



ΙΔΡΥΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

Επιμέλεια: Σταύρος Ιωαννίδης



ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2012

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

Η έκδοση του βιβλίου πραγματοποιήθηκε με την ευγενική χορηγία της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών

Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών, 2012

ISBN: 978-960-7536-50-1

Εξώφυλλο: Τίνα Σταματοπούλου
Στοιχειοθεσία-Σελιδοποίηση: Τίνα Σταματοπούλου
Διόρθωση κειμένων: Χάρις Γκότζη
Εκτύπωση: Γραφικές Τέχνες ΜΗΤΡΟΠΟΛΙΣ Α.Ε.

Σύμφωνα με το Ν. 2121/1993 και τη Διεθνή Σύμβαση της Βέρνης (που έχει κυρωθεί με το Ν. 100/1975) απαγορεύεται η αναδημοσίευση, η μετάφραση, η αναπαραγωγή ή η αντιγραφή του παρόντος έργου, τμηματικά ή περιληπτικά, με οποιονδήποτε τρόπο ή μέσο (γραφικό, ηλεκτρονικό, μηχανικό, φωτοτυπικό, συμπεριλαμβανομένης της ηχογράφησης ή αποθήκευσής του σε βάση δεδομένων), χωρίς την προηγούμενη γραπτή άδεια του ΙΟΒΕ. Η απαγόρευση αυτή συμπεριλαμβάνει τη στοιχειοθεσία και σελιδοποίηση του εξωφύλλου και γενικότερα την όλη αισθητική εμφάνιση του βιβλίου.

Περιεχόμενα

Πρόλογος

ΟΔΥΣΣΕΑΣ ΚΥΡΙΑΚΟΠΟΥΛΟΣ

9

Εισαγωγή

ΜΙΧΑΗΛ ΚΟΡΤΕΣΗΣ

13

ΜΕΡΟΣ 1

Οικονομική κρίση και διακυβέρνηση

1. Η ορθή διακυβέρνηση ως προϋπόθεση εξόδου από την κρίση

ΓΙΑΝΝΗΣ ΣΤΟΥΡΝΑΡΑΣ

21

2. Η κρίση και το πρόβλημα της διακυβέρνησης
στην ελληνική κοινωνία

ΣΤΑΥΡΟΣ ΙΩΑΝΝΙΔΗΣ

29

ΜΕΡΟΣ 2

Σταθεροποιητικά προγράμματα και συστήματα διακυβέρνησης: Οι εμπειρίες άλλων χωρών

3. Αργεντινή: Κρίση και ανάκαμψη

MARIO BLEJER

51

4. Κρίση και ανάκαμψη: Η τουρκική εμπειρία

HASAN ERSEL

65

5. Οικονομική κρίση και διακυβέρνηση: Η περίπτωση της Πορτογαλίας

LUIS CAMPOS E CUNHA

97

ΜΕΡΟΣ 3

Σταθεροποιητικά προγράμματα και συστήματα διακυβέρνησης: Η σκοπιά διεθνών οργανισμών

6. Η διακυβέρνηση στην Ευρωζώνη και η κρίση χρέους

ZSOLT DARVAS

111

7. Ελλάδα: Από την οικονομική καταστροφή στο οικονομικό θαύμα;

EDUARD BRAU

127

8. Η διαχείριση της δημοσιονομικής κρίσης στην Ευρωζώνη:
Η άποψη των Αγορών

MIRANTA ΞΑΦΑ

147

ΜΕΡΟΣ 4 Η Ελλάδα στον κόσμο

9. Ελλάδα και Ευρώπη: Η μεγάλη αντίφαση
ΛΟΥΚΑΣ ΤΣΟΥΚΑΛΗΣ 163
10. Ελληνική οικονομική κρίση και διακυβέρνηση στο ευρωπαϊκό πλαίσιο:
Παράγοντες μεταρρυθμιστικής επιτυχίας ή αποτυχίας
ΓΙΩΡΓΟΣ ΠΑΓΟΥΛΑΤΟΣ 169

ΜΕΡΟΣ 5 Αξίες, θεσμοί και πολιτικό σύστημα

11. Σύνταγμα και κρίση
ΝΙΚΟΣ ΑΛΙΒΙΖΑΤΟΣ 187
12. Αξίες, θεσμοί και κρίση
ΣΤΑΘΗΣ ΚΑΛΥΒΑΣ 193
13. Πολιτικές σημειώσεις στην άκρη του γκρεμού
ΓΙΑΝΝΗΣ ΒΟΥΛΓΑΡΗΣ 205

ΜΕΡΟΣ 6 Οικονομική διακυβέρνηση και δημόσια διοίκηση

14. Οικονομική διακυβέρνηση και δημόσια διοίκηση.
Αποτυχία πολιτικής και έλλειμμα λογοδοσίας
ΑΧΙΛΛΕΑΣ ΜΗΤΣΟΣ 213
15. Από τον κομματάνθρωπο στον Sir Humphrey:
Πώς θα αποκτήσουμε μια ανεξάρτητη δημόσια διοίκηση στην Ελλάδα
ΧΑΡΙΔΗΜΟΣ ΤΣΟΥΚΑΣ 221
16. Σκέψεις για τη «θεραπεία» της δημόσιας διοίκησης
ΠΑΝΑΓΗΣ ΒΟΥΡΛΟΥΜΗΣ 229

Συγγραφείς 237

Το άρθρο αυτό επικεντρώνεται στην άποψη των αγορών για τον τρόπο με τον οποίο η Ευρωζώνη διαχειρίστηκε τη δημοσιονομική κρίση που διαδέχτηκε την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009. Ξεκινάει αναλύοντας τα αίτια της κρίσης και τα προβλήματα στην εφαρμογή του Μνημονίου ΕΕ/ΔΝΤ στην Ελλάδα, συνεχίζει με την άποψη των αγορών για τη διαχείριση της κρίσης από πλευράς ΕΕ, και καταλήγει με μια πρόταση για οριστική λύση της κρίσης.

