



**2010**

23. November 2010

**ifo Schnelldienst**

**Sonderausgabe**



**Ein Krisenmechanismus  
für die Eurozone**

*Hans-Werner Sinn  
Kai Carstensen*



Institut für  
Wirtschaftsforschung  
an der Universität München

**ifo Schnelldienst** ISSN 0018-974 X

Herausgeber: ifo Institut für Wirtschaftsforschung e.V.,  
Poschingerstraße 5, 81679 München, Postfach 86 04 60, 81631 München,  
Telefon (089) 92 24-0, Telefax (089) 98 53 69, E-Mail: ifo@ifo.de.

Redaktion: Dr. Marga Jennewein.

Redaktionskomitee: Prof. Dr. Dr. h.c. Hans-Werner Sinn, Dr. Christa Hainz, Annette Marquardt, Dr. Chang Woon Nam,  
Dr. Gernot Nerb, Dr. Wolfgang Ochel.

Vertrieb: ifo Institut für Wirtschaftsforschung e.V.

Erscheinungsweise: zweimal monatlich.

Bezugspreis jährlich:

Institutionen EUR 225,-

Einzelpersonen EUR 96,-

Studenten EUR 48,-

Preis des Einzelheftes: EUR 10,-

jeweils zuzüglich Versandkosten.

Layout: Pro Design.

Satz: ifo Institut für Wirtschaftsforschung e.V.

Druck: Majer & Finckh, Stockdorf.

Nachdruck und sonstige Verbreitung (auch auszugsweise):

nur mit Quellenangabe und gegen Einsendung eines Belegexemplars.

**1. Auftrag und Eingrenzung – 2. Hintergrund – 3. Die wirtschaftliche Bedeutung des Krisenmechanismus für Deutschland und Europa – 4. Ein neuer Krisenmechanismus – 5. Die Stabilisierungswirkungen – 6. Ergänzender Reformbedarf – 7. Schlussbemerkungen**

## 1. Auftrag und Eingrenzung

Am 4. November wurde das ifo Institut von der FDP-Fraktion des deutschen Bundestages beauftragt, ein Kurzgutachten zur Gestaltung eines Krisenmechanismus für Eurostaaten zu erstellen. Der Krisenmechanismus soll den European Financial Stability Mechanism (EFSM) und die European Financial Stability Facility (EFSF), die bis zum Juni 2013 befristet ist, ersetzen. Ziel ist es, den Rettungsschirm so zu gestalten, dass die Stabilität des Eurosystems gewährleistet ist und Anreize zur verantwortlichen Kreditvergabe gesetzt werden. Die Bedeutung alternativer Ausgestaltungen des Rettungsschirms für die wirtschaftliche Entwicklung der Bundesrepublik Deutschland ist darzulegen. Nicht zum Auftrag gehört eine Beurteilung politischer Mechanismen zur Herstellung von Schuldendisziplin, wie sie von der van Rompuy-Kommission entwickelt wurden.

Die Probleme, die durch den Krisenmechanismus behoben werden sollen, konzentrieren sich zwar auf die Eurostaaten, denen das Instrument der Wechselkursanpassungen genommen ist. Sie sind auf diese Staaten aber nicht begrenzt. Im Übrigen müssen fast alle EU-Staaten vertragsgemäß dem Euroraum beitreten, wenn sie die Beitrittskriterien erfüllen. Das Gutachten nimmt nicht zu der Frage Stellung, welche EU-Länder von dem Krisenmechanismus erfasst werden sollen.

## 2. Hintergrund

### 2.1 Die Rettungsmaßnahmen vom Mai 2010

Am 7. bis 9. Mai beschlossen die EU-Staaten umfangreiche Rettungspakete, um bedrängten Euroländern zu helfen. Zugleich begann die EZB, gedeckt durch Artikel 123 AEUV, die Staatspapiere bedrängter Länder aufzukaufen. Tabelle 1 gibt einen Überblick über die beschlossenen bzw. über die EZB realisierten Hilfen mitsamt den Haftungssummen, die auf Deutschland und Frankreich entfallen.

Im Rahmen der European Financial Stability Facility (EFSF), die als Zweckgesellschaft in Luxemburg organisiert ist, werden außerhalb des Regelwerks der EU Kredithilfen bis zu 440 Mrd. Euro zur Verfügung gestellt, wovon Deutschland bis zu 147,4 Mrd. Euro absichert. Voraussetzung ist die einhellige Feststellung der drohenden Zahlungsunfähigkeit durch die helfenden Länder und den IWF. Unter Berufung auf Artikel 122 AEUV (Naturkatastrophen-Paragraph) können ferner Kredite bis zu 60 Mrd. Euro direkt über die EU-Kommission gewährt werden. Der deutsche und französische Beitrag dazu wurde in der Tabelle über die jeweiligen Anteile an den gesamten Eigenmitteln des EU-Budgets für 2009 berechnet. An der parallel dazu in Aussicht gestellten Hilfe des IWF ist Deutschland mit seinem Finanzierungsanteil von 6%, also 14,9 Mrd. Euro, beteiligt. Die schon teilweise ausgezahlten Griechenland-Kredite in Höhe von 80 Mrd. Euro werden von Deutschland zu seinem EZB-Kapitalanteil von 28% und die parallele IWF-Hilfe für Griechenland wieder zum deutschen IWF-Kapitalanteil von 6% getragen. An den Käufen der EZB in Höhe von 63 Mrd. Euro ist Deutschland mit einer Haftung in Höhe seines EZB-Kapitalanteils beteiligt, denn wenn die aufgekauften Papiere nicht bedient werden, entstehen Abschreibungsverluste der EZB, die zu einer Minderung der Gewinnausschüttungen an die Finanzminister der Euro-

**Tab. 1  
Haftungssummen (in Mrd. Euro)**

	Ländergemeinschaft	Deutschland	Frankreich
EFSF	440	147,4	110,7
EFSM	60	11,3	11,1
IWF-Hilfe (parallel EFSM und EFSF)	250	14,9	12,3
EU-Hilfe Griechenland	80	22,3	16,8
IWF-Hilfe Griechenland	30	1,8	1,5
EZB-Staatsanleihenkäufe (02.11.2010)	63	17,2	12,9
SUMME	923	215,0	165,3

Hinweise: 1. Zeile: EZB-Kapitalanteile (Eurozone ohne Griechenland), um 20% erhöht. 2. Zeile: Anteil am EU-Budget 2009. 3. Zeile: Aktueller IWF-Kapitalanteil (5,98% für Deutschland und 4,94% für Frankreich). 4. Zeile: EZB-Kapitalanteil (Eurozone ohne Griechenland). 5. Zeile: Wie Zeile 3. 6. Zeile: EZB-Kapitalanteil (Eurozone).

Quellen: *EFSF Framework Agreement*, 7. Juni 2010, [www.bundesfinanzministerium.de](http://www.bundesfinanzministerium.de), 5. Juli 2010; EU, *The European Stabilization Mechanism*, Council Regulation (EU) Nr. 407/2010 vom 11. Mai 2010 establishing a European financial stabilisation mechanism, [www.eur-lex.europa.eu](http://www.eur-lex.europa.eu), 7. Juli 2010; European Commission, *EU Budget, 2009 Financial Report* (Luxemburg 2010), S. 62; EZB, 1. Januar 2009 – *Adjustments to the ECB's Capital Subscription Key and the Contribution Paid by Slovakia*, Press release 1. Januar 2009; EZB, *Konsolidierter Ausweis des Eurosystems*, mehrere Pressemitteilungen, [www.ecb.int](http://www.ecb.int); IWF, *Updated IMF Quota Data – Juni 2010*, [www.imf.org](http://www.imf.org), 5. Juli 2010; Berechnungen des ifo Instituts.

\* Gutachten im Auftrag der FDP-Bundestagsfraktion.

<sup>1</sup> Wir danken Nikolay Hristov, Johannes Mayr, Wolfgang Meister und Christoph Zeiner für sorgfältige Forschungsassistenten.

Die Überlegungen dieses Gutachtens entwickeln Ideen weiter, wie sie schon in folgenden Publikationen dargestellt wurden: H.-W. Sinn, »Euro-Krise«, *ifo Schnelldienst* 63(10), 2010, Sonderausgabe; W. Franz, C. Fuest, M. Hellwig und H.-W. Sinn, »Zehn Regeln zur Rettung des Euro«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 18. Juni 2010, S. 10; H.-W. Sinn, »Rescuing Europe«, *CEifo Forum* 11, 2010, Special Issue.

## 2 Ein Krisenmechanismus für die Eurozone

länder führen bzw. eine Kapitalerhöhung verlangen. In der Summe beträgt die Haftung Deutschlands gemäß den Entscheidungen der EZB und der EU-Länder vom 7. bis 9. Mai derzeit (8. November 2010) 215 Mrd. Euro der insgesamt 923 Mrd. Euro.

Die Aufgaben der Zweckgesellschaft EFSF ist freilich bis zum 30. Juni 2013 in dem Sinne begrenzt, dass danach keine neuen Gewährleistungen der Sicherungsgeber ausgesprochen werden können. Für Kredite, die bereits innerhalb dieser Frist gewährt wurden, gilt eine Nachwirkungsfrist bis zum Ende der Laufzeit der Papiere, die nicht näher spezifiziert ist. Die von der EZB gewährten Kredite sowie der EFSM unterliegen keiner Befristung.

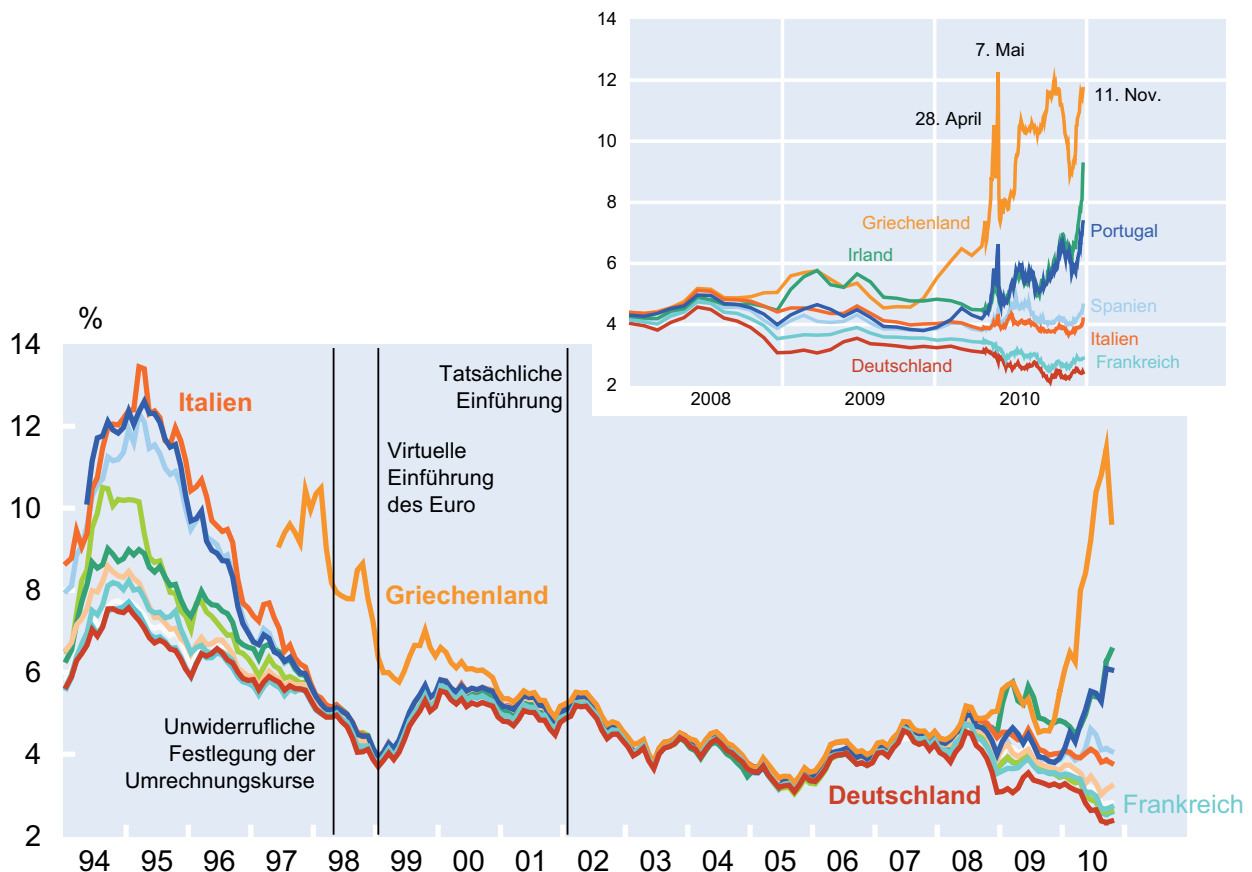
### 2.2 Die Natur der Krise

Die Natur der Krise, die zu den umfangreichen Rettungsmaßnahmen geführt hat, wird in Abbildung 1 verdeutlicht. Die Abbildung zeigt die Zinsen für zehnjährige Staatsanleihen einiger Euroländer seit der Zeit vor der Einführung des Euro. Man erkennt, dass die Zinsen sich seinerzeit stark aus-

spreizten, dann mit der Ankündigung des Euro konvergierten und nun in der aktuellen Finanzkrise – zu sehen am rechten Rand der Graphik – wieder auseinanderdriften. Im Jahr 1995 lagen die spanischen, portugiesischen und italienischen Zinsen für zehnjährige Staatsanleihen im gewogenen Durchschnitt um genau 5 Prozentpunkte über dem deutschen Zins, weil die Käufer dieser Staatsanleihen für die Möglichkeit einer Abwertung der jeweiligen Währung kompensiert werden wollten. Die Phase der Konvergenz begann etwa 1996, als der Stabilitäts- und Wachstumspakt geschaffen wurde und sich die Erwartung verdichtete, dass der Euro kommen und das Wechselkursrisiko verschwinden würde. Sie endete im Herbst des Jahres 2008, als nach dem Fall von Lehman Brothers Zweifel an der Bonität und Solvenz einzelner europäischer Staaten aufkamen.

