

Intervention by Yannis Stournaras

**Director General, Foundation for Economic and Industrial Research and
Professor of Economics, University of Athens**

Berlin, 25 January 2011

EUROPE'S SOVEREIGN DEBT CRISIS***A. The Euro crisis: Imbalances, failures of regulation and surveillance**

- We are at a critical juncture and need a new approach: For as long as the financial system was driven by optimism, the fact that EMU was a monetary union and a very rudimentary economic (fiscal) union did not matter much. Financial markets had been recycling the current account surpluses of the mature economies of the European North to the less mature economies of the European South, financing their current account deficits at interest rates which did not threaten the sustainability of their net foreign debt to GDP ratio. This honeymoon effectively ended following the collapse of Lehman Brothers in 2008, the discovery of skeletons in Greek public accounts and of skeletons in banks' balance sheets of other member-states.
- Current account imbalances are not always lethal: According to modern economic theory, the monetary, financial and economic integration of structurally different economies is bound to produce imbalances between private savings and private investment. This is actually a characteristic of the catching-up process. The situation gets out of control and imbalances become lethal, when fiscally irresponsible governments or careless regulators of the financial

* Hosted by the German Ministry of Finance

system act in a procyclical, or simply reckless way and allow bubbles to be created. These might take the form of exploding public or private debt, or exploding banks' balance sheets. In certain cases, a combination of all these. Financial markets and credit rating organizations have not been efficient in spotting bubbles early on and joined the party.

- However, we should be careful: There is no doubt that there was a dismal failure of the surveillance system to identify at an early stage the fiscal derailment of Greece. The identification could have been realized through alternative checks and balances (such as cash data, stock –flow- adjustment, current account developments, etc.); or a dismal failure of bank regulators in certain other member-states to spot early on the historically exorbitant leverage ratios of commercial banks which had used the best accounting tricks to minimize the need for more core capital. These are well-known facts and, with the benefit of hindsight, should be mended as soon as possible. In fact, there seems to be a lot of activity towards this direction. But these are not the fundamental problems of the Eurozone. As already mentioned, the Eurozone, is a monetary union, but an almost trivial fiscal union, “a currency without a state”. If we fail to address this problem in a realistic but flexible way and in a very short period of time, the future of the Euro might be full of nasty surprises.

B. A robust framework for crisis prevention and crisis resolution

Prevention

- Crisis prevention needs an early warning system based not only on fiscal data but also, current account developments, cost competitiveness as well as structural competitiveness, growth

performance and its drivers, employment, asset prices, domestic and foreign public and private debt, developments of banks' balance sheets and their capital adequacy.

- All aspects of economic policy and developments should be a matter of common concern in the Eurozone, especially fiscal policy, as well as policies in the banking sector, since these two areas have been responsible for the current situation. Social security developments should also be a matter of common concern, taking into account its importance for fiscal developments.
- Monitoring and surveillance are necessary but not sufficient conditions for stability: Primarily, the policy framework should be clarified, so that uncertainty is being removed and financial markets do not panic. In my view, this policy framework should be based on (a) fiscal discipline and (b) economic cooperation.

(a) Fiscal discipline should be based on the Stability and Growth Pact. This should become stricter (fines) but, at the same time, more flexible, in the sense that it should take into account the net public investment needs of member-states. I would suggest a modified "golden rule" as follows: Over the business cycle, the General Government Current Account should leave a surplus no less than 30 percent of the net Public Investment Expenditure. Such a rule should be incorporated in the Constitution of member-states.

(b) Economic co-operation should be based:

- (i) On an enhanced EFSF and, beyond 2013 an enhanced ESM. The Eurozone must show that it is ready to act and raise the ceiling of the EFSF, which should be empowered to buy bonds from

secondary markets as well as from the ECB and to recapitalize banks, thus becoming gradually a European Public Debt Office, or a European Monetary Fund.

- (ii) On symmetric upper and lower bounds on current accounts: That is, no member-state should be allowed to have a current account deficit exceeding, for example, 4 percent of GDP and at the same time, no member-state should be allowed to have a current account surplus exceeding 4 percent of GDP. For, if adjustment falls only on deficit countries, recession will deepen.

