

Boysen-Hogrefe, Jens

**Research Report**

## Für einen Schuldenschnitt und gegen den Rettungsschirm? Argumente auf dem Prüfstand

Kiel Policy Brief, No. 29

**Provided in Cooperation with:**

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

*Suggested Citation:* Boysen-Hogrefe, Jens (2011) : Für einen Schuldenschnitt und gegen den Rettungsschirm? Argumente auf dem Prüfstand, Kiel Policy Brief, No. 29, Kiel Institute for the World Economy (IfW), Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/47874>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# *Kiel* Policy Brief

**Für einen Schuldenschnitt und  
gegen den Rettungsschirm?  
Argumente auf dem Prüfstand**

**Jens Boysen-Hogrefe**

Nr. 29 | Mai 2011



Die jüngste Zuspitzung der griechischen Schuldenkrise hat die Diskussion über einen möglichen Schuldenschnitt erneut angefacht. Dabei werden häufig Regelungen gefordert, die im Gegensatz zum aktuellen Rettungsschirm und den bestehenden Beschlüssen für dessen Anschlussregelungen einen automatisierten Schuldenschnitt vorsehen mit dem Ziel, die privaten Gläubiger und somit auch die Schuldner zu disziplinieren. Der folgende Beitrag stellt die Frage, ob der Anreizaspekt in der aktuellen Kritik am Rettungsschirm möglicherweise überbetont wird und setzt sich kritisch mit den Argumenten der Gegner des Rettungsschirms auseinander.

Viele Befürworter eines automatisierten Schuldenschnitts verwiesen darauf, dass unzureichende Institutionen, um mit einer Insolvenz eines Staates umzugehen, ein Kernproblem der Schuldenkrise seien. Insbesondere hätte dies dazu geführt, dass die Gläubigerhaftung unterhöhlt wurde, was wiederum den Ländern der Peripherie eine übermäßige Verschuldung erlaubt hätte, vgl. z.B. Issing (2011). Den aktuell implementierten Instrument des Rettungsschirms wird daher vorgeworfen, dass er an diesem vermuteten Umstand nichts ändert, sondern im Gegenteil diesen festschreibt, da nun der Rettungsschirm die Möglichkeit des Bail-Outs darstellt, der aus Sicht vieler Kommentatoren bereits vor der Krise erwartet wurde.

Der vorliegende Beitrag setzt sich zum einen mit der Frage auseinander, ob wirklich vor der Krise bereits ein Bail-Out eingepreist wurde und dadurch die Frühwarnfunktion der Finanzmärkte unterminiert wurde, und zum anderen ob das Prinzip der Gläubigerhaftung durch die derzeit geltenden Regelungen prinzipiell außer Kraft gesetzt ist. Der Beitrag argumentiert, dass beide Behauptungen keine überzeugenden Anhaltspunkte in Verlauf der Ereignisse haben. Daraus folgt, dass die vielfältigen Vorschläge, insbesondere im Bezug auf eine Staatsinsolvenzordnung, nicht in der Lage gewesen wären, die aktuelle Krise zu verhindern und, dass der Nutzen solcher Maßnahmen für die Vermeidung künftiger Krisen geringer sein dürfte als häufig behauptet. Insbesondere ist aus der aktuellen Lage nicht abzuleiten, dass der derzeit implementierte Rettungsschirm und damit der Verzicht auf einen automatisierten Schuldenschnitt zu nicht nachhaltiger Finanzpolitik in der Zukunft führen muss. Davon unbenommen bleibt, dass es über das Anreizargument hinaus gute Argumente für einen Schuldenschnitt oder eine Umschuldung Griechenlands gibt.

### **Wurde ein Bail-Out bereits vor der Krise erwartet?**

Die Annahme, dass vor der Krise ein Bail-Out eingepreist wurde, leidet unter der Verwechslung der ex-post mit der ex-ante Perspektive. Ex post angesichts der jetzigen Krise wirken die damaligen Risikoschätzungen extrem klein. Ex ante ändert sich aber der Blick. Durch die Währungsunion sind Wechselkurs- und Inflationsrisiken für Anleihen der Länder der Peripherie weggefallen. Mit einer stabilen Währung ausgestattet dürften sich die Wachstumsaussichten der Länder der Peripherie merklich gebessert haben, und die ersten Jahre bestätigten dies. Die Länder der Peripherie verzeichneten eine deutlich überdurchschnittliche Expansion der Produktion. Während in den Jahren 2000 bis 2007 der Schuldenstand im Euro-Raum gesunken ist – zeitweise sogar in Griechenland (2002/2003) – ist er in Deutschland