Die Anleger erkannten, dass der Euro keine Gewähr dafür bot, dass die versprochenen Zinsen auch tatsächlich von den Kreditnehmern gezahlt werden würden, und rechneten mit einem erhöhten Ausfallrisiko bei manchen Staatsanleihen. Dieses Ausfallrisiko muss auf einem funktionierenden Kapitalmarkt grundsätzlich vom Kreditnehmer mitbezahlt

Abb. 1  
Die Zinssätze für zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Reuters Ecowin, *Government Benchmarks, Bid, 10 year, yield, close*, 12. November 2010.

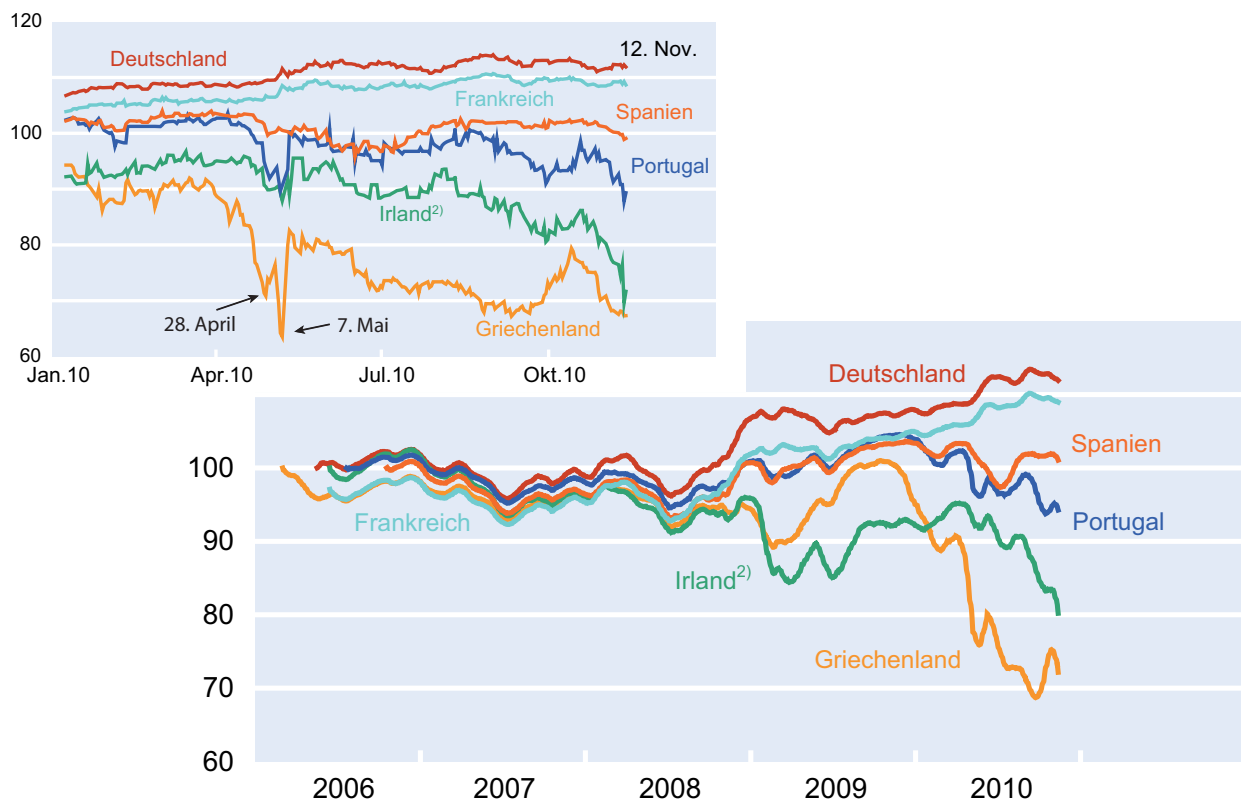
werden, denn es impliziert ja, dass der im Mittel zu erwartende Zins unter dem im Kreditvertrag vereinbarten Zins liegt, da ein möglicher – auch nur teilweiser – Ausfall den erwarteten Rückfluss an Kupon- und Tilgungszahlungen mindert.

Die in der Zeit vom 7. bis 9. Mai beschlossenen Rettungsaktionen reduzierten die Zinsspreizung zunächst. Sie sind aber auf drei Jahre begrenzt und können insofern zehnjährige Anleihen nicht wirklich schützen. Als dies den Anlegern klar wurde, gingen die Spreads wieder hoch und stiegen an vielen Tagen sogar über das Niveau, das vor der Beschlussfassung der EU-Länder geherrscht hatte. Am Freitag, dem 7. Mai, lag der durchschnittliche Zinsspread gegenüber Deutschland bei

den von der EFSF geschützten Ländern (alle Euroländer außer Griechenland, mit dem BIP des jeweiligen Landes gewichtet) bei 1,08 Prozentpunkten. Danach fiel der durchschnittliche Spread für einige Wochen, doch schon im Juni war er wieder auf 1,10 Punkte gestiegen. Im September lag er durchschnittlich bei 1,08 Punkten, und am 11. November 2010 hatte er gar 1,37 Punkte erreicht. Das alles war wesentlich mehr als in der stabilen Eurozeit, vor dem Beginn der Ausspreizung der Zinsen, als der durchschnittliche Spread nur etwa 0,4 Punkte betragen hatte, und wurde von vielen als bedrohliche Krise empfunden.

In Wahrheit waren die Spreads aber zu keinem Zeitpunkt auch nur annähernd so groß wie im Jahr 1995, also vor den ab-

**Abb. 2**  
**Kursentwicklung ausgewählter Staatsanleihen**  
 Kurswert der ersten Notierung<sup>1)</sup> an der Börse Frankfurt = 100



Bemerkungen: Gleitender Monatsdurchschnitt der Tagesschlusskurse ausgewählter Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit und jährlicher Kuponzahlung aus dem Emissionsjahr 2006 (kleine Grafik: Tagesschlusskurse ohne Glättung). Handelsplatz: Börse Frankfurt. Einzelne Tage, an denen keine Kurse ausgewiesen sind, wurden interpoliert.

1) Für die französische Anleihe Emissionskurs am 7.2.2006 = 100.

2) 16-jährige Laufzeit und Emissionsjahr 2004.

Wertpapierkennungen und Quellen: Griechenland: ISIN GR0124028623, Hellenic Republic, Ministry of Finance, www.minfin.gr. Portugal: ISIN PTOTE6OE0006, Portuguese Treasury and Government Debt Agency, www.igcp.pt. Irland: ISIN IE0034074488, National Treasury Management Agency, www.ntma.ie. Spanien: ISIN ES00000120J8, Tesoro Público, www.tesoro.es. Deutschland: ISIN DE0001135309, Bundesrepublik Deutschland, Finanzagentur GmbH, www.deutsche-finanzagentur.de. Frankreich: ISIN FR0010288357, Agence France Trésor, www.aft.gouv.fr. Kursentwicklung an der Börse Frankfurt: www.ariva.de. Berechnungen des ifo Instituts.

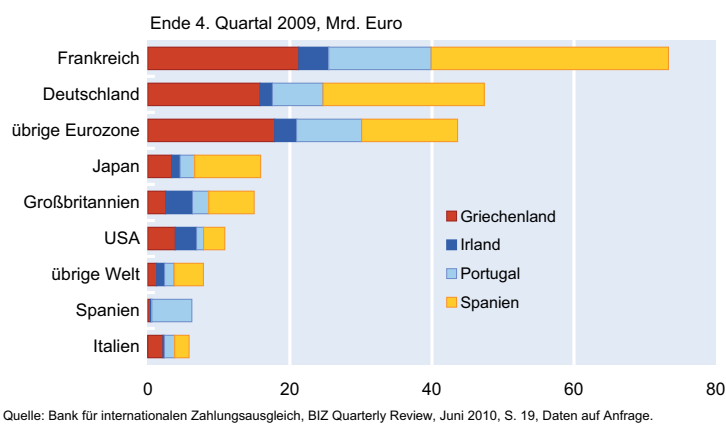
schließenden Verhandlungen zur Euro-Einführung. Im Durchschnitt jenes Jahres hatte der Spread für die vom EFSF geschützten Länder im Vergleich zu Deutschland bei 2,60 Prozentpunkten gelegen. Das war wesentlich mehr als der genannte Wert 1,37, der am 11. November 2010 herrschte, und weit aus mehr als das Doppelte des Wertes vom 7. Mai (1,08), als die Rettungspakete geschnürt wurden mit der Begründung, nur so könne einer Systemkrise vorgebeugt werden.

### 2.3 Wen traf die Krise und wem nützen Rettungsaktionen?

Ein Anstieg der laufenden Zinsen gegenüber den früher vereinbarten Nominalzinsen (Kupons) hatte in der aktuellen Krise zur Folge, dass die Kurse der bereits umlaufenden Staatspapiere der betroffenen Länder fielen. Zehnjährige griechische Papiere, die vor vier Jahren ausgegeben worden waren, wurden am 7. Mai mit einem Abschlag von mehr als 30% auf den Ausgabewert gehandelt, und längerfristige portugiesische und irische Papiere wurden mit etwa 10% Abschlag gehandelt. Abbildung 2 zeigt diese Zusammenhänge für ausgewählte zehnjährige Staatsanleihen des Emissionsjahrs 2006. Am aktuellen Rand sind die Abschläge des griechischen und des portugiesischen Papiers wieder fast genauso hoch wie am 7. Mai. Die Abschläge auf irische Bonds sind sogar wesentlich höher als damals und reichen bei dem dargestellten Papier auch bis an 30% heran. Die Eigentümer solcher Staatspapiere, in erster Linie die Banken, haben deshalb in der Krise Vermögensverluste erlitten und müssen diese Verluste gewinnschmälernd in der Jahresbilanz 2010 ausweisen, wenn sich die Kurse nicht wieder erholen und die Anleihen im Handelsbuch gehalten wurden.

Wie das Eigentum der Banken verschiedener Investorenländer an den Staatspapieren der betroffenen Schuldnerländer verteilt ist, zeigt Abbildung 3. Erfasst sind dort nur die Staatspapiere der sogenannten GIPS-Länder, also Griechenlands, Irlands, Portugals und Spaniens. Die Abbildung macht klar, wieso neben den betroffenen Ländern der südwestlichen Peripherie insbesondere Frankreich an einem Rettungsschirm interessiert war. Frankreichs Bankensystem war weitgehend ungeschoren durch die erste Welle der Finanzkrise gekommen, weil es sich vergleichsweise wenig in strukturierten Wertpapieren amerikanischer Provenienz engagiert hatte. Während die deutschen Banken bis zum 1. Februar 2010 fast ein Viertel (23,9%) ihres Eigenkapitals durch Abschreibungen auf Finanzprodukte verloren hatten, lag der Verlust der französischen Banken nur bei einem Zehntel (10,5%).<sup>2</sup> Mit den Abschreibungen auf die Staatspapiere der GIPS-Länder war und ist nun aber das französische Bankensystem of-

**Abb. 3**  
Forderungen ausländischer Banken gegenüber den Staaten Griechenland, Irland, Portugal und Spanien (GIPS)



fenkundig wesentlich stärker belastet als das deutsche. Das französische Bankensystem hielt vor den Rettungsaktionen einen um 55% größeren Bestand an Staatspapieren der GIPS-Länder als Deutschland. Gemessen am jeweiligen BIP war Frankreich etwa doppelt so stark (195%) exponiert wie Deutschland.

Dessen ungeachtet ist natürlich auch der Bestand an solchen Staatspapieren bei den deutschen Banken und Versicherungen erheblich. Es ist klar, dass auch von dieser Seite ein großes wirtschaftliches Interesse daran besteht, das übernommene Risiko dem Steuerzahler aufzubürden.

Den Verlusten auf die Papiere der südlichen Länder standen freilich auch erhebliche Gewinne bei den deutschen und französischen Staatspapieren gegenüber. Diese Gewinne dürften einen Gutteil der Verluste der Banken bei den Papieren der GIPS-Staaten ausgeglichen haben, so dass es von daher nicht offenkundig ist, ob tatsächlich eine Gefährdung der Banken vorlag oder nur der Wunsch bestand, die Gewinne mitzunehmen und die Verluste zu sozialisieren.

Überhaupt könnte es sein, dass in dieser Krise der Grundstein für erhebliche Gewinne einiger Anlegerbanken gelegt wird. Wer nämlich während der europäischen Schuldenkrise die Papiere der GIPS-Staaten zu einem niedrigen Kurs gekauft hat, würde bei einer unveränderten Neuauflage der Rettungspakete und einer entsprechenden Vollabsicherung seiner Anlagen erhebliche Vermögensgewinne erzielen. Im Fall Griechenlands würden die Gewinne der Anleger bei einer Ausdehnung der Rettungspakete bis zu 50% des Einsatzes ausmachen.

<sup>2</sup> Vgl. H.-W. Sinn, *Casino Capitalism*, Oxford University Press, Oxford 2010, S. 177, Abbildung 8.6.

### 3. Die wirtschaftliche Bedeutung des Krisenmechanismus für Deutschland

Ob und in welcher Form die Rettungspakete über den Juni 2013 hinaus verlängert werden, hat erhebliche Auswirkungen auf die weitere Entwicklung Europas und insbesondere auch auf Deutschlands wirtschaftliche Prosperität. Im Folgenden werden verschiedene Aspekte dieses Themas zunächst grundsätzlich diskutiert, bevor in Abschnitt 4 konkrete Vorschläge zur Ausgestaltung eines europäischen Krisenmechanismus gemacht werden.

#### 3.1 Die politische Dimension

Der erste Aspekt betrifft die politische Dimension. Ließe man die Pakete ersatzlos auslaufen, könnte es zu einer Destabilisierung der Länder der südwestlichen Peripherie Europas kommen. Das hätte möglicherweise weitreichende politische Konsequenzen für das europäische Einigungsprojekt und bürge die Gefahr, die Vorteile der wirtschaftlichen Integration des Kontinents wieder zu verspielen. Die Anpassungslasten für kleine, ärmere Länder wie Griechenland und Portugal könnten deren eigene Fähigkeiten übersteigen. Auch das wirtschaftlich robustere Irland könnte sich durch Garantien für sein übermäßig aufgeblähtes Bankensystem, die bei 243% seines BIP liegen, übernommen haben.<sup>3</sup> Irland hat zwar Deutschland beim Pro-Kopf-Einkommen und beim BIP je Kopf schon lange überholt, doch auch Irland hat durch viele Jahre der Inflation seine internationale Wettbewerbsfähigkeit beschädigt und wird sie nur mühsam wieder erlangen können. Auch Spanien, das noch einen weiten Weg bis zur vollen Entwicklung vor sich hat, hat seine Wettbewerbsfähigkeit durch eine übermäßige Inflation beeinträchtigt. Mit einer Arbeitslosenquote von über 20% gehört es zu den am stärksten von der Wirtschaftskrise erfassten europäischen Ländern.

