

Innovation in Griechenland



Bericht von Alexander Kritikos

Griechenland: Ohne den Aufbau
eines Innovationssystems wird es nicht gehen 907

Interview mit Alexander Kritikos

»Die griechische Wirtschaft muss sich erneuern« 915

Bericht von Kerstin Bernoth, Patrick Burauel und Philipp Engler

Fiskalische Abwertung:
Wirtschaftlicher Impuls für Krisenländer im Euroraum 916

Bericht von Christoph Große Steffen und Julian Schumacher

Umschuldungen im Euroraum:
Wie lassen sich Staatsschulden effizienter restrukturieren? 923

Am aktuellen Rand Kommentar von Dorothea Schäfer

Deutschland agiert nicht wie ein Geier-Fonds –
und das ist gut so! 932



DIW Berlin – Deutsches Institut
für Wirtschaftsforschung e. V.
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin
T +49 30 897 89 -0
F +49 30 897 89 -200
81. Jahrgang
24. September 2014

Herausgeber

Prof. Dr. Pio Baake
Prof. Dr. Tomaso Duso
Dr. Ferdinand Fichtner
Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.
Prof. Dr. Peter Haan
Prof. Dr. Claudia Kemfert
Dr. Kati Krähnert
Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.
Dr. Kati Schindler
Prof. Dr. Jürgen Schupp
Prof. Dr. C. Katharina Spieß
Prof. Dr. Gert G. Wagner

Chefredaktion

Sabine Fiedler
Dr. Kurt Geppert

Redaktion

Renate Bogdanovic
Andreas Harasser
Sebastian Kollmann
Dr. Claudia Lambert
Dr. Anika Rasner
Dr. Wolf-Peter Schill

Lektorat

Hermann Buslei
Prof. Dr. Martin Gornig
Prof. Dr. Dorothea Schäfer

Textdokumentation

Manfred Schmidt

Pressestelle

Renate Bogdanovic
Tel. +49-30-89789-249
presse@diw.de

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice
Postfach 74
77649 Offenburg
leserservice@diw.de
Tel. (01806) 14 00 50 25
20 Cent pro Anruf
ISSN 0012-1304

Gestaltung

Edenspiekermann

Satz

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –
auch auszugsweise – nur mit Quellen-
angabe und unter Zusendung eines
Belegexemplars an die Serviceabteilung
Kommunikation des DIW Berlin
(kundenservice@diw.de) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.



Der DIW Wochenbericht wirft einen unabhängigen Blick auf die Wirtschaftsentwicklung in Deutschland und der Welt. Er richtet sich an die Medien sowie an Führungskräfte in Politik, Wirtschaft und Gesellschaft. Wenn Sie sich für ein Abonnement interessieren, können Sie zwischen den folgenden Optionen wählen:

Standard-Abo: 179,90 Euro im Jahr (inkl. MwSt. und Versand).

Studenten-Abo: 49,90 Euro.

Probe-Abo: 14,90 Euro für sechs Hefte.

Bestellungen richten Sie bitte an leserservice@diw.de oder den DIW Berlin Leserservice, Postfach 74, 77649 Offenburg; Tel. (01806) 14 00 50 25, 20 Cent/Anruf aus dem dt. Festnetz, 60 Cent maximal/Anruf aus dem Mobilnetz. Abbestellungen von Abonnements spätestens sechs Wochen vor Laufzeitende

NEWSLETTER DES DIW BERLIN



Der DIW Newsletter liefert Ihnen wöchentlich auf Ihre Interessen zugeschnittene Informationen zu Forschungsergebnissen, Publikationen, Nachrichten und Veranstaltungen des Instituts. Wählen Sie bei der Anmeldung die Themen und Formate aus, die Sie interessieren. Ihre Auswahl können Sie jederzeit ändern, oder den Newsletter abbestellen. Nutzen Sie hierfür bitte den entsprechenden Link am Ende des Newsletters.

>> Hier Newsletter des DIW Berlin abonnieren: www.diw.de/newsletter

RÜCKBLLENDE: IM WOCHENBERICHT VOR 40 JAHREN

Jeder 18. Arbeitsplatz von der Nachfrage nach Automobilen abhängig

Der Produktionsrückgang in der Automobilindustrie hat in der Öffentlichkeit die Frage nach der Bedeutung dieses Sektors für den Arbeitsmarkt der Bundesrepublik Deutschland aufgeworfen. Hierbei fanden Meldungen besonderes Interesse, denen zufolge jeder 7. Beschäftigte „vom Auto lebe“. Solchen Berechnungen liegt eine sehr weit gefasste Auslegung des Begriffs „Automobilabhängigkeit“ zugrunde, die nicht nur die Abhängigkeit vom Automobilabsatz, sondern auch von der Verwendung des Kraftfahrzeugs im weitesten Sinn berücksichtigt. Das bedeutet, daß u. a. Tankwarte, Taxifahrer, Arbeitskräfte in Omnibusbahnhöfen und Verkehrspolizisten, also alle vom Kraftfahrzeugbestand und seinem Einsatz abhängig Beschäftigten eingeschlossen sind.

Bei der Beurteilung einer Minderung der Automobilnachfrage ist es jedoch geboten, lediglich von dem Personenkreis auszugehen, der direkt und indirekt in der Produktion und im Vertrieb von Kraftfahrzeugen tätig ist; kurzfristige Nachfragerückgänge bewirken nämlich noch keine Bestandsverminderung, sondern lediglich ein geringeres Wachstum des Fahrzeugbestandes.

