Press clippings

From 3 September until 9 September 2011 (29 Mentions)

Country	Outlet	Date	Format	Type of Mention	Scholar	Title	Pg.
International	AFP	07/09/2011	Newswire	Short-Mention	ZD	Europa satisfecha por fallo alemán, pero la salida de la crisis sigue lejana	4
International	AP	07/09/2011	Newswire	Short-Mention	ZD	AP Interview: Slovak coalition member vows to block proposal to boost eurozone bailout fund[1]	6
International	Bloomberg	07/09/2011	Newswire	Short-Mention	JPF	Lagarde Atop IMF Prods Europeans to End Haggling Over Debt: Influential 50	8
International	France 24	05/09/2011	TV	Interview	NV	Interview on the day's market turmoil and bank share price falls	n/a
International	France24	08/09/2011	TV	Interview	NV	Interview on on developments of the euro crisis	n/a
International	Pensions & Investments	05/09/2011	Newspaper	Short-Mention	Bruegel	Pan-euro debt proposal piques investors	11
International	Radio France Internationale	07/09/2011	Radio	Interview	NV	Interview on the German Court's positive decision on the Euro rescue package	n/a
Pan-European	Radio Free Europe	06/09/2011	Radio	Short-Mention	JPF, Bruegel	Could Debt Crisis Create A New, Superstate EU?	14
Austria	Wirtschaftsblatt	08/09/2011	Newspaper	Short-Mention	Bruegel	Die Lehman-Effekte haben wir ohnehin bereits	16
Belgium	Europolitics	06/09/2011	Newswire	Short-Mention	Bruegel	Study recommends internet to kick-start growth[2]	19
Belgium	Agence Belga	07/09/2011	Newswire	Short-Mention	Bruegel	La crise de la dette plaide pour un système obligatoire de pensions privées (étude)	20
Belgium	Trends/ Tendances	08/09/2011	Magazine	Short-Mention	AS	Bientôt un FMI européen	21
France	Le Monde	06/09/2011	Newspaper	Interview	NV	Nicolas Véron : " Le risque de faillite d'une grande institution financière européenne est réel "	24
Germany	Stuttgarter Zeitung	05/09/2011	Newspaper	Interview	JvW	Eurobonds nicht mit heißer Nadel stricken	26
Germany	Die Welt	05/09/2011	Newspaper	Short-Mention	JD, JvW	Euro-Bonds stärken die Haushaltsdisziplin	29
Germany	Deutsche Welle	06/09/2011	Radio	Short-Mention	Bruegel	S&P würde Eurobonds wie Ramsch bewerten[3]	31
Greece	Kathimerini	06/09/2011	Newspaper	Substantial	ZD	Bruegel economist sees only two options for Greece	34
Italy	ADNKronos	06/09/2011	Newswire	Substantial	BM	Manovra: analista Bruegel, è recessiva, modifiche pesano su mercati	36

[1] also published by Bloomberg BusinessWeek (magazine, US), Forbes (Magazine, US) and The Washington Post (magazine, US)

[2] also published in French by Europolitique

[3] also published in English by Deutsche Welle

Italy	Avvenire	07/09/2011	Newspaper	Interview	NV	«I governi non temano i mercati serve un'ottica di lungo termine»	37
Poland	Parkiet	03/09/2011	Newspaper	Short-Mention	Bruegel	Jeden bank centralny, jedno euro... Jeden dług?	38
Poland	Gazeta Wyborcza	07/09/2011	Newspaper	Short-Mention	ZD	Włosi zacisną pasa? Rynki mocno zaniepokojone	42
Spain	El Pais	05/09/2011	Newspaper	Short-Mention	JD, JvW	Bruselas inicia los estudios para decidir sobre la emisión de eurobonos	44
China	Reuters China	25/08/2011	Newswire	Short-Mention	Bruegel	"Hot spots Perspective" four challenges facing the euro area bond together	46
United States	The Washington Post	05/09/2011	Newspaper	Short-Mention	JPF	After a decade, euro plagued by failures	48

Agence France Presse

Europa satisfecha por fallo alemán, pero la salida de la crisis sigue lejana
By María Lorente
7 September 2011

Europa respiró este miércoles aliviada por la decisión del tribunal constitucional de Alemania de validar el plan de ayudas financieras a países en dificultades, pero los expertos advierten que la salida de la crisis de la deuda está lejos y pronostican aún "más tormentas".

Las bolsas reaccionaron con alzas importantes y la Unión Europea (UE) se declaró "satisfecha" por el fallo que valida la participación de Alemania, primera economía y primer contribuyente del bloque, en los programas de rescate de varios socios menores sepultados por sus deudas.

"La decisión evitó la catástrofe total, provocando el fin de los paquetes de ayuda y a la larga un desordenado impago de la deuda de países con finanzas débiles como Grecia, Irlanda y Portugal", opinó **Zsolt Darvas**, del Centro de análisis europeos **Bruegel**.

"Pero nada está acabado y aún quedan varios meses de desafíos y tormentas", advirtió a la AFP.

Los temores de una quiebra de Grecia, la insistencia de Finlandia en pedir garantías a Atenas a cambio de ayuda, la falta de señales políticas sólidas para tranquilizar a los mercados, el espectro de una crisis bancaria: abundan las dudas sobre el futuro de la Unión Europea.

Al rechazar el recurso presentado por un grupo de académicos, el tribunal alemán avaló la actuación del gobierno de Angela Merkel sobre el establecimiento del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y el primer paquete de 110.000 millones de euros de ayuda a Grecia otorgado en 2010 por la UE, el Banco Central Europeo (BCE) y el FMI.

Pero el Tribunal de Karlsruhe (oeste) insistió en que todos los planes de rescate y las ayudas sean aprobados por el Parlamento.

"Una decisión para nada feliz en un momento como este, cuando el tiempo apremia", comentó a la AFP Janis Emmanouilidis, del Centro de análisis de Política Europea (EPC).

"Implicará que se pierda mucho tiempo para tomar cada decisión y será difícil para Merkel obtener el apoyo que necesita", señaló Darvas.

Sobre todo en momentos en que la democristiana Merkel (CDU) ni siquiera tiene asegurado el apoyo parlamentario de su coalición de Gobierno para lograr aprobar la participación de Alemania en el segundo plan de rescate a Grecia, de 160.000 millones de euros, aprobado el 21 de julio pasado y el refuerzo del FEEF.

"La decisión implica más dificultades para los planes anunciados (en la cumbre europea del 21 de julio) para que el Fondo Europeo de rescate actúe rápidamente en el futuro, interviniendo en la compra de bonos en los mercados secundarios para ayudar a los países en problemas", señaló Jennifer McKeown, de Capital Economics.

En este contexto, todas las miradas se centrarán el jueves en la reunión del Consejo de Gobernadores del BCE y en las declaraciones de su presidente Jean Claude Trichet sobre posibles novedades en su política de tasas de interés, mientras se multiplican los indicios de las dificultades de los bancos europeos para disponer de liquidez.

"Paso a paso, así vamos en esta crisis, tomando medidas de último minuto pero sin llegar nunca a tomar el toro por las astas", concluyó Emmanouilidis.

Associated Press

AP Interview: Slovak coalition member vows to block proposal to boost eurozone bailout fund
By KAREL JANICEK
7 September 2011

BRATISLAVA, Slovakia (AP) - An influential member of Slovakia's ruling coalition vowed on Wednesday to block a continentwide plan to boost the powers of the eurozone's bailout fund, calling it "a road to hell."

Richard Sulik, leader of the Freedom and Solidarity Party and parliamentary speaker, told The Associated Press that such measures are pointless and reveal the 17-nation eurozone's inability to get a grip on its problems.

"European politicians have been solving the crisis for a year and a half and the situation gets worse and worse," Sulik said.

Eurozone leaders committed in July to give the rescue fund, the "European Financial Stability Facility", new powers such as the right to buy bonds of governments struggling with their debt loads.

The euro440 billion ($620 billion) fund will become the eurozone's main tool to fight the debt crisis by acting pre-emptively to help governments before they are engulfed in a full-blown crisis.

But because it would have more freedom to intervene in markets, some politicians like Sulik are worried that it would be playing loosely with eurozone taxpayers' money and does not represent a credible solution to the crisis.

"That's the reason why I reject it, it's a road to hell," the 43-year old Sulik said in his offices in central Bratislava, the capital.

The Slovak government approved the plan to beef up the rescue fund on Wednesday. Slovak lawmakers will vote on the matter some time this fall, according to Sulik, once all other eurozone nations have delivered their verdict.

To win over other lawmakers, Sulik created a 16-page booklet that sums up his arguments and will be presented Thursday at a news conference.

Sulik said that instead of creating new rules, the eurozone should stick to the original ones. "More or less all the rules set by the EU for the euro have been violated. What I say is let's stick to the rules," he said, adding that creating new mechanisms like the rescue fund actually threatened the long-term viability of the euro.

Without the votes from Sulik's party, the four-party coalition government does not have enough votes to pushed the legislation on the rescue fund through Parliament. It would have to rely on the opposition, making the outcome of the vote uncertain.

Fearing possible negative consequences for Slovakia and the euro if the country's Parliament kills the bill, President Ivan Gasparovic decided to organize high level emergency talks with coalition and opposition leaders to find common ground.

The talks should take place before the vote on the rescue fund in Parliament, presidential spokesman Marek Trubac told the AP.

Trubac said Gasparovic wanted his country to prove it is a "reliable member of the eurozone whose decision should not be the start of the eurozone's end."

Analysts suggested that even if Sulik's party voted against the bill to boost the eurozone rescue fund, cross-party support could be found in parliament.

"If every other country would support the changes (to the EFSF) the political pressure would be so strong that it would be hard for Slovakia to resist," said **Zsolt Darvas**, a research fellow at Brussels-based economic policy think tank **Bruegel**.

Bloomberg

Lagarde Atop IMF Prods Europeans to End Their Haggling Over Sovereign Debt
By Kambiz Foroohar
7 September 2011

Christine Lagarde, managing director of the International Monetary Fund (IMF), photographed at the Council on Foreign Relations in New York on July 26, 2011. Photographer: Scott Eells/Bloomberg

Zhu Min is the first Chinese deputy managing director of the IMF since the fund's founding in 1945. Photographer: Hannelore Foerster/Bloomberg

A week after becoming the only woman in history to take charge at the International Monetary Fund, Christine Lagarde notched another milestone: she nominated Zhu Min, a former deputy governor of the People's Bank of China, as a deputy. Zhu is the first Chinese deputy managing director since the fund's founding in 1945.

Zhu's nomination is one way in which Lagarde, who has worked and lived in France and the U.S. throughout her career, is extending her influence beyond the West, Bloomberg Markets magazine reports in its October special issue on the 50 Most Influential people in global finance. Her supporters say her background is a plus.

"A European head of the IMF may be able to let the Europeans accept that it is time for the institution to take distance from Europe," says Jean Pisani-Ferry, an economist at the Bruegel research group in Brussels.

Lagarde, who took over on July 5, has a history of working to unify disparate interests. During her first weeks as managing director, with European governments haggling over another Greek bailout -- this one 159 billion euros ($222 billion) -- she made it clear that they needed to act.

Things Have to Happen

In a July 26 address at the Council on Foreign Relations in New York, she pressed European nations to implement a Greek rescue package they had formed the previous week. And she urged Greece to accept austerity measures in exchange for the bailout.

"Things now have to happen and have to be delivered," she told the group.

On Aug. 27, she told a gathering of central bankers in Jackson Hole, Wyoming, that more action was need to save the world economy. This time, Germany, Spain and the European Union rebuffed her call for an "urgent" recapitalization of Europe's banks.

Lagarde, 55, has navigated a previous wave of turmoil in Europe. She was France's finance minister in May 2010 when dread about the stability of Greece and other nations spread across the globe. At a European ministerial meeting in Brussels, she juggled phone calls from U.S. Treasury Secretary Timothy F. Geithner and European government officials. By the early hours of May 10, she had forged a consensus with European Union finance ministers to back a $1 trillion plan to rescue troubled euro-zone economies.

“Wherever she has worked, she has had a strong voice and impact,” World Bank President Robert Zoellick says.

‘Political Acumen’

The new chief’s negotiating skills will help her steer the 187-nation IMF through the escalating euro-debt emergency, a slow global recovery, rising inflation and high unemployment, says Alessandro Leipold, a former IMF acting director.

“She’s very able, and one of the skills she brings with her is certainly political acumen,” Leipold says.

Lagarde took over after countryman Dominique Strauss-Kahn resigned to defend himself against charges of sexually assaulting a hotel maid. On Aug. 23, New York State Supreme Court Justice Michael Obus dismissed the indictment against Strauss-Kahn.

Lagarde has her own legal headaches. On Aug. 4, a French court ordered a formal investigation into whether she’d abused her finance minister position by allowing a 385 million euro ($547 million) settlement in 2008 to Bernard Tapie, an investor and former Socialist minister.

Tapie, who endorsed President Nicolas Sarkozy, got the award after accusing Credit Lyonnais SA of bilking him in 1993 when it oversaw the sale of his stake in sporting-goods maker Adidas AG. Tapie declared personal bankruptcy in 1994.

‘No Way Incompatible’

Yves Repiquet, Lagarde’s lawyer, says the judicial inquiry won’t affect her IMF duties.

“This procedure is in no way incompatible with the current functions of the managing director of the IMF,” he said in a statement. Lagarde declined to comment for this story.

Lagarde worked to overcome dissent that threatened her nomination. Indian Finance Minister Pranab Mukherjee called for non-Western nations to play a bigger role in an organization formed to monitor and lend to the world’s economies. Many agreed with him.

“It is important to have a greater say from emerging markets because they have been through more crises and have come through them more successfully than the industrialized world,” says Kevin Gallagher, associate professor of international relations at Boston University.

Courting Emerging Nations

Lagarde got the point. To help build a following, she traveled to Brazil, China, Egypt, India and Saudi Arabia and also met with African finance ministers who had gathered in Lisbon. She promised to be more inclusive of emerging economies. Lagarde’s pledges won Mukherjee’s support, which helped her beat her leading rival for the IMF job, Mexico’s central bank governor Agustin Carstens.

It may be easier for Lagarde to make the case for greater heterogeneity at the IMF: She didn’t scale French politics by attending one of the elite grande ecoles, hasn’t aligned with a party and grew up in Le Havre, out of the Paris limelight. Lagarde formed her early political notions in the U.S. -- not France.

She traveled to Washington in 1973 as a high school exchange student at Holton-Arms, a private girls' school in the capital's Bethesda, Maryland, suburb. She interned in 1974 for William Cohen, the Republican congressman from Maine who became defense secretary in 1997.