1. Ο πιστωτικός κίνδυνος στην Ελλάδα

Μετά τη χρεοκοπία της Lehman τον Σεπτέμβριο του 2008, το spread των ελληνικών ομολόγων διευρύνθηκε σημαντικά και παρέμεινε πολύ πάνω από τα αντίστοιχα των άλλων χωρών της Ευρωζώνης. Τόσο πριν όσο και μετά την προσφυγή της χώρας στον μηχανισμό διάσωσης ΕΕ/ΔΝΤ με την υπογραφή του Μνημονίου τον Μάιο του 2010, οι αγορές θεωρούσαν ότι ο πιστωτικός κίνδυνος της Ελλάδας είναι σημαντικά υψηλότερος σε σχέση με άλλες υπερχρεωμένες χώρες που προσέφυγαν στον μηχανισμό διάσωσης, την Ιρλανδία και Πορτογαλία. Αυτό συνέβη διότι η Ελλάδα έχει:

- το υψηλότερο δημόσιο χρέος και έλλειμμα στην Ευρωζώνη,
- αναξιόπιστα και ελλιπή στατιστικά στοιχεία,
- κακή προϊστορία δημοσιονομικής πειθαρχίας,
- την υψηλότερη προβλεπόμενη αύξηση της δαπάνης για συντάξεις στην ΕΕ. Ενώ έγιναν κάποιες προσπάθειες το 2010 για να περιοριστεί η συνταξιοδοτική δαπάνη, η μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού δεν ολοκληρώθηκε,
- μέτριες προοπτικές ανάπτυξης λόγω χαμηλής ανταγωνιστικότητας. Το Doing Business Report της Παγκόσμιας Τράπεζας κατατάσσει την Ελλάδα στην 109η θέση παγκοσμίως ως προς την ευκολία του επιχειρείν, χαμηλότερα από χώρες της Αφρικής.

Τα αρνητικά αυτά στοιχεία ενισχύθηκαν από την προφανή αδυναμία της κυβέρνησης να εφαρμόσει πλήρως το πρόγραμμα προσαρμογής που συμφώνησε με την ΕΕ και το ΔΝΤ και να πετύχει τους στόχους για το έλλειμμα. Από αρχικό στόχο 8,1% του ΑΕΠ το 2010, το έλλειμμα αυξήθηκε στο 9,6% του ΑΕΠ, όταν οι ΔΕΚΟ περιελήφθησαν στον ορισμό της γενικής κυβέρνησης, και στο 10,6% με τα απολογιστικά στοιχεία. Ήδη από τους πρώτους μήνες του 2011 τα στοιχεία έδειξαν μεγάλη υστέρηση εσόδων και υπέρβαση δαπανών, με αποτέλεσμα να

τίθεται σε αμφισβήτηση ο στόχος 7,6% του ΑΕΠ για το έλλειμμα. Οι αλληπάλληλες κοινωνικές αναταραχές λόγω των περικοπών συμπλήρωσαν την εικόνα μιας χώρας που μοιάζει να μην έχει τη δυνατότητα και τη βούληση να προσαρμοστεί στα νέα δεδομένα.

2. Η απαιτούμενη προσαρμογή

Με τα δημοσιονομικά δεδομένα, τον Μάιο του 2010, όταν υπεγράφη το Μνημόνιο, η απαιτούμενη δημοσιονομική προσαρμογή προκειμένου το δημόσιο χρέος να καταστεί βιώσιμο ήταν 16 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ. Ξεκινώντας από πρωτογενές έλλειμμα 10% του ΑΕΠ το 2009, η Ελλάδα χρειαζόταν πρωτογενές πλεόνασμα 6% του ΑΕΠ σε μόνιμη βάση για να σταθεροποιηθεί ο λόγος χρέους/ΑΕΠ και να μπει σε σταθερά πτωτική τροχιά, πράγμα που δεν προβλεπόταν να γίνει πριν από το 2014. Έπρεπε δηλαδή να καταβληθεί μια τεράστια δημοσιονομική προσπάθεια, ώστε να καταστεί το χρέος βιώσιμο. Οι υπολογισμοί αυτοί, που περιλαμβάνονται στο αρχικό Μνημόνιο, βασίστηκαν στην υπόθεση ότι η Ελλάδα θα καταφέρει να αντιστρέψει τη δυναμική του χρέους χωρίς απομείωση της ονομαστικής αξίας («κούρεμα») του χρέους. Προφανώς η απαιτούμενη προσαρμογή θα μειωνόταν αν γινόταν αναδιαπραγμάτευση του χρέους με κούρεμα της ονομαστικής αξίας των ομολόγων – με διαγραφή δηλαδή ενός τμήματος του χρέους. Οι αγορές, ήδη από τις αρχές του 2010, είχαν προεξοφλήσει ότι το κούρεμα ήταν αναπόφευκτο και θα γινόταν αργά ή γρήγορα με τον έναν ή άλλο τρόπο (με ελεγχόμενη ή άτακτη χρεοκοπία) για να αποκατασταθεί η βιωσιμότητα του χρέους. Όμως, η άμεση μείωση του χρέους τη στιγμή που υπεγράφη το Μνημόνιο τον Μάιο του 2010 προσέκρουσε σε σημαντικά εμπόδια.

Πρώτον, η προσδοκία απομείωσης του χρέους μπορούσε εύκολα να μεταδοθεί στις άλλες ευάλωτες χώρες της Ευρωζώνης, γενικεύοντας την κρίση. Δεύτερον, οι τράπεζες στην Ευρώπη και την Ελλάδα δεν ήταν έτοιμες να υποστούν τις ζημιές, και έτσι συνέχισαν να αποτιμούν τα ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου στην ονομαστική τους αξία. Αν απομείωναν την αξία τους στις τιμές της αγοράς, θα χρειαζόντουσαν πρόσθετα κεφάλαια για να καλύψουν τις ζημιές. Ένα κούρεμα στην αξία των ομολόγων θα εξανέμιζε μεγάλο τμήμα του κεφαλαίου των ελληνικών τραπεζών, που κατείχαν ελληνικά ομόλογα ύψους 55 δισ., και θα έπληττε τα ήδη χρεοκοπημένα ασφαλιστικά ταμεία που κατείχαν 26 δισ. Τρίτον, η άμεση αναδιάρθρωση του χρέους δεν θα άνοιγε τον δρόμο για επαναπρόσβαση της χώρας στις κεφαλαιαγορές, διότι η Ελλάδα απείχε πολύ από τη δημιουργία πρωτογενούς

πλεονάσματος, ώστε να πληρώνει τουλάχιστον ένα τμήμα των τόκων από ίδιους πόρους και όχι με δανεικά. Ακόμη και αν το Μνημόνιο εφαρμοζόταν πλήρως, το πρωτογενές ισοζύγιο προβλεπόταν να παραμείνει ελλειμματικό το 2011, και μόλις το 2014 να έχει δημιουργηθεί ένα πρωτογενές πλεόνασμα ικανό να καλύψει μεγάλο μέρος των τόκων πάνω στο δημόσιο χρέος.