Das DIW hat mit Hilfe seiner Input-Output-Rechnung ermittelt, daß im Durchschnitt der letzten Jahre etwa 5 vH aller Erwerbstätigen in der Bundesrepublik von der so definierten Automobilnachfrage abhängig waren. 1972 belief sich die Anzahl der Arbeitsplätze, die direkt und indirekt von der Nachfrage nach Automobilen abhingen, auf etwa 1,4 Millionen; bei einer Gesamtbeschäftigung von 26,4 Millionen war das jeder 18. Beschäftigte.

aus dem Wochenbericht Nr. 39/74 vom 26. September 1974

Griechenland: Ohne den Aufbau eines Innovationssystems wird es nicht gehen

Von Alexander Kritikos

Griechenland liegt nach wie vor wirtschaftlich am Boden. Nach massiven Senkungen seiner Lohnstückkosten hat das Land mittlerweile kein Kostenproblem mehr. Dennoch ist die griechische Wirtschaft noch nicht angesprungen. Das macht zunächst deutlich: Das Programm der Troika, sich allein auf Kostensenkungen und institutionelle Reformen zu konzentrieren, war nicht ausreichend. Gibt es keine weiteren Reformen, wird Griechenland zwar in Zukunft ein gewisses Wachstum in Sektoren wie dem Tourismus, der Landwirtschaft und dem Handel verzeichnen, sollten diese Sektoren wertschöpfungsintensiver werden. Das genügt jedoch nicht, um das Land auf einen nachhaltigen Wachstumspfad zu führen. Gleichzeitig verfügt Griechenland über ein enormes Forschungspotential. Um dieses besser zu nutzen, wird das Land sein Innovationssystem erheblich ausbauen müssen. Was fehlt, sind die Vernetzung von Wissenschaft, Wirtschaft und Verwaltung und eine anwendungsorientierte Forschung, die die Ergebnisse der bestehenden Institute in Griechenland mit den Anforderungen von Unternehmen und Start-ups in Griechenland verknüpft. Schließt man diese Lücke und resultieren daraus in der mittleren Frist innovative Industrien mit hoher Wertschöpfung, hat das Land die Chance, sich in eine innovationsgetriebene Wirtschaft zu transformieren.

Die von der Troika der griechischen Regierung in den letzten Jahren auferlegten Reformen haben dort zu einer Reduzierung des laufenden Staatsdefizits und der Lohnstückkosten geführt.¹ Die Leistungsbilanz hat sich wegen rückläufiger Importe, aber auch wegen leicht steigender Exporte verbessert.² Gleichzeitig hat das Schrumpfen der Wirtschaftsleistung um über 25 Prozent in den vergangenen sechs Jahren von der griechischen Bevölkerung einen harten Tribut gefordert. Die Arbeitslosenquote von aktuell 27 Prozent und die dramatisch hohe Jugendarbeitslosigkeit sind Folgen der Austeritätspolitik.

Seither wurden zahlreiche wirtschaftspolitische Handlungsempfehlungen ausgesprochen, um Griechenland einen Ausweg aus der Krise aufzuzeigen: Neben dem „Grexit“, dem Austritt Griechenlands aus dem Euro-Raum, und institutionellen Reformen reichen die Vorschläge von der Liberalisierung reglementierter Berufe über weitere Lohnkürzungen bis hin zur Privatisierung staatlicher Wirtschaftsbereiche. Damit verbunden ist die implizite Vorstellung, dass „der Markt“ alles Weitere richten werde. Spätestens nach sechs Jahren Rezession dürfte klar sein, dass Kostensenkungen und institutionelle Reformen allein nicht ausreichen, um Griechenland an die führenden Euro-Länder ökonomisch anschlussfähig zu machen.

Kleinteilige Wirtschaftsstruktur mit geringer Wertschöpfung

Ein Blick in die griechische Wirtschaftsstruktur (Tabelle 1) verdeutlicht die Ursachen:³ Sie ist kleinteilig, selbst im verarbeitenden Gewerbe arbeitet die Mehrzahl der Angestellten in Betrieben mit bis zu neun Mitarbeitern,

¹ Eurostat (2013): Statistics. epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/themes.

² Ebenda.

³ Brenke, K. (2012): Die griechische Wirtschaft braucht eine Wachstumsstrategie. DIW Wochenbericht Nr. 5/2012.

Tabelle 1

Anteil ausgewählter Wirtschaftszweige an der Bruttowertschöpfung

In Prozent und Verteilung der Erwerbstätigen im verarbeitenden Gewerbe auf Betriebsgrößenklassen in Prozent

	2010			2009	
	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren	Gastgewerbe	Anteil der Erwerbstätigen im verarbeitenden Gewerbe in Betrieben mit weniger als 10 Mitarbeitern	Anteil der Erwerbstätigen im verarbeitenden Gewerbe in Betrieben mit mehr als 50 Mitarbeitern
Griechenland	3,1	10,0	6,8	46	41
Deutschland	0,8	20,9	1,6	7	78
Finnland	3,0	18,0	1,7	9	75

Quellen: Eurostat (2012); Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Griechenlands Wirtschaftsstruktur ist kleinteilig und konzentriert sich überproportional auf Landwirtschaft und Tourismus.

und die Produktion konzentriert sich auf Tourismus, Handel und Nahrungsmittelindustrie, also auf wenig innovative Sektoren.⁴ Dementsprechend liegt die Exportquote Griechenlands nur bei rund 25 Prozent des Bruttoinlandsprodukts; andere Länder dieser Größe exportieren aufgrund ihrer Spezialisierung 50 Prozent des Bruttoinlandsprodukts und mehr.⁵ Aber es gibt auch Hoffnungsschimmer: Es existieren einige innovative IT-Unternehmen – sie bekommen derzeit 40 Prozent der Aufwendungen in Forschung und Entwicklung⁶ – und weitere High-Tech-Firmen⁷, die einen wirtschaftlichen Aufschwung auslösen könnten, gäbe es mehr von ihnen.

Gleichzeitig fehlt es bislang an wirtschaftspolitischen Maßnahmen zur Dynamisierung der griechischen Wirtschaft. Darüber hinaus leidet der Privatsektor immer noch unter einer Last von Bürokratie. Einen Beleg hierfür liefern die zusammengesetzten Indikatoren der OECD (Tabelle 2), die beispielsweise die Produktmarktregulierung messen. Trotz Verbesserungen in den letzten fünf Jahren liefert der Indikator Informationen über die Vielzahl von Regulierungen, bürokratischen Hürden und Restriktionen, mit denen Unternehmer in Griechenland konfrontiert sind. Griechenland ist eines der am stärksten regulierten Länder in der EU.⁸ Jede Entscheidung für eine Unternehmensgründung birgt das Risiko, bereits an den bürokratischen Hür-

Tabelle 2

Informationen zur Produktmarktregulierung

	2008	2013
Griechenland	2,3	1,8
Niederlande	0,9	0,9
Deutschland	1,3	1,3
Finnland	1,1	1,2
Portugal	1,4	1,3

Quellen: OECD (2010); OECD (2014).