Rapid Rise

Back in her homeland, Lagarde twice failed to gain admission to the Ecole Nationale d'Administration, a top school for the French elite. She pursued law at what is now Paris West University Nanterre La Defense and got a master's degree in American literature and a postgraduate diploma in business and labor law. She joined the Paris office of Chicago-based law firm Baker & McKenzie LLP in 1981.

She rose quickly to partner in 1987 and to selection as one of two European representatives on the seven-member executive committee in 1995. Known as a tough negotiator in complicated cases, Lagarde became the firm's first female global executive committee chairman in 1999, overseeing more than 3,400 lawyers.

Lagarde caught the interest of Dominique de Villepin, the French prime minister, who offered her the post of trade minister in 2005. Two years later, Sarkozy appointed her minister of economic affairs, finance and employment, making her the first woman finance chief in the Group of Seven, which includes the U.S., Canada, Japan and the biggest European nations.

Attracting a Following

Lagarde, who now lives in Washington, is attracting a following. With her silver hair and 6-foot (183-centimeter) frame, she's an imposing presence. Well-wishers mobbed her at the Bastille Day party at the French ambassador's residence on July 12. A photo shoot by fashion magazine Vogue boosted her rock-star credentials into a league with previous subjects: Secretary of State Hillary Clinton and First Lady Michelle Obama.

As financial markets reeled in early August, Lagarde showed her trademark equanimity and inclusiveness. She applauded statements by the European Central Bank, the G-7 and the leaders of Germany and France to ensure stability.

"This cooperation will contribute to maintaining confidence and spurring global economic growth," she said.

With another crisis in full force, Lagarde, who helped unite jittery governments last year, finds herself in the thick of things.

Pensions & Investments

Pan-euro debt proposal piques investors

By Drew Carter

5 September 2011

Unofficial proposals to create government debt backed by the entire 17-member eurozone would produce a massive bond market, similar in size, liquidity and quality to the $7.3 trillion U.S. Treasury market.

Adapting: Myles Bradshaw thinks the eurozone can't stay in its current form for the next 10 years.

This would benefit institutional investors in two ways: The proposed pan-European bonds would be more diversified than German bunds, the current European standard; and the move would calm market volatility caused by bailouts of countries such as Greece and Ireland and by concerns over debt loads of Spain and Italy. The size of the German bund market is about €2 trillion ($2.86 trillion).

The creation of eurozone bonds is fraught with trouble, however, as economically stronger nations would need to back the debts of weaker nations, which would need to relinquish some sovereignty over their spending and debt levels.

Although moving toward greater fiscal integration in the eurozone will be a tough slog politically, it's either that or a disintegration of the union, bond managers say.

"It's becoming increasingly difficult (in the next 10 years) for the eurozone to remain in its current form without some kind of fiscal integration," said Myles Bradshaw, senior vice president and portfolio manager at Pacific Investment Management Co. in London.

"The market is going to force the eurozone to come up with a decision — is it going to be a full fiscal union, or are we going to move down the disintegration route?" added Andrew Belshaw, head of investments in London at Western Asset Management Co.

Either way, the eurozone will be remade, experts said, and any partial breakup of the union would be a lot uglier than proposals to fix it. Central to those proposals are fiscal integration, which will likely include a move to eurozone bonds, and a relinquishing of some sovereign budgetary and debt-level oversight to centralized European authorities.

Also key: guarding against moral hazard, or ensuring that highly indebted countries are encouraged to act with more fiscal responsibility.

"In the end, some degree of give-up of sovereignty through fiscal integration and more effective rules that prevent moral hazard ... is a necessary precondition to a real, lasting solution to the problem," said Valentijn van Nieuwenhuijzen, head of strategy at ING Investment Management, The Hague, Netherlands.

Eurozone bonds would help solve the European debt crisis in a number of ways. Primarily, they would lower the debt costs of peripheral European countries, enabling them to more easily repay their debts. "It's a way to help countries and restore confidence in the market," said Martyn Simpson, London-based senior associate in Mercer LLC's manager research boutique.

But the move would also erase speculators' ability to differentiate among — and invest against — individual countries' debt.

“What we need is for investors to have a flight to safety like there is in the United States,” that is, from equities to government bonds, not from state to state, said Erik Jones, Bologna, Italy-based professor of European studies at Johns Hopkins University's Nitze School of Advanced International Studies.

“We have to stop the flight to safety from moving across country boundaries.” Michael Krautzberger, Munich-based managing director and head of euro fixed income at BlackRock Inc., said he doubts the popular notion that eurozone bonds would increase Germany's borrowing costs. Instead, a more liquid market would reduce the liquidity premium and increase the euro's attractiveness as a reserve currency. “If there's a (difference in costs) — and that's a big if — it would be a marginal one,” said Mr. Krautzberger, who's also BlackRock's Germany chief investment officer.

Most experts agree that eurozone bonds will be created — the question is when. “This is not something that can be done overnight,” said WAMCO's Mr. Belshaw. “It's a medium-term goal.” For most experts, that means a timeframe of one to two years.

But Jacob Funk Kirkegaard, research fellow at the Peterson Institute for International Economics, Washington, said because eurozone bonds would entail a remaking of the eurozone — much like the process to create the euro in the 1990s — a minimum five- to seven-year scale is more appropriate.

He sees the situation as a “Catch 22” — that eurozone bonds would help ease the burden of indebted nations, but that “you can only have joint guarantees between European countries that are all in a fiscally similar position. Currently it's not clear that Italy or Spain” would meet those criteria, he said.

Mr. Belshaw said eurozone bonds would just “buy time.” The roots of the sovereign debt crisis are “more than a debt-financing problem” — it's a matter of lack of competitiveness among highly indebted states, he said. “The underlying cause is what has to be addressed first of all.”

Early commitment

While determining the full scale of the problems and setting up the legal and practical framework needed to issue eurozone bonds will likely take years, European leaders need to make a clear commitment to save the eurozone in the near term, experts said.

The European Commission is studying the subject, but there has not yet been an official proposal made for creating eurozone bonds. However, bonds issued by the European Financial Stability Facility — the bailout fund that has issued pan-European bonds to help pay for bailouts of peripheral countries — set a precedent, Mr. Kirkegaard said.

In fact, managers believe the profile of the new bonds would likely be very similar to EFSF bonds — AAA and trading at spreads of 50 basis points or so over current bund yields.

Proposals for eurozone bonds have been years in the making, but have taken on urgency since Europe's piecemeal solutions to bailing out individual countries hit a wall with the likes of Spain and Italy, each too big to save with the EFSF. Experts say the details of how eurozone bonds are structured will be key, and so far a proposal from the Brussels-based think tank Bruegel has gotten the most attention.

That proposal calls for limiting a country's issuance of eurozone bonds to 60% of its gross domestic product in securities called “blue bonds,” with any debt issued over that ceiling to be backed only by the country issuing the debt, and known as “red debt.” That provides both lower yields through the blue bonds — to reduce the borrowing costs across Europe — and higher yields on red debt — to send a clear signal that a country is on an “unsustainable fiscal path,” according to a May 2010 Bruegel policy brief on the proposal.

“If financial markets are failing Greece now, they failed Greece even more before the crisis by continuing to provide cheap funding while (its) fiscal policy was reckless.”

An agreement on details is a long way down the road; a road that will continue to be bumpy until leaders commit to a policy of greater fiscal integration, experts say.

“None of these choices is highly popular, so politicians will ignore the need to decide” until they have to, BlackRock's Mr. Krautzberger said. “In Europe, for progress you always need pain.”

Radio Free Europe Documents and Publications

Could Debt Crisis Create A New, Superstate EU?
By Charles Recknagel
6 September 2011

As the euro struggles to keep its value amid the debt crises in countries like Greece, Italy, and Spain, the single currency's problems are turning into a massive identity crisis for the EU.

For years, economists have warned that giving states a united currency without a united fiscal policy is as risky as giving any group of people a common credit card to use.

Unless everybody agrees on when and how to use their shared card, it's almost certain that some will misuse it and leave the others to pay their debts.

But at the same time, they signaled that is as far as they are willing to go for now. They notably refused to support the idea of the eurozone acting as a state even to the modest degree of issuing joint bonds, dubbed Eurobonds.

As Sarkozy told reporters, "Eurobonds can be imagined one day, but at the end of the European integration process, not at the beginning."

Eurobonds would be bonds backed by all EU member states so that crisis-hit states could use them to borrow money at favorable interest rates on the commercial market. Currently, weak governments like Greece must pay huge interest to borrow money while fiscally strong states like Germany pay much less.

'Eurobonds' A Nonstarter

But many European publics -- and powerful state institutions like Deutsche Bank -- oppose Eurobonds because they don't want to tie their economic fortunes any closer together than they already are.

"Creating Eurobonds means basically you are giving, potentially, access to your taxpayers to other countries. In terms of sovereignty, that is major because this tax base is really the treasury of a sovereign country. So you don't want to do it unless you have extremely strong guarantees that your partners will behave," says economist **Jean Pisani-Ferry**, director of **Bruegel**, a Brussels-based think tank.

"If your partners start issuing debt, and they are unable to pay the debt, then they turn to your taxpayers and say, OK, it's your turn to pay.' That's not something acceptable. So, the most fiscally conservative countries are afraid it would just be a free lunch for the profligate countries."

The **Bruegel** think tank recommends that eurozone members be allowed to use the joint bonds to satisfy up to 60 percent of a government's borrowing needs. But given the level of mutual distrust among eurozone members today, there is little sign that Eurobonds will move beyond the talking stage anytime soon.

Similarly, when political leaders talk about the need for some form of common governance for the eurozone the talk is decidedly cautious. When Sarkozy termed his and Merkel's announced biannual summits of EU heads of states as a "government" last month, he left plenty of room for wondering what kind of executive powers, if any, such a "government" might have.

A Lesser Evil?

Still, it would be wrong to conclude that hesitant steps now exclude more decisive steps later. Despite all the EU states' concerns over sovereignty, the current financial crisis has shown all the state how inexorably money problems in one can jump over national boundaries into another.

To shore up the euro, the eurozone states already have had to back their bulwark EFSF with 440 billion euros ($620 billion). But that amount -- huge as it is -- would not be adequate to rescue large countries such as Spain and Italy if they run into worse trouble.

As they met in Paris last month, both Sarkozy and Merkel chose not to raise the amount in the EFSF further. Whether they will stick to that decision if the euro crisis worsens remains to be seen. But if they do, that would leave the eurozone just two remaining options.

Both seem unpalatable in the current atmosphere, so for the eurozone it would be a case of choosing the one that's least unpleasant: to move further down the road to economic and political integration, or to call the euro a failed experiment and go back to national currencies.

Wirtschaftsblatt

"Die Lehman-Effekte haben wir ohnehin bereits"
By Astrid Schuch
8 September 2011

Länder sollten pleitegehen dürfen, Eurobonds sollte es nicht geben und dieses Mal würde eine US-Rezession die Unternehmensgewinne halbieren, sagt LGT-Experte Alexander Froschauer.

WirtschaftsBlatt: Macht es ob der nervösen Märkte Sinn, im Juli etwas zu beschließen -Stichwort: EFSF - ,wenn erst im September in den Parlamenten darüber abgestimmt wird? Alexander Froschauer: Die Politik versucht, sich Zeit zu kaufen. Nur im Nachhinein lernen wir immer wieder, dass es zu wenig ist. Das ist Aktionismus, mit dem die Märkte beruhigt werden sollen, insofern macht es Sinn. Nur wissen wir nicht, was die Märkte beruhigt.

Vielleicht die Eurobonds? Werden die letztendlich doch noch kommen und Deutschland in der ablehnenden Haltung erneut einknicken?

Eurobonds sind eine super Idee, aber fünf Jahre zu spät. Ich hoffe nicht, dass sie kommen, denn das würde einen Verstoß gegen die EU-Verträge bedeuten. Kann ich das ohne die Zustimmung des Souveräns durchsetzen?

Aber der Vorschlag des **Brügel**-Instituts scheint doch plausibel?

Die Idee sieht vor, dass Schulden von bis zu 60 Prozent des BIP mittels Eurobonds finanziert werden, die gegenüber den regulären Staatsanleihen, die zur Finanzierung der restlichen Schulden emittiert werden müssten, vorrangig wären. Wie hoch müssten die Zinsen für italienische Staatsanleihen sein, wenn urobonds vorrangig zu bedienen sind? Oder für die Griechen? Deutschland hätte kein Problem, denn theoretisch -praktisch würde es der Markt nicht zulassen -müssten die Eurobonds unter den deutschen Staatsanleihen rentieren. Aber 60 Prozent sind zu wenig. Ich habe ohnehin ein Problem mit dem Dogma, dass Staaten nicht defaulten dürfen.

Reden Sie von Griechenland?

Für die Griechen wäre es das Beste, wenn sie morgen 50 Prozent weniger Schulden hätten. Insofern ist der Begriff ,,Griechenland-Hilfe" irreführend, weil wir helfen vielen, aber sicher nicht den Griechen. Die sollen in den nächsten drei Jahren so viel einsparen, wie sie in den letzten 20 ausgegeben haben. Das ist unmöglich. Anstatt belohnen wir alle, die griechische Anleihen halten.

Aber Nachwirkungen, wie wir sie nach der Lehman-Pleite 2008 erleben mussten, wünscht sich doch auch niemand mehr.

Ich wage zu bezweifeln, ob wir die Lehman-Effekte nicht schon haben. Das Problem ist, man darf die Unterstützung der Griechen nicht ökonomisch erklären. Den Griechen geht es nicht besser, wenn sie nicht defaulten. Richtiger wäre zu sagen, wir dürfen niemand aus der Eurozone hinauswerfen, weil es ihm schlecht geht, deswegen unterstützen wir ihn.

Wenn wir die Griechen aber unterstützen, defaulten sie ja nicht! Ja, aber die Menschen würden eine solche Argumentation eher akzeptieren.

Sie haben die Lehman-Effekte angesprochen, die wir schon haben. Die Aktien der Banken handeln in der Tat wieder auf dem 2009er-Tief.

Die CDS der Banken sind aktuell bereits höher als nach der Lehman-Pleite 2008. Aber es ist normal, dass sich Banken-und Staatskrisen abwechseln. Wenn die USA in eine Rezession fallen, die sie seit zehn Jahren zu verhindern versuchen, dann wird das dieses Mal heftig. Die fiskalen Möglichkeiten sind erschöpft und ich bezweifle, ob ein Quantitative Easing 3 oder 6 daran viel ändern könnte. Die Gewinne der Unternehmen werden dann aber nicht um zehn oder 20, sondern um 50 Prozent einbrechen, das erklärt vielleicht ein wenig, was an den Aktienmärkten passiert. Da hinken die Analysten immer hinterher. Und auch die Anleihen preisen Deflation ein.

