

Eurozone doublespeak

3 August 2012

Presseurop

“If you understood what I just said, I must have misspoken.” It was easy to laugh at the quip by former US Federal Reserve Chairman Alan Greenspan at a time when financial markets were booming, but now that we are plumbing the depths of the debt crisis, a bit more clarity from eurozone leaders would be much appreciated.

On 26 July, the European Central Bank President [vowed](#) that “the ECB is ready to do whatever it takes to save the euro.” On 2 August, following a meeting of the ECB board of governors, Mario Draghi [declared](#) that his institution could intervene on markets to buy up Spanish and Italian debt, but not immediately and not directly.

Before his press conference was over European markets went into a slump and interest rates on Italian and Spanish bonds had once again risen to record levels – precisely the opposite of the response to his statement of the previous week. On 3 August, the markets had turned around and were back on the rise.

Economists and political leaders are in the habit of explaining that the crisis cannot be rapidly resolved and that it is important to exercise caution in initiatives and statements that may affect it. If the markets react badly, the slightest blunder could end up costing a sovereign state several billion euros. However, we have now reached a juncture where these selfsame markets no longer seem to understand how to interpret the decisions of the most senior custodians of the European economy.

Of course, the irrationality of the markets is a well-recognised phenomenon, and one that can often be rationally explained by the short-term interests of investors. But when Mario Draghi implicitly called on Spain and Italy to demand a bailout from the European Financial Stability Facility (EFSF) ahead of any assistance from the ECB – something that Madrid and Rome have refused to do – the government leaders of both these countries welcomed his remarks.

What it all means is anybody’s guess. Except if you grasp that a long-term chess game is being played out between Draghi, Europe’s political leaders the [all-powerful](#) German central bank, the Bundesbank. And it is a chess game that is far from comprehensible for ordinary Europeans.

The stakes are high, because the outcome of this game will determine the eurozone’s economic and monetary policy for years to come. So naturally there should be a debate between Europe’s political and economic leaders. Having embarked on a difficult path, Mario Draghi appears to be making progress towards his goal: to help countries in difficulty so as to preserve the euro, while reassuring the markets and limiting the influence of the Bundesbank.

In the days that preceded the ECB board meeting, journalists and bloggers struggled to interpret the information emanating from various institutions in Europe and the questions that it posed: [Who is saying what? What does it mean? Why are they saying it now? Who is being manipulated?](#) The debate and its exegesis appear to be the preserve of a number of highly trained specialists, who are in many ways reminiscent of the Kremlinologists who analysed what went on in Moscow during the Cold War – a comparison that is far from reassuring.

The day we'll find out what Germany wants

1 August 2012

[La Vanguardia](#) Barcelona



Angela Merkel [Petar Pismestrovic](#)

The meeting of the European Central Bank of August 2 has been declared crucial for Spain and Italy, who are waiting for help. This will be the moment we find out who in Germany — be it the Chancellor or the President of the Bundesbank — is to decide on its position on the crisis.

[Manel Pérez](#)

Those analysts most severe in their criticism of Germany's actions in Europe say that at the start of the crisis Germany was always inflexible, that mid-game it was prepared to give in and change its mind, and that now, nearing the end game, it is once more standing firm, back in its initial position and ruling out any changes to it in these decisive final moments.

What will happen now, in this stage of existential doubt over the euro? For a few days it seemed that Angela Merkel, Chancellor, and her finance minister, Wolfgang Schäuble, accepted the proposition of the southern countries like Spain and Italy, supported by France, traditional partner of Berlin but afraid of being backed into a corner by Germany: that the European Central Bank (ECB), together with the European bail-out funds, would come to the rescue of their doomed sovereign debt.

Opinion these days has tended to emphasise that Germany has shifted its position, even though its two most visible leaders in this matter have not made a single statement backing that purchase of debt or any other additional measure. However, from Germany there has clearly emerged the outright rejection by the economic establishment, led by the Bundesbank, Germany's central bank. Influential German economists, politicians and industrialists have rallied round this flagship institution. The arguments of the debate are known, and they are not worth repeating here.

More interesting is whether the obstinacy of the President of the Bundesbank, Jens Weidmann, reveals a real split with Merkel's government or whether it's about a sharing of roles, since the chancellor, for her part, has in recent weeks said "No" in all possible ways.

A historic day

It is obvious that Merkel cannot go back to the Bundestag to request more resources for another bailout, which was just around the corner for Spain and Italy, as the markets were anticipating too – right up until Mario Draghi, the head of the ECB, delivered his spell-binding utterance last week.

Without the political space to orchestrate a Greek-style bailout and under unyielding pressure from the markets, the most comfortable solution for Merkel was to dump the dossier into the hands of the ECB, which in national terms means the Bundesbank. The latter, observing the manoeuvre – that is, it would be the bank that would run the risk of absorbing the losses if the operation turns out badly – has stonewalled.

This would be the logic of a clash between Merkel and the bank, and not the logic of a division of roles. If this scenario is true, the ECB council meeting on Thursday will see the emergence of an alliance between central bankers from southern Europe and the majority of the eurozone governments, including Germany, against the Bundesbank and some allied central banks. A historic day.

Under the second scenario – in which Merkel left it to the Bundesbank to stonewall and Draghi was merely mouthing empty words – we will see on Thursday an authentic fiasco, with the ECB left hardly any room for manoeuvre and stripped of its authority by the powerful states of the eurozone, even if it does win the formal vote. A nightmare scenario.

Euro elites should say if they could ever view single currency as a failure

What conditions could convince the euro elites that the euro was a failure and if they can imagine such conditions, then what stops them from concluding that they exist now?



Greece is due to run out of money on August 20. Photo: AFP

The Telegraph Opinion By [Roger Bootle](#)

7:30PM BST 05 Aug 2012

In this last column before my summer break, I cannot resist returning to this year's leitmotif, the euro. [Greece is due to run out of money on August 20](#) and the potential official providers of funds are dragging their feet. Quite understandably. Although the new Greek government agreed to the current bail-out package, it has failed to stick to the conditions. Surprise, surprise.

I suspect that the euro-establishment is ready to cut Greece adrift, perhaps in the next few weeks. Historically, September has been the month for crises. Lehman Brothers collapsed in September 2008; the Northern Rock crisis hit us in September 2007; the ERM crisis happened in September 1992; and the UK left the Gold Standard in September 1931.

Most importantly, major events tend to happen when I am on holiday – as with the ERM debacle in 1992. You may be surprised to know that I was also not around for the Wall Street Crash of 1929, nor for the crisis of 1931. So, for these next three weeks, we should all be on tenterhooks.

Last week, the President of the European Central Bank, Mario Draghi, again failed to deliver the "big bazooka". Of course, he said: ["The euro is irreversible"](#). But what else could he say? That it was reversible?

He also used the word "modalities". That got me really worried. I remember when in 1992 the British Chancellor, Norman Lamont, said that he wanted to remove any "scintilla" of doubt that the pound would remain in the ERM. It was out within a month. I resolved that if ever I heard anyone using that word again I would believe the opposite. You can believe in Mr Draghi's "modalities" if you like, but I've heard enough. Draghi is in an impossible position. He is nobly trying to find sticking plaster solutions for gaping wounds.

It wasn't supposed to be like this. When the euro was put together, its supporters did not advocate it as a political project that would have heavy economic costs. No, the poor babes said that the euro would bring prosperity. In fact, eurozone growth has been extremely low. Meanwhile, in the periphery, the euro has produced an economic catastrophe. In keeping with the best European political traditions, it is this that Mr Draghi and others are insisting is irreversible.

It is now commonplace to say that to work properly, monetary union needs to be accompanied by fiscal and political union. The euro elite is inching, agonisingly, towards that conclusion. But what a position to be in! As though forging political union between 17 member states with widely different institutions was as easy as

apfelstrudel. Such things have to be embarked upon carefully, not forced upon you in the heat of the moment as the supposed solution to an urgent financial crisis.

Recently, Italian bond markets have come under pressure. Quite right too. It isn't only that Italy has the third largest government debt in the world and a recent history of next to no economic growth. The really serious weakness of Italy is political. The Governor of Sicily has just resigned amid suspicions of having links with the Mafia while his predecessor is serving a seven-year jail sentence for exactly that. Quite a few senior politicians and judges are thought to be in with the Mafia too. Can you imagine that in North Rhine-Westphalia?

Scandals here about politicians with their snouts in the trough involve taxpayer-funded duckhouses. Italian politicians are in a different league. They pay themselves lavishly, get pensions after a mere 30 months' service and have free access to a fleet of 72,000 official cars.

Now don't get me wrong. I love Italy and the Italians. But how can the people of northern Europe be expected to form a fiscal and political union with them? Another dollop of bail-out, Herr Schmidt? I think not.

To the euro elites, I issue a challenge, centred on the principle of falsifiability, advanced by the great Anglo-Austrian philosopher, Karl Popper. Despite my euro-scepticism, I can imagine how things could develop that would reveal the euro to have been an economic and political success. If this happened, then I would have been proved wrong.

My challenge is this: what conditions could convince you that the euro was a failure? If you can imagine such conditions then what stops you from concluding that they exist now? The evidence is staring you in the face.

If, by contrast, there are no conditions that could conceivably persuade you of this, then for you the euro is not a practical project but rather a religion. For the sake of all those citizens who do not share your beliefs, isn't it about time that you came clean?

Roger Bootle is managing director of Capital Economics.

- WSJ AGENDA
- August 5, 2012, 3:51 p.m. ET

A Dose of Dr. Draghi's 'Whatever It Takes'

- By SIMON NIXON

Going anywhere nice this summer? I asked the chief executive of one of the U.K.'s biggest banks last week. "Not sure yet," he said. "I've got a feeling something nasty could happen at any moment in the euro zone, so I am playing it by ear."

Just a week earlier, Spanish and Italian bond yields has soared well above 7%, raising the risk both countries could require some form of bailout that the euro zone seemed financially and politically unable to provide. The situation became so serious that only the intervention of European Central Bank President Mario Draghi, who promised to do "whatever it takes" to save the single currency, prevented a wider meltdown. But the markets were still skeptical Mr. Draghi could deliver on his promise: at a news conference on Thursday, he may have said enough to ensure Europe's bankers can head to the beaches this month. But the risk of something nasty happening hasn't gone away.



European Central Bank President Mario Draghi held a news conference at ECB

headquarters in Frankfurt Thursday.

Optimism in the euro zone's ability to dig its way out of its crisis has eroded fast since the start of the year. Back in December, it seemed that euro-zone policy makers had stepped back from the abyss and were genuinely committed to do what was necessary to save their currency. Greece was to be given a new bailout, removing the immediate threat of a euro break-up; Spain elected a new government with a mandate to overhaul the economy; and technocratic governments were installed in Rome and Athens, raising hopes that crisis countries were serious about cutting their debts and restoring competitiveness. Above all, the European Central Bank's promise of cheap funding for the euro zone's banks removed the imminent risk of a systemic banking collapse.

But as so often during the global financial crisis, central bankers had bought time and politicians had failed to use it.

Sadly, the story of the first half of the year was how governments responded to the initial euphoria that greeted the ECB's Long-Term Refinancing Operations by easing off reforms. Crisis countries were supposed to boost their credibility by cutting spending, liberalizing markets, privatizing assets and repealing burdensome regulations and unwarranted entitlements, thereby ensuring credibility. Instead, Athens was soon paralyzed by in-fighting, bailout promises were broken, and early elections reignited doubts about the country's future in the euro.

In Italy, Prime Minister Mario Monti watered down a key labor market reform rather than stake his political capital on a showdown with the unions. **In Spain**, Prime Minister Mariano Rajoy squandered his credibility with three attempts at bank reform and three attempts at a budget. **The election of François Hollande** as French President appeared final proof that much of Europe had no serious appetite for overhauls.

Still, many senior euro-zone bankers continued to insist the euro would survive, even as the situation in the markets deteriorated this summer. They have always argued that the ECB would ultimately do whatever was necessary to save it. But recently that had been starting to look harder to believe.

How could the ECB act when there was still no solution to the problem of moral hazard, ensuring countries stuck to reform commitments after receiving support? Wouldn't ECB bond-buying prove counter-productive given its refusal to take losses on its Greek bonds, which had left ordinary bondholders fearing the result would be to saddle them with even bigger losses? **Besides, the ECB is prohibited by statute from financing governments and would clearly face vocal opposition to further bond-buying from the Bundesbank.**

Perhaps the optimists were right. Mr. Draghi last week swatted these objections aside, as he elaborated on what he meant by "whatever it takes." The ECB would be willing to intervene in bond markets, but only on behalf of countries that had already applied to the euro zone for aid, thereby ensuring conditionality; it said it would address investor concerns over seniority; and it would focus on buying short-term bonds to minimize credit risk and ensure any operation more closely resembled normal monetary policy.

As for the opposition of the Bundesbank, which has one vote out of 23 on the ECB's Governing Council, this was simply noted and ignored. The ECB had a duty to act, Mr. Draghi said, because investors betting on a currency break-up had made it almost impossible for some countries to access funding.

Mr. Draghi's message is don't fight the ECB, or as he put it: Shorting the euro is pointless. Short-term Spanish and Italian bond yields fell sharply on Friday and European equities rallied. **But big questions remain unanswered:** How exactly will the ECB address concerns over seniority? Will its operations be unlimited? What yields will it target? Will it operate in tandem with the euro-zone bailout funds or on its own?

Meanwhile, the real challenge is to ensure funds flow back into troubled countries. But that depends partly on the markets believing those countries' debts are sustainable, which in turn depends on how their economies perform and whether their governments stick to their overhauls. **Spain has a stable government now committed to reform, but the Italian and Greek situation is more volatile. Rising unemployment may test political legitimacy and boost fringe parties. The only other way to take convertibility risk off the table entirely is via debt mutualization and fiscal transfers, but the degree of political union necessary to make this happen still seems a long way off.**

Even so, one other development over the past fortnight may prove significant: Mr. Draghi's promise to do whatever it takes was welcomed by both German chancellor Angela Merkel and finance minister Wolfgang Schäuble. **For the German government to comment on monetary policy, let alone disagree publicly with the Bundesbank, is remarkable.**

A hint of the tensions was revealed by Bundesbank chief **Jens Wiedmann** in an interview for the central bank's internal magazine. **Mr. Wiedmann complained that all central banks come under pressure to use monetary policy to tackle political problems, but their ability to withstand this pressure depends on whether the public has a "stability culture."**

Mr. Wiedmann clearly believes Germany has such a culture but fears countries with different cultures will try to pressure the ECB to inflate the euro zone out of trouble. Ms. Merkel may share this fear but she faces her own election next year and neither wants the euro to collapse nor to have to ask parliament to support further bailouts.

It wasn't just Mr. Draghi who blinked; Berlin did, too.

Sober Look in: Fft.com/alphaville

Sunday, August 5, 2012

From Euro Area Summit to the periphery "bridge loan" - a quick recap of major events in the Eurozone

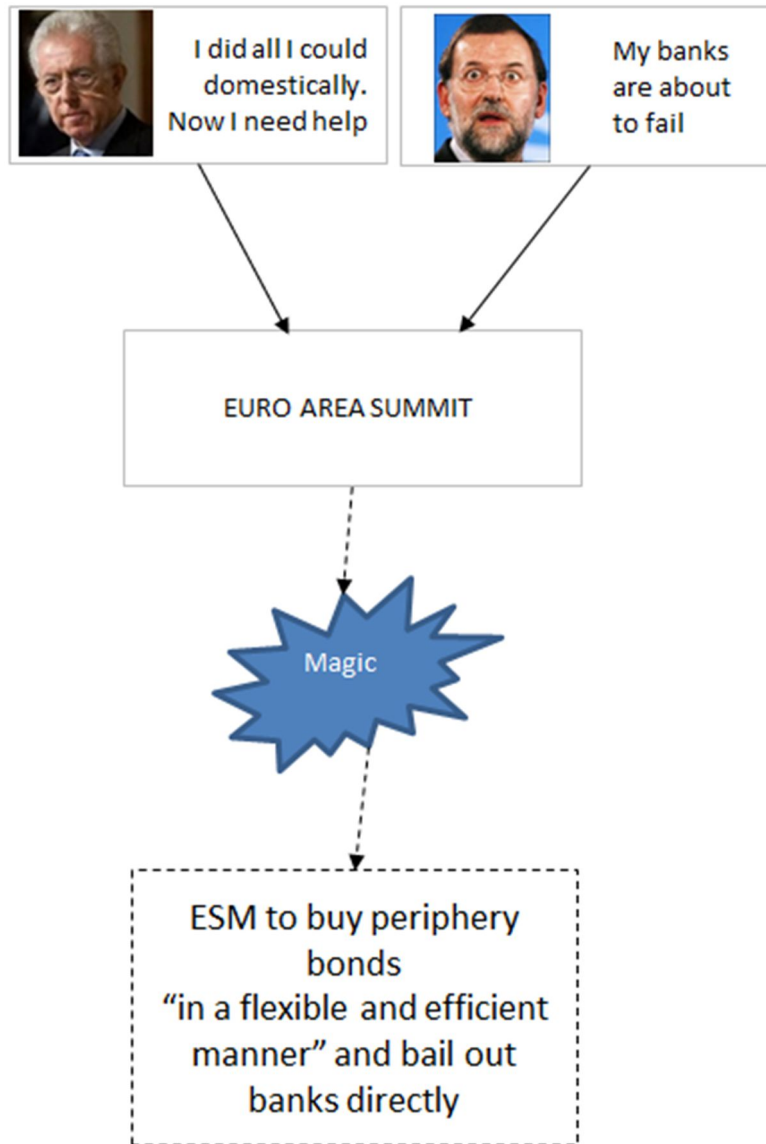
The news from the Eurozone continues to dominate markets' direction. Yet the information from the area has been incredibly confusing, even for many who reside in the EU. The mass media has not made things easier by jumping from one event to another, often without connecting these events together. We've gotten numerous requests to try to clarify some of the key events that have taken place just in the last couple of months and what they mean for the euro area going forward.

Here is a highly simplified overview using basic diagrams. Solid lines indicate what actually transpired, while dashed lines show expectations at the time.

June 2012:

Between escalating risks of the Spanish banking system failure and Mario Monti's efforts to stabilize Italy's government funding costs, pressure was mounting on the Eurozone to take immediate action. Spain and Italy had [somewhat diverging needs](#), but they came together to ask the Eurozone "core" to come to a decision.

And with the brand new Socialist government in France lead by Hollande, Monti and Rajoy found a new ally. Hollande heralded a shift in the balance of power in the Eurozone (as predicted [back in January](#)). Together the three were able to pressure Germany into a [new compromise](#). They reached a broad agreement to centralize bank regulation, provide bailout funds to Spain's banks, and most importantly give the European Stability Mechanism (ESM) the ability to buy periphery bonds in a "flexible manner" and allow the bailout vehicle to rescue banks directly. This was a broad agreement with no visible path to implementation. But as we know from 2011, the devil of the Eurozone multiple proposed solutions has always been in the detail, which was entirely missing by the conclusion of the Euro Area Summit.



July 2012 (first 3 weeks):

It didn't take long for the markets to become disillusioned in the agreement reached at the summit as the implementation [got bogged down in the black hole of the EU bureaucracy](#). The existing Eurozone structures were never set up to decisively deal with rapidly changing market pressures. Spanish yields and spreads hit new records and it became obvious that Spain is now shut out of the capital markets. What's more, due to a change in collateral rules at the ECB, the Spanish banking system (which itself is in the process of [receiving a bailout](#)) would not be able to come to the government's rescue as [it did in the past](#). And a Eurozone-wide rescue of Spain was out of the question as it would dwarf that of Ireland, Greece, and Portugal.

EURO AREA SUMMIT



Spain shut out of markets, can't roll debt, headed for default, euro in trouble, ESM not ready

Last two weeks:

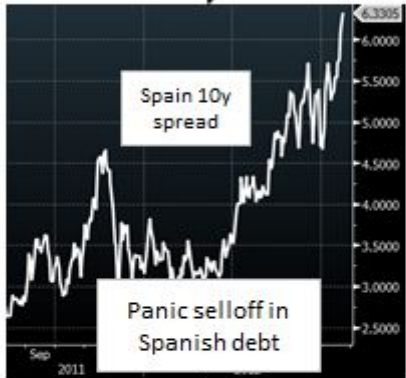
Once the leadership came to the conclusion that the markets won't wait for the new "empowered" ESM - which is not close to being set up, it was time to find some way to "bridge" to the ESM event. In leveraged finance, bankers use what's called "bridge loans" (short-term loans) to provide financing to a company until it is able to bring a bond deal (or even an IPO) into the market. The Eurozone needed one of those and the ECB became the only available option. At this stage, given how desperate the situation has become, the ECB was no longer acting as an "independent" central bank. Instead it was drafted to help hold off the crisis until the euro area institutions put in place the ESM "solution". Using the ECB to only tackle [the short end of the curve](#) was a new compromise with Germany that would provide this "bridge loan" to the periphery without taking on long term risk.

[Bloomberg](#): - Members of German Chancellor Angela Merkel's coalition parties signaled they won't stand in the way of European Central Bank chief Mario Draghi's plan to buy government bonds.

The envisaged move to purchase troubled euro states' [short term] government bonds is **"a wise middle way" to solve the region's debt crisis**, Elmar Brok, a European Parliament lawmaker and executive-committee member of Merkel's Christian Democratic Union party, told Deutschlandfunk radio today.

Germany knows that once the ESM is in place, they can control the bond-buying process (to avoid taking "excessive" risks) via their veto power. In the mean time Draghi was [brought in to "save the day"](#) (without the full knowledge of some other ECB central bankers) .

EURO AREA SUMMIT

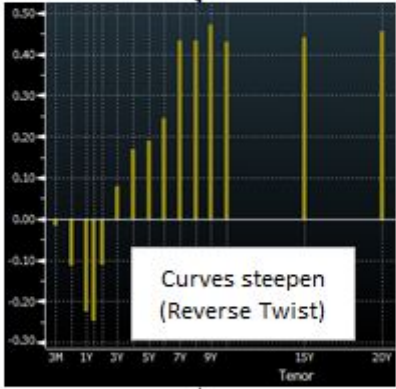


"whatever it takes to preserve the euro"



OK for ECB to buy periphery bonds **only if short maturities, limited amounts**

ECB "plans" to buy short-term periphery debt to **bridge to ESM**



Magic

So what happens now? The ECB will try to quickly implement a backstop program to keep short term periphery rates low to allow Spain and Italy to roll short-term paper, creating a low cost "bridge loan". In the mean time the Eurozone bureaucratic machine will try to implement the ESM structure as envisaged at the Euro Area Summit. But as the [area recession deepens](#), the implementation becomes a [race against time](#) and more market volatility is inevitable.

Mario Draghi : sauveur ou bourreau de la zone euro ?

Presseurop 3 août 2012

ABC, El País, Corriere della Sera & 4 autres



Le président de la BCE lors de sa conférence de presse à Francfort, le 2 août.

AFP

La BCE interviendra probablement, mais les Etats doivent d'abord demander de l'aide. Le message délivré par le président de la Banque centrale européenne suscite de vives réactions dans la presse européenne, qui spéculé sur son pouvoir réel.

“Draghi se plie” à la volonté allemande, s’insurge *ABC*. Le président de la Banque centrale européenne a conditionné toute intervention de la BCE sur les marchés de la dette à une demande d’aide de l’Espagne et de l’Italie au Fonds européen de stabilité financière. Et selon la volonté du gouvernement et de la banque centrale allemands, cette aide serait assortie d’une politique de rigueur sous surveillance européenne. Pour le quotidien conservateur, Mario Draghi est *“le reflet d’une UE impuissante”*.



La partie de cartes que semble jouer la BCE en suivant les directives des Etats membres du Nord est totalement inacceptable à un moment critique comme celui que nous vivons actuellement. [...] Pour que l’euro soit réellement irréversible [un adjectif utilisé par Draghi], il doit être soutenu par des institutions solides et crédibles sous une direction claire et résolue, des qualités que la BCE n'a pas montré dans la crise.

El País, de son côté, [considère](#) que *“la BCE pousse l’Espagne vers un autre sauvetage.”* Le quotidien de centre-gauche estime que Mario Draghi dispose désormais de *“tous les pouvoirs”* :



Il s'est servi de l'attente générée [lorsqu'il a déclaré que la BCE ferait le nécessaire pour sauver l'euro] pour télécommander tous les mouvements importants de la politique européenne dans les semaines à venir. Un : l'Espagne est condamnée à faire toutes les réformes imposées par l'Europe et à demander un humiliant deuxième sauvetage [après celui des banques espagnoles]. Deux : l'Italie va indirectement bénéficier du sauvetage espagnol, mais il est très probable qu'elle se verra également obligée d'en demander un quand sa situation politique sera clarifiée. Trois : les partenaires européens doivent donner leur visa à ces deux sauvetages sans conditions supplémentaires excessivement onéreuses en termes politiques. Et quatre : si tout se passe ainsi, l'Allemagne et sa Bundesbank devront laisser tomber leur ultra-orthodoxie et laisser les mains libres à la BCE. Enfin tout le pouvoir pour Draghi, un rêve de nouveau Richelieu de la politique continentale. [...] La manoeuvre n'a qu'un problème : elle continue de se baser sur cette supercherie chimérique selon laquelle le Sud doit continuer à couper dans ses dépenses pour que la confiance revienne.

En Italie, le *Corriere della Sera* [constate](#) que la “*cure de Draghi déçoit les marchés*”. Mais pour le quotidien, “*cette manoeuvre mal comprise sera cependant utile*”, et les marchés ont tort :



Draghi a donné tout ce qu'il pouvait, en sauvegardant l'autonomie de la BCE, compte tenu des contraintes politiques et institutionnelles dans l'Europe d'aujourd'hui. [...] Premièrement, sans s'engager à des interventions spécifiques, le président de la BCE ne ferme pas la porte à des interventions futures. En outre, il rappelle aux politiques une vérité cruciale : la possibilité et la demande d'un sauvetage, avec ses conséquences plaisantes et déplaisantes, ne sont pas du ressort de la BCE mais des gouvernements et de leurs électeurs.

“*Draghi prudent, les marchés chutent*”, [constate](#) *La Stampa*. Mais pour le quotidien turinois, la faute n'en revient pas au président de la BCE :



Il y a trop d'écart entre l'impatience des marchés et le temps des décisions politiques et économiques : les marchés devraient être moins nerveux et les politiciens plus rapides. [...] La tentative, suggérée et attendue par beaucoup, d'étouffer d'un coup le spread [l'écart entre les taux d'intérêts sur les dettes italienne ou espagnole et la dette allemande] et les désordres complexes de la zone euro avec le bazooka de la BCE, aurait permis des célébrations pendant quelques jours, peut-être quelques semaines, mais au prix de sérieuses déceptions à venir. Et si la BCE négligeait le rôle des autres institutions communautaires, cela réduirait leur crédibilité, sans bénéficier à la sienne.

Côté allemand, *Handelsblatt* [craint](#) que le président de la BCE ne soit “*sous la coupe des marchés*” et poussé à intervenir pour racheter de la dette, tandis que le *Financial Times Deutschland* [approuve](#) un “*compromis très propre*”.

La *Süddeutsche Zeitung* [salue](#) d'ailleurs la double stratégie de Draghi, “*qui agit comme le président de l'euro dont l'union monétaire ne dispose pas encore*” en abandonnant le rôle de simple “*gardien de l'inflation*” pour devenir un “*acteur audacieux*”, à l'image d'Alan Greenspan, l'ancien patron de la FED américaine.

Son grand défi est d'expliquer aux citoyens de l'Europe du Sud qu'il ne les aidera que s'ils réforment radicalement leurs économies. Jeudi, il a choisi la stratégie intelligente du "tant...que". Il a évoqué des achats d'obligations, mais seulement si les gouvernements remplissent les conditions. C'est-à-dire: l'argent n'est pas gratuit, ce serait mortel pour le contribuable allemand.

Ce scepticisme est partagé par *De Volkskrant*. Le quotidien néerlandais [estime](#) que Draghi a "nui à sa crédibilité" parce qu'il n'a apparemment pas répondu aux attentes créées par son précédent discours. Mais il comprend sa position :



Il ne dispose pas des moyens ultimes pour résoudre la crise de la zone euro. Avec toutes sortes de palliatifs comme l'achat d'obligations ou le transfert d'argent bon marché aux banques, il ne pourrait que lutter contre les symptômes de la crise [...] Au final, ce sont les politiciens européens qui ont la clé de la solution. **La crise ne peut être conjurée que si les pays forts sont prêts à se porter entièrement garants pour les pays problématiques, et si ces derniers sont prêts à renoncer à leur souveraineté.**

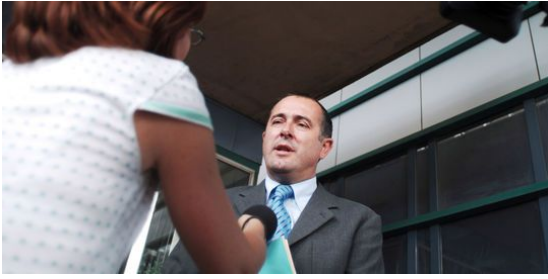
A Vienne, *Die Presse* [observe](#) que "la BCE est paralysée par la lutte de pouvoir sur l'aide financière". Et pour le quotidien de centre droit, le perdant est Berlin, qui mène "lutte quasi-désespérée pour imposer 'l'union de la stabilité'". Pensant à l'arrêt que la Cour constitutionnelle allemande doit rendre le 12 septembre [sur le Mécanisme européen de stabilité, MES] et aux 59 % d'Allemands qui approuvent la politique d'Angela Merkel dans la crise, la Bundesbank et la chancelière se tiennent à leur "non" ferme au rachat massif d'obligations d'Etat et à l'attribution d'une licence bancaire au MES.



Mais l'Allemagne est de plus en plus isolée. [Outre le secrétaire américain aux Trésor Timothy Geithner et le pourtant très germanophile Finlandais Jyrki Katainen], le nouveau président français, et les Premiers ministres italien et espagnol sont en train de bâtir un nouvelle axe pour construire un contre-pôle à la politique d'austérité prescrite par l'Allemagne.

"La BCE affame les peuples", accuse le vice-président socialiste du Sénat

Le Monde.fr avec Reuters | 03.08.2012 à 10h14 • Mis à jour le 03.08.2012 à 10h55



Le vice-président socialiste du Sénat français, [Didier Guillaume](#), a vivement critiqué vendredi 3 août le refus de la Banque centrale européenne (BCE) d'[agir](#) immédiatement sur les marchés pour [venir](#) en [aide](#) aux pays de la zone euro en difficulté, contredisant ainsi [François Hollande](#) et le gouvernement.

Le président et le ministre français de l'économie ont salué jeudi les déclarations de [Mario Draghi](#), qui a annoncé un nouveau programme de rachat d'obligations italiennes et espagnoles conditionné par un recours simultané aux fonds européens de secours par Madrid et Rome, qui s'y refusent pour l'instant.

"CES PAYS SERONT À LA CORDE"

Prié sur [Europe 1](#) de [dire](#) s'il était "décu", Didier Guillaume a répondu : "Oui, et je comprends l'[Italie](#) et l'[Espagne](#) de ne pas [aller](#) dans cette direction". "La BCE, la Banque centrale européenne, ne peut pas [continuer](#) à [affamer](#) les peuples, à [tirer](#) sur les Etats en difficulté", a-t-il ajouté en estimant que les réticences de l'[Allemagne](#) et de la Bundesbank expliquaient cette position.

"Bien sûr que la Bundesbank ne veut pas [intervenir](#), disant 'il faut d'abord [faire](#) des efforts'. Mais à force de [faire](#) des efforts, ces pays seront à la corde, ils ne pourront plus rien [faire](#) et c'est la raison pour laquelle il est indispensable que la BCE puisse [intervenir](#) directement", a dit Didier Guillaume.

Le recours au Fonds européen de stabilité financière (FESF) est selon lui une chimère. "Ça ne marchera pas, on le sait très bien. Il faut [dire](#) aux Allemands très clairement et à la Bundesbank : 'lâchez du lest, il faut que la BCE intervienne directement sur les marchés.'"

Wo bleiben sie denn?

FAS 04.08.2012 · Die Europäische Union hat die Migration innerhalb Europas kaum beflügelt. Mit der Einführung der gemeinsamen Währung verlangsamte sie sich sogar. Und selbst in der Krise bleiben die Europäer unbeweglich.

Von [Winand von Petersdorff](#)



© dpa Vor 50 Jahren wollten sie noch kommen: Eine Gruppe italienischer Gastarbeiter winkt auf dem Hauptbahnhof in Hannover aus dem Zug

Das musste sie doch endlich sein, die Welle! Die Agentur für Arbeit in Schwäbisch-Hall bekam im Februar dieses Jahres wie aus dem Nichts rund 15.000 Bewerbungen aus dem notleidenden Portugal zugesandt. Die Medien stürzten sich auf Schwäbisch-Hall, die lang erwartete Massen-Migration aus den angeschlagenen Ländern Südeuropas schien unmittelbar bevorzustehen. An Ort und Stelle fanden sie allerdings nur wenige richtige Portugiesen.

Ausgelöst worden war die Bewerbungsflut von einem überschwänglichen portugiesischen Zeitungsbericht über Job- und Einkommenschancen in Schwäbisch-Hall, wo die Arbeitslosenquote bei verschwindenden 3 Prozent liege, 2500 offene Stellen lockten, guter Lohn und erschwingliche Wohnungen.

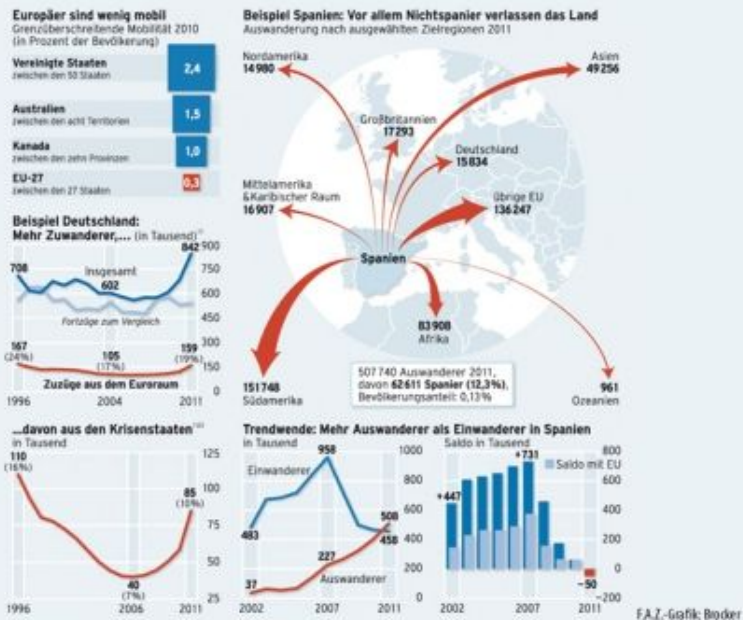
Keine Welle, ein Rinnsal

Über Facebook fand der Zeitungstext rasante Verbreitung unter Portugiesen. Das Bewerben selbst war leicht gemacht, denn der Text war mit einem Link zur Arbeitsagentur in Schwäbisch-Hall versehen.

Doch ein halbes Jahr später ist Ernüchterung eingekehrt: Ganze 26 Arbeitsverträge zwischen Portugiesen und deutschen Arbeitgebern aus der Region sind zustande gekommen - statt einer Welle ist das nicht mal ein Rinnsal. Irgendetwas stimmt noch nicht in Europa, die innereuropäische Migration stockt.

Dabei geht es nicht um eine Kleinigkeit: Die freie Mobilität der Arbeitskräfte innerhalb Europas war eine der großen Ideen der Gründerväter der Europäischen Union. Sie sollte die Menschen des Kontinents zusammenbringen, den Leuten von den armen Rändern bessere Perspektiven schenken und die Einkommensunterschiede langfristig nivellieren.

Migration in Zeiten der Krise



Für die Erbauer der Eurozone aber war die Mobilität des „Faktors Arbeit“ von vitaler ökonomischer Bedeutung - als Krisenpuffer. Die gesamte Eurozone baute auf diese Mobilität, Brüssel versuchte sie mit zahllosen Initiativen zu beflügeln, berichtet Ökonom und Migrationsexperte Klaus Zimmermann. Denn Migration ist die Voraussetzung für einen „optimalen Währungsraum“, wie die Ökonomen sagen.

Nicht nur die Ökonomen sahen bei der Einführung des Euros eine große Gefahr: Seitdem können einzelne Länder in der Krise nicht mehr für sich abwerten, um so wieder zu erstarren. Regionale Wirtschaftskrisen sind die zwangsläufige Folge. Als Hoffnung bleibt den Krisenopfern, so die Vorstellung, die Auswanderung in ein stärkeres Euroland. So weit die Idee.

Den Euro-Vätern war allerdings auch bewusst, dass die Eurozone mit einer großen Hypothek an den Start ging: Die Europäer wandern nicht gerne in andere Länder aus. Die Gastarbeiter-Anwerbungen in Deutschland etwa waren schon 1973 zu Ende gegangen.

Gastarbeiter kehrten zurück in die Heimat

Vor allem im Vergleich zu den Amerikanern blieben die Europäer sesshaft, obwohl keine rechtlichen Barrieren dem Wechsel von einem EU-Land zum anderen im Wege standen (Ausnahme sind Übergangsregeln für neue EU-Länder).

So stockt die große Idee. Nur zwei Prozent der EU-Bewohner sind Ausländer aus anderen EU-Staaten, referiert Alfonso Sousa-Poza, Ökonom an der Universität Hohenheim - trotz Freizügigkeit und der Gastarbeitermigration in den 50er und 60er Jahren.

Dann geschah etwas, was die wenigsten auf der Rechnung hatten: Mit der Einführung des Euro verlangsamte sich die Migration von einem Euro- zum anderen Euroland anstatt zuzunehmen. Vielmehr kehrten sogar Gastarbeiter zurück in die Heimat. So wanderten sehr viele Spanier nach dem Beitritt Spaniens zur Europäischen Gemeinschaft zurück, geht aus einem Bericht von DB Research hervor.

Krise ändert an der Bereitschaft zur Mobilität nur wenig

Der Grund ist klar: Dank des Euro erlebten die klassischen Auswandererländer in der Eurozone, Griechenland, Italien, Irland, Portugal und Spanien, eine Sonderkonjunktur, von der wir erst heute wissen, dass sie weitgehend auf Sand gebaut war. Die Folge ist skurril: In einer der freizügigsten Regionen der Welt kam die zwischenstaatliche Mobilität von Arbeitskräften fast zum Erliegen. Das alles geschieht in einer Zeitphase, in der weltweit so viele Menschen wie noch nie unterwegs waren.

Und jetzt? Selbst die Krise ändert an der Bereitschaft zur Mobilität offenbar bisher nur wenig, wie ein internationaler Vergleich belegt. 2010 haben in den gebeutelten Vereinigten Staaten von Amerika 2,4 Prozent oder 7,5 Millionen Menschen ihren Heimatbundesstaat zurückgelassen, um ihr Glück in einem anderen Bundesstaat zu machen.

Statistisch gesehen bleibt das Niveau niedrig

In der Europäischen Union dagegen haben sich in der gleichen Zeitspanne gerade einmal 1,5 Millionen Menschen oder 0,3 Prozent der Gesamtbevölkerung der EU aus ihrem Land gewagt, um in einem der 26 anderen EU-Staaten zu leben und zu arbeiten. Zwar machten sich zuletzt tatsächlich mehr Spanier, Italiener, Portugiesen und Griechen als früher auf den Weg, doch statistisch gesehen bleibt das Niveau niedrig.

Das Beispiel Spanien illustriert besonders gut, was statt dessen passierte. 2007 platzte nach Jahren der Blüte die Immobilienblase im Land. Seitdem steigt die Arbeitslosigkeit rapide, heute ist jeder vierte arbeitsfähige Spanier arbeitslos. Unter jungen Spaniern ist sogar jeder Zweite betroffen. Das blieb nicht folgenlos.

So entschlossen sich 2010 tatsächlich rund 400.000 Leute, das Land zu verlassen. 2011 waren es sogar etwas mehr als 500.000. Allerdings wandern in beiden Jahren genauso viele Menschen nach Spanien ein. 2011 erst wurde aus dem vorübergehenden Einwanderungsland ganz knapp wieder ein Auswanderungsland.

Sie kamen, bauten, nun gehen sie wieder heim

Noch etwas ist bemerkenswert. Unter den Auswanderern sind nur zwölf bis dreizehn Prozent Spanier. Das deutet auf eine besondere Methode der Bewältigung von Boom- und Flautephasen hin, die das Land praktiziert. In den Blütejahren bis 2007 verzeichnete Spanien so viele Einwanderer wie kein anderes Land in Europa. Sie kamen aus Südamerika, Marokko und Rumänien, um - vereinfacht gesagt - jene Immobilien hochzuziehen, die aktuell gerade an den Rändern der Metropolen zu Geisterstädten degenerieren.

Und nun, da es keine Jobs in der Bauwirtschaft mehr gibt, gehen sie wieder heim. Die Forscher sprechen von zirkulärer Migration: der Mann aus Ecuador, der nach Spanien auswandert, später heimkehrt, um danach vielleicht wieder nach Spanien auszuwandern. Diese Gruppe übernimmt die Hauptlast der Anpassungen des spanischen Arbeitsmarktes an konjunkturelle Höhen und Tiefen.

Entfernung spielt eine wichtige Rolle

Und schließlich gibt es noch eine weitere Auffälligkeit: Wenn die Spanier auswandern, dann keineswegs zwangsläufig in ein Euroland. Das hängt mit den zentralen Motiven der Migration zusammen: Studien sagen, dass Auswanderer in ihrem Zielland gerne ein Lohnniveau suchen, das rund 35 Prozent über dem heimischen liegt. Sie gehen leichter, wenn im Zielland Landsleute Hilfe leisten und Informationen geben. Und schließlich spielen Entfernung und Transportmittel eine wichtige Rolle.

Insofern wäre Deutschland für Spanier auf den ersten Blick sogar prädestiniert. Hier suchen die Arbeitgeber nach eigenen Angaben wie verrückt Fachkräfte, es gibt eine nicht unbedeutende spanische Gemeinde, die sich längst etabliert hat und eine Reihe von Vereinen und Institutionen, die beim Eingliedern hilft. Und die Flugverbindungen sind gut.

Geld wandert leichter als die Leute

Das Haupthindernis aber ist die Sprache: Südeuropäer tun sich besonders schwer, deutsch zu lernen, leichter fällt ihnen schon das Englische. Die Anerkennung von Berufsabschlüssen stößt auf Grenzen. Die sozialen Kosten der Migration sind immer erheblich. Die Südeuropäer sind oft stärker in ihre Familien eingebunden als Nordeuropäer. Umso schwerer fällt der Abschied. Und schließlich könnte noch ein Kalkül das Bleiben erleichtern. Wenn die Europäische Union die Krisenländer raushaut, lohnt sich für manchen potentiellen Migranten das Warten.

Tatsächlich kamen jüngst mehr Südeuropäer als früher nach Deutschland, doch deutlich weniger als zum Beispiel Polen, Rumänen oder Bulgaren. Die Auswanderer aus Spanien wiederum optieren in ihrer Minderheit für den Euroraum, und in Europa liegt England für sie näher als Deutschland. Einige Spanier orientieren sich zu den ehemaligen Kolonien. Das wird auch von Portugiesen berichtet, die ihr Heil in Brasilien, Moçambique und Angola suchen.

Das alles sagt eine Menge über die Homogenität Europas. Die Sprache trennt das soziale Gefüge und die geografische Ausrichtung. Euroländer sind für Migranten aus Euroländern nicht mehr die Wunschziele. Man könnte auch formulieren: Das Geld wandert deutlich leichter über die Grenzen als die Leute.

Quelle: F.A.S.

Die Euro-Rettung wird zur Dauerbaustelle

FAZ 06.08.2012 · Am 12. September entscheidet das Bundesverfassungsgericht über die Eilanträge zum ESM-Vertrag. Weitreichende politische Entscheidungen wird es bis dahin kaum geben.

Von [Werner Mussler](#), Brüssel

Mario Draghi sprach für viele Akteure, die sich derzeit wieder einmal um Euro-Rettung bemühen. Die „angemessenen Modalitäten“ für den abermaligen Aufkauf von Anleihen angeschlagener Eurostaaten durch die Europäische Zentralbank (EZB) müssten in den kommenden Wochen erst noch erarbeitet werden, sagte der EZB-Präsident nach der Zentralbankratssitzung am Donnerstag. Draghi dämpfte damit die durch diverse Medienberichte geschürten Erwartungen, die EZB werde ganz kurzfristig zusammen mit dem Krisenfonds EFSF in großem Stil Anleihen aufkaufen und damit die Zinsen auf italienische und spanische Anleihen senken. Es gilt für fast alle akuten Baustellen der Euro-Rettung: „Angemessene Modalitäten“ sind erst noch zu erarbeiten. Zu vieles ist offen, zu vieles ist ungelöst.

Dass die EZB entgegen mancher Erwartung nicht sofort zum groß angelegten Anleiheaufkauf übergeht, hat zwei Gründe: Zum einen will Draghi den Eindruck vermeiden, die betroffenen Länder könnten Erleichterung zum Nulltarif erwarten. Zum anderen wird die geplante „konzertierte Aktion“ von EZB und Krisenfonds - der Fonds kauft Anleihen auf dem Primär-, die EZB nimmt ihr Aufkaufprogramm auf dem Sekundärmarkt wieder auf - erst möglich, wenn klar ist, dass der EFSF-Nachfolger ESM auch Bestand hat. Das wird sich erst mit dem für den 12. September angesetzten Urteil des Bundesverfassungsgerichts über die Eilanträge zum ESM-Vertrag entscheiden.

Mehr oder weniger offene Drohungen

Nicht zu vergessen bleibt: Jeglicher Anleiheaufkauf durch EFSF oder ESM (oder durch die EZB in deren Auftrag) setzt einen Antrag des betroffenen Landes und eine Billigung durch die Eurogruppe voraus. Immer noch ist offen, ob die bisher zögerlichen Regierungen in Rom und Madrid wirklich bereit wären, einen solchen Antrag zu stellen. Die Regierungen müssten sich zu Spar- und Reformschritten verpflichten, die wohl über die Auflagen aus den laufenden EU-Defizitverfahren hinausgingen. Auch ist - mindestens bis zu den Parlamentswahlen in den Niederlanden, die ebenfalls am 12. September stattfinden - die Billigung neuer Hilfen durch die Eurogruppe nicht gesichert. Die Regierungen in Den Haag und Helsinki haben mehr oder weniger offen damit gedroht, den Anträgen nicht stattzugeben.

Hinter der Diskussion über die Anleihenkäufe steckt unverändert die Frage, ob Spanien und Italien auf Dauer um ein volles Hilfsprogramm mit scharfen Auflagen herumkommen. Die Staats- und Regierungschefs des Euroraums hatten mit ihrer Gipfelerklärung Ende Juni signalisiert, dass sie ein solches Programm mit allen Mitteln verhindern wollen. Das Hilfsprogramm für die spanischen Banken und die De-facto-Einladung an Italien, einen Antrag auf Hilfe über einen Anleiheaufkauf zu „weichen“ Konditionen zu stellen, beeindruckten die Finanzmärkte indes nicht wirklich. Klar ist: Sollte eines der beiden großen Euro-Länder tatsächlich komplett vom Marktzugang abgeschnitten werden, stieße der Fonds schnell an seine Grenzen. Sofort begönne die Diskussion um die Höhe der „Brandmauer“, sprich den Umfang des ESM, von neuem. Schon deshalb schrecken nicht nur die Regierungen Spaniens und Italiens, sondern alle Eurostaaten vor einem kompletten Hilfsprogramm nach dem Vorbild der Programme für Griechenland, Irland und Portugal zurück.

Jede Menge ungelöster Probleme

Die Angst, dass das Volumen des Krisenfonds abermals nicht ausreicht, steckt auch hinter der zwar nicht akuten, aber unverändert schwelenden Debatte, ob der ESM gekaufte Anleihen bei der EZB hinterlegen und dafür frisches Geld bekommen könnte. Zwar stimmt die Darstellung der Bundesregierung, dass diese Form lupenreiner monetärer Staatsfinanzierung in der Tat derzeit nicht vorgesehen ist. Freilich wird diese Option schnell wieder in die Diskussion kommen, wenn der Rettungsbedarf weiter wächst. Und sie könnte nach dem

Willen des Klägers Peter Gauweiler auch Gegenstand der Karlsruher Entscheidung sein: Gauweiler fordert, dass das Gericht dem ESM diese Möglichkeit verbietet.

Auch auf anderen Feldern gibt es jede Menge ungelöster Probleme, für die keine Lösung in Sicht ist. So ist das im Februar vereinbarte zweite Hilfsprogramm für Griechenland de facto schon Makulatur. In den vergangenen sechs Monaten ist dort (fast) nichts passiert. Die neue Regierung verlangt mehr Zeit für die Implementierung der ihr auferlegten Reformen, während manche Geberländer fordern, den Rückstand einzuholen. In Brüssel gilt das indes als unmöglich: Wenn die „Troika“ aus Internationalem Währungsfonds (IWF), EU-Kommission und EZB Anfang September ihren neuen Bericht über die griechische Lage vorlegt, wird sie aller Voraussicht nach zum Schluss kommen, dass die griechische Staatsschuld nicht mehr tragfähig ist.

Fast schon ein Randaspekt

Die Optionen der Geldgeber wären dann alle unerfreulich: Entweder könnten sie die Hilfe ganz einstellen, oder sie könnten ein neues Programm zusammenschustern. Ob der IWF dabei an Bord bliebe, ob die Europäer seinen Anteil dann übernehmen, ob nach den privaten auch die öffentlichen Gläubiger wie Eurostaaten oder EZB auf einen Teil ihrer Guthaben verzichteten: Alle diese Fragen wiegen so schwer, dass mit einer schnellen „Lösung“ der griechischen Misere nicht zu rechnen ist - und dass Forderungen nach einem griechischen Euroaustritt umso leichter fallen. Die jüngste Entscheidung der EZB, für den kurzfristigen Athener Geldbedarf von bis zu 4 Milliarden Euro eine Zwischenfinanzierung bereitzustellen, gerät da fast schon zum Randaspekt.

Weitere Baustellen befinden sich in Zypern und Slowenien. Geradezu bizarr ist der zyprische Fall: Zwar hat die Regierung in Nikosia einen Hilfsantrag an die Eurogruppe gerichtet, sie verhandelt aber parallel mit Russland in der Absicht, um mögliche Auflagen eines internationalen Programms herumzukommen.

So ist weder klar, ob es überhaupt zu Hilfe der Eurostaaten kommen wird und wenn ja, in welchem Umfang. In Brüssel ist die Rede davon, dass der zyprische Hilfsbedarf nicht nur - wie bisher kalkuliert - 10, sondern eher 18 Milliarden Euro beträgt. Das entspricht drei Viertel der zyprischen Wirtschaftsleistung. Offen ist ferner, ob Slowenien nach der Herabstufung durch mehrere Ratingagenturen ebenfalls vor einem Hilfsantrag steht.

Neben diesen konkreten Problemen stehen die diffusen Reformprojekte, von denen sich die Europolitiker mittel- bis langfristig die Überwindung der Krise versprechen. Die Pläne zur Bankenunion sehen eine verschärfte europäische Bankenaufsicht und danach eine Vergemeinschaftung von Einlagensicherung und Bankenabwicklung vor. Auch wenn die EU-Kommission im September dazu einen Vorschlag vorlegen will, gilt es längst als sicher, dass die Bankenunion noch lange nicht kommen wird. Gleiches gilt für die Pläne für eine politische Union. Unabhängig von den höchst umstrittenen Inhalten ist klar: Wenn sie weit reichen sollte, müssten die EU-Verträge abermals geändert, de facto auf vielen Feldern neu formuliert werden. Schon deshalb dürfte dieses Thema auf die lange Bank geschoben werden.

Quelle: F.A.Z.

Euro-Krise

Wir haben es vermasselt

05.08.2012, 14:46

Ein Essay von Marc Beise

Der Euro war von Anfang an ein Fehler. Er sollte Europa zusammenführen, doch an dieser Mission sind wir alle, Deutsche, Griechen, die in Brüssel gescheitert. Doch der Euro ist Realität, sein Ende wäre ein Höllengericht. Uns bleibt nur eines übrig: Weiter kämpfen und bangen.

Mutig und voller Hoffnung haben wir uns einst in diese Beziehung gestürzt. Nur Geld? Ach was, es ging immer um mehr als klingende Münzen und abgegriffene Scheine. Geld kann, im richtigen Moment, ein Lebensgefühl sein, eine Perspektive. So wie beim Euro.

Diese Jahre des neuen Geldes gaben unserem Leben eine Richtung, und die hieß: [Europa](#). Gerne immer enger, immer mehr davon, lasst uns aufräumen mit der nationalen Engstirnigkeit. Erst die Schlagbäume, dann die Grenzkontrollen, und nun die Wechselstuben: weg damit!

So schön wie am Anfang wurde es nie wieder

Es war nie blindes Begehren, natürlich nicht. Der [Euro](#), das waren Gefühl und Verstand, von Anfang an. Solange beides zusammenging, war alles gut. Heute aber sträubt sich der Verstand, und das Gefühl ist eine wehmütige Erinnerung. "Wenn die Liebe vergeht, wird ein Traum vom Wind verweht. Alles, was noch übrig bleibt, ist Erinnerung an eine schöne Zeit." Schlager-Lyrik, eurotauglich.

So schön wie am Anfang wurde es nie wieder. Der Kaufmann dichtet nicht über den Zauber von Anfängen, er listet Soll und Haben auf. Aber das Einführen einer neuen Währung ist mehr als ein Geschäftsvorgang, mehr als Soll und Haben, es ist eben auch: Emotion.

Wenn eines fehlt in diesem unübersichtlichen Krisenjahr 2012, dann ist es das: Emotion! Stattdessen ist es im Sommer sehr verdächtig ruhig. Die Kanzlerin wandert in Südtirol, der Finanzminister ist auf Sylt. Beide verkörpern dieses und jenes, eines aber gewiss nicht: Emotion. Ein ganzes Volk ist (oder war bereits) im Ferienmodus, alles wie immer. Der Job? Noch sicher. Mehr Geld als sonst, die guten Jahre zahlen sich nun aus, für viele, nicht für alle. Die Statistiker registrieren viele Jobangebote. Die Kaufhäuser sind weiter voll, die Schlangen an den Tankstellen oft lang. Das Verbrauchervertrauen ist weiterhin hoch. So richtig passiert ist nichts - aber wir merken doch, dass sich die Dinge unter der Oberfläche gefährlich verschieben.

Ein neuer Ton in der Luft

Der Euro rutscht uns weg. Die Kollegen von der *Zeit* fanden dafür neulich das Bild eines abstürzenden Flugzeugs. Dort sei es, keine Ahnung, woher die das wissen!, totenstill - bis der Aufprall kommt. Totenstill, im übertragenen Sinne, ist es auch bei uns, noch. Aber in diesen Sommertagen, ganz konkret in dieser Woche, ist ein neuer Ton in der Luft.

Krisendiplomatie. Der amerikanische Finanzminister lädt sich selbst beim deutschen Finanzminister auf Sylt ein. Die Kanzlerin urlaubt demonstrativ weiter, aber sie behält das Telefon am Ohr. Die Zentralbanker wollen Geld drucken auf Teufel komm raus. Die Mächtigen der Welt stehen zum Euro, sie erklären ihn ausdrücklich für sicher, und je bestimmter sie das erklären, desto mehr erkennen wir: Da stimmt etwas nicht.

Stimmte es je? Für uns schon.

Augen zu und durch

20 Jahre ist das nun her, 1992 in Tübingen, dem schwäbischen Provinzstädtchen, das mit einer stolzen Universität gesegnet ist und einer großen gutbürgerlichen Gelassenheit. In der Weinstube Mayerhöfle in der Haagasse zahlten wir mit D-Mark, womit denn sonst. Vom Fall der Mauer hatte man dort wenig mitbekommen, nun drang die Kunde herein, dass es vielleicht bald eine Gemeinschaftswährung geben könnte. Ein Thema wie geschnitten für eine kleine, aber feine Forschergruppe, die sich ausgerechnet die "Europäische und Internationale Wirtschaftsordnung" auf die Fahnen geschrieben hatte. Professoren, Assistenten, Studenten debattierten. Nächtelang.