3. Οι στόχοι του Μνημονίου

Αντίθετα με άλλες χώρες της ΕΕ, στην Ελλάδα η κρίση δεν προήλθε από τοξικά προϊόντα στο τραπεζικό σύστημα αλλά από τη χρεοκοπία του ελληνικού Δημοσίου. Η γιγάντωση του κράτους και οι παρεμβάσεις του στην οικονομία είναι η γενεσιουργός αιτία τόσο της δημοσιονομικής κρίσης όσο και της χαμηλής ανταγωνιστικότητας της οικονομίας. Το πελατειακό κράτος είναι αυτό που μοίρασε προσλήψεις, συντάξεις, προμήθειες και επιδοτήσεις με δανεικά. Το πελατειακό κράτος είναι αυτό που δημιούργησε κλειστά επαγγέλματα, καθόρισε εγγυημένα περιθώρια κέρδους και ελάχιστες αμοιβές για συγκεκριμένες τάξεις επαγγελματιών, και επέβαλε φόρους υπέρ τρίτων – όλα αυτά δηλ. που οδηγούν στην ακρίβεια. Πουλώντας υπερτιμολογημένα αγαθά και υπηρεσίες ο ένας στον άλλον δεν δημιουργήσαμε πλούτο, δημιουργήσαμε μια επίπλαστη ευημερία η οποία διήρκησε για όσο διάστημα το χάσμα ανταγωνιστικότητας μπορούσε να συντηρηθεί με δανεικά. Όταν τα δανεικά τελείωσαν, το οικοδόμημα κατέρρευσε.

Οι στόχοι του Μνημονίου είναι η δημοσιονομική εξυγίανση και η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας, ώστε να τεθούν οι βάσεις για υγιή ανάπτυξη, κατοχυρώνοντας έτσι και την εύλογη προσδοκία των δανειστών μας ότι θα πάρουν πίσω τα δανεικά. Το Μνημόνιο περιλαμβάνει δημοσιονομικά μέτρα που έχουν σαν στόχο τη μείωση του ελλείμματος και διαρθρωτικές παρεμβάσεις που έχουν σαν στόχο τη διεύρυνση της παραγωγικής βάσης της οικονομίας και την αύξηση της προσφοράς αγαθών και υπηρεσιών με την άρση των ρυθμίσεων που εμποδίζουν τον ανταγωνισμό και τη μείωση της γραφειοκρατίας.

Η πρόοδος μέχρι σήμερα είναι κάθε άλλο παρά ενθαρρυντική. Η μείωση του ελλείμματος κατά 5 μονάδες του ΑΕΠ το 2010 (από 15,5% σε 10,4% του ΑΕΠ) είχε σαν αφετηρία ένα «φουσκωμένο» έλλειμμα το 2009 και επετεύχθη με οριζόντιες περικοπές σε μισθούς και συντάξεις, μείωση των δημοσίων επενδύσεων, αύξηση των φορολογικών συντελεστών και εφάπαξ φορολογίες. Αυτά τα μέτρα, που από τη φύση τους είναι μη επαναλαμβανόμενα, απλώς προσφέρουν

τον χρόνο που απαιτείται για να σχεδιαστούν διαρθρωτικά μέτρα μείωσης των δαπανών σε μόνιμη βάση, ώστε το Δημόσιο να ζει από τη φοροδοτική ικανότητα της οικονομίας και όχι από δανεικά. Τέτοια μέτρα, όμως, προσκρούουν στην απροθυμία της κυβέρνησης να τα βάλει με τα συνδικάτα που τη στηρίζουν. Έτσι, αντί να περιορίσει το κράτος με κλείσιμο ζημιογόνων κρατικών επιχειρήσεων και άχρηστων οργανισμών και με απολύσεις του προσωπικού τους, η κυβέρνηση αναζητεί νέα έσοδα για να το συντηρήσει. Βαθαίνει την ύφεση καθυστερώντας πληρωμές προς τους ιδιώτες και φορολογώντας υπέρμετρα τον ιδιωτικό τομέα, την κινητήρια δύναμη της οικονομίας. Το Δημόσιο συνεχίζει να ζει παρασιτικά επιβαρύνοντας υπέρμετρα τον ιδιωτικό τομέα. Το Μνημόνιο δεν απέτυχε, απλώς δεν εφαρμόστηκε.

4. Προϋποθέσεις για έξοδο από την κρίση

Η δυναμική του χρέους δεν μπορεί να αντιστραφεί αν δεν συρρικνωθεί το κράτος. Το υπέρογκο δημόσιο χρέος είναι σύμπτωμα, όχι αιτία του προβλήματος. Η αιτία είναι το μέγεθος του κράτους και οι παρεμβάσεις του στην οικονομία. Χωρίς συρρίκνωση του κράτους, το χρέος θα ξαναδημιουργηθεί, ακόμη και αν διαγραφεί εξ ολοκλήρου. Η κυβέρνηση, όμως, αποφεύγει τις αποφασιστικές παρεμβάσεις και παραμένει δέσμια της κρατικιστικής αντίληψης που μας οδήγησε στην κρίση. Το μεσοπρόθεσμο δημοσιονομικό πρόγραμμα που εγκρίθηκε τον Ιούνιο του 2011 περιλαμβάνει μπαράζ νέων φόρων και χιλιοειπωμένες προθέσεις, όπως η πάταξη της φοροδιαφυγής, αποδεικνύοντας έτσι ότι ο στόχος της κυβέρνησης δεν είναι η εκ βάθρων αναδιάρθρωση της ελληνικής οικονομίας αλλά η εξασφάλιση δανεικών για να συνεχιστεί η κρατική σπατάλη χωρίς να πληγεί καίρια το κομματικό-συνδικαλιστικό κατεστημένο.