© DIW Berlin 2014

Die Regulierungsdichte ist in Griechenland nach wie vor erschreckend hoch.

den zu scheitern.⁹ Jüngste Schätzungen besagen, dass sich die durch die griechische Bürokratie verursachten Kosten auf 6,8 Prozent vom Bruttoinlandsprodukt belaufen, im EU-Durchschnitt sind es nur 3,5 Prozent.¹⁰

Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt auch der Indikator der Weltbank zum „Ease of Doing Business“. Für das Jahr 2010 zeigte er,¹¹ dass der Rechtsrahmen zu erheblichen Belastungen und langwierigen Verfahren bei der Überwindung von Markteintrittsbarrieren, der Eintragung gewerblichen Eigentums, der Erlangung oder Verlängerung von Lizenzen und Genehmigungen

⁴ Siehe den Report von McKinsey (2012): Greece: 10 years ahead: Defining Greece's new growth model and strategy. Athen.

⁵ Brenke, K. (2012), a. a. O.

⁶ Grant, J., Ling, T., Potoglou, D., Culley, D. M. (2011): A rapid review of the Greek research and development system. Rand Europe.

⁷ McKinsey Report (2012), a. a. O.

⁸ OECD (2008): Product Market Regulation. stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=28994.

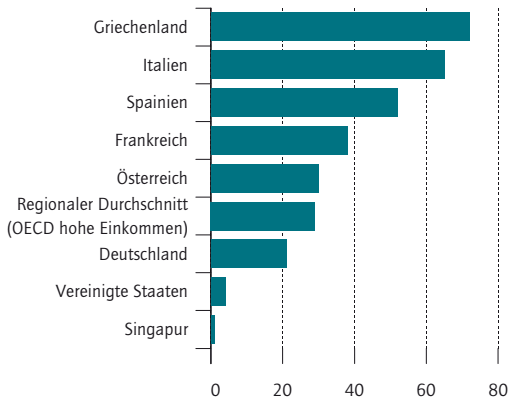
⁹ Als Beispiel siehe den Start-up-Bericht aus der New York Times vom 29. Januar 2011: What's Broken in Greece? Ask an Entrepreneur. www.nytimes.com/2011/01/30/business/30greek.html?pagewanted=all&_r=0.

¹⁰ Drymiotis, A. (2012): The Monster of Bureaucracy and What it Costs. Kathimerini, 22. Dezember.

¹¹ Weltbank (2011), www.doingbusiness.org/rankings.

Abbildung 1

Platzierungen im Ease of Doing Business 2013



Quelle: Weltbank (2014), www.doingbusiness.org/rankings.

© DIW Berlin 2014

Mit Platz 72 im Index zum Geschäftsklima ist Griechenland in Europa weit abgeschlagen. Deutschland ist auf Platz 21.

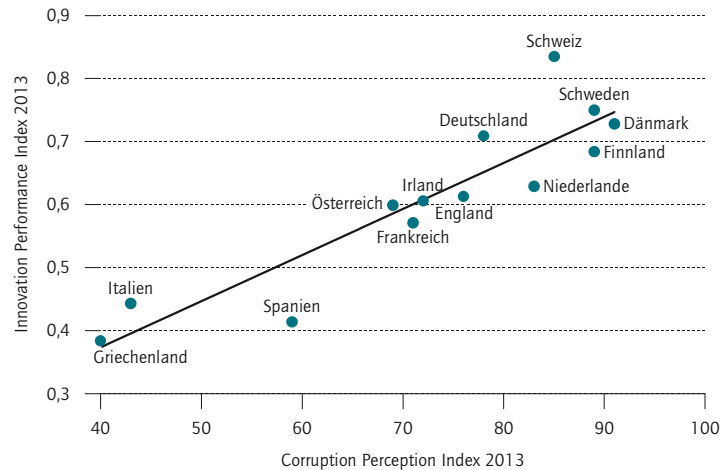
sowie im Hinblick auf die Berichtspflichten führt. Griechenland landete im Jahr 2010 auf Rang 109 von 183 Ländern. Auch wenn die Weltbank ebenso gewisse Verbesserungen im Geschäftsklima verzeichnete und Griechenland in ihrem jüngsten Ranking (Abbildung 1) zuletzt den 72. Rang belegt, scheinen viele der bisherigen Reformen eher kosmetischer Natur gewesen zu sein. De facto haben diese Reformen nichts am Fernbleiben der Investoren geändert.¹²

Eng mit der Überregulierung ist ein anderer kritischer Punkt der griechischen Verwaltung verbunden: Korruption stellt einen festen Bestandteil des täglichen Lebens dar, beispielsweise durch die Bestechlichkeit von Bürokraten, Finanzbeamten und Richtern. Griechenland gilt als das korrupteste Land in der Eurozone (Abbildung 2). Korruption schadet insbesondere Innovationen und Entrepreneurship. Aktuelle Untersuchungen finden leider keine Evidenz dafür, dass die Korruption in den letzten Jahren eingedämmt werden konnte.¹³

Es lässt sich festhalten: Griechenland hat kein Kostenproblem (mehr), sondern fundamentale institutionelle und strukturelle Probleme. Eine rigorose Kosteneindämmung würde zwar die Wettbewerbsfähigkeit in den

Abbildung 2

Innovationen und Korruption



Quellen: Innovation Union Scoreboard (2013); Corruption Perception Index (2013).

© DIW Berlin 2014

Ein niedriger Corruption Perception Index indiziert ein hohes Maß an wahrgenommener Korruption. Ein hoher Innovation Performance Index indiziert ein hohes Maß an Innovationsfähigkeit.

bestehenden Industrien steigern, jedoch zu einem Lohnniveau weit unter dem europäischen Standard führen.