Die Politikwissenschaftler fanden alles großartig. Die Europarechtler sahen juristische Hürden, fanden die Idee aber sympathisch. Die Ökonomen fanden die Idee sympathisch, sahen aber viele Probleme. Mittendrin: der Autor.

Nein, das würde so nicht gutgehen

Nur einer stand wie ein Fels in der steten Euro-Brandung, der mochte diese neue Währung nicht haben, jedenfalls nicht von oben verordnet. **Joachim Starbatty**, das wirtschaftspolitische Hirn unter den Volkswirtschaftsprofessoren, schüttelte sein bärtiges Charakterhaupt: Nein, das würde so nicht gutgehen. Eine verstaubte Arbeit wurde ausgegraben, 30 Jahre alt, für die es später sogar einen Nobelpreis geben würde: die "**Theorie optimaler Währungsräume**". **Robert Mundell**, der kanadische Ökonom, hatte das schon 1961 erdacht.

Grob gesagt, so viel Ökonomie muss jetzt mal sein: Je größer die wirtschaftliche Integration, je mehr Handel und Mobilität der Arbeitskräfte, je weniger Unterschiede in der wirtschaftlichen Struktur der Staaten, desto eher würde eine Währungsunion klappen, das hatte Mundell erkannt. Oder umgekehrt: Wenn die Wirtschaftssysteme, die Mentalitäten und Rechtssysteme zu verschieden sind, dann funktioniert eine Währungsunion nicht, dann braucht man weiter Einzelwährungen, die man gegeneinander auf- und abwerten kann.

So sah das Professor Starbatty und warnte. Unentwegt. Der Alte schien uns Jüngeren ein wenig aus der Zeit gefallen zu sein. Wir wollten uns nicht der Vernunft ergeben, dem "Es klappt eh nicht". Wir hielten es mit Helmut Kohl, dem Einheits- und Europakanzler: Augen zu und durch.

Die Skepsis wurde weggelächelt

Der [Euro](#) mag überraschend über die Menschen gekommen sein, aber sicher nicht überraschend über diese kleine Forschergruppe in Tübingen. Die wusste, was die Uhr schlug. Und sie hielt es mehrheitlich für gut, für beherrschbar. Ein politisches Projekt, das man rechtlich und ökonomisch vernünftig gestalten würde. Die Skepsis amerikanischer Forscher-Freunde ("Das schafft ihr nie, ihr Klein-Staaten-Europäer") wurde weggelächelt.

Als es endlich losging, als der Wechselkurs des [Euro](#) den Dollar nach unten drückte, als die Asiaten Interesse signalisierten, drehten wir den Zweiflern in Chicago, New York oder Washington eine Nase: Seht her, geht doch!

Erst mal ging alles gut

Zum Jahreswechsel 2002, vor zehn Jahren, wurden die Starter-Kits verteilt, und bald mischten sich die Münzen aus den Euro-Staaten. Die Lieblingsmünze des passionierten Griechenland-Reisenden war natürlich die mit der Eule - was war dagegen schon der strenge deutsche Adler.

Überhaupt, der Süden. Wie erfrischend war damals jede Fahrt über die Alpen, in Orte und Bars, wo die neuen [Euros](#) noch bestaunt wurden, wo wir Münzen aus den verschiedenen Ländern tauschten. In Deutschland dagegen vor allem: Genöle über den "Teuro". Der gar kein Teuro war, sondern Ausdruck einer "gefühlten Inflation", weil vor allem Preissteigerungen im Alltag auffielen - vergebliche Liebesmühe, dies erklären zu wollen.

Die Zeichen an der Wand sahen wir nicht

Für uns gab es keinen Teuro, für uns ging der Traum weiter. Ein Traum von offenen Grenzen und überwundenen Vorurteilen. Ein großes Hallo mit den griechischen Freunden, die endlich auf Augenhöhe waren: Ihr baut dieselben Häuser, habt dieselben Waren, fahrt dieselben Autos. Wir gehören zusammen.

Die mit Macht anhebende Globalisierung, das Aufkommen neuer starker Mächte (Südkorea, China) konnte uns nicht schrecken, Deutschland war [Europa](#), und gemeinsam war man eine Bank. Hier wuchs zusammen, was zusammengehört. Willy Brandt hat das gesagt, auf die deutsche Einheit bezogen. Ehrlich gesagt: Wir bezogen es eher auf Europa.

Die Zeichen an der Wand sahen wir nicht, wollten sie nicht sehen: Italien kam in die Währungsunion, obwohl es die Bedingungen nicht erfüllte. Griechenland hätte nie aufgenommen werden dürfen. Die rot-grüne Bundesregierung desavouierte aus deutschem Eigennutz den Stabilitätspakt, die Versicherung für ein stabiles Europa. Die anderen sahen und kapierten: Stabilität muss nicht sein. Und wir dachten weiterhin: Wird schon gut gehen.

Und es ging gut. Erst mal. Quer durch Griechenland entstanden die Magistralen, Spanien baute sich groß. Südtirol, Tirol, Bayern, es wuchsen Gemeinsamkeiten, die Kraft der Region schien den Brüsseler Zentralismus zu schlagen.

"Lang lebe der Euro" - das war das Motto

Dann kam - fast wie aus heiterem Himmel - die große Finanzkrise über uns, ausgelöst durch einen Spekulationswahnsinn der Banken, den wir so nicht vorhergesehen hatten. Schließlich kam die Staatsschuldenkrise dazu - und jetzt die Euro-Krise. Seitdem wuchs und wächst die Zahl der Euro-Kritiker. Und mit ihr wuchsen die eigenen Zweifel. Immer wieder grüblerische Gespräche mit Ökonomen: mit **Max Otte, der den Finanzcrash und die Euro-Krise auf Jahre im Voraus punktgenau prognostiziert hatte, mit Hans-Werner Sinn, dem Ifo-Präsidenten, der wie kein anderer die Kreditrisiken aufspürt und sie zu Summen addiert, die auf den Magen schlagen - und mit Joachim Starbatty, der immer noch darauf beharrt, dass Wasser nicht den Berg rauffließen kann.**

Beim Essen saß man plötzlich mit Bankern und Fondsmanagern zusammen, die von sozialen Aufständen in einem verarmenden Deutschland schwadronierten und davon, dass sie sich bereits Land in Uruguay gekauft hätten, als Rückzugsoption.

Wir haben es vermasselt

Wir hielten immer noch dagegen. Schrieben uns die Finger wund, dass [Europa](#) noch eine Chance habe. Dass die Griechen die Reformen packen, und erst recht die Spanier, und hat die Krise nicht Berlusconi aus Rom vertrieben? Wir ärgerten uns über den alten Freund, der die Durchhalte-Kommentare mit dem Satz kommentierte: "Du bist so süß! Die können bereits vor deiner Bürotür mit Zigaretten handeln - und du wirst dann immer noch an die Rettung des [Euro](#) glauben."

Unsinn! In die Wette des Kollegen, dass der Euro keine zehn Jahre mehr Bestand haben würde, schlugen wir ein, voller Gewissheit, einen guten Deal gemacht zu haben. "Lang lebe der Euro" - das war das Motto.

Der Euro war ein Fehler

Und heute? Da ist die Rede von der Bazooka, der Dicken Bertha und anderen Monsterwaffen. Jetzt, da in den Hauptstädten die Rede geht, man könne, solle und müsse dem Rettungsfonds und der Europäischen Zentralbank "unbegrenzte Feuerkraft" geben, da ahnt man etwas. "Unbegrenzte Feuerkraft": Wer so redet, hat meistens schon verloren, so wie die Russen in Afghanistan und die Amerikaner in Irak.

Je länger wir grübeln, desto klarer wird uns, dass der Euro von Anfang an, streng genommen, ein Fehler war. Dass jener immer noch streitbare Professor in Tübingen, der sogar vor den Schranken des

Bundesverfassungsgerichts gegen den Euro angerannt ist, ökonomisch recht hatte. Wir glauben weiterhin nicht - wohlgemerkt! - dass wir unrecht hatten, denn es hätte gutgehen können. Unsere komplexe Welt ist nicht monokausal, niemand kann alles vorhersagen, immer kann alles anders kommen. Im Fall des Euro aber, leider, muss man sagen: Es kam nicht anders.

Die Leidenschaft ist weg

Nun aber, das räumen selbst viele Euro-Kritiker ein, haben wir den Euro und kommen nicht mehr von ihm los. "Lieber ein Ende mit Schrecken als . . . ": Das ist leicht gesagt. Der Euro ist Realität, jetzt wäre sein Ende ein Höllengericht. Also bangen, hoffen, kämpfen wir weiter.

Das Drama um den Euro war einmal Gefühl und Verstand, Herz und Hirn. Jetzt hält uns vor allem das Herz im Spiel. Wir wollen weiter dieses Europa, das wir uns aufgebaut haben seit 1945. Europäische Politik war einmal mehr als Machtpolitik. Wir wollen all das, und ein Ende des Euro wäre irgendwie auch ein Ende dieser Zeit. **Trotzdem, eines steht fest: Die Leidenschaft ist weg. Es ist etwas kaputtgegangen, in uns drin, aber auch in Europa. Wir alle, Deutsche, Griechen, die in Brüssel, wir haben es vermasselt.**

Aus Liebe ist Frust geworden, aus Leidenschaft Disziplin. Nie war das Leben mit und für den Euro so garstig wie heute. Deshalb muss nicht alles falsch gewesen sein, was war. Auch im Scheitern liegt eine Größe, manchmal im Scheitern mehr als im Gelingen. Aufgeben? Nie!

URL:

<http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/euro-krise-wir-haben-es-vermasselt-1.1431756>

Copyright:

Süddeutsche Zeitung Digitale Medien GmbH / Süddeutsche Zeitung GmbH

Quelle:

(SZ vom 02.08.2012/rela)

Kommentar

Monti analysiert Europa

FAZ 05.08.2012 · Italiens Ministerpräsident warnt vor einer psychologischen Auflösung Europas. Das wiegt schwer. Aber sein Verständnis von Demokratie ist merkwürdig.

Von [Werner Mussler](#), Brüssel



© dapd

Eine nationale Regierung müsse ihr Parlament „erziehen“, findet Mario Monti.

Mario Monti ist ein nüchterner, präzise analysierender Politiker. Wenn er [von einer „psychologischen Auflösung Europas“ spricht](#) und den Euro als „Faktor des europäischen Auseinanderdriftens“ bezeichnet, dann wiegt das weit schwerer als notorische CSU-Forderungen zum Austritt Griechenlands aus der Währungsunion. Monti spricht aus, was seine Kollegen verdrängen oder nicht laut sagen wollen: Der Euro ist längst nicht mehr das Schmiermittel der politischen Integration, er ist im Gegenteil zum Spaltpilz geworden.

Verwunderlich sind freilich die Rezepte, die Monti zur Krisenüberwindung anbietet. Das beginnt mit seiner Forderung, die Kommunikation nach Entscheidungen der Eurozone müsse verbessert werden. Diese Forderung richtet sich zuallererst an ihn selbst: Er war in der Nacht des Euro-Gipfels im Juni [der einzige, der gegen die Abmachung verstieß](#), dass ausschließlich Ratspräsident Herman Van Rompuy die Entscheidungen der Öffentlichkeit erläutern solle. Montis exklusive Interpretation der Gipfelergebnisse war ein Hauptgrund für die tags darauf entstandene Verwirrung.

Weit grundsätzlichere Fragen wirft seine Behauptung auf, eine nationale Regierung müsse ihr Parlament „erziehen“. Das verrät, vorsichtig ausgedrückt, ein merkwürdiges Verständnis von Demokratie. **Wahrscheinlich stimmt sogar die damit verknüpfte Aussage, dass das Auseinanderbrechen Europas wahrscheinlicher werde, wenn sich Regierungen vollständig durch die Entscheidungen ihrer Parlamente binden ließen.** Was aber folgt daraus? **Europa bleibt nur bestehen, wenn die nationalen Parlamente möglichst nichts zu sagen haben?** Das Bundesverfassungsgericht, [das gerade über den Rettungsschirm ESM berät](#), wird derlei mit Interesse zur Kenntnis nehmen.

Das Grunddilemma besteht gerade darin, dass Monti im Kern recht hat. Wer den Euro um jeden Preis retten will, nimmt den Kollateralschaden einer Entmündigung der nationalen Parlamente in Kauf. Sigmar Gabriels

[neue Europa-Berater um Jürgen Habermas](#) liegen insoweit richtig: Es gibt nur zwei in sich stimmige Strategien zur Krisenüberwindung - die Rückkehr zu nationalen Währungen oder die politische Union, deren demokratische Legitimation sich nicht mehr von nationalen, sondern von europäischen Institutionen herleitet. Habermas & Co. sind die Antwort schuldig geblieben, wie der von ihnen geforderte Verfassungskonvent eine derart legitimierte politische Union herbeizaubern könnte. Für die Zukunft des Euro verheißt das nichts Gutes.

Quelle: F.A.Z.

Retten ohne Ende?

FAS 04.08.2012 · Für die Haftung des Rettungsschirms ESM gibt es keine Obergrenze. Das behauptet Professor Homburg. Staatssekretär Kampeter widerspricht. Wer hat recht?

Von [Rainer Hank](#)



© Interfoto 1215 unterzeichnete Johann Ohneland, englischer König, die „Magna Carta“. Seitdem hat sich das Volk die Herrschaft über die Staatsausgaben erkämpft. Der ESM gefährdet diese Errungenschaft, fürchtet Homburg.

Professor Homburg behauptet: Der ESM-Vertrag begrenzt die Haftung nicht auf das Kapital zum *Nennwert*, das zusammen 700 Milliarden Euro beträgt, sondern auf das Kapital zum *Ausgabewert*, der beliebig höher sein kann (Artikel 8 Absatz 2). Die Haftung Deutschlands ist damit nicht bei 190 Milliarden Euro gedeckelt.

Staatssekretär Kampeter entgegnet: Es gibt keinen unbegrenzten Haftungsautomatismus. Deutschlands Haftung ist auf seinen Anteil am Stammkapital, also auf maximal 190 Milliarden Euro, begrenzt (Artikel 8 Absatz 5). Kampeter räumt ein, dass Kapital zu höherem Nennwert ausgegeben werden könne; das sei aber derzeit nicht vorgesehen.

Wer hat recht? Homburg hat recht. Denn in Art. 8 Abs. 5 steht nichts von 190 Milliarden. Stattdessen steht dort das Wort *Ausgabekurs*, der aber kann ja gerade (Art. 8 Abs. 2) höher sein als der *Nennwert*. Wenn so etwas nicht vorgesehen ist (Kampeter), fragt man sich, warum die Möglichkeit dann überhaupt erwähnt wird.

Muss Deutschland Einzahlungen für andere Länder leisten?

Professor Homburg behauptet: Deutschland muss über seinen Anteil hinaus in den Fonds einzahlen, wenn ein anderes Mitglied seiner Einzahlungspflicht nicht nachkommt (Art. 25 Abs. 2). Der Fall ist vorhersehbar, weil Spanien und Portugal zu effektiven Einzahlungen gar nicht in der Lage sind.

Staatssekretär Kampeter entgegnet: Die Haftung ist auf den jeweiligen Anteil der Mitgliedsländer am gezeichneten Kapital abschließend beschränkt, und der Bundeshaushalt kann maximal mit 190 Milliarden Euro belastet werden.

Wer hat recht? Beide. Ein Zahlungsausfall der Südländer ist wahrscheinlich, es sei denn, sie lassen sich zuvor vom ESM mit Geld „retten“, um hinterher ihrer Einzahlungspflicht nachkommen zu können. Art. 25 Abs. 2 begründet eine Nachschusspflicht. Von einer Obergrenze ist dort nicht die Rede, wohl aber in Art. 8 Abs. 5. Ob Art. 8 Abs. 5 Art. 25 Abs. 2 schlägt, ist strittig.

Ist eine Banklizenz überflüssig?

Professor Homburg behauptet: Der ESM ist von jeglicher Zulassungs- und Lizenzierungspflicht als Kreditinstitut befreit (Art. 32 Abs. 9). Eine „Banklizenz“ ist überflüssig.

Staatssekretär Kampeter erwidert: Der ESM ist keine Bank. Er kann sich deshalb auch nicht bei der Europäischen Zentralbank refinanzieren.

Wer hat recht? Beide. Aber das macht die Sache für Kampeter nicht besser. Denn der ESM braucht gar keine Banklizenz. Es würde reichen, dass die EZB den ESM als Geschäftspartner anerkennt. Dann wäre der monetären Staatsfinanzierung via ESM Tür und Tor geöffnet, wofür Art. 32 Abs.9 nachträglich die Legitimation hergäbe. Im Übrigen: Wenn künftig die EZB einen Antrag auf ESM-Hilfe automatisch mit dem Ankauf von Bonds am Sekundärmarkt flankiert, dann passiert das alles bereits.



© dpa

Prof. Dr. Stefan Homburg lehrt Öffentliche Finanzen an der Leibniz Universität Hannover und berät bei den aktuellen Verfassungsbeschwerden in Karlsruhe die Klägerseite.

Kommen Eurobonds durch die Hintertür?

Professor Homburg behauptet: Indem der ESM nach Artikel 21 unbeschränkt am Kapitalmarkt Kredite aufnehmen und Anleihen begeben kann, werden „Eurobonds“ durch die Hintertür eingeführt, weil alle Mitgliedstaaten gemeinsam für die vom ESM begebenen Anleihen haften. Wenn die Bundeskanzlerin behauptet, Eurobonds werde es zu ihren Lebzeiten nicht geben, dann hat sie unrecht, denn sie macht derzeit bei bester Gesundheit Urlaub in Südtirol.

Staatssekretär Kampeter erwidert: Mit Eurobonds, die zu einer vollen Vergemeinschaftung von Schulden ohne Gegenleistung führen würden, hat der ESM nichts zu tun. Deutschland haftet für den ESM „nur“ mit einem festgelegten Anteil von 27,1 Prozent, also gerade nicht gesamtschuldnerisch.

Wer hat recht? Beide. Aber das macht die Sache für Kampeter nicht besser. Denn der Finanzstaatssekretär legt seine Definition von Eurobonds zugrunde, wonach als Eurobonds nur zählt, was Kampeter dafür hält. Entscheidend ist aber, dass dem Preis (Zins), den der ESM zur Refinanzierung zahlen muss, das Risiko (und das schlechtere Rating) aller ESM-Länder zugrunde liegt und nicht das „gute“ Risiko Deutschlands. ESM-Bonds haben somit höhere Renditen als Bundesanleihen. Genau diesen Effekt bewirken Eurobonds.

Kann der ESM direkt Banken finanzieren?

Professor Homburg behauptet, der ESM könne auch direkt Banken (und nicht nur Staaten) finanzieren. Denn in Artikel 19 steht, die bisher vorgesehenen Instrumente könnten durch Beschluss erweitert werden. Es bedarf keiner Vertragsänderung.

Staatssekretär Kampeter erwidert, eine direkte Bankenrekapitalisierung ist nach den geltenden Regeln nicht möglich.

Wer hat recht? Homburg hat recht, Kampeter nur vordergründig. Denn es gibt keine explizite Formulierung im ESM-Vertrag, die eine Bankenrekapitalisierung untersagt. Unter Berufung auf Artikel 19 könnte die Bankenfinanzierung beschlossen werden.



© Röth, Frank

Steffen Kampeter ist Parlamentarischer Staatssekretär beim Bundesminister der Finanzen.

Muss der Bundestag Änderungen wirklich zustimmen?

Professor Homburg sagt, außer bei einer Erhöhung des Stammkapitals (Art. 10), ist ein Entscheidungsrecht des Bundestages trotz mehrerer formaler Bestimmungen völkerrechtlich nicht vorausgesetzt und bindend. Der Vertrag eliminiert die Kontrolle des Parlaments vollständig.

Staatssekretär Kampeter erwidert, der Deutsche Bundestag behalte alle Zügel in der Hand und werde nirgends übergeben.

Wer hat recht? Die Antwort auf diese vielleicht wichtigste Frage ist ein wenig Ansichtssache. Wer sich vor Augen führt, unter welchen (manche sagen: erpresserischen) Druck der Bundestag bei allen Gesetzen und Aktionen zur Rettung des Euro in den vergangenen beiden Jahren gesetzt wurde, wird auch hier Homburg zustimmen, wonach der deutsche Gouverneur im ESM zwar „formal“ an den Willen des Parlaments gebunden ist, er faktisch aber stets („Not kennt kein Gebot“) abweichend entscheiden kann, um der Einstimmigkeit genüge zu tun.

Quelle: F.A.S.

Europa verrät seine Prinzipien

FAS 04.08.2012 · Weil die Politik gescheitert ist, soll der Euro jetzt mit der Notenpresse gerettet werden. Ein gefährlicher Plan. Der ehemalige EZB-Chefvolkswirt **Otmar Issing** sieht die Stabilität des Geldes als gefährdet an.

Von Johannes Pennekamp

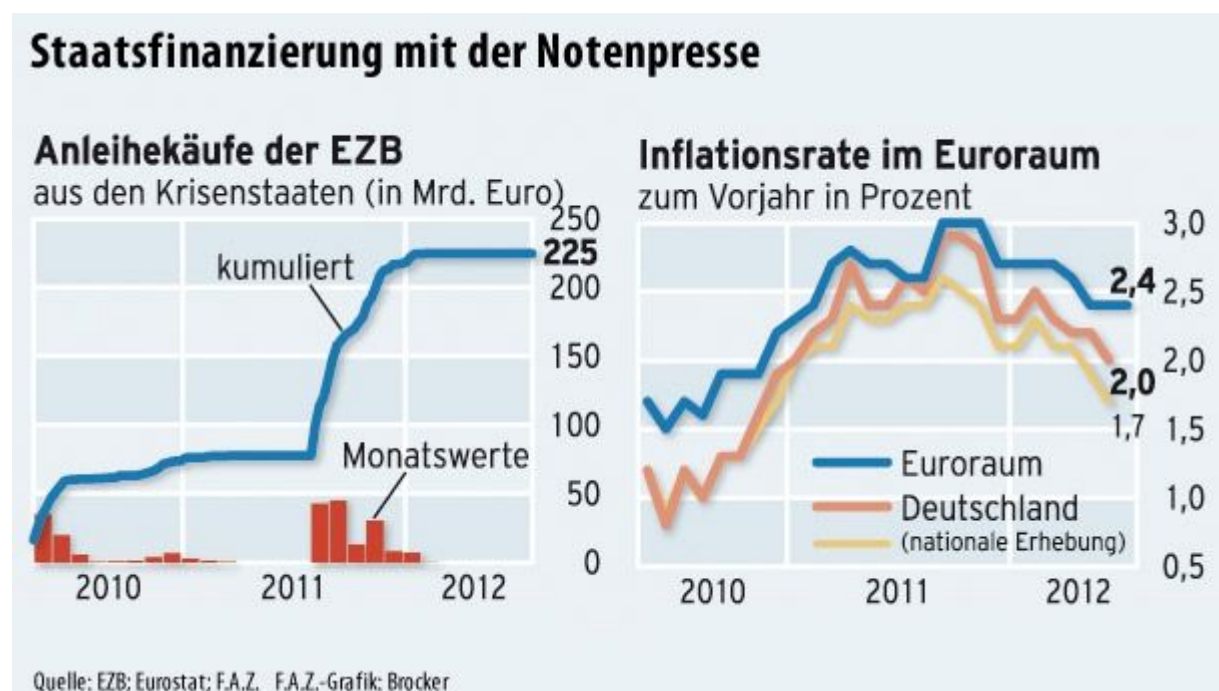
Um Europa auf seinen gefährlichsten Plan einzustimmen, wählte EZB-Präsident Mario Draghi den Vergleich mit einem besonders harmlosen Tier, der Hummel. Es sei ein Mysterium, dass dieses rundliche Insekt überhaupt fliege. „Sie tut es aber dennoch.“ Und, so formulierte der italienische Notenbanker vor Wochenfrist blumig: Von einer schwerfälligen „Hummelwährung“ müsse sich der Euro in eine flinke Biene verwandeln. Dann legte er nach: „Innerhalb unseres Mandats wird die EZB alles Erforderliche tun, um den Euro zu erhalten. Und glauben Sie mir, es wird genug sein.“

Auch ohne martialisches Gerede von „Bazookas“ oder „Dicken Berthas“, Draghis Botschaft kam an. Schleusen auf - gerettet wird ab sofort mit der Notenpresse! Zwei Varianten stehen zur Debatte: Zum einen kündigte Draghi an, dass die EZB selbst wie schon im vorigen Jahr [Staatsanleihen von Krisenstaaten aufkaufen könnte](#). Allerdings nur dann, wenn die Staaten einen Hilfsantrag an den EFSF oder dessen Nachfolger ESM stellen.

Der Glaube ist weg, dass Spanien und Italien es aus eigener Kraft schaffen

Zum anderen wird unter dem Schlagwort „[Banklizenz](#)“ wild darüber spekuliert, ob der ESM selbst zusätzlich zum Retter der letzten Instanz mutieren könnte. Akzeptiert ihn die EZB als Geschäftspartner, was Draghi offiziell verneint, könnte sich der Fonds unbegrenzt Zentralbankgeld ausleihen und Anleihen strauchelnder Staaten kaufen.

Schonungslos offenbaren beide Varianten: Der Glaube daran, dass es Spanien und Italien noch aus eigener Kraft schaffen können, ist weg. Sonst müsste nicht über radikalere Rettungsmaßnahmen nachgedacht werden, der ESM mit seinem Kreditvolumen von 500 Milliarden Euro würde ausreichen. Nur wenn man erwartet, dass **Spanien und Italien, die zusammen bis Ende 2014 etwa eine Billion Euro frisches Geld benötigen**, unter der Zinslast zusammenbrechen, machen die Überlegungen Sinn.



Die EZB hat schon seit Monaten keine Anleihen mehr gekauft.

Die Staatsfinanzierung mit der Notenpresse - sie wäre der letzte Versuch. Beim ersten, noch etwas zögerlichem Anlauf hat die EZB Staatsanleihen für mehr als 200 Milliarden Euro gekauft. Dieses Mal müsste die Dosis größer sein - genau darin lauern die Gefahren: Zu viel Geld kann Inflation auslösen. **Zudem wischt die Geldschwemme das in den EU-Verträgen festgeschriebene Kernprinzip einfach weg: die strikte Trennung von Geld- und Fiskalpolitik. Sie stellt sicher, dass sich Regierungen nicht einfach Geld drucken, wenn sie in der Bredouille stecken, sie verhindert, dass die Politik die Notenbank instrumentalisiert.**

Wie groß die Gefahr der Inflation tatsächlich wäre, darüber wird heftig gestritten. Auf der einen Seite stehen prinzipientreue Währungshüter in Bundesbank-Tradition. Ökonomen wie Jürgen Stark, der seinen Posten als EZB-Ratsmitglied im vergangenen Herbst räumte, weil er die Krisenpolitik der Zentralbank nicht mehr mittragen wollte. Bundesbank-Chef Jens Weidmann gehört zu dieser Fraktion, genau wie **Otmar Issing, der frühere EZB-Chefvolkswirt, den Draghis Vorstoß alarmiert: „Die Geldwertstabilität ist mittelfristig massiv gefährdet.“**

Pragmatiker sehen keine Gefahr

Ihre Widersacher fallen eher in die Kategorie progressive Pragmatiker. Es sind die Notenbanker aus Amerika und den Krisenländern, aber auch Professoren wie Adalbert Winkler (Frankfurt School of Finance & Management) oder Gerhard Illing (LMU München). Sie **erforschen Geldpolitik mit mathematischen Modellen und glauben in erster Linie an Zahlen, nicht an Prinzipien**. Inflation sieht Winkler nicht heraufziehen: „Die Geldmenge M3 ist im Mai im Vergleich zum Vorjahr um nur 2,9 Prozent gewachsen, da droht auch aus monetaristischer Sicht keine Gefahr.“

Einig sind sich die Parteien einzig darin, dass das Eingreifen der Notenbank in Krisenzeiten nicht unmittelbar zu Inflation führt. Der Streitpunkt, der die beiden Parteien spaltet: Was passiert, wenn nach einer ein- bis zweijährigen Erholungsphase, in der das frische Zentralbankgeld gebunkert wird, plötzlich die Konjunktur wieder anspringt? Wenn die Investoren zurückkehren, die Bürger wieder einkaufen gehen und aus der schlummernden Liquidität in kurzer Zeit zirkulierende Milliarden werden?



Droht Inflation? Der Entscheidungsbaum zeigt, wie die Diskussion läuft.

Die Pragmatiker-Fraktion behauptet, dass es für die Notenbank ohne Probleme möglich ist, das Geld wieder einzusammeln. „Die EZB hat 13 Jahre bewiesen, dass sie für Stabilität sorgen kann“, sagt Forscher Winkler. Sie verfüge neben dem Zins über zusätzliche Instrumente, wie zum Beispiel den Mindestreservesatz, die sie einsetzen könne. Issing hält das für „leichtfertiges Gerede“. Zwar seien diese Instrumente wirksam, das große Geldeinsammeln aber schwierig: Noch nie habe es eine vergleichbare Situation gegeben, niemand könne wissen, was so viel Liquidität anrichten kann. Weil auch die amerikanische FED und andere Notenbanken die Märkte fluten, mahnt Issing: **„Es gibt eine globale Liquiditätsschwemme, die wird früher oder später ihre gefährliche Wirkung entfalten.“**

Die Warner haben gute Gründe. Notenbanken tun sich von jeher schwer, den besten Zeitpunkt zu treffen, an dem der Geldhahn wieder abgedreht werden muss. Ist man zu früh dran, würgt man den Aufschwung ab. Kommt man zu spät, sind steigende Preise und Löhne nicht mehr aufzuhalten.

Was, wenn die Inflation gar nicht gestoppt werden soll?

Und was, wenn die Inflation gar nicht gestoppt werden soll? Sprudelt das Geld nicht nur aus der Quelle der unabhängigen EZB, sondern auch aus der Quelle des ESM, haben die europäischen Finanzministern ihre Finger im Spiel.

Ein Wagnis: Ausgerechnet die Politiker, die von der Staatsfinanzierung durch die Notenpresse am meisten profitieren, sollen die Schleusen wieder freiwillig schließen. Kaum auszumalen - schließlich spült das Geld die Sorgen, die ihnen die aktuell hohen Zinsen bereiten, einfach weg. **Und schließlich ist die Geldentwertung eine geräuschlose und für die Politik nicht besonders schmerzhafteste Art, die eigene Schuldenlast zu reduzieren. Manch neoklassischer Ökonom wie Nobelpreisträger Paul Krugman fordert genau deshalb höhere Inflationsraten.**



© Wohlfahrt, Rainer

„Die EZB setzt ihre Glaubwürdigkeit und Unabhängigkeit aufs Spiel“, sagt der ehemalige EZB-Chefvolkswirt Otmar Issing.

Was dabei jedoch übersehen wird: Inflation ist nichts anderes als eine immense Umverteilung hin zu den Schuldnern. Sparer und Mieter dagegen, von denen es in Deutschland nur so wimmelt, trifft es hart.

Issing sagt: „Wer glaubt schon daran, dass sie den Geldhahn einfach wieder zudrehen würden?“

Für die EZB als Institution hat der Richtungswechsel in der Rettungspolitik weitreichende Folgen. „Sie setzt ihre Glaubwürdigkeit und Unabhängigkeit aufs Spiel“, kritisiert der Würzburger Ökonom. Denn eine Notenbank, die zum Staatsfinancier mutiert, gerät zwangsläufig unter politischen Druck. Gehen Geld- und Fiskalpolitik erst einmal eine Symbiose ein, ist nur schwer vorstellbar, wie diese jemals wieder gelöst werden kann. Für **das frühere EZB-Ratsmitglied Stark** ist diese rote Linie schon jetzt überschritten: **„Die Geldpolitik wird längst für Aufgaben in Anspruch genommen, für die sie kein Mandat hat. Sie gerät in Interessenkonflikte und verliert ihre Unabhängigkeit.“**

Wenn die EZB in die Staatsfinanzierung eingreift, ist das ein Affront

Doch gerade aus ihrem Mandat, zuallererst für Geldwertstabilität zu sorgen, erwächst die Legitimation der Notenbank. Greift die EZB plötzlich in die Staatsfinanzierung ein, ist das für Bürger und Steuerzahler ein Affront. Sie haben keinerlei Einflussmöglichkeiten darauf, welchen Staaten die EZB die Finanzierung ihres Haushalts erleichtert und welchen nicht. Nichts könnten sie tun, um zu verhindern, dass sich in der EZB-Bilanz massenweise Staatspapiere mit minderem Wert ansammeln. „Müssen die Papiere abgeschrieben werden, stehen dafür am Ende die Steuerzahler gerade“, sagt Issing.

Nicht viel besser steht es um die Mitsprache der Bürger, wenn der ESM das Sagen hat. Zwar entscheidet der Gouverneursrat, der sich aus den nationalen Finanzministern zusammensetzt, einstimmig, und der Finanzminister steht in der Pflicht, sich vom Parlament die Zustimmung abzuholen. Der ESM-Vertrag, über den das Bundesverfassungsgericht am 12. September entscheidet, lässt Dringlichkeitsbeschlüsse jedoch ausdrücklich zu. In der Praxis könnte der Bundestag zu einer Abnickrunde verkommen.

Und die eigentlichen Ursachen der Krise? Ob die [Geldschwemme](#) dazu führt, dass sich die **Wettbewerbsunterschiede in der Eurozone** verringern, ist völlig unklar. Zwar wäre die Staatsfinanzierung durch den ESM an Bedingungen gekoppelt. Ob der Druck für Strukturreformen durch die Aussicht, in Warte gepackt zu werden, steigt, ist jedoch fraglich.

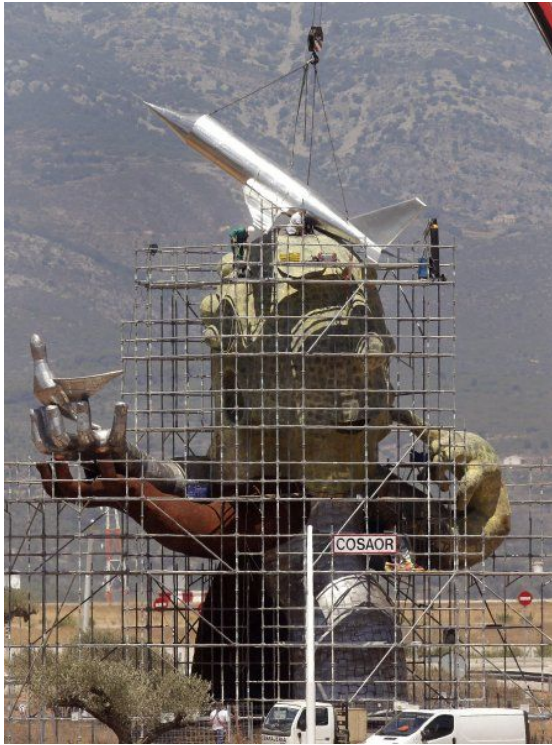
Die Geldflut würde dann wieder nur für eine kurze Atempause sorgen. Hummeln leben im Schnitt übrigens nur etwa einen Monat, mehrere Arten sind vom Aussterben bedroht. Daran hat Notenbankchef Draghi wohl nicht gedacht, als er die Währung mit dem pelzigen Insekt verglichen hat.

Quelle: F.A.S.

08/03/2012 05:38 PM

A Visit To Absurdistan

What Happened to the Spain Where I Was Born?



In Castellon, a coastal city on the Mediterranean, Moreno visited the airport in Castellon. The €150 million airport has never been used. It was built to serve people wanting to play golf at the 17 golf courses that were never built. The sculpture on the access road alone cost €300,000. "The city behaved like a microcosm of Spain as a whole," Moreno writes. "Spain didn't want to be Europe's little brother. It wanted real airports and real highways."

By Juan Moreno

SPIEGEL reporter Juan Moreno grew up in Germany as the son of Spanish immigrants. He cherished summers spent as a child in his parents' former village. He recently traveled back to his country of birth to trace the causes of the crisis and to meet those whose lives it has changed in heartbreaking ways.

A few months ago, I was interviewed by a short, roundish man, a Spanish TV host I had never seen but who every child in Spain knows: Jordi Évole. He used to be the sidekick of a late-night talk show host. We met on a cold, wet Saturday morning at the Brandenburg Gate in Berlin.

Évole asked me to talk about Germany -- as the son of Spanish immigrants, but mostly as a German. He wanted me to explain what we, the Germans, are doing right and they, the Spaniards, are doing wrong. Évole hosts one of the most successful programs on Spanish television. He is both an investigative journalist and a comedian.

What did he expect me to say? That you can't take an economy seriously when it's based on sun and oranges and the overdevelopment of the Mediterranean coast? That Spanish football clubs shouldn't owe €750 million (\$915 million) in back taxes? That, according to the latest PISA study by the Organization for Economic Cooperation and Development comparing international education systems, Spain's schoolchildren have not improved, despite record tax revenues before the crisis?

I've recently thought a lot about that conversation, about the Spanish economic crisis and about whether I really know what things look like in my native Spain.

My parents are former farmers from Andalusia who went to Germany in the 1970s and worked in a tire factory in Hanau near Frankfurt until their retirement. My father went to school for four years. There were no textbooks. The teacher used an old encyclopedia. My dad made it to volume D, or perhaps F. In any case, the education his country offered him was a disgrace. He emigrated when he was 17.

I was born in Spain, I have a Spanish name, I speak at a Spanish pace, I have a Spanish passport, and I'm happy that Spain won the European Championship. But I live in Germany, where I went to school and work today.

My most intense memories of Spain go back more than 25 years, even though I've visited since then. They are the glorified summer memories of childhood. My family was part of that caravan of guest workers (the wave of immigrants who came to Germany during the postwar years) who would load up the Opel and drive home to Spain every year, first through France, and then along the Mediterranean coast to my parents' village. We would spend 30 hours in the car, stopping only at gas stations, with a chain-smoking father at the wheel. The back seat was for me, my two brothers and one suitcase. I loved those trips.

Revisiting Spain

After the conversation with Jordi Évole, I decided to make the trip again; driving along the coast as we had done before, but taking more time to talk to people. I wanted them to explain to me what had happened to Spain, a country that has been driving me to insanity for some time. I couldn't even say exactly why. Could it be the inability to produce something meaningful, the disgusting overdevelopment, the audacity with which Spaniards expect help from the bailout fund?

The first real Spanish big city I can remember is Barcelona. That's where my trip begins. Back then, it wasn't a city of boutique hotels and tapas in the Barri Gòtic Gothic Quarter or of Romance studies students learning Spanish and searching for meaning in Barcelona. In my childhood, it was a city without a beltway. It hadn't been built yet. My father hated the anarchy of traffic, SEAT cars, the Guardia Civil, which, in the early 1980s, had lost Franco's protection but not its disgusting arrogance. Despite the heat, my mother forced us to roll up the windows. Confidence tricksters were waiting for German cars at the traffic lights, she said. I hated Barcelona.

It's different in 2012. I arrive after Spanish Prime Minister Mariano Rajoy has prepared Europe for the possibility that rescuing Spanish banks could cost €100 billion (\$123 billion). Previously, he had claimed that Spain would never need help.

I watch the news on television in my hotel room. As usual, it consists of two parts: the horror film and the fairy-tale hour. More and more depositors are [emptying their accounts](#), the Spanish autonomous community of Castile-La Mancha is closing 70 schools, unemployment is almost 25 percent -- that's the horror film. In the fairy-tale hour, they talk about the Spanish national football team.

After watching the news in Spain for a while, you understand why half the airtime is devoted to sports. If it weren't, people would go mad. Everything revolves around the crisis. Really everything. A DIY superstore advertises 200 jobs and gets 12,000 applications. Academics conceal their degrees on job applications in order to compete with people with inferior qualifications. There are street battles in Asturias between striking miners and the police. Sales of safes are on the rise.

This isn't news. It's terror.

Finding the Crisis in Barcelona

Barcelona is full of tourists. The number of overnight stays increased last year. The cafés around Plaça Catalunya still serve overpriced coffee, while the police chase away beggars. To find the crisis, you have to walk a few blocks away.

At an intersection on Avinguda Diagonal, I encounter Pedro Panlador, a slight man who has positioned himself in front of a Bankia branch. He wants to storm the bank. A few like-minded people have joined him. They

called the offices of newspapers so that they would report on their protest, but the papers declined. Banks are being stormed all over Spain at the moment.

Bankia, a bank from Madrid, evicted Panlador from his condominium because he could no longer make his loan payments. In the first three months of this year, the occupants of 200 apartments and houses were evicted every day throughout Spain.

Panlador, born in Colombia, has lived in Barcelona for 12 years. He currently has €242,000 in debt. He was a chauffeur before the crisis. Now he's been unemployed for over two years.

Pedestrians walk by, some encouraging him and some applauding. No one thinks it's wrong to be standing in front of a bank and calling the employees "criminals." Panlador says that he intends to remain "peaceful" and that he only wants to "speak with the director."

Bankia lost €3 billion in 2011, and now the bank needs more than €20 billion to avoid going into bankruptcy and bringing down the Spanish financial system with it. The last CEO was Rodrigo Rato, who served as finance minister under former Prime Minister José María Aznar. Rato was also managing director of the International Monetary Fund (IMF) until 2007. It's possible that the IMF will soon have to rescue Spain. It sounds like a joke.

Panlador and his boys are ready to begin storming the bank. They're doing this for the first time. Panlador has already camped out in front of a Bankia branch before, but he feels that storming a bank makes a greater impression. He musters up courage and walks up to the entrance, where he sees that the branch has a security door and a doorbell.

He rings the doorbell.

Bankia doesn't open the door.

Panlador turns to the others. They look a little clueless. Finally, someone blows a whistle.

Panlador slaps a few stickers onto the glass. The banks should stop suing delinquent customers and evicting them from their apartments, the stickers read. Spain, it seems, has become a country of sad protests.

Panlador takes a few steps back. Personal bankruptcy doesn't exist in Spain. His debt of €242,000 will stay with him his whole life. "I'm tired," he says.

One would think that protests need the occasional minor success, something that offers hope that the struggle is worthwhile. One would also think that it's important to know who the enemy is.

But who is to blame? Bankia, because it gave a quarter-million-euro loan to a man who was making €940 a month after taxes? Or Panlador, because he took out the loan? No one forced him to do it. Perhaps both are to blame.

Or maybe it comes down to that sea of opportunities. There was construction underway and money being made everywhere. There was cheap money, and banks were practically giving it away, there was housing that seemed to finance itself, and there were jobs galore.

All of this transformed the Spaniards into gambling addicts and the country into a casino. People no longer had to suffer the indignity of a neighbor having a house in Conil on the Costa de la Luz while they had only a weekend cottage on the outskirts of the city. Who would have predicted that it would all end with people like Pedro Panlador standing in front of a bank and being denied entry because of a doorbell?

I shake his hand and wish him luck. Barcelona is a beautiful city, much more so than Berlin, Frankfurt or Munich, despite the "For Sale" signs hanging from balconies and the gold dealers opening up shop everywhere to sell the jewelry of desperate Spaniards.

To me, the city feels like the wife of a factory manager who refuses to believe that the company is bankrupt. She still has her fur coat, her diamond ring and her china -- but everyone knows it'll be over soon.

The unemployment rate in Barcelona rose from 7 to 17.7 percent last year. Barcelona is Spain's richest city, and yet 17.7 percent of its working population is unemployed.

Occupying Apartments

I get into the car and leave Barcelona. I have an appointment in Sabadell, a former textile-manufacturing town. I'm going to meet Antonio, a family man, who has also lost his home. But he doesn't want to storm a bank. Instead, he is truly defending himself. He has occupied an apartment.

It's early afternoon, and Antonio is standing in the door to the apartment. He knows what I'm thinking. Antonio looks like George Clooney.

"I know," he says, "everyone says that."

Antonio steps into the narrow hallway and shows me the tiny bathroom, an eat-in kitchen with a large refrigerator, and a bedroom in which there are two beds, each with a stuffed animal on it.

"That's it," says Antonio. Two rooms on the ground floor, his new home. There are several boxes stacked in the bathroom.

"How long have you been here?"

"Two days."

"How did you get in?"

"I can't say, but I used to be a welder. My girls will be sleeping here for the first time tomorrow."

Antonio has two daughters, 14- and 17-years-old. The younger one goes to school, and the older one is in a training program to become a hairdresser. But because of the crisis, she isn't being paid, and she's also the only one from her former class who has found a position at all. Antonio pushes aside a stuffed-animal duck and sits down on the bed.

Antonio Zamora Hidalgo, 47, a quiet type, began his fight against the system two days ago. He worked in a metal factory for more than 20 years and, for 12 years, he paid the mortgage payments for his apartment to BBVA, a major Spanish bank. When he stopped making the payments, he lost everything.

There is no equivalent of Germany's Hartz IV welfare payments for the long-term unemployed in Spain. There is, however, a rule stating that the borrower cannot simply return a property to the lender to settle his debt. In the worse case, he stands to lose the property and still owe the bank the full purchase price.

Hidalgo had run out of options. He didn't know what to do with the children. His wife left him because she couldn't cope with what happened to the family. Antonio turned to PAH, a local initiative in Barcelona, where he was told that 20 percent of apartments in Spain are empty. One of them was the apartment in Sabadell, which hadn't been occupied in five years.

The small apartment is on a quiet side street in the Can n'Oriac neighborhood. It belongs to Caixa Catalunya, one of those megalomaniacal Spanish provincial savings banks that had issued mortgage loans indiscriminately in recent years and had to be bailed out with taxpayer money.

"Is this what you imagined it would be like?" Antonio asks.

I look around the tiny room. The two beds take up almost all the space.

"If you're going to occupy an apartment illegally, why not a bigger one?" I ask.

Antonio laughs. He wasn't referring to the apartment, he says, but to the situation in Spain.

"I can tell you what the situation is like," says Antonio. "The situation is that guys like me are occupying apartments."

Who's at fault now, I wonder as I'm driving on the highway. The man has never been in trouble with the police. He doesn't drink, isn't an anarchist or a leftist, and he doesn't even watch the news. Now he's a squatter. Maybe he was simply unlucky and was dragged down when the snowballing system of cheap loans and rising real estate prices they called the Spanish economic miracle collapsed, a period described in a *Time* cover story titled "Spain Rocks."

A €150 Million Airport That's Never Been Used

I reach Castellón, a somewhat sleepy coastal city on the Mediterranean, with a nice park and a phenomenally ugly department store.

As a child, I liked Castellón, the last place where we stopped to get gas before reaching our village. I'm here because I want to know why Castellón built an airport from which no aircraft has ever taken off, an airport that cost €150 million in a city that's only 65 kilometers from Valencia, which already has an airport that's much too big for the region.

I leave the Autopista del Mediterráneo and drive along the CV-10 toward the Castellón airport. The CV-10 is the best highway I've ever driven on. The asphalt is perfect, the signs are new, and there is grass in the median. After about half an hour, I'm standing in front of a fence arguing with a security guard. The man reaches for his radio and says: "Serra 1 to Serra 2, we have a code 3!"

You can trigger a code 3 by asking a guard at the fence whether you can take a look at the airport from up close, an airport that was built with taxpayer money and was officially opened on March 25, 2011.

I get out of the car. Behind me is a large sculpture standing at the access road to the airport. A good friend of a local politician is still working on the piece, which is unbelievably ugly and reportedly cost €300,000. The guard talks into his radio. From where I'm standing, I can see the tower, some of the 3,000 parking spaces and a portion of the 2,700-meter (8,856-foot) runway.

"I gave your license plate number to the police," says the guard. I nod and think to myself that the Castellón airport isn't even the most pointless -- and certainly not the most costly -- airport in Spain. An airport was built in Ciudad Real, 160 kilometers from Madrid, at a cost of €1 billion. It now serves small private aircraft.

For years, Castellón suffered from the fact that it wasn't as important, rich or well-known as Valencia and Alicante, the other two major cities in the region. Someone hit upon the idea of changing that by building 17 golf courses. Seventeen 18-hole golf courses translate into a lot of golfers, hence the airport. The golf courses never materialized.

The city behaved like a microcosm of Spain as a whole. Spain didn't want to be Europe's little brother. It wanted real airports and real highways. The days were gone when people like my father would arrive at a German train station in jackets too thin for the climate. The new Spain could play football, and it had companies like global telecommunications giant Telefónica and world-famous chefs like Ferran Adrià.

I leave the guard standing where he is and return to the highway. I'll be in my parents' village in three hours. A small detour takes me past a large construction site on which the Spanish railroad system is building another high-speed line. The country has more high-speed rail lines than Germany or France.

I ask myself what it must have been like to be a politician in the boom years, a period of senseless intoxication and time without measure. To be re-elected, many politicians had to have something to show for themselves, a

project, and preferably one built of stone and concrete. Playing fields, theaters, swimming pools and streetcars were popping up everywhere. The economy had gone mad, and so had politicians. But the democracy was fully functional. Spaniards could have asked where all the money was coming from, and why roads were improving and trains were getting faster, while their children were doing worse in school. They could have elected different politicians, more level-headed ones. I firmly believe that every village, every town and every province got exactly the politician it deserved.

The Journey's End

I reach my parents' village, Huércal-Overa, now a city of 18,000 people in a province called Almería. The area is known as the desert of Europe, dry and unbearably hot in the summer. The German director Bully Herbig filmed "Der Schuh des Manitu," or the "Manitou's Shoe," a comedy remake of Germany's Manitu series of Wild West films in Almería. This is where my journey ends.

We used to stay at my grandparents' house a little outside of town. There was no toilet or electricity. That was in the 1980s. Today the city has a public theater, a new Plaza Mayor, an indoor public pool, a new outdoor pool, a zoo, a park, a newly designed downtown and rows of half-finished houses.

My parents' house is at the northern end of the city, a plain and somewhat ugly home. They put all of their savings into this 130-square-meter (1,400-square-foot) house. The only luxurious feature is an absurdly oversized air-conditioning unit on the roof, which can easily transform our living room into a polar landscape.

I've asked my parents to call a few of my family members, so that they can tell me about their lives in Spain.

My Uncle Juan has been working on a farm for 20 years. He plants tomatoes, walks through the greenhouses with fertilizer and works during the harvest. It's a brutal job, but he's never complained about it in my presence. Before the boom, he was making about €3 an hour, and now, about 10 years later, he still earns less than €4 an hour. He drove a small car before the crisis, and he still drives one today. Juan says that he didn't need the crisis to know that he isn't part of wealthy Europe. He just happens to be poor, he says, because he's from the south.

My cousin Pepe was a different story. As a teenager, he sold shoes at local weekly markets, and later French fries and peanuts. He eventually got a truck-driver's license and tried his hand as an independent trucker. He would have become a gold prospector 150 years ago.

Then came the boom years, the perfect time for people like Pepe, people who didn't want to remain poor. At first he drove his own truck, and then he expanded to two, three and eventually eight or nine trucks. There was plenty of work, and he was constantly attracting new customers: a brewery, a auto-parts supplier, a wholesaler's temporary warehouse. His wife gave him a black Audi A6 for his 40th birthday. I was invited to the party. They had made it. The house was paid off, they were driving a German car and their daughter had just started medical school.

Pepe was one of the funniest people I know. No one could tell more dirty jokes. That Pepe no longer exists.

My cousin is a sick man today. My father paid for his last treatment with a psychiatrist. Pepe doesn't tell anyone in the family how much debt he has, but it must be millions, and we've all come to terms with the fact that he'll never be debt-free again. His daughter, the medical student, works as a supermarket cashier. When I see him on the day after my arrival, he, my father and I have a coffee together. Pepe says only two words, "hola" and, at the end, "adios."

The crisis has changed him, and it's changing Spain. Perhaps the country is recognizing that there are no shortcuts to Europe, and no clever tricks. Simply introducing a hard currency, building dozens of airports, rail lines and golf courses, and putting an A6 in every garage -- that doesn't work.

Instead, the road is tedious and well-known. It starts with education, research and the fostering of entrepreneurs. The Spaniards can do all of this. They are a great people, my people, but the crisis has shown them where they

stand: at the edge of Europe, not at its center. The real estate boom, cheap money and euphoria have seduced them -- not because they are bad or lazy, but because they're people.

Translated from the German by Christopher Sultan

URL:

- <http://www.spiegel.de/international/europe/return-to-absurdistan-a-spiegel-reporter-visits-crisis-plagued-spain-a-847513.html>

Bond Traders in Europe Deal in High Expectations, and Fear

By [KATRIN BENNHOLD](#)

LONDON — James Konrad, a bookish 27-year-old with a polite manner, used to make a living at a sports betting company, weighing the odds of muddy terrain affecting the sure-footedness of racehorses. These days, he takes bets on the muddy terrain that is European politics.

Mr. Konrad trades up to £3 billion, or \$4.7 billion, worth of euro zone bonds a day for [Royal Bank of Scotland](#). The bets are just as uncertain in both fields, but the sums are vastly larger in his current job, amounts that seem to stagger even him. “How do you make someone understand that you’ve traded a billion worth in bonds?” Mr. Konrad said. “A billion. It’s easy to get lost in the zeros.”

The bond market has emerged as a mighty protagonist in Europe’s economic crisis, representing a seminal shift in power from politicians to investors and a relatively obscure cohort of bankers. Their collective day-to-day judgment can now topple governments and hold the key to the survival of [the euro](#).

If that market seems an unfathomable Goliath to outsiders, in interviews bond traders themselves confessed to being fearful and confused. They now juggle astonishing levels of risk and wealth for investors — some 6.7 trillion euros, or \$8.3 trillion, in euro zone government debt, according to the European Central Bank.

Fundamental economic concerns that some European countries have too much debt is a major factor driving the market. Many investors are worried about the medium and long-term risk of holding European government debt, and have made what they consider the rational decision to reduce their holdings or even bail out. And while European leaders maintain that the common euro currency will survive the crisis, not all economists are so sure.

Some traders worry openly that too many of their colleagues lack the skills to decipher conflicting signals from Europe’s leaders in an industry ever more dependent on perception and political guesswork. The short-term fluctuations of bond rates, they concede, are not always an accurate reflection of value and risk. Yet traders are being taken as the last word by politicians on any range of government policies — and are often misinterpreted, they said.

“We used to be able to measure everything to the nth degree,” said Tim Skeet, managing director of fixed income at the Royal Bank of Scotland. “These days, nothing is measurable. This has become less about number-crunching and more about the oracle of Delphi.”

Economists tend to treat the bond market as a rational player imposing budget discipline on politicians. Politicians portray it as having the conscience of a mob, accusing “bond vigilantes” of undermining Europe’s recovery and its cherished welfare state. The reality is more nuanced.

That fear among traders and their jittery investors helps explain why rates have surged for troubled countries like Italy and Spain, and why interest rates have hovered near negative territory for more trusted German bonds: so terrified are investors that they are effectively paying Berlin for the privilege of lending it money.

But in risk, there is also profit — lots of it — as well as loss. The amounts now at the command of the bond market have made it vulnerable to the kinds of speculation, volatility and returns more associated with the stock market. As government debt across the European Union has reached 88 percent of gross domestic product, and much higher in a number of countries, according to Eurostat, some sovereign debt funds have made investors annual returns of 9 percent. Of course, investors who held Greek government bonds suffered steep losses.

With so much leverage at its disposal, the bond market’s judgments can have the power of prophecy — that is, they can be self-fulfilling, influencing events even as traders assess them from the trading floor.

If investors and traders judge Spanish bonds to be risky because Spain's government may default, they help make it more likely that Spain will indeed default, by raising its borrowing costs.

“Whatever the Spanish government does — and it has done a lot — it doesn't actually help much, because the market is pretty much convinced a full-fledged bailout is required,” said Nicholas Spiro, managing director of Spiro Sovereign Strategy, a consulting firm in London that specializes in sovereign credit risk.

It has not helped, of course, that for months the Spanish government denied or misrepresented the depths of its banking problems. Nor that before Spain ran into trouble, holders of Greek debt had already suffered steep losses. And given Spain's deep economic problems, some believe that a bailout may be needed.

If politicians expected the bond market to speak with one voice, traders commonly complained, it would help if politicians did, too. Olivier de Larouzière remembers calling a crisis meeting in the Left Bank offices of Natixis Asset Management in Paris during one watershed moment in June.

That day, Mr. de Larouzière, who as head of fixed-income euro securities at Natixis manages 18 billion euros worth of debt, watched as the yield on Spanish 10-year bonds climbed above 7 percent while Chancellor Angela Merkel of Germany and her European counterparts scrambled to persuade markets that a bailout for Spain would not be needed.