Müssen wir denn jetzt wirklich mit einer Rezession in den USA rechnen?

Dass der Markt ein solches Szenario einpreist, heißt noch lange nicht, das es auch so kommt. Aber es ist ein Risikoszenario, das mit jeder enttäuschenden Konjunkturmeldung wahrscheinlicher wird. Und versetzt um drei bis sechs Monate würde es auch Europa treffen, was wohl auch erklärt, weswegen der DAX so abschmiert.

Schwaches Wachstum und niedrige Zinsen -bleiben Staatsanleihen attraktiv?

Dank Fed-Chef Ben Bernanke haben Leitzinsen jetzt so wie Joghurt ein Haltbarkeitsdatum. In den USA werden die Zinsen bis Mitte 2013 bei 0,25 Prozent bleiben -und vielleicht darüber hinaus. Langlaufende Staatsanleihen bleiben damit attraktiv -Inflationsanleihen ebenso.

Wenn aber der nächste Wirtschaftsabschwung kommt, wird doch Inflation ohnehin kein Thema sein.

Ab dem Valuta-Tag bekommen sie bei inflationsgeschützten Anleihen die Inflation abgegolten. Bei fünfjährigen US-Inflationsanleihen ist eine Inflationserwartung von 1,7 Prozent eingepreist -bei einer aktuellen Rate, die mit 3,6 Prozent doppelt so hoch ist. Ähnliches gilt für Deutschland. Das heißt, die Inflationsrate könnte um die Hälfte zurückkommen, damit man mit Nominalanleihen besser dran wäre. Dazu kommt, dass die EZB die einzige Notenbank ist, die noch annähernd ihrem Anspruch gerecht wird, Inflation zu bekämpfen -die Fed und die Bank of England nicht mehr.

Was bedeutet das?

Es ist ein modernes Märchen, dass die Zentralbanken Inflation bekämpfen. Preisstabilität gab es im 19. Jahrhundert in den USA 100 Jahre lang, dann wurde die Fed gegründet, die als Ziel die Preisstabilität verfolgte -das war das Ende der Preisstabilität.

Aber das 19. und das 20. und 21. Jahrundert lassen sich doch nicht vergleichen. Stichwort technischer Fortschritt, Ölpreisschocks, Globalisierungseffekte usw.

Ja, natürlich spielt da viel eine Rolle, aber Bernanke hat uns nie einen Zweifel gelassen, dass er Deflation bekämpfen wird -was impliziert, dass er Inflation forciert. Das gilt auch für die Eurozone, wo die EZB zwar noch am ehesten für Preisstabilität sorgt. Aber jedes Jahr nimmt man mir zwei Prozent weg, und die EZB hat dann auch noch die Chutzpe, das als Preisstabilität zu bezeichnen. Außerdem kaufe ich Inflationsanleihen nicht, weil ich weiß, wo die Inflation hingeht, sondern weil ich nicht mehr darüber nachdenken will.

Sie kaufen auch US-Staatstitel. Fühlen Sie sich mit diesen wirklich wohl?

Solange die USA genügend Papier und Tinte haben, werden sie nicht defaulten. Und das Dollar-Risiko hedge ich in den Portfolios ohnehin.

Können wir das Interview zu einem postiven Abschluss bringen?

(lacht) Aktien sind schon sehr günstig und das nächste Jahrzehnt wird sicher toll für Aktien, auch wenn die letzten 15 Jahre mit ihnen nichts zu verdienen war. Andererseits bin ich durch und durch ein Bond-Mensch, und böse Zungen würden behaupten, dass ich von Aktien keine Ahnung habe.

Das Interview führte ASTRID SCHUCH

Europolitics

INTERNET : STUDY RECOMMENDS INTERNET TO KICK-START GROWTH

What impact can the internet have on the economy of a country and more broadly on the European economy as the Union desperately seeks ways of kick-starting growth? According to a study by the Boston Consulting Group, presented on 6 September at the Brussels-based **Bruegel** think tank, its impact can be huge.

"The EU has fairly good results, especially in the United Kingdom, Denmark and Sweden, but internet use ('e-intensity') varies widely from one country to the next," explained David Dean of Boston Consulting Group.

The digital economy contributed 4%, 5%, 6% and 7% to gross domestic product (GDP) in the UK, the Netherlands, Sweden and Denmark, respectively, but only 1.9% in Italy. In most of the top performers - especially the United Kingdom - online shopping boosts the online economy. Next come investments in telecoms, e-government services and exports. Most European countries are net importers of digital technologies - particularly from the United States - but some, like Britain, are net exporters.

The study by Boston Consulting Group ranks countries by their digital performances: 1. the globally successful 'natives', eg South Korea, Japan, the United Kingdom, Sweden, Denmark and the Netherlands; 2. the 'players', like France, **Germany** and Belgium; 3. the 'emerging countries', like the Czech Republic, Poland, Slovenia, Portugal and Slovakia; 4. the 'candidates', like China, Malaysia, Russia and Brazil; and 5. the 'laggards', including Italy, Greece, Saudi Arabia and the United Arab Emirates.

"It is a fact that certain countries are more open to change than others," commented Fabio Colasanti, president of the International Institute of Communications in London and former director-general of DG Information Society at the European Commission. He stressed the tie between Britain's strong results and online shopping: "We now know that the economy stands to gain from the internet if this economy is adaptable". According to Dean, that does not prevent other sectors like financial services, government or education from being major vectors of the e-economy. The study also notes that, for SMEs, the more sophisticated their use of the internet, the more they tend to surpass their competitors, on the export market, for example.

For Dean, while giants like Google, Amazon, Apple, Facebook, eBay and Twitter "set the tone" for the digital economy, others are pioneers, like British firms Mydeco and Mendeley, which make a hefty contribution to GDP in their home country.

A Microsoft representative noted that "this doesn't mean that **Germany** will change its economic model" (the digital economy in this country accounts for 3-4 % of GDP), which is focused foremost on industry rather than services and banks, like the United Kingdom's economy.

Agence Belga

La crise de la dette plaide pour un système obligatoire de pensions privées (étude)

7 September 2011

BRUXELLES 07/09 (BELGA) = La crise de la dette, qui a entraîné des réductions substantielles des allocations de pension dans plusieurs Etats européens, plaide pour l'introduction d'un régime obligatoire de pensions privées, selon une étude publiée mercredi par le Bureau du Plan néerlandais et par le think tank **Bruegel**.

Les auteurs de l'étude, Lans Bovenberg et Casper van Ewijk, argumentent qu'un régime obligatoire de cotisation à des fonds privés permettrait à la fois de développer le marché européen des capitaux, avec des retombées pour la croissance, et de mieux répartir les risques à travers les générations.

Selon eux, les systèmes de retraite répartition (premier pilier), qui sont dominants en Belgique et dans de nombreux autres pays européens, seront de plus en plus vulnérables en raison du coût du vieillissement de la population. Pour mesurer celui-ci, ils calculent un taux implicite de dette publique lié au vieillissement. En Belgique, cet indicateur atteint 367% du PIB (pour une dette publique officielle d'un peu moins de 100%).

L'étude vante les mérites du modèle néerlandais, basé sur la pension par capitalisation, et préconise son introduction obligatoire au niveau européen. Les politiques de subsides ou de déductions fiscales ont en effet prouvé leur inefficacité, selon les auteurs.

Plutôt que de souscrire auprès de fonds adossés à des institutions financières privées, les auteurs recommandent des fonds "stand-alone", créés uniquement pour gérer les pensions de leurs membres. De tels fonds apportent davantage de sécurité aux cotisants, et "pourraient aussi contribuer à la stabilité du marché de la dette souveraine", grâce à leurs stratégies d'investissement à long-terme.

L'étude est disponible à l'adresse http://www.cpb.nl/sites/default/files/publicaties/download/cpb-policy-brief-2011-07-private-pensions-europe.pdf

Trends/Tendances

Bientôt un FMI européen; TRANSFORMATION D'UNE PME EN INSTITUTION FINANCIÈRE
By ROBERT VAN APELDOORN
8 September 2011

L'air de rien, les gouvernements des pays de l'euro sont en train d'inventer un véritable Fonds monétaire européen, dénommé aujourd'hui EFSF, et ESM à partir de 2013.

La métamorphose d'une coquille Le FMI ne suffit plus à la tâche Un drôle de zèbre Pas d'eurobligations en douce Luxembourg, place financière Rapport flou avec le FMI

Le provisoire peut devenir définitif. C'est exactement ce qui est en train de se passer avec une société de droit commercial, l'EFSF (European Financial Stability Facilty), créée à la hâte le 7 juin 2010 par les pays de la zone euro. A l'origine, il s'agissait d'un véhicule financier temporaire, un SPV (Special Purpose Vehicle), pour gérer les prêts aux pays qui ont des difficultés à se financer sur les marchés. L'Irlande et le Portugal bénéficient déjà de ce mécanisme et la Grèce va bientôt suivre.

L'EFSF est une PME occupant 12 personnes, basée avenue John Kennedy à Luxembourg, près de la Cour de Justice et de la Cour des Comptes de l'Union européenne. Elle est dirigée par un Allemand, Klaus Regling, ancien directeur général à la Commission européenne pour les affaires économiques et financières. Très légère, cette structure sous-traite l'émission des obligations qui financent ses prêts aux pays en difficulté à l'agence allemande de la dette, et le backoffice (informatique, documentation) à la Banque européenne d'investissement.

A mesure que la crise des dettes publiques s'étend, cette «coquille» est en train de se transformer, irrésistiblement, en une nouvelle institution, une sorte de Fonds monétaire européen. En effet, depuis l'été 2010, les pays de la zone euro se rendent compte que les mécanismes provisoires ne suffiront pas. Aussi ont-ils imaginé une formule permanente de l'EFSF, qui entrera en fonction en 2013. Elle portera le nom d'ESM (European Stability Mechanism, ou Mécanisme européen de stabilité). Cette structure remplira à peu près les fonctions du FMI en Europe, à savoir prêter de l'argent aux pays dans les périodes où ils ne parviennent pas à recourir aux marchés, en échange d'un programme de redressement économique.

Le statut de l'ESM ne sera plus celui d'une société commerciale, mais d'une organisation intergouvernementale. Et bien qu'elle ne porte pas le nom de Fonds monétaire européen, le texte du traité portant sa création signé le 11 juillet à Bruxelles ne fait pas mystère de sa vocation : «comme le FMI, l'ESM fournira une assistance financière à un pays membre si son accès aux marchés pour se financer est détérioré», y lit-on. De même, le patron de l'EFSF Klaus Regling ne manque pas, dans ses discours et interviews, d'évoquer d'un Fonds monétaire européen.

A première vue, l'utilité de l'organisation peut étonner. En effet, le FMI avait été créé après la seconde guerre mondiale pour jouer ce rôle d'aide à l'échelle mondiale. «Il n'y avait pas de nécessité de créer un Fonds monétaire européen, puisque le FMI peut assumer cette fonction», commente Etienne de Callataÿ, chief economist à la Banque Degroof et ancien cadre du FMI. Ce dernier regrette que l'on n'ait pas plutôt essayé de renforcer l'esprit de «gouvernance mondiale» représenté par l'institution de Washington.

Cependant, l'ampleur des besoins européens est telle que le FMI, tel qu'il existe aujourd'hui, ne pourra pas assumer très longtemps sa tâche seul. «Il faut se rendre compte que l'Europe absorbe actuellement 65 % de l'encours des prêts du FMI, 44 % rien que pour les pays de la zone euro. Avant la crise, c'était zéro, relève **André Sapir**, professeur d'économie à l'ULB et senior fellow au think tank **Bruegel**. Nous avons de la chance qu'il n'y a pas eu, dans la même période, une défaillance d'un grand pays émergent, car le Fonds aurait été mis à mal dans sa capacité de prêt.»

Il était donc nécessaire que les Européens s'organisent entre eux pour mettre en place un mécanisme permanent régional, pour éviter une crise au sein de l'institution à Washington. Car certains pays membres renâclent. Le représentant du Brésil a, par exemple, critiqué les conditions des prêts consentis par le FMI aux pays européens (Grèce, Irlande, Portugal), plus douces, estime-t-il, que celles imposées naguère par le Fonds à des pays d'Amérique latine.

L'ESM a un statut particulier ; «Ce ne sera pas une institution communautaire», assure **André Sapir**. En effet, le traité ne concerne que les 17 pays de la zone euro, et pas les autres pays de l'Union. Il s'agit d'une structure intergouvernementale, où la Commission européenne n'aura pas de rôle de proposition : elle y siégera sans voix délibérative.

Il y a de bonnes raisons pour qu'il en soit ainsi. Le Royaume-Uni avait contesté le principe d'un fonds qui relèverait des finances de l'Union européenne, puisque les soucis de l'euro ne concernent qu'une partie des pays de l'UE. C'est un peu ce qui se passe actuellement, puisqu'une (petite) part des prêts consentis aux pays de la zone euro en difficulté passe par un fonds logé à la Commission européenne, l'EFSM (European Financial Stabilisation Mechnanism), qui peut prêter 60 milliards d'euros, tandis que l'EFSF, qui relève des seuls pays de l'euro, peut prêter jusqu'à 440 milliards d'euros. Avec l'ESM, cette situation se simplifie, mais du même coup, la Commission joue un rôle passif ou fonctionnel, mais pas du tout politique. Pour sa part, l'ESM disposera d'un capital de 700 milliards d'euros, et une capacité de prêt de 500 milliards.

La taille de l'ESM reste encore un point d'interrogation. Elle devrait dépasser les 12 postes occupés par l'actuel EFSF, qui va du reste passer à 24 personnes. Par comparaison, le FMI compte un effectif de 2.400 personnes.

Les décisions appartiendront avant tout au conseil des gouverneurs du futur ESM, qui sera composé des ministres des Finances des pays de la zone euro, sous la présidence du patron de l'Eurogroupe, actuellement Jean-Claude Juncker. Mais la gouvernance de cette structure sera sans doute plus compliquée que celle du FMI. Le mécanisme en vigueur actuellement à l'EFSF exige l'unanimité des membres. Ce mode sera probablement encore d'application à partir de 2013 avec l'ESM. Ce n'est pas le cas au FMI, où une exigence d'unanimité mènerait, avec 187 pays membres, à un blocage. De même, au sein de l'Union européenne, le risque de blocage ou de marchandage est élevé. La demande de la Finlande de garanties pour consentir les prêts est un bon exemple des divergences qui pourraient se révéler. Un pays comme les Pays-Bas pourrait aussi imposer des conditions.