gestiegen. Spanien und Irland waren geradezu die Musterschüler des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Vor Beginn der Krise lagen die Schuldenstände in beiden Ländern deutlich unter 40 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Ferner muss berücksichtigt werden, dass die Finanzmärkte kein Beispiel für die Einstellung des Schuldendienstes in fortgeschrittenen Ländern hatten, anhand dessen sie die Wahrscheinlichkeiten hätten abschätzen können. Hair-cuts oder Umschuldungen waren nach dem zweiten Weltkrieg Probleme von Ländern, die in Fremdwährungen verschuldet waren. Empirische Prognosemodelle zeigten insbesondere starke Zusammenhänge zwischen Währungsrisiken und Zahlungsausfällen von Staaten.<sup>1</sup> Durch die Währungsunion waren aber die Länder der Peripherie in der glücklichen Lage, die Steuern in der gleichen Währung einzunehmen, in der auch ihre Staatsanleihen denominated sind. Zudem lieferten die 80er und 90er Jahre viele Beispiele (Irland, Dänemark, Belgien), wie fortgeschrittene Volkswirtschaften innerhalb weniger Jahre ihre Staatshaushalte sanieren konnten.

Die Wachstumsaussichten zumeist rosig, die Beherrschbarkeit auch hoher Schuldenstände möglich und teilweise sogar sehr niedrige Schuldenstände. Hätte man in einer solchen Situation ernsthaft einen möglichen Zahlungsausfall erwarten und somit eine Bail-Out einpreisen sollen? Erst als klar wurde, dass die aktuelle Krise die Staatshaushalte exorbitant belasten wird und sich die Einsicht „herumsprach“, dass private Schuldenkrisen häufig von Staatsschuldenkrisen gefolgt werden (Reinhardt und Rogoff 2008), reagierten die Märkte. Ein merklicher Anstieg der Renditedifferenzen trat im Oktober 2008 ein, nachdem in den Wochen zuvor nahezu alle Länder des Euroraums Maßnahmen der Bankenrettung beschlossen hatten (Abbildung 1). Die erste Phase steigender Renditedifferenzen wurde Anfang November 2008 unterbrochen, nachdem mit Ungarn das erste Land in der Europäischen Union einen Bail-Out in Anspruch genommen hatte. Das Beispiel Ungarns und ebenso das Beispiel Lettlands (Januar 2009) haben vermutlich die Erwartungen von Bail-Outs für die Länder des Euroraums geschürt (Abbildung 2).<sup>2</sup> Dass sich die Kurse aufgrund dieser Beispiele bewegt haben, zeigt, dass zumindest vor den jeweiligen Zeitpunkten kein perfekter Bail-Out erwartet wurde. Dabei muss berücksichtigt werden, dass die Renditedifferenzen zwischen Oktober 2008 und Januar 2009 zwar deutlich höher lagen als in den Jahren zuvor; verglichen mit den folgenden Renditedifferenzen waren sie jedoch noch moderat.

---

<sup>1</sup> Vgl. dazu die Arbeiten von Manasse et al. (2003), Kruger und Messmacher (2004), van Rijckeghem und Weder (2004) oder Manasse und Roubini (2005).

<sup>2</sup> Relativ zur Größe der Volkswirtschaft sind die Maßnahmen für Lettland mit den aktuell für Portugal diskutierten Maßnahmen vergleichbar.