Προϋπόθεση για να βγει η Ελλάδα από την κρίση είναι η άμεση και αποφασιστική συρρίκνωση του δημόσιου τομέα, με την ιδιωτικοποίηση ή κλείσιμο όλων των κρατικών επιχειρήσεων και μεγάλου μέρους των κρατικών οργανισμών. Αμυντικές βιομηχανίες, ναυπηγεία, κρατικοί και δημοτικοί ραδιοσταθμοί και τηλεοράσεις δεν έχουν λόγο ύπαρξης αν δεν είναι κερδοφόρα. Αεροδρόμια, λιμάνια και άλλα έργα υποδομής δεν χρειάζεται να είναι κρατικά. Οι ιδιώτες είναι πολύ πιο ικανοί να τα διαχειριστούν, όπως αποδεικνύει η εμπειρία του αεροδρομίου των Σπάτων και η Αττική Οδός. Χρειάζεται θεραπεία σοκ για να αποφύγουμε την επερχόμενη τυπική χρεοκοπία. Το μεσοπρόθεσμο πρόγραμμα της κυβέρνησης

είναι εντελώς ανεπαρκές. Προβλέπει ότι το 2015, αφού πουλήσουμε 50 δισ. κρατική περιουσία, το δημόσιο χρέος θα παραμείνει 350 δισ., όσο ακριβώς είναι και σήμερα. Με αυτά τα δεδομένα είναι προφανές ότι η χώρα έχει πρόβλημα φερεγγυότητας και όχι ρευστότητας, πράγμα που εξηγεί γιατί οι οίκοι αξιολόγησης υποβίβασαν την Ελλάδα στη χαμηλότερη πιστοληπτική θέση στην υφήλιο (CCC) τον Ιούνιο του 2011.

5. Το «κούρεμα» του χρέους

Τα εμπόδια που προανέφερα στο κούρεμα του χρέους συνέχισαν να ισχύουν σε κάποιο βαθμό στον δεύτερο χρόνο εφαρμογής του Μνημονίου. Όμως οι ηγέτες της Ευρωζώνης, παρακινούμενοι από τη Γερμανία, αποφάσισαν να ζητήσουν τη συμμετοχή των ιδιωτών στη χρηματοδότηση του δεύτερου πακέτου διάσωσης της Ελλάδας στα μέσα του 2011. Η απόφαση αυτή ελήφθη υπό την πίεση των γεγονότων. Επειδή το Μνημόνιο προέβλεπε ότι το χρέος θα σταθεροποιηθεί σε πολύ υψηλό επίπεδο, είχε ήδη δημιουργηθεί στις αγορές η προσδοκία αναδιπραγμάτευσης με κούρεμα του χρέους, εκτινάζοντας τα spreads των ελληνικών ομολόγων σε νέο ύψος-ρεκόρ. Στη διεύρυνση των spreads συνετέλεσαν οι διαρκείς υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδας από τους οίκους αξιολόγησης, που διαπίστωναν αυξημένο δημοσιονομικό ρίσκο, καθώς το έλλειμμα του 2010 ξεπέρασε τον αναθεωρημένο στόχο της κυβέρνησης για 9,6% του ΑΕΠ, ενώ ο στόχος του 2011 για μείωση στο 7,5% του ΑΕΠ ήταν ανέφικτος χωρίς πρόσθετα μέτρα, που όμως δεν ελήφθησαν εγκαίρως.

Με αυτά τα δεδομένα, δεν υπήρχε περίπτωση να επιστρέψει η Ελλάδα στις αγορές το 2012, όπως προέβλεπε το Μνημόνιο. Στο Eurogroup έγιναν έντονες συζητήσεις κατά πόσο το κενό που δημιούργησε η αδυναμία επαναπρόσβασης της Ελλάδας στις κεφαλαιαγορές θα έπρεπε να καλυφθεί με νέο δάνειο από την τρόικα ή με ήπια αναδιάρθρωση χρέους, σε κάθε περίπτωση υπό την προϋπόθεση ότι η Ελλάδα θα τηρεί τις δεσμεύσεις που έχει αναλάβει. Το νέο δάνειο σκόνταφτε στην απροθυμία των Γερμανών και των άλλων πλεονασματικών χωρών να δανείσουν στην Ελλάδα μερικές δεκάδες δισεκατομμύρια πέρα από το μέγα δάνειο των € 110 δισ. που είχαν ήδη συμφωνήσει. Η εναλλακτική λύση της αναδιάρθρωσης προσέκρουε στους οίκους αξιολόγησης, που θα την θεωρούσαν ως πιστωτικό γεγονός και επιλεκτική χρεοκοπία (SD), και στις έντονες αντιρρήσεις της ΕΚΤ, η οποία κατείχε πάνω από € 100 δισ. ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου, κυρίως σαν αποτέλεσμα της παροχής ρευστότητας προς τις ελληνικές

τράπεζες που είχαν χάσει και αυτές την πρόσβαση στις αγορές. Τυχόν άρνηση της ΕΚΤ να συνεχίσει να δέχεται ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου ως εγγύηση για χρηματοδότηση θα πυροδοτούσε πιστωτική κρίση.

Τελικά, όπως συνηθίζεται στην ΕΕ, έγινε ένας συμβιβασμός: Αναγνωρίζοντας ότι η «επιμήκυνση» του χρέους προς την τρόικα με ταυτόχρονη μείωση του επιτοκίου δεν αρκούσε για να καθυστερήσει τις αγορές, οι ηγέτες της ΕΕ κατέληξαν σε μια συμφωνία που θα βελτιώνει τη βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους χωρίς να πλήξει ανεπανόρθωτα τις τράπεζες που έχουν στην κατοχή τους ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου. Η συμμετοχή των ιδιωτών με την ανταλλαγή, μετακύλιση ή επαναγορά ελληνικών ομολόγων, με κούρεμα ή μείωση επιτοκίου, θα μείωνε αντίστοιχα τη συμμετοχή των χωρών της Ευρωζώνης στο νέο πακέτο διάσωσης της Ελλάδας. Στο συνολικό δεύτερο πακέτο διάσωσης ύψους € 109 δισ., οι ιδιώτες επρόκειτο να συνεισφέρουν εθελοντικά –ώστε να μη θεωρηθεί από την αγορά ότι επήλθε χρεοκοπία– € 54 δισ., δηλ. το 90% των ομολόγων ύψους € 60 δισ. στην κατοχή ιδιωτών που λήγουν την κρίσιμη τριετία 2012-2014. Η απόφαση αυτή, που ανακοινώθηκε στη Σύνοδο Κορυφής της 21ης Ιουλίου 2011, κατέστησε προφανή την απροθυμία των χωρών-μελών να εκθέσουν τους φορολογούμενους σε περαιτέρω ρίσκο δανεισμού προς την Ελλάδα.