Quant à la structure de l'ESM, elle devrait aussi rester légère. Contrairement au FMI, il n'assurera pas directement la tâche de veiller à ce que les pays emprunteurs suivent bien les plans macro-économiques qui font partie des conditions de prêt.

En fait, tout comme l'EFSF aujourd'hui, l'ESM consentira des prêts par tranches, et versera chacune d'entre elles après un examen du suivi du programme convenu. Cette tâche est assurée aujourd'hui par

la Commission européenne (direction Ecfin), qui continuera à le faire conjointement avec l'ESM. En revanche, la sous-traitance du backoffice et des émissions d'obligations, confiées actuellement par l'EFSF respectivement à la BEI et à l'agence allemande de la dette, ne sera pas forcément de mise avec l'ESM. Cette question n'a pas encore été tranchée.

Jusqu'où iront les tâches de l'ESM ? Ce Fonds monétaire européen pourrait assumer la tâche suggérée pour certains pays, comme la Belgique ou le Luxembourg, d'émetteur d'eurobligations. Au lieu de continuer le mécanisme actuel de financement au niveau national, qui pose tant de problèmes des derniers mois, il pourrait être envisageable de construire un système de financement pour l'ensemble de la zone euro, un pot commun.

Ce serait tentant, mais impossible à lancer dans le contexte actuel. «Cela signifierait aller plus loin dans l'intégration européenne, et cela n'est pensable qu'au terme d'une conférence intergouvernementale», estime **André Sapir**. Le dispositif actuel arrive déjà à la frontière du traité de Lisbonne et crée des tensions, en Allemagne notamment. Il faudrait donc renégocier un changement des traités, ouvrir un nouveau débat sur la construction européenne. La Cour constitutionnelle de Karlsruhe, qui devait se prononcer sur le premier paquet de prêts à la Grèce le 7 septembre, a précédemment averti qu'il était exclu, pour l'Allemagne, de céder de nouveaux pouvoirs au niveau européen sans un nouveau traité. La menace avait été bien comprise par les autres capitales européennes.

La négociation sur le vote, par le Bundestag, de l'extension des fonctions de l'EFSF, décidée en juillet (lire encadré «Un Fonds construit à reculons»), indique bien les limites du processus actuel de négociation. Angela Merkel risque la défection d'une partie des élus de son parti, la CDU, et n'est assurée d'un vote positif que par l'appoint de voix de l'opposition, le 29 septembre prochain.

Même si l'ESM disposera d'une antenne à Bruxelles, le Grand-Duché va gagner une institution supplémentaire, qui ne fera que renforcer sa position de place financière.

A l'époque, l'EFSF a été créé à Luxembourg, à la hâte, «car il y avait urgence, et sans le soutien de la Banque Européenne d'Investissement, située au Grand-Duché, il n'aurait pas pu se créer aussi vite, confie un proche de l'institution. Puis il aurait été politiquement difficile de la créer à Paris ou à Francfort, et même à Bruxelles, où elle aurait été trop associée aux institutions communautaires.»

Luxembourg est aussi la place où la Commission européenne dispose d'une expertise en ingénierie financière, à la direction financière d'ECFIN (la DG Economie et affaires financières). Elle était déjà intervenue dans la mise sur pied de prêts conjoints avec le FMI, consentis à la Hongrie.

Malgré tout, la machine de Washington ne sera jamais bien loin. Elle est abondamment évoquée dans le traité de création de l'ESM, qui promet de «coopérer très étroitement avec le FMI». Le mécanisme des financements conjoints devrait donc continuer, mais les modalités restent floues. Rien ne dit, par exemple, que la clef de répartition actuelle continuera à être utilisée. Dans le dispositif actuel (EFSF et EFSM), le FMI s'engage à prêter 250 millions sur un total de 750 milliards d'euros. Pour l'ESM, à partir de 2013, le montant que la nouvelle institution pourrait prêter est connu : 500 milliards d'euros. Pour le reste, c'est l'affaire de Christine Lagarde, la nouvelle directrice générale du FMI, et de son conseil d'administration.

Le Monde

Nicolas Véron : " Le risque de faillite d'une grande institution financière européenne est réel "
7 September 2011

Les banques sont à nouveau parmi les premières visées par la panique des marchés. Pour l'économiste **Nicolas Véron** du centre de recherche **Bruegel**

, l'Europe n'a pas suffisamment renforcé son système bancaire. Pourquoi les banques continuent-elles de dévisser en Bourse ?

Leur principal problème, c'est leur exposition aux Etats de la zone euro, eux-mêmes affectés par la défiance. Trois crises se confondent : celle des banques, celle des Etats dont les perspectives de croissance sont insuffisantes pour redresser leurs finances publiques, et celle des institutions européennes, incapables d'apporter les réponses nécessaires.

La crise bancaire est déjà ancienne. L'Europe n'a jamais -vraiment fait le ménage depuis la chute de - la banque d'affaires américaine - Lehman Brothers, notamment en 2009 quand les conditions de marché étaient plus favorables. Elle le paie aujourd'hui.

La défiance est-elle plus grande à l'égard des établissements européens ?

Le problème n'est pas uniquement européen. Les banques américaines ont aussi pris des coups cet été. Bank of America ou Citigroup ont connu de fortes baisses de cours. Les inquiétudes sur la conjoncture mondiale et -américaine pèsent. Et ces banques doivent gérer l'héritage des subprimes, qui leur font courir des risques juridiques importants. Toutefois, ce facteur de risque me semble moins important que ce qui se passe en zone euro. De ce fait, le système bancaire européen est plus fragile qu'aux Etats-Unis ou en Asie.

Comment enrayer cette spirale ?

Le fait que les valeurs bancaires baissent en Bourse ne représente pas un risque en tant que tel pour la stabilité du système. L'épisode actuel est différent de celui de 2008, où les banques ne parvenaient plus à se refinancer. Mais s'il n'y a pas d'action du côté des décideurs publics, la situation va continuer à se dégrader. Il faut remettre le système bancaire d'aplomb et agir en même temps vis-à-vis des crises souveraines et institutionnelles. Agir sur tous ces fronts peut enrayer la dynamique de crise.

Une recapitalisation des banques est-elle indispensable ?

Un certain nombre de banques en ont besoin. Il s'agit de savoir lesquelles. Il faut une transparence accrue sur l'état réel des bilans bancaires par rapport aux " stress tests " de juillet. Les banques qui n'ont pas assez de capital doivent faire appel au marché pour se renforcer. Si elles n'y parviennent pas, il faut les restructurer en injectant du capital public, en les fermant ou en les vendant à des concurrents. Dans le cas du Japon, les banques ont beaucoup trop tardé à accepter la nécessité d'un " triage " qui identifie les maillons faibles. Elles n'ont finalement pas évité ce processus, mais dans l'intervalle, le Japon a perdu une décennie de croissance.

Où sont les poches de faiblesse ?

Certaines sont connues, comme en Espagne ou en Allemagne. Mais même en France, il faudrait encore plus de transparence pour rassurer les marchés sur la valeur de certains actifs. Le problème, c'est que chaque Etat membre protège ses banques. C'est une forme de nationalisme économique. C'est pourquoi l'exercice des tests de résistance n'est pas allé assez loin, même s'il y a eu un progrès cette année par rapport à 2010, grâce entre autres à la création de -l'Autorité bancaire européenne en janvier.

Y aura-t-il de nouvelles faillites bancaires ?

Il serait irresponsable de nier le risque qu'une grande institution financière européenne puisse s'effondrer. Il est aujourd'hui bien réel. Il faut donc identifier les maillons faibles et les traiter avant qu'il ne soit trop tard. Toutefois, la crise actuelle ne se réduit plus, comme en 2009, à sa seule dimension bancaire.

Que risquent les clients des -banques ?

A l'exception éventuelle de quelques familles très riches, les ménages sont très bien protégés par le système de garantie des dépôts, notamment en France où les finances publiques sont encore robustes. Ils n'ont donc pas de souci immédiat à se faire. Mais la situation est différente pour les grands créanciers institutionnels, qui ne bénéficient pas des mêmes protections.

Propos recueillis par Cécile de Corbière

Stuttgarter Zeitung

"Eurobonds nicht mit heißer Nadel stricken"

5 September 2011

Interview Eurobonds-Erfinder **Jakob von Weizsäcker** zur Kritik an dem Vorschlag, einen Teil europäischer Schulden zu vergemeinschaften.

Gemeinsame europäische Anleihen müssen nicht zwangsläufig zu höheren Kosten für wirtschaftlich starke Länder wie Deutschland führen, meint **Jakob von Weizsäcker** .

Herr von Weizsäcker, was geht Ihnen im Kopf herum, wenn die Bundeskanzlerin Ihre Idee der Eurobonds als großen Mist bezeichnet? Fühlen Sie sich missverstanden?

Richtig ist, dass Bundeskanzlerin Merkel Eurobonds derzeit ablehnt. Wichtig ist, dass es zu dieser zentralen Frage eine öffentliche Debatte gibt. Es gibt gute Argumente für und gegen Eurobonds. Die werden jetzt ausgetauscht, in meiner persönlichen Erfahrung übrigens sehr fair. Das bringt uns inhaltlich weiter. Für mich ist entscheidend, dass die Bundesregierung sich nicht länger von den Märkten treiben lässt, sondern endlich vorausschauend gestaltet und die Krise als Chance für Europa begreift.

Retten Eurobonds den Euro?

Eurobonds sind weder Teufelszeug noch Allheilmittel. Aus meiner Sicht sind sie aber ein wichtiger Baustein für eine bessere Architektur der Eurozone.

Landläufig werden sie vom Tisch gewischt mit dem Argument, jeder müsse selbst für seine Schulden verantwortlich bleiben.

Das Prinzip der Eigenverantwortung ist und bleibt grundsätzlich richtig. Aber es muss auch glaubwürdig sein. Im Moment ist das nicht so. Im Mai 2010 hat man Griechenland ja nicht aus Altruismus gerettet, sondern die Sorge war ganz klar: wenn wir die griechischen Staatsanleihen nicht stützen, dann droht uns eine neue Bankenkrise, vielleicht schlimmer als nach der Lehman-Pleite. Denn die Banken halten nun einmal sehr viele Staatsanleihen aus Krisenländern, auch die deutschen.

Was beinhaltet Ihre Eurobonds-Idee genau?

Zusammen mit Jacques Delpla schlage ich eine gemeinsame europäische Garantie für den Schuldensockel jedes Eurostaats vor. Konkret reden wir über Schulden bis zur Maastricht-Schuldengrenze von 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Das sind unsere speziellen Eurobonds, wir nennen sie Blue Bonds. Die Zinsen darauf wären sehr niedrig. Damit würden die Krisenländer entlastet. Schulden jenseits dieser Grenze müssen in rein nationaler Verantwortung als Red Bonds emittiert werden. Mit diesen Red Bonds könnten wir die No-Bail-out-Klausel, die ja zurzeit de facto außer Kraft gesetzt ist, wiederbeleben.

Sie werde dadurch vielmehr endgültig beerdigt, meinen Eurobonds-Gegner. Die Sparbemühungen würden dann schnell eingestellt.

Nehmen Sie ein Land, das mit 80 Prozent seiner Wirtschaftsleistung verschuldet ist. Es müsste alle weiteren Schulden mit Red Bonds aufnehmen. Die Zinsen darauf wären hoch, zusätzliche Verschuldung

entsprechend teuer. Somit ist auch der Sparanreiz höher, auf die eigentlich zulässigen 60 Prozent herunterzukommen. Gleichzeitig wird ein Land im Durchschnitt entlastet, weil es für seine Schulden bis zu 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) tendenziell weniger zahlen müsste als heute.

Das hört sich nach Teilkasko an. Was aber ist mit den Zinsen für die europäischen Bonds? Eine Regierung wird doch lieber die Schulden bedienen, für die sie allein verantwortlich ist, wo doch die anderen gemeinsam abgesichert wären.

Unser Vorschlag ist da eindeutig: Blue Bonds müssten vorrangig bedient werden, bevor auch nur ein Euro an Gläubiger der Red Bonds geht.

Aber bevor diese dann nicht bezahlt werden, muss dann doch wieder mit Steuermilliarden gerettet werden, oder?

Damit die Red Bonds wirklich in rein nationaler Verantwortung bleiben, müssen sie aus den Banken herausgedrängt werden. Sonst würden bei einer Pleite sofort wieder Ansteckungseffekte im Finanzsektor drohen, und bald gäbe es wieder ein europäisches Rettungspaket.

Das müssen Sie genauer erklären.

Die Europäische Zentralbank sollte die Red Bonds, also die rein nationalen Schuldtitel, nicht mehr als Kreditsicherheit akzeptieren. Zugleich sollten die Eigenkapitalanforderungen für Banken, die diese Bonds halten, sehr hoch sein. Im Ergebnis hätten die Banken kaum noch Interesse an diesen Papieren. Stattdessen würden die Red Bonds von Investoren mit tiefen Taschen gehalten. Wenn es gut läuft, dann freuen sich diese Investoren über die relativ hohen Zinsen der Red Bonds. Und wenn es schlecht läuft, werden die Verluste privat weggesteckt und nicht auf die europäischen Steuerzahler abgewälzt.

Eurobonds würden also auch das Erpressungspotenzial des Finanzsektors verringern?

Die Banken und Schattenbanken drehen mit sehr wenig Eigenkapital ein sehr großes Rad. Die systemischen Effekte sind so groß, dass sie den Steuerzahler erpressen können. Aus dieser Situation müssen wir herauskommen. Die Basel-III-Regeln sind da ein Schritt in die richtige Richtung. Endlich muss für Staatsschuldentitel überhaupt Eigenkapital vorgehalten werden. Aber das reicht nicht. Deshalb unser Vorschlag, die riskanteren rein nationalen Schulden aus den Banken herauszuhalten.

Wer würde in der Praxis Anleihen begeben, das Geld einnehmen und verteilen?

Eine europäische Schuldenagentur im Auftrag der Staaten. Sie würde deren "europäische" und deren "nationale" Schuldtitel gleichermaßen emittieren. Der gesamte Geldfluss von den Steuereinnahmen zu den Gläubigern würde durch diese Behörde gelenkt. Es gäbe einen Stabilitätsrat, der für die Verteilung der Einnahmen aus den Eurobonds zuständig wäre.

