρέους του ΔΝΤ κατέχει κεντρική θέση στη διαδικασία λήψης των δικών του αποφάσεων, το εν λόγω έργο παραμένει ευθύνη του ΔΝΤ. Δεν επιτρέπεται να το αναθέσουμε σε άλλον. Οι εκτιμήσεις βιωσιμότητας χρέους του ΔΝΤ κατευθύνονται από το πλαίσιο 'Βιωσιμότητας και Ανάλυσης Δημοσίου Χρέους σε Χώρες με Πρόσβαση στις Αγορές' ([Public Debt Sustainability and Analysis in Market-Access Countries](#)) και το 'Πλαίσιο Δανειοδότησης του Ταμείου και Δημόσιο Χρέος—Περαιτέρω Εκτιμήσεις' ([The Fund's Lending Framework and Sovereign Debt—Further Considerations](#)).

Το πλαίσιο του ΔΝΤ για την εκτίμηση της βιωσιμότητας του χρέους

Το ΔΝΤ χρησιμοποιεί δύο κύριες μεθοδολογίες προκειμένου να εκτιμά εάν είναι βιώσιμο το χρέος. Η πρώτη μεθοδολογία θέτει το ερώτημα εάν, έως το τέλος του προγράμματος του ΔΝΤ και με εξυπηρέτηση του χρέους σύμφωνα με τους αρχικούς όρους, ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ θα είναι επαρκώς χαμηλός ή σε μία πτωτική τροχιά αρκετά ξεκάθαρη ώστε να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη των δανειστών και να μπορέσει και πάλι η κυβέρνηση να δανειστεί από τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η δεύτερη, η οποία αποκτά ιδιαίτερη σημασία όταν το χρέος έχει μακρά περίοδο αποπληρωμής και ιδιαίτερος χαμηλά επιτόκια, είναι να θέτει το ερώτημα εάν οι ετήσιες χρηματοδοτικές ανάγκες της χώρας—για την κάλυψη των ακαθάριστων καταβολών τόκων και κεφαλαίου, καθώς και του πρωτογενούς δημοσιονομικού ισοζυγίου—μπορούν ευλόγως να καλύπτονται διαρκώς από τις αγορές.

Και στις δύο περιπτώσεις, είναι κρίσιμο στις προβλέψεις μας περί εφικτών αποπληρωμών, να προσδιορίζουμε ρεαλιστικά επίπεδα πρωτογενών πλεονασμάτων τα οποία να βελτιώνουν τη βιωσιμότητα του χρέους στην πάροδο του χρόνου—και όχι επίπεδα τα οποία διαταράσσουν

τόσο σοβαρά την οικονομία ώστε πέφτουν τα φορολογικά έσοδα και εγκαταλείπονται οι δημοσιονομικοί στόχοι. Η δε κρίση μας θα βασίζεται τόσο στις συνθήκες της εκάστοτε χώρας όσο και στην εκτενή εμπειρία μας με άλλα μέλη σε δυσχερή κατάσταση. Το πλαίσιο του Ταμείου το υποχρεώνει να λαμβάνει υπ' όψη τους κινδύνους τόσο στην υλοποίηση του προγράμματος όσο και στις οικονομικές προβλέψεις.

Επί παραδείγματι, στην πρόσφατη περίπτωση της Ουκρανίας, οι πιστωτές συμφώνησαν σε σημαντική περικοπή ('κούρεμα'), προκειμένου να μειωθεί το χρέος σε βιώσιμο επίπεδο, σύμφωνα με το πλαίσιο χρέους-προς-ΑΕΠ. Στην περίπτωση των εν εξελίξει συζητήσεων με την Ελλάδα, αντιθέτως, διαπιστώσαμε ότι είναι καταλληλότερο το πλαίσιο που εστιάζει στις ετήσιες χρηματοδοτικές ανάγκες, κυρίως διότι οι εταίροι της Ελλάδας στην Ευρωζώνη έχουν επιλέξει να παράσχουν ελάφρυνση του χρέους μέσω πολύ σημαντικής παράτασης των προθεσμιών λήξεως και μείωσης των επιτοκίων, και όχι με εκ των προτέρων κούρεμα του χρέους.

Παροχή ελάφρυνσης του χρέους

Όταν κρίνεται ότι το χρέος δεν είναι βιώσιμο, υπάρχουν διάφοροι τρόποι με τους οποίους μπορεί να παρασχεθεί η απαραίτητη ελάφρυνσή του. Όταν τα χρέη τα οποία αναδιρθρώνονται είναι απαιτήσεις τις οποίες κατέχει ο ιδιωτικός τομέας, η αναδιάρθρωση του χρέους εφαρμόζεται συνήθως στην αρχή του προγράμματος ή ως προϋπόθεση για την πρώτη αξιολόγηση του προγράμματος. Όταν πρόκειται για απαιτήσεις επισήμων διμερών πιστωτών, ενδέχεται να διαφέρει η προσέγγιση. Επί παραδείγματι, εάν το χρέος αναδιρθρώνεται υπό της αιγίδα της Λέσχης των Παρισίων, αναλαμβάνονται συγκεκριμένες δεσμεύσεις ελάφρυνσης χρέους από κάθε επίσημο διμερή πιστωτή στην αρχή του προγράμματος (υπό τη μορφή του Συμφωνηθέντος Πρακτικού) και στη συνέχεια οι εν λόγω δεσμεύσεις υλοποιούνται μέσω της τροποποίησης των επιμέρους δανειακών συμβάσεων.