The yield, or interest rate, on a bond rises as its price falls. Both reflect the risk of the investment. The rise in the rate meant that bonds Mr. de Larouzière had previously purchased were losing value.

When the news ticker on Mr. de Larouzière's screen announced that leaders had agreed in principle to lay the groundwork for the banking union that markets had been clamoring for, the yields eased back. But his relief did not last long.

“After the weekend, questions began circulating on the floor,” he recalled. “We suddenly realized that this would only really take effect in 2013.”

Once stung, Mr. de Larouzière was left too wary to buy Spanish debt. He was not the only one. A week after the summit meeting, rates were higher than on the eve of the talks.

That kind of negative perception — prompted at least in part by legitimate concerns that European leaders do not agree about what to do — can be infectious, particularly when mixed with real economic data that has grown increasingly alarming. These days Mr. de Larouzière says, “Italian bond yields should not be where they are,” meaning he thinks the country's progress in making policy overhauls was better than it was being given credit for. But he is still selling his Italian debt, fearing that collective pessimism will make it harder for Rome to raise the 100 billion euros it needs this year.

“This is less about economic fundamentals and more about fundamental human emotions — it's about fear,” he said. Of course, skeptics would counter that for all the policy progress that Italy has made, its bond prices reflect worry that its debt level remains uncomfortably high.

Those concerns are new for most traders who came of age when much of Europe carried a triple-A credit rating. The picture has changed so quickly that Mr. Konrad, though not yet 30, has straddled the two eras.

On the Royal Bank of Scotland trading floor, Mr. Konrad sits behind a wall of real-time numbers: yields, futures and a spreadsheet with color-coded bond issues flicker across seven computer screens.

But these days his history degree comes in handy. To come up with the 600-plus price quotes a day he makes for his bonds — about one a minute — Mr. Konrad's assessment of a country's election results is in many ways as important as its G.D.P. report.

As someone who has studied German and French literature, his colleague Mr. Skeet worries that modern markets are not prepared for this new world. “Some people are too reliant on models without asking questions,”

he said. “We ought to go from a highly technical, data-driven, data-sensitive approach to a more intuitive, qualitative approach.”

Mr. Konrad is the only one on his desk with a humanities degree. The other four have either mathematics or science degrees, like most traders on the floor.

While Mr. Konrad spends part of his time trying to gauge shifting political currents, his more mathematically minded colleagues model his thoughts for trading purposes. The results are not always consistent, he conceded. “There is some irrationality to the market,” he said.

<http://www.nytimes.com/interactive/2012/08/03/business/In-Jobs-for-Young-Germany-Stands-Alone.html?ref=economy>

Germany's Jobless Numbers Buck Euro Zone Trend

By [FLOYD NORRIS](#)

IN unemployment, as in many other areas, [Germany](#) stands alone at the top of the euro zone.

The European Union's statistical agency, Eurostat, reported this week that the unemployment rate among German adults fell to 5.1 percent in June, the lowest figure since the country was unified in 1991.

Among workers under 25 years old, the German unemployment rate was unchanged at 7.9 percent, the lowest level since 1993.

But in most of Europe, unemployment rates are rising, and unemployment rates among the young are hitting highs that would have been unthinkable only a couple of years ago.

The accompanying charts show the trends since 2006, before the financial crisis brought on a world [recession](#), in the four largest economies in the euro zone — Germany, France, Italy and Spain, as well as in the United States and in the total euro zone, excluding Germany.

In the United States, as in Germany, unemployment rates have been trending lower for more than a year. In July, the government reported on Friday, the adult rate in the United States was unchanged at 6.9 percent, while the rate for young workers fell a tenth of a percent to 16.4 percent.

But adult rates have been rising in most of Europe. The unemployment rate for young people has also been climbing in many countries, although it is declining in France.

Germany's overall gain in employment reflects the strength of its export-oriented economy, which has benefited from the fact that many of its European neighbors have lost competitiveness. The relatively low jobless rate among young people has also been helped by German social policies that encourage many young people to enter paid apprenticeships when they finish school.

In September 2008, the month that Lehman Brothers failed, the adult unemployment rate in Germany was 6.7 percent, precisely the same as the rate in the rest of the euro zone. Now, the rest of the euro zone has an adult rate of 11.9 percent, more than double the German rate.

Nowhere has the reversal of fortune been sharper than in Spain. Before the financial crisis, the country was booming, largely because of a property bubble that held the seeds of its own destruction. The government was running budget surpluses and unemployment was lower for both adults and young people than it was in neighboring France.

Now, the adult unemployment rate exceeds 22 percent, meaning that one in five workers cannot find a job. Among youth, fewer than half are able to find employment. Those out-of-work people can expect little help from within the country. The Spanish government is barely able to finance itself, and its banking system, devastated by bad property loans, needed to be bailed out by Europe.

Things are not as bad in Italy, at least for adult workers. The unemployment rate has been rising and is estimated to be above 9 percent. But more than one-third of the young people looking for work are unable to find it.

Floyd Norris comments on finance and the economy at nytimes.com/economix.

The ECB and the euro crisis

Draghi drags it out

The Economist Charlemagne Aug 3rd 2012, 10:55 by A.L.G. | Frankfurt am Main



A YEAR ago this week Italy's prime minister, Silvio Berlusconi, received a terse [letter](#) from two men who held his country's fate in their hands: Jean-Claude Trichet, the-then president of the European Central Bank (ECB), and the man who has since taken over the job, Mario Draghi (then governor of Italy's central bank). It contained a list of measures Italy had to adopt urgently, from budget-cutting to structural reforms, to regain the trust of investors who were dumping Italian bonds. Mr Berlusconi began to comply and, though the bargain was never explicit, the ECB began buying its bonds to bring down Italy's borrowing costs. But no a sooner had market pressure on Italy relaxed a bit than Mr Berlusconi started to backtrack.

The experience of August 2011 goes some way to explaining Mr Draghi's caution this week, when he declared the ECB was ready to resume buying bonds in the coming weeks – but only if vulnerable countries asked for help first from the official euro zone rescue funds and submitted to a reform programme. Markets swooned just as fast as they had rallied a week earlier, when Mr Draghi tantalisingly [told](#) investors in London "the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro - and believe me, it will be enough." Plainly the markets don't think Mr Draghi has done enough to dispel fears that the euro will break up, despite his brave talk of the euro being "irreversible". Putting on a brave face, Mr Draghi said he had no regrets about his London speech. But even if the euro zone can get through August without a major crisis, September is going to be hard.

Mr Draghi's response was not the instant and massive response that investors had hoped for. In truth, it was always rash to expect the ECB to put up unlimited amounts of money to support euro-zone states. The ECB must perform a delicate balancing act: between its potential power to print vast amounts of money and its unusually narrow legal mandate to maintain price stability; between the interests of creditor and debtor states; and between maintaining market pressure on countries to reform and preventing them from being pushed into insolvency.

Seen in this way, Mr Draghi's pronouncement shows more political subtlety than market traders give him credit for. He tries to correct several failures of past bond purchases under the so-called Securities Markets Programme, not least the short-lived effect on markets (despite the acquisition of more than €200 billion worth of bonds) and the erosion of political support for the ECB's actions. Two German members of the board have resigned in dismay at the unorthodox measures and Mr Draghi made no secret off the fact that the current head of the Bundesbank, Jens Weidmann, had placed a formal "reservation" on the latest move.

Above all, Mr Draghi needs to avert two forms of moral hazard if he decides to bring out the big bazooka: one sort is the risk of letting leaders of profligate countries such as Italy off the hook of reforms; the other is the danger of allowing creditors to shirk the need for more burden-sharing by hiding all the risk on the ECB's balance sheet. So stung by the experience with Mr Berlusconi, the ECB does not want to get involved in directly imposing economic reforms on states and chastising them when they fall short. That should be done by the member-states themselves. Hence the insistence on prior conditionality.

Second, combining structural and budgetary reforms with bond-buying improves the chance that ECB will have a more lasting effect. Third, by having the rescue funds act first, it provides political cover for the ECB's action. Fourth, by concentrating on the short end of the yield curve, Mr Draghi can more easily argue that his actions are in keeping with traditional monetary policy, rather than providing an indirect means for the ECB to finance bust governments. The three-year liquidity provided to banks under the Long-Term Refinancing Operations is already collateralised with sovereign bonds. So buying short-dated bonds is not so different, says the ECB.

So with the governments covering the front line and the flanks, Mr Draghi hopes to be able to concentrate more massive firepower on a narrower front. The ECB's involvement would ease worries that the rescue funds would quickly start running out of money. More importantly, the ECB may feel it has the space to act more decisively. Asked whether the commitment to resume bond-buying operations "of a size adequate to reach its objective" meant the ECB was ready to commit unlimited resources, Mr Draghi did not demur. He told a packed press conference that this would be one of the many "modalities" to be considered by various ECB committees in the coming weeks. However he did firmly rule out the idea of boosting the rescue funds by giving them a banking licence so they could borrow from the ECB. That would be illegal in the current configuration, Mr Draghi said.

Another delicate modality is how, precisely, Mr Draghi proposes to make good his commitment to address investors' fear that a big intervention by the ECB would downgrade the bonds held by others. Experience shows that, when Greece's debt was restructured earlier this year, the ECB insisted on its bonds being treated as senior. The ECB took no losses, while private bondholders took a 70% hit.

In its policy, Mr Draghi is aligning himself with the stance of the German government: more European help is conditional on more reforms at home. It is a message that Mr Berlusconi's technocratic successor, Mario Monti, was hoping he would not have to hear. But there are two contradictions in Mr Draghi's stance. First, he may criticise markets for failing to understand the robustness of the euro zone and fearing the collapse of the single currency. But by being seen to be so grudging in his help, he seems to lack the courage of his convictions. He too wants to limit the ECB's liabilities. Second, the emphasis remains on compelling individual countries to conduct painful reforms. Yet Mr Draghi is among the loudest proponents of the idea that the euro zone also suffers from profound design flaws.

In London last month he compared the euro to a bumblebee, which can fly seemingly in defiance of the laws of physics. The bumblebee era is over, he said, and it was time for the euro zone to become a normal bee. But he plainly thinks that forcing the pace of reforms to the euro-zone structure, in contrast to his demands for structural reforms in national economies, is beyond the remit of a central banker. But without that metamorphosis, the euro remains reversible.

Note: Charlemagne will be on leave until late August.

"Unendliches Leid über Europa"

Wirtschaftswoche 30/5/2012 von [Frank Doll](#)

Griechenland wird nicht das einzige Land sein, das wegen der wirtschaftlichen Depression den Euro bald aufgeben muss, sagt der berühmte Finanzmarktexperte. Wie Anleger ihr Kapital in dem drohenden Chaos über die Runden bringen.



Zulauf, Jahrgang 1950, zählt zu den weltweit renommiertesten Vermögensmanagern. Seit 1986 nimmt er alljährlich mit anderen Investmentlegenden Platz am berühmten Börsen-Roundtable des US-Anlegermagazins und WirtschaftsWoche-Kooperationspartners „Barron's“. Zulauf war der erste Ausländer, dem diese Ehre zuteil wurde. Quelle: Pressebild

WirtschaftsWoche: Herr Zulauf, welcher europäischen Großbank geht bald die Luft aus?

Felix Zulauf: Im Prinzip sind in Europa schon mehrere Banken pleite, vermutlich auch einige in den USA. Aber die Regierungen werden keine große Bank bankrott gehen lassen.

Warum eigentlich nicht?

Der Ausfall einer großen Bank würde Ausfälle bei anderen nach sich ziehen, die der Pleitebank Kredit gegeben oder von dieser Derivate gekauft haben. Es würde also zu einer Kettenreaktion und letztlich zum Zusammenbruch des Finanzsystems kommen. Um den zu verhindern, werden im Lauf der nächsten zwei bis drei Jahre weitere Banken verstaatlicht werden, in den Peripherieländern, aber auch darüber hinaus.

Große Verstaatlichungen wären vor drei bis vier Jahren billiger gewesen.

Richtig. Schon während der damaligen Krise hätten alle systemrelevanten Banken sofort verstaatlicht werden müssen – zu Tiefstkursen. Danach hätte man Bonuszahlungen aussetzen und die Banken sukzessive auf eine stärkere Eigenkapitalbasis stellen können. Nach sieben bis zehn Jahren wären die überlebensfähigen Banken wieder reif für den Markt gewesen. In der jetzigen Form werden viele Banken nicht überleben.

Warum nicht?

Sie sind zu stark verschuldet, und nicht nur die Banken allein. In den letzten Jahrzehnten haben wir alle, im staatlichen und im privaten Bereich, in einem Ausmaß Schulden aufgebaut, dass das System nicht mehr funktionieren kann. Wir können nicht mehr wachsen, weil wir zu viele Schulden am Hals haben.

Die US-Großbank JP Morgan hat mit Derivate-Geschäften zwei Milliarden Dollar in den Sand gesetzt. Ist es denkbar, dass sich dieser Verlust im Bankensystem potenziert?

Zwei Milliarden Dollar sind für JP Morgan ein Klacks. Den Verlust stecken die relativ schnell weg. Aber es könnte auch zehnmal mehr werden. Das Problem ist ein anderes: Es gibt in Amerika nur fünf Banken, die etwa 95 Prozent der ausstehenden US-Derivate auf ihren Büchern haben. JP Morgan ist eine davon. In Europa ist das Geschäft etwas breiter verteilt. Global bewegt sich der Derivate-Markt irgendwo zwischen 400 und 700 Billionen Dollar. Das sind enorme Summen.

Wenn realwirtschaftliche Trends dann auf einmal die Märkte heftig bewegen, kann es große Ausschläge geben. Dann besteht die Gefahr, dass sich eine Bank nicht richtig abgesichert oder sich schlicht verspekuliert hat. Auch dann droht ein Systemkollaps, der wiederum nur durch Verstaatlichungen verhindert würde. Ich sehe da keinen anderen Ausweg.

Die Regulierungsbehörden schreiben den Banken vor, riskante Geschäfte künftig mit mehr Kapital abzusichern. Können die Banken die höheren Kapitalanforderungen überhaupt umsetzen?

Man hat ihnen da ja recht viel Zeit gegeben. Die schärferen Eigenkapital-Vorschriften nach dem Basel III-Abkommen greifen erst von 2019 an.

Einzelne Länder wollen die Vorschriften verschärfen und drängen auf eine frühere Umsetzung.

Im Prinzip zu Recht, zur Gesundung des Finanzsystems brauchen wir besser kapitalisierte Banken. Zum heutigen Zeitpunkt aber schwächen die Eigenkapitalregeln das Finanzsystem massiv und schaden der Konjunktur. Wenn fällig gewordene Kredite nicht mehr erneuert werden, weil die Bankbilanzen wegen fehlendem Eigenkapital schrumpfen müssen, wird die wirtschaftliche Aktivität zwangsläufig zurückgehen. Das Problem reicht bis in die Schwellenländer hinein. Betroffen wären dort vor allem die Länder in Zentral- und Osteuropa.

Wird Griechenland aus dem Euro und in die Pleite entlassen?

Die Stimmung hat gedreht. Hinter der Kulisse wird der Austritt von Griechenland vorbereitet. Und ich gehe davon aus, dass Griechenland noch in diesem Jahr zum zweiten Mal zahlungsunfähig wird.

Stehen wir erst am Anfang einer Phase mit Staatsbankrotten und Austritten aus der Währungsunion?

Ja, dieser Prozess ist noch lange nicht beendet. Griechenland allein wäre ja noch überhaupt kein Problem für Europa und die Eurozone, aber es ist eben nur der Anfang eines Problems, das sich unter der Oberfläche massiv ausweitet. Griechenland wird vermutlich im zweiten Halbjahr als erstes Land die Eurozone verlassen. Im nächsten Jahr folgen weitere Länder, zunächst wahrscheinlich Portugal und Irland, aber dann kommt Spanien. Die Frage ist, ob die Eurozone bereit ist, das Projekt Euro zu beerdigen und zurück zu nationalen Währungen zu gehen.

Wird sie das?

Ich vermute, dass wird noch nicht passieren. Die Politik hängt derart an diesem Fantasieprojekt, dass sie es vor sich her trägt wie ein Dogma, koste es, was es wolle. Es wird unendliches Leid über Europa gebracht. Die Krise wirkt fast so wie ein Krieg. Sie zerstört wirtschaftliche Strukturen, Unternehmen und Existenzen. Hier spielt sich ein Drama ab. Möglicherweise kommt Italien noch in eine ähnliche Zwangslage wie Spanien, möglicherweise auch noch Frankreich. Frankreich ist, wenn es sich Reformen verweigert, noch stärker gefährdet als Italien.

Warum wurde die Sprengkraft des spanischen Immobilienmarktes so lange ignoriert?

Die Manager-Elite agiert heute sehr kurzfristig. Vorstände stehen unter Druck, ihren Aktionären Gewinne zu präsentieren. Ich habe einmal mit dem Vorstandschef einer europäischen Großbank diskutiert, ob eine Bank nicht ihr Geschäft bremsen müsste, sobald am Horizont Probleme auftauchen, zum Beispiel eine Immobilienkrise. Der Bankchef sagte, wenn er zu früh bremse, verliere er seinen Stuhl. Wer eine Welle länger mit reitet, holt kurzfristig eben mehr für seine Aktionäre heraus.

Und wenn er zu spät bremst?

Dann verliert die Bank Geld und Vermögen und er verliert möglicherweise ebenfalls seinen Stuhl. Es ist also eine Frage des Timings.

Kein gutes Timing hatten vor allem die spanischen Sparkassen. Statt bei der Vergabe von Immobilienkrediten zu bremsen, wie es etwa die Großbanken Santander und BBVA seit 2007 machen, haben sie dann erst kräftig Gas gegeben.

Die beiden Großbanken bringen mehr internationale Erfahrung mit, weil sie ein großes Lateinamerika-Geschäft haben und auch in den USA aktiv sind. Sie haben die Gefahren früher erkannt. Die lokalen Institute und Provinzbanken haben diese Erfahrung nicht.

Die Regierung zwingt sie jetzt, Kredite zu kündigen und ihre Immobilien zu verkaufen.

Damit wird die zweite Phase des Immobiliendebakels eingeleitet. Wenn um jeden Preis verkauft werden muss, stürzen die Immobilienpreise in Spanien vom heutigen Niveau nochmals um 40 bis 50 Prozent ab. Dann werden auch Kredite faul, die sonst vielleicht nicht faul geworden wären. Diese Abwärtsspirale befördert das gesamte spanische Bankensystem in die Pleite. Es führt kein Weg vorbei an großen Verstaatlichungen spanischer Banken.

Was bedeutete das für die spanischen Staatsfinanzen?

Die Verschuldung des spanischen Staates wird massiv nach oben gehen. Der Staat muss wahrscheinlich mindestens 150 Milliarden Euro für die Banken ausgeben. Die Staatsschuldenquote springt dann rasch auf deutlich über 100 Prozent der Wirtschaftsleistung. Das ist nicht mehr bezahlbar. Die Pensionskasse der spanischen Staatsangestellten hält 90 Prozent ihrer Anlagen in spanischen Staatsanleihen. Die Renten dieser Staatsangestellten könnten also auch nicht mehr so bedient werden, wie ursprünglich versprochen. Spanien steckt in einer ähnlichen Misere wie Griechenland, nur ist die Dimension viel größer. Ich erwarte, dass Spanien 2013 aus der Eurozone austreten wird.

Werden einzelne Länder zum Austritt gezwungen?

Nicht gezwungen, aber der Druck der Straße wird aufgrund der wirtschaftlichen Depression immer weiter zunehmen. Das Volk wird sich gegen den Euro wenden und den Austritt fordern, in Spanien und anderswo.

In Griechenland will die Mehrheit der Bevölkerung den Euro behalten.

Die Menschen gehen noch davon aus, dass Griechenland nicht von den anderen Staaten aus der Eurozone herausgekickt werden kann und dass die anderen immer weiter zahlen. Doch dieser Glaube ist naiv, das wird nicht passieren. Europa wird die Griechen nicht aus den Sparprogrammen entlassen. Selbst wenn die anderen Staaten ihnen ein paar Sparmaßnahmen erlassen oder auch Investitionen fördern – der griechischen Volkswirtschaft wird das nicht helfen, wieder auf die Beine zu kommen. Griechenland wird austreten, das ist nur eine Frage der Zeit.

Wie ginge es anschließend weiter?

Die neue Währung dürfte etwa 50 bis 70 Prozent gegenüber dem Euro abwerten. Im ersten Jahr haben sie dann natürlich Chaos. Das griechische Finanzsystem wäre vollkommen bankrott, Banken und Versicherungen müssten vom Staat neu mit Kapital ausgestattet werden. Es wird Kapitalverkehrskontrollen geben. Nach etwa einem Jahr rechne ich damit, dass zum Beispiel Tourismus und Landwirtschaft gegenüber Italien, Spanien und Portugal Marktanteile gewinnen und sich die griechische Wirtschaft entsprechend erholt.

Zu Lasten der anderen Eurostaaten?

Für die wird es umso schlimmer. Aber wenn der Erste austritt, werden die Nächsten folgen.

Befördern Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen die Länder der Peripherie auf direktem Weg in die Dritte Welt, wenn sie am Euro festhalten?

So kann man das sagen. Das ist eine Depression. Deren Ausmaß in Griechenland ist vergleichbar mit der Großen Depression in Amerika. Nur hatte Amerika damals den New Deal, also große Konjunkturpakete. Dagegen bekommt Griechenland aus Brüssel Austerität verpasst, also harte Sparmaßnahmen.

Einen New Deal will auch der neue französische Staatspräsident. Als Ergänzung zum Fiskalpakt soll ein Wachstumspakt geschnürt werden. Die Haushalte konsolidieren und zugleich Wachstumsimpulse fördern – wie funktioniert das ohne zusätzliche Ausgaben?

Das ist Wunschdenken, es funktioniert nicht. Wenn man mehr Wachstum will, kann man entweder in alter Keynes-Manier Konjunkturprogramme auflegen, etwa Investitionen in die Infrastruktur. Die aber treiben die Staatsverschuldung weiter in die Höhe. Oder man leitet Strukturreformen ein, um effizienter zu werden, etwa über Liberalisierungen und Privatisierungen. Das führt in einer ersten Phase aber dazu, dass die Konjunktur geschwächt wird.

Europa versucht beides gleichzeitig. Der Fiskalpakt soll zum Sparen verpflichten...

...wird aber wahrscheinlich nicht von allen Ländern ratifiziert werden. Bevor der Wachstumspakt überhaupt kommt, ist der Fiskalpakt also de facto gestorben. Es werden Verträge geschlossen, die dann jeweils wieder schnell gebrochen werden. Alle wichtigen Eckpunkte des Grundvertrages zur Europäischen Währungsunion sind ja inzwischen gebrochen worden, was die Verklüftung unserer Rechtsstaaten aufzeigt. An der verfahrenen Situation wird sich absolut nichts ändern.

Lassen sich die Ungleichgewichte in der Eurozone durch mehr Inflation in Deutschland beseitigen?

Theoretisch wäre das machbar. Wenn Deutschland die Lohnstückkosten um 20 bis 30 Prozent anhebt, etwa über eine massive Erhöhung der Löhne, wären die anderen Länder wettbewerbsfähiger und könnten auf mehr Ausfuhren nach Deutschland hoffen. Aber die Verschuldungsproblematik wäre damit nicht behoben. Sollte Deutschland das machen, müsste der deutsche Lohnempfänger, der bisher eine gewisse Sparsamkeit gepflegt hat, plötzlich heftig konsumieren. Aber das entspricht nicht der deutschen Mentalität. Und das seit Gründung der Bundesrepublik praktizierte Erfolgsmodell Deutschlands, über große Wettbewerbsfähigkeit zu wachsen, wäre zu Ende. Deutschland sollte diesen Weg nicht gehen.

Europa sieht das anders.

Normalerweise orientiert sich jeder Mensch an den großen Leistungsträgern und eifert den Erfolgreichen nach. Dass sich Deutschland nun in der Rangliste nach hinten orientieren soll, zeugt von völlig falschem Denken. Ein deutlich schwächeres Deutschland wäre für ganz Europa eine Katastrophe, da der Kontinent im globalen Wettbewerb deutlich abfallen und der allgemeine Wohlstand deutlich sinken würde.

Auch die Bundesbank spricht plötzlich davon, dass es nicht so schlimm wäre, wenn die Inflation in Deutschland etwas höher wäre als im Rest der Eurozone.

Das sind politische Äußerungen, die nicht wirklich ernst gemeint sind. Die Bundesbank will Vorwürfe, die kommen werden, wenn der Euro eines Tages zerbricht, von sich weisen können. Sie kann dann später behaupten, dass sie im Prinzip für gewisse Anpassungen offen gewesen sei.

Die im Gouverneursrat des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) versammelten Finanzminister der Euro-Zone könnten am Parlament vorbei jederzeit in die deutsche Haushaltskasse greifen. Wird der Bundestag gegen den ESM aufbegehren?

Nein, das glaube ich nicht. Die SPD ist ja auch völlig verblendet. Sie versteht die Situation überhaupt nicht und trägt auch nur den Euro als Dogma vor sich her. Und wenn Frau Merkel ihre Partei direkt neben der SPD positioniert, fehlt natürlich die Opposition im Bundestag. Die FDP hat einige Personen, die das bringen könnten. Doch das ist noch eine sehr junge Mannschaft. Die haben nicht dieses Gewicht. Das ist schade und nicht ganz ungefährlich. Ich gehe davon aus, dass der ESM im Bundestag durchkommt.

Sind Sie auch so sicher wie Bundespräsident Joachim Gauck, dass der ESM auch vor dem Bundesverfassungsgericht besteht?

Vielleicht bemängelt das Verfassungsgericht den ESM, wenn Klagen eingingen. Grundsätzlich ist es aber doch so, dass heutzutage das Top-Management der Großindustrie, die hohe Politik und die hohe Justiz eng miteinander verbandelt sind. Man wird sich arrangieren. Da wird nicht mehr sehr demokratisch entschieden. Wir nennen uns zwar Demokratie, aber die Demokratie ist in den meisten Industrieländern im Niedergang. Und der Stimmbürger spürt, dass an seinen Interessen vorbei regiert wird.

Gauck sagt, die Rettungsschirme würden von der deutschen Bevölkerung akzeptiert.

Der Großteil der Bevölkerung weiß überhaupt nicht, worum es geht. Möglicherweise versteht auch der Bundespräsident die ganze Komplexität und die Folgen daraus nicht.

Sollte man die Bevölkerung in dieser Frage nicht direkt abstimmen lassen, wie es in der Schweiz üblich wäre?

Dann kämen die Fakten ans Licht, aber das will die Politik nicht. Die Politik geht davon aus, dass der Euro ein Integrationsprojekt ist. So wird das auch der Bevölkerung immer wieder verkauft. Sicher: Es sind jetzt über sechs Jahrzehnte ohne Krieg ins Land gegangen, das haben wir der europäischen Integration zu verdanken. Aber die europäische Integration ist nicht auf den Euro angewiesen.

Der Euro ist kein Integrationsprojekt, sondern er spaltet Europa. Ursprünglich wurde die Idee verfolgt, mit der gemeinsamen Währung die Währungsschwankungen im europäischen Wirtschaftsraum auszuschalten. Aber wegen der unterschiedlichen Wettbewerbsfähigkeit haben wir jetzt dafür harte Ausschläge in der Realwirtschaft. Wenn Sie Spanier, Griechen, Italiener und Portugiesen fragen, werden die sehr bald zu dem Schluss kommen, dass es besser war, als die Wechselkurse noch schwankten und sich die Konjunktur einigermaßen geordnet und zuverlässig entwickelte.

Der Euro wurde den Bürgern verkauft mit dem Argument, dass sie im Ausland nicht ständig Geld wechseln müssten.

Ich fand das nicht schlimm. Natürlich wäre es schön, wenn man eine einheitliche Währung hätte, die funktionieren würde. Aber der Euro war eben ein Projekt zum falschen Zeitpunkt, weil die dafür notwendigen realwirtschaftlichen Voraussetzungen fehlten. Die Bundesbank lag damals absolut richtig. Sie hatte gesagt, dass sich die europäischen Volkswirtschaften zunächst über zwei bis drei Jahrzehnte einander annähern müssten. Dieser Prozess wäre dann am Ende durch die Währungsunion gekrönt worden.

Warum hat man es nicht so gemacht?

Die Franzosen haben sich durchgesetzt, die glaubten, nach der Währungsunion würden sich die Struktur Anpassungen dann von selbst ergeben.

Das wurde auch hierzulande gelehrt.

Richtig, die Mehrheit der Ökonomen hat das unterstützt. Aber es gab eine Minderheit, die die Bedenken klar angesprochen hat. Aber ihre Vertreter wurden immer belächelt und als Anti-Europäer hingestellt. Das war und ist immer noch falsch.

Wird die Europäische Zentralbank (EZB) das Ende des Euro ohne Gegenwehr zulassen, sich also selbst überflüssig machen?

Die EZB wird immer wieder neue Geschütze auffahren. Mit den LTRO-Krediten an die Banken hat sie die Büchse der Pandora geöffnet, gezwungenermaßen. Hätte sie das nicht gemacht, hätten Spanien und Italien einen Bankenkollaps erlebt, ihre Volkswirtschaften wären komplett eingebrochen. Diesem Schritt werden weitere folgen, die EZB weiß selbst aber noch gar nicht, wie stark sie ihre Bilanz in den nächsten Jahren aufblasen muss, wenn sie das System zusammenhalten will.

Die EZB sagt, sie wollte mit LTRO eine Kreditklemme in Südeuropa verhindern.

Das ist keine Kreditklemme, das ist ein Bankrott des Bankenapparates und der Regierungen mehrerer Länder. Die bankrotten Banken müssen die bankrotten Staaten finanzieren und bekommen dafür die Finanzierung zu günstigsten Konditionen von der EZB bereitgestellt.

Wäre es für den Steuerzahler nicht billiger, wenn die EZB die Staaten direkt zu einem Zinssatz von einem Prozent finanzieren würde, also ohne den teuren Umweg über die Banken?

Sicher, auf den ersten Blick wäre das günstiger. Aber da gibt es rechtliche Hürden, deshalb wählt man den Umweg. Diese Geldpolitik ist natürlich höchst ungesund. Aus der Geschichte von Deutschland bis Simbabwe wissen wir, dass es nach im Schnitt fünf Jahren, in denen eine Notenbank über ein Drittel des Staatshaushaltes finanziert, zu einer Währungsreform kommen wird. In den USA und Großbritannien sind wir schon heute über dieser Schwelle und auch in Europa und Japan wird sie überschritten werden.

Wollte die EZB via LTRO auch Großbanken aus dem Ausland den Ausstieg aus Spanien und Italien erleichtern?

Das war nicht ihr Grundgedanke. Ich glaube aber, die Weitsichtigen unter den Verantwortlichen sind nicht unglücklich darüber, wenn sich das europäische Bankensystem wieder nationalisiert, also zum Beispiel spanische Banken vor allem spanische Staatsanleihen halten. Eine Rückkehr zu nationalen Währungen könnte so mit weniger Schmerzen ablaufen.

Hat der Euro überhaupt keine Chance mehr?

Realistisch betrachtet wird er nicht überleben können. Eine Chance hätte er nur in einer umfassenden Fiskalunion, also mit gemeinsamer Haushaltspolitik. Die aber wäre nur in einer politischen Union möglich, also in den Vereinigten Staaten von Europa. Zu diesem Schritt aber sind die europäischen Völker nicht bereit. Deshalb wird die Politik weiterhin Kompromisse machen, und deshalb bleiben wir in einer mehrjährigen Dauerkrise – bis der Euro gescheitert ist.

Die Target 2-Kredite der Bundesbank an das Eurosystem steigen monatlich um 50 bis 100 Milliarden Euro, insgesamt sind es aktuell 650 Milliarden Euro. Lässt sich dieser Trend noch stoppen?

Die Bürger in der Peripherie ahnen, dass ihre Länder möglicherweise bald aus dem Euro austreten werden. Um sich gegen kommende Abwertungen ihrer neuen Währung zu schützen, verschieben sie ihr Geld, möglichst zu einer Bank in Deutschland. Das machen nicht nur private Sparer, sondern auch Unternehmen. Das Kapital fließt von der Peripherie ins Zentrum. Also gibt es zu viel Kapital in Deutschland, weshalb es dort auch auf Spargelder und Anleihen kaum noch Zinsen gibt. In der Peripherie fehlt dagegen Kapital, weil die Banken laufend Einlagen verlieren. Die Banken in der Peripherie können weniger Kredite vergeben und auch nur noch beschränkt eigene Staatspapiere kaufen, selbst dann, wenn ihnen die EZB viel Geld gibt.

Und die Bundesbank türmt in ihrer Bilanz immer mehr Ansprüche gegen die Notenbanken der Peripherie an.

Es ist fatal. Die einzelnen Notenbanken können die Kapitalabflüsse in andere Länder durch unbegrenzte Geldschöpfung finanzieren, die dann im Falle von Zuflüssen nach Deutschland bei der Bundesbank als

Ansprüche gegen das Eurosystem beziehungsweise jene nationalen Notenbanken in den Büchern stehen. Man kann das lösen, indem die Bundesbank oder die EZB den deutschen Banken sagen: Schickt das Geld wieder zurück! Aber dann wäre der Euro sofort erledigt.

Also sitzt Deutschland in der Falle?

Genau, die Bundesbank sitzt da und kann nichts tun. Sobald das System auseinander bricht, werden diese Forderungen ausfallen. Dann ist die Bundesbank pleite und muss durch den Staat, also durch Steuergelder, neu kapitalisiert werden.

Je länger der Euro also existiert, umso höher werden seine Beerdigungskosten?

So ist es. Wenn der Euro heute aufgespalten würde, kostete das Deutschland in etwa eine Billion Euro. Und mit der Zeit wird es immer mehr.

Der Run in deutsche Staatsanleihen geht trotzdem weiter. Der Renditeabsturz hat sich zuletzt beschleunigt. Eine Trendbeschleunigung kündigt oft eine Trendwende an. Werden die Zinsen in Deutschland bald nach oben drehen?

Diese Trendbeschleunigung spiegelt die Kapitalflucht aus der Peripherie ins Zentrum. So lange der Euro in der heutigen Form am Leben erhalten wird, bleiben die Zinsen in Deutschland tief oder gehen noch tiefer, weil das Geld weiter nach Deutschland drängt und für ein Überangebot an Kapital sorgt. Kapitalflucht und die Zinspolitik der EZB verzerren die Zinsen nach unten.

Der Euro überlebt, weil Deutschland Rettungsschirme finanziert und die anderen Notenbanken alimentiert. Langfristig gefährdet dies Deutschlands Zahlungsfähigkeit.

Tatsächlich zahlt erst einmal die EZB...

...an der die Bundesbank aber den gewichtigsten Kapitalanteil hält.

Deshalb wäre es das Beste, Deutschland würde aus der Euro-Zone austreten. Dann hätten wir nicht mehr diese großen Spannungen, die durch die große Differenz in der Wettbewerbsfähigkeit zwischen Deutschland und dem Rest entstanden sind. Diese Spannungen ließen sich mit unterschiedlichen Währungen viel besser auffangen. Aber Deutschland kann aus historischen Gründen nicht austreten. Deshalb bleibt Deutschland dabei und andere werden gehen.

Wo werden die Renditen zuerst nach oben drehen, in Deutschland oder in den USA?

In Deutschland. Ich gehe davon aus, dass sich Europa im Laufe der nächsten Jahre vom Projekt Euro verabschiedet. Dann hört die Kapitalflucht nach Deutschland auf und die nationalen Währungen kommen zurück. Dann kann es sein, dass für eine gewisse Zeit eine neue D-Mark, oder wie die neue Währung auch heißen mag, auch tiefe Zinsen hat. Die heutige Zinssituation ist absolut unnatürlich. In dieser ganzen Phase der europäischen Unsicherheit werden wahrscheinlich die USA der bevorzugte Zufluchtsort sein.

Das findet übrigens schon heute statt, weil ein Teil der Fluchtgelder aus der Peripherie auch in den Dollar drängt. So gesehen wird eigentlich der Dollar die neue Zufluchtswährung. Der Dollar wird fester und die Zinsen in Amerika fallen. Erst mit etwas Verzögerung wird man feststellen, dass auch die USA auf Dauer kein geeigneter Zufluchtsort sind. Dann fließt das Geld in Häfen, die längerfristig bessere Renditen und mehr Stabilität versprechen. Das könnten dann einige Schwellenländer sein. Aber es ist noch zu früh, diese heute schon zu definieren.

Werden die Renditen in den USA im Verlauf des Jahres in Richtung ein Prozent fallen?

Davon gehe ich weiter aus. Als ich das beim Roundtable des US-Anlegermagazins „Barron's“ im Januar gesagt habe und zehnjährige US-Treasuries bei 2,2 Prozent Rendite zum Kauf empfohlen habe, haben meine Kollegen

mit dem Kopf geschüttelt und mich ungläubig angeschaut. Inzwischen ist die Rendite auf 1,7 Prozent gesunken...

...und die Kurse der Staatsanleihen sind entsprechend gestiegen.

Neben der Kapitalflucht wirkt noch ein anderer Effekt. Im Kreditsystem wird heute nur noch gegen Sicherheiten Geld ausgeliehen. Doch es gibt immer weniger Wertpapiere auf der Welt, die als Sicherheiten akzeptiert werden. Solange das System noch hält, gibt es eine künstliche Verknappung vermeintlich erstklassiger Papiere. Dazu zählen US-Treasuries und deutsche Bundesanleihen. Relativ gesehen zur weltweiten Kreditpyramide gibt es immer weniger solcher Papiere.

Viele Ökonomen haben nicht vor der Krise gewarnt, aber alle produzieren jetzt Lösungsvorschläge. Willem Buiter, der Chefökonom der Citigroup, spürt offenbar so starken deflationären Druck, dass er von den Notenbanken fordert, das Geld notfalls mit Hubschraubern abwerfen zu lassen, um die Wirtschaft zu stimulieren. Was halten Sie von der Idee?

Sie ist unsinnig und verantwortungslos. Wir haben gesehen, was diese großen Geldschöpfungen bringen, nämlich nichts. Auch der konjunkturelle Aufschwung, den wir hatten, war kein Resultat geldpolitischer Übungen, sondern von fiskalpolitischen. Mit neuen Schulden wurde kurzfristig Wachstum erkaufte. Dafür hat man jetzt noch mehr Schulden. Sie können die Schuldenproblematik nicht mit noch mehr Schulden bekämpfen. Das ist Unsinn. Man will die Medizin, also die Restrukturierung von verschuldeten Wirtschaftssubjekten nicht, weil damit zu viele Schmerzen verbunden sind. Wenn ein Kranker aber eine Therapie verweigert, muss er zu einem späteren Zeitpunkt eine möglicherweise tödliche Operation ertragen.

Warum lehnen viele Ökonomen die Vergabe der richtigen Medizin ab?

Das sind schon alles intelligente Leute, aber die vertreten irgendwelche Interessen, wenn es auch nur der eigene Stuhl ist, den man retten will.

Wer Geld anzulegen hat, hat heutzutage ein Problem.

Das ist so. Mit Blick auf die vergangenen Jahrzehnte hat jeder natürlich den Ehrgeiz, eine gute Rendite zu erarbeiten. Aber heute geht es nicht mehr um Rendite. Es geht darum, das Kapital zu erhalten und über die Runden zu bringen. Auf uns kommt eine völlig neue Welt zu. Es wird eine sehr dirigistische Welt sein. Die Regierungen werden totalitärer werden. Der freie Kapitalverkehr wird wahrscheinlich zu Ende gehen oder zumindest massiv eingeschränkt werden. Anleger sollten sich daher einige elementare Fragen stellen.

Welche?

In welcher Region will ich zuhause sein? Wo sind die Schmerzen am geringsten, die auf mich zukommen? In welcher Währung will ich engagiert sein? Mit welchen Vermögensklassen kann ich am besten überleben? Das höchste Gut ist eigentlich, handlungsfähig und geistig beweglich zu sein, um auf die sich immer wieder neu ergebenden Umstände reagieren zu können.

Welche Vermögensklassen helfen dabei?

Seit vielen Jahren empfehle ich, einen kleinen Aktienbestand zu halten, aber eher um mit Aktien mittelfristige Kursschwankungen auszunutzen und damit langfristig einen Bestand an unternehmerischer Substanz zu besitzen. In großem Umfang habe ich Staatsanleihen empfohlen von so genannten erstklassigen Schuldner – und eine Portion Gold. Das finde ich immer noch richtig.

Keine Immobilien?

Man kann auch Immobilien halten. Aber besser in Staaten, denen man zutraut, dass sie nicht totalitär werden. Es wird neue Steuern geben, weil die Staatskassen ja leer sind. Der Staat aber kann sich Geld nur dort holen, wo es welches zu holen gibt und das nicht flüchtet. Ich kann mir vorstellen, dass es in Deutschland eines Tages

in größerem Ausmaß eine Besteuerung von Immobilienbesitz geben wird. Das Eigenheim wird vielleicht geschont werden, aber zusätzlicher Immobilienbesitz vermutlich nicht.

Wie entwickelt sich der Goldpreis?

Ich sehe Gold nach wie vor in einem langfristigen Aufwärtstrend. Der Goldpreis ist seit seinem Hoch bei über 1900 Dollar pro Unze im vergangenen September in einer zyklischen Korrektur. Diese wird vermutlich im Lauf dieses Sommers enden, wenn der Austritt Griechenlands aus dem Euro kommt.

Warum sollte ausgerechnet ein Austritt Griechenlands der Auslöser sein?

Ein Austritt Griechenlands dürfte von den Märkten zunächst gefeiert werden nach dem Motto: Endlich sind wir dieses Problem los. Danach werden die Märkte heftig überrascht werden, weil der nächste Aussteiger schon in der Schlange steht. Temporär wird in dem dann angerichteten Chaos die Notenbank wieder einspringen müssen. Zudem wird man in Amerika mit Blick auf den Wahltermin möglicherweise versuchen, die Aktienmärkte durch neue Notenbankenprogramme wieder etwas nach oben zu schieben. Die könnten dann der Auslöser sein für die nächste zyklische Avance von Gold.

Die US-Schuldengrenze sollte ursprünglich bis 2013 nicht überschritten werden. Was passierte, wenn die Grenze schon im Spätsommer, also zum Höhepunkt des Präsidentschaftwahlkampfs, erreicht wird?

Dann wird die Schuldengrenze einfach nach oben geschoben. Das sind Kleinigkeiten, semantische Dinge. Die hohe Politik hält sich doch schon lange nicht mehr an Gesetze und Vorschriften.

In den USA laufen Ende des Jahres Steuererleichterungen und Konjunkturprogramme aus. Von 2013 an starten automatische Ausgabenkürzungen. Wie wird die US-Wirtschaft diese verkraften?

Nach den Wahlen werden die USA versuchen, das Fiskaldefizit von gegenwärtig fast zehn Prozent etwas zu beschränken. Dann wird sich der Kongress mit dem Präsidenten zusammensetzen und sagen: Jetzt sind die Wahlen vorbei, jetzt müssen wir an unserem Haushalt Änderungen vornehmen und das Defizit zurückführen. Sobald die USA die Ausgaben des Staates zurückfahren, geht die Konjunktur in die Rezession. Die US-Konjunktur trägt sich nicht mehr selbst, wie fast überall in der industrialisierten Welt.

Und was passiert in den Schwellenländern?

Das Wachstum der chinesischen Volkswirtschaft hat sich dramatisch verlangsamt. Die publizierte Wachstumsrate von zuletzt acht Prozent ist weit höher als die tatsächliche. Ich gehe davon aus, dass China nur noch bescheiden wächst. Das sieht man auch am Elektrizitätsverbrauch, der praktisch nicht mehr zunimmt. Auf's Jahr gerechnet sind das noch 0,7 Prozent Wachstum. So gesehen stagniert die chinesische Volkswirtschaft.

Wird China wieder große Stimulierungsprogramme auflegen?

Nein. Die Regierung hatte damit völlig übertrieben, aber jetzt eingesehen, dass die letzten Konjunkturprogramme eigentlich kontraproduktiv waren. Man hat sich langfristige Probleme eingehandelt, etwa einen überhitzten Immobilienmarkt, und soziale Konflikte angeheizt. Die Regierung wird eingreifen, um das System nicht kollabieren zu lassen, aber geordnet und relativ spät. Große Programme wird es nicht geben.

Was bedeutet das für Aktien?

Die Schwellenländer, die Lieferanten von Rohstoffen, die Zulieferer der Investitionsgüter und Halbfertigprodukte werden weniger verkaufen. Die Folge sind schwächere Unternehmensgewinne und Druck auf die Gewinnmargen. Der Aktienmarkt quittiert das in der Regel mit Kursabschlägen.

Also sollten Anleger jetzt besser keine Aktien kaufen?

Aktien sind interessant, man muss langfristig welche haben. Aber ich gehe davon aus, dass die nächsten zwölf bis 18 Monate für Aktien sehr gefährlich werden. Aktuell notieren viele auf hohem Niveau. Da drohen Abstürze, vor allem im nächsten Jahr.

Immer mehr Anleger erinnern sich an die Nifty-Fifty aus den frühen Siebzigerjahren und schwören wieder auf Blue Chips globaler Konzerne mit großer Preismacht, einer soliden Bilanz und sicheren Dividenden. Stimmt dieser Ansatz?

Die Strategie ist eigentlich richtig, aber sie schützt nicht vor großen Kursverlusten. Wir gehen von der alten Welt, die von großen Exzessen geprägt, aber eine sehr freie Welt war, in eine neue Welt, die dirigistisch und totalitärer wird. In diesem Umfeld werden sich Großkonzerne mit starken Marktstellungen und Produktionsanlagen in allen Ländern dieser Welt besser behaupten können. Sie haben Verhandlungsmacht auch gegenüber den Regierungen. Beim Übergang von der alten in die neue Welt ist der Besitz solcher Aktien eine kluge Idee. Das Problem ist, dass wir derzeit in einem Ausscheidungsrennen stecken.

Von 45 Aktienmärkten, die ich statistisch verfolge, weisen weniger als 30 Prozent einen steigenden 200-Tages-Durchschnitt auf. Nach einer einfachen, aber bewährten Regel, befinden sich also über 70 Prozent in einem Bärenmarkt. Und mit Blick auf einzelne Aktien ist das genauso. Immer weniger Aktien sind in einem Bullenmarkt. Am Schluss korrigieren dann auch die Henkels, Beiersdorfs, Coca-Colas und Apples dieser Welt – und zwar massiv. Auch solche Werte werden im Verlauf der kommenden zwölf Monate stark unter Druck kommen. Jetzt ist nicht die Zeit, um große Aktienbestände zu fahren. Ich erwarte aber, dass wir nächstes Jahr interessante Kaufmöglichkeiten bekommen werden.

Immer reicher

Das Vermögen der Deutschen wächst und wächst. Seit Jahrzehnten steigert sich das Geldvermögen der Privathaushalte fast stetig - zuletzt gab es zu Beginn der Finanzkrise 2008 eine Delle in der Kurve. Nach der Wiedervereinigung lag das Geldvermögen noch bei 1,751 Billionen Euro, fünf Jahre später hatte es schon einen Wert von vier Billionen Euro. 2011 stieg das Vermögen um rund 57 Milliarden Euro im Vergleich zum Vorjahr an. Die positive Konjunktur und die stabile Lage am Arbeitsmarkt hätten das verfügbare Einkommen gesteigert und damit die Vermögensbildung begünstigt, erklärten die Währungshüter. Gebremst wurde die Entwicklung durch Kursverluste an den Kapitalmärkten

Bild: AP

Was halten Sie von japanischen Aktien?

Noch ist es zu früh, um nach Japan zu springen. Die Bank of Japan hat durch immense Geldschöpfung auf das Ende des Fiskaljahres hin den Yen nach unten geschoben. Als der Termin am 31. März vorbei war, hat sie damit wieder nachgelassen. Japan kommt jetzt in eine Zwickmühle. Bisher konnte Japan seine immense Staatsverschuldung von über 200 Prozent der Wirtschaftsleistung intern finanzieren.

Ende letzten Jahres war es damit vorbei. Dann sind die Chinesen eingesprungen. Sie haben japanische Staatsanleihen gekauft und gleichzeitig den Yen nach oben getrieben, um sich einen Konkurrenten im Export vom Leib zu halten. Das hat den Japanern nicht gepasst, deshalb sind sie eingesprungen und haben ihre eigene Währung wieder geschwächt. Aber die japanische Notenbank will noch keine dauerhaft schwache Währung.

Warum nicht?

Sie will, dass die Regierung Reformen und Liberalisierungen durchführt, die langfristig effizient sind. Aber die Regierung scheut sich davor und will, dass die Notenbank die Währung schwächt. Es muss also erst zu einer Verschärfung der Krise kommen, bevor die Wende in der Geldpolitik kommt. Dann wird die Notenbank mehr eigene Staatsanleihen kaufen und so den Yen schwächen. Die Japaner selbst werden dann von Anleihen in Aktien umsteigen. Und das Ausland könnte auf diesen Zug aufspringen. Das alles kann sich im Laufe des nächsten Jahres vollziehen.

Können eine Flucht aus Anleihen und höhere Zinsen Japan in die Pleite treiben?

Das wird verzögert, indem die Notenbank als großer Käufer und Staatsfinanzier einspringt. Die Bilanz der Zentralbank wird sich dann weiter massiv ausweiten, so wie es auch in Amerika und Europa passieren wird.

Wann endet das Spiel?

Ich weiß nur, dass es eines Tages Währungsreformen geben wird. Um auf die vorbereitet zu sein, sollte jeder Anleger etwas Gold besitzen.

Warum die Skeptiker in Amerika sitzen

<http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/euro-debatte-warum-die-skeptiker-in-amerika-sitzen-11842468.html>

FAZ 03.08.2012 · Viele Experten sehen den Euro nahe am Abgrund – und fordern entsprechend teure Rettungsmaßnahmen. Doch in den Untergangsprognosen gibt es ein Muster: Die meisten Pessimisten kommen aus Amerika. Die Europäer sehen die Krise viel gelassener.

Von Britta Beeger

Bleibt die Währungsunion intakt? Kaum eine Frage beherrscht die Politik und die Öffentlichkeit so sehr wie diese. Seit mehr als zwei Jahren steckt die Gemeinschaftswährung in der Krise, seit mehr als zwei Jahren schnüren die europäischen Politiker immer neue Rettungspakete, beschließen die Regierungen in den südeuropäischen Schuldenländern immer neue Sparprogramme. [Vor ein paar Tagen erst versprach der Präsident der Europäischen Zentralbank \(EZB\), Mario Draghi](#), er sei bereit, alles Notwendige zu tun, um den Euro zu erhalten. Die Regierungschefs von Deutschland, Frankreich und Italien sowie der Vorsitzende der Eurogruppe äußerten sich kurz darauf nahezu wortidentisch. Am Donnerstag verkündete Draghi schließlich, dass die EZB bereit sei, Staatsanleihen von Krisenstaaten in großem Stil aufzukaufen, sofern die betroffenen Länder zuvor unter die Rettungsfonds schlüpfen – und somit harte Sparauflagen akzeptieren.



© FAZ.NET

Interaktiv: Bricht der Euro auseinander?

[Interaktiv](#)

Doch Zweifel bleiben. Viele Experten sehen den Euro nahe am Abgrund – und fordern entsprechend noch teurere Rettungsmaßnahmen. Allerdings gibt es in den Untergangsprognosen ein Muster. FAZ.net hat Aussagen von 25 bekannten Politikern, Wissenschaftlern und Investoren herausgesucht und festgestellt: Die meisten Untergangspropheten kommen aus Amerika. Die Europäer hingegen sehen die Krise viel gelassener.

„Es gibt keine Euro-Krise“

Der frühere Präsident der amerikanischen Zentralbank, Alan Greenspan, ist zum Beispiel pessimistisch: [Der Euro breche zusammen](#), sagte er auf einer Konferenz in Washington. Die Richtung, die die Euro-Krise nehme, sei „potenziell tödlich“, [sagte der amerikanische Investor George Soros](#). Dagegen ist der französische Ökonom Pascal Salin überzeugt: „Es gibt keine ‚Euro-Krise‘. Es handelt sich um ein Verschuldungsproblem in einigen Ländern – die nun mal Mitglied der Euro-Zone sind.“

Wie lässt sich erklären, dass sich die Einschätzungen von Amerikanern und Europäern in dieser Frage so deutlich unterscheiden? „Die Szenarien der Amerikaner sind deshalb so düster, weil Europa ihre politischen Vorstellungen nicht umsetzt“, sagt Stormy-Annika Mildner, die als Mitglied der Institutsleitung bei der Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP) zu den transatlantischen Wirtschaftsbeziehungen forscht.

„Die Amerikaner wollen Euro-Bonds, eine stärkere Fiskalunion, und dass die Deutschen noch mehr die Führungsrolle übernehmen.“ Weil das nicht passiere, glaubten sie, dass der Euro scheitere. Aus Sicht der Vereinigten Staaten, die den Außenblick auf die Krise haben, fehle es den Mitgliedern des Euroraums „an einer Vision“, so Mildner.

Amerikanische Angst vor einer Rezession

Zudem gebe es amerikanische Politiker und Wissenschaftler, die dem Euro von Anfang an skeptisch gegenüber gestanden hätten. Einer von ihnen ist Martin Feldstein, Wirtschaftsprofessor an der Harvard-Universität. Feldstein hat schon in den neunziger Jahren vor der Gemeinschaftswährung und möglichen Konflikten zwischen den Mitgliedsstaaten gewarnt.

[Heute fühlt er sich in seiner Kritik bestätigt](#), dass die Mitgliedsstaaten zu unterschiedlich seien: „Europa wäre besser dran, wenn es den Euro nie gegeben hätte. Jetzt wieder herauszukommen, geht nicht ohne Schmerzen.“ Dass die Amerikaner den Euro nie wollten, weil er dem Dollar als alternative Leitwährung teilweise Konkurrenz machte, streitet Feldstein ab.

Schon jetzt belastet die Eurokrise die amerikanischen Exporte und den transatlantischen Handel. Wie groß die Sorgen der Amerikaner sind, zeigte gerade erst der Besuch des amerikanischen Finanzministers Timothy Geithner bei seinem deutschen Amtskollegen Wolfgang Schäuble und EZB-Präsident Draghi. Die Angst vor einer Rezession, glauben Experten, hängt auch mit der „great depression“ zusammen, dem großen nationalen Trauma der Amerikaner. Die wohl schwerste Wirtschaftskrise der Vereinigten Staaten führte in den dreißiger Jahren zu einer globalen Rezession.

Obwohl jenseits des Atlantiks der Pessimismus überwiegt, gibt es durchaus Amerikaner, die an die Währungsunion glauben. Zu ihnen gehört der Amerikaner Kenneth Rogoff. [Er glaubt, wie viele seiner europäischen Kollegen, dass der Euro bestehen bleibt](#) – der Euroraum sich aber verändert. „Das wahrscheinlichste Szenario ist der Fortbestand einer reformierten und womöglich reduzierten Währungsunion.“

Quelle: F.A.Z.

Alles so großtuerisch, so herzlos und leer!

FAZ 01.08.2012 · Die Enteignung des demokratischen Souveräns muss das zentrale Thema der Debatte werden: Warum Europa sein Verlangen nach Weltmachtstatus aufgeben und dem Vorbild der Schweiz nacheifern sollte.

Von Peter Gauweiler



© dpa Nichts ist alternativlos: Neuschwanstein war die Kampfansage Ludwigs II. nach dem Verlust der Souveränität

Schön ist der Blick auf das Ostufer des Starnberger Sees. Am schönsten von der Schiffsanlegestelle Starnberg. In der Mitte des Uferstreifens sieht man von dort Schloss Berg und die Votivkapelle - wo sie den toten König Ludwig II. aus dem Wasser holten. Bei gutem Wetter reicht der Blick sogar bis Allmannshausen. Dort steht der Bismarck-Turm.

Auf dessen Spitze hat der Minister Crailsheim - einer der fünf bayerischen Staatsstreich-Minister, die Ludwigs Entmündigung betrieben und ihn unter Kuratel stellten - einen preußischen Adler schrauben lassen, der Richtung Berlin weist. Jahre nach der bayerischen Königskatastrophe, am 1. Juli 1899, wurde das Monument auf der Anhöhe über dem See enthüllt.