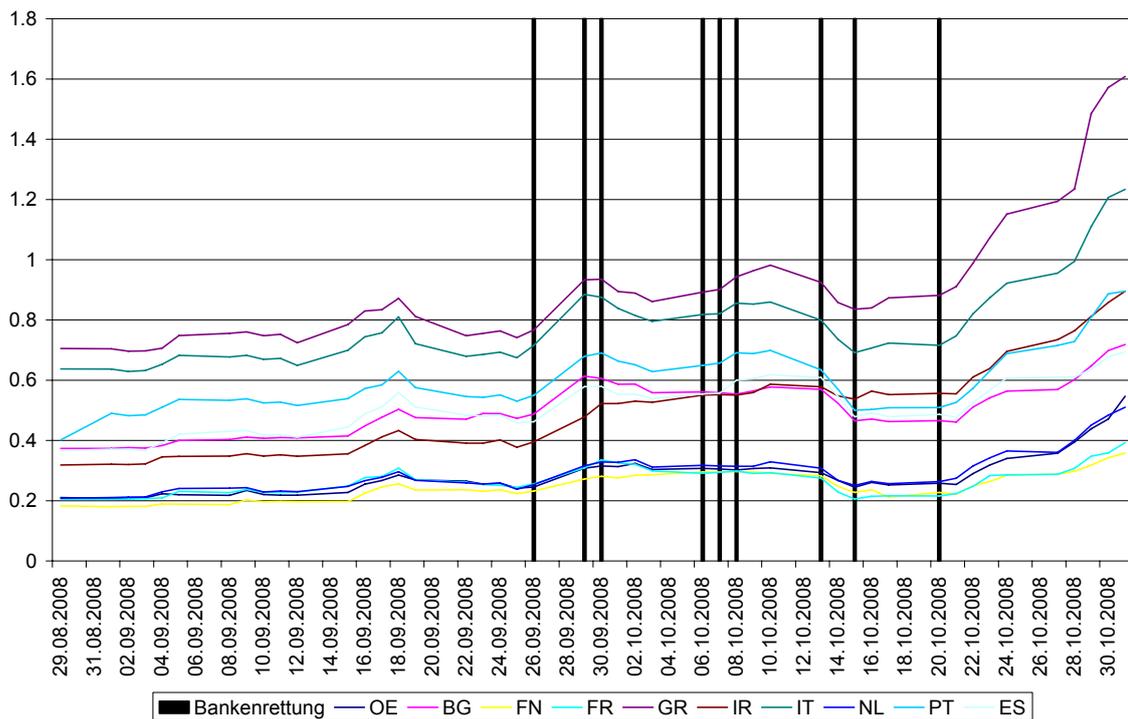


Abbildung 1: Renditedifferenzen zwischen Staatsanleihen mit 10 jähriger Restlaufzeit ausgewählter Länder mit denen Deutschlands in den Zeiten der Bankenrettung 2008. Schwarze Balken zeigen Handelstage an, an denen mindestens ein Land des Euroraums Maßnahmen zur Bankenrettung verkündet hat.

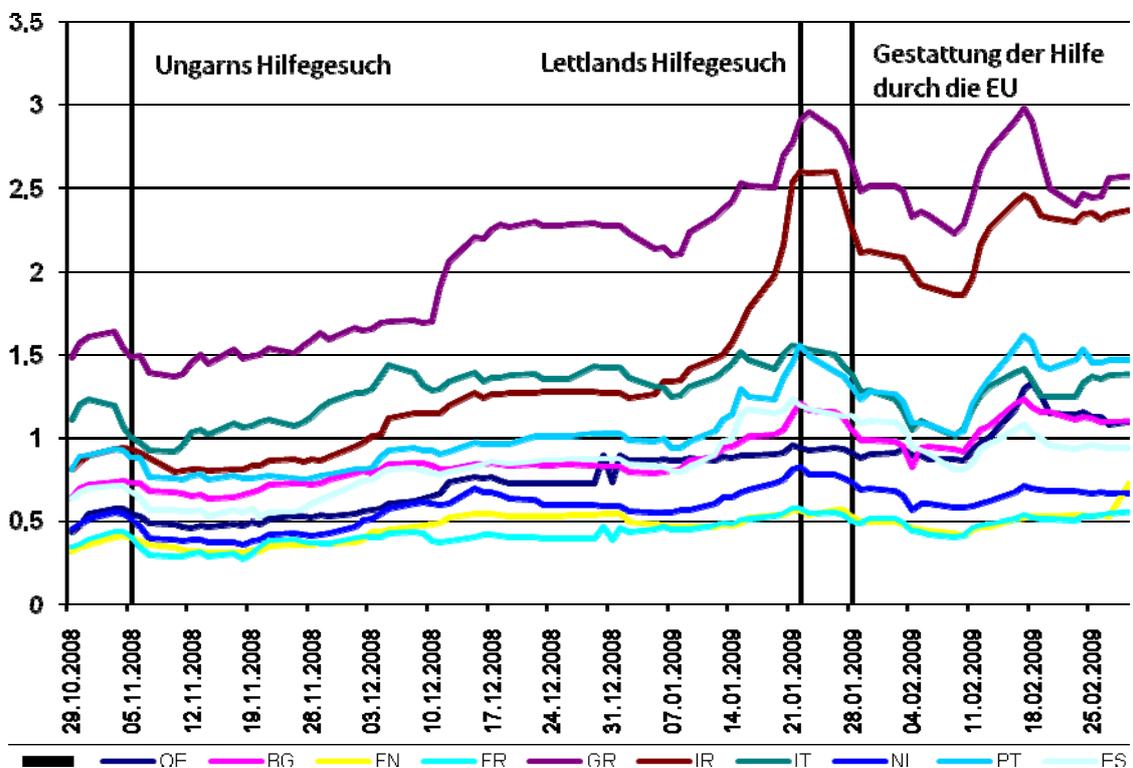


Abbildung 2: Renditedifferenzen zwischen Staatsanleihen mit 10jähriger Restlaufzeit ausgewählter Länder mit denen Deutschlands vor und nach der Bekanntgabe der Rettungsmaßnahmen für Ungarn und Lettland.

Bei der Frage, ob ein Bail-Out eingepreist wurde, sollte schließlich auch berücksichtigt werden, dass insbesondere die privaten Haushalte und Unternehmen in den Ländern der Peripherie im großen Umfang ihre Schuldenstände in den Jahren vor der Krise ausgeweitet haben, ohne dass die Finanzmärkte diesbezüglich ernsthaft nervös geworden waren. Im privaten Sektor wurde sicherlich kein Bail-Out erwartet, vielmehr ist anzunehmen, dass generell nicht damit gerechnet wurde, dass es in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zu größeren krisenhaften Verwerfungen kommen könnte (Great Moderation) – eine Annahme, die letztlich wohl auch die Immobilienblase in den USA befeuert hat. Diese Vertrauenswelle dürfte auch die Staatsfinanzen erfasst haben und somit die sehr niedrigen Risikoaufschläge in diesem Bereich besser erklären als die Antizipation von Bail-Outs.