Υπάρχουν ενδεχομένως περιπτώσεις όπου οι επίσημοι διμερείς πιστωτές προτιμούν να εξαρτούν την πραγματική παροχή της ελάφρυνσης του χρέους από την πλήρη υλοποίηση του προγράμματος. Μία τέτοια προσέγγιση είναι ίσως αναγκαία, παραδείγματος χάριν, σε περιπτώσεις όπου υπάρχουν προβληματισμοί ως προς τις προηγούμενες επιδόσεις οικονομικής προσαρμογής ενός μέλους. Στις περιπτώσεις αυτές, όμως, η δέσμευση για την παροχή της αναγκαίας ελάφρυνσης του χρέους—αν και εξαρτώμενη ενδεχομένως από την υλοποίηση του προγράμματος—θα πρέπει να αναλαμβάνεται στην αρχή του προγράμματος και θα πρέπει να είναι επαρκώς αξιόπιστη. Η αξιοπιστία της δέσμευσης θα πρέπει να λαμβάνει υπ' όψη τα συγκεκριμένα μέσα παροχής ελάφρυνσης του χρέους. Μία δέσμευση υπερβολικά ασαφής θα δημιουργούσε αβεβαιότητα, επίσης και στις αγορές, ως προς την παροχή ελάφρυνσης του χρέους, υπονομεύοντας έτσι τις πιθανότητες επιτυχίας του προγράμματος. Επιπλέον, αν και μπορούμε να συμφωνήσουμε η ελάφρυνση του χρέους να εξαρτάται από την εκπλήρωση συγκεκριμένων στόχων πολιτικής από την οφειλέτρια χώρα, οι εν λόγω στόχοι πρέπει να είναι ρεαλιστικοί προκειμένου να παραμένει αξιόπιστη η στρατηγική για το χρέος.

Είναι σημαντικό να τονίσουμε ότι ενώ η ελάφρυνση χρέους είναι ίσως απαραίτητη προκειμένου το Ταμείο να δανείζει, η απόφαση να ζητηθεί η εν λόγω ελάφρυνση παραμένει απόφαση του μέλους. Επιπλέον, σε περιπτώσεις όπου επιδιώκεται ελάφρυνση χρέους, οι διαπραγματεύσεις διεξάγονται μεταξύ του μέλους και των πιστωτών του, παρ' ότι το Ταμείο καλείται συνήθως να εξηγήσει τη βάση επί της οποίας έγινε η αξιολόγηση βιωσιμότητας του

χρέους από το Ταμείο. Όπου είναι δυνατόν, το Ταμείο ενθαρρύνει ένα μέλος να αναδιαρθρώσει το μη-βιώσιμο χρέος του χωρίς πτώχευση, η οποία μπορεί να προκαλέσει μεγάλη αναστάτωση.

Εν κατακλείδι, όταν το δημόσιο χρέος δεν είναι βιώσιμο, και αν δεν υπάρχει διαθέσιμη χρηματοδότηση από επιδοτήσεις, τότε κάποιου βαθμού ελάφρυνση του χρέους, σε συνδυασμό με ένα ισχυρό αλλά αξιόπιστο πρόγραμμα προσαρμογής, είναι ο μόνος τρόπος αντιμετώπισης μίας δυσάρεστης κατάστασης. Το να προσποιούμαστε ότι μπορούν να αποπληρωθούν χρέη τα οποία είναι αδύνατον να εξοφληθούν, υπονομεύει την αποτελεσματικότητα των προσπαθειών προσαρμογής του οφειλέτη, με αποτέλεσμα να ζημιώνονται τελικά όλες οι πλευρές περισσότερο από ό,τι αν είχαν εγκαίρως αντιμετωπίσει τα γεγονότα.