In ihrer Bavaristischen Ringvorlesung „Nach Jahr und Tag“ hat die Ludwig-Maximilians-Universität diesen und dreiundzwanzig weitere Tage aus einem über tausendjährigen Geschehen herausgesucht und zum Gegenstand historischer Untersuchungen gemacht: vom 3. November 777, der Weihe des Klosters Kremsmünster, als der königsgleiche Bayernherzog Tassilo auf dem Gipfel seiner Macht anlangte und dann doch gegen seinen Vetter Karl den Großen verlor, bis zum Attentat während der Olympischen Spiele am 5. September 1972, das München ins Herz traf.

„Nord und Sued auf ewig eins“

In diese Reihe stellen Alois Schmid und Katharina Weigand vom Institut für vergleichende Landesgeschichte die „Enthüllung des Bismarck-Denkmal am Starnberger See“. Die Schau eines Tages, in der sich das Vor- und Nach-Schicksal mehrerer Generationen bündelte: Im bayerischsten Bayern feiert ein hochdeutsches Großbürgertum das Ende bayerischer Eigenstaatlichkeit, angereist mit zwei Sonderzügen aus München.

Sie hatten nur den alten Bismarck im Blick, als Symbolfigur des Vernunftstaates Preußen. Für Thomas Mann war das die Zeit der „inneren Verpreußung der deutschen Intelligenz“, und das war nicht ungehalten gemeint. Bildungsbeflissen, dialektverachtend und gravitatisch im Ton. Man war für Preußen, wie man heute für die Europäische Union ist und auf Sitzungen englisch spricht.

„Nord und Sued auf ewig eins/Ausgelöscht die Grenze des Mains“ heißt es auf der Widmungsinschrift des Turms. Erinnert wird an den 18. Januar 1871, als im Land des besiegten Feindes Frankreich das Zweite Deutsche Reich mit dem preußischen König als deutschem Kaiser ausgerufen worden war. Bayern behielt noch einige feudale Rechte, aber es war in einer politischen Union „mediatisiert“, war vom selbständigen Staat zum „königlich-bayerischen Teil des Reiches“ geworden.

Der Bau von Bismarck-Türmen

Einer der erfolgreichsten historischen Publizisten der Bundesrepublik, Sebastian Haffner, hat uns diese Geschichte der „Verreichung“ Preußens erzählt („Preußen ohne Legende“). Nicht von Preußen als Dämon, sondern von einem allseits bewunderten Vorbild. Haffner lobt Preußen als ein Staatsgebilde, das „keine nationale, ethnische, religiöse Identität besaß..., sich wie ein Zelt hin- und hertragen und verschiedenen Stämmen, sogar verschiedenen Völkern überstülpen ließ“, von „besonderer Elastizität“ war und einer „gummiartigen Ausdehnungsfähigkeit“.

Ausdehnungsfähigkeit, Elastizität, wie ein Zelt verschiedenen Völkern überstülpen: irgendwie passt diese Beschreibung auch auf das Vorhaben eines Vernunftstaates namens Europäische Union. Sofern man das Projekt von seinem positiven, Immanuel-Kant-artigen Ansatz her sehen will und nicht als „sanftes Monster Brüssel“, zu dem sich die Europäische Union nach Meinung ihrer Kritiker entwickelt.

Heute gelten die deutschen Länder als die „Verlierer der Europäischen Union“. Auf ihren politischen Feldern - Innenpolitik, öffentliche Sicherheit, Bildung, Kultur, Medien, Daseinsvorsorge - haben Berlin und Brüssel Bismarck-Türme reihenweise gebaut. Die supranationalen Organe der Europäischen Union gelten ohnehin als „landesblind“. Zusätzlich sieht sich der Bund berechtigt, auch Hoheitsrechte der Länder auf die Brüsseler Instanzen zu übertragen. Man nennt das „Hochzönung“ und dass sich die „Rechtssetzung von der niedrigeren auf die höhere Ebene verlagert“. Also immer weiter weg von dem mit seiner Obrigkeit um Würde und Selbstbestimmung ringenden Individuum. Ganz anders ist das im Vergleich zu 1871 auch wieder nicht.

Ein Großstaat, in dem alle Freiheit aufgehoben würde?

Wenn neue große Reiche entstehen, geht es immer um Krieg und Frieden. Vor uns Heutigen steht das Bismarck-Monument von 1899 - bei allem Respekt vor dem Eisernen Kanzler, der die Majestät Ludwigs ja bis zum Schluss mehr achtete als die Königsbeseitiger aus München - wie ein Menetekel. Für den Sprung ins Dunkel, der Bayern im zwanzigsten Jahrhundert bevorstand. In der Chronologie der Bavaristischen Ringvorlesung folgte auf die „Enthüllung des Bismarck-Turms“ als nächstes Datum der „1. August 1914 - der Mobilmachungsbefehl für das bayerische Heer“. Und dem folgte der „16. März 1945 - die Bombardierung Würzburgs“.

An König Ludwig, der der Proklamation ferngeblieben war, schrieb sein Bruder Otto, der die bayerische Krone bei diesem Festakt vertreten hatte: „Ach, Ludwig, welcher wehmütigen Eindruck macht es mir, unser Bayern sich gar vor dem Kaiser neigen zu sehen: Ich kann Dir gar nicht beschreiben, wie unendlich weh und schmerzlich mir während jener Zeremonie war. Alles so kalt, so stolz, so glänzend, so prunkend und großtuerisch und herzlos und leer.“

Bis dahin tobte in der zweiten Kammer des Bayerischen Landtags eine zehntägige Redeschlacht, ob das Königreich Bayern selbständig bleiben oder Teil des neuen deutschen Reiches werden sollte. Der Abgeordnete Krätzer, Appellationsgerichtsrat in Passau, sah einen Großstaat aufziehen, in dem „alles parlamentarische Leben, alle Freiheit aufgehoben wurde“: „Wohin führt die Gründung eines solchen Staates? Die Sucht, die Herrschaft über Europa zu bekommen, liegt zugrunde, und diese Anspannung aller Kräfte wird auch in nächster Zeit zum Kriege führen.“ Zum Schluss der Debatte, am 21. Januar, drei Tage nach der Kaiserproklamation in

Versailles, stimmt die erforderliche Zweidrittelmehrheit für den Beitritt. Was einem auch irgendwie bekannt vorkommt.

Ludwig Warhol Disney

Der Verlust der bayerischen Souveränität wurde zu einem Trauma: „Wehe, dass gerade ich zu solcher Zeit König sein musste.“ Und: „Die Folgen von 70 und 71 verbittern mir die Existenz.“ Was Ludwig bleibt, ist Kunst und Form. Angesichts des Verfalls der politischen Macht seines Landes und weil nichts alternativlos ist, setzt er für Bayern auf ein Gegenprogramm: Die Kunst soll an die Macht! Ludwig, der erste Vertreter der Posthistorie, ein Konstrukteur von Medienräumen vollkommener Illusion.

Der Leiter der Denkmalschutzorganisation der Vereinten Nationen, Michael Petzet, vergleicht ihn heute mit Andy Warhol und Walt Disney. Die großen Ludwig-Apologien in den berühmten Romanen „Das Leben meiner Mutter“ und „Doktor Faustus“ stammen von zwei Schriftstellern vom Starnberger See: Oskar Maria Graf, Bäckerlehrling in Berg, und Thomas Mann, Feldafing berühmtester Sommerfrischler.

Und das Volk? Die nicht hochdeutsch sprachen und die nie gefragt wurden - wenn es um Konstitution und Aufgabe des eigenen Staates geht, und die bis zum heutigen Tage nicht gefragt werden. Im Berliner Reichstagsgebäude befindet sich im Untergeschoss das „Archiv der deutschen Abgeordneten“, wo für jeden Parlamentarier vom Jahr 1919 an ein Namenskästchen aufgestellt ist. Einer von ihnen war Georg Eisenberger (1863 bis 1945), Reichstagsabgeordneter und Vorsitzender des Bayerischen Bauernbundes.

Der alte Traum der Einheit

Eisenberger war ein Waldarbeiter aus Ruhpolding, der den Wahlkreis Griesbach in Berlin vertrat. Wir kennen seine Erinnerungen an den Tag seiner Jugend, als der König starb: „Koan is's in Schädel neiganga, daß unser Kini a hirnrissiger Depp war, der wo nimmer selber regiern kunnt...Kriag hätt er führn müassn, dös waar no vui teurer kemma und Menschlebn hätt's aa kost. Hat Bayern in Neuschwanstoa oder Herrnheimsee an oanzign Blutstropfn verlorn? Aber dös zähl heutzutag net. Da wird oaner für narrisch erklärt, wenn er gegen Mordn is, wenn er a Freud hat an schöne Schlösser!“

„Das arme Frankreich“, habe Ludwig wörtlich ausgerufen, entsetzte sich in seinem Gutachten der (nichtbayerische) Irrenarzt Gudden. Ja sogar, dass der Spiegelsaal von Versailles „durch den Einzug der Deutschen entehrt“ worden sei. Paranoia.

In der Macht über ein anderes Land keinen Wert zu sehen schien ihm und seinen Mitgutachtern verrückt. „Indem nämlich Deutschland und Frankreich versuchten, sich gegenseitig ihre Herrschaft aufzuzwingen, um sie alsdann auf ihre Nachbarn zu erstrecken, verfolgten sie, jeder für sich, den alten Traum der Einheit, der seit einigen zwanzig Jahrhunderten in den Seelen der Menschen unseres Kontinents umgeht“, sagte Charles de Gaulle bei einer Tischrede für Adenauer. Im Gegensatz dazu „die Sinnlosigkeit solcher Kämpfe“ erkannt zu haben und im „Verzicht auf die Beherrschung des anderen einen besonderen Wert zu sehen“, sei „das Wunder unserer Zeit“, für das der Name Konrad Adenauer stehe.

De Gaulle war es auch, der in seinen „Memoiren der Hoffnung“ davor warnte, mit Europa ein künstliches Vaterland anzustreben, das nur dem Gehirn von Technokraten entsprang. Vor den Organen der Gemeinschaft in Brüssel warnte er wegen der „Urzweideutigkeit der ganzen Institution“: Heißt ihr Ziel gegenseitige Abstimmung des internationalen Vorgehens? Oder will sie die völlige Verschmelzung der Volkswirtschaften und der jeweiligen Politik. „Müßig zu sagen, dass ich, allen Wunschträumen abhold, die erste Konzeption vertrete. Aber auf der zweiten ruhen alle Illusionen der supranationalen Schule.“

Charles de Gaulle wollte keine politische Union: „Welche Kurzsichtigkeit verrät der oft von naiven Gemütern vorgebrachte Vergleich dessen, was Europa tun sollte, mit dem, was die Vereinigten Staaten getan haben, die doch von Wellen um Wellen entwurzelter Siedler, ausgehend vom Nichts, auf jungfräulichem Boden geschaffen wurden?“

Heute sehen sich die Leute von der Europäischen Union als Machtinhaber globaler Reichweite. Amerika, Asien, Afrika - wo seid ihr? Auch das erinnert an die eingebilddete hohe Warte von 1871. Weil der „Weltmachtstatus“ der Heutigen zum guten Teil auf dem Euro beruht, werden sie aktuell als Sorgenkinder der Weltwirtschaft wahrgenommen.

Die Aushöhlung von Freiheit und Demokratie

Was dieser oberste Expertenchor - Barroso, Van Rompuy, Almunia, Lady Ashton, der wahrheitsliebende Juncker (man kann nirgends in Europa diese Namen erwähnen, ohne auf Kopfschütteln oder andere Gesten des Nichteinverständenseins zu stoßen) - den seinen Verfügungen unterworfenen Ländern ökonomisch angetan hat, ist noch gar nicht absehbar. Mehr und mehr verdichtet sich aber die Erkenntnis, dass es nicht nur um die Währung geht - was schlimm genug ist, aber wieder gerichtet werden könnte -, sondern um die Aushöhlung von Freiheit und Demokratie.

Der deutsche Sozialwissenschaftler Jürgen Habermas ist vermutlich kein Gaullist. Er sieht in der Europäischen Union einen Schritt auf dem Weg zu einer politisch verfassten Weltgesellschaft und plädiert gerade deshalb dafür, an ihr festzuhalten. Habermas war aber so frei, auch die Problematik dieses Festhaltens offen auszusprechen: Es bestehe die Gefahr, dass supranationale Organisationen verstärkt den erreichten Zusammenhang von Menschenrechten und Demokratie zerstören können. Und dass durch eine weltweit verselbständigte Exekutivgewalt der demokratische Souverän von seinen Rechten enteignet wird.

Es waltet ein Unsegen

Diese Enteignung des demokratischen Souveräns wird und muss in der europäischen Öffentlichkeit das zentrale Thema der bevorstehenden Debatte um die Zukunft der Brüsseler Institution sein. Nicht als Denkblockade, sondern als Voraussetzung jeder staatsbürgerlichen Solidarität, auf welcher Gebietsebene auch immer. Ist die Formation der Europäischen Union heute ein rechtes oder linkes Projekt?

Möglicherweise bündelt sie die historisch belegbaren Nachteile beider Richtungen: Ortlosigkeit und Unbezogenheit von links, von rechts Kontinentalismus, Überbietung und Anpassungsdruck. Und einen auf Enteignung zielenden Kollektivismus, der - seit Goldman Sachs neben Marx und Lenin getreten sind - aus zwei Richtungen die europäische Menschheit bedroht. Hier waltet ein Unsegen. Was also tun?

Der links-rechte Sebastian Haffner hat den Deutschen gern vor Augen geführt, dass machtpolitische Enthaltensamkeit eine verheißungsvolle Chance beinhalten kann. Er hat dabei immer wieder von Deutschland und Deutschlands Schicksal auf Europa geschlossen. Haffners Biograph Jürgen Peter Schmied erzählt, dass den Auslöser für einen Abstinenzappell besonderer Art 1969 die weltweit übertragene Mondlandung der Vereinigten Staaten bildete. Unter dem Eindruck dieses spektakulären Ereignisses verwies Haffner die Deutschen und alle anderen europäischen Nationen auf das Antiquierte dieses Wettbewerbs der Staatenwelt und empfahl, sich daraus zurückzuziehen.

Europa - die Schweiz der Welt?

Den Supermächten in Washington und Moskau, und eines Tages vielleicht auch China, sei unser kleiner Halbkontinent ohnehin militärisch unterlegen. „Beneidenswertes Europa!“, jubilierte Haffner zur allgemeinen Überraschung, „es braucht weder Hunger zu leiden noch Sterne zu entzaubern.“ Es könne vielmehr im Windschatten der amerikanisch-sowjetischen Hegemonie zu einer „Schweiz der Welt“ werden und als solche die Menschheitsaufgabe angehen, einen „Ausgleich von Technik und Humanität“ beziehungsweise eine „Anpassung vorwissenschaftlicher Humanwerte an die versachlichte Wissenschaftswelt“ herbeizuführen.

Europa - die Schweiz der Welt? Das Megalopolisch-Unsympathische der Europäischen Union löste ein solcher Vorschlag jedenfalls sofort auf. Ebenso die Vorstellung von Europa als Eidgenossenschaft. Auch die Pflege von Vielsprachigkeit könnte Brüssel von Bern gut lernen. Ebenfalls die Achtung vor kantonaler Selbstbestimmung und staatsbürgerlicher Funktion.

Vor allem der unbedingte Respekt vor dem Volkswillen und die Balance von globaler Einbindung und örtlicher Autarkie. Und dass es nicht auf die Größe eines Territoriums ankommt, sondern was man damit macht. Wir Bayern waren die letzten Preußen, bis die Mauer fiel. Jetzt werden die Karten neu gemischt. Am 30. August erscheint Wilfried Scharnagls Buch: „Bayern kann es auch allein: Plädoyer für den eigenen Staat“. Also, wie der Altbayer sagt, „Save the Date!“

Der Autor ist Mitglied des Deutschen Bundestags und Rechtsanwalt in München.

Quelle: F.A.Z.

Duell der Notenbanker

FAZ 01.08.2012 · Der Konflikt über Anleihekäufe der EZB spitzt sich zu. Der Bundesbank Präsident Weidmann will derlei Käufe verhindern. Kann er den EZB-Präsidenten Draghi bremsen?

Von [Philip Plickert](#)



© Eilmes, Wolfgang Mario Draghi und Jens Weidmann

Auch wenn die Dinge ernst stehen, macht Mario Draghi gerne Witze. „Der Euro ist wie eine Hummel“, begann Draghi vergangene Woche auf der Global Investors Conference in London seine kleine Rede. „Das ist ein Mysterium der Natur, denn sie sollte eigentlich nicht fliegen, sie tut es aber dennoch.“ Die schwerfällige Hummel-Währung müsse sich in eine flinke Biene verwandeln, riet Draghi. Es gebe schon gute Fortschritte, viele Reformen seien auf den Weg gebracht, stellte der Präsident der Europäischen Zentralbank fest.

Dann sagte er etwas, das die Finanzmärkte in Erregung versetzte: „Innerhalb unseres Mandats wird die EZB alles Erforderliche tun, um den Euro zu erhalten. Und glauben Sie mir, es wird genug sein.“ Wie von der Tarantel gestochen, schwirrten nun die Finanzleute los. Sie interpretierten Draghis Worte als Ankündigung, dass die Zentralbank schon bald massiv Staatsanleihen kaufen könne.

Erleichterung und Alarmglocken

Prompt machten die Kurse der spanischen und italienischen Anleihen einen Sprung, die Renditen fielen. In den Finanzministerien in Madrid und Rom gaben die Beamten Seufzer der Erleichterung von sich. Im Frankfurter Norden, wo die Bundesbank ihren Sitz hat, schrillten jedoch die Alarmglocken.

Draghis Vorstoß war unter den EZB-Notenbankern nicht abgesprochen. Die Bundesbank unter ihrem Präsidenten Jens Weidmann fühlte sich überrumpelt, auch die anderen 16 Euro-Notenbanken waren nicht vorgewarnt. Noch vor der Sitzung des EZB-Rates an diesem Donnerstag trafen sich Draghi und Weidmann zu einem „Gedankenaustausch bei einer Tasse Kaffee“ - es war ein Krisengespräch. Zu einer Annäherung der Standpunkte führte es nicht.

Die Bundesbank hat das Anleihekaufprogramm stets abgelehnt, weil sie eine Verwischung von Geld- und Fiskalpolitik fürchtet, also die Staatsfinanzierung über die Notenpresse. Denn langfristig stiege damit das Inflationspotential, die Unabhängigkeit der Notenbank geriete in Gefahr. Und der Reformdruck würde von den Staaten genommen, wenn die Zentralbank deren Zinsen senkte. „Egal, ob es um Zinsen geht oder um irgendwelche Sondermaßnahmen - am Ende läuft es immer darauf hinaus, dass die Notenbank für Ziele der Fiskalpolitik eingespannt werden soll“, hatte Weidmann jüngst geklagt.

„Verstoß gegen europäisches Recht“

Die EZB hat seit Mai 2010, als die Schuldenkrise erstmals eskalierte, Anleihen der Peripheriestaaten für mehr als 220 Milliarden Euro gekauft. Kommt es zu Ausfällen, dann drohen Verluste - was die EZB im Falle Griechenlands nur durch einen Trick vermieden hat. Die Abschreibung wäre wohl noch zu verkraften, schlimmer wäre der Reputationsverlust. Während der Anleihekauf für eingefleischte Bundesbanker ein Sakrileg ist, rechtfertigen ihn Draghi und sein Vorgänger Trichet als geldpolitisch notwendig. Der ehemalige EZB-Chefvolkswirt Jürgen Stark hingegen geißelt den Anleihekauf als „klaren Verstoß gegen europäisches Recht“.

Der Konflikt Weidmann gegen Draghi spiegelt die Zerrissenheit Europas in der Schuldenkrise. Der mit 44 Jahren jüngste Präsident, den die Bundesbank je hatte, versucht die Tradition der Frankfurter Währungshüter zu wahren. Keine unbegrenzten Rettungsfonds, stattdessen strikte Regeln für die Fiskalpolitik sowie Strukturreformen für mehr Wachstum - nur so komme Europa aus der Schuldenkrise. Begriffe wie Bazooka, Dicke Bertha und Nukleoptionen, die das Fluten der Finanzmärkte mit Zentralbankgeld beschreiben sollen, lehnt Weidmann ab.

Die Wirkung der Liquiditätsspritze verpuffte

Die „Dicke Bertha“ war ein Riesengeschütz aus dem Ersten Weltkrieg. Der Name schien Draghi passend für den Kredit von einer Billion Euro an Banken zu einem Zins von gegenwärtig einem Prozent. Als der 64 Jahre alte Italiener im vergangenen Herbst EZB-Präsident wurde, senkte er nicht nur die Zinsen und lockerte die Anforderungen für Sicherheiten, die Banken hinterlegen müssen.

Im Dezember bereitete er die zuvor undenkbbare Liquiditätsspritze für den klammen Finanzsektor vor. Zunächst schien es ein spektakulärer Erfolg zu werden. Bald aber setzte die Ernüchterung ein, denn die Lage entspannte sich nicht dauerhaft. Auch die Wirkung der Anleihekäufe verpuffte nach ein paar Wochen. „Es kommt eben auf die Dosis an“, sagt da ein Notenbanker.

Weidmann kämpft auf weitgehend verlorenem Posten. Zwar denken Notenbanker einiger nord- und mitteleuropäischer Staaten so wie er. Doch die Stimmen des finnischen, belgischen, niederländischen oder luxemburgischen Zentralbankchefs sind in letzter Zeit öffentlich kaum zu hören. „Weidmann ist zunehmend isoliert“, sagt ein Notenbank-Vertreter.

Im 23 Mitglieder zählenden EZB-Rat haben die Südländer, verstärkt um Frankreich, eine strukturelle Mehrheit. Obwohl die Bundesbank 27 Prozent des EZB-Kapitals stellt, hat sie nur eine Stimme, so wie Malta oder Zypern. Das ärgert die Bundesbank. „Wir sind die größte und wichtigste Notenbank im Eurosystem“, sagte Weidmann neulich, „und wir haben auch einen weiter gehenden Anspruch als manch andere Notenbank im Eurosystem.“

Dabei hat er einen Trumpf - den Rückhalt in der Bevölkerung. „Draghi kann Weidmann kurzfristig ignorieren, langfristig aber nicht, denn die Bundesbank beeinflusst mit ihrer skeptischen Haltung maßgeblich die deutsche Öffentlichkeit“, sagt der Chefvolkswirt der Commerzbank, Jörg Krämer. „Eine Zentralbank wie die EZB kann es sich nicht leisten, wenn die Bevölkerung des größten Landes nicht hinter ihr steht.“

Rückfall in italienische Zeiten

Bislang hat es Draghi verstanden, weite Teile der deutschen Öffentlichkeit und der Politik für sich einzunehmen. Anfangs hatten sie den ehemaligen Gouverneur der Banca d'Italia mit großer Skepsis empfangen. Draghi verstand es jedoch, Vorbehalte zu zerstreuen. Er äußerte „Bewunderung für die Tradition der Bundesbank“, die ihm Vorbild sei. Mit Wohlgefallen registrierte die EZB-Presseabteilung, als einige Zeitungen Draghi einen „italienischen Preußen“ nannten.

Mit seiner Londoner Rede hat Draghi nun so hohe Erwartungen an den Finanzmärkten geweckt, dass er sie kurzfristig kaum erfüllen kann. Die Euphorie klingt schon wieder etwas ab. Kaum einer erwartet, dass die EZB in den nächsten Tagen einen neuen massiven Ankauf verkündet. Aber hinter den Kulissen werden Pläne für die kommenden Wochen und Monate geschmiedet.

Zwei Tage nach Draghis Rede veröffentlichte die Pariser Zeitung „Le Monde“ einen Artikel über einen „konzertierten Plan“: Der Krisenfonds EFSF (oder sein Nachfolger ESM) solle demnach im September spanische und italienische Anleihen direkt von den Finanzministerien kaufen, die Zentralbank würde auf dem Sekundärmarkt eingreifen. Dieser Plan soll zwischen der EZB-Spitze und den Finanzministern in Paris, Rom, Madrid und auch Berlin abgesprochen sein. Draghi fiel damit in alte italienische Zeiten zurück, als die Finanzierung des Staatshaushalts über die Notenbank gang und gäbe war.

Quelle: F.A.Z.

Germans Getting Even More Opposed to Being in the Eurozone

EconoMonitor Author: [Yves Smith](#) · July 30th, 2012 · [Comments \(0\)](#) Share This Print 68 22

Over the weekend, [the newspaper Bild](#) released the results of a new poll on German sentiment on the Euro. It found that 51% thought Germany would do better by leaving the Eurozone with 29% saying Germany would fare worse. In addition, 71% of the respondents said Greece should be expelled from the Eurozone if it could not live up to its austerity commitments.

These results aren't particularly novel; a large cohort of Germans have been vocally opposed to Eurorescues for some time. What is new about this poll is how low the percentage is that sees being in the Euro as good for Germany. And some respondents don't seem to understand that expelling Greece is probably fatal to the Euro project. While Greece by itself is almost certainly enough to impair the Eurozone, a Greek exit is likely to escalate the crisis in Spain and Italy. Remember, Spain just quietly asked for €300 billion Euros and was rebuffed. And no wonder. The EFSF has less than €250 billion remaining, and the ESM has yet to be launched.

Reuters reports that a separate Bild-sponsored poll found support for Merkel's handling of the crisis to be cratering:

Only one third of Germans still believe [Angela Merkel](#) is making the right decisions over the euro zone debt crisis, according to a survey published on Sunday, pointing to a steep erosion in domestic support for the chancellor over the last weeks.

The survey by YouGov, due to be printed in Monday's edition of Bild newspaper, found 33 percent in favor of her stance but 48 percent against, a setback for the chancellor who is to seek a third term in a 2013 federal election, which she has vowed to make a vote on Europe.

Asked in the survey whether they feared for their savings, 44 percent of Germans said that they did.

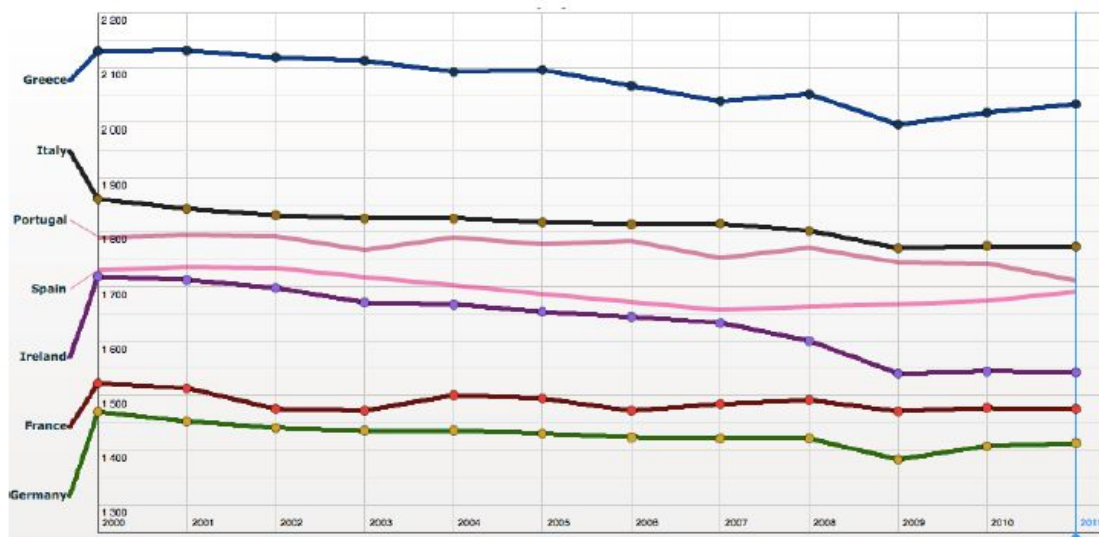
In mid-July, a poll by ZDF-Politbarometer showed 63 percent of Germans backed Merkel's handling of the crisis, although a majority thought she should explain her policies better.

Another poll at the start of July by Infratest-ARD put support for Merkel's crisis policies at 58 percent, although 85 percent of those polled also expected the crisis to get worse.

On the one hand, the usual response to crises is for the populace to turn more conservative and parochial. Grand ideals seem besides the point if you are under financial stress. On the other, the increasing hostility of Germans to the Eurozone is a massive failure of leadership and communication.

As numerous commentators and economists have pointed out, Germany is the big beneficiary of the Eurozone. Its large, sustained trade surpluses are to its benefit and are also what is breaking the monetary union. But the problem, [as Josh Rosner indicated in a recent paper](#), the "Germany" that is benefiting is not ordinary citizens, but its corporations. And they prospered by squeezing wages, using the fact that Germany entered the EMU at an overvalued exchange rate as the pretext for labor "reforms":

Actual Hours Worked per Worker



OECD data

From 2002 to 2005, the German public and private sectors embarked on a series of massive Hartz reform austerity measures focused on using the high levels of unemployment to extract meaningful wage reductions from public and private labor. Even though the Delors Commission report, the intellectual basis of the monetary and economic union, specifically stated that governments should convince business and labor of the advantages of “gearing wage policies largely to improvements in productivity” rather than direct intervention in the wage and price formation process, the German government interpreted this language in ways the authors never intended.

The cuts in real wages for German workers, and reductions in Government programs, benefitted the German financial sector and exports. They also indirectly but substantially supported the country’s low cost of funds, giving German business a competitive advantage relative to its EMU peers.

Germany’s success during the last decade resulted from its current account surplus within the Eurozone supported by pressure on pay and working conditions rather than superior productivity growth.^{xii}

Of course, it’s much easier to play to stereotypes and demonize lazy Southern Europeans, rather than ‘fess up that the rescues have been to save the hides of French and German banks. Yanis Varoufakis reminds us that [not a drachma of funding from the next tranche to be released to Greece would actually go to Greece:](#)

On 20th August, the Greek government will have to borrow 3.2 billion from one arm of the Eurozone (from the EFSF) in order to repay another (the ECB). Yet Greece is insolvent. The very idea of an insolvent entity borrowing more from a community, like the Eurozone, in order to repay that same community is obscene. All it does is to shift the burden from the [Central Bank](#) to the taxpayers of Germany, Holland, Austria and Finland. This is not an act of solidarity with Greece. It is an act of irresponsible kicking-the-can-up-a-steep-hill.

But it’s much more convenient to have Germans mad at Greece rather than their own leaders for throwing German workers under the bus once, by failing to come up with better ways to share the economic pain of adjustment in the early 2000s, and again, by failing to get tough with banks. And the worse is, as Rosner and others have stressed, that while every way forward will impose costs on the German population, a Eurobreakup or German exit will be far more detrimental to German citizens. ING estimates GDP would fall 9.2% in a full breakup scenario, and unemployment would rise to 9.3%. And if Germany were to leave (as some readers suggest), its currency would skyrocket, leading to an erosion of its trade surplus and rising unemployment, as well as losses to its banks on Euro denominated obligations, necessitating more costly bailouts.

So this situation is ugly indeed. And it appears German leadership is unwilling to try to change the hearts and minds of the public because they are too deeply invested in the story they've been telling to change course. The German people are almost certain to wind up poorer as a result.

Update: [The Telegraph reports](#) that the ECB and other central banks may take a haircut on Greek debt as a way to finesse the next round of funding. Notice the continued failure to 'fess up that this "funding" is merely moving money among parties outside Greece. Reader George P. nevertheless anticipates that the Germans will be apoplectic. From the article:

Intensive discussions now under way among EU policy-makers involve the European Central Bank and a number of central banks taking a significant write-down on their Greek bonds as the price for avoiding a eurozone break-up and losing its weakest link.

France's central bank, the most heavily exposed, may need to be recapitalised because of the scale of its potential losses. The central banks of Malta and Cyprus are also in the firing line, as well as clearing banks and eurozone governments.

The latest rescue package for the stricken Greek economy is aimed at reducing the country's debts by another €70bn (£54.6bn) to €100bn, cutting the total to what is regarded as a more manageable level.

This post originally appeared at [naked capitalism](#) and is posted with permission.

08/01/2012 04:04 PM

Begging for the Bazooka

Europe's Dangerous Dream of Unlimited Money

An Analysis by [David Böcking](#)

This week, some euro-zone members have been calling for the permanent bailout fund to be provided with a banking license that would provide it with unlimited access to money from the European Central Bank. The "bazooka" option might help crisis countries in the short term, but it would entail massive risks in the long run.

The bazooka isn't just the name of a portable American antitank weapon. Recently it has also become the synonym for a financial super weapon that is supposed to end the euro crisis once and for all. There also used to be a chewing gum called Bazooka that was sold in German supermarkets until the 1980s. Once the pink stuff got stuck somewhere, it was hard to get rid of -- not unlike the current discussion about a euro crisis bazooka.

The bazooka debate heated up after a [suggestion](#) from some countries, including Italy and France, that the permanent euro rescue fund, the European Stability Mechanism (ESM), should be equipped with "unlimited firepower" through a banking license. In concrete terms, it would enable the ESM to borrow unlimited amounts of money from the [European Central Bank](#) and use it to shore up euro-zone member states threatening to buckle under the weight of the crisis.

Given that billions of euros have already been deployed in the euro crisis, the idea of unlimited credit seems risky to say the very least. Not surprisingly, the reactions have been intense. "A banking license for the ESM would mean firing up the money printing machine, which means inflation and nearly unlimited liabilities," Patrick Döring, the general secretary of the business-friendly Free Democratic Party, the junior partner in Chancellor Angela Merkel's government coalition, told SPIEGEL ONLINE. "That is why the FDP cannot and will not allow a banking license to be issued."

So how is it that the supporters of a bazooka have come upon their demands? Ultimately, it goes back to the basic problem of the euro crisis: Countries like Spain and Italy are suffering from mounting debt and worsening economic prospects. To borrow fresh money they have to offer investors higher interest rates to buy their bonds. That further increases their debt and uncertainty over the future, which in turn continues to increase the risk premium they must pay to investors.

For two and half years now, euro-zone countries have tried to break this vicious cycle. First they created rescue plans such as the European Financial Stability Facility and its successor, the ESM, which are intended to provide countries like Greece and Portugal with loans until they are able to borrow money independently on the markets again. To prevent the need for further emergency bailouts, the European Central Bank has also sprung into action several times. It bought large quantities of bonds from distressed euro-zone countries to place downward pressure on interest rates. In addition, the central bank made loans of more than €1 trillion (\$1.23 trillion) available to European banks in the hope that the institutions would in turn invest at least part of that sum in government bonds.

But all of these efforts have been met with limited success -- and interest costs have risen sharply recently, especially in Spain. The reason is that many investors are worried that the bailout funds will prove to be too small if other euro-zone countries ultimately need to be rescued. Spain and Italy alone could require around €1 trillion if they have to seek a bailout, estimates Bantleon, a fund company that specializes in bonds. Currently, however, the euro bailout funds are only capable of providing a total of €750 billion.

Switzerland Leads the Way

Supporters of the bazooka solution say that pressure on euro-zone countries won't relent as long as a concrete number is affixed to the scope of the bailout funds. Regardless whether the view comes from genuine conviction or pure speculation, the idea is that time and time again investors might decide that support is insufficient and thus drive interest costs up again. Only a safety net with unlimited scope -- at least so it is hoped -- would put an end to that kind of speculation.

Most recently, the Swiss national bank proved that such a deterrence strategy can work. After the Swiss franc rose sharply as a result of the crisis, monetary authorities pledged to defend the franc at a rate of 1.20 francs to the euro through unlimited foreign exchange purchases. They were largely successful with the strategy.

An ESM that has greater leeway could also mean freeing the ECB from a Catch 22. The central bankers' work should actually be limited to price stability because they are forbidden from financing states. With its euro-zone relief efforts, however, the ECB has moved into a legal gray area that is threatening its very independence. It would therefore make sense for the ESM to take over government bond purchases in the future.

Nevertheless, the newly introduced plan would not truly limit the ECB's liability given that it would allow the ESM to submit its newly purchased sovereign bonds as collateral to the ECB in exchange for additional loans. The ESM could use that credit to support crisis countries with loans or further bond purchases. In other words, the ESM would be nothing more than an intermediary for state financing through the ECB.

Inflation Fears

And that's not the only argument against the bazooka. When there is de facto unlimited money and artificially low interest rates, the threat of inflation rises. Even Christian Noyer, the head of central bank of France, a country that is pushing strongly for the bazooka, has conceded that large-scale bond purchases entail risks. "Large scale asset purchases are not without risks," he said in December. "Although they may help to eliminate upward pressure on interest rates in the short term, they will also affect price and financial stability in the medium run."

With the bond purchases it has undertaken so far, the ECB has also sought to counter the threat of inflation. It gave banks an incentive to increase their deposits with the ECB so that the net amount of money didn't rise. German economist Peter Bofinger recently argued in an [interview](#) with SPIEGEL that the threat of inflation would only begin to materialize if banks were to lend out money in a grand fashion -- a development that few would expect given the current cloudy economic situation.

Apart from the concerns about inflation, there is another strong argument against deploying the bazooka: the prospect of theoretically unlimited support from the ESM could lead euro-zone countries where reforms are so desperately needed to massively neglect those efforts.

Even if one assumes that speculation and panic are behind rising interest rates for euro-zone countries, it is also true that the affected countries undoubtedly have problems with excessive government spending, tax revenues that are too low and an erosion of competitiveness. The financial markets are forcing them to do something to change the situation.

Bazooka proponents, meanwhile, argue that countries are still capable of undertaking reforms once the pressure is taken off of them. But if the history of the European Union has taught us anything, it is that member countries rarely move unless they are placed under pressure.

With additional reporting by Florian Gathmann.

<http://www.spiegel.de/international/business/unlimited-euro-zone-rescue-fund-draws-counterfire-a-847628.html>

Economic Thinkers Try to Solve the Euro Puzzle

By [LONDON THOMAS Jr.](#)

LONDON — Most people have heard of the Marshall Plan. Some might even know what Brady bonds are. But they have not yet heard of the Brunnermeier plan. Or Bishop bonds. Or the Gros accord.

That is because they do not exist yet — except as dreamy proposals by economic thinkers to fix the [European debt crisis](#).

While dealing with Europe's financial difficulties has been a grim slog for the Continent's austerity-weary citizens and its frustrated policy makers, it is the opportunity of a lifetime for ambitious idea merchants looking for fame.

If any of them can come up with a plan that is adopted by Europe, they will have secured a coveted place in history — like George C. Marshall, the secretary of state who fashioned the plan to help rebuild Europe after [World War II](#), and Nicholas F. Brady, the Treasury secretary whose introduction of a class of investor-friendly bonds helped end the Latin American financial debacle in the early 1990s.

Three in particular who are respected in top policy circles and have access to the right people are Markus K. Brunnermeier, Graham Bishop and Daniel Gros.

Each is proposing a grand plan to save the euro zone from financial ruin — and to do it in a way that may break through the political impasse that has made a solution so elusive. None of them, or anyone else, are assured of success, given the depth of Europe's problems and the difficulty of reaching consensus among the 17 [European Union](#) countries using [the euro](#).

The rival approaches vary. But all are meant essentially to help the two big euro zone countries on the financial precipice — Spain and Italy — find buyers for their debt at a reasonable enough cost that their governments can afford to recharge their economies over the long run. Success would mean developing a solution that persuades cash-rich Germany that it will not be on the hook if these countries run out of money.

Armed with PowerPoint presentations and not a little guile, they have been promoting their competing ideas in meetings in Brussels, the center of the European Union; Frankfurt, home of the [European Central Bank](#); and, in particular, Berlin, where the approval of German government officials is essential to the adoption of any plan.

“There is no shortage of ideas to solve the crisis, but there is a shortage of actionable plans,” said Mr. Brunnermeier, a finance professor from Germany at Princeton who represents Euro-nomics, a recently formed [group of nine euro zone economists](#) focused on the European crisis.

As he has shopped his plan, which calls for a type of Europe-backed bond that would not place an onerous claim on German coffers, Mr. Brunnermeier has traveled a similar circuit as the other two who are promoting their own euro restoration blueprints: Mr. Gros, the head of an influential Brussels research group, and Mr. Bishop, a British specialist on European Union financial and regulatory matters.

The odds remain long that any of these proposals will be adopted in full. History-shifting ideas tend to come from within government — as was the case of the Marshall Plan or the Brady bonds — not outside it.

But arriving at a plan that satisfies the euro-using countries, and Germany in particular, has stumped government officials. Thus the opening for the well-connected policy entrepreneur.

And there is little time to lose given the fund-raising needs of Europe's weaker nations.

According to a report by Bridgewater, a large United States hedge fund, Spain and Italy must issue 300 billion euros, or \$368.5 billion, worth of bonds this year and 1.6 trillion euros, or nearly \$2 trillion, by 2015. Cash-depleted banks in those countries are now following the lead of foreign investors by reducing their bond purchases, causing Spain's and Italy's borrowing costs to climb to dangerously high levels in recent weeks.

Mr. Brunnermeier and Mr. Bishop are pushing variants of a common euro bond that would represent a pooling of some of Europe's national debts.

Mr. Gros supports turning the Continent's new [rescue fund](#), the European Stability Mechanism, into a licensed bank and using it to buy distressed Spanish and Italian bonds. He first floated the idea in a 2011 paper written with Thomas Mayer, Deutsche Bank's chief economist at the time. And it is now under scrutiny in European power corridors.

"In a crisis, what matters is liquidity," Mr. Gros said during an interview.

Last week, when Ewald Nowotny, an Austrian member of the governing council of the European Central Bank, was quoted as saying there were arguments in favor of such a plan, European bond markets rallied on the news.

The European Central Bank's governing council will meet Thursday, and the financial world will be awaiting word of how the central bank's president, Mario Draghi, intends to keep his recent pledge to "do whatever it takes" to protect [the euro](#) currency union.

Mr. Gros, who is German but went to college in Italy and earned a doctorate in economics from the University of Chicago, is now director of the Center for European Policy Studies. He argues that the euro zone's current rescue programs are too small to cast fear into the hearts of speculators who are helping to drive up borrowing costs for the bloc's weakest members.

Why not, he proposes, use the European Stability Mechanism's 500 billion euro cash cushion as leverage, to borrow up to five times as much from the European Central Bank? The money could then be used to buy distressed Italian and Spanish bonds in the open market.

That, he says, would be easier and quicker than lending directly to those countries as part of a bailout. "You buy a Spanish bond at 75 cents to [the dollar](#) and you automatically reduce the country's debt," he said.

Mr. Gros has been pitching his proposal largely to German Finance Ministry officials in Berlin, without whose support the central bank would be unlikely to adopt such a plan. While he will not reveal the details of his interactions with the Finance Ministry, he points out that the government has not yet said no.

At more or less the same time, Mr. Brunnermeier has been making his own case in the same German circles.

At the root of his Euro-nomic group's proposal is the need in Europe for a safe financial asset that would stem the chaos of investors fleeing risky Spanish and Italian bonds and buying German securities.

Mr. Brunnermeier and his colleagues argue that a new European debt agency should be formed that, over time, would buy up to 5.5 trillion euros worth of euro zone governments' debt directly from governments and on the secondary market.

The debt agency would issue two types of euro bonds to finance these purchases. One would supposedly be extra-safe, backed by the full credit of the euro zone. The other would be riskier, and investors would know going in that they would take a loss if a country like Spain or Italy defaulted.

Mr. Brunnermeier has nicknamed his low-risk bond the Esbie, for European safe bond. Crucially, he points out, the Esbie is different from the original euro bond proposal that Germany rejected because each country would still be responsible for making good on its own debts. The richer ones would not be fully liable for backing the bonds if the weaker countries got into trouble, as would have been the case under earlier euro bond proposals.

The Esbie has the whiff of a pipe dream. The supposed safety of a common European bond without a 100 percent German guarantee may be difficult to sell to investors under current market conditions. But Mr. Brunnermeier says that his peers in Germany are intrigued.

“I think this has a good chance of working,” said Mr. Brunnermeier, who has traveled to Frankfurt and Berlin frequently over the last months to press his case. “This is the least costly option.”

Less ambitious, although based on a similar principle of not holding Germany liable for all debts, is Mr. Bishop’s plan.

Mr. Bishop, a former investment banker and adviser to the European Commission, represents the European League for Economic Cooperation, a group of entrepreneurs who support closer integration in Europe.

He has been pushing the idea of a euro zone fund of about 2.5 trillion euros that would issue a series of short-term debt securities to match the borrowing needs of all euro zone countries.

The member nations’ guarantees would follow the model of Europe’s current bailout vehicle, the [European Financial Stability Facility](#), with Germany backing just 28 percent of the fund and thus not being obliged to pump in more money if a Spain or an Italy defaulted on its debts.

Some experts wonder whether these proposals, in their potentially daunting complexity, miss a larger point: that the euro zone sovereign debt crisis will not be resolved until Germany and other rich northern countries agree to accept the losses in the south through debt write-downs, whether by Greece, Ireland, Spain or Italy.

“These proposals just move the losses and risks around,” said Adam Lerrick, a sovereign debt specialist and visiting scholar at the American Enterprise Institute. “There are real economic problems in Europe. Financial engineering can conceal them from taxpayers but it cannot make them disappear.”

But Mr. Bishop, who spends much of his time in Brussels, has already presented the plan to Herman Van Rompuy, president of the European Union’s administrative body, the European Council. He noted that Mr. Van Rompuy alluded to the proposal when he and other leaders laid out their vision in late June for the euro zone’s future.

And lest there be any doubt that the three thinkers sense a competition among their proposals, Mr. Bishop makes it clear. “It’s the front-runner,” he said of his group’s action plan. “And it also represents an integral step toward coordinating mutual policies in Europe.”

Was hinter der Diskussion um die Banklizenz steckt

FAZ 01.08.2012 · Die deutschen Sparer fühlen Unheil nahen. Diskussionen um eine „unbegrenzte Feuerkraft“ und eine Banklizenz für den Eurokrisenfonds ESM lassen sie um ihre Ersparnisse zittern. Höchste Zeit, ein wenig Ordnung in die Diskussion zu bringen.

Von Christoph Schäfer



© DPA

Wie könnte es anders sein? Auch die Händler der Frankfurter Börse verfolgen derzeit die aktuellen Meldungen zur Eurokrise.

Die Ausgangslage ist schnell erklärt: Um ihre alten Schulden zu bedienen und neue aufnehmen zu können, brauchen Staaten Zugang zum Kapitalmarkt. Bei den potentiellen Gläubigern wachsen allerdings die Zweifel, ob Krisenländer wie beispielsweise Spanien ihre Schulden tatsächlich pünktlich, in voller Höhe und mitsamt den versprochenen Zinsen zurückzahlen werden. Das führt dazu, dass die Zinsen für die als riskant angesehenen Staaten in die Höhe schnellen, zum Teil auf mehr als 7 Prozent pro Jahr. Kurzfristig ist das kein großes Problem. Sollten die geforderten Zinsen allerdings langfristig auf diesem Niveau verharren, treibt das die Zinskosten für die betroffenen Staaten in solche Höhen, dass sie unter der Last zusammenbrechen könnten.

Die Zinsen für die Krisenstaaten sollen runter

Um die Zinsen zu senken, hat die Europäische Zentralbank (EZB) in der Eurokrise begonnen, Staatsanleihen von Krisenländern zu kaufen. Bis März dieses Jahres gab sie dafür 212 Milliarden Euro aus, seitdem ruht das Programm. Leider aber sind die Krisensymptome immer noch unverkennbar: An diesem Mittwoch lagen die Zinskosten für italienische Anleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren bei rund 6 Prozent, spanische Anleihen mit gleicher Laufzeit wurden mit etwas mehr als 6,5 Prozent gehandelt. Aus Sicht nahezu aller Krisenpolitiker ist das zu viel, die Zinsen müssten deutlich runter. Andernfalls drohe der Euroraum zu zerfallen.

Leider gibt es derzeit keinen Grund anzunehmen, dass die Refinanzierungskosten der Krisenländer ohne künstliche Eingriffe in absehbarer Zeit sinken. Daher schießen nun zahlreiche Spekulationen ins Kraut, mit welchen Mitteln die Regierungen der Eurostaaten und die Europäische Zentralbank eingreifen wollen. Befeuert wird die Phantasie durch nahezu wortidentische Äußerungen der Regierungschefs von Deutschland, Italien, Frankreich, des EZB-Präsidenten und des Eurogruppenchefs, [wonach die Herren und Damen „alles tun wollen, um die Eurozone zu schützen“](#). Was aber bedeutet das konkret?

Der Albtraum deutscher Ordnungspolitiker

[Anfang der Woche kolportierte die Süddeutsche Zeitung auf ihrer Titelseite](#), dass wichtige Euro-Staaten wie Frankreich und Italien sowie führende Mitglieder des EZB-Rats erwägen, den künftigen Rettungsschirm ESM mit einer praktisch unbegrenzten Feuerkraft auszustatten. Dazu soll es dem ESM erlaubt werden, ohne jedes Limit Kredite bei der Europäischen Zentralbank aufzunehmen. Falls die schlimmsten Albträume deutscher Ordnungspolitiker wahr werden, könnte der Rettungsfonds sukzessive sein ganzes Geld ausgeben, um Staatsanleihen der Krisenländer zu kaufen. Anschließend würde er diese Papiere bei der EZB als Pfand

hinterlegen und dafür neues Geld erhalten. Damit könnte er weitere Staatsanleihen kaufen – ein Kreislauf ohne Ende.

Die Realität hinkt (noch?) weit hinter diesem Szenario zurück. Falls der ESM, der derzeit vom Bundesverfassungsgericht geprüft wird, tatsächlich in Kraft tritt, dürfte er nach derzeitiger Lesart wohl keine Geschäfte mit der Zentralbank machen. In der öffentlichen Debatte wird dafür der Ausdruck genutzt, dass dem ESM für eine direkte Zentralbankfinanzierung die „Banklizenz“ fehlt.

Hat der ESM schon eine Banklizenz?

Die EZB selbst wies im vergangenen Jahr darauf explizit hin. Das Verbot monetärer Staatsfinanzierung steht in Artikel 123 des EU-Vertrages. Es sei „eine der Säulen der Wirtschafts- und Währungsunion“, erklärte die Zentralbank im März 2011, als sie noch von Jean-Claude Trichet geleitet wurde.

In einem viel beachteten [Aufsatz für die Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung schreibt Gastautor Stefan Homburg](#) allerdings, dass der ESM diese gar nicht benötige. Tatsächlich befreit Artikel 32 Absatz 9 des ESM-Vertrages den Rettungsfonds von jeder Zulassungs- und Lizenzierungspflicht. Das Bundesfinanzministerium wiederum behauptet steif und fest, dass der ESM keine Banklizenz habe und auch keine bekommen werde.

Nur eine Nebelkerze

Der Widerspruch lässt sich wie folgt auflösen: Im Vertrag steht weder, dass der ESM eine Banklizenz hat – noch dass er keine hat. Verfasst wurde Artikel 32 Absatz 9 wohl nicht mit dem Hintergedanken, dem ESM eine Banklizenz durch die Hintertür zu gewähren. Denkbar ist allerdings, ob, wenn es hart auf hart kommt und politisch gewollt ist, man sich im Zweifel nicht doch auf eben jenen Artikel berufen würde, um Zugriff auf das Geld der Zentralbank zu erhalten.

Einige Fachleute werten die Diskussion um eine Banklizenz für den ESM ohnehin nur als Nebelkerze. Sie weisen auf eine viel einfachere Möglichkeit hin: Die EZB selbst könnte ihr Anleihe-Programm wieder in großem Stil aufnehmen. Den ESM bräuchte sie dafür nicht. Das Ergebnis aber wäre weitgehend das gleiche. Mit drei Unterschieden: Während der ESM ein politisches Instrument ist, ist die EZB formal unabhängig. Auch würde es im Fall der Fälle einen Unterschied machen, ob die Risiken bei der EZB oder beim ESM liegen. Befürworter eines Eingreifens des EZB weisen zum dritten darauf hin, dass sich der Rettungsfonds das meiste Geld für Staatsanleihenkäufe am Kapitalmarkt leihen müsste, die EZB es hingegen quasi aus dem Nichts schaffen könnte. Sie bräuchte dafür nicht mal Zinsen zahlen.

Quelle: FAZ.NET

Temptations of a Peseta default in Spain

The Telegraph By [Ambrose Evans-Pritchard Economics](#) Last updated: July 30th, 2012



Defying charges of heresy, Spanish economist Lorenzo Bernaldo de Quiros has penned a piece in *El Mundo* that [more or less calls for Spanish withdrawal from the euro](#) – unless Mario Draghi conjurs up real magic at the ECB.

My rough summary/translation:

Spain is heading for insolvency as big chunks of debt come due later this year. Events are moving fast. The relevant issue is no longer whether this will happen, but whether it is better for Spain to restructure its debt "inside or outside" EMU.

"Inside the euro and without financial resources, a debt reduction is pointless. The Spanish economy would have to go into deepening internal deflation, with cuts in prices and salaries, to restore competitiveness. This is impossible, or at least improbable."

The process would take too long. Capital flight would continue. It would lead to another debt restructuring in short order (as in Greece). "The snake would bite its own tail in a diabolic spiral," he said.

Mr Bernaldo de Quiros — who heads Freemarket Corporate Intelligence — seems to assume that there will not fact be a eurozone rescue (or that the Rajoy government will refuse to accept Troika terms).

He contemptuously rebuts the "apocalyptic casuistry" of those who claim that the banking system would necessarily collapse, or that real interest rates would surge, or that Spain would succumb to hyperinflation.

He notes the success of Britain, and the Scandinavian states in leaving the Gold Standard in 1931 – and those Latin American states that did so later (perhaps a better parallel, since Spain today has net external debt near 100pc of GDP). Their recoveries were in stark contrast to those like France, Poland, Belgium, Italy, and the Netherlands that clung to the dysfunctional fixed-exchange system until the bitter end, trapped in perma-slump.

He cites a study from the Centre for Economic Policy Research studying 13 cases of devaluation shocks over the last two decades. Output exceeded its previous level within three years in ten of the countries, with an average growth rate of 10.3pc (ie, even more than the oft-cited growth rate of Argentina, post-liberation).

Nothing is foreordained, either way. What matters is the policy pursued afterwards. "It would be in our hands whether it would be a success or failure."

Competitiveness would be restored rapidly; the Bank of Spain would be able to act as a lender of last resort again and eliminate the risk of future debt restructurings. The country would at least have a sporting chance of avoiding protracted depression.

Obviously it would all go wrong if the government turned crudely populist. "Whatever the case, the current situation is unsustainable".

I pass this along. The arguments are familiar to readers of this thread. He does not address the issue of what would happen to Italy, and therefore to France, and therefore to Germany, and therefore back to Spain itself, if Madrid did indeed light a match to this powder keg, but again, perhaps that is apocalyptic casuistry.

What is significant is that Spanish dissidents are at last gaining a platform in their own press. The debate is joined. These arguments are gaining traction, and will prevail in my opinion, determining the next phase of world economic history (if the Germans don't beat them to it by pulling the plug first)..

Last week, the president of Asturias said it would be better for Spain to leave the euro than hold out a "begging bowl".

Who can argue with him? Unemployment is now 24.6pc, or roughly 29pc under the measuring method used in the early 1990s. This is the worst in Spain's recorded history. There is no light whatsoever at the end of the tunnel. Pure blackness. EMU really is that destructive.

Growth will contract by a least 3pc next year, according to Citigroup. The slump will grind on into the middle of the decade.

It strikes me as very naive to imagine that the Spanish people will put up with this Maquina Infernal for year after year.

Why should they?

What's French for Boomerang?

31 juillet 2012

[The Wall Street Journal Europe](#)

'Who is my adversary? It is the world of finance,' Francois Hollande told a cheering campaign rally in January. At his inauguration in May, the new French president elaborated, vowing to "put production before speculation, investment before immediate gratification."

To that end, one of his first moves was to double the **financial-transaction tax** that predecessor Nicolas Sarkozy had planned for this fall. The new 0.2% levy on all asset purchases, including high-frequency trades and credit-default swaps, will come into effect August 1. The Hollande government expects this to yield 170 million euros in new revenue this year and half-a-billion next year.

That may prove optimistic. Ahead of the August deadline, traders are already looking for ways to avoid the **tax**. The most obvious is to stop investing in France. But selling out isn't the only way. Another option is to trade in so-called "contracts for difference" (CFDs), a type of futures contract that lets traders bet on the rise and fall of stock prices without actually owning any assets. The over-the-counter contracts are settled in cash, rather than through transferring physical property or securities, so no **transaction tax** is triggered. The trades are off-exchange, hence difficult to track.