Da die Annahme, dass Bail-Outs von vornherein eingepreist wurden, nur schwer aufrecht zu erhalten ist, ist ebenso das Postulat fragwürdig, dass ein wie auch immer geartetes Insolvenzrecht für Staaten die Krise hätte verhindern können. In den Fällen Irlands und Spaniens, den einstmaligen Musterschülern des Stabilitäts- und Wachstumspakts, ist es offensichtlich, dass die Krise nicht ursächlich bei den Staatsfinanzen lag und entsprechend eine solche Insolvenzordnung wohl keinen Einfluss genommen hätte. Auch für Portugal und Griechenland ist es fragwürdig, ob dies wirklich etwas geändert hätte. Wenn niemand mit einer Insolvenz rechnet, dürften die Regelungen, die für einen solchen Fall gelten, kaum das Verhalten beeinflussen. Übrigens hat auch das US Insolvenzrecht weder die Pleite von Lehman Brothers noch deren fatalen Konsequenzen verhindert.

### **Ist die Gläubigerhaftung durch den Rettungsschirm aufgehoben?**

Unabhängig von der Frage, ob ein Bail-Out bereits vor der Krise erwartet wurde, werden die Rettungsmechanismen der EU dafür kritisiert, dass sie das Prinzip der Gläubigerhaftung außer Kraft setzen, da sie zumindest jetzt und für die Zukunft einen Bail-Out in Aussicht stellen. Angesichts dieser Behauptung stellt sich die Frage, warum aktuell so ausgeprägte Renditedifferenzen zu beobachten sind. Die Ankündigung des Rettungsmaßnahmen am 9. Mai sowie das Aufkaufprogramm für Staatsanleihen der EZB haben zwar kurzzeitig zu einer merklichen Reduktion geführt, doch bedurfte es nur weniger Wochen bis die Renditedifferenzen wieder nahe ihrer Höchststände lagen. Hätten die nun implementierten Maßnahmen tatsächlich einen vollständigen und nahezu sicheren Bail-Out bedeutet, sollten sich die Renditedifferenzen doch sehr stark zurückbilden, da sonst gefahrfreie Arbitrage möglich wäre. Es bleiben aber trotz der Rettungsmaßnahmen weiterhin Renditedifferenzen erhalten, weil weiterhin Risiken und Ungewissheiten bestehen, nämlich im Bezug auf die Frage, ob die betroffenen Länder willens sind, die Anforderungen zu erfüllen, die notwendig sind, um den Schirm in Anspruch zu nehmen. Schließlich ist auch denkbar, dass die betroffenen Länder zunächst unilateral einen Schuldenschnitt herbeiführen wollen. Diese Unsicherheit reicht offenbar um eine starke Diversifikation zu gewährleisten. Davon, dass die Rettungsmaßnahmen eine Nivellierung der Risikounterschiede herbeiführten, kann nicht die Rede sein.

Sehr augenscheinlich wird das Fortbestehen der Risikounterschiede trotz des Bestehens von Rettungsmaßnahmen, wenn man betrachtet, wie sich die Renditedifferenzen entwickelten, nachdem einzelne Länder um Hilfe ersuchten. Das Hilfesuch selbst führte im Fall Griechenlands wie auch Irlands zu deutlich steigenden Renditedifferenzen sowohl des jeweiligen Landes als auch anderer Staaten (Abbildung 3 und 4). Die wesentliche Information, die die Finanzmärkte zur Kenntnis nahmen, war offensichtlich nicht der Bail-Out, sondern das Eingeständnis in einer sehr schweren Lage zu sein. Diese Kursbewegungen sind ein Hinweis darauf, dass die Marktteilnehmer nicht perfekt informiert waren. Im Falle Portugals sind keine größeren Ausschläge zu sehen, da hier vermutlich ein Hilfesuch bereits erwartet wurde.