Ο **Sean Hagan** είναι Γενικός Σύμβουλος και Διευθυντής του Νομικού Τμήματος του ΔΝΤ. Προηγουμένως εργαζόταν ιδιωτικά στη Νέα Υόρκη και το Τόκιο. Παρέχει συμβουλές στη διοίκηση, το Εκτελεστικό Συμβούλιο, και τα μέλη του ΔΝΤ σχετικά με όλες τις νομικές πτυχές των λειτουργιών του ΔΝΤ, συμπεριλαμβανομένων και των ρυθμιστικών, συμβουλευτικών και δανειοδοτικών λειτουργιών του. Έχει πλούσιο συγγραφικό έργο τόσο σε θέματα νομοθεσίας του ΔΝΤ όσο και σε ευρύ φάσμα νομικών ζητημάτων σχετικά με την πρόληψη και την επίλυση οικονομικής κρίσης, με ιδιαίτερη έμφαση στην αφερεγγυότητα και την αναδιάρθρωση χρέους.



Ο **Maurice Obstfeld** είναι Οικονομικός Σύμβουλος και Διευθυντής Έρευνας στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, σε άδεια από το Πανεπιστήμιο Μπέρκλεϋ της Καλιφόρνια. Στο Μπέρκλεϋ είναι Καθηγητής Οικονομικών στην έδρα 'Τάξη του 1958' και διετέλεσε Πρόεδρος του Τμήματος Οικονομικών (1998-2001). Αφίχθη στο Μπέρκλεϋ το 1991 ως καθηγητής, μετά από μόνιμες θέσεις στην Κολούμπια (1979-1986) και το Πανεπιστήμιο της Πενσυλβάνια (1986-1989), και έναν διορισμό ως επισκέπτη καθηγητή στο Χάρβαρντ (1989-90). Έλαβε διδακτορικό τίτλο στα οικονομικά από το MIT το 1979 μετά από την φοίτησή του στο Πανεπιστήμιο της Πενσυλβάνια (B.A., 1973) και στο King's College, Πανεπιστήμιο Cambridge (M.A., 1975).

Από τον Ιούλιο 2014 ως τον Αύγουστο του 2015, ο Δρ. Obstfeld διετέλεσε Μέλος του Συμβουλίου Οικονομικών Συμβούλων του Προέδρου Ομπάμα. Προηγουμένως (2002-2014) ήταν επίτιμος σύμβουλος του Ινστιτούτου Νομισματικών και Οικονομικών Μελετών της Τράπεζας της Ιαπωνίας. Είναι Fellow της Οικονομετρικής Εταιρείας και της Αμερικανικής Ακαδημίας Τεχνών και Επιστημών. Μεταξύ των τιμητικών διακρίσεων του Δρ. Obstfeld είναι το Tjalling Koopmans Asset Award του Tilburg University, το John von Neumann Award του Rajk Laszlo College of Advanced Studies (Βουδαπέστη) και το Bernhard Harms Prize του Kiel Institute. Έχει δώσει πολυάριθμες διακεκριμένες διαλέξεις, μεταξύ των οποίων την ετήσια διάλεξη Richard T. Ely Lecture του Αμερικανικού Οικονομικού Συλλόγου, τη διάλεξη L. K. Jha Memorial Lecture της Κεντρικής Τράπεζας της Ινδίας, και τη διάλεξη Frank Graham Memorial Lecture στο Princeton. Ο Δρ. Obstfeld έχει διατελέσει μέλος της Εκτελεστικής

Επιτροπής και Αντιπρόεδρος του Αμερικανικού Οικονομικού Συλλόγου. Έχει διατελέσει σύμβουλος και έχει διδάξει στο ΔΝΤ και σε πολυάριθμες κεντρικές τράπεζες σε όλο τον κόσμο.

Είναι επίσης ένας από τους συγγραφείς δύο σημαντικών βιβλίων διεθνούς οικονομίας, του 'International Economics' (10^η έκδοση, 2014, με τους Paul Krugman και Marc Melitz) και του 'Foundations of International Macroeconomics' (1996, με τον Kenneth Rogoff), και έχει συγγράψει περισσότερα από 100 ερευνητικά άρθρα σχετικά με τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, τις διεθνείς χρηματοοικονομικές κρίσεις, τις παγκόσμιες κεφαλαιαγορές, και τη νομισματική πολιτική.



Ο **Poul M. Thomsen** είναι Διευθυντής του Ευρωπαϊκού Τμήματος του ΔΝΤ. Είναι σήμερα υπεύθυνος των προγραμμάτων του ΔΝΤ με την Ελλάδα και την Πορτογαλία, και επίσης επιβλέπει το έργο ομάδων που ασχολούνται με άλλες χώρες, όπως την Ισλανδία, τη Ρουμανία και την Ουκρανία.

Κατά τη δεκαετία του 1990 και στις αρχές της δεκαετίας του 2000, ο Thomsen απέκτησε εκτενή γνώση των οικονομικών και κοινωνικών προβλημάτων που αντιμετωπίζουν οι χώρες στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη μέσω πολλαπλών αποστολών στην περιοχή, μεταξύ άλλων και ως Ανώτερος Εκπρόσωπος του ΔΝΤ (Senior Resident Representative) και Προϊστάμενος του Γραφείου του Ταμείου στη Μόσχα.