World-wide, more brokerages are expanding their offerings to include CFDs. These low-hassle contracts were born in London in the early 1990s by derivatives traders looking to avoid the "stamp duty" that the U.K. imposed in 1986 on the transfer of shares, securities and other bearer instruments. Today, analysts estimate that some 25% of the volume traded on the [London Stock Exchange](#) is related to CFD hedging.

The fast-moving bets can be very profitable -- or incur huge losses, in excess of an investors' initial deposit. The [U.S. Securities and Exchange Commission](#) has barred American retail investors from trading in CFDs, but they're more popular among hedge funds, investment banks and securities firms in any case.

The upshot is that Mr. Hollande, who wanted to make French bourses more expensive for hot-dogging day traders, has instead given them a new reason to speculate on short-term price moves rather than invest in real assets. Now the people most likely to pay the new **tax** are small-timers without access to exotic products that get around it.

France's President Takes on Peugeot

By Lucas Leger

31 juillet 2012

[The Wall Street Journal](#)

Earlier this month [PSA Peugeot Citroen](#) announced it would shutter an assembly line in Aulnay-sous-Bois, north of Paris. Citing its high labor costs and sharp international competition, the company warned that some 8,000 jobs in France would have to go. Both President Francois Hollande and Minister of Industrial Renewal Arnaud Montebourg declared the decision to be "unacceptable."

"The State won't let it happen," Mr. Hollande told a French television interviewer after [Peugeot's](#) announcement.

The main tactic so far has been to publicly rebuke [Peugeot's](#) management as "cheaters," with Hollande officials now accusing the company of concealing or even lying about its labor costs. Simultaneously, the Elysee is proposing some 600 million euros in new subsidies for French-made hybrid and electric cars, while Mr. Montebourg rails against "unfair competition" from South Korea and vows to review the EU's 2010 free-trade deal with Seoul.

The Hollandites are making some progress, sort of. Peugeot CEO Philippe Varin has now promised that "there will be no forced layoffs and that we will do what is necessary to reindustrialize the Aulnay site." Workers who voluntarily retire will receive generous buyout packages. Naturally, that's still not good enough for the unions, which have organized strikes to show their contempt.

Yet even if the Hollande government succeeds and all of [Peugeot's](#) French workers (and union bosses) wind up satisfied, the flap has been terrible publicity for the new Socialist president.

Minister Montebourg has even gone so far as to scold Mr. Varin like a schoolboy. This month he told radio listeners that [PSA Peugeot](#) had paid a dividend and offered a share buyback last year, supposedly with full knowledge that it would seek to lay off workers this year. "These are financial operations of convenience," per Mr. Montebourg. "You can understand why we don't have an extraordinary confidence in what [Peugeot](#) management is saying."

Mr. Montebourg either doesn't know or doesn't care that [Peugeot](#) also hired more than 2,000 people in France last year (10,000 globally), and that the dividend it paid was its first in three years. In the first half of 2011, the company booked a profit of 806 million euros; in the first half of this year, it lost 819 million euros. Different times, different strategies -- there is nothing abnormal here.

[Peugeot's](#) French cuts are part of a broader contraction for the industry across Western Europe, where all the macroeconomic indicators are pointing against manufacturing.

French car-making is no exception. The sector is plagued with some of the highest labor costs in the world -- about 50% of which wind up in government coffers, not workers' pockets.

Car sales have nose-dived since the Sarkozy government cut down on the cash-for-clunkers and other "stimulus" goodies it doled after the 2008 crisis. In the first half of this year, new [Peugeot](#) sales dropped 21.6% year-on-year.

To fix all this, Messrs. Montebourg and Hollande have come up with the Socialist trifecta of bullying, subsidies and protectionism. That may be the easiest political gamble. But France's failure to adapt its economy to the

modern world is real, and the consequences are now painfully obvious. Fixing the problem will take more than "green" spending sprees and blaming Asia.

The government so far has refused to consider basic economic principles and the cost of statism on industry. Until it does, it can't begin to helpfully address France's crisis of competitiveness. The Hollande administration, try as it might, simply cannot replace all private employers in France with senior civil servants, all willing consumers with taxpayer subsidies, and all private investment with state-run banks.

They should know this already. France has been here before, in 1981, when its last Socialist president set out to tax, spend and regulate his way to the centrally planned economy he thought best. By 1983, both financial markets and voters had forced President Mitterrand to change course.

Rather than meddling more in private industry, President Hollande and his administration might do better to learn the lessons of 1981 and consider their own job descriptions. Their role is to provide a fiscal and legal background for companies to thrive -- and in these areas, France isn't lacking in work to be done, starting with the tax and labor codes.

French voters elected a new government in May, not new CEOs for their auto companies. If those are the jobs that Messrs. Hollande and Montebourg want, the people to talk to would be auto executives and shareholders -- once they're done insulting them, that is.

Mr. Leger is a senior fellow at France's Institute for Economic and Fiscal Research.

Sortir de la dette par l'inflation n'est pas la solution

Le Monde.fr | 31.07.2012 à 09h12

Par Thomas Renault, professeur d'économie IESEG

En France, la dette publique au sens de Maastricht s'établit actuellement à environ 1 800 milliards d'euros, soit près de 90 % du PIB. Si l'on s'intéresse à la dynamique de la dette, il n'existe que quatre méthodes pour faire baisser le ratio d'endettement d'un pays :

- augmenter le solde budgétaire primaire,
- diminuer la charge d'intérêt de la dette,
- avoir une croissance plus soutenue,
- recourir à l'inflation.

L'inflation apparaît alors comme la solution miracle pour sortir de la crise de la dette. Pourquoi en effet faire des efforts structurels important s'il suffit d'augmenter l'inflation pour arriver au même résultat ? Il est vrai que d'un point de vue théorique, l'inflation réduit le poids de la dette. C'est un fait ! En cas d'inflation forte, la France devra toujours rembourser ses 1 800 milliards d'euros de dette, mais le PIB nominal augmentera rapidement et donc le poids de la dette en pourcentage du PIB diminuera. Oui mais...

Tout d'abord, il faut savoir qu'en France environ 10 % de la dette est indexée sur l'inflation. Pour cette partie de la dette, une forte inflation se répercutera directement sur les taux d'intérêt et cela n'aura donc aucun impact sur le poids de la dette.

Pour la partie de la dette non-indexée sur l'inflation, une hausse d'un de l'inflation aura un effet relativement limité sur le niveau de dette. En effet, il faut bien comprendre qu'en cas de hausse de l'inflation d'un point par exemple, les taux d'intérêt nominaux sur la dette nouvellement émise sur le marché primaire par la France devraient augmenter dans les mêmes proportions. En tant qu'investisseur, vous allez en effet réclamer un taux d'intérêt plus élevé pour compenser la hausse de l'inflation. Logique.

L'inflation n'aura donc un effet que sur la dette existante et non-encore "*roulée*". L'efficacité d'une politique inflationniste dépend donc de la maturité moyenne de la dette. Plus la maturité de la dette d'un pays est élevée, c'est-à-dire plus la date de remboursement de la dette est éloignée, plus l'inflation diminuera le poids de la dette. En France, la maturité moyenne de la dette est de 7 ans et 1 mois ; dans la moyenne haute des pays de l'OCDE.

Une étude de l'OCDE de décembre 2011 montre que pour un pays avec une maturité de dette dans la moyenne, il faudrait une inflation autour de 6 % pendant 10 ans pour simplement retrouver le niveau de dette d'avant crise ! Et ceci sans prendre en compte les effets négatifs d'une politique inflationniste : volatilité des taux de change, incertitude sur la capacité à instaurer une nouvelle cible d'inflation crédible, risque d'hyper-inflation, coût de la désinflation dans le futur...

L'inflation permet en effet de réduire le poids de la dette, mais les risques associés sont difficiles à anticiper et peuvent s'avérer dévastateurs. Et surtout, le problème n'est absolument pas réglé ! Une fois l'ensemble de la dette roulée, si le taux de croissance nominal du PIB (inflation + croissance réelle) est inférieur au taux de croissance de la dette (déficit primaire + charge d'intérêt de la dette), alors la dette en pourcentage du PIB augmentera inexorablement.

Il est donc temps de s'attaquer aux réelles causes de la crise de la dette, en arrêtant de vouloir une fois encore gagner du temps en repoussant les problèmes à demain.

Thomas Renault, professeur d'économie IESEG

La Grèce a passé la moitié de son temps en faillite

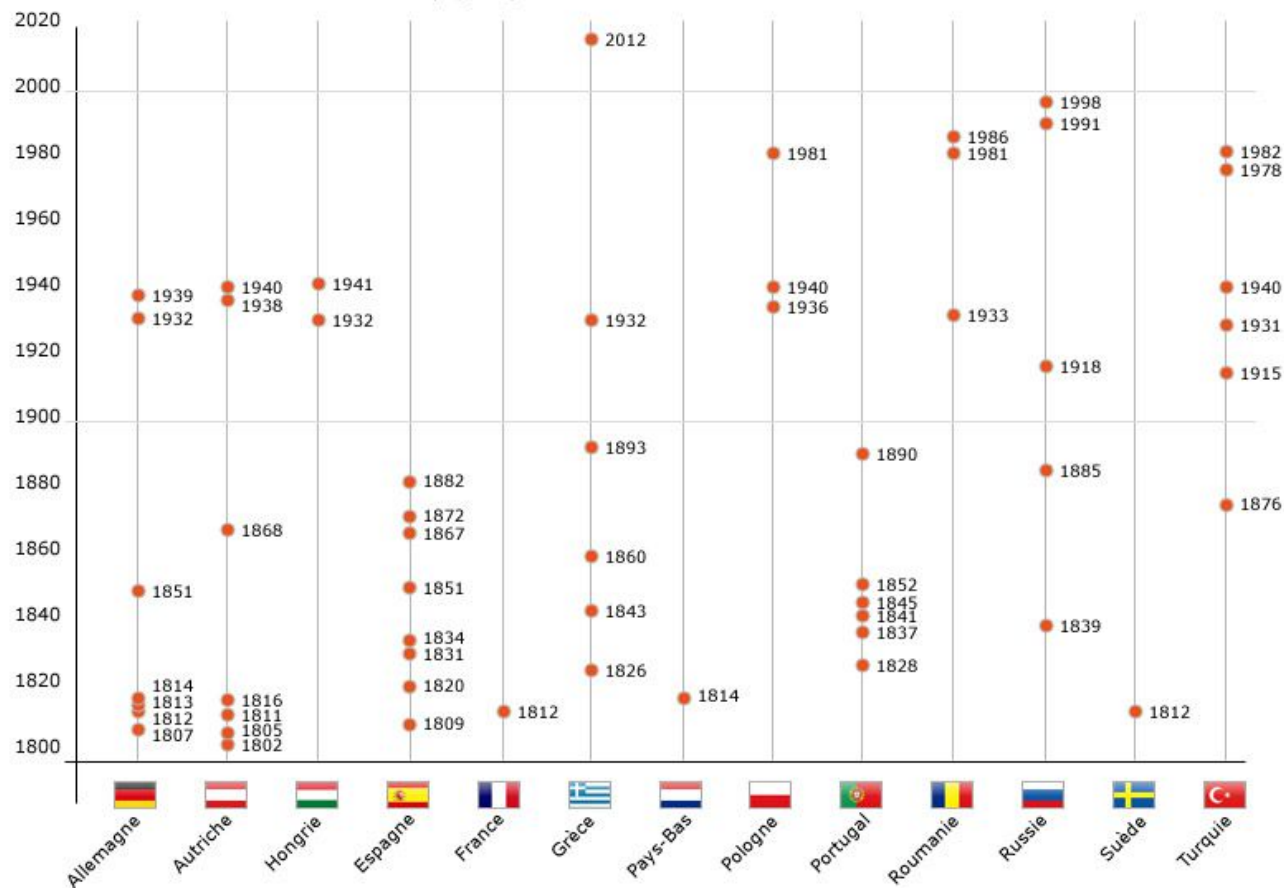
Le Figaro Par [Guillaume Guichard](#) Mis à jour le 31/07/2012 à 09:22 | publié le 31/07/2012 à 08:50 [Réagir](#)

INFOGRAPHIE - Depuis 1830, la Grèce a fait faillite 6 fois à ce jour, relèvent les économistes Reinhart et Rogoff. Ce n'est pas le seul pays à avoir malmené ses créanciers, rappellent-ils.

• Les faillites d'État, des lames de fond

Deux siècles de faillites d'États sur le continent européen

Défauts et restructurations des dettes des pays depuis 1800



Source : *Cette fois c'est différent, huit siècles de folie financière*, Carmen M. Reinhart et Kenneth S. Rogoff, éd. Pearson, 2010

La crise grecque n'est pas une exception. Au cours de l'histoire, les États ont fait de nombreuses fois défaut sur leur dette, rappellent Carmen Reinhart et [Kenneth Rogoff](#)*. La décennie 2000, «où les États ont d'une manière générale honoré leurs obligations, est une exception», écrivent-ils dans leur ouvrage référence sur les faillites d'États. Et, ajoutent-ils, «les défauts en série restent la norme».

D'après leurs observations, une faillite d'État survient rarement seule. Plusieurs vagues de défauts ont ainsi secoué l'histoire de la finance. Durant ces deux derniers siècles, une première vague de faillites d'États a touché les pays européens pendant et après les guerres napoléoniennes, dans les années 1810. La crise de 1929 a également laminé les finances des États, les poussant vers la faillite, comme la crise de la dette des années 1980, puis celle des années 1990, chacune touchant un groupe de pays différents (voir infographie).

• Presque tous les pays ont fait faillite

«La quasi-totalité des pays ont fait défaut sur leur dette au moins une fois, et plusieurs fois pour beaucoup d'entre eux, au cours de leur phase d'émergence», observent Reinhart et Rogoff. L'Espagne présente le pire exemple d'un long et difficile apprentissage de la bonne gestion des deniers publics: elle a fait défaut 13 fois entre le 16^{ème} et la fin du 19^{ème} siècle. Ce record tient toujours, la Grèce n'ayant fait faillite que 6 fois à ce

jour. Elle reste toutefois le pays qui a passé le plus de temps en situation de défaut ou de rééchelonnement de sa dette, soit la moitié de son existence, depuis son indépendance en 1830. Ces dernières décennies, les cas de faillite ont été moins nombreux «grâce à l'intervention massive des institutions telles que le [Fonds monétaire international](#) et la Banque mondiale», relèvent les auteurs.

• **Quand la France décapitait ses créanciers**

Plus de créancier, plus de dette. Les rois français, bien mauvais payeurs, avaient adopté une solution radicale lorsque les finances publiques dérapaient. Les souverains «avaient pris l'habitude (...) de mettre à mort les grands créanciers nationaux (une forme ancienne et radicale de restructuration de la dette)», racontent Reinhart et Rogoff. Entre 1500 et 1800, le pays a fait huit fois faillite. Le peuple avaient fini par surnommer ces évènements des «saignées». Depuis, les relations entre l'État français et ses créanciers se sont apaisées. Le pays n'a plus maltraité ses financeurs depuis 1812, dernier incident survenu sur la dette de l'État. Une performance qui lui vaut d'être montrée en exemple par les deux économistes américains comme un des premiers pays modernes à être «monté en grade».

* *Cette fois c'est différent, huit siècles de folie financière*, Carmen M. Reinhart et Kenneth S. Rogoff, éd. Pearson, 2010.

Franzosen verlieren die Geduld

FAZ 31.07.2012 · Angesichts von Steuererhöhungen im eigenen Land fordert die Mehrheit der Franzosen in Umfragen, dass Griechenland aus dem Euro austreten solle. Viele Menschen gehen davon aus, dass die Währungsunion zerbricht. Aber nur wenige wollen zurück zum Franc.

Von [Christian Schubert](#), Paris



© Henning Bode Es wird einsam um Griechenland: Nicht nur die Deutschen distanzieren sich, auch die Franzosen sind skeptisch

Wer als Deutscher in Frankreich die griechische Reformbereitschaft im Zuge der Euro-Krise kritisiert hat, erntete lange Zeit wenig offene Sympathie. Viele Franzosen teilten die Position ihrer Regierung, der zufolge alles getan werden müsse, um Griechenland im Euro zu halten. Das verlange die europäische Solidarität und der erstrebenswerte Erhalt des Euro, hieß es oft. Andere Meinungen, zumal aus Deutschland, galten dagegen als „egoistisch“, gar als „brutal“.

Je länger jedoch die Euro-Krise und der griechische Reformstau dauern, desto mehr verlieren auch die Franzosen die Geduld mit Griechenland. Wie das Umfrageinstitut Ifop Ende Juni ermittelte, sind nur noch 47 Prozent der Befragten für europäische Finanztransfers nach Griechenland. Ein Jahr zuvor waren es noch 59 Prozent. Diese Meinung habe sich bis heute wahrscheinlich verstärkt, sagt der Ifop-Direktor Jérôme Fourquet im Gespräch mit dieser Zeitung. „Die Franzosen nehmen weiterhin eine ambivalente Haltung ein, die einerseits zwischen Spanien und Italien und andererseits Deutschland liegt, doch es gibt inzwischen deutlich mehr Annäherungen an die deutschen Positionen.“

„Die Leute haben Angst vor einer Explosion des Euro“

Das erklärt sich zum Teil daraus, dass sich 60 Prozent der Franzosen vorstellen können, selbst in eine Krisenlage wie Griechenland zu rutschen. 85 Prozent der Franzosen halten auch die nach Griechenland überwiesenen Fondsmittel für verloren. „Viele Franzosen spüren zwar eine kulturelle Nähe zu Griechenland. Doch wenn man sich in einer Krise selbst bedroht fühlt, dann wird man weniger nachsichtig mit jenen, die in den eigenen Augen nicht genügend Anstrengungen unternehmen. Zumal, wenn man jetzt wie in Frankreich mit einer steigenden Steuerlast konfrontiert ist“, sagt Fourquet.

Welche Forderungen leiten die Franzosen aus ihren Einschätzungen ab? Hier herrscht Ungewissheit. Rund zwei Drittel der Franzosen sind zwar der Ansicht, dass Griechenland den Euroraum verlassen soll, doch im November 2011 waren es noch drei Viertel. „Die Leute haben Angst vor einer Explosion des Euro“, meint Fourquet, denn in ihre eigene Währung haben sie wenig Vertrauen. Nur noch 26 Prozent der Franzosen sind für eine Rückkehr zum Franc; im September 2011 waren es noch 37 Prozent. Auch damit nehmen die Franzosen eine Mittellage zwischen den Deutschen sowie den Spaniern und den Italienern ein.

Selbst die Chefin der Rechtsextremen Partei Front National, Marine Le Pen, hat ihre Forderung nach einer Rückkehr zum Franc zuletzt abgeschwächt. „Denn die Leute stellen ihr zunehmend die Frage, wie das funktionieren solle. Darauf hat sie keine Antwort“, berichtet Ifop-Direktor Fourquet. Die französische Ökonomen-Zunft indes lehnt einen Anti-Euro-Kurs wie von Ifo-Chef Hans-Werner Sinn mehrheitlich ab. „Wenn Griechenland aus dem Euro austritt, dann wäre das ein großer Sprung ins Unbekannte, der die Märkte in ihrer Idee bestärkt, dass der Austritt möglich ist“, sagte kürzlich Eric Heyer vom Wirtschaftsinstitut OFCE.

So gibt es weiter krasse Unterschiede zwischen der öffentlichen Meinung in Deutschland und Frankreich. 81 Prozent der Franzosen wollen, dass Europa sie mit höheren Zöllen vor außereuropäischer Konkurrenz schützt, gegenüber 50 Prozent in Deutschland. Die Franzosen machen auch mehr als andere Länder die Finanzspekulation für die aktuelle Wirtschaftskrise verantwortlich. Für die Zukunft des Euro fehlt es ihnen an Optimismus: Mehr als zwei Drittel erwarten ein Aufbrechen des Währungsraumes.

Quelle: F.A.Z.

Gemeinschaftswährung

Der Euro sprengt in der Schuldenkrise Europa

Merkels und Hollandes Bekenntnis sind die letzten Zuckungen der gemeinsamen Euro-Diplomatie. Das politische Europa hat die Grenzen seiner Leistungskraft überschritten. Es wirken gewaltige Fliehkräfte.

Von Michael Fabricius

Spätestens in der vergangenen Woche ist klar geworden, dass das politische Europa die Grenzen seiner Leistungskraft überschritten hat. Die [gemeinsame Erklärung von Frankreichs Präsident Hollande und Bundeskanzlerin Merkel](http://www.welt.de/108400420), (Link: <http://www.welt.de/108400420>) "alles zu tun, um die Euro-Zone zu schützen" war nicht mehr als eine Verzweiflungstat.

Denn schon im dritten Satz der Erklärung wurde offenbar, wie weit die einzelnen Euro-Staaten, inklusive Deutschland und Frankreich, in der Wahrnehmung der Krise inzwischen auseinanderliegen. Jeder solle "in seinem Kompetenzbereich seinen Verpflichtungen nachkommen", hieß es. Man könnte das auch als Kapitulation deuten: Soll halt jeder sehen, wie er selbst klarkommt.

Fliehkräfte nehmen zu

Es sind die letzten Zuckungen der gemeinsamen Euro-Diplomatie. Übereinstimmungen gibt es nur noch an der Oberfläche. Darunter wirken gewaltige Fliehkräfte, und die nehmen zu. An einem Tag stellt EZB-Chef Draghi [weitere Hilfen für Pleitestaaten](http://www.welt.de/108401733) (Link: <http://www.welt.de/108401733>) in Aussicht, anderntags kassiert Finanzminister Schäuble die Zusage wieder ein. Griechenland fordert mehr Zeit, während täglich neue Meldungen über die Versäumnisse der Regierung in Athen eintreffen und deutsche Politiker offen den Euro-Ausschluss des Landes fordern.

Ein spanischer Europa-Minister redet nicht über die Probleme seines Landes, sondern ruft lieber nach mehr Geld aus Deutschland. Und über die Instrumente – direkte oder indirekte Anleihenkäufe, Bankenhilfen und Sparprogramme – herrscht ebenfalls keine Einigkeit.

Der Euro stirbt im Süden

Eine Minderheitsposition hat die deutsche Regierung im Übrigen nur im EZB-Rat. Nimmt man die EU-Mitglieder im Osten hinzu, sieht die Lage schon ganz anders aus. Ein tiefer Graben klafft zwischen Nord und Süd. Es ist nur eine Frage der Zeit, wann der Moment kommt, an dem wir uns tief in die Augen schauen und zugeben müssen: Es geht einfach nicht mehr.

Die Wirtschaftsräume in Nord und Süd haben sich in den elf Jahren Euro nicht aufeinander zubewegt, sondern auseinanderentwickelt. Unter diesen Bedingungen ergibt eine gemeinsame Währung keinen Sinn.

September: Crunchtime For Europe And Germany

ZeroHedge Submitted by [Tyler Durden](#) on 07/29/2012 10:48 -0400

"September will undoubtedly be the crunch time," one senior euro zone policymaker said. **"In nearly 20 years of dealing with EU issues, I've never known a state of affairs like we are in now,"** one euro zone diplomat said this week. **"It really is a very, very difficult fix and it's far from certain that we'll be able to find the right way out of it."**

As Europe's fight with the twin demons of logic and math continues, time is running out. And as eurocrats take their mandatory vacations for a job well done and spend the next two weeks lounging on some Mediterranean island or listening to opera, Europe will enter hibernation mode, courtesy of a slow down in sovereign bond issuance, all of which however will change very quickly once September rolls in which as Reuters describes, "is shaping up as a **"make-or-break" month** as policymakers run desperately short of options to save the common currency." It is then that we will find if all that money spent on newsletter promoting active prayer to push the hands of central planners in that direction or the other, was well spent, or just thrown in the same cash black hole which is the final resting place for hundreds of billions in "bailout money" which has achieved nothing *but perpetuating the same destructive behavior that it was meant to change.*

[Reuters explains](#) why September will also be known as the *popcorn month*:

In that month a German court makes a ruling that could neuter the new euro zone rescue fund, the anti-bailout Dutch vote in elections just as Greece tries to renegotiate its financial lifeline, and decisions need to be made on whether taxpayers suffer huge losses on state loans to Athens.

On top of that, the euro zone has to figure out how to help its next wobbling dominoes, Spain and Italy - or what do if one or both were to topple.

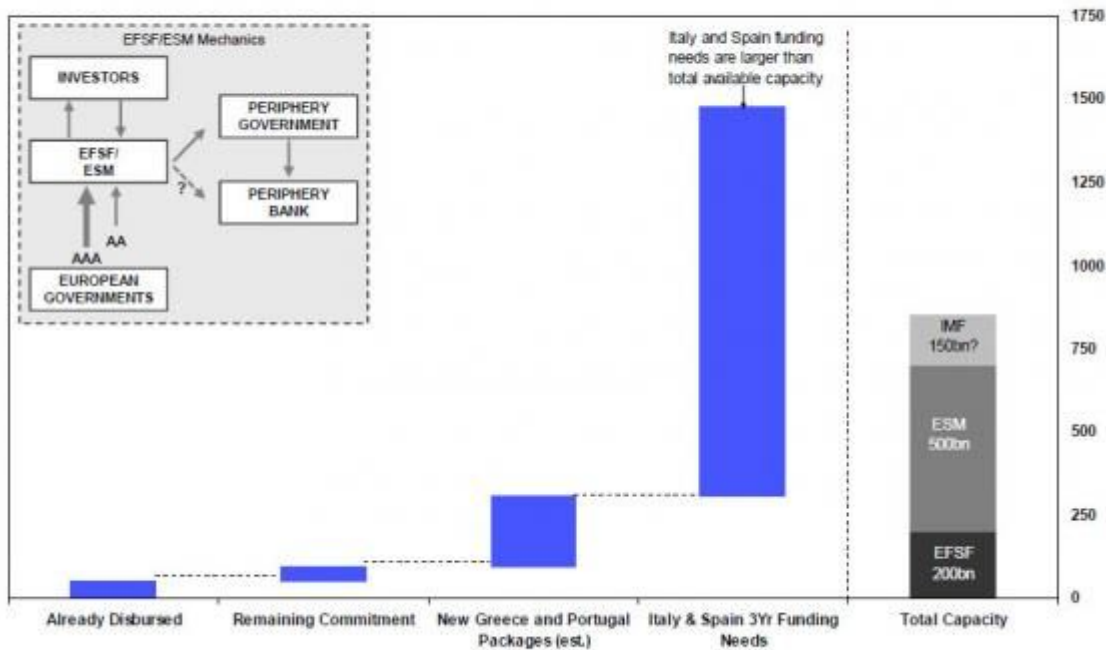
Since the crisis erupted in January 2010, the euro zone has had to rescue relative minnows in Greece, Ireland and Portugal as they lost the ability to fund their budget deficits and debt obligations by borrowing commercially at affordable rates.

Now two much larger economies are in the firing line and policymakers must consider ever more radical solutions.

Following a year of real-time failed rumor, innuendo, speculation, prepackaged 'bankruptcy that is not a bankruptcy' negotiations, and much more, Europe has figured out what was patently obvious to everyone. This:

EFSF/ESM WON'T CLOSE THE FUNDING GAP

European Public Support: Uses & Capacity (€bns)



BRIDGEWATER In Reuters' own

words, the life raft is about to go pop:

The euro zone does not seem to have enough cash in the current setup to deal with a scenario of Spain and Italy needing a rescue, and a sense of doom is growing among some policymakers. Fighting the crisis, said the euro zone diplomat, is like trying to keep a life raft above water.

"For two years we've been pumping up the life raft, taking decisions that fill it with just enough air to keep it afloat even though it has a leak," the diplomat said. "But now the leak has got so big that we can't pump air into the raft quickly enough to keep it afloat."

Two bailouts in, and one bankruptcy, and Greece is fixed. Not

Compounding the problems, Greece is far behind with reforms to improve its finances and economy so it may need more time, more money and a debt reduction from euro zone governments.

If Greek debt cannot be made sustainable, the country may have to leave the euro zone, sending a shockwave across financial markets and the European economy.

Athens wants two more years than originally planned to cut its budget deficit to below 3 percent of GDP, so as not to impose yet more spending cuts on a country which is already in a depression.

This would mean Greece's 130 billion euro second bailout package may need to be increased by 20-50 billion euros, according to estimates by some euro zone officials and economists, and there is no appetite in the euro zone to give Greece yet more extra money.

More importantly Greece needs to bring its debt, which is equal to 160 percent of its annual economic output, under control. This means euro zone governments, which own roughly two thirds of it, may need to write part of it off.

Private creditors have already suffered a huge writedown in the value of their Greek debt holdings but so far euro zone taxpayers have not lost a cent on any of the bailouts.

So if Greece "agrees" to more austerity, how long until the rioting paralyzes the economy again, and a new government is elected, one in which Syriza has absolute majority, and the entire June fiasco with Greece potentially leaving the Eurozone out of its own volition is replayed? Not too long [it seems](#). Especially since Schauble, who this weekend has perfected the art of throwing water in people's faces, just said there will be [no more concessions](#).

But Greece is, once again, just the beginning.

Sept. 12 is a crucial date in the European diary. On that day the German Constitutional Court is scheduled to rule on whether a treaty establishing the euro zone's permanent bailout fund, the 500 billion euro European Stability Mechanism (ESM), is compatible with the German constitution.

A positive ruling is vital, because Germany is the biggest funder of the ESM, and the euro zone would be powerless to protect Spain or Italy without the ESM.

On the same day, parliamentary elections are held in the Netherlands where popular opposition to spending any more money on bailing out spendthrift euro zone governments is strong. The Dutch vote may complicate talks on a revised second bailout for Greece, which also has to be agreed in September.

Is a ECB impairment next in the cards? And if indeed Draghi takes a haircut on his Greek holdings, how long until he has to do the same with Portugal, Ireland, Spain and Italy? And how long until the EUR is currency only by decree, when even the blindest of the blind realize that the ECB's balance sheet has a massive capital shortfall, that can only be held together by more printing, something which Germany will hardly be delighted by:

Policymakers are working on "last chance" options to bring Greece's debts down and keep it in the euro zone, with the ECB and national central banks looking at also taking significant losses on the value of their bond holdings, officials said.

If governments swallowed the bitter pill by also accepting a cut in the value of their contributions to loans already made to Greece, **this would break a taboo and could provoke demands for similar treatment from Ireland or Portugal.**

Peter Vanden Houte, chief economist at ING bank, said euro governments might be forced to accept a halving of the value of their Greek debt - known in the business as haircut.

"If Greece is to be saved, we must see some debt forgiveness from euro zone governments in the coming years because otherwise Greece is never going to come out of the situation it is in now," he said. "We are talking about potentially a 50 percent haircut, which would still mean the Greek debt would be (proportionately) around the euro zone average."

The euro zone would want concessions from Athens. "Most probably in exchange, euro zone partners will be more strict on Greek compliance with structural reforms and may ask Greece to give up some sovereignty," said Vanden Houtte.

In the grand scheme of things, we wonder what is more realistic: Greece handing over the keys to the kingdom to a Belgian, or the ECB getting senior bondholder concessions out of insolvent banks. Frankly, neither. At least not until iTraxx Crossover is over 1000 bps: aka - peak despair.

And then there is Spain and Italy, and the fact that the ESM is insufficient (not to mention still inactive), and the ECB will need to step in. Hope that it would do so, is what sent the market soaring last week. Yesterday, however, Germany made it all too clear that Draghi had made a deal *without* the devil, and that attempts to bluff Germany into a "certain" outcome just won't fly.

ECB President Mario Draghi signalled last Thursday the bank was ready to act, indicating it may revive its programme of buying bonds of troubled governments on the secondary market.

"Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough," Draghi said. "To the extent that the size of the sovereign premia (borrowing costs) hamper the functioning of the monetary policy transmission channels, they come within our mandate."

However, Germany has always been hostile to the idea and the Bundesbank said on Friday that it continued to view it "in a critical fashion".

German Finance Minister Wolfgang Schaeuble dismissed suggestions Spain will ask the bailout fund to try to lower its borrowing costs by purchasing its bonds.

Spain faces high borrowing costs because investors fear they will not get their money back. The Spanish economy is shrinking, many of its autonomous regions need bailouts from Madrid and banks need the recapitalisation of up to 100 billion euros.

Which, in turn, leaves out those who just bought Spanish bonds, because hope and prayer are a strategy (and remember: Lehman will *never* fail), out in the cold:

Madrid still has to raise about 50 billion euros on the market by the end of the year. This may be impossible if its funding costs stay well above 7 percent for 10-year bonds.

Draghi's remarks knocked yields down by more than 40 basis points to below 7 percent on Thursday, but they could quickly climb back if the market does not see firm ECB buying soon.

All this, and much more, is finally coming to a head, as the time for can kicking with hollow promises and words without action is coming to an end: just more than one month from now is when Europe will have to put up or shut up. And we will truly find out how much of a misnomer the "European Union" truly is.

Finally, for those who enjoy a granular walk through for what is in store for Europe, here it is courtesy of Deutsche Bank.

July

- **30 July: Italy auction.** Bonds.

August:

- **1 August: Monti meets Finnish PM.** Italian PM Monti is due to meet his Finnish counterpart in Helsinki.
- **2 August: Spain auction.** Bonds
- **2 August: ECB Governing Council meeting.** Our expectation is that 2 August is likely to be an occasion for non-standard ("quantity") monetary policies. Standard ("price") monetary policy, or the level of policy rates, we suspect will take a backseat this month. A monetary policy "price" response would in any case be more effective after a "quantity" response given the current impairments of the monetary transmission mechanism. We expect a further 25bp refi rate cut at the September meeting. We suspect the deposit rate will remain at zero for now. See "Eurostress" in this issue of Focus Europe.
- **7 August: Italian Q2 GDP flash estimate.** A weak figure would reignite the 'austerity versus growth' debate (DB forecast -1.0% qoq).
- **13 August: Italy auction.** Bills
- **14 August: Italy auction.** Bonds
- **14 August: Euro area Q2 GDP flash estimate,** from Eurostat.
- **Mid-August: French Constitutional Court/Fiscal Compact.** In Mid-August the French Constitutional Court is due to rule whether the Fiscal Compact, which euro area countries are due to endorse by the start of 2013, needs to be ratified into the French Constitution. If so, a joint vote by the French Assembly would be required. Signals are that this would happen in September if required. See accompanying article on France in this issue of Focus Europe.
- **16 August: Spain auction.** Bonds
- **20 August: Greek bond redemption.** Greece is due to repay EUR3.1bn of GGBs. Following the PSI, these would be GGBs owned by the ECB and EIB. While agreement on how to reconfigure the second loan programme is unlikely before September, it is unlikely the EU will hold-out from paying funds to Greece to repay the ECB/EIB. In a consolidated sense, the official sector's exposure to Greece remains the same, but the creditor changes (to the EFSF). Alternatively, Greece could issue T-bills and the Greek banks could absorb them with the assistance of ELA from the Greek central bank.
- **21 August: Spain auction.** Bills
- **28 August: Spain auction.** Bills
- **28 August: Italy auction.** Bonds
- **29 August: Italy auction.** Bills
- **30 August: Italy auction.** Bonds
- **End-August: DBRS rating on Spain/Ireland.** By the end of August, the DBRS ratings agency is due to have concluded its review of Spanish and Irish sovereign ratings.

September:

- **September: Moody's due to conclude review of Spanish sovereign rating.** Logically Moody's should wait until there is clarity on direct recap before making a decision on Spain's rating. Since governments have not made progress fleshing out a direct recapitalisation facility — indeed, have created some ambiguity as to whether it will be non-recourse — there is a distinct risk that Moody's, in another move to be "ahead of the curve", decides to downgrade Spain within the next 3 months. Moody's currently rates Spain Baa3, the lowest investment grade rating.
- **September: Detailed bottom-up Spanish bank stress tests due for publication.**
- **6 September: Spain auction.** Bonds

- **6 September: ECB Governing Council meeting.** If we are right about the outcome of the 2 August ECB meeting (dominated by “quantity” measures), we suspect that revisions to staff forecasts for growth and inflation are likely to be a basis for a 25bp rate cut.
- **11 September: Greece auction.** Bills
- **12 September: German Constitutional Court ESM ruling.** The German Constitutional Court is to rule on the complaints lodged against the ESM and fiscal compact. The chances of the ESM being vetoed are low. However, the Court might again strengthen the German Parliament’s prerogatives as regards future European integration (see Focus Germany, 20 July). Germany is the last approval needed for the ESM to come into effect. Then the first instalment of the capital has to be paid by the ESM members within 15 days of the ESM treaty entering into force. There are three other countries where Constitutional Court queries are outstanding — France, Austria and Ireland. France’s Constitutional Court will be deciding by mid-August. Neither Austria (which may take another 3-6 months) nor Ireland are large enough to hold back the ESM — the ESM will come into force when countries representing 90% of the subscribed capital have approved it. Both Germany and France have an effective veto power in that case.
- **12 September: Dutch Election.** In April, the VVD/CDA minority government failed when Geert Wilders' PVV party withdrew its support amid negotiations for the 2013 austerity budget. A crisis was averted when three smaller parties came forward to give support to a budget, but an early election was unavoidable. Domestic austerity and European crisis issues will likely play important roles in the election. Compared to the configuration of parliament at the October 2010 election, the latest opinion polls (Maurice de Hond) show PM Rutte's VVD liberal party vying with the Socialist Party for the dominant party position. Both would gain 31 seats in the 150 seat parliament on the latest polls. This is an unchanged position for VVD, but a doubling of SP seats. SP are gaining at the expense of all other parties except VVD and neo-liberal D66. This may reflect a backlash against the austerity for 2013 which has broad party political support. SP have also taken a stance against euro rescue initiatives, voting against the ESM alongside the PVV and extracting a pledge from Dutch FinMin De Jager that parliament will vote on any future direct bank recapitalisation disbursements. Given the typical distribution of the vote among several parties, the questions are what coalition emerges from this election, how long it takes to form a government and what policies will it support? Markets in particular will be watching the ramifications for domestic fiscal policy (the 2013 Budget is a week after the election) and euro rescue initiatives.
- **12 September: Italy auction.** Bills
- **13-14 September: G20 Finance Ministers and Central Bankers meeting.** In Mexico.
- **13 September: Italy auction.** Bonds
- **14 September: ECOFIN meeting.** This is very likely the finance ministers meeting when adjustments to Greece's second loan programme will be considered. The remaining EUR23bn recapitalisation of the Greek banks is due to complete by the end of September, assuming a positive review of the loan programme. This is also when finance ministers should have their first discussion on the proposals for a common bank supervisory regime under the ECB. Any delays, with knock-on delays for a direct bank recapitalisation mechanism, will disappoint the market. Options for a reconsideration of Ireland’s legacy bank bailout policies may also be discussed (decision not due until October ECOFIN meeting).
- **15 September: Eurogroup meeting.** Coinciding
- **18 September: Greece auction.** Bills
- **18 September: Spain auction.** Bills
- **20 September: Spain auction.** Bonds
- **25 September: Spain auction.** Bills
- **25 September: Italy auction.** Bonds
- **26 September: Italy auction.** Bills
- **27 September: Italy auction.** Bonds

Average:

Eurogroup Head Confirms "It Has Become Serious", As He Is Back To Lying

ZeroHedge Submitted by [Tyler Durden](#) on 07/29/2012 15:31 -0400

The insolvent banana continent is back. Recall back in May 2011:

"When it becomes serious, you have to lie." -[Jean Claude Juncker](#)

Ergo, things in Europe are very serious again because the Eurogroup's head, who until recently promised he was [quitting his post](#) because "he had gotten tired of the Franco-German interference in managing the region's debt crisis", only to spoil the fun and say he was lying [about that too](#), is back to doing what he does best - **lying**. To wit: **"the euro countries are preparing together with the bailout fund EFSF and the European Central Bank to buy government bonds if necessary clip euro countries."** And now cue Schauble: "Federal Finance Minister Wolfgang Schauble **has rejected speculation about impending purchases of government bonds by Spanish EFSF and ECB.**"

From [Suddeutsche Zeitung](#):

"No time to lose": The chairman of the €-group sees a crucial point of the debt crisis has arrived. Jean-Claude Juncker supports plans by ECB chief Draghi for the purchase of government bonds - and Germany are partly to blame for the crisis. Berlin treats the euro area "as a branch." Also called "chatter on the withdrawal of Greece" is not helpful.

Juncker confirmed that the euro countries **are preparing together with the bailout fund EFSF and the European Central Bank to buy government bonds if necessary clip euro countries**. Because there is no doubt, he said. "It is still necessary to decide exactly what we will do and when." This depended "on the developments of the next few days and from reacting as fast as we need."

And to think [only yesterday](#) the only person whose opinion matters, Germany's Finance Minister, **"denied plans for a new aid program for Spain, according to newspaper Welt am Sonntag, after the media reported European Union leaders aim for Spanish government bond purchases by the European rescue fund and the European Central Bank."**

We leave it up to readers to figure out which of the above two is telling the truth, but in the meantime, here are some other soundbites from the man who is back to desperation pleading with markets:

- JUNCKER SAYS MUST USE ALL AVAILABLE TOOLS TO SAFEGUARD EURO
- JUNCKER: EMU READYING FOR EFSF/ECB INTERVENTION
- JUNCKER SAYS MARKET REACTION ON SPAIN, ITALY INAPPROPRIATE - indeed, central planners **always** know best

And funniest:

"All talk about the emergence of Greece is unhelpful"

Of course, it is much better to stick one's head in the sand and avoid the only possible outcome of this tragic farce that the implosion of Europe has become, and truly best to completely avoid any discussion of what happens in case of Plan B.

To summarize, from [Reuters](#):

The euro zone is at a decisive point and leaders will work with the European Central Bank (ECB) to demonstrate their commitment to the stability of the single currency, Eurogroup head Jean-Claude Juncker said in interviews with European newspapers.

Juncker told Germany's Sueddeutsche Zeitung and France's Le Figaro in reports made available on Sunday that leaders would decide in the next few days what measures to take to tackle Spanish bond yields which last week touched euro-era highs. They had "no time to lose," he said.

Asked whether it was true that France wanted the bailout fund to buy government bonds, under an agreement made by euro zone leaders at their summit in June, but that Germany was resisting, Juncker answered:

"I have no doubt that we will implement the agreements of the last summit. We still need to decide what we will do when. That depends on the developments of the next days."

The European bailout fund, the European Financial Stability Fund (EFSF), will work together with the ECB without affecting its independence, he said.

"We will work in close agreement with the ECB, and we will, as <ECB President> Mario Draghi said, see results. I don't want to drive expectations, but I must say, we have reached a decisive phase."

Draghi said on Thursday he would do whatever was necessary to protect the euro zone from collapse, prompting expectations of a new bond-buying program.

"The euro countries have reached a point where we have to use all means possible to show that we are determined to protect the stability of the euro zone... nobody should doubt the will of those involved, to prove our determination," Juncker said.

To summarize:

- i) since the head of the Eurogroup is back to outright refuting what Germany said a day earlier, Europe is once again back to Plan B - lying, which means things are again on the verge of an all out collapse, and plunge in the EURUSD, which, as a reminder, is *precisely* what the German export industry wants more than anything, and
- ii) just like in the June 29 summit, beggars are again hoping they can be choosers, and can force Germany, by way of a full blown media onslaught in which they represent that a vague possibility is now a *certain* outcome, and thus have already set expectations about 5% higher than it would be otherwise, to succumb to the will of the beggars, and allow full blown debt monetization.

And like back then, so now, all we can say to the broke periphery, which now apparently include France, but as David Einhorn said, it will take bond traders a little longer to figure it out, is good luck. It will be desperately needed.

As an appendix, here is Juncker's hilarious attempt to justify lying to [Spiegel magazine](#) at critical inflection points:

SPIEGEL: Mr. Prime Minister, you are a Christian Democrat and a Catholic, which is why we want to talk to you about the Ten Commandments.

Juncker: I already have an idea of what you are getting at.

SPIEGEL: Are you familiar with the Eighth Commandment?

Juncker: Of course. Thou shalt not bear false witness against thy neighbour.

SPIEGEL: **Apparently you don't take it very seriously.** More than two weeks ago, you denied a [report](#) by SPIEGEL ONLINE about a secret meeting of several European Union finance ministers to discuss the situation in Greece, even though the official limousines were already pulling up in Luxembourg.

Juncker: The most important commandment is not to inflict harm on others. Although it isn't stated quite that way in the Ten Commandments, it follows from them. The finance ministers of several Euro Group nations had agreed to meet on Friday with the president of the European Central Bank (ECB), Jean-Claude Trichet. Because the financial markets in Europe were still open and trading was still underway on Wall Street, we had to deny the existence of the meeting. Otherwise the course of the euro against the dollar, which had already fallen as a result of your report, would have plunged disastrously.

SPIEGEL: With this false denial, **you not only harmed your own credibility, but that of European financial policy as well.**

Juncker: And it didn't exactly enhance the credibility of SPIEGEL ONLINE to disseminate the false report that we were meeting in Luxembourg to discuss Greece's withdrawal from the monetary union.

SPIEGEL: Forgive us for saying so, but SPIEGEL ONLINE had obtained information to that effect from government sources, as well as a working document prepared specifically for this meeting for the German finance minister.

Juncker: It is not unusual for finance ministers to have documents with them that contain all of the issues being discussed in public. And the question of Greece's withdrawal from the monetary union is certainly being discussed in public. But that's a far cry from saying that the issue is on the agenda of a meeting. As a result, I had to be all the more careful to ensure that no unnecessary turbulence would occur in the markets.

SPIEGEL: Are you saying that, **as a finance minister in the age of global capital markets, you cannot tell people the truth?**

Juncker: **I do not have a ready answer to your question.** My main concern is to protect people from detriment. That's why I feel practically compelled to make sure that no dangerous rumors begin to circulate. I'm certainly not going to go to confession because of a false denial. **God understands more about the financial markets than many who write about them.**

...

SPIEGEL: When secret meetings are held and the truth isn't always being told, people gain the impression that there must be something wrong with this Europe.

Juncker: People understand perfectly well that politicians have to discuss sensitive issues behind closed doors. I had 10 seconds to decide how to react to the report in SPIEGEL ONLINE. Let us say, **hypothetically, that I had said: "Okay, we are having a meeting, but I'm not going to tell you what we intend to talk about."** **That would have triggered a tsunami in the financial markets. Instead, I chose to produce a small wave of outrage over a white lie.**

SPIEGEL: Nevertheless, we'd like to try aiming for the truth.

and so on

- EUROPE NEWS
- July 29, 2012, 7:29 p.m. ET

North-South Divide Marks Euro's Struggle

In Portugal, Finland, Two Different Views of Financial Crisis

- [Article](#)
- [Comments \(4\)](#)

more in [World](#) »

- [smaller](#)
- [larger](#)

By [PATRICIA KOWSMANN](#) in Vilamoura, Portugal and [DENISE WALL](#) in Espoo, Finland



Associated Press

A performer last week in Lisbon works on the street outside a shop advertising 50% markdowns.

Portuguese waiter Gonçalo Alexandre Costa Ribeiro has a personal take on Europe's North-South divide.

"The Northern Europeans tip more than the Southern Europeans," says Mr. Ribeiro, 22 years old, who works at a sushi restaurant in Vilamoura, a beach resort in Portugal's Algarve region. "I guess it's cultural, but also has to do with the economic situation of the two."

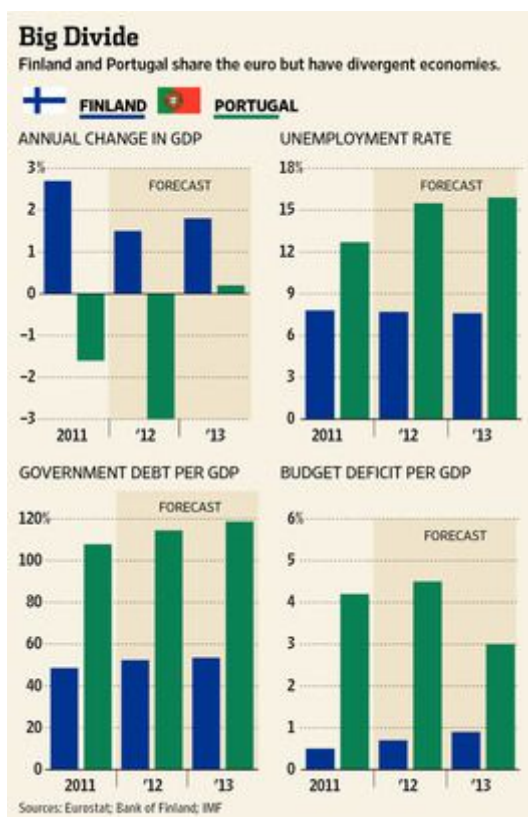
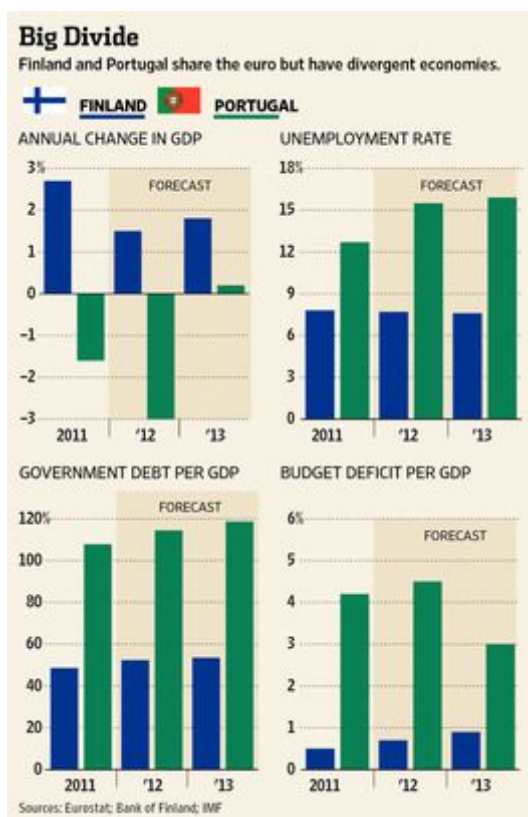
Though Finland and Portugal share a currency, their divergent economic outlooks reflect the divide between the euro-zone's strongest and weakest members. Finland's economy is still growing, and unemployment is low. In contrast, Portugal is suffering a high jobless rate and entering a second year of recession.

Such disparities, central to the euro zone's financial crisis, are in the spotlight heading into a week that brings a closely watched European Central Bank meeting Thursday. Last week ECB President Mario Draghi and the leaders of Germany and France vowed to do everything in their power to save the common currency. But the

Bundesbank, Germany's fiercely independent central bank, Friday repeated its opposition to the ECB buying government bonds to help the currency area's weaker members.

Meanwhile, interviews with Portuguese and Finnish during summer holidays in both countries reveal starkly different views of life amid the euro-debt turmoil.

[Enlarge Image](#)



"We haven't felt the crisis," says Pentti Risto Ahonen, a retired dentist from Jyväskylä, Finland, who spends half of the year in the Algarve with his wife, Leena-Maija. "Finland isn't suffering the effects of it, except for those who sell products to the south."

The feeling of being almost untouched by economic turmoil is shared by Finns more than 2,000 miles away at a resort in Espoo, north of Helsinki. Here, where sunlight is shining nearly 24 hours a day, Finns flood into Serena, a ski resort that stays busy in the summer thanks to a water park.

"We are just beginning our family vacation, so we are mostly concerned about the weather," said homemaker Marja Laine, spending €94 (\$115) for entrance for a family of four. Her husband, Jani, says the euro-zone crisis isn't on his mind. "For the moment it has not had any impact on us."

For Portuguese families though, the crisis is front and center.

Felipe Felipe, a 38-year-old banker from the city of Barreiro, south of Lisbon, says his family has been cutting expenses to make up for the higher taxes he is paying after Portugal put through an austerity program to meet the expectations of its international creditors.

As usual, Mr. Felipe brought his wife and two children to Vilamoura to spend two weeks. But he says they are coming this year only because they have a family house available. "We came with a budget of €2,000 for the four of us, which means we have to eat less at restaurants and stay more time in the house," Mr. Felipe says, while sunbathing at the beach.

With Portuguese unemployment at 15.2% in May, compared with 7.6% in Finland, many of Mr. Felipe's countrymen aren't vacationing.

Unemployment divides other northern and southern countries within the euro zone. Spain, for instance, has seen its jobless rate rise to a record 24.6% as it faces the aftermath of a real-estate bust. In the Netherlands, meanwhile, unemployment is at 5.1%.

Back in Vilamoura, Veli Jokinen, 71, a Finnish resident of the region for the past seven years, contends that Southern Europeans don't pay as much in taxes as their northern peers. "Finland has five million people who pay 40% in tax. Spain, which has some 45 million, meanwhile, pays much less in tax. We don't think it is right for the Finnish to pay for the citizens of those countries," says Mr. Jokinen, a retired business owner.

Ineke van Blooij, 47, of the Netherlands, spending a week in Vilamoura with her husband, appreciated the weather but commented on the work ethic. "In the south, they work less and retire early," she said.

Many Portuguese—and statistics from the Organization of Economic Cooperation and Development—dispute the suggestion that Southern Europeans don't work as hard as people from the north. According to the OECD, a Portuguese worked in 2011 an average of 1,711 hours, compared with 1,378 in the Netherlands, 1,413 in Germany and 1,684 in Finland. The retirement ages among the countries also don't differ much, with Portugal's set at 65 and Finland's ranging from 63 to 68.

"There isn't a divide between the north and the south, at least not in terms of how much we work," says Olga Rodrigues, 48, a Portuguese secondary school teacher who was vacationing with her husband and four children in the Algarve.

Still, perceptions die hard. Two-thirds of Finns surveyed by national broadcaster Yle this month said they didn't want Finland to assume more financial responsibility to help stabilize the euro.

"I don't like it because it's a never-ending cycle, and it seems that Finland is always the first one to give money to other countries," Artur Gajewski, a Helsinki software programmer vacationing with his wife, Ann-Maj, and two young daughters, said.

Like many Finns, he pointed out that during a 1990s recession triggered by a banking-sector collapse, Finland put in place a program to cut spending, restore competitiveness and clean up the banking sector, including bank takeovers and compulsory mergers. It also sold off state assets and floated the currency to boost exports.

The situation got worse before it got better: GDP plummeted 15% in three years and unemployment reached nearly 20%, as social spending was cut—a deeply unpopular move in the Nordic welfare state. By the mid-1990s, helped by a currency devaluation, Finland's economy began to grow again as the overhaul programs and investments in R&D took root.

"Finns didn't get help from others during the '90s," said Janne Tarvainen, a 39-year-old Fin. "We learned. Now it's time for others to learn."

- WSJ EUROPE NEWS
- July 29, 2012, 7:29 p.m. ET

North-South Divide Marks Euro's Struggle

In Portugal, Finland, Two Different Views of Financial Crisis

By [PATRICIA KOWSMANN](#) in Vilamoura, Portugal and [DENISE WALL](#) in Espoo, Finland



Associated Press

A performer last week in Lisbon works on the street outside a shop advertising 50% markdowns.

Portuguese waiter Gonçalo Alexandre Costa Ribeiro has a personal take on Europe's North-South divide.

"The Northern Europeans tip more than the Southern Europeans," says Mr. Ribeiro, 22 years old, who works at a sushi restaurant in Vilamoura, a beach resort in Portugal's Algarve region. "I guess it's cultural, but also has to do with the economic situation of the two."

Though Finland and Portugal share a currency, their divergent economic outlooks reflect the divide between the euro-zone's strongest and weakest members. Finland's economy is still growing, and unemployment is low. In contrast, Portugal is suffering a high jobless rate and entering a second year of recession.

Such disparities, central to the euro zone's financial crisis, are in the spotlight heading into a week that brings a closely watched European Central Bank meeting Thursday. Last week ECB President Mario Draghi and the leaders of Germany and France vowed to do everything in their power to save the common currency. But the Bundesbank, Germany's fiercely independent central bank, Friday repeated its opposition to the ECB buying government bonds to help the currency area's weaker members.

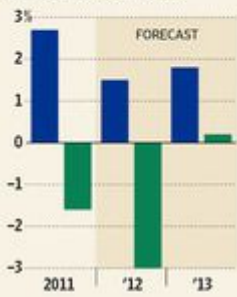
Meanwhile, interviews with Portuguese and Finnish during summer holidays in both countries reveal starkly different views of life amid the euro-debt turmoil.