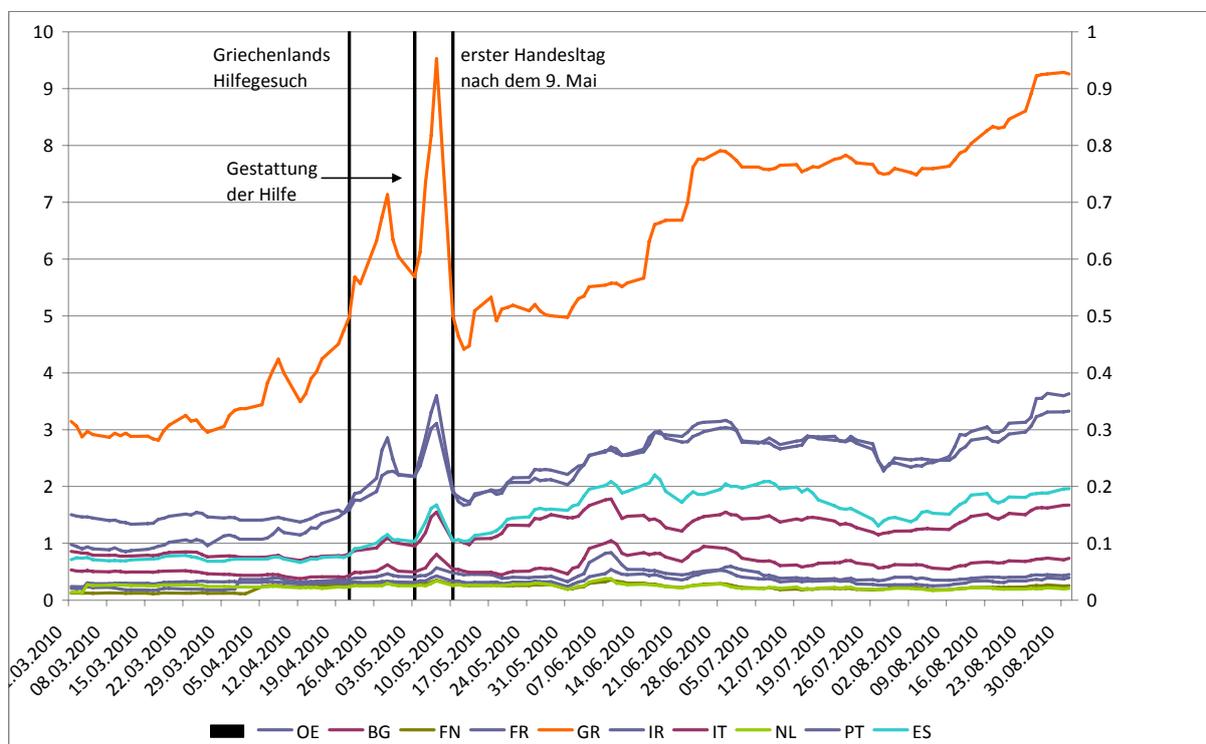


Abbildung 3: Renditedifferenzen zwischen Staatsanleihen mit 10jähriger Restlaufzeit ausgewählter Länder mit denen Deutschlands vor und nach dem Beschluss für die Hilfe für Griechenland und der Einführung des Rettungsschirms.

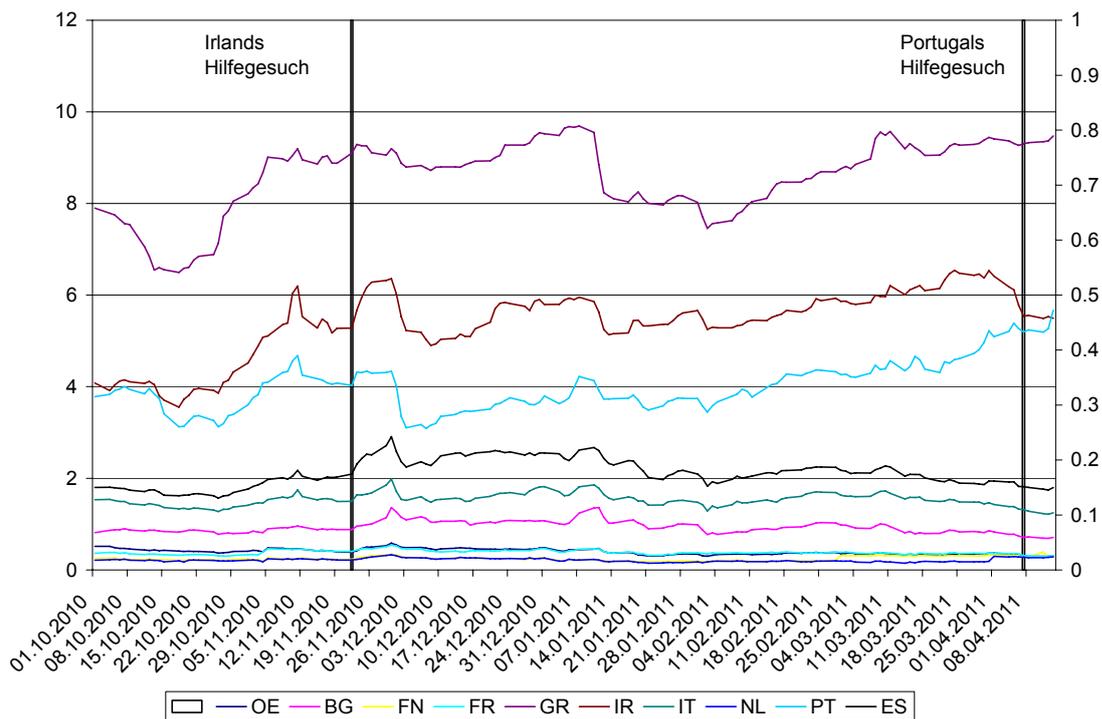


Abbildung 4: Renditedifferenzen zwischen Staatsanleihen mit 10 jähriger Restlaufzeit ausgewählter Länder mit denen Deutschlands vor und nach den Hilfesuchen Irlands und Portugals.