Hätten die heute kriselnden Länder noch ihre eigenen Währungen, könnten sie abwerten und die fehlende Wettbewerbsfähigkeit schnell wieder herstellen. Da sie aber Teil des Euroraums sind, sind sie zu einer realen Abwertung durch Preis- und Lohnkürzungen gezwungen, die über eine massive Konsolidierung des öffentlichen Budgets und harte institutionelle Reformen befördert werden können. Eine solche Abwertung ist äußerst schmerzlich und kann eigentlich nur über längere Zeiträume gelingen. Um Hilfsmaßnahmen wird man also nicht umhinkommen.

Ein vollständiger Verzicht auf Rettungssysteme in Krisenzeiten wäre letztlich auch nicht glaubhaft. Bevor es erneut zu einer großen Krise mit ungewissem Ausgang käme, würden die EU-Regierungen sich doch wieder Hals über Kopf auf Maßnahmen einigen, die in rechtlicher und ökonomischer Hinsicht kritikwürdig sind, wie es am 8. und 9. Mai

geschah.<sup>4</sup> Die Position, bedrohte Länder im Krisenfall gar nicht zu retten, wird von den Kapitalmärkten als nicht glaubhaft angesehen und mündet zum Schluss in umfangreichen Rettungsmaßnahmen, als es der Fall ist, wenn man solche Maßnahmen im Vorhinein klar definiert. Es war nach unserer Auffassung ein Fehler, im Maastrichter Vertrag seinerzeit keinen Krisenmechanismus im Detail zu verankern.

#### 3.2 Fiskalische Aspekte

Der zweite Aspekt ist fiskalischer Natur. Abbildung 1 hat gezeigt, dass die Zinsen für deutsche Staatsanleihen zuletzt zurückgingen, während die Verzinsung von GIPS-Anleihen stark anstieg. Deutschland genießt wegen seiner vergleichsweise soliden Haushaltspolitik und seines umfangreichen ausländischen Nettovermögens ein extrem hohes Vertrauen unter den Kapitalanlegern. Dieses Vertrauen schlägt sich derzeit in erheblichen Zinsvorteilen nieder. Während der deutsche Staat in der Zeitspanne von der virtuellen Einführung des Euro Anfang 1999 bis zum ersten Halbjahr 2008 einen Zins in Höhe von durchschnittlich 4,31% auf zehnjährige Staatsanleihen zahlen musste, lag dieser Zins in den Monaten Juni bis Oktober 2010 bei nur noch 2,47%. Bliebe dieses Niveau erhalten, so würde Deutschland nach einem vollständigen Ersatz seines Schuldenbestandes in Höhe von 1782 Mrd. Euro (Ende 1. Vj. 2010) jährlich 32,8 Mrd. Euro oder 1,3% des heutigen BIP an Zinskosten sparen, wenn man zum Vergleich einen Schuldnersatz mit zehnjährigen Papieren zum bisherigen Durchschnittszins (1999 bis 1. Hj. 2008) heranzieht.

Eine unbegrenzte Verlängerung der Rettungsmaßnahmen in ihrer jetzigen Form würde die Zinsspreads sofort wieder eliminieren und einen einheitlichen Zins für alle Staatspapiere herausbilden, dessen Höhe durch die durchschnittliche Bonität der europäischen Staaten bestimmt ist. Der Durchschnittszins auf zehnjährige Staatsanleihen aller ursprünglichen Euroländer lag in den Monaten Juni bis Oktober 2010 bei 3,22%, wenn man die Zinsen mit der Wirtschaftskraft der Länder gewichtet, und damit um 0,75 Prozentpunkte über dem deutschen Zins von 2,47%. Die Verlängerung der Rettungspakete würde der Bundesrepublik daher einen merklichen Zinsnachteil bringen. Bezogen auf den derzeitigen öffentlichen Schuldenbestand müsste der deutsche Staat und damit letztlich der Steuerzahler jährlich 13,4 Mrd. Euro mehr Zinsen bezahlen.

#### 3.3 Die Implikationen für das deutsche Wirtschaftswachstum

Noch weitaus wichtiger als die fiskalischen Aspekte sind freilich die Implikationen möglicher Rettungsstrategien für

<sup>3</sup> Vgl. H.-W. Sinn, *Casino Capitalism*, a.a.O., S. 193.

<sup>4</sup> Zu den logischen Inkonsistenzen der Beschlüsse vom 8. und 9. Mai vergleiche man H.-W. Sinn, »Rescuing Europe«, *CESifo Forum* 2010, Vol. 11, S. 11.

das Wirtschaftswachstum der Bundesrepublik Deutschland. Die Rettungsstrategien haben nämlich einen unmittelbaren Einfluss auf die internationalen Kapitalströme, von denen die Wirtschaftstätigkeit maßgeblich abhängt. Die Wirtschaftsgebiete Europas hängen über die Gütermärkte und über die Kapitalmärkte zusammen. Über die Gütermärkte ergibt sich eine positive Korrelation der Wirtschaftstätigkeit. Wenn ein Land in den Boom geht, zieht es das andere Land über die Käufe seiner Güter mit. Wie beim Flügelschlag eines Vogels bewegen sich die Wirtschaften gleichmäßig auf und ab. Dieser Effekt dominiert das konjunkturelle Geschehen. Aber über die Kapitalmärkte ist die Korrelation negativ, weil das Kapital, das in einem Land investiert wird, im anderen Land fehlt. Wie bei einer Wippe geht die eine Seite hoch, wenn die andere heruntergeht. Langfristig ist diese Wippbewegung wichtiger als der Flügelschlag, denn die langfristigen Wachstumseffekte hängen von der Bewegung der Produktionskapazitäten ab, die durch die Kapitalinvestitionen bestimmt werden. Zwar ändern die Investitionen eines Jahres den gesamtwirtschaftlichen Kapitalstock nur wenig. Fließt das Kapital aber über einen längeren Zeitraum von einem Land in ein anderes, können die sich daraus ergebenden Kapazitätseffekte erheblich sein. Kapital ist das Lebenselixier des kapitalistischen Wirtschaftssystems: Wo es hinfließt, erblüht die Wirtschaft, und wo es abfließt, erlahmt sie.

Das gilt insbesondere in einem gemeinsamen Währungsraum, denn mit dem Abfluss von Kapital ist dort normalerweise auch ein Nettoabfluss von Geldbeständen verbunden. Der Abfluss von Kapital bedeutet in jedem Fall, dass die Produktionskapazitäten zwischen den Ländern verlagert werden. Wenn mit ihm zudem ein Abfluss von Geldbeständen verbunden ist, verlagert sich indes auch noch die Güternachfrage zwischen den Ländern. Bei einem Kapitalexport in einen anderen Währungsraum kommt das verliehene Geld sofort wieder zurück und zieht dann über Wechselkursanpassungen in voller Höhe einen zusätzlichen Güterexport oder eine Senkung der Güterimporte nach sich. Das exportierende Land verliert Produktionskapazität, ohne zugleich Nachfrage zu verlieren. Bei einem Kapitalexport in ein anderes Land desselben Währungsraums bleibt hingegen ein Teil des verliehenen Geldes dort hängen, statt wieder zurückzukommen, was bedeutet, dass es an Nachfrage fehlt.

Diese Zusammenhänge waren für Deutschlands Wirtschaftsentwicklung unter dem Euro von extrem großer Bedeutung, und sie werden es auch weiterhin bleiben. Sie sind der Hauptgrund dafür, warum den Entscheidungen über Rettungssysteme, mit denen Deutschland seine Bonität an die ausländischen Konkurrenten auf dem europäischen Kapitalmarkt transferiert, eine solch entscheidende Bedeutung für die wirtschaftliche Zukunft der Bundesrepublik Deutschland beikommt.

Es geht bei solchen Entscheidungen zwar vordergründig zunächst nur um die Bonität des öffentlichen Sektors. Jedoch stehen die öffentlichen und privaten Sektoren der Länder auf dem Wege über das Steuersystem und die Ausgaben für das Sozialsystem und die öffentliche Infrastruktur in einer so engen Wechselbeziehung, dass der Kapitalfluss in den öffentlichen Sektor sich im Hinblick auf die Kapazitäts- und Nachfrageeffekte im kapitalexportierenden Land und im Hinblick auf die Nachfrageeffekte im kapitalimportierenden Land kaum unterscheidet. Immerhin liegt die Staatsquote in fast allen betroffenen Ländern deutlich über 40%. Zudem spielt das Länderrisiko aus Sicht der Investoren auch für Investitionsentscheidungen bei privaten Schuldner eine wichtige Rolle.

Um die praktische Bedeutung der Kapitalströme zu erkennen, ist ein Blick zurück auf die Zeit seit 1995 hilfreich, die durch die Ankündigung und Einführung des Euro sowie die damit einhergehende Zinskonvergenz gekennzeichnet war. Deutschland hatte in den neunziger Jahren wegen des Ressourcenbedarfs der neuen Länder etwas Kapital importieren müssen und hätte möglicherweise auch im vergangenen Jahrzehnt noch mehr Kapital benötigt. Indes änderten die Kapitalströme unter dem Euro ihre Richtung. Deutschland wurde sogar zum weltgrößten Nettokapitalexporteur nach China und vor Japan.<sup>5</sup> In den Jahren 2002 bis 2009 hat Deutschland 67% seiner gesamtwirtschaftlichen Ersparnisse als Kapital- und Geldabfluss an das Ausland verloren, und nur 33% dieser Ersparnisse wurden zuhause in Maschinen, Gebäude, Infrastruktur und andere reale Kapitalgüter investiert. Von den Kapital- und Geldabflüssen waren im Schnitt nur gut ein Sechstel Nettodirektinvestitionen.<sup>6</sup> Knapp fünf Sechstel entfielen auf Finanzkapitalexporte. Von strukturierten US-amerikanischen Wertpapieren, Krediten für spanische Immobiliengesellschaften bis hin zu griechischen Staatsanleihen reichte die Palette der Anlagen, mit Hilfe derer die deutschen Banken und Versicherungen, die diesen Kapitalexport vornehmlich bewerkstelligten, gute Renditen zu erzielen versuchten.

Deutschland ging unter dem Euro in eine lang anhaltende Wirtschaftsflaute und partizipierte nur verhalten an dem weltweiten Wirtschaftsaufschwung der Jahre 2004 bis 2007.<sup>7</sup> Es hatte unter dem Euro und auch schon in

<sup>5</sup> Seit 2002 weisen China, Japan und Deutschland Jahr für Jahr – in unterschiedlicher Reihenfolge – die größten Leistungsbilanzüberschüsse aller Staaten auf. Im Jahr 2009 lag China mit 297,1 Mrd. Dollar vor Deutschland (163,3 Mrd. Dollar) und Japan (141,8 Mrd. Dollar), vgl. Internationaler Währungsfonds, *World Economic Outlook Database*, October 2010, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/weodata/index.aspx>.

<sup>6</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, Zeitreihendatenbank, Zahlungsbilanzstatistik, Kapitalverkehr mit dem Ausland.

<sup>7</sup> Zwar nahm in diesem Zeitraum das deutsche BIP durchschnittlich um jährlich 2% zu, was über dem langjährigen Mittel liegt. Das durchschnittliche Wachstum in Irland (5,4%), Griechenland (3,9%) und Spanien (3,6%) lag aber weit darüber. Lediglich Portugal (1,5%) verzeichnete eine geringere Rate, nachdem der portugiesische Beitrittsboom der Jahre 1996 bis 2001 schon vorher zum Erliegen gekommen war.



der Phase seit der Erwartung des Euro, ab etwa 1995, die niedrigste Nettoinvestitionsquote aller OECD-Länder und die zweitniedrigste Wachstumsrate aller europäischen Länder.

Währenddessen boomten Kapitalimportländer wie Irland, Griechenland, Spanien und in begrenztem Umfang auch Portugal. Während Deutschlands Wirtschaft in der Zeitspanne von 1995 bis 2009 gerade mal um 16% wuchs und der Durchschnitt der alten EU-Länder bei 27% lag, wuchs Irland um 105%, Griechenland um 56% und Spanien um 50%. Portugal schaffte es mit 30% immerhin, den Durchschnitt zu übertrumpfen. Der massive Kapitalimport hatte in diesen Ländern eine Phase der lockeren Budgetbeschränkungen eingeleitet, in der Kredite für alles und jedes verfügbar waren. Die Fehlentwicklungen, die dadurch hervorgerufen wurden, waren den Fehlentwicklungen im Kommunismus, die der ungarische Ökonom János Kornai vor 24 Jahren in seinem berühmten Aufsatz »The Soft Budget Constraint« beschrieb, nicht gänzlich unähnlich.<sup>8</sup>

Vor dem Euro hatte es zum Beispiel in Spanien keinen langfristigen Kapitalmarkt gegeben, auf dem man sich zu festen Zinsen hätte mit Krediten versorgen können. Es gab langfristige Kredite nur zu variablen Zinsen, die zudem noch weit über dem deutschen Niveau lagen. Der Euro hatte die Sachlage grundlegend verändert. Spanische Bauherren konnten sich nun für 20 Jahre zu festen Zinsen, die zudem noch auf dem deutschen Niveau lagen, billiges Baugeld besorgen. Viele machten davon Gebrauch. Es kam zu einem Bauboom, der vielen Bauarbeitern Arbeit und Brot brachte, eine Massenimmigration in Bewegung setzte und die Binnenkonjunktur anheizte. Die Eigentümer der Immobilien wurden reicher und wagten es, neue Kredite für neue Investitionen aufzunehmen. Das ganze Land wurde über den Immobilienmarkt in einen Superboom getrieben, der ein hohes gesamtwirtschaftliches Wachstum und eine inflationäre Überhitzung zur Folge hatte. Die gestiegenen Einkommen ließen die Importe wachsen, und die Überhitzung verringerte die preisliche Wettbewerbsfähigkeit des Landes, was sich dämpfend auf die Exporte auswirkte. Über die Befuerung der Binnenkonjunktur wurden die Kapitalimporte zu Außenhandelsdefiziten. Ähnlich war es in den anderen Ländern.