Stabilitätsrat, Schuldenagentur: fehlt da nicht die demokratische Kontrolle?

Das Demokratieproblem ist in dieser Krise eine Realität. Griechenland wird von den europäischen Partnern bis in kleine Details hinein regiert - ohne dass sich das Parlament in Athen wirklich dagegen wehren könnte. Das ist auch richtig so: Wir geben eine Menge Geld und sollten deshalb auch mitbestimmen. Aber über längere Zeiträume kann das zum ernsthaften Demokratieproblem werden.

Deshalb schreibt unser Vorschlag den Ländern auch keine eiserne Schuldengrenze aus Brüssel vor. Für die Red Bonds gilt die nationale Verantwortung und damit auch die nationale Entscheidungshoheit, natürlich im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts.

Eurobonds würden tief in die EU-Strukturen eingreifen. Ohne langwierige Vertragsänderung ist das doch gar nicht zu machen, oder?

Ich bin kein Jurist und kann das nicht abschließend beantworten. Meine größte Sorge ist, dass wir Eurobonds zu lange ablehnen und sie dann an einem Krisenwochenende doch plötzlich brauchen. Uns würde dann ein mit heißer Nadel gestricktes Modell drohen, ohne die erforderliche institutionelle Verankerung, ohne die erforderlichen Sicherheiten.

Welche sind das?

Entscheidend ist die solide Verankerung der 60-Prozent-Grenze für Eurobonds. Denn die Krisenländer werden mit Sicherheit versucht sein, diese Grenze auf 80 oder 100 Prozent des Bruttoinlandsprodukts anzuheben, um ihre hohe Staatsverschuldung billiger finanzieren zu können. Das sollte Deutschland nicht zulassen.

Athens Schulden liegen bei 150 Prozent der Wirtschaftsleistung. Eurobonds könnten da, selbst wenn sie sofort kämen, nicht helfen.

Mit 150 Prozent Staatsverschuldung kann sich Griechenland heute kein Geld am Markt besorgen und könnte es auch mit unserem Vorschlag nicht. Um wieder an den Markt zu kommen, müssen die Griechen auf jeden Fall umschulden - und zwar richtig, nicht nur kosmetisch wie bereits beschlossen. Auch hier hilft unser Vorschlag weiter: Wir schlagen den Umtausch bestehender Schulden in Blue und Red Bonds vor - mit erheblichen Abschlägen.

Die Bundesbürger werden mit Zahlen bombardiert, wonach Eurobonds sie viel teurer zu stehen kommen. Das Ifo-Institut spricht von bis zu 47 Milliarden Euro im Jahr an Mehrkosten wegen höherer Zinsen. Wie wollen Sie dieses Argument entkräften?

Diese Berechnung gilt nicht für unseren Vorschlag, sondern bewertet die problematische Idee, Europas gesamte Staatsschuld zu vergemeinschaften. Genau das schlagen wir ja nicht vor. Außerdem möchte ich darauf aufmerksam machen, dass mit dem Blue Bond ein gigantischer und hochliquider Markt mit Eurostaatsanleihen entstünde. Wenn der Eurobond gut konstruiert wird, wäre er beispielsweise für Zentralbanken in Asien, die heute vom Dollar enttäuscht sind, hochinteressant. Wenn sich der Euro als eine globale Reservewährung etabliert, könnte das die Zinskosten für den Blue Bond spürbar senken. Davon würde auch Deutschland profitieren.

Das Gespräch führte Christopher Ziedler

Die Welt

Euro-Bonds stärken die Haushaltsdisziplin

By Anja Hajduk; Anjes Tjarks

5 September 2011

Copyright 2011 Axel Springer AG . Zusatzhinweis: "Dieser Artikel darf ohne die vorherige Zustimmung des Verlages nicht weiter-verbreitet werden. Dies ist eine Einschränkung der Rechte, die Ihnen generell hinsichtlich der Factiva-Dienste eingeräumt wurden." Notice: "This article may not be redistributed without the prior consent of the Publisher. This is a restriction on the rights granted under the terms of your subscription for Factiva Services."

Als Hafenstadt ist Hamburg besonders auf einen stabilen Euro angewiesen

Die Schuldenkrise betrifft uns alle. Hamburg und der Hafen leben vom Export. Und am Hafen hängen wiederum rund 150 000 Arbeitsplätze. Griechenland, Portugal oder Irland sind klein, aber ein Viertel der Ausfuhren Deutschlands geht in diejenigen Euro-Länder, die von der Krise betroffen sind. Was hinzukommt: Hamburg steht weiter in der milliardenschweren Haftung für die HSH Nordbank und ist an der Reederei Hapag-Lloyd beteiligt. Beide sind stark von Exporten und der Weltkonjunktur abhängig. Kurz gesagt: Ein Zerfall des Euro würde Hamburg im Mark treffen.

Deutschland und Hamburg haben ein existenzielles Interesse, diese Schuldenkrise zu stoppen. Doch obwohl seit 2008 immer neue Maßnahmen ergriffen wurden, ist kein Durchbruch gelungen. Im Gegenteil: Die Krise droht zum Flächenbrand zu werden.

In dieser Situation ist Aussitzen keine Option. Die Bundesregierung stellt sich ihrer Verantwortung nicht. Es war zwar richtig, von Griechenland starke eigene Einsparbemühungen zu verlangen, aber dieser Weg ist ausgereizt. Jetzt droht ein europäischer Dominoeffekt. Länder wie Spanien und Italien, die noch nicht unter dem Rettungsschirm sind, zahlen deutlich höhere Zinsen für ihre eigenen Kredite, als sie für Kredite an Griechenland bekommen. Um diese Situation zu beenden, könnte man theoretisch versuchen, die Rettungsschirme auf Italien und Spanien auszuweiten. Eine solche Notmaßnahme sprengt aber die Grenzen: Je mehr Länder unter den Schirm schlüpfen, desto weniger Länder können ihn aufspannen.

Um einen europäischen Dominoeffekt zu verhindern, brauchen wir eine mutige und große Lösung, die auch eine europäische Wirtschaftsregierung, Schuldenbremsen in den Euro-Staaten und eine Finanztransaktionssteuer umfasst. Eine große Lösung wird es aber erst, wenn diese Einzelmaßnahmen aufeinander abgestimmt und unterstützende Instrumente kein Tabu sind.

Jetzt ist Mut zur Führung gefragt. Aktuell erleben wir leider das Gegenteil: Euro-Bonds werden von Teilen der Bundesregierung verteufelt, eine echte Debatte darüber wird im Keim erstickt. Diese Verweigerungshaltung ist hochriskant, denn die Krise wird größer, der Handlungsdruck wächst.

Selbstverständlich kann es nicht darum gehen, die Haftung für die Verschuldung der Einzelstaaten so zu europäisieren, dass am Ende Deutschland die Zeche für andere Euro-Staaten zahlt, für Staaten, die angeblich unfähig oder unwillig sind, ihre Haushalte zu konsolidieren. Der Charme der Euro-Bonds liegt gerade darin, dass sie, gepaart mit einer starken europäischen Wirtschaftsregierung, einer

Transaktionssteuer und Schuldenbremsen, ein wirksames Anreizsystem bieten können, um zu solideren Staatsfinanzen in Europa zu kommen.

Ein solches Anreizsystem könnte das Euro-Bond-Modell von Jacques Delpla und **Jakob von Weizsäcker** bieten. Dieses sieht vor, dass die Euro-Länder Schulden bis zu der Höhe von 60 Prozent ihres Bruttoinlandsprodukts durch Euro-Bonds finanzieren können. Alles, was über dieses Maastricht-Limit hinausgeht, bliebe weiterhin ausschließlich in nationaler Verantwortung. Die nationalen Anleihen wären damit für die Staaten mit deutlich höheren Zinsen verbunden. Die 60-Prozent-Regelung würde nicht nur klare Bedingungen für die Zukunft formulieren. Sie hätte auch den Vorteil, dass sie den krisenbedrohten Staaten Anreize für einen Abbau ihres Schuldenbergs bieten würde, aber ihnen überhaupt wieder Luft verschafft, ihre Haushalte in Ordnung zu bringen. Diese neu gewonnene Handlungsfähigkeit müssen sie dann aber auch nutzen.

Ja, Euro-Bonds wird es nicht zum Nulltarif geben. Mit den Euro-Bonds werden in den hoch verschuldeten Staaten, die heute kaum noch an frisches Geld kommen, die Zinsen sinken, und für Deutschland werden die Zinsen höher. Auch für den Hamburger Haushalt hätte das direkte Auswirkungen. Ein Prozentpunkt mehr beim Zinssatz birgt rechnerisch das mittelfristige Risiko von rund 200 Millionen Euro Mehrbelastungen. Dies wäre aber für einen Exportstandort wie Hamburg immer noch ein geringeres Übel als ein Auseinanderbrechen des Euro-Raums mit all seinen Konsequenzen.

Bisher wurde die Politik von der Krise getrieben. Immer wieder wurden Chancen verpasst, den aktuellen Abwärtsstrudel zu stoppen. Deshalb brauchen wir jetzt eine mutige Debatte für ein starkes Europa.

Anja Hajduk ist haushaltspolitische Sprecherin, Anjes Tjarks wirtschaftspolitischer Sprecher der GAL-Bürgerschaftsfraktion

Deutsche Welle

S&P expert warns eurobond concept is junk

6 September 2011

A top manager at Standard & Poor's says he would rate eurobonds - if they are introduced - on the same low level as the EU's economic basket cases. But economists agree eurobonds are likely to be issued sooner or later.

The head of European sovereign ratings at Standard and Poor's (S&P) cast a shadow over proposals for eurobonds on Saturday when he said a joint bond issue by eurozone countries would likely be given a junk rating.

"If it is a several and not a joint guarantee, then it would be the weakest link approach," Moritz Kraemer told delegates at the European Forum Alpbach in Austria, adding that "it depends on how the euro bond would be structured."

"My understanding is that it's a bond similar to the jumbo bonds in Germany," where smaller federal states lacking volume join forces to issue bonds and "everyone guarantees just his own bit," he said.

"If we have a euro bond where Germany guarantees 27 percent, France 20 percent and Greece 2 percent then the rating of the euro bond would be CC, which is the rating of Greece."

Kraemer stressed S&P wasn't in any talks with the European Union on a potential issue of euro bonds.

Ongoing debate

The debate about the possibility of the eurozone issuing common bonds has been going on for some time. Countries like Greece, Portugal, Spain and Italy, which are sometimes referred to collectively by the acronym PIGS, are demanding that they be introduced, while countries like Germany, Austria, the Netherlands and Finland steadfastly reject the idea.

Eurobonds underwritten by all of the countries that use the euro would benefit those with weaker economies. Their debt would be underwritten by stronger economies, which would result in lower borrowing costs for them.

Germany, Europe's biggest economy, would contribute its best-possible credit rating to the mix and wind up with higher interest rates in return.

How much would eurobonds cost Germany?

For Germany, the Munich-based Ifo Institute for Economic Studies estimates the increase in costs associated with the introduction of eurobonds at between 33 and 47 billion euros ($66 billion).

Gustav Horn, the director of the IMK Macroeconomic Policy Institute disagrees. He believes the rate for eurobonds would only be "slightly higher than the German interest yield – taking into account the fact that Germany would lose its status as one of the profiteers of the crisis." Recently, worries about the crisis have a fuelled a flight by investors into German government bonds.

"The German finance minister has benefitted from this a great deal," Horn said. "For him, the cost of taking on new debt has never been so low."

Martin Schulz, the chairman of the Socialist block in the European Parliament also plays down fears of "horrifying figures." He concedes that eurobonds would come at a cost, "but that they would be much cheaper for Germany than constantly increasing the rescue funds - or even a collapse of the euro."

Right thing to do from a psychological point of view?

Schulz adds that eurobonds also make sense from a psychological point of view.

"The high rates of interest imposed on the so-called PIGS countries are the result of the lack of confidence in the markets that these states can pay off their debt and that the richer countries really back the currency union," he said.

Schulz says in this respect, eurobonds would be a signal that the countries using the euro believe in a common future.

Peter Bofinger, a member of the German Council of Economic Experts says he believes eurobonds would eliminate the risk of individual countries going bankrupt.

Nothing new from an economic point of view

Bert Rürup, who chaired Germany's Council of Economic Experts until 2009, sees common bonds as a logical progression in the process of European integration. In fact, they already exist, Rürup told the Bonn-based daily newspaper General-Anzeiger. If the European rescue fund can issue bonds, as eurozone countries agreed back in July, then these bonds were already de facto eurobonds, he said, dubbing them "eurobonds light."

Hans-Werner Sinn, the president of the Ifo institute, agrees, but he turns the argument the other way around: Precisely because these common securities are nothing new, the eurozone should allow time for the instrument that has been agreed on to have an effect, before reaching for another.

Sinn sees eurobonds as a "sweet drug" because they remove the incentive for countries with massive debts to implement austerity measures. If such countries enjoy the same interest rate as Germany, why would leaders want to make deep budget cuts that would reduce their chances of re-election?

Blue bonds and red bonds

Proponents of eurobonds say this argument is invalid. They point to an idea put forward by the Bruegel Institute, a Brussels-based think tank.

It would limit the amount of debt that eurozone countries could finance with so-called "blue bonds" to 60 percent of the gross domestic product. That is the debt limit set out in the Maastricht Treaty. For any additional debt above that ceiling, countries would have to issue "red bonds." These bonds would be underwritten by individual countries. This, so the argument goes, would create an incentive for them to keep debt under control.

Heribert Dieter of the German Institute for International and Security Affairs in Berlin argues that while countries would pay lower interest rates on debt below the 60-percent ceiling, "one would have to pay much more, much higher risk-related premiums for everything above that."

Market discipline or political mechanisms?

Dieter sees eurobonds as an attempt to replace market discipline with mechanisms. However, Kai Carstensen, the head of business analysis and surveys at the Ifo Institute, argues that the relaxation of the Stability and Growth Pact proved that this strategy doesn't work.

"Back then too, there were good intentions," he said. It worked for a while, but "when things weren't going so well, Germany and France in particular lobbied for a more lax tenor," Carstensen added.

As a result, public deficits and total debt rose and during the financial crisis everything went out of control. Had Estonia not joined the eurozone at the start of this year, Finland would be the only country left that actually meets the convergence criteria.

Kathimerini

Bruegel economist sees only two options for Greece

By Katerina Sokou

31 August 2011

The second bailout package for Greece may buy the country some time but Zsolt Darvas of the Brussels-based Bruegel think-tank is skeptical about whether it will be approved and whether the agreement will include demands for collateral.