Wie sind nun die weiterhin hohen Risikoaufschläge trotz der Existenz des Rettungsschirms zu verstehen? Dabei muss berücksichtigt werden, dass der Rettungsschirm nur sehr konditional Leistungen bereitstellt. Den Staaten, die ihn in Anspruch nehmen, werden erhebliche Auflagen erteilt, die zu erheblichen Anpassungsanstrengungen führen. Die Konditionalität der Hilfe führt nicht nur zu einer Einschränkung der Handlungsspielräume, sie kann, wie im Beispiel Irlands zu sehen war, auch erhebliche politische Kosten für die amtierenden Regierung mit sich bringen. Es ist daher verständlich, dass zum einen Regierungen bestrebt sind, dem Rettungsschirm auszuweichen und zum anderen dessen Inanspruchnahme als klares Signal gedeutet wird, dass die Länder in ernsthaften Problemen stecken. Die politischen Kosten des Rettungsschirms wiederum induzieren Ungewissheit, ob das jeweilige Land, nachdem es den Rettungsschirm in Anspruch genommen hat, auch fortdauernd die Konditionen dazu erfüllen wird. Die Frage stellt sich insbesondere, wenn sich die Mehrheitsverhältnissen in den Parlamenten ändern und neue Regierungen ins Amt kommen. Die starke Konditionalität des Rettungsschirms hält die Schuldnerhaftung und über die Unwägbarkeiten des politischen Prozesses auch die Gläubigerhaftung intakt.

Natürlich ist dem entgegenzuhalten, dass der Rettungsschirm so oder so das „Schuldenmachen“ günstiger macht, also den Anreiz für ein riskantere Finanzpolitik und die Bereitschaft der Finanzmärkte, diese zu finanzieren, erhöht. Die Bedeutung dieses Effekts ist auf der Schuldnerseite, wie gerade dargelegt, aktuell aber eher gering. Politiker in allen Ländern, die unter dem Rettungsschirm sind, würden wohl sagen, dass sie in der Vergangenheit

anders gehandelt hätten, wenn sie die aktuelle Situation dadurch vermieden hätten. Wie sieht es nun auf der Gläubigerseite aus? Zwar ist klar, dass der Rettungsschirm das Risiko eines Zahlungsausfalls reduziert, doch sehen sich die Marktteilnehmer nicht nur einer Risikosituation gegenüber, sondern vielmehr einer Situation unter Ungewissheit. Die Ungewissheit entsteht dadurch, dass die Akteure keine vollständige Information besitzen und dass es unklar ist, wie die bekannten Fakten zu interpretieren oder zu gewichten sind, da es kein abgeschlossenes und „wahres“ Modell zur Bewertung der Nachhaltigkeit von Staatsfinanzen gibt (Aßmann und Boysen-Hogrefe 2011). Wie groß die Ausfallrisiken bzw. wie tragfähig die Staatsfinanzen der jeweiligen Länder wirklich sind, lässt sich vermutlich nicht in Form einer Wahrscheinlichkeitsverteilung darstellen. Viele Szenarien sind denkbar und möglich, ihnen objektive Wahrscheinlichkeiten zuzuordnen ist hingegen kaum zu leisten. In den Jahren vor der Krise wurde das Problem der Ungewissheit im Wesentlichen vermutlich mit der Annahme gelöst, dass es keine großen Krisen in den Industrieländern mehr geben wird (Great Moderation). Aktuell wird das sicherlich sehr anders eingeschätzt – zumindest im Markt für europäische Staatsanleihen. Der Einfluss, den institutionelle Regelungen haben, und der die in einer Welt, in der es kalkulierbare Risiken gäbe, sicherlich immens wäre, ist angesichts der großen Stimmungsschwankungen an Finanzmärkten vermutlich überschaubar. Da die Empirie, sprich die hohen Renditedifferenzen, zeigt, dass Gläubiger weiterhin extrem vorsichtig sind, scheint der Rettungsschirm aktuell nicht zu unmäßigem Verhalten aufzurufen.