Der Staat war nicht überall direkt für diese Entwicklung verantwortlich. Doch in Griechenland und Portugal hat er sich durch eine ausufernde Verschuldung aktiv an der allgemeinen Aufheizung der Binnenwirtschaft beteiligt. Und in Spanien war er insofern indirekt beteiligt, als er die Chance zur Bildung von hohen Budgetüberschüssen, die der Wirtschaftsboom bot, nur unzureichend genutzt hat. Es wäre in den Zeiten der stürmischen Wirtschaftsentwicklung

angemessen gewesen, hohe Überschüsse zu bilden, um für schlechtere Zeiten Vorsorge zu leisten und der Überhitzung und Blasenbildung durch eigene Sparsamkeit entgegenzuwirken. Das aber war nicht der Fall. Spanien hatte zwar in den Jahren 2005 bis 2007 Überschüsse, aber sie waren mit 1 bis 2% des BIP minimal. Nur der irische Staat hatte in den Jahren 1999 bis 2001 und 2003 bis 2006 stets einen erheblichen positiven Finanzierungssaldo erwirtschaftet.

Während die GIPS-Ländern in den Boom kamen, erschlaffte Deutschland, weil seine Ersparnisse kaum noch im Inland, sondern zum weitaus überwiegenden Teil im Ausland angelegt wurden. Die Flaute im Bau brachte die Binnenkonjunktur zum Erliegen. Deutschlands Immobilienpreise stiegen nicht wie in den meisten anderen europäischen Ländern, sondern fielen sogar leicht. Das Land wurde zu einer realen Abwertung im Euroraum gezwungen. Die Preiserhöhungsspielräume der Unternehmen wurden durch die Flaute massiv beschnitten, und die Gewerkschaften mussten sich fügen, indem sie auch ihre Löhne nur geringfügig erhöhen konnten. Die Politik wurde, auch unter dem Druck der Ökonomen, die auf die Unabweislichkeit der Zwangslage hinwiesen, zu mühsamen Reformen des Arbeitsmarktes getrieben. Es kam zu erheblichen politischen und gesellschaftlichen Spannungen, die zu einer Zerreißprobe der Gesellschaft wurden. Im Endeffekt wurde dadurch aber Deutschlands preisliche Wettbewerbsfähigkeit so verbessert, dass sich die realwirtschaftlichen Anpassungslasten in gerade noch erträglichen Grenzen hielten.

Deutschland hatte seit 1995 die niedrigsten Steigerungsraten der Preise und Löhne im Euroraum. Handelsgewichtet hat es in dieser Zeit gegenüber den anderen Euroländern um 18% abgewertet.<sup>9</sup> Als Folge der zurückbleibenden Einkommen und Preise stiegen die Importe nur mäßig, und die Exporte legten kräftig zu. Das half, die Wirtschaft zu stabilisieren, konnte die wegen des Investitionsrückgangs wegbrechende Binnenkonjunktur aber nur teilweise kompensieren. Der deutsche Exportüberschuss war das notwendige Pendant der Kapitalabflüsse, die durch die Schaffung eines einheitlichen europäischen Kapitalmarktes zustande kamen.

Diese Entwicklung ist mit der Finanzkrise zu einem jähen Ende gekommen, denn die Risikoeinschätzung der Kapitalanleger hat sich fundamental gewandelt. Das gilt nicht nur, wie in Abbildung 1 verdeutlicht wurde, für Staatspapiere, sondern in ähnlicher Weise auch für viele vormals als hochattraktiv erscheinende private Wertpapiere. Deutsche Banken und Versicherer scheuen inzwischen vor Anlagen in strukturierten amerikanischen Papieren genauso zurück

<sup>8</sup> János Kornai, »The Soft Budget Constraint«, *Kyklos* 39, 1986, S. 3–30.

<sup>9</sup> Berechnet anhand der Entwicklung des BIP-Deflators. Gewichtung der einzelnen Länder mit dem Anteil am deutschen Außenhandel (Ausfuhr und Einfuhr) mit Waren.

wie vor Anleihen spanischer Immobiliengesellschaften oder südlicher Staaten, und notgedrungen suchen sie heute wieder den inländischen Kreditnehmer im Firmenkundengeschäft und bei der Immobilienfinanzierung. Während die ehemaligen Kapitalimportländer in die Flaute gehen, weil die Phase der lockeren Budgetbeschränkungen zu Ende ist, boomt Deutschland. Die Kapitalsammelstellen befinden sich im Anlagenotstand und tun sich schwer, die von ihren Anlegern erwarteten Erträge zu erwirtschaften. Die Versicherer tun sich schwer, die Garantieverzinsung für ihre Lebensversicherungspolice noch herzubringen. Umso günstiger ist die Situation für die heimischen Investoren. Das Baugeld ist heute in Deutschland so billig wie noch nie seit Beginn der Aufzeichnungen, und die Anleihen der Unternehmen finden reißenden Absatz. Von der Kreditklemme, über die die deutschen Unternehmen noch im letzten Jahr klagten, gibt es kaum noch eine Spur.<sup>10</sup> Als Folge der günstigen Kreditbedingungen schießt der gewerbliche Bau in die Höhe, und auch der Geschosswohnungsbau zieht mächtig an. Die freischaffenden Architekten haben heute in Deutschland den größten Auftragsbestand seit 15 Jahren.<sup>11</sup>

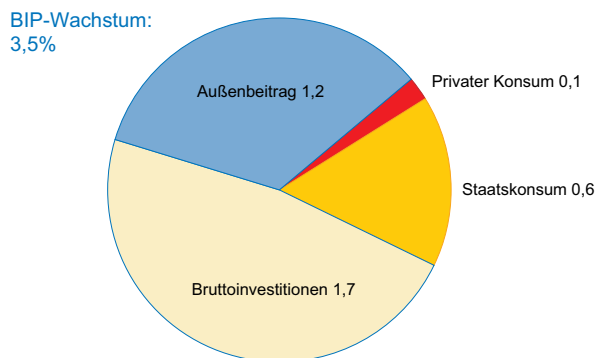
Auch das von den Instituten prognostizierte Wirtschaftswachstum des Jahres 2010 zeugt von der außergewöhnlichen Situation, in der sich Deutschland heute befindet. Das Wachstum ist mit 3,5% erstmals das höchste aller Euroländer mit Ausnahme der Slowakei, und es ist keineswegs nur dem stürmisch wachsenden Export in die Schwellenländer zu verdanken, sondern vor allem auch einer neuen Binnenkonjunktur, die maßgeblich durch die Umlenkung der Kreditflüsse erklärt wird. Abbildung 4 zeigt, dass die 3,5% noch vor dem Außenhandel durch die Investitionsnachfrage in Deutschland erklärt werden.

Während im Moment der Nachfrageeffekt der Investitionen im Mittelpunkt des Geschehens steht, dominiert mittel- und längerfristig der Kapazitätseffekt. Durch ihn kann Deutschland, wenn die gegenwärtigen Triebkräfte für die Umlenkung der Kapitalströme anhalten, auf einen neuen Wachstumspfad kommen, der über eine Steigerung der Arbeitsproduktivität, der Löhne und die Schaffung neuer Arbeitsplätze insbesondere auch den Arbeitnehmern zugute kommt. Zwar werden die steigenden Einkommen dann zu mehr Importen führen und steigende Preise und Löhne die Wettbewerbsfähigkeit der Exportwirtschaft wieder etwas verringern, so dass die Exportüberschüsse wieder kleiner werden. Jedoch ist das keine beklagenswerte Entwicklung, sondern die natürliche Implikation einer

<sup>10</sup> Vgl. Ifo Institut für Wirtschaftsforschung, »Kredithürde erneut niedriger, Ergebnisse des Ifo Konjunkturtests im Oktober 2010«, <http://www.cesifo-group.de/link/18INDEXKREDKL>.

<sup>11</sup> Vgl. E. Gluch, »Ifo Architektenumfrage: Auftragsreserven weiter erhöht«, *Ifo Schnelldienst* 63(12), 2010, S. 67–68.

Abb. 4  
BIP 2010: Wachstumsbeiträge  
in Prozentpunkten



Quelle: Gemeinschaftsdiagnose, Herbstgutachten 2010.

wieder erstarkenden Leistungskraft der deutschen Binnenwirtschaft.

Ob die Triebkräfte anhalten, ist freilich fraglich. Das hängt unter anderem davon ab, ob es die amerikanischen Banken nach dem Zusammenbruch des Verbriefungsmarktes schaffen, das internationale Kapital von neuem ins Land zu locken. Fließt das Kapital wieder nach Amerika, dann kann es in Deutschland den Aufschwung nicht finanzieren. Es hängt aber auch davon ab, wie der europäische Krisenmechanismus konstruiert wird. Nimmt dieser Mechanismus den Charakter einer Vollkaskoversicherung gegen Kreditausfälle an, wie es derzeit manche europäische Politiker fordern, dann werden die Zinsspreads für die öffentlichen Anleihen wieder schrumpfen, und der Kreditkanal wird wieder geöffnet. Die Ersparnisse der deutschen Sparer fließen dann weiterhin ungebremst ins Ausland und ermöglichen den Schuldenländern, die heute in der Kreditklemme stecken, die Fortsetzung ihres überhitzten Wirtschaftswachstums, während die deutsche Investitionskonjunktur wieder abbricht und Deutschland in die Stagnation zurückfällt.

Freilich bleiben dann auch die Salden im Außenhandel erhalten, die vielen anderen EU-Ländern ein Dorn im Auge sind, denn diese Salden sind nun einmal im Wesentlichen dasselbe wie die Salden im Kapitalverkehr. Wer heute von Deutschland verlangt, mit Hilfe einer Verlängerung der Rettungspakete, also des Verschenkens von Bonität, den Kapitalabfluss in andere Länder wieder zu aktivieren und zugleich von Deutschland fordert, seine Außenhandelsüberschüsse abzubauen, weiß vermutlich nicht, was er sagt, denn beide Forderungen widersprechen einander. Wenn die Gruppe der GIPS-Länder ihre eigenen Defizite und Deutschland seine Überschüsse im Außenhandel abbauen soll, dann dürfen die Rettungsmaßnahmen nicht in der

bisherigen Form verlängert werden. Vielmehr bedarf es dann einer Politik, die die Zinsspreads zwischen den Staatsanleihen der Länder erhält, denn durch diese Zinsspreads bleiben die Kapitalbewegungen und die Außenhandelsalden begrenzt.

#### 4. Ein neuer Krisenmechanismus

Aus gutem Grund hatten die Gründer der Europäischen Währungsunion das Verbot eines Bailout in die Verträge aufgenommen. Es bedeutet im Kern, dass die Mitgliedsländer ihre finanzpolitischen Probleme selbst in den Griff bekommen müssen und nicht mit der Hilfe der Nachbarstaaten und ihrer Steuerzahler rechnen können. Investoren, die dies wissen, würden daher für schwächere Schuldner eine höhere Risikovorsorge leisten als für wirtschaftlich stabile Länder, so die Idee. Die zurückliegenden Ereignisse haben jedoch gezeigt, dass die No-Bailout-Klausel nicht hinreichend glaubwürdig war. Dies lag zum einen daran, dass systemisch wichtige Gläubiger (z.B. große Banken) mit ihrer Rettung durch die Gesellschaft rechnen konnten, zumal Panikreaktionen an den Finanzmärkten leicht zu Übertreibungen führen, die auch andere Schuldner treffen und im Extremfall ganze Märkte in einen Abwärtsstrudel ziehen können. Zum anderen aber wurde offensichtlich darauf spekuliert, dass man im Krisenfall genügend Druck würde aufbauen können, um die Länder der Europäischen Union unter Hinweis auf Dominoeffekte und nicht mehr beherrschbare Marktsituationen, aber unter Missachtung des EU-Vertrags zur Hilfe veranlassen zu können.

Der neue Krisenmechanismus muss deshalb eine glaubhafte Rettungsstrategie beschreiben, die die Investoren zwingend mit in die Pflicht nimmt und zugleich eine panikartige Zuspitzung von Markturbulenzen verhindert. Zudem sollte er einen Beitrag zur weiteren Stabilisierung des Bankensystems leisten, um so tatsächliche oder vermeintliche Notlagen, die zu spontanen Rettungsaktionen führen, zu vermeiden (vgl. Abschnitt 6).

##### 4.1 Die Grundregeln

Um den genannten Zielen entsprechen zu können, sollte der Krisenmechanismus einer Reihe von Anforderungen genügen.

- Er sollte nicht in einen Transfermechanismus entarten.
- Er sollte risikoadäquate Zinsspreads erhalten, um die internationalen Kapitalflüsse nicht wieder zu verzerren und die GIPS-Länder nicht wieder zu überhitzen.
- Er sollte das hilfebedürftige Land in die Lage versetzen, seine staatlichen Aufgaben weiterhin zu erfüllen und ein Reformprogramm einzuleiten, das es auf einen wirtschaftlich nachhaltigen Pfad zurückführt.
- Er sollte den maximalen Verlust der Investoren begrenzen.

All dies bedeutet, dass der neue Krisenmechanismus zunächst das Schuldnerland, dann die privaten Gläubiger und zum Schluss auch die Staatengemeinschaft zur Lösung einer Solvenzkrise heranzieht. Im Einzelnen schlagen wir Folgendes vor.

##### I) Ersatzanleihen

Der Krisenmechanismus soll einem akut von der Zahlungsunfähigkeit bedrohten Land durch Bürgschaften der europäischen Staatengemeinschaft helfen, sich weiter am Kapitalmarkt zu finanzieren. Dazu kann das betroffene Land seinen Gläubigern nach einem begrenzten Haircut im Austausch für fällige Anleihen neu zu schaffende *Ersatzanleihen* anbieten, von denen ein erheblicher Teil durch die Staatengemeinschaft garantiert wird. Der gefährdete Staat soll so die Zeit finden, die Reformen im Staatswesen und der Wirtschaftsstruktur durchzuführen, die zur Verbesserung seiner Leistungsfähigkeit und Steuerkraft beitragen, so dass er den Schuldendienst wieder leisten kann. Die Begrenzung des Haircut und die Sicherung der Ersatzanleihen verhindern eine Panik auf den Kapitalmärkten, ohne dass der Schutz der Staatengemeinschaft zu einer Vollkaskoversicherung gegen Zahlungsunfähigkeit wird.