Big Divide

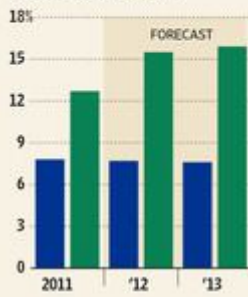
Finland and Portugal share the euro but have divergent economies.

 FINLAND  PORTUGAL

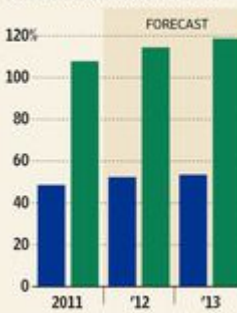
ANNUAL CHANGE IN GDP



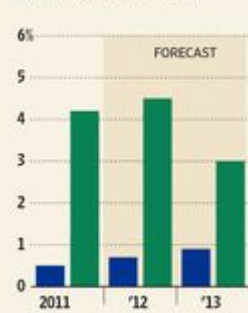
UNEMPLOYMENT RATE



GOVERNMENT DEBT PER GDP



BUDGET DEFICIT PER GDP



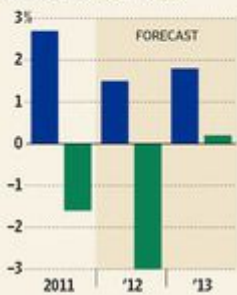
Sources: Eurostat; Bank of Finland; IMF

Big Divide

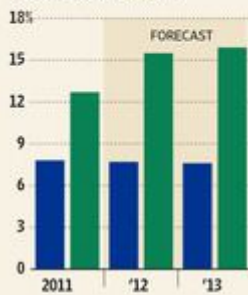
Finland and Portugal share the euro but have divergent economies.

 FINLAND  PORTUGAL

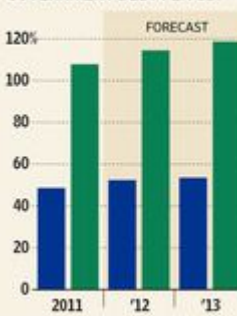
ANNUAL CHANGE IN GDP



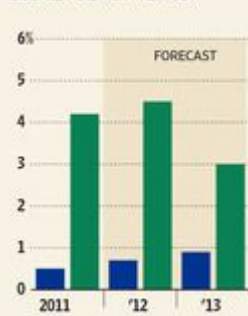
UNEMPLOYMENT RATE



GOVERNMENT DEBT PER GDP



BUDGET DEFICIT PER GDP



Sources: Eurostat; Bank of Finland; IMF

"We haven't felt the crisis," says Pentti Risto Ahonen, a retired dentist from Jyväskylä, Finland, who spends half of the year in the Algarve with his wife, Leena-Maija. "Finland isn't suffering the effects of it, except for those who sell products to the south."

The feeling of being almost untouched by economic turmoil is shared by Finns more than 2,000 miles away at a resort in Espoo, north of Helsinki. Here, where sunlight is shining nearly 24 hours a day, Finns flood into Serena, a ski resort that stays busy in the summer thanks to a water park.

"We are just beginning our family vacation, so we are mostly concerned about the weather," said homemaker Marja Laine, spending €94 (\$115) for entrance for a family of four. Her husband, Jani, says the euro-zone crisis isn't on his mind. "For the moment it has not had any impact on us."

For Portuguese families though, the crisis is front and center.

Felipe Felipe, a 38-year-old banker from the city of Barreiro, south of Lisbon, says his family has been cutting expenses to make up for the higher taxes he is paying after Portugal put through an austerity program to meet the expectations of its international creditors.

As usual, Mr. Felipe brought his wife and two children to Vilamoura to spend two weeks. But he says they are coming this year only because they have a family house available. "We came with a budget of €2,000 for the four of us, which means we have to eat less at restaurants and stay more time in the house," Mr. Felipe says, while sunbathing at the beach.

With Portuguese unemployment at 15.2% in May, compared with 7.6% in Finland, many of Mr. Felipe's countrymen aren't vacationing.

Unemployment divides other northern and southern countries within the euro zone. Spain, for instance, has seen its jobless rate rise to a record 24.6% as it faces the aftermath of a real-estate bust. In the Netherlands, meanwhile, unemployment is at 5.1%.

Back in Vilamoura, Veli Jokinen, 71, a Finnish resident of the region for the past seven years, contends that Southern Europeans don't pay as much in taxes as their northern peers. "Finland has five million people who pay 40% in tax. Spain, which has some 45 million, meanwhile, pays much less in tax. We don't think it is right for the Finnish to pay for the citizens of those countries," says Mr. Jokinen, a retired business owner.

Ineke van Blooijis, 47, of the Netherlands, spending a week in Vilamoura with her husband, appreciated the weather but commented on the work ethic. "In the south, they work less and retire early," she said.

Many Portuguese—and statistics from the Organization of Economic Cooperation and Development—dispute the suggestion that Southern Europeans don't work as hard as people from the north. According to the OECD, Portuguese worked in 2011 an average of 1,711 hours, compared with 1,378 in the Netherlands, 1,413 in Germany and 1,684 in Finland. The retirement ages among the countries also don't differ much, with Portugal's set at 65 and Finland's ranging from 63 to 68.

"There isn't a divide between the north and the south, at least not in terms of how much we work," says Olga Rodrigues, 48, a Portuguese secondary school teacher who was vacationing with her husband and four children in the Algarve.

Still, perceptions die hard. Two-thirds of Finns surveyed by national broadcaster Yle this month said they didn't want Finland to assume more financial responsibility to help stabilize the euro.

"I don't like it because it's a never-ending cycle, and it seems that Finland is always the first one to give money to other countries," Artur Gajewski, a Helsinki software programmer vacationing with his wife, Ann-Maj, and two young daughters, said.

Like many Finns, he pointed out that during a 1990s recession triggered by a banking-sector collapse, Finland put in place a program to cut spending, restore competitiveness and clean up the banking sector, including bank takeovers and compulsory mergers. It also sold off state assets and floated the currency to boost exports.

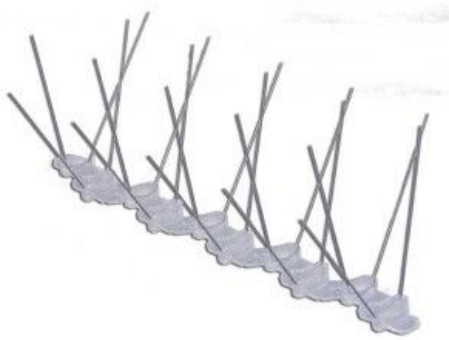
The situation got worse before it got better: GDP plummeted 15% in three years and unemployment reached nearly 20%, as social spending was cut—a deeply unpopular move in the Nordic welfare state. By the mid-1990s, helped by a currency devaluation, Finland's economy began to grow again as the overhaul programs and investments in R&D took root.

"Finns didn't get help from others during the '90s," said Janne Tarvainen, a 39-year-old Fin. "We learned. Now it's time for others to learn."



Published on *Re-Define* (<http://www.re-define.org>)

Spiking Skywards? Tackling rising yields in the Eurozone



Spiking skywards? Tackling rising yields in the Eurozone

The Eurocrisis is once again dominating the headlines. Renewed talk of a Greek exit, record yields for Spanish bonds and rising Italian borrowing costs have been splashed all over newspaper headlines. On the 25th of July, the yield on two year bonds for Spain hit more than 7% with the borrowing cost for five years and ten years exceeding 7.5%. For Italy the numbers were 5.2%, 6.5% and 6.7% respectively. Then, on the 26th of July, as Mario Draghi, the ECB president spoke of doing “whatever it takes” to save the Euro and making a reference to tackling problems of transmission of monetary policy being within the ECB’s mandate, the yields fell sharply. In this policy commentary we discuss 1) the relevance of high yields and 2) how they may be brought down and 3) the relevance, if any, of Draghi’s remarks.

No matter what the headlines say, the short-term impact of the rising yields on Spain’s actual borrowing cost is very limited. Spain is currently paying just 4.1% on the stock of its outstanding debt which has an average maturity of 6.4 years. This means that if Spain can now borrow at an average rate of say 7.1% (a full 3% points above current costs) it would take more than six years for this to reflect in its average borrowing costs. We have also analysed Italian borrowing costs in this piece [here](#) [9]. This means that in any one year its actual borrowing costs are likely to rise only by about a sixth of that amount, around 0.5%. If the panic in the markets does not worsen (which is a big if) Spain’s actual borrowing cost will only rise to a bit more than 4.6% by July 2013 – a cause for concern yes, but not a cause for panic. What then is the problem? Why the near panic?

Why rising yields are a problem

The situation in Spain is very bad, but much more important is the fact that it is likely to get [significantly worse](#) [10] unless current policies are changed dramatically. As the political space in the Eurozone shrinks this looks unlikely so not only does tomorrow look worse than today but day after tomorrow looks worse than tomorrow and there is no light at the end of the tunnel. Under such a negative overhang, few people expect bond yields not to go higher still as the credit risk in the economy rises. This gets us into a circular logic where expectations of the economy getting worse drives both current yields and future expectations of yields high – these are a cause for concern and every time a new level, say 7.5% is breached expectations set in that the next psychological threshold may be next. The absence of any Eurozone policy maker response every time a new level is breached further reinforces the belief that the situation will get worse. (An ECB response has been expected as yields reached new highs, but did not come. This is one of the reasons why Draghi’s remarks yesterday were interpreted positively by markets as he did address the issue albeit indirectly and the markets hope that this is a precursor to action)

The renewed discussion of a Greek exit from the Eurozone poses what is perhaps the biggest threat to Spain and Italy. As long as the Euro is considered to be permanent, the main risks in Spanish and Italian bonds are credit risks. The minute one seriously starts considering the possibility of a break-up of the Eurozone, the additional risk of redenomination creeps in. Most Spanish and Italian bonds were issued under domestic law so in the event of a break-up of the Euro, could be redenominated into the peseta and the lira respectively. These are rightly expected to depreciate sharply, perhaps by as much as 50%, thereby inflicting a very large loss on bondholders. This means that foreign investors, in particular, have a strong incentive to flee and the uncertainty overhang surrounding the integrity of the Eurozone has been a big driver of capital flight from and rising yields in both the public and private sectors of Spain and Italy.

Rising yields have an immediate impact on the real economy as well as the financial sector beyond the market logic and dynamics we just discussed. *First*, rising yields depress the market price of the large amounts of Spanish government bonds held by Spanish banks that weakens what is already a very fragile financial sector. This in turn casts a negative shadow on the Spanish sovereign given that Spain will need to backstop most of any losses that may accrue in the banking sector. *Second*, rising yields and higher volatility increases the collateral haircuts that counterparties demand making life harder still for banks. *Third*, sovereign yields remain critical for the transmission of credit to the real economy. Beyond the immediate negative impact that further fragility in the financial sector has on the ability and willingness of banks to lend to the real economy, sovereign yields continue to provide a de-facto floor for borrowing costs for large segment of the real economy. The fact of the matter is that the transmission channel for monetary policy in the Eurozone has been broken – no one in the troubled Eurozone economies can borrow anywhere close to the ECB policy rate. Credit is too expensive in the troubled economies and too cheap in economies such as Germany which the crisis has not hit yet. This pro-cyclicality is hugely damaging. In countries such as Spain and Italy the price of credit is rising and its availability shrinking weighing negatively on asset prices as well as real economic activity. Both of these further reinforce the downward economic spiral weighing negatively on the financial sector.

In an earlier piece we discussed the emergence of what we have called '[a dumbbell trap](#) [11]' in the Eurozone wherein the divergence of yields between weaker and stronger economies has a self-fulfilling dynamic so can entrap the Eurozone in a bad equilibrium. The possibility of a break-up of the Eurozone feeds this dynamic further since the currencies of weaker countries are expected to depreciate and those of stronger countries are expected to appreciate fuelling incentives to move money from the former to the latter.

In our discussion, we have also highlighted how the economics of the dumbbell trap goes beyond actually make the politics of any solution to the Eurocrisis much more difficult. The more the divergence between economies, the more any solution would be seen to be redistributive making the already poisonous politics in the Eurozone even worse. The capital that is fleeing Spain and Italy driving the yields there to record highs is fleeing to safe havens such as Germany depressing yields there to record lows. This rising yield divergence is yet another reason why current levels of Spanish and Italian yields are very damaging.

Another thing of note is both the reason behind the spike in short term Spanish yields in particular and the possible impact of such a spike. Spain faces large near-term uncertainty as the Eurozone leaders are unable to come up with a coherent response to the crisis. Renewed talks of a Greek exit further add to this uncertainty. The logic is that the biggest dangers to the Spanish economy lie just ahead. It is clear that without a change in the dynamic of the Eurocrisis these dangers are very real and rising. The corollary to this is that for Spain to make it through the next years successfully, a stemming of the Eurocrisis is essential. That is why the borrowing costs for Spain for 2 years, 5 years and 10 years are very close to each other (the yield curve has flattened) as the assumption is that Spain will only be able to navigate the two years with a successful resolution of the Eurocrisis. Most default risk for Spain or the risk of a break-up of the Euro is thus concentrated in the near term. However the spike in short-term yields, no matter how logical, could create some serious problems of their own. Not least amongst them is the fact that governments use short-term borrowing for liquidity management in the same way that companies use current accounts. Losing access to this market creates a serious danger of the government accidentally running out of cash and missing payments to domestic or international creditors which would be disastrous.

While the discussion above applies most directly to Spain, the logic therein also applies to Italy with the key differences being that Italy does not have banking problems that are anywhere nearly as serious as Spain, that it has a primary surplus not a large deficit and that it has significant net private wealth unlike Spain. For more on what we think of Italy, check out our recent piece "[The Italian Conundrum](#) [12]".

What can be done to bring yields down?

Now that we have discussed the problem(s) in Spain (please also read our recent more detailed piece on the state of the Spanish economy "[The Spanish Donkey](#) [13]) what can be done about these? The main question we address here is that of rising yields – how can these be brought down for Spain (and Italy) in the near term.

A reactivation of the ECB's SMP

Around this time last year, as Spanish and Italian were spiking, the European Central Bank reactivated its Securities Markets Program (SMP) and started buying significant quantities of Spanish and Italian bonds in the secondary market. This immediately brought the yields down for two reasons – first it introduced a large new buyer in the market thereby changing the supply-demand dynamics and second it created an expectation that the ECB was on the lookout and would intervene when necessary to create a ceiling for how high bond yields would be allowed to go. However, as it became increasingly clear that the ECB intervention was limited and not open-ended, the impact of the second effect dissipated. The ECB itself was very insistent that the program was limited in time and size. The ECB cut down its purchases to zero and has now not bought any bonds in the secondary market since March. In total, it bought about Euro 220 billion of bonds under the SMP. Hence the impact of its intervention was only temporary. Such ECB Intervention, through a reactivation of the SMP remains a likely possibility but there are good reasons to think that it would be even less effective this time round, unless there is change to the way it's done.

At the time of the Greek restructuring, the ECB owned billions of Euros of Greek bonds that it had bought through the SMP. It insisted that its claims were senior to that of other holders of the same bonds and negotiated to get paid in full. This meant that for a given amount of debt reduction needed the non-ECB holders of Greek bonds had to face larger haircuts. Without any explicit change in policy, market actors will rightly assume that the more Spanish and Italian bonds the ECB buys, the larger the haircuts they may face if this debt is eventually restructured as the ECB would once again refuse to take any losses. This rational fear of larger potential losses combined with the evidence that when the ECB says limited intervention it means it implies that the positive impact of any ECB purchases is likely to be less than last time round and will dissipate more quickly. In fact, any ECB intervention can and will bring yields down in the short-term but may actually leave yields higher than before the intervention once the immediate effects dissipate as the residual risks that remaining private bondholders face would actually be higher in the event of a restructuring. On this issue of seniority [our stance is more subtle](#) [14] than that of others who simply say that seniority is bad, but suffice to say that in this case it is a real problem. So the ECB could reactivate the SMP but it would only provide temporary relief.

The purported purpose of the SMP was to tackle "dysfunctional markets" which could really mean anything but the ECB implicitly made it clear that it was concerned about the transmission of monetary policy, which Draghi repeated in his recent remarks. However at the time the SMP was active, speculation was rife as to what criteria the ECB used to intervene – was it bid/ask spreads in the market? Was it bond yields? Was it phases of the moon? This ambiguity may have its benefits but the most efficient way to drive yields down is to say that this is your intent. And of course the stated intent has to be backed by credible firepower – notice the Swiss National Bank's clear explicit target of not allowing the Swiss Franc to appreciate beyond 1.20 against the Euro and a clear intent to do "whatever it takes" to stay on target. Last year, [we suggested that the ECB similarly set up an explicit yield target](#) [15] for sovereign bonds somewhere between 4%–5% or that it could target limiting yields divergence between different member states given that both create problems in monetary policy. But then it would have to explicitly say that this is the target and that it would defend this and do "whatever it takes".

This, no matter what Draghi said in his recent comments, is simply not on the cards, yet.

EFSF/ESM purchases of Spanish and Italian bonds

The current terms of the EFSF, the Eurozone's crisis management fund and the soon to be launched ESM allow them to purchase Eurozone government bonds in the primary or secondary markets. The problem with this option, which could be activated if Eurozone governments agreed, is that while this would bring yields down immediately, the limited size of the funds, which simply do not have enough firepower to support Italy or Spain beyond a few months, means that this could at best serve as a stop gap measure. Unlike the ECB, which could be much more effective, if it chooses to, by making an open-ended intervention and saying it won't claim seniority, there is little that the EFSF and the ESM could do by themselves to make their interventions more effective. In fact, the ESM's interventions may have the same negative impact as the ECB's future interventions unless it also explicitly rules out any claim of seniority. (For our opinion on the concept of seniority [click here](#) [14])

A fully-fledged bailout wherein Spain was taken off the market and the EFSF/ESM financed it through loans would once again confront the same issue of the funds simply not being large enough to credibly support Spain and Italy on which the markets would focus next.

EFSF/ESM first loss guarantees

The option for the EFSF to be able to provide first loss guarantees against sovereign bonds was discussed in earnest last year and adopted with some fanfare but has never been used. There is some renewed discussion about using this. If this option is used in a credible manner and sold as 'Germany and other strong countries guaranteeing Spanish and Italian creditors against losses willingly because they believe that such losses will never materialize', it would have some impact on bringing yields down. In particular, the crisis funds need to be credible that if the proverbial shit does hit the fan, Germany and other countries would indeed fulfil their obligations and repay creditors for the amounts of losses insured.

Microfinance, where collective liability can compensate for high individual credit risk may be a useful model to look at. The point about such an option is that it leads to behavioural changes. If Germany and other countries put their taxpayer money on the line as a junior claim in the event of a Spanish default, they won't just sit still but would have a very strong incentive to make sure that Spain does not default.

But such credibility is hard, if not well-nigh impossible to achieve, particularly at the same time that countries such as Finland are insisting on collateral from Greece and Spain for their share of EFSF lending. This is the exact opposite end of the spectrum from the kind of equity-like stake that a first loss guarantee would imply. ESM seniority is also obviously completely incompatible with any credible guarantees.

Another problem with such a guarantee would be that it would not work if it only protects investors against say the first 10% of loss. It would need to go much further – perhaps loss protection up 33% would be needed to make investors feel more comfortable given that the expectations of haircuts, if debt restructuring were indeed necessary, is substantial.

The problem of the limited size of funds would once again come to the fore as the size of residual support for the EFSF and ESM from the strong countries would need to be large enough to credibly cover losses in the event of a restructuring of debt.

Last but not the least is the problem that if such guaranteed bonds were issued, it would create a two-tier market. Investors may flee the market in non-guaranteed bonds towards that in guaranteed bonds. This would depress the market value of the stocks of existing bonds further putting pressure on the Spanish banking sector. It would also mean that there may be a problem of exit from the issuance of guaranteed bonds as the demand for the non-guaranteed bonds may have dried up by then.

In short, such an option, used sensibly, could help in the short-term but comes with several problems and limitations of its own.

Banking licence for the ESM

This sensible option, of providing a banking licence to the ESM thus giving it access to the ECB's line of credit and making it an eligible counterparty for the ECB has been proposed and rejected outright but given how bad things look, there is a possibility that this may be put back on the table. Essentially, the ECB, which accepts sovereign bonds (amongst other assets) as collateral to provide funds to private banks, would then be able to provide such funds to the ESM which could essentially deploy these to buy even more sovereign bonds.

This could significantly increase the effective size of the ESM as in essence, the ESM's own funds would be economically equivalent to equity and be used to absorb credit risk arising from its bond purchases and the ECB's money would be debt that would be used to fund the purchases. The only theoretical limit to how far this can go will depend on the haircuts imposed on the collateral by the ECB.

Much less clear that the technicalities of this solution are the politics. First, Germany remains explicitly opposed to this idea as do Finland and the Netherlands. Without all members of the ESM agreeing this would never get a banking licence. Another issue is that even if such a licence is granted, the ECB has to agree to have the ESM as an eligible counterparty. That is not the end of the matter. The ECB uses a Risk Control Framework to manage the risks to its own balance sheet and has an enormous room for flexibility within this. It could at any point decide to limit its own exposure to any counterparty (say the ESM) or particular assets (Italian or Spanish government bonds).

Our point is that any decision on the use of the ESM as a bank to tackle the Eurocrisis will work only if it has the full and continuing support of all 17 member states as well as the ECB. It is exactly this which imposes very serious political obstacles on this option seeing the light of day despite the fact that this is otherwise a neat idea.

Credit risk indemnity for the ECB

As we discussed in the previous section, under the ESM as a bank model, the ESM takes on the credit risk and the ECB provides the funding to support troubled sovereigns. Under the SMP, the ECB takes on the credit risk and provides the funding.

Another idea, which we first floated last year, would be for the ESM to indemnify the ECB against any credit losses on its purchases of sovereign bonds. This could then free up the ECB's hands to enact a much larger SMP. Economically, this is similar to the ESM bank model as the credit risk is taken on by the ESM and the funding comes from the ECB. However, unlike the ESM bank idea, which has explicitly been ruled out by key political actors not least Draghi himself, this idea has not been vetoed, yet. One could see how this may politically be more attractive than some of the other ideas that have been discussed but yet be economically workable.

The ECB is very clear that they will not ask for such an indemnity but if the ESM were to offer one...

The discussion in this policy brief has focussed on what can be done in the near-term. The fundamental problems we face are two-fold. **First, whatever is economically workable does not seem politically feasible** and second, that without a broader more comprehensive solution to the Eurocrisis any steps to address spiking yield would

only have a temporary impact. For example, if the possibility of a break-up of the Euro is not credibly taken off the table, the logic of [the dumbbell trap](#) [11] in which the Eurozone is presently struck, will continue to dominate.

Sony Kapoor

Managing Director

After Pledge of Help for Euro, Pressure Is On for Bank Chief

By [JACK EWING](#)

FRANKFURT — [Mario Draghi](#) demonstrated last week how a few choice words from a central bank chief can make or break fortunes, even those of whole nations.

Now the president of the [European Central Bank](#) faces the much more complicated task of delivering on last week's promise to do "whatever it takes to preserve [the euro](#)."

He will have a chance to give substance to that bold statement on Thursday when the bank's governing council meets.

With expectations so high, anything short of a decisive display of financial firepower could send financial markets back to the panicky behavior of only a week ago — when the thin trading of summer was exaggerating stock market gloom and bond investors were bidding up the borrowing costs of Spain and Italy to potentially destructive levels.

Mr. Draghi's [vow last week](#) and his assurance that "it will be enough" sent stocks up worldwide and drove Spanish borrowing costs down from their lofty levels.

Investors concluded that Mr. Draghi was signaling a major policy action, like huge purchases of government bonds to raise demand for debt from Spain and Italy and keep their borrowing costs at sustainable levels.

Nearly identical statements by Chancellor Angela Merkel of Germany, President François Hollande of France and Prime Minister Mario Monti of Italy in recent days further raised expectations, though it was unclear if they all had the same policies in mind.

Controlling the bond market may not be as simple as it sounds, though, even for an institution that has the power to print money. Nor, analysts said, are there many other easy or effective options for the European Central Bank, which serves the 17 European Union nations who use the euro.

Under its current charter, the central bank faces more restrictions on its ability to buy government bonds and stimulate the economy than the Federal Reserve does.

While the European bank is supposed to defend price stability above all else and is barred from financing governments, the Fed's mandate puts more emphasis on promoting employment, and it has bought hundreds of billions of dollars' worth of [Treasury securities](#).

But even the Fed, whose policy-making committee meets Tuesday and Wednesday, is struggling to find ways to help the economy when its main tool, managing a benchmark interest rate, is close to zero. And the central bank's benchmark interest rate, which has been cut three times since Mr. Draghi took his post last fall, is at a record low, at 0.75 percent. But in Europe, those low rates have not been passed on to business and consumers in countries like Spain and Italy because their banking systems are dysfunctional.

"They are in regions below 1 percent where the interest rate is basically impotent," said Jeffrey Bergstrand, a professor of finance at the University of Notre Dame in Indiana and former Fed economist. "The only thing that can help is fiscal stimulus," he said — in other words, government spending by countries like Germany that can afford it.

That may, in fact, be the message that Timothy F. Geithner, the Treasury secretary, delivers Monday when he meets his German counterpart, Wolfgang Schäuble, on the resort island of Sylt off the German coast. The United States has repeatedly pressed euro zone governments to be much more forceful in battling the crisis, which has been a drag on the global economy.

The European Central Bank has bought bonds before under a program begun by Mr. Draghi's predecessor, Jean-Claude Trichet. But that failed to hold down borrowing costs for countries like Spain because the bank had not committed enough money or show enough determination. Any new round of bond-buying would have to be more impressive.

“What can they do and what would bring about a sustained turnaround in market confidence?” said Jacques Cailloux, chief European economist at Nomura in London. “There I struggle to find something that would really be convincing.”

In theory, the central bank could cap bond prices simply by declaring that it would not tolerate market interest rates for Spain above, say, 7 percent. Any speculator who might want to bet against Spanish debt would confront the risk of big losses if the central bank bought bonds in grand style on the open market to drive down yields, the effective interest rates.

If the threat was credible enough, the bank might not actually have to carry it out.

That, however, is where the task becomes more tangled. For the central bank to be sufficiently intimidating, it would have to violate some existing taboos.

For example, it would have to abandon its practice of offsetting its bond purchases by taking in equal amounts in commercial bank deposits. By absorbing deposits, the bank takes as much cash out of the system as it puts in via bond purchases. By keeping the supply of money in the economy approximately even, it tries to avoid the appearance that it is printing money.

But already, the bank has struggled some weeks to attract enough interest-earning deposits from commercial banks to cover the bond purchases it has already made, valued at 212 billion euros, or \$260.7 billion.

The European Central Bank would also probably have to stop treating itself as a privileged creditor — something it did this year during the Greek bailout. By refusing to absorb losses on Greek bonds as private creditors were forced to, it may have unintentionally raised borrowing costs for other troubled countries.

Investors concluded that, if any country could not meet its obligations, private creditors would once again bear all the pain.

A decision to accept losses on the bank's holdings of Greek bonds would be a significant policy shift, though, and raise other difficult questions. Certainly the Greek government would rejoice if its debt load dropped by 20 billion euros or so — or even more if the European Union also took losses on its holdings.

But in Germany, where the public debate is still focused on teaching Greece a lesson, the reaction would be outrage. The rumblings of discontent could already be heard Friday, a day after Mr. Draghi's “whatever it takes” pledge. The Bundesbank, Germany's powerful central bank, reiterated that it remained opposed to bond purchases because they push the central bank into the realm of financing governments, a violation of its charter.

Dissent by Germany, the euro zone's biggest financier, would raise questions about the bank's resolve and very likely blunt the effectiveness of bond market intervention. That has been a problem in the past.

“Technically it's easy,” Charles Wyplosz, a professor of economics at the Graduate Institute in Geneva, said of the bank's putting a cap on government borrowing costs. But “there will be an uproar in Germany,” he quickly added. “The politics are too complicated.”

Mr. Draghi, a clever economist and seasoned policy maker, may devise a way through this political and legal minefield. He has so far avoided a public dispute with Jens Weidmann, the Bundesbank president, and the two are said to enjoy a collegial relationship, perhaps leaving room for compromise.

Analysts have suggested, for example, that the European bailout fund, the European Financial Stability Facility, could be deployed to buy Spanish and Italian bonds. Unlike the central bank itself, the bailout fund is

empowered to buy bonds directly from governments. It would also assume the job of making sure that Spain and Italy fulfill promises to reduce debt and restructure their economies.

Then, the thinking goes, the central bank could buy bonds on the open market as needed to put added downward pressure on borrowing costs.

But this mechanism would take time to carry out, which raises the question of what other, quicker steps the bank could agree to at its meeting on Thursday to satisfy the expectations that Mr. Draghi has raised.

The benchmark interest rate, cut to 0.75 percent from 1 percent in early July, could be cut again — to 0.5 percent or even 0.25 percent.

The central bank, though, has direct control only over the rates at which it lends to commercial banks. The effect on the interest rates that businesses and consumers actually pay would probably be minimal, especially in countries like Greece or Spain that need help most. Banks in those countries are focused on just surviving and are not lending much.

There might be other benefits, though. Already, the euro has declined in value against [the dollar](#) partly in response to the interest rate cut in early July. Economists differ on how much a weaker euro really helps exporters, whose products become less expensive in dollar terms.

“Given the situation in the euro area and the rest of the world, there can be no better news than that the euro is finally depreciating,” Mr. Wyplosz said, though he cautioned that weak global demand could blunt the effect.

Perhaps the most important impact of another cut would simply be to signal that the central bank is willing to break new ground to save the common currency — even if it is not totally clear what surprises Mr. Draghi may have in store.

The July cut “was a very strong signal the E.C.B. was more flexible,” Mr. Cailloux said. “It is open to more cuts if needed and not ruling out unconventional measures.”

As Syrian War Drags On, Jihadists Take Bigger Role

By [NEIL MacFARQUHAR](#) and [HWAIDA SAAD](#)

BEIRUT, Lebanon — As the uprising against President Bashar al-Assad's government grinds on with no resolution in sight, Syrians involved in the armed struggle say it is becoming more radicalized: homegrown Muslim jihadists, as well as small groups of fighters from [Al Qaeda](#), are taking a more prominent role and demanding a say in running the resistance.

The past few months have witnessed the emergence of larger, more organized and better armed Syrian militant organizations pushing an agenda based on jihad, the concept that they have a divine mandate to fight. Even less-zealous resistance groups are adopting a pronounced Islamic aura because it attracts more financing.

Idlib Province, the northern Syrian region where resistance fighters control the most territory, is the prime example. In one case there, after jihadists fighting under the black banner of the Prophet Muhammad staged significant attacks against Syrian government targets, the commander of one local rebel military council recently invited them to join. "They are everywhere in Idlib," said a lean and sunburned commander with the Free Syrian Army council in Saraqib, a strategic town on the main highway southwest from Aleppo. "They are becoming stronger, so we didn't want any hostility or tension in our area."

Tension came anyway. The groups demanded to raise the prophet's banner — solid black with "There is no god but God" written in flowing white Arabic calligraphy — during the weekly Friday demonstration. Saraqib prides itself in its newly democratic ways, electing a new town council roughly every two months, and residents put it to a vote — the answer was no. The jihadi fighters raised the flag anyway, until a formal compromise allowed for a 20-minute display.

In one sense, the changes on the ground have actually brought closer to reality the Syrian government's early, and easily dismissible, claim that the opposition was being driven by foreign-financed jihadists.

A central reason cited by the Obama administration for limiting support to the resistance to things like communications equipment is that it did not want arms flowing to Islamic radicals. But the flip side is that Salafist groups, or Muslim puritans, now receive most foreign financing.

"A lot of the jihadi discourse has to do with funding," noted Peter Harding, the [Syria](#) analyst with the International Crisis Group, adding that it was troubling all the same. "You have secular people and very moderate Islamists who join Salafi groups because they have the weapons and the money. There tends to be more Salafi guys in the way the groups portray themselves than in the groups on the ground."

But jihad has become a distinctive rallying cry. The commander of the newly unified brigades of the Free Syrian Army fighting in Aleppo was shown in a YouTube video on Sunday exhorting men joining the rebellion there by telling them: "Those whose intentions are not for God, they had better stay home, whereas if your intention is for God, then you go for jihad and you gain an afterlife and heaven."

What began as a largely peaceful, secular protest movement in March 2011 first took on a more religious tone late last summer as it shifted into an armed conflict waged by more conservative, more rural Sunni Muslims whose faith already formed an integral focus of their daily lives.

But greater attention has been focused on a Qaeda involvement in the uprising since mid-July, when fighters professing allegiance to the terrorist organization appeared during the opposition takeover of the Bab al-Hawa border crossing with Turkey. In one video, five fighters declared their intention to create an Islamic state. (Mainline Qaeda ideology calls for a Pan-Islamic caliphate.)

Still, there is, as yet, no significant presence of foreign combatants of any stripe in Syria, fighters and others said. The Saraqib commander estimated there were maybe 50 Qaeda adherents in all of Idlib, a sprawling

northwestern province that borders Turkey. The foreigners included Libyans, Algerians and one Spaniard, he said, adding that he much preferred them over homegrown jihadists. They were both less aggressive and less cagey than the locals, said the commander, interviewed in Turkey and via Skype and declining to be further identified.

An activist helping to organize the Syrian military councils said there were roughly 50,000 fighters in total, and far fewer than 1,000 were foreigners, who often have trouble gaining local support. “If there were 10,000, you would know, and less than 1,000 is nothing,” said the activist, Rami, declining for safety reasons to use more than one name.

Not all foreign fighters are jihadists, either. One Libyan-Irish fighter, Mahdi al-Harati, who helped lead the battle for Tripoli, Libya, organized a group of volunteers for Syria, noted Thomas Pierret, a lecturer in contemporary Syrian Islam at the University of Edinburgh. “He is not a jihadi; he sees himself as a Libyan revolutionary there to help the Syrian revolution,” Mr. Pierret said.

Fighters, activists and analysts say that jihadi groups are emerging now for several reasons. They generally stand apart from the Free Syrian Army, the loose national coalition of local militias made up of army defectors and civilian volunteers. Significantly, most of the money flowing to the Syrian opposition is coming from religious donors in Saudi Arabia, Qatar and elsewhere in the Persian Gulf region whose generosity hinges on Salafi teaching.

Further, as the sectarian flavor of the uprising deepened, pitting the majority Sunni Muslims against the ruling minority, the Alawites, it attracted fighters lured by a larger Muslim cause. Alawites, the president’s sect, dominate Syria, but many orthodox Muslims view them as a heretical offshoot of Shiite Islam.

Understanding the military players in the Syrian opposition has become remarkably more difficult in recent months through the proliferation of brigades, battalions and fronts, many bearing religious names. Plus they change all the time, and some have all but disappeared.

But there is a marked trend in videos not displaying the revolutionary banner — Syria’s independence flag with a green, white and black stripe and three red stars. “The issue of the flag really is key,” Mr. Pierret said, “They are on their way to a more Salafi, jihadi agenda and a rejection of the national framework.”

One recent such video, highlighting the storming of a police station near Aleppo, featured a pistol, the Koran and a song about fighting. “The Koran in our hands, we defy our enemy, we sacrifice with our blood for religion” were some of the lyrics.

The commander in Saraqib said that when he invited jihadists into his military council, they rejected several proposed names for the expanded group that included references to Syria. “They consider the entire world the Muslim homeland, so they refused any national, Syrian name,” he said.

The attitude prompts grumbling from fighters used to the gentler Islam long prevalent in Syria. Adel, a media activist from Idlib interviewed in Antakya, Turkey, in June, complained that “the Islamic current has broken into the heart of this revolution.” When a Muslim Brotherhood member joined his group in Idlib, he said, inside of a week the man demanded that the slogans that they shouted all included, “There is no god but God.”

“Now there are more religious chants than secular ones,” Adel grouched.

Behind the surface tussling over symbols lies a fight for power and influence. Those attacking the government in the name of religion want more say, while those who preceded them want to limit their role. As in Iraq, the longer the fight, the more extremists will likely emerge.

For now, both fighters and analysts said not all the jihadist symbols could be taken at face value. The scarcity of weapons and ammunition in the unbalanced fight with the government inspires much more tension than ideology.

Some Syrians who seek a more secular revolution blame the lack of Western support for driving the rebellion into the arms of the extremists, either by not supplying arms or by not forcing a solution. “The radicalism is the result of a loss of hope,” said Imad Hosary, a former member of the nonviolent, local coordination committees inside Syria who fled to Paris. “The jihadists are those that say heaven awaits us because that is all they have left; the international community is responsible for not finding a solution.”

The most prominent emerging homegrown groups include Ahrar al-Sham and Sukur al-Sham, which field various chapters in Idlib and elsewhere. Jibhat al-Nusra, an organization that has claimed several suicide bombings, is considered weak on the ground, the experts said.

Ahrar al-Sham in particular enjoys the support of Sheik Adnan al-Arour, a Sunni Muslim media star in exile, who blasts Shiites and Alawites on his television show and on what appears to be his authentic Twitter account. “We buy weapons from the donations and savings of the Wahhabi children,” said one recent Twitter posting, referring to the Islamic sect prominent in Saudi Arabia and Qatar, “and not from the Americans like the Shiites of Iraq did.”

He has also lashed out against Hassan Nasrallah, the leader of Hezbollah in Lebanon, the militant Shiite organization that backs President Assad. “I ask Hassan Nasrallah how many wounded Syrians has he healed? Because I know how many he and his party killed.”

Members of the main homegrown groups denied harboring extremist tendencies, like declaring other groups or individuals apostates. Abu al-Khatib, in his late 20s, said he was a former fighter for Al Qaeda in Iraq before he joined Ahrar al-Sham. “I agree with Al Qaeda on certain things and disagree on others,” he said. “Suicide bombings should only be against the security forces, not civilians, for example.”

Abu Zein, a spokesman for Sukur al-Sham, said the organization included Syrians plus other Arabs, French and Belgians. “The Qaeda ideology existed previously, but it was suppressed by the regime,” he said in a Skype interview.

“But after the uprising they found very fertile ground, plus the funders to support their existence,” he added. “The ideology was present, but the personnel were absent. Now we have both.”

Rami, the activist, thinks the jihadi tendencies mark both the length of the fight and the fact that society in many areas has become male-dominated and unstable, with the elderly, women and children having fled. Syrian Islam, he said, tends not to sympathize with extremism. A broad fatwa issued via Ahrar al-Sham against all Alawites was so widely condemned by other fighters that it was later diluted to focus on government figures.

Rami described one local leader in Binnish, a town near Saraqib, questioning the religion of Ahrar al-Sham members who he thought were kidnapping too many local Shiites.

“He told them, ‘Damn your religion — who is this God of yours you are bringing? I have been a Muslim for 40 years, and this is a God we don’t know,’ ” Rami said.

Dalal Mawad contributed reporting.

The Morality of Migration

By [SEYLA BENHABIB](#)

In announcing [his executive order on June 15](#) that undocumented migrant youths who meet certain conditions would no longer be deported, President Obama said that "It was the right thing to do." What he did not say was whether he meant "the right thing" legally or morally.

Obviously, he considered the order to be legal, even though this invocation of presidential power drew strong criticism from many, including Supreme Court Justice Antonin Scalia. But the president's grounds for believing it moral were much less clear.

This should come as no surprise: the morality and politics of migration are among the most divisive issues in much of the world. In the United States, discussions of immigration flow seamlessly into matters of national security, employment levels, the health of the American economy, and threats to a presumptive American national identity and way of life. Much the same is true in Europe. Not a week goes by without a story of refugees from Africa or Asia perishing while trying to arrive at the shores of the European Union.

Nor are such developments restricted to the resource-rich countries of the Northern Hemisphere. The United Arab Emirates, Kuwait, Singapore, Israel and Jordan are countries with the [highest percentage share](#) of migrants among their total population, while the United States, the Russian Federation, Germany, Saudi Arabia, Canada and France lead in the [actual number](#) of international migrants. Migrations are now global, challenging many societies in many parts of the world.

Whereas from 1910 to 2012, the world's population increased slightly more than fourfold, from 1.6 billion to more than 7 billion, the number of people living in countries other than their own as migrants increased nearly sevenfold, from roughly 33 million to more than 200 million.

Migrations pit two moral and legal principles, foundational to the modern state system, against each other. On one hand, the human right of individuals to move across borders whether for economic, personal or professional reasons or to seek asylum and refuge is guaranteed by Articles 13 and 14 of the 1948 [Universal Declaration of Human Rights](#). On the other hand, Article 21 of the declaration recognizes a basic right to self-government, stipulating that "the will of the people shall be the basis of the authority of government." Under the current regime of states, that fundamental right includes control over borders as well as determining *who* is to be a citizen as distinguished from a resident or an alien.

The international system straddles these dual principles but it has not been able to reconcile them. The irony of global developments is that while state sovereignty in economic, military, and technological domains is eroded and national borders have become more porous, they are still policed to keep out aliens and intruders. The migrant's body has become the symbolic site upon which such contradictions are enacted.

Why not advocate a "world without borders" then? From a moral point of view, no child *deserves* to be born on one side of the border rather than another, and it is deeply antithetical to our moral principles to punish individuals for what they cannot help being or doing. Punishment implies responsibility and accountability for one's actions and choices; clearly, children who through their parents' choices end up on one side of the border rather than another cannot be penalized for these choices.

A strong advocate of the right to self-government might retort that rewarding certain children for the wrongs committed by their parents, in this case illegal immigration, by legalizing undocumented youths is illogical as well as immoral and that "the right thing to do" would be to deport *all* undocumented migrants - parents and children alike. Apart from the sheer impracticality of this solution, its advocates seem to consider undocumented "original entry" into a country as the analog of "original sin" that no amount of subsequent behavior and atonement can alter.

But such punitive rigor unfairly conflates the messy and often inadvertent reasons that lead one to become an undocumented migrant with no criminal intent to break the law.

If conditions in a person's native country so endanger his life and well-being and he becomes willing to risk illegality in order to survive, his right to survival, from a moral point of view, carries as much weight as does the new country's claim to control borders against migrants. Immanuel Kant, therefore, called the moral claim to seek refuge or respite in the lands of another, a "universal right of hospitality," provided that the intentions of the foreigner upon arriving on foreign lands were peaceful. Such a right, he argued, belonged to each human being placed on this planet who had to share the earth with others.

Even though morally the right to hospitality is an individual right, the socioeconomic and cultural causes of migrations are for the most part collective. Migrations occur because of economic, environmental, cultural and historical "push" and "pull" factors. "We are here," say migrants, "because in effect you were there." "We did not cross the border; the border crossed us."

We do have special obligations to our neighbors, as opposed to moral obligations to humanity at large, if, for example, our economy has devastated theirs; if our industrial output has led to environmental harm or if our drug dependency has encouraged the formation of transnational drug cartels.

These claims of interdependence require a third moral principle - in addition to the right of universal hospitality and the right to self-government - to be brought into consideration: *associative obligations* among peoples arising through historical factors.

States cannot ignore such associative obligations. Migration policies, though they are often couched in nation-centric terms, always have transnational causes and consequences. It is impossible to address Mexican migration into the United States, for example, without considering the decades-long dependency of the rich California agricultural fields upon the often undocumented and unorganized labor of Mexican workers, some of whose children have now grown up to become "Dreamers" (so named after the [Development, Relief, and Education for Alien Minors Act](#) introduced to Congress in 2001). Among the three million students who graduate from United States high schools, [65,000 are undocumented](#).

The United States owes these young people a special duty of hospitality, not only because we, as a society, have benefited from the circumstances under which their parents entered this country, but also because they have formed strong affiliations with this society through being our friends, students, neighbors and coworkers. In a liberal-democratic society the path to citizenship must follow along these associative ties through which an individual shows him or herself to be capable and worthy of citizenship.

Migratory movements are sites of imperfect justice in that they bring into play the individual right to freedom of movement, the universal right to hospitality and the right of collectives to self-government as well as specific associative moral obligations. These rights cannot always be easily reconciled. Furthermore, international law does not as yet recognize a "human right to citizenship" for migrants, and considers this a sovereign prerogative of individual states. Nonetheless, the responsible politician is the one who acts with a lucid understanding of the necessity to balance these principles rather than giving in to a punitive rigorism that would deny, in Thomas Jefferson's words, "the right which nature has given to all men of departing from [and I would add, from joining with] the country in which choice, not chance has placed them" (1774).

Whether or not President Obama considered all these moral aspects of the matter, his handling of this issue shows that he acted as a "responsible politician," and not opportunistically as some of his critics charged. It was "the right thing to do."

Seyla Benhabib is the Eugene Meyer professor of Political Science and Philosophy at Yale University. She is the author of "Dignity in Adversity. Human Rights in Troubled Times" (2012).

Crash of the Bumblebee

By PAUL KRUGMAN

Last week Mario Draghi, the president of the European Central Bank, declared that his institution “is ready to do whatever it takes to [preserve the euro](#)” — and markets celebrated. In particular, interest rates on Spanish bonds fell sharply, and stock markets soared everywhere.

But will the euro really be saved? That remains very much in doubt.

First of all, Europe’s single currency is a deeply flawed construction. And Mr. Draghi, to his credit, actually acknowledged that. “The euro is like a bumblebee,” he declared. “This is a mystery of nature because it shouldn’t fly but instead it does. So the euro was a bumblebee that flew very well for several years.” But now it has stopped flying. What can be done? The answer, he suggested, is “to graduate to a real bee.”

Never mind the dubious biology, we get the point. In the long run, the euro will be workable only if the European Union becomes much more like a unified country.

Consider, for example, the comparison between Spain and Florida. Both had huge housing bubbles followed by dramatic crashes. But Spain is in crisis in a way Florida isn’t. Why? Because when the slump hit, Florida could count on Washington to keep paying for Social Security and Medicare, to guarantee the solvency of its banks, to provide emergency aid to its unemployed, and more. Spain had no such safety net, and in the long run, that has to be fixed.

But the creation of a United States of Europe won’t happen soon, if ever, while the crisis of the euro is now. So what can be done to save the currency?

Well, why was the bumblebee able to fly for a while? Why did the euro seem to work for its first eight or so years? Because the structure’s flaws were papered over by a boom in southern Europe. The creation of the euro convinced investors that it was safe to lend to countries like Greece and Spain that had previously been considered risky, so money poured into these countries — mainly, by the way, to finance private rather than public borrowing, with Greece the exception.

And for a while everyone was happy. In southern Europe, huge housing bubbles led to a surge in construction employment, even as manufacturing became increasingly uncompetitive. Meanwhile, the German economy, which had been languishing, perked up thanks to rapidly rising exports to those bubble economies in the south. The euro, it seemed, was working.

Then the bubbles burst. The construction jobs vanished, and unemployment in the south soared; it’s now well above 20 percent in both Spain and Greece. At the same time, revenues plunged; for the most part, big budget deficits are a result, not a cause, of the crisis. Nonetheless, investors took flight, driving up borrowing costs. In an attempt to soothe the financial markets, the afflicted countries imposed harsh austerity measures that deepened their slumps. And the euro as a whole is looking dangerously shaky.

What could turn this dangerous situation around? The answer is fairly clear: policy makers would have to (a) do something to bring southern Europe’s borrowing costs down and (b) give Europe’s debtors the same kind of opportunity to export their way out of trouble that Germany received during the good years — that is, create a boom in Germany that mirrors the boom in southern Europe between 1999 and 2007. (And yes, that would mean a temporary rise in German inflation.) The trouble is that Europe’s policy makers seem reluctant to do (a) and completely unwilling to do (b).

In his remarks, Mr. Draghi — who I suspect understands all of this — basically floated the idea of having the central bank buy lots of southern European bonds to bring those borrowing costs down. But over the next two

days German officials appeared to throw cold water on that idea. In principle, Mr. Draghi could just overrule German objections, but would he really be willing to do that?

And bond purchases are the easy part. The euro can't be saved unless Germany is also willing to accept substantially higher inflation over the next few years — and so far I have seen no sign that German officials are even willing to discuss this issue, let alone accept what's necessary. Instead, they're still insisting, despite failure after failure — remember when Ireland was supposedly on the road to rapid recovery? — that everything will be fine if debtors just stick to their austerity programs.

So could the euro be saved? Yes, probably. Should it be saved? Yes, even though its creation now looks like a huge mistake. For failure of the euro wouldn't just cause economic disruption; it would be a giant blow to the wider European project, which has brought peace and democracy to a continent with a tragic history.

But will it actually be saved? Despite Mr. Draghi's show of determination, that is, as I said, very much in doubt.

La Banque Centrale Européenne peut-elle encore faire quelque chose ?



La réaction ce jeudi aux déclarations de Mario Draghi, le Président de la Banque Centrale Européenne, a été **aussi positive que mal informée**. Mais ne boudons pas ce vent d'optimisme appuyé d'un coup de téléphone entre Angela Merkel et François Hollande répétant leur soutien à l'Euro. Qu'il soit ou non bien informé, cet enthousiasme a permis de dissiper ce qu'a d'excessif le pessimisme ambiant. Mais il n'avait pas de contenu solide

Commençons par lire attentivement le texte *verbatim* publié sur le site de la BCE.

1. **L'Euro est beaucoup plus solide que la perception généralisée**, soutenu par une zone monétaire dont le déficit et la dette sont inférieurs au Japon et aux Etats-Unis.
2. **L'Euro est irréversible**, et le capital politique investi dans cette devise commune est puissant.
3. **La BCE est disposée à faire tout ce qui est en son pouvoir** pour soutenir l'Euro.

Ces trois messages sont importants, corrects et méritent d'être pris au sérieux. Mais il ajoute : ***Croyez-moi, ce sera assez.***

Comment le Président de la BCE justifie-t-il cette affirmation qui est probablement celle sur laquelle portent les doutes ? Il ne le fait pas et évoque une série de mesures qui visent à opérer une défragmentation financière. Ce diagnostic est exact, mais la réforme des marchés financiers, de la supervision des banques, d'une forme de mutualisation des risques sont des questions politiques qui mettront du temps à implémenter. L'Eurozone a besoin d'actions immédiates.

La BCE dispose-t-elle de munitions suffisantes pour désamorcer à court terme la crise de l'Eurozone ?

Ce n'était visiblement pas le sujet de la conférence. Dans son interview du Monde, Mario Draghi affirme que *si les pays s'engagent de façon ferme, même à long terme, cela a des effets sur le court terme*. C'est vrai, mais insuffisant en période de crise aiguë. Ni Mario Draghi, ni Angela Merkel, ni François Hollande n'ont ajouté quoi que ce soit qui puisse justifier la poussée d'optimisme des marchés. Le reste est affaire de gonflement médiatique.

- **1. La BCE ne peut intervenir comme une autre banque centrale** sur les marchés des emprunts souverains des Etats Membres. Cette limite est malheureuse, mais totalement justifiée. Ce n'est pas cette situation qui explique les difficultés d'actions de l'Eurozone, mais l'absence d'un Ministère des Finances, d'un pouvoir politique européen. Dans un Etat « normal » la combinaison des rôles du Trésor Public et de la Banque Centrale permet de doter cette dernière d'un droit d'intervention sur la dette souveraine. L'interprétation des déclarations de Mario Draghi « supposant » que la BCE allait s'embarquer dans un programme d'achat d'obligations souveraines grecques ou italiennes était simplement incorrecte, et la Bundesbank a, à juste titre, immédiatement fait savoir qu'elle restait opposée à une telle mesure.

- 2.L'Euro et l'Eurozone ont été construits sans Trésor Public, sans moyens de taxation et sans Ministre des Finances. En clair, on a chargé la BCE de maintenir l'ordre dans l'Eurozone sans que cette-ci se soit dotée de la contrepartie politique nécessaire : c'est cette démission politique qui explique l'impuissance de la BCE. *Notre mandat n'est pas de résoudre les problèmes financiers des Etats mais d'assurer la stabilité des prix et de contribuer à la stabilité du système financier en toute indépendance*, déclare Mario Draghi au Monde.
- 3.La BCE a prêté 1.000 milliards d'euros à 3 ans à 1% aux banques européennes. Son bilan a augmenté de 2.000 à 3.000 milliards d'euros, soit le double de la Federal Reserve américaine. Elle l'a fait comme toute banque centrale, avec en contrepartie des mises en gages d'actifs de moins en moins solides. Contrairement à une croyance généralement répandue, le fait que la BCE ait le plus large bilan en proportion du PIB de l'ensemble des grands pays est un signal qui inquiète. Ce n'est donc pas en demandant à la BCE de prêter plus que l'on arrivera à résoudre la crise de l'endettement. La BCE n'est pas un prêteur ou un Mont de Piété.
- 4.Les prêts aux banques par les fonds européens doivent passer par les Etats. La seule solution à court terme est la transformation du MES (Mécanisme Européen de Stabilité) en une institution bancaire qui ne dépendrait plus uniquement des marchés obligataires mais pourrait recevoir des dépôts et effectuer des prêts et des achats d'obligations de manière plus souple. Il faudra cependant se poser la question de la multiplication de ces institutions et du fait qu'elles ont une notation qui explique qu'elles empruntent à un taux double de celui de l'Allemagne.

La Banque Centrale Européenne peut être éminemment utile pour faciliter la liquidité des marchés obligataires souverains et bancaires. Aujourd'hui, cependant, l'Europe continue de proclamer des vérités auxquelles il est impossible de croire. Pour information pas un euro des 100 milliards d'euros décidés dans le cadre de la facilité bancaire espagnole n'a été versé.

Dans la complexité des mécanismes européens, **la BCE a probablement épuisé les moyens dont elle peut disposer pour assister les pays en difficulté.** Mario Draghi le sait mieux que quiconque. Sa déclaration à Londres est, au mieux, légère, au pire, pourrait soulever de faux espoirs.

Porträt des Künstlers als liebender Mann

FAZ 19.08.2011 · Unstillbarer Durst nach Leben: Michael Kumpfmüller hat mit „Die Herrlichkeit des Lebens“ einen Roman voller Würde geschrieben. Er zeigt uns einen erfüllten Franz Kafka und bringt Licht in das Rätsel Dora Diamant.

Von Oliver Jungen



© Verlag

Inzwischen sieht er beinahe wie ein Kind aus, man kann es nicht deutlich genug sagen, er ist krank, aber das Auffällige ist doch dieser Ausdruck, als hätte er sein halbes Leben gebraucht, um wie ein verdruckster Primaner auszusehen, und kaum hat er diese Stufe erreicht, entwickelt er sich zurück zum Kind.“ Vor dem Spiegel geht dem Protagonisten diese Ungeheuerlichkeit auf: dass sein Körper sich nicht an die vorgegebene Chronologie hält. Das Regredieren ist überhaupt die Signatur der Zeit, politisch, gesellschaftlich, wirtschaftlich. Die ins Grotteske neigende Endzeitstimmung scheint sich in diesem Körper, der täglich jünger und doch hinfalliger wird, einen Signifikanten gesucht zu haben. Sein Träger verkriecht sich, richtet den Bau ein und ergreift unter diesen Bedingungen, die alle Normalität außer Kraft setzen, zum ersten Mal das Leben beim Schopfe.

Ein biographischer Roman über einen Schriftsteller ist für einen Autor wohl das Leichteste und Schwerste zugleich. Einerseits liegt das Material offen zutage, andererseits erfordert es ein Höchstmaß an stilistischer Präzision, über die Literaturgeschichte hinauszugehen, ohne in einen Widerspruch zu ihr zu geraten. Und um es gleich zu sagen: Michael Kumpfmüller, dem schon einige literarische Coups gelungen sind, hat diese Aufgabe mit Bravour gemeistert. Sein tragisch-schöner Liebesroman „Die Herrlichkeit des Lebens“ zeigt uns einen Franz Kafka, den wir erkennen und so doch nicht kannten, nämlich einmal nicht (nur) als Sohn und innerlich Zerrissenen, sondern als Versöhnten, der zuletzt Erfüllung findet. Wenn daran auch manches Spekulation sein mag, so ist sie doch gut begründet.