Resolution

- The resolution of the present crisis should occur both through action by individual member-states to correct their imbalances and through collective Eurozone action, mainly via an enhanced EFSF, which will provide loans (not transfers!) to member-states in trouble, buy their bonds from the secondary market and the ECB, swap them with the member-states that have issued them, and recapitalize banks, until markets are convinced that policies pursued to correct imbalances produce sustainable results. Member-states have already embarked upon painful policies to correct fiscal imbalances. In the case of Greece, one-third of the envisaged total fiscal adjustment for the period 2010-2013 has already occurred in 2010, while, at the same time, a large number of ongoing structural reforms aim at enhancing structural competitiveness.

- The resolution of the present crisis should not occur through sovereign debt defaults. Arguments which have been put forward by certain commentators in favor of a Greek default and even in favor of an exit from the Eurozone are wrong, eccentric, and, if adopted, would put the Eurozone into jeopardy, possibly resulting in serial defaults in the banking system and social havoc.
- Debt restructuring, if needed, should be market-based, voluntary and take place through the EFSF operations described above. However, officials should refrain from making public comments about this market sensitive information.

C. Immediate crisis responses: Combining short-term priorities with long-term sustainability

- The current problem has a solution: The Eurozone has healthier fundamentals than other currency zones, its current account is balanced, Germany is showing robust growth, relative unit labor cost developments do not differ dramatically within member-states despite common belief to the contrary, and member-states in trouble have a strong catch-up potential. (In the case of Greece this stems mainly from the opening up of closed markets and professions, underinvestment in infrastructure, tourism, energy and the environment as well as from poor institutions which, as a result of the crisis, are in a process of modernization).
- Short-term priorities have mostly to do with restoring market confidence. Long-term sustainability refers to the restoration of healthy growth, that is growth without imbalances, such as those developed in the first decade of the Eurozone. Fiscal discipline is a necessary condition for both goals, but it is not sufficient. Economic cooperation

is also needed in order to ensure both goals. Actually the present crisis could turn out to be the "midwife of history", in the sense, that it is forcing both the Eurozone member-states to correct past mistakes mainly related to the procyclicality of their policies, and the Eurozone as a whole to coordinate policies and create institutions to implement coordination.

- Short-term priorities are mostly related (i) to individual member-states taking action to correct imbalances and/or re-capitalize their banks and (ii) to common action by the European Commission, the IMF, the ECB and the new EFSF to provide financial support to distressed member-states. The EFSF should ultimately take over these responsibilities and perform all the tasks of a Debt Office.
- The main risk is that fiscal contraction, especially in Greece, is so severe that the ongoing structural reforms and the recovery in its exports may not be sufficient to restore growth in a reasonable time-horizon. This might result in unfavorable debt dynamics in the medium to long-run, despite the rapid improvement in the general government primary deficit. This eventuality calls for a more ambitious privatization program in Greece and the urgent development of state-owned land. It also calls for front-loading of the European Union Structural Funds, used to co-finance Public Investment of member-states in order to promote growth through infrastructure investment, taking into account the hitherto low absorption of the investment resources of the Community Support Framework (Structural Funds). It finally calls for a reconsideration of the interest rates charged in the bail-out mechanisms.

no-
boats

Περίληψη απόψεων που κατατέθηκαν στην ημερίδα* του Υπουργείου Οικονομικών της Γερμανίας με τίτλο «Europe's Sovereign Debt Crisis».