##### II) Collective Action Clauses (CAC) für alle Staatsanleihen der Eurozone

Der einer Bürgschaftsgewährung vorgeschaltete Haircut soll sich nicht auf die derzeit umlaufenden Staatspapiere beziehen, sondern auf die neu ausgegebenen Staatspapiere einschließlich der Ersatzpapiere, die dafür mit einer Collective Action Clause (CAC) ausgestattet werden. Der Erlös aus dem Verkauf der CAC-Papiere soll zur ordnungsgemäßen Bedienung der Altkredite dienen, zu denen gegebenenfalls auch Kredite der Staatengemeinschaft im Rahmen von EFSF und EFSM zählen würden.

Die Collective Action Clause ermöglicht eine mehrheitliche Vereinbarung der Gläubiger mit dem Schuldnerland, die dann allgemeinverbindlich wird. Die Gläubiger stimmen schon beim Erwerb ihrer Forderungen zu, sich später einer Mehrheitsregel (z.B. 75%-Mehrheit) bezüglich aller zum gleichen Zeitpunkt fällig werdenden Papiere zu unterwerfen, und verzichten darauf, ihre Forderungen früher fällig zu stellen, wenn der von Insolvenz bedrohte Staat mit den Inhabern der jeweils fällig werdenden Papiere separate Vereinbarungen aushandelt. Der Verzicht auf frühzeitiges Fälligmachen der Forderungen ist unerlässlich für den Krisenmechanismus, weil er es ermöglicht, die Zahlungsprobleme schrittweise zu lösen, wenn sie auftauchen. Er verhindert, dass aus einer temporären Zahlungskrise ein Staatskonkurs wird.

Es mag befürchtet werden, dass solche Klauseln die Kreditkosten für Deutschland erhöhen werden. Doch ist diese

Furcht unbegründet. Wie empirische Untersuchungen gezeigt haben, hat die Einführung solcher Klauseln nur moderate Auswirkungen auf die vom Kapitalmarkt geforderten Renditen. Für Schuldner hoher Bonität könnten die Zinsen sogar sinken, nur Schuldner geringer Bonität werden im Mittel höhere Zinsen bezahlen müssen.<sup>12</sup> Dieser Effekt einer Zinsspreizung wäre durchaus erwünscht.

Wegen der großen Bedeutung der CAC-Regeln für jedwede sinnvolle Ausgestaltung des Krisenmechanismus, wie auch immer er im Detail aussehen mag, ist der Staatengemeinschaft zu raten, schon vor den eigentlichen Verhandlungen zu diesem Mechanismus zu vereinbaren, dass neue Staatsanleihen ab sofort mit den CAC-Regeln versehen sind, wie sie oben beschrieben wurden.

### *III) Hilfen nur bei drohender Zahlungsunfähigkeit*

Die Hilfen im Rahmen des Rettungsschirms haben nicht die Funktion der Krisenprävention, sondern dienen ausschließlich der Krisenbewältigung. Es geht nicht um neue Kohäsions- und Stabilisierungssysteme, die die Leistungskraft der schwächeren Volkswirtschaften allgemein stärken, um so die Inanspruchnahme von Hilfen im Krisenfall weniger wahrscheinlich zu machen. Dafür gibt es schon EU-Programme verschiedener Art, und sollte eine Ausweitung erwogen werden, kann das außerhalb des Krisenmechanismus aus den Mitteln der EU geschehen. Vielmehr geht es um Hilfen zur Abwendung einer akuten Krise und zur Wiederherstellung der Zahlungsfähigkeit des bedrohten Landes.

### *IV) Haircuts vor Bürgschaften, damit die Zinsspreads erhalten bleiben*

Die Staatengemeinschaft bürgt nur dann für die auszubehenden Ersatzanleihen, wenn die privaten Gläubiger zuvor auf einen substanziellen Teil ihrer Forderungen verzichtet haben. Der Krisenmechanismus soll den bedrängten Staaten nämlich auch dadurch helfen, dass sie von einem Teil ihrer Schulden entlastet werden. Dadurch soll sichergestellt werden, dass die Gläubiger im Vorhinein den Anreiz behalten, riskante Kreditengagements nur mit Vorsicht und nur mit Zinsaufschlägen einzugehen. Die Zinsaufschläge wiederum sollen die Schuldner veranlassen, zurückhaltend mit der Kreditaufnahme zu sein, um die oben beschriebenen Übertreibungen beim internationalen Kapitalverkehr zu vermeiden, die in den vergangenen Jahren überwiegend zu deutschen Lasten gingen.

Unter keinen Umständen sollte Deutschland einem Krisenmechanismus zustimmen, bei dem zunächst Hilfen gewährt

werden und erst danach, wenn sie nicht wirken oder sich als unzureichend erweisen, die Beteiligung der privaten Gläubiger angestrebt wird. Die Beteiligung der privaten Gläubiger ist nur glaubhaft, wenn sie den Hilfen in rechtlich verbindlicher Form vorgeschaltet ist. Und nur wenn sie glaubhaft ist, wird sich der Zinsaufschlag ergeben, von dem eine Disziplinierungswirkung ausgeht.

Man könnte geneigt sein zu befürchten, dass der Zinsaufschlag die Verschuldung noch vergrößert, weil er den Finanzbedarf der betroffenen Länder erhöht. Diese Befürchtung ist aber unbegründet, denn der Abschreckungseffekt der höheren Zinsen überwiegt bei weitem. Das zeigt die Erfahrung mit den dramatischen Zinssenkungen, die die Einführung des Euro für Länder wie Griechenland oder Portugal bedeutet hatte. Diese Länder hätten die Möglichkeit gehabt, ihre Schulden wegen der niedrigeren Zinsen und ihres zum Teil überschäumenden Wirtschaftsbooms zurückzuzahlen. Aber sie haben angesichts der Verlockung der niedrigen Zinsen stattdessen noch mehr Kredite aufgenommen. Nur Irland hat die Gelegenheit genutzt, seine Staatsschulden zeitweilig in nennenswertem Umfang zu verringern.

### *V) Einstimmigkeit der Helfer als Voraussetzung der Hilfen*

Der Krisenmechanismus darf nur mit einstimmigem Beschluss der Mitgliedsländer (ohne das Schuldnerland) und des IWF aktiviert werden. Diese Einschränkung betrifft vor allem die Feststellung der drohenden Zahlungsunfähigkeit des Schuldnerlandes und die Anerkennung des Haircut und der sonstigen Bedingungen der Umschuldung. Sie entspricht der Formulierung des deutschen Gesetzes zur Übernahme von Gewährleistungen im Rahmen eines europäischen Stabilisierungsmechanismus zur Umsetzung der Beschlüsse vom 8. und 9. Mai 2010. Die Einstimmigkeit verhindert, dass der Mechanismus zur systematischen Umverteilung von Einkommen und Vermögen zwischen den europäischen Ländern verwendet wird. Der Krisenmechanismus muss deshalb ähnlich wie die jetzige EFSF außerhalb der EU angesiedelt sein. Eine aktive Rolle des IWF ist anzustreben.

### *VI) Begrenzung der Summe der Bürgschaften*

Die Summe der Bürgschaften ist zu jedem Zeitpunkt auf 30% des laufenden nominalen BIP des hilfsbedürftigen Landes beschränkt. Überschreitet ein Land diese Grenze durch eine Nettoneuverschuldung oder eine Schrumpfung seines BIP, werden von der Staatengemeinschaft keinerlei besicherte Ersatzanleihen mehr ausgegeben. Diese Bestandsgrenze ist erforderlich, um ein unkontrolliertes Ausufer der Lasten für die Garantie gebenden Länder zu verhindern und im Fall der hoffnungslosen Überschuldung gravierendere Maßnahmen einleiten zu können.

<sup>12</sup> Vgl. B. Eichengreen, K. Kletzer und Ashoka Mody, »Crisis Resolution: Next Steps«, *IMF Working Paper* Nr. 03/196, 2003.

### VII) Keine Gemeinschaftsinstrumente, Abschaffung von EFSM und EFSF

Der EFSM, der derzeit ein Finanzvolumen von 60 Mrd. Euro hat und durch Mehrheitsbeschluss des europäischen Rats aktiviert werden kann, sollte ersatzlos abgeschafft werden.

Die Luxemburger Zweckgesellschaft EFSF wird planmäßig aufgelöst, nachdem etwaige Altverbindlichkeiten abgearbeitet sind. Nach dem Ende der vertraglich vorgesehenen Dreijahresfrist werden keinerlei neue Kredite mehr vergeben.

Die Kredite dieser beiden Rettungssysteme sind auf maximal fünf Jahre zu begrenzen, um ein Unterlaufen des neuen Krisenmechanismus durch die Ausgabe langfristiger Kredite zu verhindern.

Die EFSF ist heute als Aktiengesellschaft organisiert. Das impliziert, dass sie im Falle der Insolvenz eines Schuldnerlandes nicht vorrangig gegenüber den Forderungen der Privaten rangieren kann, wie es z.B. beim IWF der Fall ist. Für die Zeit ihrer Existenz sollte die EFSF in eine andere Rechtsform umgewandelt werden, die ihr vorrangige Ansprüche sichert. Eine Existenzverlängerung über die vorgesehenen drei Jahre hinaus darf damit nicht verbunden sein.

Unter keinen Umständen kann Deutschland den Erhalt oder gar Ausbau von Gemeinschaftsinstrumenten, wie z.B. der EFSF, zur regulären Kreditaufnahme akzeptieren, wie sie etwa unter dem Namen Eurobonds diskutiert werden. Eurobonds wurden zunächst vom italienischen Finanzminister Tremonti vorgeschlagen und dann erneut vom luxemburgischen Staatschef Juncker ins Spiel gebracht. Sie würden die deutsche Bonität verschlechtern, die Zinsen für die deutschen Staatsschulden vergrößern, zu unkontrollierbaren Haftungstatbeständen führen und den Kapitalfluss aus Deutschland heraus wieder erleichtern, was die dargelegten negativen Konsequenzen für das Wirtschaftswachstum und die Lohnentwicklung hätte.

Noch größer ist die Gefahr bei dem von der EU-Kommission kontrollierten EFSM, denn es ist wahrscheinlich, dass die Mehrheitsbeschlüsse der EU zu einer systematischen Umverteilung zu deutschen Lasten führen werden. Die Konsequenz der Mehrheitsentscheidungen war bislang, dass Deutschland zum größten Nettozahler der EU wurde. Im Durchschnitt der fünf Jahre von 2005 bis 2009 hatte Deutschland 20% zum Budget der EU beigetragen, doch nur 12% zurückerhalten. Einem ähnlichen Umverteilungsmuster würde auf die Dauer sicherlich auch ein Gemeinschaftsinstrument wie der EFSM unterliegen.<sup>13</sup>

### VIII) Strikte Reformauflagen für das Schuldnerland

Jegliche Hilfen an bedrängte Länder sind auf strikte Reformauflagen für die Wirtschafts- und Finanzpolitik des Schuldnerlandes konditioniert, wie sie von der van Rompuy-Kommission vorgeschlagen wurden. Diese Regeln werden in diesem Gutachten nicht im Einzelnen kommentiert.

### IX) Bürgschaften nur besichert oder zu marktüblichen Avalzinsen

Für die Vergabe von Bürgschaften sind marktübliche Avalzinsen zu zahlen, wie sie dem Zinsaufschlag entsprechen, den das Schuldnerland in den Monaten vor der Feststellung einer drohenden Insolvenz im Vergleich zum (BIP-gewichteten) durchschnittlichen Zins der Euroländer hat zahlen müssen. Auf den Avalzinsen kann verzichtet werden, wenn dem Bürgschaftsgeber Sicherheiten in Form von sofort privatisierbarem Staatsvermögen übereignet werden.

### X) Ankäufe von Staatsanleihen durch die EZB ausschließlich für geldpolitische Zwecke

Um eine Aushebelung des neu geschaffenen Krisenmechanismus durch Maßnahmen der EZB auszuschließen, ist der EZB lediglich der Ankauf von notenbankfähigen Sicherheiten aus geldpolitischen Überlegungen erlaubt. Käufe von Staatspapieren, noch dazu solchen mit einem schlechten Rating, zum Zwecke der Bekämpfung »disfunktionaler« Märkte sind zu verbieten. Sie implizieren nämlich die konkrete Gefahr, dass es zu einer demokratisch nicht kontrollierten und von den Geberländern nicht mehr begrenzbaren Umverteilung von Vermögen in Europa kommt. Es ist nicht tolerabel, dass die EZB mittlerweile für über 63 Mrd. Euro (vgl. Tab. 1) Staatspapiere gefährdeter Staaten gekauft hat, denn im Falle der Insolvenz liegen die Lasten beim Steuerzahler. Die Staatspapierkäufe durch die EZB seit Mai dieses Jahres

<sup>13</sup> In diesem Zusammenhang ist es nicht unmittelbar verständlich, wieso die Bundesregierung offenbar eine Änderung des EU-Vertrages anstrebt, der den Artikel 122 AEUV (oder auch der übergeordnete Artikel 136 AEUV) um die Möglichkeit erweitert, Hilfen über die EU nicht nur bei Naturkatastrophen, sondern auch bei systemischen Störungen im Euroraum zu gewähren. Dieser Artikel war ja von der EU in Anspruch genommen worden, um den EFSM zu begründen. Man sprach in dem Zusammenhang von einer Systemkrise des Euroraumes, um klar zu machen, dass es um die Bekämpfung von Risiken ging, die sich der Kontrolle des einzelnen Staates entziehen. Wie man hört, hat das deutsche Verfassungsgericht Zweifel bekundet, ob diese Begründung kompatibel mit Artikel 122 AEUV ist. Sollte es bei der Erweiterung der Bedingungen, unter denen die EU Hilfen gewährt, nur darum gehen, den EFSM so zu begründen, dass das Verfassungsgericht keine Einwände mehr hat, so hätte sich Deutschland mit seinem Verlangen auf Vertragsänderung keinen Gefallen getan. Es hätte nämlich ohne die Vertragsänderung schon unter Hinweis auf das Verfassungsgericht eine Abschaffung des EFSM verlangen können. Es ist derzeit nicht erkennbar, wieso die Bundesregierung glaubt, mit der Zustimmung der anderen EU-Länder zur Änderung der EU-Verträge ihrem erklärten Ziel, eine Insolvenzordnung in Europa zu schaffen, näher gekommen zu sein. Es kann sich dabei eigentlich nur um ein Zugeständnis handeln, für das andere Regelungen, die im deutschen Interesse liegen, eingehandelt werden.

sind faktisch ein weiterer Rettungsschirm, der von seiner Natur her dem EFSM und EFSF nicht unähnlich ist, jedoch von einem Gremium beschlossen wird, das dafür nicht die demokratische Legitimation hat und von eher kleinen Ländern dominiert wird.