Η συμφωνία συνεπάγεται μείωση κατά 21% στην παρούσα αξία του χρέους προς τους ομολογιούχους, που αποτελεί περίπου το 70% του συνολικού δημόσιου χρέους, δηλ. το συνολικό χρέος θα μειωθεί κατά 14% (το κείμενο γράφτηκε πριν από τη συμφωνία της 27ης Οκτωβρίου). Αυτό μεταφράζεται σε μείωση του χρέους από 156% σε 132% του ΑΕΠ. Δεδομένου, όμως, ότι οι περισσότεροι αναλυτές εκτιμούν ότι η απαιτούμενη μείωση του χρέους είναι γύρω στο 50%, η συμφωνία δεν θα εξασφαλίσει τη βιωσιμότητα του χρέους, ακόμη και αν η Ελλάδα τηρήσει πλήρως το μεσοπρόθεσμο δημοσιονομικό πρόγραμμα που ψηφίστηκε τον Ιούνιο του 2011.

6. Η ευρωπαϊκή διάσταση

Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση που ξεκίνησε στα μέσα του 2007 μεταμορφώθηκε σε δημοσιονομική κρίση στην Ευρωζώνη. Η δημοσιονομική κρίση ήταν αποτέλεσμα τριών παραγόντων:

- Της μνημειώδους αποτυχίας των δυνάμεων της αγοράς να αντιληφθούν ότι υπάρχει πιστωτικός κίνδυνος στα κρατικά ομόλογα της Ευρωζώνης. Το

spread μεταξύ των ομολόγων του γερμανικού και ελληνικού Δημοσίου, για παράδειγμα, ανερχόταν στις 30 μονάδες βάσης (0,3%) την περίοδο πριν τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση.

- Της αποτυχίας των ρυθμιστικών αρχών να διαχωρίσουν το ρίσκο των κρατικών ομολόγων της Ευρωζώνης. Οι ρυθμιστικές αρχές προσέδιδαν μηδενικό ρίσκο στα κρατικά ομόλογα της Ευρωζώνης, ανεξαρτήτως εκδότριας χώρας, με αποτέλεσμα οι τράπεζες να μπορούν να τα διακρατούν χωρίς να επιμερίζουν κεφάλαια από τα αποθεματικά τους, όπως επιβάλλεται για κάθε επένδυση με ρίσκο.
- Της αποτυχίας των θεσμών, καθώς το Σύμφωνο Σταθερότητας της Ευρωζώνης απέτυχε να επιβάλει δημοσιονομική πειθαρχία.

Όταν ξέσπασε η κρίση, με την Ελλάδα να χάνει την πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές και να οδεύει προς στάση πληρωμών την άνοιξη του 2010, ορισμένοι επικαλέστηκαν τη ρήτρα περί μη διάσωσης ("no bail out clause") της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση, αρνούμενοι να στηρίξουν οικονομικά την Ελλάδα. Τελικά, όμως, επικράτησε η άποψη ότι δεν μπορεί να αφηθεί μία χώρα μέλος να χρεοκοπήσει χωρίς ολέθριες συνέπειες για το σύνολο της Ευρωζώνης. Στηρίζοντας την Ελλάδα, στηρίζουν το ευρωπαϊκό οικοδόμημα. Έτσι, τον Μάιο του 2010 δόθηκε το πράσινο φως για τη βοήθεια προς την Ελλάδα και τη δημιουργία του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) με στόχο την παροχή δανείων σε χώρες μέλη με δημοσιονομικά προβλήματα.

Λίγους μήνες αργότερα, η Γερμανία έθεσε θέμα δημιουργίας θεσμικού πλαισίου για ελεγχόμενη χρεοκοπία εντός της Ευρωζώνης. Εφόσον η ένωση μεταφοράς πόρων (fiscal union) είναι πολιτικά απαράδεκτη, η Γερμανία υποστήριξε ότι χρειάζεται ένα θεσμικό πλαίσιο που επιβάλλει τη συμμετοχή των επενδυτών στις ζημιές, ώστε να αποτραπεί η επιβάρυνση των φορολογουμένων. Η ύπαρξη ενός τέτοιου πλαισίου θα επέβαλε πειθαρχία στις αγορές και θα ελαχιστοποιούσε τη διατάραξη της πραγματικής οικονομίας, αποφεύγοντας μια παρατεταμένη περίοδο αναδιαπραγμάτευσης του χρέους. Φυσικά έγινε σαφές ότι, η αναδιάρθρωση χρέους δεν πρέπει να αντιμετωπίζεται σαν βολική λύση που θα απαλλάξει τις χώρες μέλη από τις απαραίτητες μεταρρυθμίσεις. Η αναδιάρθρωση χρέους δεν είναι υποκατάστατο αλλά συμπλήρωμα των απαραίτητων μεταρρυθμίσεων.