Griechenland investiert zu wenig in Forschung und Entwicklung

Griechenlands Spezialisierung auf die traditionellen Sektoren der Landwirtschaft und des Tourismus ist wenig wertschöpfungsintensiv. Dennoch ist es auch in diesen Sektoren möglich, die Produktion leistungsfähiger und innovativer und die Tourismusangebote hochwertiger zu gestalten. Der McKinsey Report (2012) zeigt zahlreiche Wege auf, wie das geschehen kann. Aber es dürfte offensichtlich sein, dass solche Schritte in diesen traditionellen Sektoren nicht reichen werden, um das Land auf einen nachhaltigen Wachstumspfad zu bringen. Denn Griechenland teilt sich, wenn wir an Länder mit ähnlicher Bevölkerungsgröße denken, einen Währungsraum mit Nationen wie Finnland, Belgien, Österreich oder den Niederlanden. Diese Länder (und Nationen wie Frankreich oder Deutschland natürlich auch) haben eines gemeinsam: Sie investieren seit langem systematisch drei Prozent ihres Bruttoinlandsprodukts, und manche sogar mehr, in Forschung und Entwicklung (FuE) und damit in ihre Innovationssysteme. Ziele eines solchen Innovationssystems sind die Schaffung forschungsstarker Institutionen im Bereich der Grundlagenforschung, ihre Verlinkung mit angewand-

¹² Evans-Pritchard, A. (2012): Debt Crisis: Greek Euro Exit Looms Closer as Banks Crumble. The Telegraph vom 16. Mai.

¹³ Nach dem aktuellen Bericht von Transparency International, in dem Griechenland den 80. Rang belegt, gibt es keine Anhaltspunkte für Verbesserungen, siehe Transparency International (2013): Corruption Perception Index. www.transparency.org/cpi2013/results.

ten Forschungsinstituten und insbesondere die Unterstützung von Wissenstransfers von der Forschung in die Wirtschaft, wenn es darum geht, aus Forschungsideen und Erfindungen marktfähige Produkte und Innovationen zu machen.¹⁴ Was fast noch wichtiger ist: Es gibt in diesen Ländern einen breiten politischen Konsens darüber, dass diese Investitionen von herausragender Bedeutung sind – unabhängig davon, welche Regierung das Land lenkt. Folge der Investitionen ist, dass sich die Ökonomien dieser Länder permanent weiterentwickeln und vor allem aufgrund ihrer neuen Technologien und nicht nur aufgrund ihrer niedrigen Lohnstückkosten im Wettbewerb erfolgreich sind.¹⁵

Griechenland tut das nicht. So investiert Griechenland lediglich 0,67 Prozent des jährlichen Bruttoinlandsprodukts in FuE und liegt damit deutlich unter dem EU-Durchschnitt. Auch private FuE-Investitionen ergeben nur einen Anteil von 0,2 Prozent des Bruttoinlandsprodukts, in Schweden sind es zum Vergleich drei Prozent des jährlichen Bruttoinlandsprodukts.¹⁶ Forschungsnetzwerke und Kollaborationen mit der Industrie existieren derzeit kaum. Auch wenn es um Managementfähigkeiten bei der Implementierung innovativer Produkte im Markt geht, ist Griechenland schlecht aufgestellt.¹⁷ Dementsprechend findet sich Griechenland im Industrial Innovation Scoreboard Bericht 2014 weit abgeschlagen hinter den anderen Ländern der Eurozone (Abbildung 2).¹⁸

Griechenland schöpft sein Potential nicht aus

Wenngleich diese Fakten kein gutes Bild vom Zustand des griechischen Innovationssystems zeichnen, gibt es einige kaum bekannte Stärken Griechenlands, die für den weiteren Aufbau eines Innovationssystems bedeutsam sind. Eine erste Stärke sind die – wenn auch in geringer Zahl – bestehenden Forschungsinstitute, die in der Grundlagenforschung sehr gute Ergebnis-

se produzieren.¹⁹ Als zweite, derzeit eher stille Reserve ist die noch viel größere Zahl herausragender griechischer Forscher zu nennen, die in der ganzen Welt, nur nicht in Griechenland arbeiten. In einer jüngst vorgelegten Studie zeigte sich, dass der Anteil griechischer Spitzenforscher unter allen Topwissenschaftler in der Welt über drei Prozent beträgt (unter den ersten 10 000 Forschern waren 336 Griechen), obwohl die Griechen nur einen Anteil von weniger als 0,2 Prozent der Weltbevölkerung ausmachen.²⁰ Gleichzeitig hat Griechenland 85 Prozent dieser herausragenden Forscher vorwiegend in die USA und in die anderen EU-Länder „exportiert“. Ähnliches belegt auch die Anzahl der bewilligten Forschungsprojekte durch das European Research Council (ERC-Grants), das kompetitivste Forschungsförderprogramm der EU, das als ein Indikator für Forschungsexzellenz gesehen werden kann. Setzt man die von Griechen im Inland und im EU-Ausland erhaltenen Zusagen ins Verhältnis zur Einwohnerzahl des Landes und vergleicht dieses Verhältnis mit anderen EU-Ländern (Abbildung 3), so liegt Griechenland auf den vordersten Plätzen (ohne dass dabei die überwiegend in den USA arbeitenden griechischen Wissenschaftler berücksichtigt sind).²¹ Wenn es gelänge, diese „Brainpower“ im Inland stärker zu nutzen als bisher, könnte die Transformation Griechenlands zu einer innovationsgetriebenen Ökonomie deutlich an Fahrt gewinnen.