### **Behindern die Zinssubventionen durch den Rettungsschirm eine effiziente Kapitalallokation?**

Laut Lehrbuch ist der wesentliche Nachteil von Subventionen, dass sie die Allokationsentscheidungen verzerren und die Produktionsfaktoren dadurch nicht ihrer besten, also effizientesten Verwendung zugeführt werden. Es lassen sich jedoch mehrere Einwände finden, die es schwierig machen, das Lehrbuch direkt auf diesen Fall anzuwenden. Ein Aspekt wurde bereits genannt. Wir sehen uns Entscheidungen unter Ungewissheit gegenüber und nicht unter Risiko. Der Erwartungswert, der anzeigen soll, was die beste Verwendung der Produktionsfaktoren tatsächlich ist, ist entsprechend nur schwer bzw. gar nicht bestimmbar und somit auch nicht der Wohlfahrtverlust der Subvention. Die „Rechenschwierigkeiten“ allein sind allerdings kein abschließendes Argument, da auch die Richtung des Arguments unbestimmbar ist. Es lassen sich aber weitere Argumente finden, die das Effizienzargument in der aktuellen Debatte relativieren. Insbesondere ist nicht auszuschließen, dass multiple Zinsgleichgewichte existieren (Cohen und Portes 2006). Dies bedeutet, dass sofern die Finanzmärkte einen Schuldenschnitt erwarten, die Zinsen steigen und durch die gestiegene Zinslast der Schuldenschnitt wahrscheinlicher wird, was wiederum die ursprüngliche Erwartung rechtfertigt. Einer solchen Spirale können Zinssubventionen entgegenwirken. Schließlich sollte noch ein Argument aus dem Lehrbuch Gehör finden. Demnach sind Subventionen immer dann gerechtfertigt, wenn sie externen Effekten entsprechen. Externe Effekte der Staatsschuldenkrise in den Ländern der Peripherie drohen zu Hauf. Ein Ausfall eines Schuldners könnte zum einen zu Ansteckungseffekten führen und auch andere Staaten

unter Druck setzen (die Mechanismen multipler Zinsgleichgewichte könnten dabei zum Zuge kommen) und zum anderen würde er insbesondere das Finanzsystem des jeweiligen Landes, aber wegen der hohen Integration der europäischen Finanzsysteme auch die anderer Länder, beeinträchtigen.<sup>3</sup> Im schlimmsten Fall drohen Bankenpleiten und Paniken.

### Fazit

Die Befürchtung, dass der Rettungsschirm in einem großen Ausmaß zu einem Anreizproblem führt, scheint angesichts der aktuellen Entwicklungen übertrieben. Die Konditionalität des Rettungsschirms beinhaltet weiterhin die Schuldnerhaftung und schaltet wegen der Souveränität der Schuldner die Gläubigerhaftung nicht aus. Eine dringliche Notwendigkeit institutionelle Regelungen für die Automatisierung und Abwicklung von Staatsinsolvenzen zu schaffen, um endlich die Schuldnerhaftung ins rechte Licht zu setzen, besteht kaum, da insbesondere nicht zu erkennen ist, wie solche Regelungen die aktuelle Krise hätten verhindern können. Sicherlich hätten sie in der nun über Jahre andauernden Krise zeitweise für Klarheit sorgen können, doch ist zu bezweifeln, dass sofern die Konsequenzen solcher Regelungen politisch unerwünscht wären, sie in der Krise weiter in Kraft geblieben wäre. Der politische Prozess wird weiter und immer wieder eine Quelle von Ungewissheit bleiben, wie die Debatte über die No-Bail-Out-Klausel im Vertrag von Maastricht gezeigt hat. Ferner wird auch die beste Insolvenzordnung nie die Unsicherheit darüber beseitigen, wann es wirklich zu einer solchen Insolvenz kommt. Die Vorkommnisse der Finanzkrise zeigen, dass Finanzmärkte und auch Ökonomen schwerlich in der Lage sind, Makro- und Haushaltsrisiken hinreichend zu erfassen. Wenn die Staatengemeinschaft langfristig für stabile öffentliche Haushalte sorgen will, sollte sie sich nicht auf die Finanzmärkte als Instrument verlassen. Vielmehr müssen die Länder selber dafür sorgen, nachhaltig zu wirtschaften, unabhängig davon, wie Finanzmärkte dies bewerten. Einige der Reformen des Stabilitäts- und Wachstumspakts bzw. des Pakt für den Euro gehen da in die richtige Richtung, z.B. die Forderung nach einer stärkeren Regelbindung der Finanzpolitik. Hier und insbesondere in Maßnahmen zur Reduktion der Gefahr neuer Finanzkrisen liegen die wesentlichen Politikaufgaben. Die Ausgestaltung von Insolvenzordnungen für Staaten oder die Sorge um die Anreizkompatibilität der Gläubigerhaftung sind sekundär.