Το πρώτο βήμα προς τη δημιουργία ενός τέτοιου πλαισίου ήταν η ανακοίνωση Μέρκελ και Σαρκοζί στη Deauville τον Οκτώβριο του 2010, όπου για πρώτη φορά

έγινε αναφορά στη συμμετοχή των επενδυτών στις ζημιές σε μελλοντικές αναδιαρθρώσεις χρέους μέσα στην Ευρωζώνη. Η γαλλο-γερμανική πρόταση υιοθετήθηκε στη Σύνοδο Κορυφής της ΕΕ στα τέλη Οκτωβρίου, όπου ξεκαθαρίστηκε ότι καμία αναδιάρθρωση χρέους δεν πρόκειται να γίνει πριν από τα μέσα του 2013, οπότε προβλέπεται να λήξει ο προσωρινός μηχανισμός στήριξης (EFSF) και να αντικατασταθεί από τον μόνιμο μηχανισμό, τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM). Στην ουσία αναβλήθηκε για το 2013 η απόφαση κατά πόσο η παρούσα κρίση είναι κρίση ρευστότητας ή κρίση βιωσιμότητας που απαιτεί «κούρεμα» του χρέους. Δημιουργήθηκε, επίσης, η προσδοκία στις αγορές ότι ο μηχανισμός διάσωσης θα επαναγοράζει ομόλογα των αδύναμων χωρών, χωρίς όμως να διευκρινιστεί αν θα αγοράζονται στην πρωτογενή ή στη δευτερογενή αγορά από τον προσωρινό ή τον μόνιμο μηχανισμό.

Οι αγορές αντέδρασαν έντονα στο ενδεχόμενο να επωμίζονται οι ομολογιούχοι τις ζημιές από τυχόν αναδιαρθρώσεις χρέους, με αποτέλεσμα να ανέβουν τα spreads των ομολόγων της περιφέρειας της Ευρωζώνης αντανakλώντας τον αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο. Για να κατευνάσουν την αγορά, οι υπουργοί οικονομικών της Ευρωζώνης ανακοίνωσαν ότι το κούρεμα δεν αφορά το υπάρχον χρέος αλλά αυτό που θα δημιουργηθεί μετά τα μέσα του 2013.

Οι τελικές αποφάσεις ελήφθησαν στη Σύνοδο Κορυφής της ΕΕ στις 24-25 Μαρτίου 2011, όπου ανακοινώθηκε η συμφωνία για το ευρώ και η δημιουργία του μόνιμου μηχανισμού (ESM), που θα διαδεχθεί τον προσωρινό μηχανισμό στα μέσα του 2013. Διευκρινίστηκε ότι η παροχή οικονομικής βοήθειας θα γίνεται με τη μορφή δανείου, αλλά κατ' εξαίρεση ο μηχανισμός στήριξης (προσωρινός και μόνιμος) θα μπορεί να αγοράζει ομόλογα των χωρών μελών από την πρωτογενή αγορά και μόνο. Το ενδεχόμενο αγοράς ομολόγων από τη δευτερογενή αγορά αποκλείστηκε, προφανώς, διότι οι οίκοι αξιολόγησης προειδοποίησαν ότι αυτό θα αποτελούσε πιστωτικό γεγονός (credit event), με ό,τι αυτό συνεπάγεται για την πιστοληπτική βαθμολογία της χώρας και την ενεργοποίηση συμβολαίων CDS, δηλ. την άμεση αποζημίωση όσων αγόρασαν ασφάλιστρα πιστωτικού κινδύνου.

Από την άποψη των αγορών, υπάρχουν τρία προβλήματα διακυβέρνησης σε αυτές τις αποφάσεις:

Πρώτον, η δήλωση ότι το κούρεμα αφορά μόνο τα χρέη που θα δημιουργηθούν μετά τα μέσα του 2013 δεν ήταν πιστευτή, όπως απεδείχθη εκ των υστέρων με τη συμφωνία που ανακοινώθηκε στη Σύνοδο Κορυφής της 21ης Ιουλίου 2011 για

τη συμμετοχή των ιδιωτών στο πρόγραμμα χρηματοδότησης της ελληνικής οικονομίας (PSI). Προφανώς το πρόβλημα είναι το υπάρχον χρέος, όχι το μελλοντικό χρέος που θα δημιουργηθεί.

Δεύτερον, στον μόνιμο μηχανισμό οι αξιώσεις των ιδιωτών πιστωτών θα έχουν μειωμένη εξασφάλιση έναντι των απαιτήσεων των κωρών μελών μέσω του μηχανισμού στήριξης. Αυτό θα δυσχεράνει την επαναπρόσβαση των υπερχρεωμένων κωρών στις κεφαλαιαγορές, διότι οι επενδυτές θα διστάσουν να αγοράσουν ομόλογα μιας χώρας που έρχονται σε δεύτερη μοίρα σε σχέση με τις απαιτήσεις των κωρών μελών προς την ίδια χώρα.

Τρίτον, δεν επιλύεται η συστημική αλληλεξάρτηση μεταξύ τραπεζικών κρίσεων και κρίσεων δημόσιου χρέους για την οποία απαιτείται αύξηση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών. Τα stress tests των ευρωπαϊκών τραπεζών που έγιναν στα μέσα του 2011 δεν περιέλαβαν σενάριο κουρέματος του χρέους, διότι απλούστατα αυτό το σενάριο δεν ήταν στην ατζέντα.

Η αβεβαιότητα ως προς το μέγεθος και τον χρονικό ορίζοντα των ζημιών που τελικά θα προκύψουν εκτίναξε τα spreads σε νέα ιστορικά υψηλά επίπεδα μετά τις αποφάσεις του Μαρτίου. Στην Ελλάδα, η αδυναμία της κυβέρνησης να πετύχει τον στόχο για το έλλειμμα και να συμφωνήσει σε ένα αξιόπιστο μεσοπρόθεσμο πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής και ιδιωτικοποιήσεων πυροδότησε σενάρια για άμεση αναδιάρθρωση. Τον Ιούνιο του 2011 η πιστοληπτική ικανότητα της χώρας υποβαθμίστηκε στο CCC – ένα βήμα πριν από το D (Default), χαμηλότερα από εκεί όπου βρισκόταν το rating της Αργεντινής όταν χρεοκόπησε.