Drittens gibt es eine beachtliche Anzahl von kleineren innovativen Unternehmen. Insbesondere in Athen hat sich jüngst eine lebendige Gründerszene vor allem in der IT-Branche entwickelt, die mit innovativen Ideen an den Markt geht.²² Die vierte Stärke Griechenlands bezieht sich auf seine klimatische Attraktivität und Lebensqualität. Im globalen Wettbewerb um die besten Talente spielen auch Faktoren außerhalb der Labore eine zunehmende Rolle. Labore, Patentanwälte und Venture Kapital sind mobil – im Gegensatz zu Klima, Landschaft und kulturellem Erbe. Einige herausragende Universitäten im Norden Europas und im Norden der USA stehen bereits im Wettbewerb mit Universitäten an Orten mit einer höheren Lebensqualität wie Kalifornien, Australien und Israel. In Europa hingegen gibt es bisher keinen Standort, an dem herausragende Forschung, ein attraktives Klima und Lebensqualität vereint sind.

¹⁴ Siehe etwa Nelson, R. R. (1993): National Innovation Systems: A Comparative Analysis. Oxford.

¹⁵ Die Wirtschaftsforschung hat sich ausführlich mit der Frage beschäftigt, warum sich die Entwicklung eines innovationsfreundlichen Umfelds lohnt, um neue innovative Unternehmungen zu unterstützen; siehe Aghion, P., Howitt, P. (1992): A Model of Growth through Creative Destruction. *Econometrica*, 60, 323–351.

¹⁶ Eurostat (2012), epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/themes.

¹⁷ Bloom, N., Genakos, C., Sadun, R., van Reenen, J. (2012) haben in Management Practices across Firms and Countries, in: *Academy of Management Perspectives*, 26, 12–33, ein Maß für Managementpraktiken vorgelegt und ein entsprechendes Ranking erarbeitet.

¹⁸ Innovation Union Scoreboard (2014), ec.europa.eu/enterprise/policies/innovation/facts-figures-analysis/innovation-scoreboard/.

¹⁹ Grant, J. et al. (2011), a. a. O.

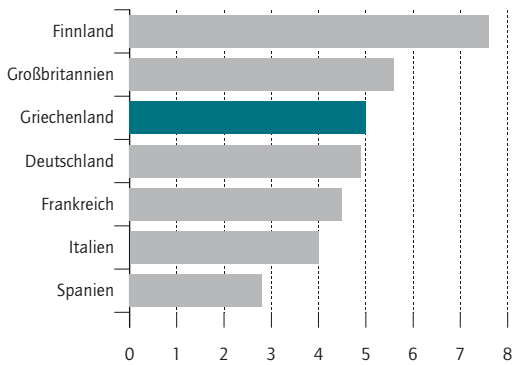
²⁰ Siehe dazu die Studie von Ioannidis, J. (2014): The Best Greek Scientists Exiled from Greece. greece.greekreporter.com/2014/08/01/the-best-greek-scientists-exiled-from-greece/.

²¹ Auch von den ERC-Grants haben 45 Prozent der Zusagen Griechen in Griechenland und 55 Prozent der Zusagen Griechen im Ausland erhalten, siehe Hermann, B., Kritikos, A. S. (2013): Growing out of the crisis: hidden assets to Greece's transition to an innovation economy. *IZA Journal of European Labor Studies* 2013, 2 (14), www.izajournals.com/content/2/1/14.

²² Tsiros, G. (2013): Greece innovates. Joint publication by Eurobank Greece and SEV. Athen.

Abbildung 3

Verhältnis erhaltener ERC-Projektförderungen von Forschern einer Nation zur Bevölkerung der gleichen Nation



Quelle: Herrmann und Kritikos (2013).

© DIW Berlin 2014

Das Verhältnis von griechischen Topforschern zur Bevölkerungszahl ist ähnlich anderer innovationsgetriebener Länder; nur die Mehrzahl der griechischen Topforscher nutzt die Förderung außerhalb Griechenlands.

Griechenland kann hier von seinen komparativen Vorteilen profitieren und sich durch die Kombination aus Lebensqualität, exzellenter Forschung und öffentlicher Verwaltung zu einem attraktiven Standort eben nicht nur für Tourismus, sondern auch für Talente.

Derzeit werden diese Stärken jedoch kaum genutzt. Stattdessen existieren weiterhin zahlreiche regulatorische Hürden und ein innovationsfeindliches Umfeld, die die wenigen echten High-Tech-Unternehmen belasten. Wissenstransfer zwischen der Grundlagenforschung in den Forschungsinstituten und der Verwertung der Ergebnisse in Form von marktfähigen Produkten findet kaum statt. Auch Spin-offs (also technologische Ausgründungen aus Universitäten und Forschungsinstituten) sind die Ausnahme. Und die vorhandenen Forschungsinstitute arbeiten einzeln anstatt in gemeinsamen Netzwerken, während Topforscher weiterhin das Land verlassen.

Eine Agenda für Innovation in Griechenland

Ein funktionierendes Innovationssystem ist ein komplexes Gebilde. Es setzt sich zusammen aus hochwertigen Schulen, Universitäten und Forschungsinstitutionen, einem effizienten Berufsbildungssystem sowie exzellenter Forschung im öffentlichen Sektor. Darüber hinaus sind ein funktionsfähiger Finanzsektor, vertrauensvoll kooperierende Netzwerke in thematisch und lokal organisierten Clustern sowie eine angemessene

Regulierung notwendig, während gleichzeitig für ein unternehmerfreundliches Geschäftsklima gesorgt werden muss. Solche Ansätze werden jedoch „blutleer“ bleiben, wenn der Übergang von Forschungsideen zu neuen Produkten nicht gestaltet wird.