A. Η ΚΡΙΣΗ: ΔΙΑΠΙΣΤΩΣΕΙΣ-ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΕΣ-ΕΛΕΓΧΟΣ ΚΑΙ ΕΠΟΠΤΕΙΑ

- Υπάρχει έλλειμμα συνεννόησης μεταξύ της Γερμανίας και των λοιπών κρατών-μελών της Ευρωζώνης.
- Το Ευρώ θα επιζήσει, αλλά ορισμένα κράτη-μέλη ίσως αναγκαστούν να το εγκαταλείψουν.
- Η Ευρωζώνη αντιμετωπίζει τριών ειδών προβλήματα: μακροοικονομικά, χρηματοπιστωτικά και δημοσιονομικά.
- Δημιουργήθηκαν ανισορροπίες στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών και αποσταθεροποιητικές ροές κεφαλαίων που κακώς δεν ελήφθησαν υπόψη.
- Πρέπει να βρεθεί άμεσα τρόπος να απεμπλακεί η ΕΚΤ από τα κρατικά ομόλογα που έχει αγοράσει.
- Δεν υπάρχει σήμερα ουσιαστικό «έσχατο καταφύγιο» (lender of last resort) για τις τράπεζες στην Ευρωζώνη.
- Δεν υπήρξε πραγματικό κοινό ενδιαφέρον (common interest) για τη δημοσιονομική πολιτική.
- Οι αγορές δεν επέβαλαν «πειθαρχία», δηλαδή δεν τιμολόγησαν τον κίνδυνο (ρίσκο) ορθολογικά.
- Οι ροές κεφαλαίων κατευθύνθηκαν σε κλάδους μη εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών. Δημιούργησαν «φούσκες» και φορολογικά έσοδα που

* Ημερίδα που οργανώθηκε από τα "think tanks" CES-IFO και Bruegel στις 25 Ιανουαρίου 2011 με συμμετοχή 40 περίπου ευρωπαίων οικονομολόγων, υπό τη προσωπική τους ιδιότητα. Η συζήτηση έγινε σύμφωνα με τους κανόνες του Chatham House, δηλαδή μπορεί να δημοσιοποιηθεί, αλλά χωρίς ταυτοποίηση θέσεων (τοποθετήσεων) και ονομάτων. Στην ημερίδα συμμετείχε και ο συντάκτης του παρόντος σημειώματος, Γενικός Διευθυντής του IOBE Γιάννης Στουρνάρας. Σημειωτέον ότι η συντριπτική πλειοψηφία των συμμετεχόντων ανήκε στον «Ευρωπαϊκό Βορρά».

στηρίχτηκαν σε «φούσκες», αλλά προκάλεσαν και στρεβλώσεις στις σχετικές τιμές.

- Πόσο πρόβλημα είναι τα πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της Γερμανίας;
- Μη αποτελεσματικές κυβερνήσεις και επόπτες τραπεζών.
- «Κόπηκαν» τα φτερά της Commission, δεν την άφησαν οι κυβερνήσεις «να κάνει τη δουλειά της».
- Σε μια πλήρη νομισματική αλλά ατελή οικονομική και δημοσιονομική ένωση, τα διευρυνόμενα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών είναι αναμενόμενα, επειδή τα κράτη-μέλη έχουν μη συμμετρικά (ώριμες και μη ώριμες οικονομίες) χαρακτηριστικά. Το πραγματικό πρόβλημα είναι οι προκυκλικές πολιτικές: Κυβερνήσεις και Τράπεζες «έριξαν λάδι στη φωτιά».
- Το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ) απέτυχε. Δεν είχε τα κατάλληλα μέσα σχετικά με τους στόχους. Τα ελλείμματα στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών απεδείχθησαν ο πραγματικός «αδύναμος κρίκος». Όλοι τα υποτιμήσαμε.
- Τραπεζική κρίση: Αποτυχία της εποπτείας. Οι ευρωπαϊκές αρχές δεν έχουν σχετική αρμοδιότητα
- Απαιτείται άμεση αναδιάρθρωση χρεών ορισμένων κρατών-μελών και Τραπεζών.
- Έξοδος μιας χώρας-μέλους από το Ευρώ πιθανότητα συνεπάγεται άμεση χρεοκοπία της εν λόγω χώρας-μέλους και αποτέλεσμα domino στις υπόλοιπες.
- Απορία γιατί η Commission δεν αντελήφθη έγκαιρα τον δημοσιονομικό εκτροχιασμό της Ελλάδας.