Falls die erworbenen Staatspapiere nicht ordnungsgemäß bedient werden, muss die EZB Abschreibungen vornehmen, die zu Verlusten führen. Deutschland ist an diesen Verlusten zu 28% beteiligt. Konkret würde dies bedeuten, dass die jährlichen Gewinnüberweisungen der Zentralbank an das deutsche Finanzministerium entsprechend verringert werden und dass möglicherweise sogar irgendwann eine Eigenkapitalerhöhung der EZB nötig wird, an der sich Deutschland mit 28% beteiligen müsste.

#### 4.2 Die Grundzüge des Krisenmechanismus

Aufbauend auf diesen Grundregeln schlagen wir einen mehrstufigen Krisenmechanismus vor. Der Mechanismus basiert auf der Vorstellung, dass sukzessive alle im Markt befindlichen Anleihen aller Länder des Euroraums in CAC-Anleihen umgewandelt werden, weil im Euroraum nur noch solche Anleihen erlaubt sind. Wie erläutert, handelt es sich dabei um Anleihen mit Klauseln, die im Falle von Zahlungsschwierigkeiten das mehrheitliche Aushandeln eines partiellen Gläubigerverzichts erlauben.<sup>14</sup> Die CAC-Anleihen tragen einerseits das Risiko der Kürzung im Fall der Insolvenz, wie es faktisch, aber unorganisiert, heute auch schon bei allen Anleihen der Fall ist. Andererseits haben diese Anleihen den Vorteil, dass sie im Fall der drohenden Zahlungsunfähigkeit in Ersatzanleihen umgewandelt werden können, die zu einem erheblichen Teil (unser Vorschlag: 80%) von der Staatengemeinschaft gesichert sind.

Als »drohende Zahlungsunfähigkeit« verstehen wir eine temporäre Liquiditätskrise, die voraussichtlich nach einem begrenzten Forderungsverzicht und mit Hilfe der partiell besicherten Ersatzanleihen überwunden werden kann. Davon zu unterscheiden ist die echte Insolvenz, die weitreichende juristische Konsequenzen für die Selbständigkeit des Staates hat und möglicherweise die gesamte ausstehende Staatsschuld, gleich welcher Fälligkeit, zur Disposition stellt.

Folgender Krisenverlauf ist denkbar, nachdem die CAC-Papiere in Umlauf sind. Sollte ein Staat sich außerstande sehen, die jeweils fällig werdenden CAC-Papiere zu bedienen, muss er mit den Gläubigern dieser Papiere einen Haircut und einen Umtausch der Restschuld in die partiell von

der Staatengemeinschaft besicherten Ersatzanleihen aushandeln.

Papiere des gleichen Emittenten, die erst später fällig werden, sind wegen der entsprechenden Klausel im CAC-Vertrag von der Umtauschaktion nicht betroffen. Die Frage, ob sie regulär bedient oder auch umgewandelt werden, stellt sich erst zum Zeitpunkt der Fälligkeit.

Der Haircut richtet sich nach den am Markt beobachtbaren Abschlägen auf den Nennwert in den letzten drei Monaten vor der Ankündigung der Verhandlungen über Umschuldungsmaßnahmen. Diese Marktregel soll Turbulenzen auf den Märkten vermeiden helfen, indem sie Spekulationsgewinne und -verluste vermeidet. Sie führt zu einer Selbststabilisierung der Erwartungen und verhindert panikartige Marktwertverluste kurz vor der erwarteten Umschuldung oder während der Verhandlungen über die Umschuldung.

Sollte der betroffene Staat sich später als außerstande zeigen, die Ersatzanleihen vertragsgemäß zu bedienen, muss er sich in einem letzten Schritt dazu durchringen, mit seinen Gläubigern ein Abkommen über die gesamte ausstehende Staatsschuld zu verhandeln.

Sollte er bereits in Schwierigkeiten kommen, bevor er die CAC-Anleihen begeben hat, wird er von dem schon existierenden und auf drei Jahre begrenzten Rettungssystem EFSF aufgefangen und in die Lage versetzt, sich wieder zu refinanzieren.

Falls es zu Schwierigkeiten kommt, nachdem der EFSF ausgelaufen ist und noch Altpapiere ohne CAC-Klauseln fällig werden, sollte den Altgläubigern eine attraktive Umschuldung in Ersatzanleihen angeboten werden.

#### 4.3 Die Prozedur im Falle der drohenden Zahlungsunfähigkeit

Für den Fall der drohenden Zahlungsunfähigkeit mit Umtausch der CAC-Anleihen in Ersatzanleihen bietet sich die folgende, aus drei Stufen bestehende Prozedur an.

##### 1. Stufe: Marktlösung

Das Schuldnerland verhandelt auf Grundlage der CAC eigenständig mit den betroffenen Gläubigern. Dabei können Laufzeitverlängerungen, Herabsetzungen des Nominalwertes oder Herabsetzungen des Zinssatzes (Kupons) verhandelt werden. Während des Verhandlungszeitraums, der maximal zwei Monate umfassen darf, wird neu auftretender Finanzierungsbedarf für die laufenden Staatsgeschäfte (Primär- und Sekundärdefizit) über die Vergabe von kurzfristigen, maximal einjährigen Kassenverstärkungskrediten der Staatengemeinschaft gedeckt. Der Zinssatz für diese Kredite liegt um 5 Prozentpunkte über dem durchschnittlichen

<sup>14</sup> Generell können CACs nur in neu emittierte Anleihen aufgenommen werden. Aus diesem Grund besitzt ein über die Zeit abnehmender Prozentsatz der am Markt befindlichen Anleihen Non-CAC-Status.

Zinsniveau der Mitgliedsländer für Kredite gleicher Laufzeit. Die Kredite haben Vorrang vor privaten Krediten.

### 2. Stufe: Haircut und Ausgabe von Ersatzanleihen

Kommt es auf der ersten Stufe zu keiner Einigung zwischen dem Schuldnerland und den Gläubigern der fälligen CAC-Anleihe, so wird die zweite Stufe des Krisenmechanismus aktiviert. Der Verhandlungszeitraum wird ebenfalls auf zwei Monate begrenzt. Der während des Verhandlungszeitraums auftretende Finanzierungsbedarf des Schuldnerlandes wird erneut über die Vergabe von vorrangig besicherten Kassenverstärkungskrediten auf zwischenstaatlicher Basis gedeckt.

An den Verhandlungen beteiligen sich nun auch Vertreter der Staatengemeinschaft und des IWF. Es wird automatisch ein Haircut auf den Nennwert bzw. Rückzahlungsbetrag der fällig werdenden CAC-Anleihe vorgenommen.

Die Höhe des Haircut richtet sich nach dem durchschnittlichen Marktwertabschlag der letzten drei Monate vor Beginn der Verhandlungen mit den Gläubigern. Er soll allerdings mindestens 20% betragen. Eine Mindestgrenze ist erforderlich, um die Möglichkeiten für strategische Maßnahmen zur Marktwertmanipulation seitens großer Kreditgeber zu begrenzen.<sup>15</sup>

Der höchstmögliche Haircut ist 50% des Nennwertes bzw. des vertraglich vereinbarten Rückzahlungsbetrags der Anleihe. Die Höchstgrenze soll sicherstellen, dass der Markt eine Kalkulationsbasis erhält und Panik vermieden wird. Panik kann aufkommen, wenn extreme Verluste drohen und selbst der Totalverlust möglich erscheint. Ist die Obergrenze der Verluste definiert und begrenzt, kann sich der Markt rechtzeitig auf die Gefahren einstellen.

Der verbleibende Restwert der Anleihen wird in vollem Umfang gegen Ersatzanleihen umgetauscht, die selbst zu 80% von der Staatengemeinschaft garantiert werden. Die konkrete Ausgestaltung der Ersatzanleihe (Zinskupon, Laufzeit) ist Gegenstand der Verhandlungen.

Natürlich wäre die Gefahr von Marktturbulenzen minimal, wenn man den Haircut auf null begrenzen und die Sicherung der Ersatzanleihen auf 100% festsetzen würde. Aber dann wären die Fehlanreize für opportunistisches Verhalten auf Seiten der Gläubiger und ihrer Schuldner maximal, was die Stabilität des gesamten europäischen Staatensystems untergraben würde. Das Verhalten einiger europäischer Staaten und ihrer Gläubiger in den Jahren der niedrigen Zinsen, nicht zuletzt die europäische Schuldenkrise an sich, hat in aller Deutlichkeit gezeigt, dass man

diese zweite Gefahr nicht gering einschätzen sollte. Otmar Issing, der ehemalige Chefvolkswirt der EZB, hat deshalb die Vorstellung, Vollkaskorettungspakete würden die Stabilität des Euroraumes erhöhen, als »geradezu grotesk« bezeichnet.<sup>16</sup>

Der notwendige Kompromiss zwischen den Zielen der langfristigen politischen Stabilität Europas und der kurzfristigen Stabilität der Finanzmärkte kann weder in einem Verzicht auf Rettungsmaßnahmen noch in einer Vollkaskoversicherung gegen Zahlungsunfähigkeit ohne Selbstbehalt liegen. Der Haircut von 50% und die partielle Sicherung der Ersatzanleihen in Höhe von 80% könnten einen sinnvollen Kompromiss zwischen den beiden divergierenden Zielen bieten.

Sind die Verhandlungen zwischen der Staatengemeinschaft und dem von Insolvenz bedrohten Staat nicht erfolgreich, d.h. stimmen nicht die notwendigen 75% der Anleihehalter innerhalb des Verhandlungszeitraums dem beschriebenen, vom Schuldnerstaat und der Staatengemeinschaft angebotenen Umtausch in Ersatzanleihen zu, so muss der Schuldnerstaat einseitig eine Umstrukturierung der betroffenen Anleihe erklären. Die Garantien der Staatengemeinschaft entfallen dann.

### 3. Stufe: Anpassungsperiode

Für eine Anpassungsperiode von bis zu drei Jahren nach der Inanspruchnahme der Hilfen kann die Staatengemeinschaft dem Schuldnerland die Ausgabe von partiell besicherten Ersatzanleihen, die zu 80% garantiert werden, auch für eine Nettoneuverschuldung genehmigen, falls sie sich im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes bewegt.

Die Gesamtsumme der ausgereichten Bürgschaften für den Ersatz des Schuldenbestandes und die Nettoneuverschuldung ist begrenzt. Wie erläutert, halten wir es für angemessen, diese Grenze bei der Hälfte der nach dem Maastrichter Vertrag zulässigen Schuldenquote, also bei 30% des Vorjahres-BIP, anzusetzen. Garantien über die Grenze hinaus werden nicht vergeben.

### 4.4 Schuldenmoratorium

Es ist davon auszugehen, dass ein Land durch die Ausgabe der partiell besicherten Ersatzanleihen und die Kürzung der Ansprüche der Gläubiger wieder in die Lage kommt, sich am Kapitalmarkt zu finanzieren. Es könnte jedoch der Fall eintreten, dass der Garantierahmen für einen Staat von 30% seines nominalen Bruttoinlandsprodukts ausgeschöpft ist und das Land sich dennoch weiterhin in Zahlungsschwierigkeiten befindet. Auch könnte sich die Situation ergeben, dass eine Er-

<sup>15</sup> Bei kleineren Marktwertabschlägen auf den Nennwert muss der Krisenmechanismus wohl ohnehin nicht aktiviert werden.

<sup>16</sup> »Die Europäische Währungsunion am Scheideweg«, Gastbeitrag von Otmar Issing, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 29. Januar 2010.

ersatzanleihe nicht bedient werden kann und die Staatengemeinschaft den Garantiebetrug an die Gläubiger auszahlen muss. Dann muss der Schuldnerstaat ein Schuldenmoratorium für seine gesamte ausstehende Staatsschuld erklären. Er kann in diesem Fall einseitig oder nach Verhandlungen mit seinen Gläubigern die am Markt befindlichen Anleihen umstrukturieren. Die Staatengemeinschaft sichert hierbei keine weiteren Verluste oder Risiken ab. Für eine Anpassungsperiode von bis zu drei Jahren nach einem umfassenden Schuldenmoratorium kann die Staatengemeinschaft dem Schuldnerland jedoch die Ausgabe von Ersatzanleihen, die zu 80% garantiert werden, für die Deckung des laufenden Primärdefizits (Staatsausgaben – Staatseinnahmen) genehmigen. Voraussetzung dafür ist eine strenge Konditionalität im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts.

#### 4.5 Drohende Insolvenz vor der Umwandlung in CAC-Anleihen

Der Krisenmechanismus betrifft grundsätzlich die mit einer Collective Action Clause versehenen Anleihen. Für eine Übergangszeit werden parallel Anleihen mit und ohne CAC existieren. Es stellt sich daher die Frage, wie im Falle einer drohenden Zahlungsunfähigkeit in Bezug auf eine der Altanleihen ohne CAC verfahren werden soll.

Solange die derzeit gültigen Rettungspakete (Griechenlandpaket und EFSF) in Kraft sind, wird sich das Problem nicht stellen. Aber es könnte eine ernste Zahlungskrise in einer Zwischenphase auftreten, während derer diese Rettungspakete nicht mehr greifen und die Umwandlung der alten Staatsschuld in CAC-Papiere noch nicht abgeschlossen ist.

Im Prinzip könnte man immer noch versuchen, so zu verfahren, wie es oben beschrieben wurde. Für die Inhaber der inzwischen schon ausgegebenen CAC-Anleihen gilt auch jetzt, dass sie bei Verhandlungen ihre Forderungen nicht einbringen können, wenn diese noch nicht fällig sind. Indes können sämtliche Inhaber von Altanleihen ohne CAC-Klausel dies tun, wenn nur mit einer Teilgruppe verhandelt wird. Da zudem Einstimmigkeit hergestellt werden muss, sind die Verhandlungen kompliziert.