Einzelne Elemente eines solchen Innovationssystems existieren bereits in Griechenland. Auf dieser Basis können seine Entscheidungsträger eine Strategie zum Auf- und Ausbau eines solchen Systems entwickeln und versuchen, kreative, ehrgeizige und gut ausgebildete Talente aus aller Welt zu gewinnen. Insbesondere gilt es, die beschriebenen Lücken zu schließen, also erhebliche Investitionen in öffentliche Forschung, exzellente Universitäten und Forschungszentren durchzuführen, die sich verstärkt auf angewandte Grundlagenforschung konzentrieren. Darüber hinaus sind Institutionen zu schaffen, die Netzwerke und Cluster fördern, Eigentumsrechte schützen und bürokratische Hürden abbauen. Folgende Entscheidungen erweisen sich als besonders wichtig und empfehlen sich als erste Schritte.²³

Forschungsinstitutionen etablieren und weiter entwickeln

Basierend auf den Spezialisierungen der existierenden Forschungsinstitute und Universitäten zum einen und den bestehenden traditionellen (Landwirtschaft und Tourismus) und modernen (IT, Pharmakologie und Energie) Wirtschaftssektoren zum anderen müssen durch massives „Institution building“ die Forschungskapazitäten mit Fokus auf der Generierung räumlicher Wissens-Spillover (von Forschungsinstituten zu Unternehmen) ausgebaut werden. Da die Umsetzung einen Anstieg der öffentlichen Ausgaben nach sich zöge, ist angesichts der aktuellen Situation des griechischen Staatshaushaltes die effiziente und effektive Inanspruchnahme des neuen EU-Rahmenprogramms Horizon 2020 und weiterer struktureller Forschungsförderungen der EU notwendig. Idealerweise werden diese Investitionen durch eine Umstrukturierung des öffentlichen Forschungssystems begleitet. Die Nutzung der Strukturfonds und des Rahmenprogramms Horizon 2020 eröffnen Griechenland die Möglichkeit, die notwendigen Investitionen durchzuführen.

Anreize für Forscher schaffen

Die wichtigste Ressource einer innovationsgetriebenen Wirtschaft sind hochqualifizierte Forscher. Sie sind die treibende Kraft hinter Spitzenforschung, neuen Entwicklungen und letztendlich Innovationen. Damit Griechenland im internationalen Wettbewerb um die

²³ Für eine ausführlichere Diskussion der vorgeschlagenen Maßnahmen siehe Herrmann, B., Kritikos, A. S. (2013), a. a. O.

besten Forscher weltweit erfolgreich wird, müssen die Hürden abgebaut werden, die derzeit die Gewinnung (griechischer und ausländischer) Spitzenforscher erschweren. Folgende drei Bedingungen helfen den derzeitigen „Brain-Drain“ in „Brain Circulation“ umzuwandeln: (a) eine unabhängige Forschung mit Schwerpunkt auf Qualität der Forschungsleistungen; (b) eine angemessene Vergütung vergleichbar mit anderen Forschungsstandorten Europas; (c) niedrige regulatorische Hürden für Forschungsprojekte.

Ausbau von Forschungsclustern basierend auf existierenden Spezialisierungen

Die Ausrichtung von neuen Forschungsinstitutionen erfolgt nach Möglichkeit in Wirtschafts- und Forschungsfeldern, in denen Griechenland bereits spezialisiert ist. Cluster generieren insbesondere dann Wissens-Spillover, wenn Forschungsinstitute, Universitäten und innovative Unternehmen lokal konzentriert angesiedelt und thematisch komplementär ausgerichtet sind. Zentrales Ziel der Clusterbildung ist die Verlinkung von Wissenschaft mit Wirtschaft und die Gestaltung des Wissenstransfers von Forschungsinstituten zu Unternehmen. Die Schaffung solcher Cluster kann in Griechenland zum einen durch die geografische Neuausrichtung verstreut existierender Forschungsinstitute und durch die Erlaubnis für die Ansiedlung von Unternehmen in unmittelbarer Nähe solcher Institute gestärkt werden.²⁴ Zum anderen werden die Gründung und der Aufbau von anwendungsorientierten Forschungsinstituten (im Stile von Fraunhofer-Instituten) eine wichtige Rolle spielen. Gerade diese Institute sind geeignet, den Bedarf von Unternehmen an wissensbasierten Lösungen bei der Ausgestaltung von innovativen Produkten zu decken. Gleichzeitig entstehen häufig aus anwendungsorientierten Forschungsinstituten sogenannte „Spin-offs“, Ausgründungen durch wissenschaftliche Mitarbeiter, die ihre Forschungsideen selbst zu Produkten umwandeln wollen.

Unabhängigkeit der wissenschaftlichen Institutionen

Die griechische Forschungslandschaft ist stark durch politische Entscheidungsprozesse geprägt. Investitionen in Forschungsinstitute und Universitäten werden jedoch dann eher zu relevanten Forschungsergebnissen und -erkenntnissen führen, wenn diese Institutionen frei von politischem Einfluss sind, etwa autonom über ihre Budgets entscheiden können, die Auswahl von Wissenschaftlern nach wissenschaftlicher Qualität er-

folgt und die Institutionen in der Lage sind, international kompetitive Gehälter zu zahlen. Unterstützt werden kann dieser Ansatz weiterhin durch eine unabhängige Forschungsorganisation, die Forschungsmittel in Form von Drittmitteln ausschließlich nach Qualitätskriterien vergibt.

Weniger Bürokratie für Unternehmen

Trotz der jüngst von der Weltbank berichteten Verbesserungen im Jahr 2014 sind die regulatorischen Anforderungen für griechische Unternehmen noch immer exzeptionell hoch. Und innovative Unternehmen sind die ersten, die weiterhin das Land verlassen werden, wenn diese institutionellen Reformen nicht fortgesetzt werden. Vor allem sollten die bürokratischen Schritte nicht nur für Unternehmensgründungen, sondern auch die Vorschriften für den laufenden Betrieb und die Berichtspflichten reduziert werden. Ziel sollte sein, unter die Top 20 im „Ease of Doing Business“ Ranking der Weltbank zu gelangen, wie es einige europäische Länder vorgemacht haben. Zur Unterstützung der Anpassungsprozesse ist die Schulung von Verwaltungsbeamten unverzichtbar.