- Η φερεγγυότητα πρέπει να κρίνεται σε βάθος χρόνου και αφού ληφθούν υπ' όψη οι δυναμικές επιπτώσεις των μέτρων που λαμβάνονται και η κρατική περιουσία.
- Σε περιόδους κρίσης τόσο το δημόσιο όσο και το ιδιωτικό χρέος πρέπει να λαμβάνονται υπόψη. Αν αθροιστούν τα δυο, η κατάταξη χωρών με βάση το ρίσκο των χρεών αλλάζει.
- Αναδιάρθρωση χρέους: Δεν έχει γίνει σε χώρα της Ευρώπης μετά τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο. Σε ποιο νομικό πλαίσιο θα γίνει; Ποιες είναι οι επιπτώσεις; Έχει γίνει σύγκριση κόστους-οφέλους με εναλλακτικές λύσεις;

B. ΠΡΟΛΗΨΗ ΚΑΙ ΕΠΙΛΥΣΗ ΚΡΙΣΕΩΝ

- Το Άρθρο 125 της Συνθήκης παρέχει τη νομική βάση για «διασώσεις» (rescue mechanism).
- Υπάρχει πρόβλημα αξιοπιστίας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Αναγκαίες οι άμεσες αλλαγές.
- Δεν υπάρχει μηχανισμός αντιμετώπισης κρίσεων, μόνο πρόληψης (ΣΣΑ) και αυτός όμως απέτυχε.
- Η κρίση είναι λιγότερο δημοσιονομική και περισσότερο μακροοικονομική-χρηματοπιστωτική.
- Απαιτούνται δυο μηχανισμοί επίλυσης (resolution):
 - Ένας για τα εκτός ελέγχου δημόσια χρέη.
 - Ένας για τα εκτός ελέγχου τραπεζικά χρέη.
- Οι χρηματοπιστωτικές αγορές πανικοβλήθηκαν με την απόφαση του Συμβουλίου Κορυφής για «ρήτρες συλλογικής δράσης» (collective action clauses). Προεξόφλησαν απώλειες από τη διακράτηση κρατικών ομολόγων.

- Το πρόβλημα με την πρόταση για αναδιάρθρωσεις χρεών είναι τα διαφορετικά νομικά συστήματα. Δεν υπάρχει νομική βεβαιότητα σήμερα.
- Ο χρηματοπιστωτικός τομέας χρειάζεται εποπτεία αλλά και σύστημα επίλυσης της κρίσης του σε επίπεδο ευρωζώνης.
- Ο μηχανισμός πρόληψης των κρίσεων πρέπει να περιλαμβάνει, μεταξύ άλλων, τις εξελίξεις στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών. Θέσπιση ορίων τόσο στα ελλείμματα όσο και στα πλεονάσματα των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών των κρατών-μελών. Έμφαση στην πρόληψη ανάπτυξης συστημικών διαφορών μεταξύ κρατών-μελών.
- Ο μηχανισμός διάσωσης EFSF και ο μόνιμος μηχανισμός ESM μετά το 2013 μπορεί να αποτελέσουν αποτελεσματικούς μηχανισμούς επίλυσης της κρίσης. Επίσης μπορεί να αποτελέσουν λύση στο πρόβλημα της ΕΚΤ, αγοράζοντας τα κρατικά ομόλογα που κατέχει.
- EFSM-ESM: μηχανισμοί ασφάλισης (insurance mechanisms) έναντι κλυδωνισμών ρευστότητας (liquidity) και φερεγγυότητας (solvency) που μπορούν να εξασφαλίσουν κοινωνικά δίκαιη και αποτελεσματική κατανομή των λύσεων.
- Ο «ηθικός κίνδυνος» (moral hazard) είναι αναπόφευκτος σε συστήματα ασφάλισης. Τα κράτη-μέλη με χαμηλή αξιολόγηση κινδύνου, αναπόφευκτα θα επιδοτούνται από τους μηχανισμούς.
- Τα κράτη-μέλη μπορεί να επιτυγχάνουν τόσο καλύτερους όρους δανεισμού από τους μηχανισμούς EFSF-ESM όσο πιο πολύ «σέβονται» το ΣΣΑ (Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης).
- Ανάγκη ενεργοποίησης του EFSF αμέσως, με παράλληλη ενίσχυσή του με επαρκείς πόρους.
- Το ESM πρέπει να προβλεφθεί στο νομικό πλαίσιο.
- Δεν πρέπει να επιβληθεί μονομερής, υποχρεωτική αναδιάρθρωση χρέους.