Σε ένα περιβάλλον διαρκώς επιδεινούμενο από την κρίση χρέους, την απόφαση της 25ης Μαρτίου ακολούθησαν οι αποφάσεις της Συνόδου Κορυφής της 21ης Ιουλίου 2011 να δοθούν νέες αρμοδιότητες στο EFSF με στόχο τη θωράκιση του ευρωπαϊκού οικοδομήματος. Το EFSF θα μπορεί να παρεμβαίνει προληπτικά, πριν εκδηλωθεί η κρίση, προσφέροντας χαμηλότοκα δάνεια και αγοράζοντας κρατικά ομόλογα ακόμα και στη δευτερογενή αγορά, ώστε να αποτραπεί η μετάδοση της κρίσης σε χώρες μέλη όπως η Ισπανία και η Ιταλία που δεν έχουν χάσει την πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές, ώστε να διασφαλίσουν τις δανειακές τους ανάγκες σε περιόδους αναταραχών και να θωρακίσουν τις τράπεζές τους με νέα κεφάλαια. Ο στόχος ήταν να περιοριστεί ο κίνδυνος μετάδοσης της κρίσης στην υπόλοιπη Ευρωζώνη και να μειωθεί η αβεβαιότητα που προκαλούσε το ενδεχόμενο χρεοκοπίας της Ελλάδας και εξόδου της από την Ευρωζώνη.

Όσον αφορά την Ελλάδα, το βασικό μήνυμα της συμφωνίας ήταν ότι οι Ευρωπαίοι έχουν όλη την καλή θέληση να τη διασώσουν, αλλά προετοιμάζονται για το ενδεχόμενο να την εγκαταλείψουν στην τύχη της αν δεν ανταποκριθεί στις δικές της υποχρεώσεις. Οι Ευρωπαίοι ηγέτες δεν θέλουν να ρισκάρουν ολόκληρο το ευρωπαϊκό οικοδόμημα λόγω της αδυναμίας ενός μέλους. Έτσι, ύστερα από μακροσκελείς διαπραγματεύσεις, διαφωνίες και πειραματισμούς, η Σύνοδος Κορυφής της 21ης Ιουλίου αποφάσισε επίσης τη χρηματοδότηση ενός νέου προγράμματος σταθεροποίησης της ελληνικής οικονομίας ύψους € 109 δισ., με την εθελοντική συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα, ώστε να καλυφθούν πλήρως οι χρηματοδοτικές ανάγκες μέχρι το 2014. Πέρα από τη συμβολή του ιδιωτικού τομέα με επιμήκυνση και «κούρεμα» των ομολόγων κατά 21% σε παρούσες αξίες, η νέα ενίσχυση προέβλεπε επιμήκυνση της προθεσμίας λήξεως των μελλοντικών δανείων του EFSF από 7,5 έτη σε τουλάχιστον 15 και μείωση του επιτοκίου δανεισμού στο κόστος δανεισμού του EFSF (περίπου 3,5%). Ενώ, δηλαδή, αρχικά η ΕΕ χρέωνε υψηλό επιτόκιο στα διακρατικά δάνεια για να αποτρέψει τον ηθικό κίνδυνο (*moral hazard*) της προσφυγής μιας χώρας σε αυτά, τελικά επικράτησε η λογική της εξασφάλισης της βιωσιμότητας του χρέους με τη μείωση του επιτοκίου και την επιμήκυνση της αποπληρωμής των δανείων της τρόικας.

7. Η συνολική λύση που απαιτείται

Το ξεκάθαρο μήνυμα από τις αγορές είναι ότι τα μέτρα που έχουν ανακοινωθεί μέχρι στιγμής –ορισμένα από τα οποία δεν έχουν καν υλοποιηθεί– δεν επαρκούν για την οριστική επίλυση της κρίσης. Τα € 440 δισ. που θα διαθέτει το EFSF όταν εγκριθεί το νέο καταστατικό του δεν επαρκούν για να διασώσουν –πέρα από την Ιρλανδία, Πορτογαλία και Ελλάδα– την Ισπανία και την Ιταλία, αποτρέποντας το ενδεχόμενο η κρίση ρευστότητας να μετατραπεί σε κρίση φερεγγυότητας. Ακόμη και αν οι απαραίτητοι πόροι ήταν διαθέσιμοι, οι αγορές αντιλαμβάνονται ότι οι χώρες αυτές δεν μπορούν να επιτύχουν μεγάλα πρωτογενή πλεονάσματα όσο διαρκεί η ύφεση, ώστε να εξυπηρετούν τα χρέη τους χωρίς προσφυγή σε περαιτέρω δανεισμό. Μόνη λύση είναι η διαγραφή του υπερβάλλοντος χρέους, ώστε το χρέος των υπερχρεωμένων χωρών να καταστεί βιώσιμο, με ταυτόχρονη αύξηση του κεφαλαίου των τραπεζών που έχουν στην κατοχή τους «τοξικά» ομόλογα, ώστε να αντέξουν τις ζημιές.

Οι οικονομολόγοι Daniel Gros και Thomas Mayer προτείνουν μια λύση παρόμοια με αυτή που είχε εφαρμοστεί τη δεκαετία του '80 στη Λατινική Αμερική, την

έκδοση Brady bonds για να επαναγοραστεί το σύνολο του χρέους των υπερχρεωμένων χωρών. Συγκεκριμένα, η λύση που προτείνουν είναι να αγοράσει ο μηχανισμός στήριξης EFSF το σύνολο του χρέους των υπερχρεωμένων χωρών εκδίδοντας ομόλογα με AAA rating. Η ανταλλαγή του χρέους θα γίνει στην τιμή της δευτερογενούς αγοράς που ίσχυε τη στιγμή που η κάθε χώρα άρχισε να εφαρμόζει σταθεροποιητικό πρόγραμμα που στηρίχθηκε από το ΔΝΤ και την ΕΕ. Σε δεύτερη φάση θα εξεταστεί η βιωσιμότητα του χρέους της κάθε χώρας. Εάν το χρέος είναι βιώσιμο, η χώρα αποπληρώνει κανονικά το μειωμένο χρέος της που είναι πια προς τον μηχανισμό στήριξης EFSF, όχι προς τις αγορές. Αν το χρέος δεν είναι βιώσιμο, τότε το EFSF μειώνει το επιτόκιο όσο χρειάζεται για να επιτευχθεί η βιωσιμότητα. Στην πρόταση αυτή το EFSF και το ΔΝΤ έχουν διακριτούς ρόλους. Ο μηχανισμός στήριξης επιδιώκει την επίτευξη βιωσιμότητας του χρέους και το ΔΝΤ χρηματοδοτεί τα ελλείμματα, έως ότου ολοκληρωθεί η δημοσιονομική προσαρμογή.