Dennoch sollte auch in diesem Fall eine Verhandlung zwischen den bedrohten Gläubigern und der Staatengemeinschaft angeboten werden, die sehr günstige Bedingungen stellt, um die Zustimmung zu erreichen. Denkbar ist es, nach einem Haircut von 20% den vollen Restwert von 80% der Altanleihen in vollständig statt nur partiell von der Staatengemeinschaft besicherte Ersatzanleihen umzutauschen. Das Prinzip, dass der Haircut der Hilfe vorausgeht, sollte auch in diesem unwahrscheinlichen Spezialfall nicht aufgegeben werden, denn die Hilfe wird auch jetzt im Vergleich zu dem, was in den Regeln des Maastrichter Vertrages angelegt ist, eine Stabilisierungswirkung entfalten. Wer das so spezifi-

zierte Hilfsangebot nicht annimmt, kann seine Forderung vor Gericht durchzusetzen versuchen, erhält aber keinerlei Sicherung von der Staatengemeinschaft mehr.

## 5. Die Stabilisierungswirkungen

Wenn alle Altanleihen ausgelaufen oder in CAC-Anleihen umgetauscht worden sind, ist der Krisenmechanismus voll einsatzbereit. Er erzeugt mehr Schuldendisziplin und hilft, die Märkte zu stabilisieren. Die Gefahr von Dominoeffekten, wie sie im Mai beschworen wurden, um die spontanen Hilfsprogramme im Umfang von vielen Hunderten von Milliarden Euro zu begründen, wird wirksam gebannt. Unsere Zuversicht gründet sich auf die folgenden Überlegungen.

- Die Verschärfung der Vorschläge zum Stabilitäts- und Wachstumspakt, wie sie von der van Rompuy-Kommission unterbreitet und von den Vertretern der europäischen Staaten weitgehend akzeptiert wurden, sollte zumindest einige Länder veranlassen, ihre Budgetdefizite und Schuldenstände zurückzuführen.
- Die Ankündigung des Krisenmechanismus wird dazu führen, dass die Anleger beim Kauf neuer Staatspapiere weiterhin Zinsspreads verlangen und die Kreditvergabe an die weniger soliden Länder reduzieren. Die höheren Zinsen reduzieren das Interesse an einer Kreditaufnahme und führen zu solideren Staatsfinanzen. Dieser marktkonforme Schutzschild vor weiteren Staatspleiten wird kräftiger wirken als alle politischen Schuldengrenzen.
- Die nach der Lehman-Pleite am 11. und 12. Oktober 2008 in Washington und Paris beschlossenen Schutzschilde für die Banken in Höhe von insgesamt 4 900 Mrd. Euro sind nach wie vor intakt. Schon deshalb ist heute ein Zusammenbruch des Interbankenmarktes wie nach der Lehman-Pleite am 15. September extrem unwahrscheinlich, wenn nicht unmöglich. Allein in Deutschland verfügt der SoFFin noch über ca. 50 Mrd. Euro unausgenutzter Eigenkapitalhilfen für eine Rekapitalisierung der Banken. Ähnlich sind die Verhältnisse in anderen Ländern.
- Die Tatsache, dass ein Krisenmechanismus existiert, der zudem die maximalen Verluste deckelt, macht die Zahlungskrise eines Staates für Banken und andere Kapitalanleger planbar. Dies dürfte die möglichen Turbulenzen an den Finanzmärkten begrenzen.
- Da auf der zweiten Stufe des Krisenmechanismus ein Haircut vorgesehen ist, der sich nach dem durchschnittlichen Marktwertabschlag der letzten drei Monate vor Ankündigung der Umschuldungsmaßnahmen richtet, ist die Gefahr von Marktturbulenzen begrenzt. Wann immer die Kurse vom gleitenden Durchschnitt der letzten drei Monate abzuweichen drohen, wird eine profitable, stabilisierende Spekulation ermöglicht, die die Kurse wieder auf diesen Durchschnitt hintreibt. Zudem kön-



nen strategische Käufe oder Verkäufe den maximalen Haircut während des Verhandlungszeitraums kaum noch beeinflussen.

- Eine Zinsspreizung bedeutet nicht notwendigerweise, dass die Banken Eigenkapital verlieren, denn im Normalfall werden dadurch die Anleihezinsen von Staaten mit hoher Bonität nach unten und ihre Anleihekurse nach oben gedrückt. Wie Abbildung 2 gezeigt hat, war es auch in der jetzigen Krise so.

Im Zusammenhang mit dem letzten Punkt ist zu betonen, dass der Haircut nicht, wie manchmal von interessierter Seite behauptet wird, ein destabilisierendes Element eines Krisenmechanismus ist, sondern bei der von uns vorgeschlagenen Regel ganz im Gegenteil eine stabilisierende Wirkung ausübt, weil er ja in den gesetzten Grenzen den am Markt ohnehin schon realisierten Abschlag auf die Emissionskurse widerspiegelt. Wie in Abbildung 2 verdeutlicht wurde, betrug die Abschläge auf langfristige griechische Papiere Anfang November 2010 und auch im Mai 2010 etwa 30%. Gäbe es heute einen Haircut in einer solchen Größenordnung, so würden keinerlei Marktturbulenzen ausgelöst, weil sich die Erwartungen der Marktteilnehmer ja bewahrheiten würden. Hingegen würde eine Fortsetzung und Erweiterung der Vollkaskorettung, die im Mai beschlossen wurde, zu einem plötzlichen Anstieg der Kurse, Spekulationsgewinnen und einer erheblichen Destabilisierung der Märkte führen. Nicht nur Ausschläge nach unten sind nämlich destabilisierend. Ausschläge nach oben sind es ebenso, weil sie neue Spekulationsblasen erzeugen können.

## 6. Ergänzender Reformbedarf

Die Einführung eines Krisenmechanismus, der im Notfall die Beteiligung der privaten Investoren an einer möglichen Umstrukturierung von Anleihen eines Staates der europäischen Währungsunion definiert, muss Kernstück der Reformen im finanzpolitischen Regelwerk der EU sein. Um in der gewünschten Weise funktionieren zu können, sollte er jedoch durch zwei Reformmaßnahmen ergänzt werden.

### 6.1 Bankenregulierung

Bisher können große Finanzinstitute damit rechnen, im Krisenfall von der Gesellschaft aufgefangen zu werden, da ihre Insolvenz zu einem unerwünschten Dominoeffekt auf dem Finanzmarkt führen könnte, der letztlich kostspieliger wäre als die Rettung eines einzelnen Instituts. Es ist für sie daher sinnvoll, hohe Risiken einzugehen, die im Normalfall hohe Renditen versprechen, obwohl diese Renditen mit großen Verlusten im Krisenfall erkauf werden. Die Verluste trägt ja der Steuerzahler an ihrer Stelle. Auch den potentiellen Risiken der Staatsanleihen einiger süd- und westeuropäischer Länder konnte man aus diesen Gründen unvorsichtig gegenüber treten.

Verstärkt wurde die Bereitschaft, bei den Staatsanleihen hohe Risiken einzugehen, durch die derzeitigen Eigenkapitalregelungen im Rahmen des Basel-Systems, wie sie in Deutschland auch in §26 der Solvabilitätsordnung niedergelegt sind. Danach brauchen Banken für Staatsanleihen keinerlei Risikogewicht bei der Ermittlung ihrer risikogewichteten Aktiva vorzusehen und brauchen insofern auch kein Eigenkapital für sie zu halten.

Im Rahmen des neuen Basel-III-Systems, das beim Treffen der Regierungschefs der G-20-Länder in Seoul vereinbart wurde, wird die Situation nun zwar insofern verbessert, als die Banken in Zukunft Eigenkapital nicht nur im Verhältnis zur Summe der risikogewichteten Aktiva, sondern auch in Höhe von 3% ihrer Bilanzsumme halten müssen. Da die Bestände an Staatspapieren zur Bilanzsumme gehören, wird auf diese Weise erstmals eine Eigenkapitalunterlegung der von Banken gehaltenen Staatsanleihen verlangt. Indes ist das Risikogewicht der Staatsanleihen bei den risikogewichteten Aktiva im Regelfall immer noch null. Nur im Fall einer extremen Herabstufung der Bonität eines Landes sind, wie auch heute schon, höhere Risikogewichte vorgesehen.

Es ist angebracht, die Risikogewichte so zu ändern, dass die Ausleihungen an Staaten auch bei der Berechnung der risikogewichteten Aktiva zu Buche schlagen, denn dann werden die Banken vorsichtiger mit der Kreditvergabe sein.

Im Übrigen ist es erforderlich, ein von den Banken selbst finanziertes Rettungssystem auf nationaler Ebene zu errichten, das einer bedrängten Bank im Krisenfall mit Eigenkapitalzuschüssen gegen Aktien zu Hilfe kommt. Die Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen, wie hoch auch immer sie ist, bleibt nämlich solange wirkungslos, wie eine Unterschreitung dieser Anforderungen die Politik zu Hilfsmaßnahmen veranlasst, um die Schließung der Banken zu verhindern (Regulierungsparadoxon). Um zu erreichen, dass das Eigenkapital einer Bank tatsächlich haften kann, ohne dass die Bank geschlossen werden muss, ist es zwingend erforderlich, dass Verluste, die das Eigenkapital unter die aufsichtsrechtliche Schranke drücken, mit neuem, von außen kommendem Eigenkapital aufgefüllt werden. Ein Bankenrettungssystem, das die Banken, nicht aber deren Anteilseigner rettet, würde das Bankensystem besser gegen Staatsinsolvenzen schützen und insofern ein zentrales Argument entkräften, das in der Krise vom Mai 2010 für die staatlichen Rettungssysteme vorgebracht wurde.

### 6.2 Konkretisierung des Auftrags der EZB

Weitere ergänzende Reformen betreffen die Europäische Zentralbank. Wie erläutert, kann der beschriebene Krisenmechanismus irrelevant werden, wenn er von der EZB unterlaufen wird. Indem die EZB Anfang Mai im Zuge der Ret-

tungsmaßnahmen selbständig entschieden hat, Staatspapiere zu erwerben, hat sie ihre Eigentümer, zu 28% die Bundesrepublik Deutschland, für die Staatenrettung in Haftung genommen. Der Erwerb der Staatspapiere war keine geldpolitische Maßnahme im eigentlichen Sinne, denn wie die EZB selbst immer wieder betont, sterilisiert sie die Wirkungen auf die Geldmenge durch Liquidität absorbierende Geschäfte. Da die EZB beim Erwerb der Staatspapiere sogar ihre zuvor verkündeten Bonitätskriterien für Wertpapierpensionsgeschäfte aufgab, betreibt sie heute faktisch eine Politik, die dem Artikel 125 AEUV, nach dem ein Land nicht für die Schulden eines anderen haftet, widerspricht.

Wenn nun die Staatengemeinschaft der EU einen Krisenmechanismus beschließt, der die Beteiligung der privaten Gläubiger an der Zahlungskrise eines Mitgliedslandes zum Ziel hat, so ist zugleich der Auftrag der EZB zu konkretisieren. Deutschland könnte erwägen, im Zuge der Verhandlungen über eine Neugestaltung der EU-Verträge eine Änderung der Stimmrechtsverteilung nach der Höhe der Kapitalanteile zu erwirken, um sich besser gegen die Haftung schützen zu können. Wenn die Politik so weit nicht gehen will, ist es zumindest erforderlich, Artikel 123 (1) AEUV so zu ergänzen, dass die EZB in Zukunft nur zu geldpolitischen Zwecken auf dem Sekundärmarkt Staatspapiere erwerben darf.

In diesem Zusammenhang ist es ratsam, sich die Formulierung des einschlägigen Paragraphen zu vergegenwärtigen:

*Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten bei der Europäischen Zentralbank oder den Zentralbanken der Mitgliedstaaten (im Folgenden als »nationale Zentralbanken« bezeichnet) für Organe, Einrichtungen oder sonstige Stellen der Union, Zentralregierungen, regionale oder lokale Gebietskörperschaften oder andere öffentlich-rechtliche Körperschaften, sonstige Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentliche Unternehmen der Mitgliedstaaten sind ebenso verboten wie der unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln von diesen durch die Europäische Zentralbank oder die nationalen Zentralbanken.<sup>17</sup>*

Die Formulierung macht klar, dass die EZB den Staaten keine direkten Kredite geben darf und auch nicht direkt aus ihrer Hand Staatspapiere erwerben darf. Sie wirkt auf den Laien wie eine Generalklausel, die den Missbrauch in Form einer Finanzierung des Staatsbudgets durch die Notenpresse ausschließt. Käufe auf dem Sekundärmarkt schließt sie hingegen nicht aus. Dass Griechenland seine Staatsanleihen auf dem Umweg über seine Banken an die Zentralbank verkauft hat, war erlaubt, weil es nicht verboten war.

<sup>17</sup> Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV).

Zwar können solche Käufe in bestimmten Situationen geboten sein, um eine allgemeine Deflation im Euroraum zu bekämpfen, die mehr als nur eine Änderung der relativen Preise zwischen den Ländern ist. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Zinsuntergrenze von 0% erreicht ist und dennoch die unmittelbare Gefahr einer Deflation, gemessen durch den Harmonisierten Verbraucherpreisindex für den gesamten Euroraum, besteht. Doch sollte die Zentralbank dabei nicht von ihren Bonitätskriterien Abstand nehmen und nicht versuchen, Staatshaushalte zu sichern. Daher sollte der letzte Satz des zitierten Paragraphen bei der anstehenden Vertragsänderung folgendermaßen ergänzt werden:

*»Der mittelbare Erwerb von Staatspapieren ist auf Papiere hoher Bonität beschränkt und ausschließlich zu geldpolitischen Zwecken erlaubt.«*

## 7. Schlussbemerkungen

Dreiundsiebzig Mal hat die Neuverschuldung der Länder Europas die 3%-Grenze des Stabilitäts- und Wachstumspakts überschritten. In 27 Fällen war dies nach der Rezessionsregel, wie sie ursprünglich im Pakt vorgesehen war, erlaubt. In den meisten Fällen hätten Strafen gezahlt werden müssen. Tatsächlich aber wurde keine einzige Strafe verhängt. Die politischen Schuldenbremsen, mit denen sich Europa ausgestattet hat, haben kläglich versagt.