In an interview with Kathimerini, the Hungarian economist stated that private sector involvement is "at best inadequate, as it cannot change the dynamic of the Greek debt." Darvas noted with concern the recent market attack against Italy, whose economy is too large to be covered by the European support mechanism.

"If Italy received a traumatic attack in September, this would pose a structural question," according to Darvas, who suggested that one solution would be for Rome to seek assistance outside the eurozone or from the International Monetary Fund (IMF). Another, he added, would be for the European Central Bank (ECB) to purchase bonds from the primary market, which amounts to printing money.

Issuing a Eurobond, however, is what Darvas sees as the "natural" development. In fact, Bruegel has put forward a proposal for a so-called "Blue Bond," which, Darvas explained, "could cover the debt to a certain percentage of GDP, which would be jointly guaranteed by all the members of the eurozone and would have a low rate of interest. For debt above 60 percent of GDP, let's say, countries would have to provide their own guarantees and the interest rates would be much higher, so there would be a strong motivation from the markets for fiscal discipline."

This, argued Darvas, "would break the bond between state debt and bank debt, because right now, for example, if Greece defaults its banks will follow suit, whereas if a separation existed, even a default would not create problems for Greek banks as there would be joint guarantees covering that percentage."

The economist believes that Greece has two options at this point.

The first is for eurozone leaders to agree to lend money over a long period of time, one or two decades, at a low rate of interest. "In effect," Darvas said, "there should be no extra burden beyond the Euribor rate."

The second is a restructuring of the debt, for example "a debt swap so that Greece's current debt can be swapped with a bond that has a very high credit rating, which could be issued by the EFSF or some similar European mechanism. If it is issued by Greece, it would need EFSF guarantees. The swap should take place at 50 percent of the bond's nominal value so that the value of privately owned bonds is reduced by half."

Darvas believes that Greece needs to repay the entirety of its official debt, as the basic principle of the assistance mechanism is that lenders have priority ahead of other creditors, apart from the IMF, which has primary status. He warned that "if you [Greeks] wait too long, this option will no longer be on the table as an increasing amount of debt is passed onto your eurozone partners.

"I believe that you can wait another year, however, and it is best if you do, because the Europeans are not

prepared for such a drastic measure. This is why Greece needs to make itself ready and to put the necessary mechanisms into operation. Meanwhile, eurozone banks also need more time to become stronger in order to contain contagion," the economist added.

Independently of the debt crisis, however, Darvas believes that Greece has no other choice but to proceed with fiscal adjustment, structural reforms and the proper management of state-owned companies.

"I appreciate the efforts being made by the government at a particularly difficult time and this must continue. This will show the citizens that the government supports the program and will also reduce the uncertainty of depositors and investors. Because right now, there are those who are going as far as saying that Greece needs to leave the eurozone. Personally, I disagree, but when people see so many mixed signals they have no idea what will happen and this uncertainty deepens the crisis."

ADNKronos

Manovra: analista Bruegel, è recessiva, modifiche pesano su mercati. Marzinotto, dovrebbe rubare 0,5% al pil, piu' di Francia e Spagna

6 September 2011

"La manovra italiana sembra che avrà un impatto recessivo maggiore di quelle varate in Francia e Spagna". A sottolinearlo Benedicta Marzinotto, analista del think tank economico Bruegel di Bruxelles.

Il piano italiano "dovrebbe rubare lo 0,5% del pil, più che in quello francese o quello spagnolo che appare modellato in modo da colpire poco la crescita", spiega l'esperta all'Adnkronos. Per compensare tale impatto, aggiunge, "Roma dovrebbe mettere in atto riforme strutturali che non pesano sulle finanze pubbliche, ma che modificano il mercato come le liberalizzazioni dei serivizi e degli ordini professionali. Di questo nell'attuale provvedimento non c'è nulla". Quanto alle ultime modifiche al dl, l'aumento dell'Iva e la supertassa, "i mercati oggi hanno reagito male alla richiesta della fiducia e alle nuove modifiche, non alla loro bontà" osserva.

L'analista esprime poi fiducia sull'andamento della Germania, locomotiva d'Europa, che ha visto il pil crollare a +0,1% nel secondo trimestre, ma punta a chiudere l'anno con +3%, come ha detto oggi il ministro delle Finanze tedesco Wolfgang Schauble. "Non credo che in Germania ci sarà un forte rallentamento del pil - sottolinea Marzinotto - perchè se si leggono beni i dati sugli ordini industriali è diminuito l'export a causa della crisi globale ma è cresciuta la domanda interna che non ha un effetto immediato sulla crescita ma sul lungo periodo. Vedo dunque uno spostamento dei fattori che trainano il pil". E sul rischio di recessione in Europa, conclude: "per la legge dei grandi numeri, direi di no, visto che la Germania rappresenta un terzo del pil Ue".

Avvenire
7 September 2011

Nicolas Véron

«I governi non temano i mercati Serve un'ottica di lungo termine»

DA BRUXELLES
GIOVANNI MARIA DEL RE

Democrazia e mercati finanziari incompatibili? È possibile conciliare tempistiche così diverse, decisioni in Borsa in nanosecondi e mesi di discussioni parlamentari? È possibile, anche perché non è vero che i mercati – o meglio gli investitori – ragionino solo a breve termine: questo, semmai, sono i politici a farlo. Parola di Nicolas Véron, economista francese che è stato tra i fondatori dell'istituto Bruegel di Bruxelles, che fa capo a Mario Monti. Véron guida un gruppo di studio al suo interno sui sistemi finanziari e sulla regolamentazione dei mercati a livello europeo e globale.

«I mercati – dice ad Avvenire – non sono solo "corto-termisti". Al contrario, sono anche "lungo-termisti". Certamente pensano in termini più lunghi dei politici che hanno davanti a sé sempre il ciclo elettorale.

Eppure si ha l'impressione che i mercati agiscano spesso su onde emotive, con rialzi o crolli improvvisi. Per questo molti si domandano se i tempi della politica siano adeguati.

È un'impressione inesatta. Certamente gli investitori cercano di mescolare tutte le scale di tempi, lungo, medio e breve termine. Ma il lungo termine è importante soprattutto nel caso dei debiti sovrani. Prendiamo il caso dell'Italia. Se lo spread sale, non è perché gli investitori temono che domani l'Italia non sia in grado di servire il debito. A breve termine, l'Italia – all'opposto della Grecia – è in una situazione eccellente. La domanda che si pongono è: come sarà l'Italia tra 5-10 anni? Vedono che la crescita ristagna e si domandano se, appunto, a medio-lungo termine, il Paese riuscirà a far fronte al suo debito.

Dunque i politici hanno torto a parlare di speculazioni...

I politici trovano sempre molto utile presentare i mercati, gli investitori, come dei nemici, che speculerebbero sul breve termine. Invece è esattamente il contrario.

E dunque, proseguendo il suo ragionamento, la politica per vincere la sfida deve imparare a dare risposte credibili a lungo termine.

Esattamente. L'unico modo per calmare i mercati sono le riforme strutturali, del mercato del lavoro, dell'innovazione, per quanto riguarda l'Italia. Per quanto riguarda la zona euro è urgente che i politici riescano finalmente a migliorare la capacità di gestire collettivamente, unitariamente, la crisi, e di assicurare nel suo seno la disciplina di bilancio.

Una domanda da un milione di euro...

Quel che vogliono i mercati è anzitutto che l'Europa si ponga davvero il problema. Insomma, si dovrebbe incominciare a intravedere, sia pure nel futuro, un vero federalismo di bilancio, mentre al momento si hanno 17 politiche fiscali completamente separate.

Stiamo parlando di un processo che può durare anni...

Ma guardi che gli investitori non sono mica stupidi. Sanno benissimo che si tratta di un problema straordinariamente difficile. Non pretendono di sapere fin d'ora quale sarà il punto di arrivo, quel che vogliono vedere è un inizio, che possa far sperare che tra tre, quattro, cinque anni arrivi la soluzione.

Sta pensando agli eurobond?

I mercati semplificano, e identificano nell'eurobond il simbolo di quella maggiore integrazione politica, di quel federalismo fiscale di cui dicevo.

Insomma, di per sé democrazia e mercati non sono incompatibili.

Certo che no. Solo che al momento gli investitori sono come naviganti nella nebbia senza strumentazione. I leader politici non sono riusciti a dare ai mercati la sensazione di avere un'idea sulla via giusta da imboccare.

Un problema anche di leadership?

Forse, ma mancanza di leadership in Europa non deve mascherare la fragilità delle istituzioni dell'eurozona.

C'è davvero il rischio di una fine dell'euro?

Il rischio c'è e purtroppo è notevole. La crisi è serissima, e di sicuro non si risolverà da sola, semplicemente aspettando. Se non arriveranno molto presto iniziative politiche vere, senza rapidi passi concreti verso quel federalismo fiscale che dicevo, verso istituzioni più forti e un'integrazione molto più spinta, ci sarà davvero il pericolo che l'eurozona crolli. E con lei, temo, l'intera costruzione europea.

Nicolas Veron

L'economista dell'istituto Bruegel: «L'euro è in pericolo, l'Europa deve coordinare le politiche fiscali Decisivi gli eurobond»

Parkiet

Jeden bank centralny, jedno euro... Jeden dług?

3 September 2011

Emisja obligacji wspólnych dla wszystkich państw strefy euro mogłaby pomóc w walce z kryzysem. Idea ta okazuje się jednak bardzo trudna do zrealizowania ze względu na opór Niemiec i istniejące mechanizmy polityczno-gospodarcze. Mimo to coraz więcej ekspertów jest przekonanych, że w przyszłości do emisji takiego długu musi dojść. Inaczej euroland może nie przetrwać

Gdyby strefa euro nie była jedynie grupą 17 znacznie się od siebie różniących państw, tylko jednym dłużnikiem, prawdopodobnie analitycy nie wróżyliby jej obecnie rozpadu. Nadmierne zadłużanie się małych gospodarek, takich jak Grecja czy Portugalia, nie miałoby tak wielkiego znaczenia jak obecnie. Inwestorzy nie patrzyliby na dług publiczny Włoch wynoszący w 2010 r. 119 proc. PKB, tylko na dług strefy euro lekko przekraczający 85 proc. PKB. Taka sytuacja jest oczywiście marzeniem unijnych „fiskalnych grzeszników", a środkiem do jej osiągnięcia byłyby wspólne dla całego eurolandu euroobligacje. Nic dziwnego, że za tym pomysłem obstają władze Włoch i Hiszpanii i że zdobywa on coraz większą popularność wśród analityków.

– Wspólne euroobligacje to bardzo dobry pomysł. Pozwoliłyby one bardzo szybko obniżyć koszty rynkowego finansowania dla państw z peryferii strefy euro. Emisja takich papierów nie tylko jest możliwa, ale również pomogłaby w walce z kryzysem – wskazuje w rozmowie z „Parkietem" Garry Jenkins, strateg z firmy Evolution Securities.

Mimo to główna rozgrywająca w strefie euro, niemiecka kanclerz Angela Merkel, usilnie zwalcza ten pomysł, jakby powstania euroobligacji bardzo się bała. Dlaczego?

Jeden za wszystkich, wszyscy za jednego

Takie euroobligacje byłyby długiem, który państwa euro wspólnie by emitowały, gwarantowały i razem dzieliły się wpływami z ich sprzedaży. Papiery te nie byłyby traktowane przez inwestorów jako dług poszczególnych krajów, ale jako dług całej strefy euro. Ciężar rynkowego finansowania zostałby więc rozłożony na 17 państw. O ile Grecja musi się zmagać z rentownością swoich obligacji dziesięcioletnich wynoszącymi blisko 18 proc. i praktycznie nie ma mowy o jej powrocie na rynek, o tyle gdyby istniały wspólne euroobligacje, zbierałaby za ich pomocą część pieniędzy przeznaczonych na swoje potrzeby. Rentowność euroobligacji byłaby na pewno o wiele niższa od rentowności greckich papierów, więc oznaczałoby to dla Aten sporą ulgę.

Ale czy nie sprawiłoby to, że takie kraje, jak Włochy i Hiszpania, straciłyby impuls do reform fiskalnych, zdając się na bezpieczne finansowanie za pomocą euroobligacji? Czy takie papiery nie rozluźniłyby dyscypliny fiskalnej w państwach UE? Dałoby się zaradzić i temu problemowi. Propozycja przygotowana przez Instytut **Breugla** przewiduje emisję paneuropejskich obligacji, które miałyby służyć sfinansowaniu długu publicznego wszystkich państw eurolandu na poziomie do 60 proc. PKB. Pozostała część zadłużenia byłaby finansowana przez obligacje narodowe. Przyniosłoby to wytchnienie Madrytowi i Rzymowi, ale jednocześnie skłaniałoby je do kontynuowania długoterminowych reform fiskalnych. Co więcej, w ten sposób powstałby drugi największy (po amerykańskim) rynek obligacji na świecie, wart 5,6 bln euro.

Twarde „nein"

Na razie euroobligacje nie cieszą się jednak sympatią rządu Niemiec. – Wspólne euroobligacje nie są żadnym rozwiązaniem w obecnym kryzysie – mówi kanclerz Angela Merkel.

Nietrudno zgadnąć, dlaczego Niemcy tak mocno się przed nimi bronią. Wspólne euroobligacje oznaczałyby co prawda niższe koszty finansowania dla Włoch czy Irlandii, ale wyższe dla Niemiec. Instytut Ifo wyliczył, że ten koszt wzrósłby średnio o 1,2 pkt proc., czyli Niemcy musiałyby płacić za obsługę swojego długu rocznie więcej o około 25 mld euro. Wilhelm Hankel, ekonomista z Uniwersytetu Frankfurckiego, który zaskarżył w Federalnym Trybunale Konstytucyjnym legalność pakietu pomocowego dla Grecji, twierdzi, że tak duży wzrost kosztów finansowania zepchnąłby obecnie Niemcy w recesję.

Wielu ekonomistów wskazuje również, że euroobligacje mogłyby pozbawić Niemcy najwyższego ratingu kredytowego AAA. – Unia, w której Niemcy płacą długi innych państw, ale nie mają dostępu do ich przychodów podatkowych, byłaby bardzo kiepskim rozwiązaniem dla niemieckiego ratingu – wskazuje Kornelius Purps, strateg z banku UniCredit.