Die bisherigen Ausführungen bedeuten jedoch nicht, dass eine Insolvenzordnung grundsätzlich abzulehnen ist. Sicherlich sind viele Argumente dafür weiterhin gültig – nur wird ihre Bedeutung in der aktuellen Debatte wohl überzeichnet. Ebenso sind die bisherigen Ausführungen keine Parteinahme dafür, auf eine Beteiligung der Gläubiger bei der Lösung der Schuldenkrise generell zu verzichten. Dabei spielt nämlich nicht nur das Effizienzargument eine Rolle. Es geht auch darum, dass ein fairer Lastenausgleich zwischen Gläubigern und Steuerzahlern stattfindet, der wiederum von großer Bedeutung für das Vertrauen in die politischen Institutionen Europas sein kann. Das jüngste Wahlergebnis in Finnland zeigt, welche

---

<sup>3</sup> Das gesamte finanzielle Engagement deutscher Banken in den Ländern Griechenland, Irland und Portugal übersteigt 200 Mrd. € (Economist 2011).

politischen Gefahren der Verzicht auf einen Schuldenschnitt für die Nettoeinzahlerländer in Rettungsschirm mit sich bringen kann. Außerdem könnte ein Schuldenschnitt die Lage der Länder unter den Rettungsschirmen schlagartig verbessern, solange die Folgen für das Finanzsystem eingegrenzt werden (Klodt 2011).<sup>4</sup> Es bleibt jedoch abzuwägen, welche Kosten durch den Schuldenschnitt wegen eventueller Ansteckungseffekte und Bankenrettungen entstehen.

Ob mit Schuldenschnitt oder ohne werden die Länder, die derzeit unter dem Rettungsschirm sind, vermutlich noch Jahre auf dessen Hilfe angewiesen sein. Sollte es zu einem Schuldenschnitt kommen, dürfte ihnen das Vertrauen der Finanzmärkte zunächst entzogen bleiben. Sollte es nicht zum Schuldenschnitt kommen, wird sich die Aufgabe, die Staatshaushalte zu sanieren, noch Jahre hinziehen. Erst wenn die derzeit angegangenen Strukturreformen Wirkung zeigen bzw. der Strukturwandel Fortschritte macht, dürften Länder wie Griechenland, Irland und Portugal sich wieder vollständig an den Finanzmärkten finanzieren können. Da noch nicht abzusehen ist, wann dies der Fall sein wird bzw. die Finanzmärkte diesem Prozess offensichtlich nicht vertrauen, war es notwendig eine Nachfolgeregelung für die am 9. Mai 2010 beschlossenen Institutionen ESM und EFSF zu finden.<sup>5</sup>

## Literatur

- Aßmann, C., und Boysen-Hogrefe, J. (2011). Determinants of Government Bond Spreads in the Euro Area: in Good Times as in Bad. *Empirica*. Im Erscheinen.
- Boysen-Hogrefe, J. (2010). Ist Griechenland noch zu retten? Und der Euro? Kiel Policy Brief 19. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Cohen, D., und R. Portes (2006). Toward a Lender of First Resort. IMF Working Paper 06/66. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Economist (2011). Follow the Money. Ausgabe vom 16. April.
- Issing, O. (2011). Interview mit dem „Spiegel“. Verfügbar über Internet: <http://www.spiegel.de/international/spiegel/0,1518,752591-2,00.html>.
- Kruger, M., und M. Messmacher (2004). Sovereign Debt Defaults and Financing Needs. IMF Working Paper 04/53. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Klodt, H. (2011). Ist die Währungsunion zu retten? Für einen anreizeffizienten Krisenmechanismus. Kieler Arbeitspapiere 1690. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Manasse, P. und N. Roubini (2005). "Rules of Thumb" for Sovereign Debt Crises. IMF Working Paper 05/42. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Manasse, P., N. Roubini und A. Schimmelpfennig (2003). Predicting Sovereign Debt Crises. IMF Working Paper 03/221. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Reinhart, C.M., und K.S. Rogoff (2008). This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises. NBER Working Paper 13882. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- van Rijckeghem, C., und B. Weder (2004). The Politics of Debt Crises. CEPR Discussion Paper 4683. Center for Economic Policy Research, London.

<sup>4</sup> Konjunkturbereinigt waren rund zweidrittel des Defizits 2010 auf die Zinslast zurückzuführen.

<sup>5</sup> Bereits beim Beschluss des Rettungspakets für Griechenland, war absehbar, dass ein solch enger Zeitplan mit so ambitionierten Zielen verfehlt werden könnte und eine langfristige Lösung entsprechend Vorteile gehabt hätte (Boysen-Hogrefe 2010).

## Imprint

Publisher: Kiel Institute for the World Economy  
Hindenburgufer 66  
D – 24105 Kiel  
Phone +49 (431) 8814–1  
Fax +49 (431) 8814–500

Editorial team: Helga Huss  
Prof. Dr. Henning Klodt  
(responsible for content, pursuant to § 6 MDStV)  
Dieter Stribny

The Kiel Institute for the World Economy is a foundation under public law of the State of Schleswig-Holstein, having legal capacity.

Sales tax identification number DE 811268087.

President: Prof. Dennis Snower, Ph.D.

Vice President: Prof. Dr. Rolf J. Langhammer

Supervisory authority: Schleswig-Holstein Ministry of Science,  
Economic Affairs and Transport

© 2011 The Kiel Institute for the World Economy. All rights reserved.