Allein die Kapitalmärkte haben in diesem Jahr durch die Ausbreitung der Zinsen nach der Bonität der Länder mehr Schuldendisziplin erzeugt. Nur sie aktivieren die Schuldenbremse, die so lange für private und öffentliche Kreditnehmer in Europa gefehlt hat.

Schon aus diesem Grunde sollte man keinen Krisenmechanismus für Europa verlangen, der die Zinsspreads wieder eliminiert. Die Ausbreitung der Zinsen nach der Bonität der Schuldner ist das wesentliche Kennzeichen eines funktionierenden Kapitalmarktes. Sie gibt den Schuldnern und Gläubigern Anreize, den Kreditfluss nicht zu übertreiben und Vorsicht bei der Kreditvergabe obwalten zu lassen. Wer die Angleichung der nominalen Zinsen durch politische Maßnahmen künstlich erzwingen will, obwohl die Rückzahlungswahrscheinlichkeiten für Staatsanleihen unterschiedlich sind, redet einer Subvention des Kapitaleinsatzes in den unsicheren Ländern das Wort, denn mit der Angleichung der nominalen Zinsen ist eine Absenkung der tatsächlich zu erwartenden Zinsen der unsicheren Länder unter das Niveau der sicheren Länder verbunden.

Deutschland hat unter der künstlichen Zinsangleichung, die der Euro bewirkt hat, in der Vergangenheit erheblich gelit-

ten. Es war in den letzten eineinhalb Jahrzehnten das Land mit der kleinsten Nettoinvestitionsquote unter allen OECD-Ländern und der zweitniedrigsten Wachstumsrate in Europa. Die verbreitete Meinung, Deutschland sei der große Gewinner des Euro gewesen, weil es große Exporterfolge erzielen konnte, ist schon deshalb nicht haltbar, weil Exportüberschüsse bei den Waren Kapitalexporte und Geldabflüsse sind, die zu Lasten der Binnennachfrage und der Kapazitätsentwicklung im Inland gehen. Die Kapitalabflüsse, die durch die Zinsangleichung unter dem Regime des Euro ermöglicht wurden, haben Deutschland in die Flaute getrieben und den Spielraum für Preis- und Lohnerhöhungen so stark eingeschränkt, dass sich Deutschlands preisliche Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den anderen Ländern des Euroraums um 18% erhöht hat und sich große Exportüberschüsse herausbildeten. Deutschland hat sehr viele Güter exportieren können, weil es sehr viel Geld an das Ausland verliehen hat, anstatt es zuhause zu investieren, nicht umgekehrt.

Diese Fehlentwicklung wird derzeit insofern korrigiert, als ein neues Risikobewusstsein die Banken und Versicherungen veranlasst, das bei den Sparern eingesammelte Geld wieder im Inland anzulegen. Deutschland steht am Beginn eines zinsgetriebenen Aufschwungs der Binnenwirtschaft, der sich ungeachtet möglicher Konjunkturzyklen mittelfristig durchsetzen könnte.

Wenn Deutschland freilich mithilft, die Zinsspreads wieder zu beseitigen, indem es seine Bonität den Konkurrenten auf dem europäischen Kapitalmarkt schenkt, dann setzt es diese Korrektur außer Kraft und fällt in seine Flaute zurück, während es zugleich für die Überhitzung der Länder der südwestlichen Peripherie Europas neuen Brennstoff liefert. Die Profiteure einer solchen Entwicklung wären zwar die deutschen Sparer und Kapitalbesitzer, doch würde das Wachstum des BIP wieder zurückgehen. Die Leidtragenden wären die Arbeitnehmer, deren Arbeitsplätze, Arbeitsproduktivität und Lohn sehr stark vom Kapitaleinsatz im Inland abhängen.

Wir plädieren nicht dafür, keine Hilfsmaßnahmen zu ergreifen. Die zu 80% von der Staatengemeinschaft garantierten Ersatzanleihen, die wir für den Notfall vorschlagen, stellen einen ganz erheblichen Schutz zugunsten anderer Länder dar. Die Verfügbarkeit dieser Anleihen wird es den GIPS-Ländern erlauben, die bestehenden Anleihen bei Fälligkeit sukzessive durch den Verkauf von Anleihen mit Collective Action Clauses (CAC) zu bedienen und eine Insolvenz mit hoher Wahrscheinlichkeit zu vermeiden. Indes warnen wir vor einer Vollkaskoversicherung gegen Zahlungsunfähigkeit, wie sie manchen EU-Politikern offenbar vorschwebt. Sollte die Zahlungsunfähigkeit tatsächlich drohen, wird ein in der Höhe begrenzter Haircut bei der Umwandlung der CAC-Anleihen in besicherte Ersatzanleihen dafür sorgen, dass auch

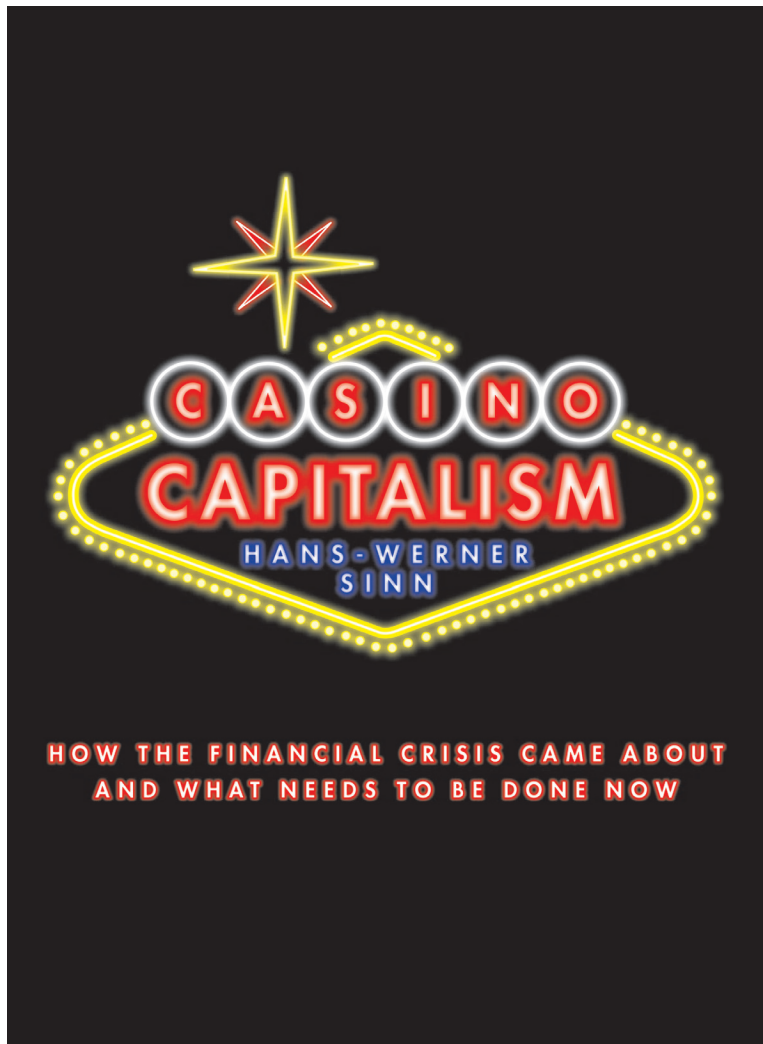
die Banken und andere Eigentümer der Staatsanleihen einen Teil des Risikos ihrer Anlagen tragen müssen.

Da sich der Haircut innerhalb von Grenzen auch an der Höhe der am Markt beobachtbaren Abschläge auf den Ausgabekurs orientiert, stabilisiert er die Märkte. Die Finanzhilfen der Staatengemeinschaft ohne einen vorherigen Haircut in Höhe der tatsächlichen Marktwertabschläge zur Verfügung zu stellen hieße, den Spekulanten Gewinne zuzuschancen und die Märkte zu destabilisieren.

Die wichtigste Voraussetzung dafür, dass die Zinsspreads nicht vollkommen eliminiert und die deutschen Spargelder wieder verstärkt im Inland investiert werden, ist die Reihenfolge zwischen Haircut und staatlichen Hilfen. Bevor die Finanzhilfe in Form besicherter Ersatzanleihen gewährt werden darf, müssen die Gläubiger zunächst einen partiellen Forderungsverzicht leisten. Nur diese Reihenfolge stellt sicher, dass die Gläubiger Vorsicht bei der Kreditvergabe obwalten lassen und Zinsaufschläge verlangen.

Auch wenn die Bundesregierung unseren Vorschlägen nicht folgen möchte und andere Modelle bevorzugen sollte, so sollte sie doch strikt darauf achten, dass eine Beteiligung der Anleger stets vor der Hilfe kommt, denn nur diese Reihenfolge sichert ein gewisses Maß an Zinsspreads und Schutz vor übermäßigem Ausbluten des deutschen Kapitalmarktes. Es wäre ein Pyrrhussieg, wenn man die Zustimmung der Staatengemeinschaft für einen Insolvenzmechanismus im Austausch für vorherige Hilfen an die bedrohten Länder aushandeln würde.





## **CASINO CAPITALISM: HOW THE FINANCIAL CRISIS CAME ABOUT AND WHAT NEEDS TO BE DONE NOW**

*von HANS-WERNER SINN*

Die aktualisierte und überarbeitete englischsprachige Fassung von Professor Hans-Werner Sinns Buch **Kasino-Kapitalismus: Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist** (erschieden bei Econ/Ullstein 2009) erklärt, wie das Finanzsystem zur Spielwiese von Glücksrittern werden konnte, und analysiert die Gründe der Krise: das Versagen der Rating-Agenturen, der Regulierungsbehörden und der Banken. Hans-Werner Sinn kritisiert die bisher aufgelegten Konjunkturprogramme und entwirft einen Masterplan zur Sanierung der Finanzmärkte.

<http://ukcatalogue.oup.com/product/9780199588275.do>

Besuchen Sie die Website des Verlages [www.oup.co.uk](http://www.oup.co.uk) und geben Sie zur Bestellung des Buches den Code **AAFY8** ein.

Sollten Sie weitere Fragen zu diesem besonderen Angebot haben, können Sie Michael Burt beim Verlag Oxford University Press kontaktieren ([michael.burt@oup.com](mailto:michael.burt@oup.com)).

**OXFORD**  
UNIVERSITY PRESS

CESifo  
Group Munich

Home | Research | **Economic Facts and Figures** | Policy Debate | Publication Series | Conferences and Events | Media Relations | About Us

---

Survey Results | Forecasts | **Institutional Comparisons** | Ifo Economic Data | Educational Material | Survey Participation

Business and Financial Markets

Education and Innovation

Energy and Natural Environment

Infrastructure

Labour Market and Migration

Other Topics

Public Sector

Social Policy

Values

## Ifo's Database for Institutional Comparisons in Europe (DICE)

### Introduction

The database DICE is an additional service product of the Ifo Institute. DICE provides systematic information on economic institutions and regulatory systems as well as their economic effects. The information is presented as charts, tables and reports. The user can choose between current comparisons, archived documents from previous years and time series that show developments over time. In most cases, the 27 EU countries as well as some major non-EU countries are covered.

### Why DICE?

More than anything else it is the institutional framework of an economy and the implied incentive structure that explain the welfare of a nation. In a time of rapidly expanding globalisation, where people, businesses, capital and goods are becoming increasingly mobile internationally, countries are compelled to compete on the basis of the institutions they have established. No country can afford not to compare its institutions with those of its neighbours, and all countries must aim for international benchmarks and best practices. International institutional data that allow a country to assess its own situation and to prepare reforms are in great demand.

### Formats of DICE

The information which DICE contains will be presented in three different formats.

- DICE charts depict selected features of important new institutional-economic developments and are therefore of interest to a broad public.
- DICE tables cover a broad range of topics and offer more detailed and in-depth information.
- DICE reports highlight topical economic developments with brief texts built around graphical illustrations and tables. They are regularly published in the quarterly [CESifo DICE Report](#).

CESifo DICE

Introduction

List of all institutional fields

[Search form](#)

[New in DICE](#)

Database links

[Current folders](#)

[Archives](#)

Reports are regularly published in the quarterly [DICE Report](#)

---

Home | | Contact | Impressum | Privacy Policy | Sitemap | Search | Print view © 1999-2009 Ifo Institute for Economic Research, Munich

## DICE – Die Datenbank des ifo Instituts für den Institutionenvergleich

Die Datenbank für den europäischen Institutionenvergleich DICE (Database for Institutional Comparisons in Europe) ist ein zusätzliches Informationsangebot des ifo Instituts. DICE liefert systematisch geordnete Informationen in englischer Sprache zu Institutionen und Regulierungen des wirtschaftlichen Lebens in den Mitgliedsländern der Europäischen Union und einigen anderen wichtigen Industrieländern (z.B. Japan, USA). Auch ökonomische Auswirkungen von Regulierungen werden erfasst. Die Informationen werden dem Nutzer in Form von Tabellen, Graphiken und Kurzberichten präsentiert. Neben aktuellen Übersichten stehen auch archivierte Einträge mit Informationen aus vergangenen Jahren und Zeitreihen, die die Beobachtung von Entwicklungen über die Zeit ermöglichen, zur Verfügung. Die DICE Datenbank ist frei zugänglich.

Seit 2001 sammelt das ifo Institut mit der DICE Datenbank diese Informationen und bietet derzeit über 2 200 international vergleichende Einträge zu den Themenbereichen Arbeitsmarkt, Bildung, Energie, Finanzmärkte, Gesundheitspolitik, Innovation, Migration, Öffentlicher Sektor (Haushalt, Steuereinnahmen, Verschuldung), Sozialpolitik, Umweltschutz, Rahmenbedingungen für Unternehmen, Wettbewerbspolitik sowie zu den Wertvorstellungen der Bevölkerung in den Industrieländern.

**CESifo** **DICE**

DICE ist zu finden unter [www.cesifo-group.de/dice](http://www.cesifo-group.de/dice) im Internetangebot der CESifo Gruppe.

**ifo Institut für Wirtschaftsforschung**

**im Internet:**

**<http://www.cesifo-group.de>**