Chociaż wielu ekspertów uważa emisję wspólnych euroobligacji za dobry pomysł, nie zapominajmy, że byłaby ona wielkim eksperymentem, którego sukcesu nikt nie jest w stanie zagwarantować. – Gdyby euroobligacje pokrywały jedynie dług publiczny do poziomu 60 proc. PKB, to mocno zadłużone kraje, takie jak Włochy czy Grecja, wciąż mogłyby mieć problemy ze sfinansowaniem pozostałej części swoich potrzeb. Możliwe, że znalazłyby nawet jeszcze mniej kupców na swoje narodowe obligacje niż dotąd – twierdzi Daniel Gros, dyrektor instytutu Centre for European Policy Studies. W takiej sytuacji stałoby się konieczne emitowanie euroobligacji pokrywających cały dług publiczny Włoch czy Hiszpanii, a to oznaczałoby dodatkowe koszty dla takich państw, jak Niemcy.

Analitycy wskazują więc, że euroobligacje same w sobie nie zakończą kryzysu w eurolandzie, a ich emisji musiałyby towarzyszyć również głębokie reformy funkcjonowania gospodarek państw z obrzeży strefy euro. – Wspólne obligacje to jeden ze środków mogących prowadzić do stabilności w strefie euro. Jeśli mamy unię walutową, potrzeba również więcej współdziałania w polityce fiskalnej. Najpierw więc trzeba wyznaczyć odpowiednie reguły dyscypliny budżetowej i przestrzegać ich. Później można finansować za pomocą wspólnych obligacji część długu publicznego państw strefy euro – mówi „Parkietowi" Philippe Lident, ekonomista z banku ING.

Konieczność solidarności

Wyrzeczenia są też konieczne ze strony Niemców. – Nie ma sposobu na to, by pomóc słabszym krajom strefy euro, nie szkodząc silniejszym. Niestety, wszystkie te państwa są związane unią monetarną. Albo więc dojdzie do transferów pieniędzy w jakiejś formie lub powstania systemu gwarancji dla długu, albo cały system się załamie. Jeśli politycy nie podejmą żadnych śmiałych działań w walce z kryzysem, to wcześniej czy później zmuszą ich do tego rynki – ostrzega Jenkins.

– Tylko Niemcy mogą odwrócić proces gnicia Europy. Muszą one, razem z innymi krajami posiadającymi najwyższe ratingi AAA, zgodzić się na istnienie jakiejś formy euroobligacji. Inaczej strefa euro imploduje – twierdzi guru inwestorów George Soros.

Same niemieckie elity są podzielone w sprawie euroobligacji. Choć mocno sprzeciwia się temu pomysłowi chadecka partia CDU kanclerz Merkel, gorąco popierają go opozycyjni socjaldemokraci

i zieloni. Co więcej, o emisję wspólnych europejskich obligacji zaapelowało do rządu stowarzyszenie eksporterów BGA, wskazując, że bez nich strefie euro grozi dalsza destabilizacja.

– W krótkim terminie to zły pomysł dla Niemiec, ale alternatywą, którą dla niego mamy, jest rozwiązanie strefy euro – uważa Mohit Kumar, analityk z Deutsche Banku.

Pomysłu emisji euroobligacji nie odrzuca na razie Bruksela. Eksperci Komisji Europejskiej analizują obecnie wszystkie kwestie związane z emisją papierów tego rodzaju papierów. – W przyszłości będą emitowane wspólne euroobligacje dla krajów eurolandu. Trudno jednak powiedzieć, kiedy to się stanie. Obecnie jest zbyt wielki opór przeciwko tej idei, musi więc minąć trochę czasu, zanim zostanie ona zrealizowana – prognozuje Lident.

Stworzenie tego typu papierów wymaga wielu zmian prawnych, a przede wszystkim poprawek do traktatu lizbońskiego. A to proces długotrwały, nawet jeżeli nie napotyka na opór rządów i społeczeństw. – Zasada „nie ma opodatkowania bez reprezentacji" jest jednym z fundamentów systemu demokratycznego i dopóki strefa euro nie stanie się unią polityczną, będzie ona sprzeczna z projektem emisji euroobligacji. Zmuszanie podatników w bogatych krajach eurolandu do ponoszenia odpowiedzialności za decyzje rządów w innych państwach może skutecznie zatruć życie w Europejskiej Unii Walutowej. Opór polityczny będzie rósł w silniejszych krajach, co może nawet doprowadzić do rozpadu strefy euro. Emisja euroobligacji wymaga więc powstania Stanów Zjednoczonych Europy, w których obywatele jednych państw będą godzili się z tym, że ich podatki mogą pójść na potrzeby obywateli innych krajów – uważa Gros.

Taka wizja wydaje się obecnie niemożliwa do spełnienia, ale w przyszłości może się stać rzeczywistością. – Potrzebujemy europejskich obligacji. To jedyny sposób, by ostatecznie powstrzymać spekulację przeciwko krajom pogrążonym w kryzysie i byśmy nie oglądali bez końca zdjęć Merkel i Sarkozy'ego jeżdżących od szczytu do szczytu – mówi Juergen Trittin, lider niemieckich Zielonych.

Euroobligacje a papiery EFSF

Czy za formę wspólnych obligacji strefy euro może być uważany dług emitowany przez Europejski Fundusz Stabilności Finansowej, instytucję mającą ratować kraje eurolandu przed bankructwem? W obecnej formie jest co najwyżej namiastką takich instrumentów – między papierami EFSF a potencjalnymi „klasycznymi" euroobligacjami istnieją bowiem poważne różnice.

EFSF ma za zadanie zbierać z rynku pieniądze potrzebne na ratowanie państw strefy euro za pomocą emisji obligacji, bonów skarbowych oraz innych instrumentów finansowych. Emisje te są gwarantowane przez państwa eurolandu – i to jest największe podobieństwo z projektem euroobligacji. Do pierwszej z takich emisji doszło w styczniu 2011 r. Posłużyła ona sfinansowaniu części pakietu pomocowego dla Irlandii.

Główną różnicą między EFSF a mechanizmem emisji euroobligacji, pomijając odmienną skalę obydwu przedsięwzięć, jest tryb działania. EFSF ma emitować obligację jedynie dla doraźnych potrzeb, czyli w celu ratowania konkretnego państwa. Nie może on zbierać pieniędzy z rynku na zapas ani dla bieżącego finansowania potrzeb krajów, którym jeszcze nie grozi bankructwo.

Euroobligacje miałyby natomiast za zadanie służyć finansowaniu wszystkich państw strefy euro – zarówno tych odczuwających presję rynków, jak i tych „zdrowych".

EFSF to poza tym tylko tymczasowe rozwiązanie, o dość ograniczonej mocy, podczas gdy euroobligacje miałyby być rozwiązaniem stałym, jednym z filarów odnowionej strefy euro. O tymczasowości EFSF i jego działaniu na zasadzie „wyjątku od reguły" świadczy choćby to, że emisję obligacji na potrzeby „fiskalnego grzesznika" może on dokonać jedynie na jego wyraźną prośbę popartą przez wszystkich ministrów finansów państw strefy euro. Obligacje emitowane przez fundusz muszą mieć najwyższe ratingi AAA. W przypadku euroobligacji ten wymóg nie byłby wymagany. Ich rating byłby prawdopodobnie wypadkową ratingów państw udzielających gwarancji.

Moc EFSF jest również ograniczona – w tej chwili obejmuje ona maksymalnie 440 mld euro. Według Instytutu **Breugla** rynek wspólnych obligacji dla strefy euro mógłby natomiast mieć wartość 5,6 bln euro.
Hubert Kozieł

Gazeta Wyborcza

Włosi zacisną pasa? Rynki mocno zaniepokojone
By Tomasz Bielecki, Bruksela, Leszek Baj
7 September 2011

Rząd Silvia Berlusconiego chce, by włoski Senat zatwierdził dziś plan oszczędnościowy wart 45,5 mld euro. - To ochrona bogatych, wyprzedaż biednych! - protestowała Susanna Camusso, szefowa strajkujących wczoraj lewicowych związków zawodowych CGIL.

Inwestorzy w ostatnich dniach bardzo nerwowo reagują na wszelkie informacje docierające ze strefy euro. Trudno im się dziwić, bo sypią się plany oszczędnościowe wprowadzane przez rządy Grecji czy Włoch.

W poniedziałek europejskie indeksy straciły po 3-5 proc. Wczoraj jeszcze rano wydawało się, że odrobią część strat. Ale ostatecznie znowu spadły w krajach strefy euro o 1-2 proc. Na plusie za to notowania kończyły giełdy na europejskich rynkach wschodzących - w Warszawie czy Budapeszcie, którym pomogła decyzja Narodowego Banku Szwajcarii o usztywnieniu kursu franka.

Końcówka tego tygodnia znowu może przynieść sporo nerwów. Uwaga skupi się na Włoszech, bo już dziś może się odbyć głosowanie w Senacie dotyczące oszczędności.

Dziś także niemiecki trybunał konstytucyjny wyda werdykt w sprawie uczestnictwa Niemiec w planach pomocowych dla Grecji, Irlandii i Portugalii. Z medialnych przecieków wynika, że raczej potwierdzi konstytucyjność pomocy, co może pomóc kanclerz Angeli Merkel w uzyskaniu zgody Bundestagu (pod koniec września) na nowy plan pomocy dla Aten oraz wzmocnienie funduszu ratunkowego eurolandu.

To nie koniec. W czwartek jest posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, który w ostatnich tygodniach był jedną z niewielu unijnych instytucji, która skutecznie stabilizowała sytuację w strefie euro.

Europejski Bank Centralny od sierpnia zaczął kupować włoskie obligacje, blokując niekontrolowany wzrost kosztów obsługi włoskiego długu (sięgającego 120 proc. PKB). Kłopot w tym, że ta pomoc EBC stała się dla Rzymu - jak napisał dziennik „Corriere della Sera" - „morfiną" łagodzącą kryzysowy ból. Zamiast zmobilizować do reform, rząd Berlusconiego i opozycja pogrążyli się bowiem w sporach co do szczegółów cięć.

Warte 45,5 mld euro oszczędności i podwyżki podatków, które na rządzie Silvia Berlusconiego wymuszają rynki finansowe oraz partnerzy ze strefy euro, powinny zrównoważyć włoski budżet do 2013 r. Plan oszczędnościowy powinien zdaniem Berlusconiego zostać zatwierdzony przez parlament najpóźniej do 20 września. Koalicja rządząca ma w Senacie większą przewagę niż w izbie niższej i dlatego to senatorzy zostaną dziś jako pierwsi poproszeni przez ministra finansów Giulia Tremontiego o przegłosowanie oszczędności. Rząd Berlusconiego do późnego wieczora wprowadzał wczoraj zmiany w planie - rozważał powrót do pomysłu „podatku solidarnościowego" dla najbogatszych (zarobki powyżej 20 tys. euro rocznie), by uciszyć krytykę lewicy, oraz podwyżki VAT.

Kryzysowym obradom rządu towarzyszył ośmiogodzinny strajk lewicowej centrali związkowej CGIL, do której należy ok. 6 mln Włochów. Na lotniskach w Rzymie i Mediolanie anulowano dwieście lotów, odwołano połowę pociągów. Najbardziej krytykowanym punktem reform były nie tyle cięcia, ile reforma

prawa związkowego poprzez odstąpienie od umów o warunkach pracy negocjowanych przez związki na poziomie całych branż i utrudniających zwolnienia grupowe. - Bez miejsc pracy nie będzie wzrostu. To program generowania bezrobocia, a nie walki z kryzysem - tłumaczyła szefowa CGIL Susanna Camusso.

Strajk podzielił jednak polityków głównej partii opozycyjnej - centrolewicowej Partii Demokratycznej. Jej szef Pierluigi Bersani przyłączył się wczoraj do wiecu strajkowego w Rzymie, lecz wielu jego kolegów zostało w domach. - Pali się. Trzeba chyba poprzeć cięcia, bo nie ma czasu na długie spory - tłumaczyli włoskim mediom.

- Jeśli Włochy naprawdę zaczną się walić, jedynym dobrym rozwiązaniem dla uniknięcia katastrofy całej strefy euro będzie zgoda jej 17 członków na euroobligacje - przekonuje **Zsolt Darvas** z brukselskiego ośrodka **Breugel**. Za mechanizmem gwarantowania części obligacji krajów euro przez cały euroland, co np. pozwoliłoby wesprzeć się na rynkach Włochom czy Hiszpanom wiarygodnością Niemiec, opowiada się od dawna szef eurogrupy Jean-Claude Juncker. Przeciw jest kanclerz Angela Merkel i na razie Nicolas Sarkozy. - Jestem pewny, że dla euroobligacji nastąpi ostatecznie zrozumienie. Trzeba tylko trochę czasu - mówił przedwczoraj w Brukseli były kanclerz Gerhard Schröder.

El País

Bruselas inicia los estudios para decidir sobre la emisión de eurobonos
By ANDREU MISSÉ
5 September 2011

Tremonti y Juncker apremian a la creación de los títulos para salir de la crisis

Bruselas

A medida que la crisis de la deuda europea se agrava y eterniza son cada vez más las voces que apuestan por la creación de eurobonos como una de las soluciones para salir de la crisis. La Comisión Europea está trabajando ya sobre el asunto a través de dos grupos constituidos en Asuntos Económicos y Monetarios. Un equipo estudia el diseño de los nuevos títulos, mientras que otro analiza los efectos de las obligaciones fiscales que deberán asumir los Estados miembros. Ambos equipos constatan las dificultades de implementar los nuevos productos sobre todo por los límites de soberanía fiscal que implicaría cualquier planteamiento de una garantía común para parte de la deuda. La iniciativa choca con la frontal oposición de Alemania.

Con los eurobonos se pretende establecer un sistema de deuda pública común que exprese la solidaridad en la zona euro de manera que se igualen los costes de financiación de la mayor parte de las emisiones en los distintos Estados del euro. Desde finales de 2009, los costes de financiación de la deuda, que hasta entonces habían permanecido prácticamente iguales, empezaron a dispararse en algunos países en la medida que los inversores estimaron que eran mucho mayores sus probabilidades de impago. Así, mientras Grecia debe pagar hoy más 18% de interés por sus bonos a 10 años y España e Italia, más del 6%, Alemania ha visto reducir sus costes hasta cerca del 2%.

El ministro de Economía italiano, Giulio Tremonti, manifestó en el Foro Ambrosetti, celebrado este fin de semana, que no existen alternativas a la creación de eurobonos ya que sin ellos pronostica grandes dificultades para la zona euro. También el primer ministro luxemburgués y presidente del Eurogrupo, Jean Claude Juncker, volvió a insistir ayer en que "los eurobonos son una buena solución a la crisis de la deuda europea" en una entrevista al diario Le Soir. Juncker manifestó su inquietud porque "la propuesta es presentada en Alemania de una manera caricaturesca".