Προϋπόθεση για την επιτυχία αυτού του εγχειρήματος είναι τα ομόλογα του EFSF να μην έχουν αυξημένη εξασφάλιση σε σχέση με τους ιδιώτες επενδυτές. Μόνο έτσι θα επιτευχθεί η επιστροφή στις αγορές των υπερχρεωμένων χωρών.

Τα πλεονεκτήματα αυτής της πρότασης είναι ότι αποφεύγει τις δύο ακραίες καταστάσεις. Στο ένα άκρο είναι η άτακτη χρεοκοπία με στάση πληρωμών, που θα δημιουργούσε χάος στις αγορές και στο κοινό νόμισμα. Στο άλλο άκρο είναι η «Ένωση μεταφοράς πόρων» που δεν είναι αποδεκτή από τη Γερμανία και τις άλλες πλεονασματικές χώρες. Η πρόταση Gros-Mayer λύνει το πρόβλημα του χρέους σε μόνιμη βάση προσφέροντας έναν σταθερό κανόνα με τον οποίο επιμερίζονται οι ζημιές μεταξύ των πιστωτών, των υπερχρεωμένων χωρών και των φορολογουμένων. Καμία ομάδα δεν επωμίζεται το σύνολο του κόστους. Το άλλο πλεονέκτημα αυτής της πρότασης είναι ότι εξασφαλίζει την επιστροφή στις αγορές, διότι τα διακρατικά δάνεια μέσω του EFSF δίδονται με ρήτρα *pari passu*, δηλαδή χωρίς *seniority* σε σχέση με τους ιδιώτες.

Παρόλο που τα δάνεια από το EFSF προς τις υπερχρεωμένες χώρες που απαιτούνται είναι μεγάλα, η πιθανότητα να αποπληρωθούν πλήρως είναι πολύ μεγαλύτερη από την πιθανότητα να αποπληρωθούν τα δάνεια που έχουν ήδη δοθεί στην Ελλάδα, Ιρλανδία και Πορτογαλία, χωρίς κάποιας μορφής κούρεμα. Στην περίπτωση της Ελλάδας, με δημόσιο χρέος € 350 δισ. και αγοραία τιμή περίπου 75% της ονομαστικής αξίας κατά μέσο όρο τον Μάιο του 2010 που ξεκίνησε το πρόγραμμα σταθεροποίησης, η επαναγορά του χρέους θα απαιτούσε κεφάλαια ύψους

€ 260 δισ. Και αυτά μόνο για την Ελλάδα, χωρίς να υπολογίζουμε τις άλλες δύο χώρες, Ιρλανδία και Πορτογαλία, που εφαρμόζουν σήμερα τέτοια προγράμματα. Και η λίστα μπορεί να μεγαλώσει. Τα απαιτούμενα ποσά θα ήταν φυσικά πολύ μικρότερα αν η επαναγορά του χρέους γινόταν στις σημερινές αγοραίες τιμές, που ανέρχονται σε 40% της ονομαστικής αξίας κατά μέσο όρο. Θα αυξάνονταν όμως, αντίστοιχα, τα πρόσθετα κεφάλαια που θα χρειάζονταν οι τράπεζες.

Η πρόταση Gros-Mayer είναι παρόμοια με τα ομόλογα Brady που έδωσαν οριστική λύση στην κρίση των χρεών της Λατινικής Αμερικής. Η κρίση ξέσπασε τον Αύγουστο του 1982 με το moratorium που επέβαλε το Μεξικό στην εξυπηρέτηση του χρέους του προς τις αμερικανικές τράπεζες, και επεκτάθηκε σχεδόν στο σύνολο των χωρών της Λατινικής Αμερικής. Το 1989 το Μεξικό αντάλλαξε το υπάρχον χρέος του με νέα τριακονταετή ομόλογα Brady, με εγγύηση ("credit enhancement") ομόλογα μηδενικού κουπονιού του αμερικανικού Δημοσίου ίδιας διάρκειας, που αγόρασε το Μεξικό με τα συναλλαγματικά του αποθέματα και με δάνεια από τους διεθνείς οργανισμούς. Ακολούθησαν παρόμοιες ανταλλαγές χρέους της Βραζιλίας, Βενεζουέλας, Αργεντινής και άλλων χωρών που αδυνατούσαν να εξυπηρετήσουν το χρέος τους. Τα ομόλογα Brady επαναγοράστηκαν από τις χώρες που τα εξέδωσαν πριν από τη λήξη τους –ξεκινώντας από το Μεξικό το 2003– σε απόδειξη της δυνατότητάς τους να δανείζονται από τις κεφαλαιαγορές με μόνη εγγύηση τις θετικές προοπτικές των οικονομιών τους.

Πρόσφατα, ο Nicholas Brady, Υπουργός Οικονομικών της Αμερικής την περίοδο 1988-1993 και εμπνευστής των ομώνυμων ομολόγων, εξέδωσε ένα βιβλίο με τίτλο "The History of the Brady Plan". «Χρειάστηκε κουράγιο και διορατικότητα για να σχεδιαστεί μια στρατηγική που θα έλυne το πρόβλημα σε μόνιμη βάση με ομαλό τρόπο», όπως δήλωσε ο πρώην Υπουργός Οικονομικών του Μεξικού. Η ΕΕ βρίσκεται ακόμη στη διαδικασία αναζήτησης μιας τέτοιας στρατηγικής. Το βέβαιο είναι ότι η διαγραφή μεγάλου μέρους του χρέους της Ελλάδας και, ενδεχομένως, των άλλων υπερχρεωμένων χωρών της Ευρωζώνης είναι αναπόσπαστο τμήμα αυτής της στρατηγικής.

Βιβλιογραφία

- Brady, Nicholas (2010), "The History of the Brady Plan", Darby Private Equity, Franklin Templeton Investments, Washington DC.
- Gros, Daniel and Thomas Mayer (2011), "Debt Reduction Without Default", *CEPS Policy Brief* No. 233, February.
- Kopf, Christian (2011), Restoring Financial Stability in The Euro Area, *CEPS Policy Brief* No. 237, March.
- Wyplosz, Charles (2011), "Eurozone Lenders Still Don't Get It", Vox EU, August.
- Xafa, Miranda and Domingo Cavallo (2011), "Greece Through the Rear View Mirror" VoxEU, July.