Anreize für Kommunen, Unternehmensansiedlungen zu fördern

In Griechenland sind derzeit die Kommunen von lokalen Steuereinnahmen ausgeschlossen. Dementsprechend haben sie keinen Anreiz für eine aktive Ansiedlungspolitik. Für eine innovationsgetriebene Volkswirtschaft ist ein gutes lokales Geschäftsklima jedoch unerlässlich; das heißt nicht nur eine effiziente und schnelle Verwaltung, sondern auch eine gute Humanausbildung und Gesundheitsversorgung. In vielen erfolgreichen innovationsgetriebenen Ökonomien haben die Kommunen einen Anspruch auf einen Teil der lokalen Steuereinnahmen, um mit diesen ein attraktives Geschäftsklima zu erzeugen. Die politische Führung in Athen muss daher den griechischen Kommunen, die kaum über eigene Budgets und nur geringe Entscheidungshoheit verfügen, einen maßgeblichen Anteil der lokalen Steuereinnahmen überlassen, damit sie einen Anreiz erhalten, eigenverantwortlich in ihrer Region ein innovatives Umfeld zu schaffen.

Diaspora-freundliche Politik

Eine Diaspora-freundliche Politik kann die Wirkung der bisher diskutierten Maßnahmen zur Etablierung eines funktionsfähigen Innovationssystems stärken. Neben einer aktiven Arbeitsmarktpolitik kann eine Diaspora-Politik ergänzend die Interaktion und Kooperation zwischen Griechen im Ausland und im Inland aktivieren. Diese Politik kann folgende Optionen enthalten: Aus-

²⁴ Vgl. auch Ellison, G., Glaeser, E.L. (1999): The Geographic Concentration of Industry: does Natural Advantage Explain Agglomeration. American Economic Review, 89, 311–316.

tauschprogramme oder doppelte Anstellungen (im In- und Ausland) für Spitzenforscher, die den „Brain Drain“ in „Brain Circulation“ verwandeln und den Wissenstransfer erhöhen. Darüber hinaus können Kooperationen dazu führen, dass FuE finanziert, Risikokapitalgeber gewonnen und Managementkapazitäten erhöht oder der Export von innovativen Produkten über die Nachfrage in der Diaspora angekurbelt werden.²⁵

Fazit und Ausblick

Die Mitgliedschaft Griechenlands in der Eurozone vermittelt fälschlicherweise den Eindruck, Griechenland sei eine Innovationsökonomie. Tatsächlich leidet Griechenland nicht nur unter institutionellen, sondern auch unter strukturellen Defiziten. Die Wirtschaftsstruktur ist kleinteilig, mit niedrigen Exportquoten, konzentriert sich auf wenig innovative Sektoren, und Unternehmen werden immer noch mit zu viel Bürokratie traktiert. Bleiben die Senkung der Arbeitskosten sowie die bisherigen institutionellen Reformen die einzigen wirtschaftspolitischen Maßnahmen, wird Griechenland zu einem Niedriglohnland mit verlängerter Werkbank für andere, innovative Volkswirtschaften. Nutzt Griechenland seine komparativen Vorteile zusätzlich zu Tourismus, Handel und Landwirtschaft, kann es langfristig eine Perspektive entwickeln.

Für die Etablierung eines funktionsfähigen Innovationsystems kann Griechenland auf einer bereits existierenden Basis aufbauen. So sind herausragende Forschungsinstitute, einige innovative Unternehmen und eine beeindruckende Diaspora vorhanden. Vor diesem Hintergrund sollte Griechenland substantielle Investitionen in den institutionellen Ausbau seiner Forschungsinstitutionen vornehmen, weitere Reformen durchsetzen, den

Übergang von Forschungsergebnissen auf Produktentwicklungen gestalten und diese Ansätze durch eine Diaspora-freundliche Politik begleiten. Wenn sich aber die griechische Regierung auf den bislang durchgeführten Reformen ausruht, werden Forscher, Unternehmen und Kapital weiterhin Griechenland meiden.

Diese vorgeschlagenen Schritte sind ein Anfang, um Griechenland in eine innovationsgetriebene Ökonomie zu transformieren. Gleichzeitig muss den griechischen Entscheidungsträgern klar sein, dass die Wachstumsprozesse aus einer erfolgreich implementierten Innovationspolitik verzögert einsetzen werden. Der Handlungsbedarf ist jedoch akut. Je eher die Reformen umgesetzt werden, desto früher kann das Land auf einen nachhaltigen Wachstumspfad einschwenken.

Die EU hat für die nächste Förderperiode die Erhöhung der Innovationsfähigkeit Europas zum wichtigsten Ziel erklärt. Ein gehöriger Anteil der EU-Mittel ermöglicht Investitionen in Innovationssysteme. Damit sind den Griechen alle Möglichkeiten gegeben, die notwendigen Reformen zur Verbesserung des Geschäftsklimas mit einer überzeugenden Innovationsstrategie zu begleiten. Gleichzeitig hat die griechische Regierung die Chance in der Hand, auf Basis der EU-Programme eine glaubwürdige Vision für ein prosperierendes Land zu entwickeln, wenn sie die EU-Mittel mit einem griechischen Investitionsprogramm für Forschung und Entwicklung kombiniert. Für einen solchen Ansatz wird sie auch eher wieder die Zustimmung der Bevölkerung gewinnen, die sich nach den letzten Reformen – Lohnsenkungen und Steuererhöhungen – als reformmüde erweist. Wenn die Troika diesen Prozess aktiv unterstützt, kann sie die von Griechenland immer noch geforderten Reformen zu einem erfolgreichen Ende bringen. Die zwischen Troika und Griechenland geführte Diskussion sollte sich dann auf Griechenlands Potentiale konzentrieren.

²⁵ Plaza, S. (2013): Diaspora Resources and Policies. In: Constant, A. F., Zimmermann, K. F. (Hrsg.): International Handbook on the Economics of Migration. Cheltenham, 505–529.

GREECE: NO PROGRESS WITHOUT AN INNOVATION SYSTEM

Abstract: Economically, Greece is still at rock bottom. Following massive cuts to its unit labor costs, the country no longer has any cost problems but its economy has not yet been reanimated. This makes it quite evident that by focusing solely on cost reductions and institutional reforms, the troika program did not go far enough. Without further reforms, certain sectors of the Greek economy such as tourism, agriculture, and commerce will grow, assuming that these sectors increase their added value. However, this is not sufficient to put the country on a path of sustainable

growth. At the same time, Greece has enormous research potential. To better take advantage of this, the country needs to expand its innovation system significantly. There is a lack of networking between science, commerce, and management and application-oriented research linking the findings of existing institutions in Greece with the demands of its companies and start-ups. If this results in innovative industries with greater added value in the medium term, the country has a chance of transforming itself into an innovation-driven economy.