Juncker y Tremonti presentaron el pasado diciembre una propuesta para constituir una Agencia Europea de Deuda que emitiría eurobonos hasta el 40% del PIB de la zona euro. La Agencia financiaría hasta el 50% de las emisiones de los Estados del euro, y en casos excepcionales hasta el 100%. El sistema permitiría crear un gran mercado de eurobonos europeos que proporcionaría mucha más liquidez y precios más baratos.

La creación de eurobonos ha sido defendida por el Parlamento Europeo, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y ha sido considerada como una iniciativa "atractiva" por el comisario de Asuntos Económicos y Monetarios, Olli Rehn.

En mayo de 2010, Jakob Weizsäcker (del centro de estudios **Bruegel**) y Jacques Delpla, (Conseil d'Analyse Économique) propusieron la creación de un fondo común mediante la emisión de eurobonos. Los nuevos títulos cubrirían hasta el 60% de la deuda de cada país mediante los llamados bonos azules, que serían muy líquidos, súper seguros, con intereses muy bajos y estarían respaldados por el conjunto de la zona euro. Los Estados que tuvieran necesidad de mayor financiación emitirían deuda nacional

(bonos rojos), que deberían ofrecer unos intereses más altos e incluirían un procedimiento de suspensión de pagos ordenada.

Los nuevos productos presentan sin embargo serios inconvenientes. Daniel Gros, recuerda en el portal VoxEu.org el principio fundamental de la democracia de "no hay impuestos sin representación política". En su opinión este principio no es compatible con la garantía solidaria de la deuda de los otros Estados a menos que Europa o la eurozona se conviertan antes "en una unión política". Gros señala dos problemas concretos: Por una parte, si los eurobonos cubren sólo una parte de la deuda, los países altamente endeudados se verán inmediatamente forzados a una reestructuración. Por otra recuerda, que cualquier establecimiento de una garantía solidaria choca con el artículo 125 del Tratado, lo que exigirá su reforma nunca fácil.

Sin embargo, las objeciones más serias proceden de Alemania. El influyente Ifo Institute, que preside Hans-Werner Sinn, ha mostrado su nítida oposición a lo que tilda de "comunitarización de la deuda soberana de la zona euro". Según los cálculos del Ifo, Alemania sufriría un coste adicional con los eurobonos de 33.000 millones anuales. Teme, sobre todo, que la emisión de eurobonos elimine el "efecto disciplinario" de los diferenciales de los tipos de interés.

Reuters China

《熱點透視》歐元區共同債券面臨四個挑戰

25 August 2011

(本文作者為熱點透視專欄撰稿人,以下內容僅代表其個人觀點)

撰稿 Neil Unmack 編譯 張荻

路透倫敦 8 月 24 日電---共同債券能夠拯救歐元區嗎?歐元區有能力為二線經濟體提供揹書支撐.但成立債務聯盟需要時間和政治變革.歐元區共同債券面臨以下四個挑戰.

政治障礙

主張發行歐元區共同債券的人士提出一個強力理由:歐元區 17 國平均債務負擔僅相當於國內生產總值(GDP)的 85%,這個比例遠低于美國,大致與英國相 同.如果這些國家的債務能夠設法整合起來,弱國就不會現在這樣需要支付高額的借款利息.障礙來自政治層面.如果共同債券看起來主要是為了拯救意大利的話, 德國納稅人不會同意這種構想.德國方面至少會希望能控制意大利財政政策.歐元區或許還有很多年時間都無法在心理層面或政治層面作好進行這種整合的準備.

對我有何好處?

但是歐元區已經透過歐洲金融穩定機構(EFSF)支持二線國家債務,EFSF 發行的債券由高評級的成員國提供擔保,併向二線國家發放低息貸款.EFSF 不 就是共同債券的原型,只需擴大規模,就能保證所有成員國有限度獲得融資嗎?例如可以設定成員國借款與其 GDP 規模的比例上限;或規定在足夠長的時限,如五 年內提供擔保,幫助二線國家擺脫危機.Evolution Securities 認為,到 2016 年年底時,意大利發債規模將高達相當於 GDP 的 47%.

擔保也會有障礙.Evolution 估計,2016 年底之前歐元區成員國所有到期債務至少需要 3.9 兆(萬億)歐元擔保,但德國、法國和荷蘭已經否決了擴大 EFSF 當前 4,500 億歐元規模的構想,他們擔心這樣做會損害自身的信用評級.

有辦法讓方案更具吸引力.可以讓擔保國享有比其他債權人更優先權利,或是向擔保國提供抵押品,以保護擔保國利益.但這種做法的風險在於協議中明確規定的債 務優先權將引發一個國家的信用違約互換(CDS)賠付,或是違反債務條款.與之相比,隱性的債務優先權,如國際貨幣基金組織(IMF)的優先債權人待遇, 在必要時會被忽略,歐元區在歐洲穩定機製(European Stability Mechanism,ESM)中就已經這樣做了.

道德風險

歐元區共同債券還要克服道德風險.由於沒有完全整合,也沒有市場力量可以讓成員國受到教訓,便存在弱國利用其他國家的信用而過度舉債的風險.這種風險已然 在 EFSF 中顯現,但如果創造出更大型的機製,可能會放大這種風險.可能有其他方式約束成員國.巴克萊資本建議,歐元區應建立一獨立機構,負責每年分配擔 保,當有成員國違反國際貨幣基金組織(IMF)和歐盟監督的財政計劃時,自動拒絕向其提供進一步擔保.智庫 **Bruegel** 提出,設定債務擔保上限,讓大手大腳的成員國接受市場的約束.

但上述兩個建議都存在風險.意大利等高負債國家會發行 **Bruegel** 提議的高風險無擔保次級債,為違約埋下禍根.在成員國擔保用盡,或偏離了嚴格的財政撙節路徑後,獨立機構會承受繼續向他們施以援手的壓力,否則這些國家將面臨大規模的違約困境.沒有財政和政治的全面整合,永遠要面臨道德風險或違約風險.

時間緊迫

最徠一個挑戰是時間.歐盟條約需要改變,才能使歐元區共同債券強而有力.這個過程需要幾個月,甚至幾年的時間.即便歐元區共同債券能夠在不改動歐盟條約的情況下推進,這樣的特例機製也不會符合理想:它可能更容易被摻水,或受到法律上的挑戰.

要很快解決問題,歐元區也許只能依靠現有的工具,或加以改進.最大擔憂是,EFSF 規模太小,無法應付對西班牙或意大利的援救.意大利或許不會真的需要救 援--EFSF 新近推出的備用信貸可能就夠用.但若需要更多資金,選項之一就是讓擔保國獲得優先權,也就是優先債權人地位,作為換取更多支持的條件.不 過,完善的歐元區共同債券大概要等到危機結束後才有希望.(完)

--譯文審校 蔡美珍

****若原文已超過 24 小時,Xtra 3000 客戶請點選[ID:nL5E7JO0WA],即可擷取長達 380 天內的新聞****

The Washington Post

After a decade, euro plagued by failures
By Anthony Faiola
5 September 2011

SARREGUEMINES, France - Engulfed in a crisis that is threatening the euro, Europe is coming face to face with a major piece of unfinished business: A decade after constructing a common currency, it has failed to build a single, integrated economy to match.

The debt crisis rocking Rome, Madrid and Athens has plunged the region into a heated debate over a historic step that could see the advent of the euro zone's equivalent of U.S. Treasurys - a bond jointly backed by the taxpayers of all 17 nations that share the euro. But even that step toward integration - one many nations in the region are fiercely resisting - speaks to only part of the problem.

Even more fundamental is Europe's inability to create a single functioning economy stretching from the warm Mediterranean waters of Cyprus in the south to the frosty Baltic coast of Finland in the north, a dream plagued by failures to harmonize welfare systems, labor markets, a dizzying array of tax codes and, most important, the drivers of economic growth.

In short, to ensure the euro's survival, even prosperous large economies such as France must begin to look more like Germany, which cut social benefits and reinvented its economy as an export-driven dynamo in the 2000s.

For proof of the economic divisions tearing at the fabric of the euro, journey no farther than to Lorraine, a French border province of ocher-colored countryside and hard-hit industrial towns where the old bunkers of the Maginot Line - the French border fortifications overrun by the Nazis in World War II - stand as a reminder of Europe's stakes in forging a common future.

On the highways and cargo trains crossing the France-Germany border, trade flows moderately favored Germany before the adoption of the euro a decade ago. But as the late-model Mercedes-Benzes and BMWs parked in the driveways of French farmhouses attest, their trading relationship today is beginning to look more like the United States and China, with the French buying far more from the thrifty Germans than they can possibly sell them.

After years of sluggish growth, unemployment in France stands at almost 10 percent, nearly three percentage points higher than in Germany. Yet despite herculean efforts at cultural exchange, high schools in Lorraine are witnessing a drop in students studying German. In this province once known as much for its now-fading steel industry as for savory quiche Lorraine, the number of workers who cross into more prosperous Germany actually plunged 37 percent over the past decade.

In a cafe serving coffee and a choice of German pretzels or French croissants, Loic Brastenhofer, a 27-year-old machinist, explains why. Laid off in 2009 from a job at a German-owned steel plant on the French side of the border, he turned down an offer for a new post in Germany.

And who could blame him? On the road to Germany becoming a hypercompetitive export machine, workers there suffered years of depressed salaries and benefit losses during the 2000s, a pinch workers in less competitive France have yet to feel. French workers enjoy a 35-hour workweek, four hours less

than in Germany. At nearly $2,000 a month, the minimum wage in France is one of the highest in Europe. Germany has no state-mandated minimum wage.

Unlike a worker moving from, say, Maryland to Virginia, social security between Germany and France is not yet portable, even though they share a common currency. That means Brastenhofer would leave behind some of the most generous pension benefits in the world if he crossed the border for work. He would also need to labor years longer. Germany's retirement age is 67; France's is 62.

"In France, the unions make sure we get raises even in hard times," he said. "Economically, the Germans may be stronger, but socially, they are not. If there were a choice, I would be ready to go back to the [French] franc."

Fidgeting next to his brother, Nils Brastenhofer, 25, had to jump in. Echoing the kind of dinner-table debates going on across Europe as the region struggles with the hard choices to bolster the euro, he warned his brother in French to "stop being such a jerk."

"What are you talking about, it would be the end of the world without the euro," said the younger Brastenhofer, who works in a German-owned factory here making Smart Cars. Without Europe's help, he said, "Greece would be bankrupt already and living in total poverty. China would be buying up half the continent by now. We are each too small to find a place in globalization on our own, but together, Europe is strong."

Now at a crossroads, European leaders must pull closer together, economists say, or risk the euro project falling apart. For all 17 nations that share the euro, it will mean major sacrifices.

In capitals across the euro zone, officials are fiercely debating a fiscal union that could reassure markets unnerved by the debt crisis that, for example, the might of German taxpayers would stand behind the debts of their neighbors.

But the euro crisis is not just about debt. France and Germany, for instance, shoulder almost the same level of debt as a portion of their economies. Yet last month, a bout of investor panic hit Paris, but not Berlin, amid fears of a French debt downgrade. Analysts say it comes down to fundamental doubts about the economic differences among the countries of the euro zone.

France and Germany adopted the euro and virtually erased their border in the 1990s, a time when European elites saw the two nations as the core of ambitions to unite Europe into the world's single largest economy. The hope then was that the economies in both nations would converge and grow with the rest of the euro zone, as the single currency and open borders became a rising tide lifting all boats.

But things have not quite gone as planned.

"If you look at how many French companies sell to Germany, and how many German companies sell to France, you can see that each side of the border is like a different world," said **Jean Pisani-Ferry**, a French economist and director of Brussels-based think tank **Bruegel**.

In a hidden industrial quarter of Metz, Lorraine's largest city, Claude Caillet, 63, walked among the cobwebs of his old factory floor.

Dating back to 1950, his company, Sitelec Moselec, a French engineering and auto industry manufacturer, employed nearly 310 workers in its 1990s heyday. But after years of declines, Caillet was forced to file for bankruptcy in October 2009.

The story of Sitelec, in many ways, tells the story of French manufacturing and why the sluggish economy in France - a nation dominated by massive corporations heavily reliant on state contracts - has failed to keep pace with Germany's fast growth in recent years. Caillet's company was one that is increasingly rare in France - a small manufacturer totally reliant on private sales.

His firm designed and manufactured the machines used to make cars inside the plants of large French automakers. But in the early 2000s, those plants began turning to cheaper manufacturers in China.

Caillet struggled, he said, to reinvent his business. At one point, he sought to emulate the model in Germany - where small and medium-size companies have reached meetings of the mind with labor unions and dominate the economy by carving out highly specialized niches. But as Caillet tried to remold his firm, he said, tough French labor contracts left him no room to furlough workers, and he found his staff reluctant to retrain for different tasks.

"We have huge cultural issues to deal with in France," Caillet said. "There is no will to make the kind of sacrifices the Germans did to become more competitive. To get there, France will take a while, and I'm not sure we have that much time."

Crossing the border farther south, French pastures give way to the foothills of the Black Forest, and the tiny apartment where Andres Boehme, 50, lives with his wife and two sons in the German city of Freiburg. His sprawling apartment complex, he said, was once a base for Nazi soldiers. After the war, French troops were based there until the 1990s.

For him, it is a reminder that the euro is not just an economic pact but also a glue ensuring Europe's peaceful future.

Polls have shown a majority of Germans, fed up with their profligate neighbors, are against further bailouts or a fiscal union. One recent poll found more than half of Germans want Greece kicked out of the euro zone, with more than 20 percent saying Italy, Ireland and Portugal should also get the boot.

Boehme, however, said he believes that Germans will ultimately agree to back the debt of their neighbors because it makes good business sense.

Germany's exports to its euro partners have soared over the past decade, as countries such as France, Italy and Spain used their newfound buying power to scoop up everything from BMW sedans to Siemens power plants.

Since the 1990s, Boehme has worked at Solar-Fabrik, a Freiburg company making solar panels. The industry did bang-up business in Germany's domestic market during the 2000s. But competition from the Chinese and a reduction of government incentives for alternative energies have curtailed recent sales in Germany. Now, the company is relying on exports for 65 percent of its sales. Its No. 1 destination: France.

"Do I agree with the Greeks retiring at age 50? No, I don't," he said. But, he added, "it seems to me that Germany must do whatever is possible to make sure the euro works."