Es hatte auch bössere Stimmen gegeben

Denn dieses Porträt des Künstlers als liebender Mann ist zu gleichen Teilen eine Hommage an die junge Frau, die in Kafkas letztem Lebensjahr an seiner Seite stand, an Dora Diamant. Und damit ist es ein literarisches Oxymoron, das zwei konträre Perspektiven zusammenbringt und dies zugleich reflektiert: „Ist man für verschiedene Menschen jeweils ein anderer?“ Die Literaturwissenschaft hat sich zur Anbetung ihren eigenen, ätherisch-ungreifbaren Genius entworfen. Die Kafka so wichtige Geliebte dagegen wendete sich gegen jedes Literatur-Pathos. Es herrschte kein Friede unter diesen Hinterbliebenen.

Nachgerade versöhnlich war es, wenn Joachim Unseld Anfang der achtziger Jahre in seiner Kafka-Promotion von der „anspruchlosen und ganz unintellektuell natürlichen Dora“ sprach. Es hatte auch bössere Stimmen gegeben, die sich ihrerseits herausgefordert fühlen mochten von Doras Angriffen gegen die Forschung, die sie eine „Verletzung meiner Privatsphäre“ nannte. Die posthume Veröffentlichung von Kafkas Schriften lehnte sie ab, weil sie diese im Vergleich mit Kafkas Person für „bestenfalls unwichtig“ hielt, wie sie im Jahre 1930 bekannte, und zwar ausgerechnet gegenüber Max Brod, der seit je an Kafkas literarische Sendung glaubte. Man strafte die Person, die wohl so nah wie niemand sonst an Kafka herangekommen war, bis in die jüngere Vergangenheit mit Desinteresse, obwohl auch Doras späteres Leben einem Roman gleicht: Sie wurde

Schauspielerin, heiratete einen KPD-Funktionär, lebte als aktive Kommunistin in der Sowjetunion und in Großbritannien, wo sie während des Krieges als feindliche Ausländerin inhaftiert wurde und 1952 starb.

Das Religiöse gibt hier allenfalls die Kulisse

Seit einigen Jahren jedoch findet eine kleine Dora-Renaissance statt: Die – nicht verwandte – Amerikanerin Kathi Diamant hat 2003 eine ausführliche Biographie vorgelegt. Ein Jahr später widmete Nicholas Murray Dora ein längeres Kapitel in „Kafka und die Frauen“, auch wenn Felice Bauer und Milena Jesenská hier im Vordergrund stehen. Zuletzt hat Reiner Stach 2008 im zweiten Band seiner überragenden Biographie ausführlich über die Dora-Jahre berichtet. Aber obwohl Stach selbst gerne literarische Verfahren einsetzt, hält er sich hier merklich zurück, gibt den ökonomischen Rahmenbedingungen mehr Raum als Auskünften über die Natur dieser Beziehung, und das aus einem einfachen Grund: Kafkas Diskretion, so Stach, lasse „den Nachlebenden kaum mehr als das Spiel mit Indizien“. Doras Durchdrungenheit von der jüdischen Überlieferung ist bekannt: Zog dies den soeben Hebräisch lernenden Kafka in erster Linie an? Kumpfmüller verneint vorsichtig. Das Religiöse gibt hier allenfalls die Kulisse ab für eine Romanze, die aus dem Bauch kommt, nicht aus dem Kopf.

Manches wird sich vielleicht in Kürze aufklären, wenn der Max-Brod-Nachlass, für dessen Verbleib in Israel der israelische Staat seit nunmehr einigen Jahren einen kafkaesken Prozess führt, endlich der Forschung zugänglich wird, denn dort liegen auch etwa siebzig Briefe Doras an Max Brod. Noch viel mehr könnte sich erhellen, sollten tatsächlich die von Dora vor dem Verbrennen bewahrten zwanzig Notizhefte und fünfunddreißig Briefe Kafkas wiedergefunden werden, die ihr die Gestapo 1933 abnahm und deren Spur Kathi Diamant 2008 in Polen gefunden haben will, obwohl man von diesem „Kafka-Projekt“ seither nichts mehr gehört hat.

Und doch ist es ihre Kraft, von der beide leben

Kumpfmüller, der das Spiel mit Indizien annimmt, kennt die Sekundärliteratur genau, ebenso Kafkas Werk, die Tagebücher – obwohl sie für diesen Zeitraum nicht allzu aussagekräftig sind: vieles haben Kafka und Dora verbrannt –, vor allem die zahlreichen Briefe, und so ist dieser Roman bis in die Tiefenschichten hinein fundiert: Die zarte Annäherung im Ostseebad Müritz im Juli 1923, die erste Trennung, das gegen alle Vernunft durchgezogene Zusammenleben in Berlin in drei verschiedenen Wohnungen, die drückende Armut, jede Zustandsänderung der Tuberkulose, die zweite Trennung, die Abfolge der Sanatorien und Kliniken, der Heiratsantrag und seine Zurückweisung durch Doras Vater, noch der Kuchen, den Dora aus den Utensilien eines von Max organisierten Hilfspakets backt und ans Jüdische Kinderheim gibt, all das ist historisch und doch keineswegs ein „Reenactment“. Auch sind zahlreiche tradierte Aussagen – es beginnt schon mit den ersten Worten des Dichters an die junge Frau: „so zarte Hände, sagt er, und so blutige Arbeit müssen sie verrichten“ – derart kunstvoll in das Geschehen eingewoben, dass es nie nach Dokumentartheater riecht, sondern stets wirkt, als entfalte sich diese Liebe im Moment der Lektüre zum ersten Mal, alle Möglichkeiten, auch die unerwartbarsten, in sich enthaltend.

Eine paradiesische Phase bricht für das Paar in Berlin an, ausgerechnet dort, wo die Not in diesen Tagen am größten ist. Allegorisch keineswegs aufdringlich parallelisiert Kumpfmüller behutsam die galoppierende Inflation mit der Entwertung der Lebenskräfte des Kranken, immer wieder von kleinen Besserungen durchbrochen, die zu neuen Plänen führen, welche natürlich nie realisiert werden. Auch schreibt Kafka kaum noch, drei Erzählungen nur lässt er gelten. Weil er zu schwach ist? Weil er – auf andere Weise – geheilt ist? Dora, schmach tend verliebt und sich mit der Krankheit wie mit einer früheren Geliebten arrangierend, kann nicht eben eine Feministin genannt werden. Sie geht ganz auf in der Rolle des fürsorglichen Engels. In Literaturdingen erscheint sie naiv: „Denn das hat sie inzwischen verstanden, man schreibt über Tiere und nichts weniger als über Tiere, weil sie nur ein Beispiel sind.“ Und doch ist es ihre Kraft, von der beide leben.

Der Sehnsucht nach Leben ist bei aller Tragik etwas Tröstliches eigen

Am Ende nimmt der Durst überhand, ein unstillbarer Durst, in den Quellen durchaus belegt, aber von Kumpfmüller, der schon einen ganzen Roman über Verdurstende geschrieben hat, symbolisch verstanden. Dieser Sehnsucht nach Leben ist bei aller Tragik etwas Tröstliches eigen, denn sie zeigt sich nur, weil

Kumpfmüllers Kafka in letzter Sekunde vom echten Leben gekostet hat: „Als hätte er immer nur den Kopf drehen müssen, und mit einem Mal schaut er nach draußen, wo Dora ist.“ So beneidet er – schon fast auf dem Totenbett – zwar „den halb verblühten Flieder in der großen Vase, der noch als Sterbender trinkt“, aber fühlt sich auch „erstaunlich wohl“: Formulierungen, die so frei von Kitsch sind wie Kafkas Assoziationen selbst. Auch im Druckbild nähert sich Kumpfmüller mitunter dessen Tagebüchern an. Da besteht auch einmal ein Absatz aus nur einem Satz: „Sonst ist nicht viel.“

Um dem Geschehen seine Würde zu belassen, verzichtet der Autor auf manche Topoi. Die Sterbeszene in pietätvoller Einfachheit führt keinen letzten Satz an, wie er seit Max Brod überliefert wird, verzichtet auch auf die verbreitete Anekdote des letzten Aufbäumens des eigentlich schon Betäubten, um an Doras Blumenstrauß zu riechen. Ein Tod ohne Tand, ja, wenn man so will, ein lebensnaher Tod. Die Wahrhaftigkeit dieses Romans ist deshalb so groß, weil er auch funktionierte, wenn man nicht wüsste, dass es sich bei seinem Protagonisten um einen der größten deutschen Schriftsteller handelt.

Michael Kumpfmüller: „Die Herrlichkeit des Lebens“. Roman. Verlag Kiepenheuer & Witsch, Köln 2011. 240 S., geb., 18,99 Euro.

Quelle: F.A.Z.

Griechenland

Vor der Entscheidung

FAZ 29.07.2012 · Ein Ausstieg Griechenlands aus dem Euro käme auch Deutschland teuer zu stehen. Aber im Falle Athens gilt das Sprichwort, wonach ein Ende mit Schrecken besser ist als ein Schrecken ohne Ende.

Von [Gerald Braunberger](#)

Die deutsche Bundeskanzlerin, der französische Staatspräsident und der Präsident der Europäischen Zentralbank haben binnen weniger Tage versichert, [sie wollten alles für den Erhalt der Währungsunion Notwendige tun](#). Es ist auf kurze Sicht nur ein Ereignis denkbar, das vor allem an den internationalen Finanzmärkten die Zweifel an der Dauerhaftigkeit der Währungsunion verstärken könnte: der Austritt Griechenlands.

Unfähigkeit und Unwilligkeit von Politik und Verwaltung

Das aber wäre höchste Zeit. Auch wenn der offizielle Bericht der Troika noch nicht vorliegt, lassen die vorliegenden Informationen keinen Zweifel daran, dass Griechenland nicht tauglich ist, der Währungsunion weiterhin anzugehören. Nicht so sehr der tiefe und schmerzliche, aber auch unvermeidliche Einbruch der Wirtschaftsleistung disqualifiziert das Land, sondern die nachhaltige Unfähigkeit und Unwilligkeit von Politik und Verwaltung, dringend notwendige Reformen von Institutionen und Strukturen vorzunehmen.

Irland, das seine Reformen zügig und klaglos durchzieht, [hat dieser Tage erstmals seit dem Jahr 2010 wieder Anleihen am Kapitalmarkt plaziert](#). Die griechische Politik klagt stattdessen über Reformauflagen und baut auf zusätzliches Geld von den Partnern. Ein Ausstieg Griechenlands aus dem Euro käme auch Deutschland teuer zu stehen. Aber im Falle Athens gilt das Sprichwort, wonach ein Ende mit Schrecken besser ist als ein Schrecken ohne Ende.

Keine gute Idee

Auch unter Fachleuten bleibt umstritten, wie die Finanzmärkte mit Blick auf andere Peripheriestaaten auf einen Austritt Griechenlands reagieren würden. Schwere Turbulenzen scheinen weder zwingend zu sein, noch lassen sie sich ausschließen. In einer solchen Extremsituation kurzfristig stabilisierend in den Markt einzugreifen wäre eine Sache. Der Präsident der EZB, Draghi, weckt jedoch Erwartungen, die EZB sei bereit, durch den Kauf von Staatsanleihen einen dauerhaften Beitrag zu niedrigeren Renditen in Spanien und Italien zu leisten. Dies wäre keine gute Idee.

Das Beispiel Irlands zeigt, dass konsequente Reformpolitik einem in Schwierigkeiten geratenen Land allmählich wieder Ansehen bei internationalen Anlegern verschaffen kann. Die internationalen Kapitalgeber zweifeln aber, nicht völlig grundlos, an einem konsequenten Reformwillen in Spanien und Italien. Daran könnten auch Anleihekäufe der EZB nichts ändern.

Quelle: F.A.Z.

Schuldenkrise

Wann kippt Deutschland?

FAS 29.07.2012 · Die Euro-Rettung wird immer teurer. Aber auch Deutschlands Kräfte sind nicht unbegrenzt. Die ersten Folgen spüren wir schon.

Von Johannes Pennekamp



© dpa

Die Haftungssummen steigen, die Kritik wird lauter: Geht Kanzlerin Merkel zu hohe Risiken ein?

Die vergangene Woche begann mit einem Erdbeben, ausgelöst von Moody's, der amerikanischen Ratingagentur. [Am Montag stellten die Analysten in Frage](#), ob der Schuldner Deutschland - bislang über jeden Zweifel erhaben - noch länger das Spitzenrating „AAA“ verdient. Am Mittwoch die nächste Erschütterung: Der wichtigste Frühindikator für die Konjunktur, [der Ifo-Geschäftsklimaindex, fiel deutlich und zum dritten Mal in Folge](#). Und die bislang vor Kraft strotzenden Dax-Konzerne? Ende vergangener Woche präsentierten Unternehmen wie [Siemens](#) und [MAN](#) kleinlaut ihre Zahlen. Die Bilanzen zeigen, dass die Euro-Eruptionen auch an ihnen nicht länger spurlos vorbeigehen.

Absurd hohe Haftungsrisiken

Das alles zusammen ergibt ein klares Bild: Selbst der belastbarste Pfeiler in der Euro-Konstruktion bekommt erste Risse. Das bisherige Krisenmotto, Deutschland werde es am Ende schon richten, hat nicht länger Bestand - denn die hypothetischen Haftungszusagen für die Euro-Rettung entpuppen sich mehr und mehr als reale Bedrohung. Und im gleichen Atemzug drängen sich die Fragen auf: Wie lange kann Deutschland die Euro-Last noch stemmen? Und wann stürzt alles ein?

Bei allen Unwägbarkeiten, die Krisen-Szenarien mitbringen, ist eines sicher: Deutschland haftet im Extremfall mit einer Summe, die den Bundeshaushalt mickrig aussehen lässt. 771 Milliarden Euro zahlt Deutschland bei einem Euro-Kollaps maximal, hat das Münchener Ifo-Institut ausgerechnet. Zum Vergleich: Der Finanzminister hat gerade mal 306 Milliarden Euro zu verteilen.

Griechenland wird Nebenschauplatz

Es ist ein Betrag, der zusammenzucken lässt - und es ist ein Betrag, der zunehmend auf dem Spiel steht. Zum Beispiel in Griechenland. Kann Athen seine Schulden nicht mehr begleichen, koste das jeden Deutschen mindestens 1000 Euro, hat Ifo-Forscher Kai Carstensen ausgerechnet. „Fast 89 Milliarden Euro werden fällig, angenommen die Griechen sind zahlungsunfähig, verbleiben aber in der Eurozone“, sagt Carstensen. Tritt Griechenland bei einer Pleite aus, sei das für Deutschland um sieben Milliarden Euro günstiger. Die größten Posten in seiner Rechnung sind die Milliarden, mit denen Deutschland für den Rettungsfonds EFSF haftet, und die Verbindlichkeiten der Hellenen bei der EZB, für die auch die Deutschen geradestünden.

Einen Irrtum begeht, wer diese Summe isoliert betrachtet - und sie deshalb für beherrschbar hält. Denn die einfache Rechnung, dass die deutsche Schuldenlast, gemessen am Bruttoinlandsprodukt, durch einen Griechenland-Bankrott lediglich um etwa 3,5 Prozent steigt, geht nicht auf. Dabei wäre diese Lösung, jetzt da sich der Staat Geld quasi umsonst leihen kann, auf den ersten Blick so verlockend: Die Pleite würde den Bund lediglich eine Milliarde Euro im Jahr kosten, streicht man das umstrittene Betreuungsgeld, hätte man die Summe locker wieder drin.

Doch Griechenland ist längst zu einem Nebenschauplatz der Krise geworden. Die größte Gefahr für den Euro und die immensen Summen, die Deutschland zugesagt hat, lauert in Spanien. [Die schlechten Nachrichten aus den klammen Provinzen](#) treiben die Befürchtung, dass bald das ganze Land unter den Rettungsschirm schlüpfen muss. Und es könnte sogar noch schlimmer kommen: Mitte vergangener Woche sorgte ein Gutachten für Wirbel, das 17 international anerkannte Ökonomen vorlegten. [Sie warnen eindringlich vor einem](#)

Zusammenbruch der Eurozone, auf den Europa und damit auch Deutschland „schlafwandelnd“ zu manöviere. Die Kosten? „Unkalkulierbar.“

Forderungen über 2,8 Billionen Euro

“Wichtige Staatsfonds ziehen sich bereits aus der Eurozone zurück, das Vertrauen unter den Banken sinkt“, sagt Lars Feld, Mitverfasser und Mitglied des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Steuert die Politik nicht massiv gegen, dann müsse demnächst Spanien und später auch Italien gerettet werden. „Und das ist nicht mehr zu stemmen“, sagt Feld. Als Beleg liefert er Zahlen. Allein die beiden größten Südländer müssen sich bis Ende 2013 etwa 750 Milliarden Euro frisches Geld beschaffen. „Das ist zu viel für EFSF und ESM“, rechnet Feld vor. Das Kreditlimit der beiden Fonds liege in einer geplanten Übergangsphase bei etwa 640 Milliarden Euro.

Kommt es so, wie es der Freiburger Forscher fürchtet, wird die Euro-Zeche für Deutschland richtig teuer. Deutsche Unternehmen, Banken, Privatleute und der Staat tragen Forderungen von 2,8 Billionen Euro gegen Schuldner aus dem Euro-Ausland mit sich rum, hat der Sachverständigenrat kürzlich ausgerechnet. Eine Summe, die größer ist als das, was alle Deutschen innerhalb eines Jahres von früh bis spät erwirtschaften. Feld: „Bricht der Euro zusammen, ist ein nicht unwesentlicher Teil dieser Summe abzuschreiben.“

„Die EZB kann immer nur den Dachstuhl löschen“

Wie hoch dieser Verlust genau wäre, wagt momentan keiner der Forscher zu schätzen. Nach einem Euro-Crash müssten die Wechselkurse neu bestimmt werden, für viele Schuldner aus dem Süden würde das die Rückzahlung quasi unmöglich machen. Auf welche Zahlungen man sich mit dem Ausland genau einigt, hängt dann auch vom Verhandlungsgeschick der Politik ab. Die Folgen wären drastisch, da ist sich Forscher Feld sicher: „Es käme schlimmer als in der Finanzkrise nach der Lehman-Pleite.“ 2009 war das BIP um 5,1 Prozent eingebrochen. Kommt der Crash, bleiben mittelständische Betriebe auf ihren Rechnungen sitzen und müssten wohl Insolvenz anmelden. Banken, die sich noch nicht von der vergangenen Krise erholt haben, gerieten in Schieflage. Und mit den traumhaft niedrigen Zinsen wäre es genauso schnell vorbei wie mit satten Wachstumsraten.

Wie lange Deutschland noch bleibt, um diesen Crash abzuwenden? „Es kann sein, dass wir noch ganz normal durch den Sommer kommen und uns auch durch den Crashmonat September lavieren“, sagt Feld. Eskalieren könne die Lage aber auch viel schneller. „Bis zur Bundestagswahl im kommenden Herbst reicht es aber nicht“, fürchtet Feld. Dass die Europäische Zentralbank gegen ihr eigentliches Mandat zum dauerhaften Staatsfinanzierer mutieren könnte, hält Feld für keine gute Idee: „Die EZB kann immer nur den Dachstuhl löschen, sie hat keine Möglichkeiten, Bedingungen für ihre Hilfe zu stellen.“

Reine Panikmache?

Die Bundesregierung flüchtet sich in Beschwichtigungspolitik. Sie will von dem Weckruf der Forscher nichts wissen, es handle sich um „eine von vielen Expertenmeinungen“. Die nackten Zahlen am Markt scheinen die Einschätzung bislang zu stützen. Die Zinsen deutscher Staatsanleihen reagierten kaum auf die Moody's-Warnung, an der Wachstumsprognose von 0,7 Prozent für das laufende Jahr hält die Regierung trotz des trüben Geschäftsklimas fest.

Ob die Strategie, Warnungen mit dem Label Panikmache abzutun, noch lange durchzuhalten ist, ist fraglich. Denn: „Die Krise trifft jetzt auch die heimische Realwirtschaft“, sagt Commerzbank-Chefvolkswirt Jörg Krämer. Die zuversichtlichen Wachstumsaussichten für das kommende Jahr von 1,3 Prozent sieht er gefährdet. Ein Grund: Die Auftragsbücher deutscher Unternehmen sind längst nicht so üppig gefüllt wie erhofft. Siemens etwa musste auch wegen der Euro-Krise für das zweite Quartal einen Auftragsrückgang von 23 Prozent hinnehmen.

Christian Dreger, Makroökonom am Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), sieht in den Exportindustrien die Gefahr wachsender Arbeitslosigkeit auf Deutschland zukommen. Anders als in der

vergleichsweise kurzen Finanzkrise seien die Unternehmen künftig nicht in der Lage, eine Schwächephase zum Beispiel durch Kurzarbeit und Arbeitszeitkonten abzufedern. „Der Erholungsprozess wird dieses Mal länger dauern“, warnt er, „vielleicht 10 Jahre.“

Quelle: F.A.S.

EU's leaders roam uncharted waters

26 July 2012

[NRC Handelsblad](#) Rotterdam



But who's the skipper? François Hollande, Mario Monti, Angela Merkel, Antonis Samaras, David Cameron, Herman Van Rompuy, José Manuel Barroso, Mariano Rajoy.

AFP/ Presseurop

European leaders have been have been accused of “improvising” their way through the debt crisis for the last two and a half years. But given the uniqueness of the event, are they completely to blame? wonders an NRC Handelsblad columnist.

[Melle Garschagen](#)



There are many metaphors for the crisis. A car accident in slow motion: you can see it happening, but are powerless to stop it.

A vortex, with financially strong countries being sucked down by the weaker countries. The crisis as a stereo player. How do you get a dodgy player to work? Pull the plug on it, fiddle about with the wires and give the amp a knock.

European leaders appear to have adopted a comparable approach to the crisis. Moody's drew a similar conclusion on Monday. Policy is too reactive and cautious. Moody's certainly has a point there.

Cost cutting, for example, served as the vehicle to get out of the crisis for two years. The mantra went as follows: only if the eurozone gets a grip on budgets and national debt, will confidence in these countries and in the bond market return.

Is anyone to blame?

But the euro leaders are reneging on this position. If Europe as a whole cuts back and taxes are raised, the economy won't grow. This will fuel unemployment, the slump will worsen in the short term, and resistance against reform will grow. That's why the catch phrase has become one of cutbacks coupled with growth.

A fixed rate approach is not being applied to Greece. Initially, the International Monetary Fund (IMF) would not be involved in any emergency loans to Greece.

Later, it appeared impossible without it. Initially, the remission of Greek debt was a taboo. This would set off a wave of panic across banks and investors; later, writing off the debt became the desired approach.

Initially, an emergency fund of 440 billion euro was thought to be sufficient in heading off the crisis. Then the figure jumped to 780 billion euro. And a further 500 billion euro had to be added to the structural support fund. And the IMF had to add just shy of 500 billion euro as well. Even now, experts believe the war chest contains insufficient reserves.

And so the list of uncertainties goes on. Finland is now demanding collateral for loans to Greece. Or the matter of whether the emergency loan to Spanish banks should count as national debt. As a consequence, one constant has emerged: the crisis will not pass.

Is anyone to blame for roaming around? Analysts, professors and stockbrokers are quick to blame. Political gumption and decisiveness are required, they say. If only it were that simple.

Investors like pension funds, insurers and hedge funds are calling for radical intervention to invest their money in the eurozone with confidence: more control, more supervision of banks, less leeway to make the same mistakes.

Europe bumbles on

But intervention means more Europe and many European leaders are aware that their electorates are hardly keen on that. That restricts their room for manoeuvre. Gradually feeling out the boundaries and redefining them seems to be their preference over radical intervention, however necessary this may be.

It's equally important to realise that the euro crisis is basically uncharted territory. For everyone. For politicians and the civil servant and economists who support them, but also for the financial markets and the sciences.

Debt crises are as old as the hills. But solving a debt crisis in an ailing monetary union, with precious little growth? Now that's unique. There are no standard recipes. Greece, Spain, Portugal and Italy cannot devalue to swiftly make their economies competitive.

Precisely because there are no easy solutions, politicians and bankers are harnessing all sorts of complicated structures, the consequences of which can hardly be foreseen. And why, for each detail, is it necessary to obtain political consensus?

And so Europe bumbles on. Until they discover in Brussels that it's simply a question of replacing the remote's batteries or until they blow the speakers.

Translated from the Dutch by **Kelly Boom**

Eurozone analysis: Spanish bailout is now inevitable

Spain has a collapsing economy, an imploding property market, banks nursing colossal losses, and 10-year bond yields at 7.5%

- **The Guardian**
 - - [Larry Elliott](#), economics editor
 - guardian.co.uk, Monday 23 July 2012 18.00 BST
 - [Jump to comments \(141\)](#)



Firefighter's sign reads 'We rescue people, not banks', during a demonstration in Valencia, July 2012. Photograph: Manuel Bruque/EPA

Policy in [Europe](#) is all about playing for time. The big picture ideas for saving the single currency will take years, not months, to come to fruition - but the threat of collapse is immediate.

So the short-term mindset is all about survival: think the football team that parks the bus in order to defend a 0-0 scoreline or the batsmen whose sole aim is to occupy the crease when their team is facing an innings defeat on the last day of a Test match.

For a while last week, there was the real prospect that Europe's backs to the wall effort had succeeded. Last month's summit had more substance than the previous content-free affairs, and the rally in European financial markets last week reflected the belief that enough had been done to keep things calm through August. That, though, was until the Spanish region of Valencia announced that it needed financial help from Madrid, providing the trigger for a big sell-off in the markets that continued on Monday.

The response from the Spanish government was to swear blind one minute that there was not the remotest possibility of a full-blown rescue involving the International Monetary Fund and to impose a ban on the short selling of shares the next. The markets were suitably unimpressed by this display of ineptitude.

Meanwhile, [Greece](#) was once again coming under the spotlight as Athens awaited the arrival of officials from the Troika (the IMF, the European Central Bank and the [European Union](#)) on Tuesday. Greece is gripped by a 1930s-style depression and, perhaps unsurprisingly, is having trouble sticking to the austerity programme imposed as part of its bailout. It appears that the troika will threaten to cut off Greece's financial lifeline unless the coalition government agrees to an extra €2bn of cuts.

There are three conclusions to be drawn from these events. The first is that [Spain](#) is heading inexorably towards a bailout, probably quite soon. It was always a case of smoke and mirrors to imagine that the promised €100bn (£78bn) package of support for Spanish banks would be enough and so it has proved.

This is a country with a collapsing economy, an imploding property market, banks nursing colossal losses, and 10-year bond yields at 7.5%. The question is not whether there will be a bailout, but how big it will be. At least €300bn in all probability.

The second conclusion is that the trapdoor is opening up under Greece. German patience with Athens has run out, and the IMF was forced to deny reports on Monday it was preparing to cut off financial support. The Greek government is now faced with the choice of agreeing to a new range of demand-reducing measures it knows will be both counter-productive and politically toxic in order to be able to pay its bills inside the [euro](#) zone, or to devalue and default outside monetary union. A voluntary Greek exit would be ideal for Angela Merkel.

What links Greece and Spain is that the failed approach that has brought the smaller of the two countries to the point of no return is now being tried with the bigger and more strategically important member of the club.

The lesson from Greece is absolutely clear: slashing spending and increasing taxes when an economy is in free fall leads to higher, not lower, levels of debt. Spain is following Greece down the vicious spiral that starts with weak growth and rising unemployment and ends with expensive bail outs that do more harm than good.

For Greece in August 2011 read Spain in August 2012. Same problems. Same failed answers. Same crisis. Only bigger.

Mehr als 250.000 ausländische Studierende

FAZ 28.07.2012 · Deutschland ist mittlerweile das viertwichtigste Gastland für internationale Studierende. Das schreiben der Deutsche Akademische Austauschdienst und das Hochschulforschungsinstitut HIS in einer neuen Publikation.



© dpa

International: Viele Studierende aus dem Ausland schätzen die deutschen Hörsäle.

Im Jahr 2011 waren zum ersten Mal mehr als 250.000 ausländische Studierende an deutschen Hochschulen eingeschrieben – das sind 11,4 Prozent aller Studierenden in Deutschland. Das berichten der Deutsche Akademische Austauschdienst (DAAD) und das HIS-Institut für Hochschulforschung in ihrer Publikation „[Wissenschaft weltoffen](#)“. Die der ausländischen Studenten kommen aus China, mit Abstand folgen Russland, Bulgarien, Polen und Österreich.

[Seit mehreren Jahren kommt die größte Gruppe der ausländischen Studierenden aus China](#): 22.828 waren 2011 an deutschen Hochschulen eingeschrieben – Tendenz steigend. Insgesamt haben sich hierzulande noch nie so viele ausländische Studienanfänger eingeschrieben wie 2010, als sich 66.400 dazu entschieden.

Deutschland ist das viertwichtigste Gastland

Etwa die Hälfte von ihnen kommt aus Europa, wobei die osteuropäischen Staaten wie Russland, Bulgarien und Polen dominieren. Allerdings nimmt die Zahl westeuropäischer Studierender an deutschen Hochschulen weiter zu. Die wichtigsten Herkunftsländer sind dabei Österreich, Frankreich und Spanien.

Deutschland ist – nach den Vereinigten Staaten, Großbritannien und Australien – das viertwichtigste Gastland für internationale Studierende. Im Unterschied zu den drei englischsprachigen Ländern weist Deutschland aber gleichzeitig eine hohe Zahl an eigenen Studierenden im Ausland auf: 115.500 im Jahr 2009. Damit ist die Mobilitätsbilanz deutlich ausgeglichener.

Quelle: FAZ.NET

Schuldenkrise

Retten ohne Ende

FAS 28.07.2012 · Der Sprengstoff des Rettungsschirms ESM steht im Kleingedruckten: Für die Haftung gibt es keine Obergrenze. Und das Parlament wird entmachtet. *Ein Gastbeitrag von Stefan Homburg*

[Artikel](#) [Bilder \(2\)](#) [Lesermeinungen \(0\)](#)



© Interfoto 1215 unterzeichnete Johann Ohneland, englischer König, die „Magna Carta“. Seitdem hat sich das Volk die Herrschaft über die Staatsausgaben erkämpft. Der ESM gefährdet diese Errungenschaft, fürchtet Homburg.

Derzeit entscheidet das Bundesverfassungsgericht über Verfassungsbeschwerden, die sich gegen den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) richten, den dauerhaften Rettungsschirm. Obwohl der ESM-Vertrag im Zentrum der Aufmerksamkeit steht und sein Text im Netz leicht auffindbar ist, zeigte sich in der [mündlichen Verhandlung vor dem Bundesverfassungsgericht](#), dass Bundesregierung und viele Abgeordnete den Inhalt dieses Vertrags entweder nicht kannten oder nicht kennen wollten.

Zum Teil mag das darauf beruhen, dass der ESM-Vertrag von angelsächsischen Wirtschaftskanzleien geschrieben wurde und an das Kleingedruckte mancher Finanzprodukte erinnert: Hingucker wie das Stammkapital von 700 Milliarden Euro sind tatsächlich fettgedruckt, während sich die folgenreichsten Bestimmungen in nachgeordneten Absätzen finden. Begrenzt der Vertrag die Haftung Deutschlands auf 190 Milliarden Euro? Der Bundesfinanzminister wird nicht müde, diese Belastungsobergrenze zu betonen, doch findet sie im Vertrag keine Stütze.

Erstens beschränkt Artikel 8 Absatz 5 des Vertrags die Haftung nicht auf das Kapital zum Nennwert, das zusammen 700 Milliarden Euro beträgt, sondern auf das Kapital zum Ausgabekurs. Dies ist eminent wichtig, weil der Gouverneursrat beschließen darf, dass der Ausgabekurs den Nennwert übersteigt (siehe Artikel 8 Absatz 2). Zum Beispiel durch Verdopplung des Ausgabekurses könnte der ESM die Haftungssumme auf fast 1,4 Billionen Euro erhöhen, ohne dass es einer Vertragsänderung oder Kapitalerhöhung bedürfte.

Zweitens enthält Artikel 25 Absatz 2 eine Nachschusspflicht, die den allgemeinen Einzahlungs- und Haftungspflichten als spezielleres Recht vorgeht: Hiernach muss Deutschland über seinen Anteil hinaus einzahlen, wenn ein anderer Mitgliedstaat seiner Einzahlungspflicht nicht nachkommt: ein vorhersehbarer Fall, weil Staaten wie [Griechenland](#) oder [Portugal](#) zu effektiven Einzahlungen gar nicht in der Lage sind.

Deutschland könnte mit mehr als 700 Milliarden Euro belastet werden

Aufgrund der Nachschusspflicht kann die Belastung Deutschlands auf 700 Milliarden Euro steigen; aufgrund eines erhöhten Ausgabekurses auch weit darüber hinaus. In Tat und Wahrheit enthält der ESM-Vertrag keine Belastungsobergrenze. Nun mag man einwenden, höhere Ausgabekurse und Nachschüsse seien derzeit nicht geplant. Es fragt sich aber, warum diese Regeln im Vertragstext versteckt wurden und die Bundesregierung mit Verweis auf plakativere Passagen eine angeblich wasserdichte Belastungsobergrenze behauptet, obwohl diese nicht existiert.

Weitere Punkte verstärken den Eindruck einer Irreführung von Parlament und Öffentlichkeit, etwa die seit Wochen diskutierte Frage, ob der ESM eine Banklizenz erhalten solle. Artikel 32 Absatz 9 befreit den ESM von jeder Zulassungs- und Lizenzierungspflicht als Kreditinstitut. Eine Banklizenz ist überflüssig.



© dpa

Prof. Dr. Stefan Homburg lehrt Öffentliche Finanzen an der Leibniz Universität Hannover und berät bei den aktuellen Verfassungsbeschwerden in Karlsruhe die Klägerseite.

Über die Mittel hinaus, die der ESM von den Mitgliedstaaten „abrufen“, kann er laut Artikel 21 unbeschränkt Kredite aufnehmen, auch durch Anleihebegebung an den Kapitalmärkten. Hierdurch werden ohne Verwendung dieses Reizworts „Eurobonds“ eingeführt, weil alle Mitgliedstaaten gemeinsam für die vom ESM begebenen Anleihen haften. Die Behauptung der Bundeskanzlerin, Eurobonds werde es zu ihren Lebzeiten nicht geben, steht hierzu in seltsamem Gegensatz.

Ein letztes Beispiel zu verbreiteten Missverständnissen betrifft direkte Zahlungen des ESM an Banken. Viele Beobachter meinten nach dem letzten Brüsseler Gipfel, die dort beschlossene Bankenunion erfordere eine Vertragsänderung. Es ist aber viel schlimmer: Laut Artikel 19 kann der ESM die Liste der bisher vorgesehenen Instrumente durch Beschluss jederzeit erweitern. Einer Vertragsänderung bedarf es nicht.

Wird das Haushaltsrecht des Parlaments verletzt?

Seit die Stände dem englischen König Johann Ohneland im Jahre 1215 die „Magna Charta“ abrang, haben sich die Völker Europas schrittweise die Herrschaft über Steuern und Staatsausgaben erkämpft. Dieses Haushaltsrecht des Parlaments ist das Herzstück der Demokratie, weil ein direkter Interessengegensatz zwischen Obrigkeit und Untertanen nicht bei der Ausgestaltung von Normen des Zivil- oder Strafrechts besteht, sondern dann, wenn es ums Geld geht. Von großer Bedeutung für die Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts ist daher die Frage, ob das Haushaltsrecht des Bundestags als Kern des Demokratieprinzips durch den ESM-Vertrag verletzt wird. Dieses Haushaltsrecht umfasst zweierlei, nämlich das Entscheidungsrecht über Steuern und Ausgaben sowie umfangreiche Kontrollrechte.

Dem Entscheidungsrecht des Bundestags sollen mehrere Bestimmungen Rechnung tragen, die allerdings völkerrechtlich nicht verbindlich sind, weil sie nicht in den ESM-Vertrag aufgenommen wurden, sondern nur in das nationale Begleitgesetz. Alle wichtigen Entscheidungen des ESM liegen beim Gouverneursrat, der aus den Finanzministern der Mitgliedstaaten besteht. Beschlüsse des Gouverneursrats sind völkerrechtlich wirksam, auch dann, wenn der Bundestag anderer Meinung sein sollte. Eine Ausnahme gilt lediglich für Stammkapitalerhöhungen, die gemäß Artikel 10 des Vertrags eine Zustimmung des Bundestags voraussetzen.

Wird der ESM auf den Bundestag warten? Nein.

Bei anderen Entscheidungen ist der deutsche Gouverneur zwar formal an den Willen des Bundestages gebunden, doch erscheint diese Konstruktion fragwürdig: Aufgrund der bisherigen Erfahrungen mit „Rettungsaktionen“ werden Beschlüsse des Gouverneursrats nicht nach wochenlangen Beratungen fallen. Vielmehr werden es Dringlichkeitsbeschlüsse sein, die Artikel 4 Absatz 4 des ESM-Vertrags ausdrücklich erlaubt. Man stelle sich vor, Italien stelle einen Hilfsantrag, weil es vom Kapitalmarkt abgeschnitten ist und öffentliche Ausgaben nicht mehr finanzieren kann. Wird der Gouverneursrat dann auf Einberufung, Beratung und Beschlussfassung des Bundestages warten? Nein, er wird sofort beschließen, und der deutsche Gouverneur wird den Bundestag unterrichten und ihn um Zustimmung bitten.

Die Abgeordneten der jeweiligen Koalitionsmehrheit haben dann die Wahl, den Beschluss nachträglich zu billigen oder ihren Finanzminister im Regen stehen zu lassen und Neuwahlen zu riskieren, was an der Wirksamkeit des Beschlusses aber nichts ändert. Der Finanzminister wiederum wird darauf verweisen, dass Dringlichkeitsbeschlüsse im nationalen Begleitgesetz übersehen wurden. Geschehen kann ihm ohnehin nichts, weil ihm der ESM-Vertrag strafrechtliche Immunität gewährt. Und als Organmitglied des ESM mag der Finanzminister völkerrechtlich sogar zu Loyalität und Zustimmung verpflichtet sein; dieses Problem der gespaltenen Loyalität ist bisher kaum beleuchtet worden.

Ein zutiefst korruptes System ist angelegt

Während der Vertrag das Beschlussrecht des Parlaments bis zur Unkenntlichkeit verkrüppelt, eliminiert er das Kontrollrecht sogar vollständig: Die Mitglieder des ESM unterliegen einer unbegrenzten Geheimhaltungspflicht und Immunität (Artikel 34 und 35), die Räume und Archive sind unverletzlich, und alle Tätigkeiten des ESM sind jeder administrativen, gerichtlichen oder gesetzlichen Kontrolle entzogen (Artikel 32). Zwar veröffentlicht der ESM einen testierten Jahresabschluss, doch wählt er die Prüfer selbst aus. Eine externe Kontrolle durch Rechnungshöfe oder gar Abgeordnete findet nicht statt.

Die Abgeordneten des amerikanischen Kongresses konnten nach der sogenannten AIG-Rettung wenigstens per Klage in Erfahrung bringen, an welche Großbanken, es handelte sich namentlich um Goldman Sachs und die Deutsche Bank, Steuergelder von über 100 Milliarden Dollar geflossen waren; die Bundestagsabgeordneten werden keine vergleichbare Information erhalten. Im ESM-Vertrag ist ein zutiefst korruptes Begünstigungssystem angelegt.

Wenn das Gericht den Vertrag passieren lässt, muss es rote Linien hinausschieben

Unter allen Kautelen stößt dieses Geheimhaltungsgebot verfassungsrechtlich auf die größten Bedenken, weil es nicht nur das Haushaltsrecht des Parlaments entleert, sondern auch evident dem Verhältnismäßigkeitsgrundsatz widerspricht. Selbst wer die Rettungspolitik bejaht, wird keine Notwendigkeit für einen rechtsfreien Raum erkennen, in dem unvorstellbare Summen geheim an einzelne Banken und Staaten gezahlt werden, während jede kleine Behörde der Öffentlichkeit über jeden Cent ihrer Mittelverwendung Rechenschaft schuldet. Die Geheimhaltung wirkt auf die beschränkte Beschlusskompetenz zurück, weil der Bundestag die näheren Konditionen der Rettungsprogramme und insbesondere die Zahlungsempfänger nicht kennt.

Lässt das Bundesverfassungsgericht den ESM-Vertrag passieren, muss es rote Linien, die es in früheren Urteilen gezogen hat, abermals hinausschieben. Das wäre bedauerlich, denn ausweislich der vielen tausend Verfassungsbeschwerden sind es ja nicht nur jüngere Menschen, die in unzähligen Internetforen die drohende Transformation der europäischen Demokratien in eine von der Finanzindustrie beherrschte Plutokratie befürchten.

Vielmehr besteht die Gefahr eines Systemwechsels durchaus. Negative wirtschaftliche Folgen einer Verwerfung des ESM-Vertrags wie sie vom Bund in der mündlichen Verhandlung noch für eine bloße Verzögerung beschworen wurden, dann aber nicht eintraten, sind nicht zu befürchten. Die Mitgliedstaaten könnten den vorübergehenden Rettungsschirm prolongieren oder andere, verhältnismäßige Maßnahmen ergreifen, statt mit dem ESM ein auf ewig angelegtes Herrschaftsinstrument der Exekutive zu schaffen.

Quelle: F.A.S.

Jugend ohne Arbeit

FAZ 26.07.2012 · Die Jugendarbeitslosigkeit in vielen europäischen Ländern steigt dramatisch. Das stellt das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung in seinem jüngsten Wochenbericht fest.

Von [Kerstin Schwenn](#)



Die Jugendarbeitslosigkeit in Europa nimmt immer größere Ausmaße an.

Die Wirtschaftskrise hat die Jugendarbeitslosigkeit in vielen europäischen Ländern dramatisch verschärft. „Das altbekannte Problem, dass in der EU die Arbeitslosenquote der Jugendlichen mehr als doppelt so hoch ist wie die der Erwachsenen, tritt immer deutlicher zutage“, stellt das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (DIW) in seinem jüngsten Wochenbericht fest.

Allerdings sei die Zahl der Erwerbslosen unter den Jugendlichen nicht stärker gewachsen als unter Erwachsenen. Jugendliche in Europa blieben stattdessen mehr und länger in der schulischen oder universitären Ausbildung. Nur ein Drittel befinde sich auf dem regulären Arbeitsmarkt und sei nicht in einer Ausbildung. Das relativiert etwas die hohe offizielle Arbeitslosenquote, die etwa für Spanien fast 50 Prozent beträgt.

Längere Ausbildung steigert Arbeitsmarktchancen nur bedingt

Durch die längere Ausbildung stiegen die Chancen auf dem Arbeitsmarkt nur bedingt: „Auch wenn eine Ausbildung vorliegt, weisen Jugendliche in fast allen Staaten eine viel höhere Arbeitslosigkeit auf als Erwachsene“, sagte der DIW-Arbeitsmarktökonom Karl Brenke. „In Ländern allerdings, in denen wie in Deutschland viel betrieblich ausgebildet wird, sind die Arbeitsmarktchancen der Jugendlichen spürbar besser als in Staaten, die vor allem auf eine schulische Qualifizierung setzen“, sagte Brenke.

„Offensichtlich haben qualifizierte Jugendlichen wegen fehlender Berufserfahrung und mangelnder Praxisnähe schlechtere Beschäftigungschancen als Erwachsene.“ In Deutschland sei der Arbeitsmarkt für Jugendliche am offensten; am stärksten benachteiligt seien sie in Italien, Schweden, Rumänien und Großbritannien.

Im Jahr 2011 waren in der Europäischen Union 5,3 Millionen Jugendliche und junge Erwachsene bis 25 Jahre erwerbslos. Die Quote belief sich auf 21 Prozent, bei den 25- bis 64-Jährigen lag die Quote bei 8 Prozent.

Zwischen den einzelnen Ländern gibt es indes große Unterschiede: Am höchsten ist die Jugendarbeitslosigkeit in Mazedonien (55 Prozent), Spanien (46 Prozent) und Griechenland (44 Prozent), am geringsten in den Niederlanden, der Schweiz und Österreich (jeweils rund 8 Prozent) sowie in Deutschland und Norwegen (rund 9 Prozent). Außer in Deutschland war die Arbeitslosenquote der Jugendlichen 2011 in fast allen Ländern höher als vor Ausbruch der Finanzkrise 2008.

Quelle: F.A.Z.

Breaking up the euro

On the brink

Jul 25th 2012, 20:32 by The Economist online

ROGER BOOTLE, winner of the Wolfson Economics Prize for his thesis on the mechanics of a Grexit, predicts a bleak future for the single currency

<http://www.economist.com/blogs/newsbook/2012/07/breaking-up-euro>

How the euro was saved

With a bang, not a whimper

The Economist Blogs Jul 25th 2012, 19:50 by G.I. | WASHINGTON

IT IS always darkest before August. When policymakers head on vacation, risk-takers put their optimism on ice, retreat to cash, and leave markets to find their own level.

That's how it's looking in Europe anyway. Spain may be on the verge of losing market access. Any warm feelings its government generated with last week's new round of austerity were quickly washed away by mounting bad news on the economy, its regions' finances, and its banks. European leaders, having announced plans to strengthen the European Stability Mechanism (ESM), can't act on them until Germany's constitutional court rules on their legality on September 12th. The European Central Bank remains on the sidelines.

It is easy to envision a downward spiral that results in multiple countries leaving the euro amidst a financial and economic meltdown. It is almost impossible to envision the opposite. But somebody has to.

In May, Peter Berezin of the Bank Credit Analyst adopted the viewpoint of someone looking back on the crisis from the year 2021, and described what today must seem like a hopelessly idyllic outcome:

In the end, the common currency survived. Indeed, over the past five years, growth has accelerated sharply and debt levels and borrowing spreads have continued to come down... While it was hard to imagine during the dark days of 2012, European stocks have outperformed all other major markets over the past decade.

How did Europe get there? The reports of BCA, a Montreal-based research shop, stand out for how incisively **they diagnose the causes of the euro crisis** and the plausibility of the scenarios they sketch for its resolution. Mr Berezin's June report **accurately pinpoints the source of the crisis: persistently higher inflation and slower productivity growth in the periphery led to growing current account deficits with Germany. Ordinarily, such deficits are solved by devaluation. In a monetary union that's impossible; it requires either prolonged deflation in the periphery, systematically higher inflation in Germany, or default—either explicit, or via euro exit.**

It is fear of this last outcome that is driving the periphery's vicious circle of rising bond yields, austerity, recession and deficits. **Breaking that circle requires restoring risk-free status to peripheral government debt.** That could be done via explicit debt mutualisation through Eurobonds (ie, Germany is on the hook for Italy's debts) or the European Central Bank, with its unlimited buying power, becoming lender of last resort.

In Mr Berezin's telling, things had to get much worse before they could get better. In the fall of 2012, Greece abrogated its bail-out agreement with the IMF, European Union and ECB, declared a moratorium on all external debt payments, and began paying domestic bills with IOUs that it then declared legal tender. The ECB cut off Greece's banks, Greece responded with capital controls, and relabeled its IOUs "new drachmas" which quickly plunged to 35 euro cents. Bank runs immediately commenced throughout the periphery; bond yields in Spain shot over 7%; global stockmarkets cratered.

The ECB was finally forced to act to save the euro: it announced it would buy as many bonds as necessary to cap all sovereign yields at 6%, with the exception of Greece. The ECB never had to buy any bonds: investors no longer had any reason to sell since the ECB had taken insolvency off the table. (???)

Just as important as the market consequences of the ECB actions were the macroeconomic ones: they succeeded in pushing inflation sharply higher in Germany, enabling the periphery to recover competitiveness and balance their current accounts. It was striking, Mr Berezin's writer from the future reflected, how complacent markets were about inflation in Germany in 2012: indexed bonds were forecasting inflation of 1.2% while unemployment was at a 20-year low, home prices were rising, and unions were negotiating fat wage increases. Many were so fixated on Germany's reputation for monetary discipline they had forgotten its temporary bouts of inflation, most notably in the early 1990s. **Higher inflation was "the price that**

West Germany paid for reunification. As it turned out, higher inflation was also the price that Germany paid for preserving the euro zone.”

A lot has happened since that was written in May. For one thing, **Spain's yields are now well over 7%**. Earlier this month Dhaval Joshi of BCA issued an update. **The key development, he writes, is that at the European summit last month, leaders acknowledged their monetary union won't work as currently structured and they committed themselves to creating a fiscal and banking union** (though not in so many words). But how? Eurobonds would require multiple treaty changes and take too long. Mr Joshi acknowledges **the ECB's opposition to large-scale bond buying “is almost religious”**. Though soon able to buy sovereign debt, the ESM's firepower is limited to €500 billion. That problem would be solved **if the ESM became a bank, giving it access to unlimited ECB liquidity**. That's what Mr Joshi expects.

Today Ewald Nowotny, head of Austria's central bank and an ECB council member, told [Bloomberg](#) he saw arguments in favour of giving the ESM a banking license. “There are also other arguments, but I would see this as an ongoing discussion.” It is too soon to say that Mr Nowotny's remarks are a turning point; **the ECB and Germany have previously opposed making the ESM a bank and lender of last resort**. Even if that opposition is weakening, breaking it down altogether will take time that Europe may not have. Mr Joshi concludes the markets may have to riot more before policymakers take the necessary step. The time to buy European stocks and peripheral bonds isn't here yet, he says: but he thinks it will arrive in the next 12 months. **Is this possible? Perhaps. Is it optimistic? Definitely**. So keep it in mind: it may help you through the dark, hot days ahead.

A Global Steel Giant Scales Back

By STANLEY REED

LONDON — Steel is a notoriously volatile industry. But four years ago, Lakshmi Mittal, the Indian-born tycoon, appeared to have mastered the business.

He was still aglow from his 2006 victory in an epic takeover battle for his nearest rival, Arcelor of Luxembourg, which made the merged company, ArcelorMittal, the world's largest steel maker by far. With a fast-growing world economy hungry for steel, ArcelorMittal reported operating income of nearly \$12 billion for 2008.

Things are different now, with Europe in a deep economic funk and once-roaring construction markets like India and China also slowing. Last year, the company had operating income of \$4.9 billion. And on Wednesday, [it reported](#) second-quarter operating income of \$1.1 billion, on sales of \$22.48 billion. While the sales were down 10 percent from a year earlier, income was down more than 50 percent as the cost of the industry's raw material, iron ore, rose even as steel prices slumped.

“Clearly, this performance is not acceptable at all,” Mr. Mittal said by telephone on Wednesday, while noting that the severity of the various downturns had been unexpected.

The company has already started curtailing production in Europe to match reduced demand. And it is bracing for resistance from unions and governments to other planned cost cuts. Those include the major wage and benefit concessions it is seeking from workers in the United States, where it employs thousands of workers at 12 major facilities in states including Indiana and Pennsylvania.

Back in the boom times, Mr. Mittal's strategy was to consolidate a fragmenting industry. Putting production into fewer hands would make it easier to adjust output to cushion the cyclical downturns that have always played havoc with steel makers. Among the American companies he bought were Inland Steel and the International Steel Group, which owned plants once operated by companies like LTV and Weirton Steel.

Beginning with the global [recession](#) in 2009, though, ArcelorMittal has faced one setback after another.

The latest and perhaps the most serious hazard is the protracted euro zone financial turmoil that has all but killed demand for steel in Western Europe. ArcelorMittal, with headquarters in Luxembourg, produced more than a third of its worldwide crude steel in Europe last year. Nearly 100,000 of the company's 260,000 employees work in Europe.

ArcelorMittal's share price has fallen steeply since 2008, reducing the value of the Mittal family's controlling stake of 40 percent to \$9 billion from an estimated \$55 billion in 2008.

The benchmark price of European steel in 2008 was about 850 euros (\$1,030 at today's exchange rates) a metric ton. By last month, that price was 573 euros, according to Meps, a consulting firm in Sheffield, England.

And the lower the price drops, the more reluctant buyers are to commit, “because the material they have in stock is worth less as each week passes,” said Peter Fish, the chairman of Meps.

Inexpensive Chinese steel, heavily subsidized by its government, has also been a big drag on global prices. Even as steel production in Western Europe and the United States has declined over the last five years, China's output has grown about 60 percent, and China now makes 46 percent of the world's steel.

Mr. Mittal said almost all Chinese companies lost money in the first half of the year. “That is good news in the sense that they will have to work on restructuring the steel industry,” eventually putting profit ahead of volume, he said.

But largely because of China's ravenous appetite for iron ore, the industry's main raw material, its price has quadrupled since 2006, to about \$134 a metric ton.

"The steel makers like ArcelorMittal are caught in the middle," said Jeff Largey, an analyst at Macquarie in London. "On the one hand, the end markets are weak and they don't have any pricing power. On the other hand, they can't do anything about high raw materials prices driven by demand from China."

Mr. Mittal started out in the 1970s building and operating a minimill in Indonesia. He built his fortune in the next three decades by buying and fixing a network of gigantic but poorly performing plants in places like Kazakhstan, Romania and Mexico.

But now Mr. Mittal finds himself in a tough fight just to control costs and reduce the company's \$22 billion in debt. In Europe, he has idled nine of his 25 blast furnaces, the huge machines that turn iron ore into liquid metal.

And in contrast to his earlier acquisition spree, he is now selling properties. ArcelorMittal recently sold two North American steel foundation businesses called Skyline Steel and Astralloy to a rival, [Nucor](#), for \$605 million — part of \$2.7 billion in divestitures since September.

Because of its mergers, ArcelorMittal has "a lot of low-hanging fruit," said Wen Li, an analyst at Credit Sights in New York.

The company also benefits from its global reach. The mills in the United States are doing better than those in Europe, thanks to demand from heavy-equipment makers like Caterpillar and for steel pipe to feed the North American shale gas boom. And unlike its rivals, ArcelorMittal has its own major iron ore operations, helping buffer high prices.

In Europe, where the company faces its deepest problems, it says it wants to keep its best plants — like those in Ghent, Belgium and Dunkirk, France — running at high rates while sidelining the poor performers. But ArcelorMittal probably needs to close some plants permanently, analysts say. And as the automakers know too well, closing plants in Europe requires months, if not years, of talks.

Labor problems are also looming in the United States. The company and the United Steelworkers union are now in intensive talks in Pittsburgh, trying to reach a new agreement before the current contract covering 12,500 workers expires at the end of August. ArcelorMittal is pushing for lower costs and more flexible work rules that the union says would add up to wage and benefit reductions of \$28 an hour.

The company says the workers make an average of \$170,855 a year in pay and benefits, of which \$82,471 is gross pay. A union spokesman, Anthony Montana, said the company's figure was "an inflated noncash cost calculation," but he would not provide a union estimate.

The union says that in addition to upfront compensation cuts, the company also wants the right to cut wages during periods of reduced operation. The company is proposing cuts in retirement benefits, too, seeking to eliminate retiree health care for employees hired after Sept. 1, 2012, and switch those employees to a [401\(k\)](#) from a pension plan.

Mr. Largey, the Macquarie analyst, said the company might think it was worth enduring a strike if needed to reduce costs.

But an ArcelorMittal spokesman, William C. Steers, said on Wednesday, "We are optimistic we will reach a fair agreement because ultimately the union and the company want the same thing — a successful business throughout the cycle that provides good job security and industry-leading pay for industry-leading performance."

This article has been revised to reflect the following correction:

A Spanish Bailout? Don't Hold Your Breath

EconoMonitor Author: [Megan Greene](#) · July 25th, 2012 · [Comments \(4\)](#) Share This Print 242 9

From [the guardian](#):

It is a rule of thumb among eurozone crisis observers that the more something is denied by officials, the more likely it is to happen. With Spain's borrowing costs at [euro-area record highs](#), its officials insist it will not need a full bailout program. To most of us, however, it seems no longer a question of if, but when a bailout will come. Market panic this week seems to suggest it is imminent, but I think it will be put off as long as possible, probably until early next year.

Long-term borrowing costs may have broken an eye-watering 7.5%, but the fact that short-term borrowing costs have rocketed as well is more worrisome. This indicates a lack of investor confidence that Spain will be solvent even over the next two years.

Greece, Ireland and Portugal were all pushed into bailout programs shortly after their long-term borrowing costs exceeded 7%. But there is no magic number above which borrowing becomes unsustainable. In theory a country could survive if it made a bigger fiscal adjustment so that it had more money to pay down its debt.

Spain is not in the same position as the other bailed-out countries because it is nowhere close to running out of cash. It has a long average debt maturity, so its debt will not be raised at such high rates all at once. But its difficulties are significant and varied: a seeming black hole of a banking sector, huge regional debts, soaring unemployment and accelerating capital flight. A sovereign bailout wouldn't necessarily address any of these issues. But it probably wouldn't hurt either. Loans from the EU bailout funds – the European Financial Stability Facility (EFSF) and European Stability Mechanism (ESM) – would be offered at much lower borrowing costs than Spain is currently able to get in the markets.