- Η Ευρωζώνη χρειάζεται έναν και μόνο επόπτη για το χρηματοπιστωτικό σύστημα.
- Το ΣΣΑ και η ρήτρα μη διάσωσης (no bail out clause) δεν έγιναν σεβαστά. Σχεδιάστηκαν λάθος.
- Χρειαζόμαστε, χωρίς αμφιβολία, ένα μηχανισμό διάσωσης (bail out mechanism). Παράλληλα όμως με αναδιάρθρωση («κούρεμα») χρεών. Πρέπει κυρίως οι τράπεζες να αναλάβουν το βάρος των ζημιών από την υποχρεωτική αναδιάρθρωση (κούρεμα) κρατικών χρεών.
- Η μείωση των επιτοκίων δεν οδήγησε σε εξοικονόμηση δαπανών, αλλά σε αύξηση του δημοσίου χρέους (κυρίως στην Ελλάδα).
- Η αναδιάρθρωση χρέους προτείνεται να γίνει σε τρία στάδια:
 - α) Σε πρώτο στάδιο (διάρκειας δυο ετών περίπου) παρέχεται ρευστότητα στα κράτη-μέλη υπό πίεση.
 - β) Αν η κατάσταση δεν βελτιωθεί παρά τα μέτρα που μπορεί να έχουν ληφθεί και τη ρευστότητα που έχει παρασχεθεί, τα εν λόγω κράτη-μέλη κηρύσσονται σε κατάσταση οιονεί χρεοκοπίας (pending insolvency). Στην φάση αυτή ενεργοποιούνται οι ρήτρες συλλογικής δράσης (collective action clauses) με τον εξής τρόπο: (i) Αναδιαρθρώνονται μόνο τα ομόλογα που λήγουν, (ii) Το «κούρεμα» γίνεται εντός ορίων (π.χ. 20%-50% ανάλογα με το μέγεθος του δημόσιου χρέους), (iii) Εκδίδονται από τα κράτη-μέλη ομόλογα αντικατάστασης με την εγγύηση του ESM.
 - γ) Αν, παρά τα διαλαμβανόμενα προηγουμένως, η κατάσταση δεν βελτιώνεται, τα εν λόγω κράτη-μέλη κηρύσσουν στάση πληρωμών.
- Η Βασιλεία II απέτυχε σχετικά με τα απαιτούμενα εποπτικά κεφάλαια τραπεζών επειδή τα κρατικά ομόλογα σταθμίζονταν με μηδενική στάθμιση (μηδενικό ρίσκο).

- Πρέπει, για τις τράπεζες που έχουν πρόβλημα, να υπάρξουν αυτόματες μετατροπές τραπεζικών ομολόγων σε τραπεζικές μετοχές (debt-equity swaps).

Γ. ΣΥΝΔΥΑΣΜΟΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΠΡΟΤΕΡΑΙΟΤΗΤΩΝ ΜΕ ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΑ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑ

- Το ευρώ είναι τόσο οικονομική όσο και πολιτική προτεραιότητα.
- Η ανεξαρτησία της ΕΚΤ είναι αδιαπραγμάτευτη.
- Το EFSF μπορεί να βοηθήσει στην επίλυση του τρέχοντος προβλήματος, αλλά εντός ορίων. Δεν χρειάζεται αλλαγή ο κανονισμός του.
- Το χρηματοπιστωτικό σύστημα χρειάζεται αναδόμηση εκ βάθρων και μεγαλύτερη διαφάνεια.
- Τα συστήματα εποπτείας και ελέγχου χρειάζονται ριζική ενίσχυση.
- Παρά την όποια κοινή δράση των κρατών-μελών, αυτά θα είναι ξεχωριστά υπεύθυνα για την ακολουθούμενη πολιτική και τις συνέπειες της.
- Το ΣΣΑ χρειάζεται ριζικές αλλαγές. Συνταγματική κατοχύρωση. Τροποποιημένος «χρυσός κανόνας»: Ο τακτικός προϋπολογισμός να αφήνει πλεόνασμα όχι μικρότερο του 30% του καθαρού ελλείμματος του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων.

Αθήνα 31 Ιανουαρίου 2011

Γιάννης Στουρνάρας

Γενικός Διευθυντής του IOBE

Καθηγητής Οικονομικών του Πανεπιστημίου Αθηνών

απο

Γ. Στουρνάρας

~