The biggest downsides of any bailout are the strict conditions attached to it, but Spain is already subject to many of these – including the excessive deficit procedure, which requires it to commit to deficit and debt targets over the next few years. What conditionality isn't already demanded by the European Commission has been imposed by the markets. With each surge in bond yields over the past year, Spain has announced waves of austerity measures and structural reforms of the kind that would normally be demanded in a bailout.

Still, the Spanish government is going out of its way to avoid it. In part this is because of concerns that it will be unable to regain market access once it loses it by borrowing from the EU bailout funds. But a delay is also important to the rest of the eurozone. Though Spain may be hogging the limelight now, Italian borrowing costs are only slightly lower. Were Spain to be taken out of the markets, investors would focus on Italy, which would soon also need a bailout. It is an open question whether the EU funds and IMF have enough between them in theory to cover Spain and Italy's needs over the next few years.

What we do know, however, is that there is not in practice enough bailout money for those two countries now. The ESM has not been ratified yet and will not be implemented until September at the earliest, when the German constitutional court makes a final ruling on its legality. Furthermore, bailout money from the IMF has been pledged by individual G20 countries but is not yet in place. That leaves only about €200bn in un earmarked funds in the EFSF.

The EFSF alone has no chance of covering Spain and Italy's borrowing costs over the next few years. An immediate pledge to bail out Spain and then Italy in the absence of ESM and IMF money would lack credibility. Together, these funds are meant to be a firewall. If Spain requested a bailout now, eurozone policymakers would be left trying to protect two big countries with what amounts to a fence made of toothpicks.

Europe's Auto Industry Has Reached Day of Reckoning

By [JACK EWING](#) and [BILL VLASIC](#)

FRANKFURT — For European carmakers, the day of reckoning may finally be at hand.

The most dreadful year for car sales in more than a decade may require the industry to deal with the overstaffed, underused factories that have been undermining earnings for years.

As the region's weak economies keep many European car buyers away from showrooms, analysts say the unprofitable automakers have no choice but to start closing production lines and cutting payrolls. For the weakest, like [General Motors](#)' Opel unit and PSA Peugeot Citroën, their survival may depend on it.

The question is whether any of the companies can do it fast enough — or at all — in the face of restrictive European labor laws and stubborn political resistance to cutbacks.

"I've never seen it this bad," Sergio Marchionne, chief executive of both Chrysler and the Italian automaker [Fiat](#), said during an interview. "All the unresolved issues that have been plaguing the industry for a number of years have all come forward."

Fresh evidence came Wednesday in quarterly earnings from [Ford](#) and Peugeot, which both reported huge losses and are each on track to lose more than \$1 billion in Europe this year. Later in the day, the ratings agencies Fitch and Standard & Poor's both lowered Peugeot's debt by a notch, placing it deeper into "junk" territory.

Huge overcapacity, some auto executives say, has spawned a crisis similar to the one the U.S. industry barely survived just a few years ago. In fact, the downturn in Europe threatens the remarkably rapid recoveries that Ford and General Motors were able to make after Detroit's moment of truth in 2009.

Underused plants are ruinous for car companies, which must continue to pay upkeep costs and make payroll even as revenue plunges. By some estimates, the European industry as a whole is operating at only about 60 percent to 65 percent of capacity. As a general rule, plants must operate at about 75 percent or 80 percent to be profitable, analysts say.

The figures may be much worse for some factories, including Fiat plants in Italy, analysts said. At the same time, German luxury carmakers like BMW and Mercedes continue to thrive and are operating at or near capacity.

Few business undertakings are more tortuous than closing a European car factory. Peugeot braved howls from unions and the new Socialist government of François Hollande this month when it said that it would close a plant in Aulnay, outside Paris, in hopes of stemming losses that reached €819 million, or \$993 million, in the first half of this year.

Closing a plant typically requires a long and costly battle with unions, which have more legal rights than in the United States. German law, for example, requires companies to negotiate job cuts with worker representatives, who can demand large severance payments or pensions.

In an effort to avoid a confrontation with labor, Peugeot has promised to convert its plant in Aulnay, which employs 3,000 people, to other, unspecified manufacturing. The company also promised to help employees find new jobs after car production ends in 2014.

But such measures add to the cost at a time when Peugeot is hemorrhaging money. And the compromises have not prevented political leaders from pushing the company to scale back plans to cut a total of 8,000 jobs in France, or dissuaded workers from protesting outside the company's Paris headquarters on Wednesday.

Even after four years of catastrophic sales, only a few of Europe's 100 or so auto plants have shut down. The closures include an Opel factory in Antwerp and a Fiat plant in Sicily.

"It's a question of who has the stomach for the fight," said Tim Urquhart, an analyst at IHS Automotive.

But with the European car industry on track to suffer its worst year since 1996, more closings seem unavoidable. **About 12.4 million vehicles will be sold in the European Union this year, according to industry estimates. That is 3 million less than in 2007.**

The car industry provides one of the most vivid examples of how the euro zone debt crisis is infecting companies outside the financial industry.

There are some disturbing parallels. In both cases, the pain falls disproportionately on Southern Europe, while Germany seems immune. Car sales actually rose slightly in Germany during the first six months of the year. They plunged more than 14 percent in France and almost 20 percent in Italy, which is in [recession](#).

In Portugal and Greece, which have both required European bailouts and are enduring severe economic downturns, car sales fell more than 40 percent through June, according to the European Automobile Manufacturers' Association.

There are also unfortunate parallels in policy makers' response to the problem.

When the financial crisis caused a recession in 2009, France and other European countries spent billions of euros to bail out their car companies. But instead of using that money to ease painful downsizing of plants and payrolls, governments provided financial incentives for people to trade in older models for new ones, or subsidized worker salaries to dissuade companies from cutting jobs.

That approach foreshadowed Europe's reaction to [the euro crisis](#) — stopgap measures that postpone the hard decisions. But now that muddling through is no longer an option, European governments are financially ill-equipped to respond.

Mr. Marchionne, of Chrysler and Fiat, has repeatedly called for the European Commission in Brussels to step in.

"What they should do is coordinate a rationalization of the industry across the producing companies," he said in an interview on Tuesday.

"The ones that really have not acted on this are the French and the Germans, who have not taken out any capacity at all," he said. "Everybody should take haircuts."

Mr. Marchionne and other auto executives also complain that European leaders have undermined their sales through a free trade agreement with South Korea that has allowed Hyundai and Kia to gain significant market share.

In this crisis, as in the euro currency debacle, the problems lie largely outside Germany. BMW and Daimler remain profitable in part because they are taking market share from the other manufacturers by offering luxury at a middle-class price.

Daimler, based in Stuttgart, on Wednesday reported a profit of €1.5 billion for the second quarter. That was down from €1.7 billion a year earlier. But sales of its Mercedes cars rose 4 percent, with the growth coming mostly from the United States and Asia.

If anything, some German carmakers have too little production capacity, **an indication that the problem for some companies is inferior cars, rather than simply a declining market.**

Daimler said Tuesday that it would farm out some production of its newly redesigned Mercedes A-Class to Valmet Automotive, a Finnish company, to meet strong demand. The A-Class, a sporty compact, starts at about €24,000 in Germany. That is about €7,000 more than an entry-level [Ford Focus](#), but many buyers are willing to pay the premium for the prestige of a Mercedes.

Volkswagen, which will report its second-quarter results Thursday, is the largest carmaker in Europe and has been able to keep costs down by sharing parts and development among a huge stable of brands, ranging from low-end Skodas to luxury Audis. Analysts expect the company to report that quarterly profit rose slightly to €3.2 billion, according to a Reuters poll.

Mr. Marchionne and other auto executives accuse Volkswagen of exploiting the crisis to gain market share by offering aggressive discounts. “It’s a bloodbath of pricing and it’s a bloodbath on margins,” he said.

Volkswagen declined to comment, saying it would answer questions about its business during a conference call with analysts on Thursday.

In another echo of the euro zone’s financial crisis, the carmakers that are traditionally strong in southern Europe are the ones suffering the most, especially Fiat and Peugeot. Job losses at those companies would only further exaggerate unemployment, reduce tax revenues and make it that much more difficult for Italy, in particular, to wrestle down its government debt.

Ford and General Motors’ Opel unit, which are both based in Germany and primarily serve the middle market, have also been battered.

G.M. has not made an annual profit on its European operations for more than a decade, and the company’s leaders are under pressure by investors to either fix the business or get out of it.

G.M. recently removed both the chief executive and chief financial officer of its Opel unit. People familiar with the situation said G.M. is also preparing for deep cuts in its salaried work force in Europe as the first step in a larger effort to stem its losses. Opel, which operates under the Vauxhall brand in Britain, is expected to close an aging plant in Bochum, Germany, after 2016.

But while Opel has been a chronic problem for G.M., Ford of Europe was profitable until recently.

“Ford has run a pretty tight ship,” said Arthur Maher, an analyst at LMC Automotive, a market research firm. “Ford is really being hit by what’s happening in the broader European market.”

Bill Vlasic reported from Detroit.

Burqa : un contrôle d'identité tourne mal à Marseille

Par [Léa Bénét](#) Mis à jour le 26/07/2012 à 12:43 | publié le 26/07/2012 à 12:21 [Réactions](#) (5)

Des policiers, qui tentaient de contrôler l'identité d'une jeune femme voilée, ont été pris à partie par une cinquantaine de personnes dans le IIIe arrondissement de la ville.

Quatre personnes ont été interpellées, dans la nuit de mardi à mercredi, à Marseille, pour avoir frappé des policiers qui souhaitaient contrôler l'identité d'une jeune femme voilée.

Il est aux alentours de minuit, deux policiers patrouillent dans le IIIe arrondissement de la ville, près de la mosquée Es-Suna. Ils aperçoivent alors une femme vêtue d'une burqa. [Comme la loi les y autorise](#), ils décident de contrôler son identité. Quand les agents abordent la jeune femme, elle se met à crier et tente de frapper l'un d'entre eux. Selon le procès-verbal des policiers, Louise-Marie, âgée de 18 ans, aurait déclaré qu'elle refusait de se soumettre au contrôle d'identité «sous prétexte qu'elle ne reconnaît pas la loi française».

«La police ne fait pas la loi ici»

Aussitôt, un homme d'une quarantaine d'années, Michel, intervient pour aider la jeune femme. Selon le PV, il crie «qu'il est chez lui et que la police ne fait pas la loi ici». En quelques minutes, près d'une cinquantaine de personnes encerclent les deux policiers. Plusieurs personnes commencent à les frapper et tentent de les mettre à terre. L'un des policiers parvient toutefois à appeler des collègues par radio. Une policière arrivée en renfort tente à son tour d'interpeller la jeune fille voilée. Mais cette dernière réagit violemment et la mord à l'avant-bras.

Finalement, Louise-Marie, Michel et deux autres hommes sont interpellés et conduits au commissariat du XV^e arrondissement. Pourtant, le parquet décide de les libérer quelques heures plus tard, avec une simple convocation. La décision choque la police marseillaise. «Nous aurions souhaité qu'ils soient au moins retenus plus longtemps, explique Lionel Vidal, délégué départemental du syndicat Unité SGP Police. Les policiers n'avaient même pas encore fini d'écrire leurs rapports qu'ils étaient déjà tous dehors.»

Le parquet a également demandé une enquête sur le déroulement de l'incident et les agissements de la police. «Cette décision est lourde de sens, dénonce David-Olivier Reverdy, secrétaire zonal adjoint du syndicat Alliance. Les policiers sont l'objet de violences régulières à Marseille, cette décision de la justice sonne comme un permis de s'attaquer aux forces de l'ordre sans avoir de problèmes ensuite. C'est dramatique.»

Les policiers précisent cependant que cet affrontement autour du voile intégral est exceptionnel, même si Lionel Vidal admet que certains hésitent à procéder à des contrôles, de peur de susciter des tensions. Mais «la plupart du temps, les contrôles se passent sans aucun souci», assure David-Olivier Reverdy.

Frankreichs Autoplan

Déjà-vu

FAZ 25.07.2012 · Mit einem staatlichen Autoplan reagiert die französische Regierung auch auf die Krise der französischen Autohersteller. Dabei werden ökologische mit industriepolitischen Zielen vermischt.

Von [Christian Schubert](#)

Mehr als ein Hauch von „déjà-vu“ hängt über dem jüngsten französischen Autoplan. Er verstärkt die 2008 eingeführten Anreize für den Kauf umweltfreundlicher Autos. Seither ist der Kohlendioxid-Ausstoß je Wagen in Frankreich zwar gesunken; insgesamt aber stiegen die Emissionen, denn die Franzosen vergrößerten ihren Fahrzeugpark. In Ländern wie Großbritannien sank der Kohlendioxid-Ausstoß übrigens auch - ohne Subventionen.

Zudem klagen die Umweltschützer, dass die französische Regierung nur das Kohlendioxid aufs Korn nehme; Diesel-Fahrzeuge werden weiterhin fröhlich gefördert. Die Sozialisten vermischen obendrein ökologische mit industriepolitischen Zielen. Die Öko-Autos sollen die chronische Unterauslastung der französischen Fabriken beenden. Das ist ein Wunschtraum.

Weitere Artikel

- [Der schleichende Niedergang der französischen Autoindustrie](#)

Schon die Abwrackprämie der Vorgänger führte zu Fehlanreizen, aufgrund derer die französische Autoindustrie heute auf ihren Kleinwagen sitzenbleibt. All das demonstriert die Grenzen der staatlichen Steuerung.

Die Hersteller benötigten eine Kostensenkung statt einer künstlich aufgeblasenen Nachfrage. Doch die Sozialisten sind auf diesem Ohr immer noch taub.

Quelle: F.A.Z.

Britain Unleashed: Why Britain needs Adam Smith more than ever


Free markets didn't cause our current economic crisis, but a perversion of their core principles did



It wasn't for lack of regulation that banking came apart. Under Gordon Brown, a veritable army of box-ticking, officious regulators was created, ineffectually looking in the wrong direction while the peril grew, unobserved, beneath their feet Photo: Reuters

The Telegraph By [Jeremy Warner](#)

8:32PM BST 26 Jul 2012

 Free market thinking has not had a good crisis. Profit seems once again to be a dirty word, while many have come to believe the turmoil of the past five years is a direct consequence of decades-long Reaganomics and Thatcherite liberalisation. A violent backlash is in progress which goes way beyond the search for culprits and explanations. Does this 21st-century crisis of capitalism presage a return to the stagnation economics, big government and state interventionism of the past? Or, with ambitious developing nations breathing down our necks, is it the wake-up call needed for an economy grown lazy on high-on-the-hog living and an all-pervasive sense of entitlement?

For Britain and many other Western economies, it could still go either way. The election of a socialist president in France demonstrates that there is still plenty of appetite for the failed solutions of the past, however unaffordable and delusional.

Attempting to turn back the clock won't work for the UK. To claw back years of lost competitiveness and thrive anew, Britain must rediscover the old-fashioned virtues – lost in the social engineering of the last government – of enterprise, thrift and hard work. These are not things the state can deliver, but it can set policy to enable them – and as this series on “Britain Unleashed” has suggested throughout, that means a degree of radicalism that the Cameron Government has thus far largely failed to muster in tax policy, welfare, healthcare, pensions, employment legislation, planning law and much else besides.

As is now evident to all, things are not about to return to the way they were during what economists have called the “Great Moderation”. The world has changed. The macro-economic policy levers of old no longer suffice.

To see how the British economy might be fixed, it is necessary to explore the underlying causes of the present mess. Contrary to the prevailing narrative, the credit crunch was not the result of market failure, but a confluence of extraordinary events whose root causes lie in ruinous public policy, inadequate supervision and absent political leadership.

Perhaps the most important of these seismic events is the shift in economic power and growth from West to East. What should have been a crowning achievement of free-trade economics, lifting hundreds of millions out of poverty, has been turned by neglect and the mercantilism of Chinese economic policy into something very damaging to Western interests. It also created a global savings glut which helped finance credit and housing bubbles in many advanced economies. There is nothing wrong with the expansion of credit as such, provided it's applied to investment in the future. But when it's used mainly for consumption and gambling, it always ends badly. Public policy not only failed to check these trends, but actively encouraged them, for they created

the illusion of rising living standards in economies where the steady loss of competitiveness was gnawing away at the ability to actually earn them. In Britain, they also generated the candyfloss tax revenues used to justify a wholly unaffordable expansion in the welfare state.

To believe that finance operates best when it is unsupervised is seriously to misunderstand the nature of free market economics, as daft as thinking you can have law and order without police. Virtually all of capitalism's major calamities down the centuries have been caused by unchecked excess in banking. As the good times roll, finance progressively loses its aversion to risk, and in a process Wall Street veterans sometimes refer to as "reaching for yield", eventually throws caution to the wind and goes for broke. In behaving in this reckless manner, banking was greatly comforted by the assumption – correct, as it turned out – that if things went wrong, the state could be relied on to pick up the tab. New schools of pseudo "free market" thinking were invented to justify the march of finance and convince the world it was safe.

But it wasn't for lack of regulation that banking came apart. Quite the reverse. Under Gordon Brown, a veritable army of box-ticking, officious regulators was created, ineffectually looking in the wrong direction while the peril grew, unobserved, beneath their feet. All sense of personal and institutional responsibility, the stuff that keeps us honest, got subverted in the regulatory quagmire. Rather than encourage proper competition in banking, insurmountable regulatory barriers to entry were created, enabling the new aristocracy of finance essentially to hijack the system for their own self-enriching purposes. In making themselves so big, banks became both unmanageable and systemically too important to be allowed to fail.

What occurred was not market failure, but a perversion of the core principles of free market economics. Having missed all this during the boom, regulators have over-reacted in the bust, with enhanced capital and liquidity requirements that are killing all hope of a revival in credit and growth. Into this toxic mix steps the euro, a product of late 20th-century utopian thinking that denies natural, market-based solutions to the debt crises that unbridled, state-underwritten finance will inevitably create. Few of these underlying lessons appear to have been learnt. The crisis may need to get more serious still before Britain rediscovers the wisdom of Adam Smith, which is more relevant and desperately needed than ever.

The origins of money, and saving the euro

The Economist Blogs Jul 25th 2012, 12:57 by R.D. | LONDON

IT IS really hard to see where the euro is going. Spanish yields are up again today, meaning Madrid's debt looks less and less sustainable. Yet there is still no clear plan for the euro, new ideas seem to have run out, and there is a lack of progress on old ideas. What is going to happen?

One way to think about the euro's future is to look at its past, and to go back to the origins of money. There are two leading schools of thought about this. The first was set out 120 years ago in a paper* by Austrian economist Karl Menger. In Menger's theory buyers and sellers agree on a common commodity to use as the medium of exchange. Something small, valuable and divisible is best. It helps if it doesn't rot. Gold, spices and shells are all good examples. This money is highly "saleable" so everyone accepts it, and this means that traders don't face the costs associated with barter (the time spent having to scout around looking for the rare person that both wants what you have, and has what you want).

There is no role for government here. The Mengerian theory describes a market-led response to the high transaction costs of barter, in which the private sector defines and uses money as a solution.

The second theory places great emphasis on the role of government, as Charles Goodhart explains in a 1998 paper. This group—the Cartalists, who Mr Goodhart refers to as the "C team"—argue that currencies become money due to the active involvement of the state. Examples include setting up a mint to produce coins, demanding taxes are paid in state money, and stamping notes with the head of state's image. And while the M-theory is backed by history's superstar economists (Locke, Jevons) the C-theory has much stronger evidence based in anthropology and history.

Why is this relevant for the euro? Here is Mr Goodhart writing in 1998, on the eve of the euro project.

The key relationship in the C team model is the centrality of the link between political sovereignty and fiscal authority on the one hand and money creation, the mint and the central bank on the other. A key fact in the proposed Euro system is that the link is to be weakened to a degree rarely, if ever, known before. ... There is to be an unprecedented divorce between the main monetary and fiscal authorities ... the C team analysts worry whether the divorce may not have some unforeseen side effects.

The logical conclusion from this is not a new idea: the euro area needs greater fiscal integration. But the reason is different. It is not because Greece and Spain spoiled a perfect plan with their profligacy. It is because the euro enshrines the divorce of fiscal and monetary power. If you are a member of Mr Goodhart's C team this never made sense in the first place.

* Karl Menger, "On the Origin of Money", *The Economic Journal*, Vol. 2, No. 6 (Jun., 1892), pp. 239-255. ([Paywall](#), [free](#))

Charles Goodhart, "The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas" *European Journal of Political Economy*, Volume 14, Issue 3, August 1998, Pages 407-432. ([Paywall](#), [free](#))

Der schleichende Niedergang der französischen Autoindustrie

FAZ 25.07.2012 · Hohe Kosten, zu europäisch, keine aufregenden Modelle: Der Autokonzern PSA Peugeot Citroën macht schwierige Zeiten durch und Renault überlebt nur dank seiner Schwestermarken. Die französische Regierung will die strauchelnde Industrie jetzt mit Staatshilfen unterstützen.

Von [Christian Schubert](#), Paris, und Christoph Ruhkamp, Frankfurt



© dapd

Ein Citroën steht vor der Deutschlandzentrale des Automobilherstellers Peugeot in Saarbrücken. Der Konzern hat für das vergangene Halbjahr hohe Verluste bekannt gegeben.

Kein Tag vergeht derzeit in Frankreich, an dem die französische Autoindustrie nicht als Symbol für den industriellen Niedergang Frankreichs erhalten muss. „Vor zehn Jahren waren wir noch viertgrößter Hersteller der Welt, jetzt sind wir auf den zehnten Platz abgerutscht“, sagt Aurélien Duthoit, Industrieexperte beim französischen Beratungsinstitut Xerfi mit Blick auf die Zahl der in Frankreich produzierten Fahrzeuge. Die französischen Hersteller PSA Peugeot Citroën und Renault sind beileibe nicht die einzigen angeschlagenen Akteure. „Auch Opel, Ford Europa, Fiat - alle Massenhersteller außer Volkswagen machen Verlust“, sagt Gaëtan Toulemonde, Analyst bei der Deutschen Bank. Doch die Franzosen trifft es besonders schwer, denn sie haben keine Autohersteller im krisenimmunen Oberklassensegment; zudem ist die französische Industrie allgemein nicht gerade mit vielen erfolgreichen Branchen gesegnet.

Versäumnisse in der Oberklasse

Die Versäumnisse der Autohersteller kann in Frankreich jeder schnell daherbeten, zumal neuerdings sich auch die sozialistische Regierung in Gestalt ihres Industrieministers Arnaud Montebourg zum Autoexperten aufschwingt. Die französischen Hersteller hätten sich nicht ausreichend auf den Markt der hochwertigen Automobile gestürzt, mit deren hohen Preisen die Hersteller besser Kostenschübe abfangen können, wird allerorten kritisiert. PSA hätte sich zudem zu lange internationalen Allianzen verweigert.

Europäische PKW-Zulassungen

Gegenüber dem Vorjahreszeitraum
Januar - Juni 2012 in Prozent



Quelle: Europäische Automobilhersteller (ACEA)

Europäische PKW-Zulassungen

Hier zeigt sich, dass zwischen PSA und Renault sehr wohl differenziert werden muss. Renault profitiert seit Jahren von der japanischen Schwestergesellschaft Nissan, mit der der Hersteller eine Überkreuzbeteiligung unterhält. Das bringt jährlich eine schöne Dividende und auch den ein oder anderen Synergieeffekt. Zudem verfolgt Renault eine klare Billigauto-Strategie mit seinen Tochtergesellschaften Dacia in Rumänien und Avtovaz in Russland.

Analyst Toulemonde schätzt, dass Renault mit seinen Billigautos für Schwellenländer im sogenannten Segment M0 800 Millionen Euro Gewinn jährlich erzielt. „Um das zu schaffen, muss man sehr stark sein, so wie man auch in der Oberklasse stark sein muss“, sagt er. Der Analyst nimmt an, dass die Herstellung des beliebten Dacia Logan rund 3000 Euro kostet, gegenüber 8000 Euro für einen Renault Megane. Das Problem der europäischen Hochkostenländer ist, dass die Billigautos dort keine Arbeitsplätze schaffen können, schon gar nicht in Frankreich, das sich vor allem durch steigende Arbeitgeber-Sozialabgaben seines einstigen Standortvorteils gegenüber Deutschland beraubt hat. „Rund 30 Euro Arbeitskosten je Stunde in Frankreich oder Deutschland können mit 3 Euro in Marokko nicht konkurrieren“, sagt Toulemonde.

„All das braucht Zeit“

Dies hat Renault erkannt und zog daher früher als PSA im kostengünstigen außereuropäischen Ausland Werke hoch, zuletzt im marokkanischen Tanger, demnächst in Algerien. Im hochwertigen Segment hat Renault dagegen trotz mehrerer Versuche nicht viel zustande gebracht. PSA schlug dagegen mit seiner DS-Linie von Citroën den Weg Richtung Oberklasse ein - allerdings spät. „Die verkauften Volumen sind ganz ansehnlich, doch wir wissen noch nicht genug über die betriebswirtschaftlichen Hintergründe. All das braucht Zeit“, meint Toulemonde.

Auf jeden Fall müssen jetzt die Kapazitäten sinken. Die Analysten von Crédit Suisse schätzen, dass sechs von zehn in Europa gebauten Autos derzeit Verluste bringen und fordern eine europäische Koordinierung beim Abbau der Überkapazitäten. [PSA baut einschließlich des Sparprogramms vom vergangenen November 14.000 seiner 100.000 Stellen in Frankreich ab](#), wobei 1500 Personen eine andere Stelle im Konzern angeboten werden soll. „Das ist ziemlich viel und etwa 50 Prozent mehr als Opel angekündigt hat“, sagt Analyst Toulemonde.

Das Drama der europäischen Autoindustrie



Die Aktienkurse

stürzen ab; Kursänderungen zwischen Ende März und Mitte Juli.

Beschäftigung in der Branche halbiert

Die Beschäftigung in der Automobilindustrie hat sich im Zeitraum 1980 bis 2010 in Frankreich auf 231.000 Mitarbeiter mehr als halbiert. Deutschland hingegen hat - trotz der Krise seit 2008 - seine Beschäftigtenzahlen stabil gehalten und lag mit 737.000 Automobil-Mitarbeitern im Jahr 2010 sogar um ein Prozent über dem Stand von 1980.

Der Niedergang von PSA und Renault in Europa ist unter anderem auch auf eine verfehlte Modellpolitik zurück zu führen. „Der Trend zu Stadtgeländewagen, den so genannten SUV, wurde verschlafen“, sagt Ferdinand Dudenhöffer vom CAR-Institut der Universität Duisburg. Citroën sei mit seinem ersten SUV, dem Modell „Crossover“ - einem abgewandelten Mitsubishi-Auto - erst vor fünf Jahren an den Markt gekommen. Das gleiche Fahrzeug sei erst 2009 mit leichten Modifikationen als Peugeot 4008 angeboten worden. Auch Renault sei erst seit 2008 mit dem Koleos am Markt - einem Fahrzeug, das vom koreanischen Samsung-Konzern kommt und wenig mit Renault zu tun hat. „Das wichtigste Wachstumssegment wurde also spät und schlecht bearbeitet“, fasst Dudenhöffer die Kritik zusammen. Stattdessen habe man viel zu stark auf zahlreiche Vans und Kompakt-Vans gesetzt, die sich gegenseitig Konkurrenz machen und aus der Mode gekommen sind.

Hinzu kamen misslungene Experimente wie der Peugeot 1007 - ein Kleinwagen mit elektrischen Schiebetüren, der teuer und schwer war. „Die Kleinwagen der Franzosen haben ihre Wettbewerbsvorteile eingebüßt“, urteilt Dudenhöffer. Selbst anfänglich ausdrucksstarke Kleinwagen wie der Twingo seien in den Nachfolgemodellen weniger ausdrucksstark geworden, meint der Fachmann: „Der Twingo war mal wie der Fiat 500 ein modisches Auto, heute ist er nur noch ein Standard-Kleinwagen, der auch aus Italien kommen könnte.“ Ähnlich schlecht lief es im Kleinwagensegment für Peugeot. Der Konzern setzte auf das Modell 107 als eine Gemeinschaftsproduktion mit dem japanischen Partner Toyota. Das Fahrzeug gibt es von Toyota als Aygo, Citroën als C1 und Peugeot als 107. Dadurch gingen Kunden an Toyota verloren.

Milliardeninvestitionen in Elektroautos

Darüber hinaus haben sowohl Renault als auch Peugeot Milliarden Euro in Elektroautos gesteckt. Renault entwickelt sie mit dem Allianz-Partner Nissan. Peugeot setzte auf Mitsubishi als Partner. Die Elektroautos sind trotz staatlicher Kaufanreize bisher Ladenhüter. Das dafür ausgegebene Geld fehlte für Investitionen in die Erneuerung anderer Modelle.

Um wieder auf Kurs zu kommen, will PSA den angekündigten Konzernumbau trotz aller Proteste aus der Politik ohne Abstriche umsetzen. Der Wegfall von 8000 Stellen sowie die Schließung eines Werkes sollen bis

2015 etwa 1,5 Milliarden Euro sparen. Im abgelaufenen Halbjahr belief sich der operative Verlust im Autogeschäft auf 662 Millionen Euro, teilte PSA am Mittwoch mit. Insgesamt ergab sich ein Nettoverlust von 819 Millionen Euro nach einem Gewinn von 806 Millionen Euro im Vorjahreszeitraum. Der Umsatz sank um rund 5 Prozent auf 29,55 Milliarden Euro.

Regierung kündigt hohe Zuschüsse an

Um dem kriselnden Konzern zu helfen, gab die sozialistische Regierung ebenfalls an diesem Mittwoch bekannt, die Autoindustrie mit hohen Prämien für den Kauf von Hybrid- und Elektroautos zu unterstützen: Für Elektroautos soll die Prämie von 5000 auf 7000 Euro erhöht, für Hybridautos auf 4000 Euro verdoppelt werden. Dem Plan zufolge will der Staat für den Stadtverkehr nur noch Elektrofahrzeuge kaufen. Die neue sozialistische Regierung will auch eine Überprüfung des Freihandelsabkommens zwischen der EU und Südkorea verlangen. Aus dem asiatischen Land kommen preisgünstige Fahrzeuge etwa vom Autobauer Hyundai. Zudem sollen Autobauer und Zulieferer in Schwierigkeiten günstige Kredite erhalten.

Die Sozialisten hatten im Wahlkampf versprochen, sich gegen den Abbau von Industriearbeitsplätzen in Frankreich zu stellen und die heimischen Firmen vor Billigkonkurrenz aus dem Ausland zu schützen.

Quelle: F.A.Z.

Immer mehr Zuwanderer bleiben

Deutschlands Bevölkerung wächst

FAZ 25.07.2012 · Die Zahl der Geburten hat in Deutschland im Jahr 2011 einen Tiefststand erreicht. Trotzdem ist die Bevölkerung zum ersten Mal seit zehn Jahren wieder gewachsen. Die Zuwanderung steigt - und auch das Bildungsniveau der Zuwanderer.

Von Stefan Schulz



© Rainer Wohlfahrt Um 92.141 Menschen ist die Bevölkerung in Deutschland im vergangenen Jahr gewachsen.

Er verursachte ein bisschen Nervosität. Als Gunnar Heinsohn, ehemals Professor in Bremen und heute auf der ganzen Welt gefragter Fachmann für Demographie, Anfang des Monats auf einer Veranstaltung des hessischen Integrationsministers Jörg Uwe Hahn (FDP) sprach, sagte er über die Zukunft Deutschlands: „**Von den 100 Kindern, die wir für die Wohlstandssicherung brauchen, werden 40 heute erst gar nicht geboren. Und von den übrigen 60 bleiben weitere 20 hinter den Bildungserwartungen zurück.**“ Und das, so sagte er, obwohl Deutschland das einzige Land auf der Welt sei, dass allen Müttern die finanzielle Absicherung ihres Wunschkindes garantiere. Wenige Tage zuvor teilte das Statistische Bundesamt mit, im Jahr 2011 seien so wenige Kinder geboren worden wie nie zuvor in der Geschichte der Bundesrepublik.

Aber die Bevölkerung wächst doch. Im vergangenen Jahr verzeichnete Deutschland ein Wachstum der Einwohnerzahl um 92.141 Personen. Obwohl nur 663.000 Kinder in Deutschland geboren wurden aber 852.000 Personen starben, stieg die Einwohnerzahl 2011 das erste Mal in den vergangenen zehn Jahren wieder leicht, auf 8.184.743 Einwohner am 31. Dezember 2011, wie das Statistische Bundesamt in Wiesbaden am Mittwoch mitteilte. **Der Grund für die Wachstumsrate von 0,1 Prozent ist die deutlich gestiegene Zuwanderung. Laut Bundesamt zogen im vergangenen Jahr 958.000 Personen nach Deutschland, 679.000 Personen verließen das Land (gerundete Zahlen).**



© F.A.Z.

Die Zahlen verteilen sich regional mit erheblichen Unterschieden. So gab es auch 2011 in den fünf neuen Flächen-Bundesländern einen Bevölkerungsschwund. Thüringen und Sachsen verzeichneten einen Rückgang von 14000 und 12000 Einwohnern. In Sachsen-Anhalt sank die Einwohnerzahl gar um 22000 Einwohner. Insgesamt sank die Bevölkerung Ostdeutschlands um 63.000 Einwohner (0,5 Prozent). **Bevölkerungswachstum dagegen erfuhren Bayern (plus 57.000), Berlin (41.000), Baden-Württemberg (32.000) und an vierter Position Hessen mit einem Zuwachs von 25.000 Einwohnern.**

Die meisten Einwanderer kommen aus Polen und Rumänien

Vorläufige Zahlen zu der Frage, woher die Einwanderer kommen, stellte das Statistische Bundesamt im Mai vor. Demnach sind es vor allem nahe Länder mit junger EU-Mitgliedschaft, aus denen die Menschen nach Deutschland ziehen. Etwa zwei Drittel der Einwanderer kommt aus einem der 27 Staaten der Europäischen Union. Polen führt die Liste mit 163.412 Personen deutlich an. Rumänien und Ungarn folgen mit 94.706 und 41.134 Personen. Erst auf Platz vier und fünf liegen mit Italien (30.152) und Spanien (20.672) die europäischen Südländer, in denen negative Auswirkungen der Eurokrise am häufigsten berichtet werden. Griechenland taucht unter den 18 aufgeführten Ländern jedoch nicht auf, aus Portugal kamen 8213 Personen nach Deutschland.

Die Migration sei heute noch wenig von der Eurokrise geprägt, sagt Herbert Brücker, der im Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung für die Bundesagentur für Arbeit forscht. Zu vermuten ist, dass dafür die Einkommens-Unterschiede noch einen zu geringen Hebel darstellen. Zwar sei die Arbeitslosigkeit, gerade unter den Jüngeren, in den südeuropäischen Ländern sehr hoch. Letztlich **sei es aber doch nicht so einfach, aus beruflichen Gründen nach Deutschland zu ziehen. Dafür ist zum einen die Sprachbarriere oft noch zu hoch. Zum anderen gebe es in Deutschland noch einen zu unberechenbaren Umgang mit ausländischen Abschlüssen.**

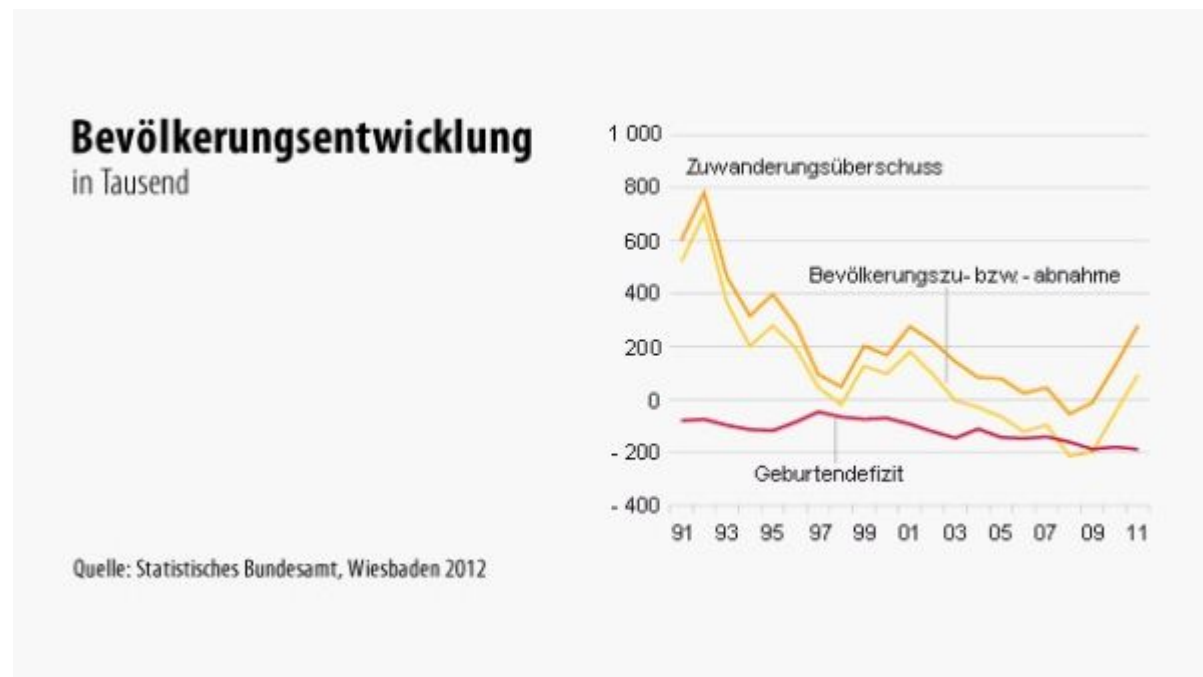
Das Statistische Bundesamt erhebt zu den Demographie-Daten keine Angaben über das Bildungsniveau der Wandernden. Anhand der Daten des Mikrozensus, den das Bundesamt mit den statistischen Landesämtern erhebt, der jedoch nur eine Stichprobe von einem Prozent der Bevölkerung umfasst, lässt sich jedoch schließen, **dass der Anteil der Zuwandernden mit einem Hochschulabschluss in den vergangenen zehn Jahren von 20 auf fast 50 Prozent gestiegen sei, sagt Brücker.** Die Zahlen seien aufgrund des Sonderfalls Migration mit der kleinen Stichprobe jedoch nur mit Unschärfen zu messen.

Bleibe es die kommenden Jahre bei einer Zuwanderung auf dem Niveau des Vorjahres, könnte die prognostizierte Schrumpfung des „Erwerbspersonenpotentials“, von dem Deutschlands Wohlstand abhängt, bis zum Jahr 2050 halbiert werden. Statt um 40 Prozent würde es dann nur um 20 Prozent sinken. Würde Deutschland nicht an seiner Attraktivität für ausländische Arbeitskräfte arbeiten, so warnte Brücker vor Arbeitgebern schon im Juni, könnte mit der konsequenten Umsetzung der Rente mit 67 gerade einmal zwei Prozent Schrumpfung aufgefangen werden.

Quelle: F.A.Z.

Deutschland erstmals seit neun Jahren wieder mit Einwohnerplus

FAZ 25.07.2012 · Zuwanderer haben Deutschland erstmals seit neun Jahren wieder ein Einwohnerplus beschert - allerdings nur ein kleines.



© Statistisches Bundesamt

Mehr als 81,8 Millionen Menschen lebten Ende 2011 in der Bundesrepublik, das waren etwa 92.000 oder 0,1 Prozent mehr als ein Jahr zuvor, wie das Statistische Bundesamt in Wiesbaden am Mittwoch mitteilte. Als Hauptursache nennen die Fachleute die Zuwanderung - vor allem aus Ost- und Südeuropa. Aber auch Korrekturen der Meldeämter spielen eine Rolle.

Die Geburten trugen dagegen nicht zum Zuwachs bei. Im Gegenteil: Die Zahl der Neugeborenen ging binnen eines Jahres um etwa 15.000 auf 663.000 zurück. Zwar starben zugleich weniger Menschen als im Vorjahr, die Lücke zwischen den Sterbefällen und den Geburten wurde dennoch größer. So starben 2011 rund 190.000 mehr Menschen in Deutschland als Kinder geboren wurden.

Etwa 958.000 Menschen zogen 2011 vom Ausland nach Deutschland, 679.000 kehrten der Bundesrepublik den Rücken. Daraus ergibt sich ein Wanderungsüberschuss von 279.000 Menschen - ähnlich hoch war dieser zuletzt 2001 (273.000 Menschen) und höher sogar 1996 (282.200). In den Jahren 2008 und 2009 verließen dagegen mehr Menschen Deutschland als zuwanderten. Die statistisch erfassten Fortzüge der Jahre 2008 bis 2010 und damit der Bevölkerungsrückgang sei allerdings aufgrund von Umstellungen in den Meldeämtern etwas zu hoch ausgefallen, so die Behörde.

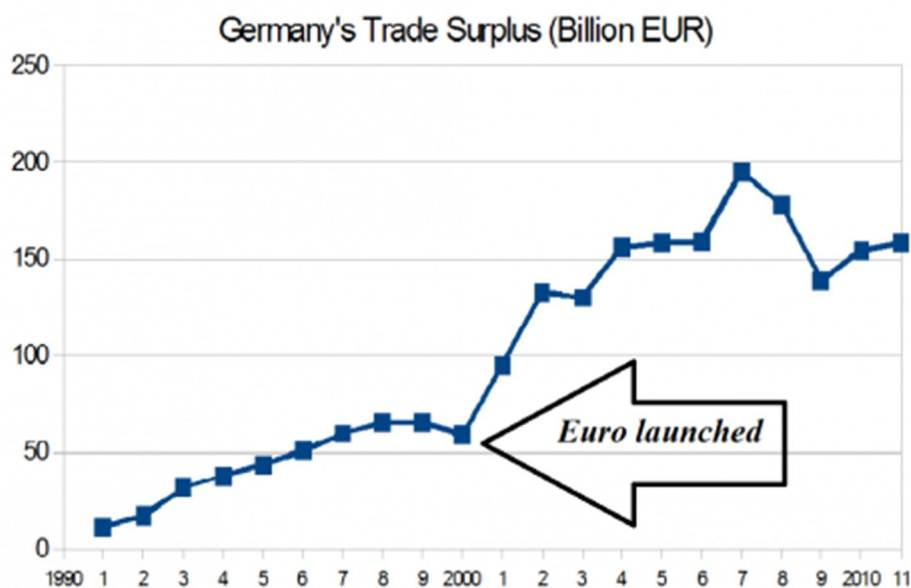
Von dem Bevölkerungswachstum profitierten die Bundesländer ganz unterschiedlich. Vor allem wirtschaftsstarke Länder und Metropolregionen zogen die Menschen an: Bayern (plus 57.000), Berlin (plus 41.000), Baden-Württemberg (plus 32.000), Hessen (plus 25.000) und Hamburg (plus 12.000) sowie Schleswig-Holstein (plus 3000) und Bremen (plus 600). In allen neuen Bundesländern sowie in Nordrhein-Westfalen, Niedersachsen, Rheinland-Pfalz und im Saarland ging die Zahl der Einwohner dagegen zurück. Besonders stark schrumpfte die Bevölkerung in Sachsen-Anhalt (minus 22.000), Thüringen (minus 14.000) und Sachsen (minus 12.000).

Quelle: DPA-AFX

Chart of the Day: Germany Biggest Winner From Euro Fixed Exchange Rates

EconoMonitor Author: [Edward Harrison](#) · July 19th, 2012 · [Comments \(1\)](#) Share This Print 98 17

A hedge fund friend of mine who is interested in the euro crisis pointed out a nice chart to me. It shows Germany's [trade balance](#) from 1990 to present.



Source: [Sudden Debt](#)

As you can see from the chart, Germany had a relatively small trade surplus in the early 1990s. But after the euro was formed, the surplus vaulted higher. The clear implication is that Germany's export sector benefitted hugely from the introduction of the euro.

Just to double-check, I took a look at the monthly data and here's the resulting chart:



Source: Trading Economics

I have drawn in trend lines to show you how the post-reunification plunge followed by a steady upward trend that kinks higher when the euro is formed. During the [financial crisis](#), Germany was hit very hard as its exports collapsed. But when the crisis ended, the pre-crisis, post euro upward slope to surpluses re-asserted itself.

One could offer a few plausible reasons why Germany's higher positive trade balance kinked upward after the euro was introduced. Here are the main three.

1. Intra-euro fixed exchange rate caused Germany to gain.
2. Euro itself collapsed, resulting in Germany's higher positive trade balance.
3. Export cost benefits vis-a-vis export competitors because of wage suppression.

If you look at the post-euro EURUSD exchange rate, you can see that the euro was appreciating from 2002 all the way until the crisis in 2008. That would imply lower exports then.

1.2258 +0.0027(0.22%) 10:19AM EDT



Source: Yahoo! Finance

That leaves you with Germany's increased exports benefitting mainly from domestic wage suppression and fixed exchange rates within [Europe](#). This makes sense as Sudden Debt notes that:

Foreign Trade Balance Export - Import	Millionen Euro
France	+ 35 301,9
United States	+ 25 385,0
United Kingdom	+ 20 696,5
Austria	+ 20 212,0
Italy	+ 13 877,5
Spain	+ 12 306,3
Poland	+ 11 098,3
Switzerland	+ 10 825,9
Belgium	+ 8 524,1
Turkey	+ 8 372,6
Sweden	+ 7 860,5
United Arab Emirates	+ 6 473,3
Saudi Arabia	+ 5 967,0
Australia	+ 5 334,8
Hongkong	+ 4 214,5
Ukraine	+ 3 458,2
India	+ 3 356,7
Mexico	+ 3 258,1
Luxembourg	+ 3 252,2
Greece	+ 3 122,1

A full 41% of Germany's surplus comes from [France](#), Italy, Spain and (gasp!) Greece, where Germany is *still* exporting like gangbusters *despite* the poor country being in its fifth year of recession. In fact, Germany's trade surplus per person with Greece is 3.6 times bigger than that with the U.S. (290 euro per Greek versus 81 euro per American).

My conclusion, therefore, is that Germany is the biggest winner from euro fixed exchange rates as the euro's introduction has allowed the [German](#) economy to grow at a reasonable rate in spite of weak domestic demand. If the euro had never come into being, the weak German domestic economy would be a much larger problem. I would also expect that another crisis would repeat the experience of 2008-2009, when Germany's trade surplus fell precipitously.

Source: [One Picture Is Worth A Thousand Marks \(or Merkels\)](#)

Note: In trade theory, exports are usually seen as a cost of free trade because it means using productive capacity for export instead of for domestic consumption. The benefit of free trade is the (lower cost) imports. Nonetheless, export-oriented countries like Germany are willing to bear this cost in order to boost production and output.

This post originally appeared at [Credit Writedowns](#) and is posted with permission.

Euro Crisis: The German Approach Is at Least Partially Correct

Huffington Post Posted: 07/22/2012 9:55 pm

Structural Reform in Europe is Key for the Euro's Survival

Germany has received [scathing](#) criticism from many experts for its approach to resolving the euro crisis. Germany has been trying to: limit/reduce government budget deficits and promote large-scale structural reform (e.g., improved international competitiveness in the European periphery, create a central authority to manage Europe-wide finances with real enforcement powers against national governments, etc).

A common and vehement criticism is that, to avoid a 1930s-scale economic collapse, Germany and the core euro countries (e.g., Finland, Netherlands, etc.) must shift from an austerity approach to aggressive pro-growth policies. They're urged to: recapitalize weak European banks, create a European bank deposit insurance system, promote fiscal stimulus in place of austerity (implying a mechanism for periphery countries to borrow with a German guarantee), weaken the euro against foreign currencies, and accept some euro inflation. Structural reform (which the Germans view as a top priority) is considered of secondary importance by Germany's critics, to be addressed only after the current crisis is averted.

The hour is late. Unemployment in some euro countries is at Depression levels (in Greece and Spain, unemployment now exceeds [20](#) percent). The collapse of the euro and the European common market -- which would be economic catastrophes -- are being openly [discussed](#). Further, a 1930s-style Depression could also lead to political disasters. The 1930s weren't just an economic disaster -- they set the stage for WWII.

However, the harsh criticism of Germany's approach misses the extent to which corruption, demagoguery and governmental incompetence in Europe's periphery are significant barriers to: resuming growth, resolving this crisis, and continued European integration. Greece is my example, but the issues described below exist in varying degrees across Europe's periphery.

Greece has been in an economic crisis for several years, but its government still hasn't reduced public sector corruption. The elites that benefit continue to [resist change](#). For example, paying [bribes](#) (to Greek hospitals to obtain treatment and to tax inspectors to evade taxes) reportedly remains a common practice. The public has very little belief in the honesty of the public sector -- "[six Greeks in ten](#) expect public officials to abuse their position for personal gain."

Well into the crisis, the Greek parliament retained all sorts of [perks](#) for itself (e.g., free Mercedes) while demanding sacrifices from common citizens. In Greece and other countries of the euro's periphery, [violent ultra-nationalist political parties](#) gain in popularity, and rumors connect them with the old corrupt elites.

These aren't just anecdotal reports in the press. In [Transparency International's](#) 2011 annual ranking of public sector corruption, New Zealand ranked 1st (the least corrupt country in the world), Germany ranked 14th, and Greece ranked 80th (tied with countries such as El Salvador and Morocco).

Consider another metric: In the most recent World Bank [Ease of Doing Business Survey](#), the easiest country for doing business is Singapore (ranked 1st), with Germany ranked 19th. Greece is ranked 100th (just ahead of Papua New Guinea). Apparently, it's easier to do business in the Republic of Yemen (ranked 99th), than in Greece. As one simple point of comparison: In Greece, it takes [77](#) days (and probably a few bribes) for a business to turn on electric service; in Germany, it takes [17](#) days.

A free press is key in fighting public sector corruption. But across the euro's periphery, freedom of the press is weak and often under attack. For example, Greece ranks 70th on the most recent [Press Freedom Index](#), behind

Bhutan and ahead of Nicaragua. As a benchmark, Finland ranks 1st with the world's freest press; Germany ranks 18th.

I have huge sympathy for the Greek public (and the other peoples in the Euro's periphery) who suffer from this corruption, are disgusted and want change: "Only [one Greek in ten](#) says they see enough corruption prosecutions or strong enough punishments for offences". However, Greece's governing elites - rather than tackle popular reforms such as fighting corruption (that might adversely impact themselves) - have focused instead on unpopular moves, such as pension fund reform.

This wasn't supposed to happen. Countries on the periphery were supposed to converge to euro core standards. However, the periphery's ruling groups resisted fixing corruption problems during the pre-crisis boom, and resist fixing them now despite the crisis engulfing their people.

Germany/the core, as a consequence, prefers to tightly control bailout terms -- to continually pressure the periphery to reform. Otherwise, emergency loans will become gifts, temporary subsidies become permanent annual transfers, and structural reforms will again be postponed indefinitely. Aside from the risk to the German taxpayers, a failure to come out of this crisis with real reforms sets the stage for an even bigger debacle at a later date.

The Germans deserve commendation for their commitment to a united Europe. It's amazing that Germany continues its efforts to achieve a greater fiscal, regulatory and political union with strong non-corrupt transparent institutions. However, it's also amazing that, several years after this crisis began, the countries in the euro's periphery can continue to resist real reforms.

The Germans are correct -- structural reform cannot be put off any longer.

I invite you to follow me on **Twitter at: @Steven_Strauss** or on **Facebook at: <https://www.facebook.com/Steven.Strauss.Updates>**

*About the Author: Steven Strauss was founding Managing Director of the Center for Economic Transformation at the New York City Economic Development Corporation (NYCEDC). He is an Advanced Leadership Fellow at Harvard University for 2012. He has a Ph.D. in Management from Yale University and over 20 years' private sector work experience. You can follow him on **twitter at: @Steven_Strauss** or on Facebook at: <https://www.facebook.com/Steven.Strauss.Updates>*

Who Warned About the Euro First?

- WSJ July 23, 2012, 8:47 AM
- Commentary
- By [Martin Essex](#)

As the world's financial markets begin to price in a total collapse of the euro project, there's no shortage of economists and other experts saying they always knew it was doomed to failure. So who warned first?

Well, only last week, a senior International Monetary Fund [economist resigned](#) and wrote a scathing letter to the board blaming management for suppressing staff warnings about the 2008 global financial crisis and for an alleged pro-European bias that he says exacerbated the euro-zone's debt turmoil.

But long before the 2008 crisis, many economists were warning there were structural problems in the euro set up. And now the Levy Economics Institute of Bard College has issued a [policy note](#), provocatively headed Euroland's Original Sin, which names five of them.

There's Stephanie Bell, writing as long ago as 2002, who warned that "the prospects for stabilization in the euro zone appear grim."

And the year before that, back in 2001, Warren Mosler wrote that history and logic dictate that the credit sensitive euro-12 national governments and banking system will be tested.

"The market's arrows will inflict an initially narrow liquidity crisis, which will immediately infect and rapidly arrest the entire euro payments system," he said. "Only the inevitable, currently prohibited, direct intervention of the ECB will be capable of performing the resurrection, and from the ashes of that fallen flaming star an immortal sovereign currency will no doubt emerge."

But two years before that Mathew Forstater was highlighting the problem that "market forces can demand pro-cyclical fiscal policy during a recession, compounding recessionary influences."

Even earlier, in 1998, L. Randall Wray was concerned that the euro zone would be much like a U.S. operating with a Fed, but with only individual state treasuries. It will be as if each member country were to attempt to operate fiscal policy in a foreign currency; deficit spending will require borrowing in that foreign currency according to the dictates of private markets, he said.

And the winner? According to the Levy Institute, that was Wynne Godley, as far back as 1997, who wrote:

"The danger... is that the budgetary restraint to which governments are individually committed will impart a disinflationary bias that locks Europe as a whole into a depression it is powerless to lift."

Mind you, there were plenty of others not named by the Levy Institute. According to [Public Service Europe](#), in the late 1990s, eminent economists queued up to explain the flaws in the euro project. Chief among them was Nobel Prize winner Milton Friedman, who in 1999 – the year the euro was born – predicted that "sooner or later, when the global economy hits a real bump, Europe's internal contradictions will tear it apart".

With Spanish bond yields surging while the euro and European stock prices tumble as the euro system creaks under austerity programs that have been imposed on governments that seem unable to cope with them, the words of Godley, Friedman and the rest echo through the years.

But were they the first economists to issue warnings? You may know better.

Comments

- 9:14 pm July 24, 2012
- *Ray Phenicie* wrote :

Actually, Wynne Godley got it right even earlier. In 1992 he said this in warning about a nation that forgoes its natural sovereignty and ability to issue its own currency, as all of the Euro nations have done:

What happens if a whole country – a potential ‘region’ in a fully integrated community – suffers a structural setback? So long as it is a sovereign state, it can devalue its currency. It can then trade successfully at full employment provided its people accept the necessary cut in their real incomes. With an economic and monetary union, this recourse is obviously barred, and its prospect is grave indeed unless federal budgeting arrangements are made which fulfil a redistributive role. As was clearly recognised in the MacDougall Report which was published in 1977, there has to be a quid pro quo for giving up the devaluation option in the form of fiscal redistribution. Some writers (such as Samuel Brittan and Sir Douglas Hague) have seriously suggested that EMU, by abolishing the balance of payments problem in its present form, would indeed abolish the problem, where it exists, of persistent failure to compete successfully in world markets. But as Professor Martin Feldstein pointed out in a major article in the Economist (13 June), this argument is very dangerously mistaken. If a country or region has no power to devalue, and if it is not the beneficiary of a system of fiscal equalisation, then there is nothing to stop it suffering a process of cumulative and terminal decline leading, in the end, to emigration as the only alternative to poverty or starvation. I sympathise with the position of those (like Margaret Thatcher) who, faced with the loss of sovereignty, wish to get off the EMU train altogether. I also sympathise with those who seek integration under the jurisdiction of some kind of federal constitution with a federal budget very much larger than that of the Community budget. What I find totally baffling is the position of those who are aiming for economic and monetary union without the creation of new political institutions (apart from a new central bank), and who raise their hands in horror at the words ‘federal’ or ‘federalism’. This is the position currently adopted by the Government and by most of those who take part in the public discussion.

<http://www.lrb.co.uk/v14/n19/wynne-godley/maastricht-and-all-that>