JEL: L2, L26, O3, O4

Keywords: Innovation, Greece, growth strategy, entrepreneurship, innovation systems, regulatory environment



Prof. Dr. Alexander Kritikos, Forschungs-
direktor am DIW Berlin

SECHS FRAGEN AN ALEXANDER KRITIKOS

»Die griechische Wirtschaft muss sich erneuern«

1. Herr Kritikos, obwohl es bereits verschiedene Reformen gab, geht es der griechischen Wirtschaft noch immer nicht besonders gut. Woran liegt das? Man hat in Griechenland versucht, die Lohnkosten dramatisch zu senken. Zudem sollten institutionelle Reformen zum Beispiel die Gründung von neuen Unternehmen erleichtern. Aber das reicht nicht. Denn die griechische Wirtschaftsstruktur unterscheidet sich stark von der Wirtschaftsstruktur anderer Länder des Euroraums. In Griechenland gibt es in erster Linie kleine Betriebe in Bereichen, die wenig Wertschöpfungstiefe haben und wenig innovativ sind. Dabei spielen die Produktion von Nahrungsmitteln und der Tourismus eine große Rolle. Aber es fehlt in Griechenland eine tragende Wirtschaftsstruktur mit exportfähigen Gütern, die ihm den Anschluss an andere Länder im europäischen Wirtschaftsraum ermöglicht.
2. Wo sollten die von Ihnen geforderten Strukturveränderungen ansetzen? Schaut man sich zum Beispiel andere europäische Länder vergleichbarer Größe wie die Niederlande, Belgien, Österreich oder Finnland an, dann sehen wir, dass es innovationsgetriebene Länder sind. All diese Länder investieren rund drei Prozent ihres BIP in ihre Forschung. Dadurch gibt es permanent neue Ideen, die es an den Markt schaffen und die es diesen Ländern ermöglichen, sich immer wieder zu erneuern. In Griechenland hingegen wird nur sehr wenig in Forschung und Entwicklung investiert. Ohne diese Innovationsansätze gibt es auch keine Wirtschaftsstruktur, die Produkte mit hinreichend großer Wertschöpfungstiefe produzieren kann.
3. Doch woher soll das Geld für mehr Forschung und Entwicklung kommen? Zurzeit wird der griechische Staat nicht in der Lage sein, solche Investitionen zu tätigen. Es gibt in der EU allerdings eine große Zahl von Förderprogrammen, die genau darauf abzielen. Die EU hat sich für die 2014 begonnene Förderperiode das Ziel gesetzt, Gesamteuropa innovativer zu machen. Sie hat ein großes Budget zur Verfügung gestellt, gerade auch um neue Forschungsinstitute zu gründen und zu finanzieren. Dort wo in Griechenland ein Forschungsinstitut von großer
4. Gibt es Industrie- und Forschungsfelder, auf denen aufgebaut werden kann? Bereiche, auf denen aufgebaut werden kann, sind zum einen die traditionellen Bereiche Landwirtschaft, Nahrungsmittel und Tourismus. Das wird jedoch nicht reichen. Aber es gibt in Griechenland auch eine große Zahl an IT-Unternehmen und einige hochinnovative Unternehmen im Pharma- und Energiesektor. Doch obwohl diese Unternehmen innovativ sind, benötigen sie forschungsbasierte Unterstützung. Einrichtungen wie zum Beispiel die Fraunhofer-Institute sind genau das, was Griechenland braucht: Anwendungsorientierte Forschung, die problemnahe und produktnahe Lösungen liefert.
5. Welche Stärken hat Griechenland sonst noch? Eine weitere Stärke ist die unglaublich große Zahl an herausragenden Wissenschaftlern. Einer jüngeren Studie zufolge sind unter den Topwissenschaftlern der Welt drei Prozent Griechen, obwohl Griechenland nur 0,2 Prozent der Weltbevölkerung ausmacht. Das Problem ist, dass 85 Prozent dieser Wissenschaftler im Ausland arbeiten. Griechenland muss sich also Gedanken machen, wie es dieses große Potential in Zukunft viel besser nutzen und mit der heimischen Industrie in Verbindung bringen kann.
6. Wo liegen die größten Hindernisse? Es gibt zwei weitere große Hindernisse. Zum einen ist die Bürokratie in Griechenland derart groß, dass es innovative Unternehmen grundsätzlich schwer haben und immer noch abwandern. Zum anderen gibt keine wirkliche Akzeptanz für die Kooperation zwischen Wissenschaft und Wirtschaft. Nach wie vor glaubt man, dass die Wissenschaft um ihrer selbst willen arbeiten soll, wissenschaftliche Erfindungen und Erkenntnisse aber nicht wirtschaftlich ausgenutzt werden sollen. Diese Einstellung muss Griechenland ändern, wenn es ein funktionierendes Innovationssystem etablieren will.

Qualität existiert, braucht es weiterer Forschungsinstitute mit ähnlicher Ausrichtung, um ein entsprechendes Innovationssystem auf den Weg zu bringen.

Das Gespräch führte Erich Wittenberg.



Das vollständige Interview zum Anhören finden
Sie auf www.diw.de/interview

Fiskalische Abwertung: Wirtschaftlicher Impuls für die Krisenländer im Euroraum

Von Kerstin Bernoth, Patrick Buraue und Philipp Engler

Die Mitgliedsländer der Eurozone, vor allem die sogenannten Peripheriestaaten, stehen vor einem schwer zu lösenden Problem: Einerseits benötigen sie dringend ein stärkeres Wirtschaftswachstum, um die aufgebauten Schuldenberge abtragen und die Arbeitslosigkeit reduzieren zu können, verfügen aber andererseits über keine fiskalpolitischen Spielräume zur Stimulierung ihrer Wirtschaft. Eine Möglichkeit, das Wirtschaftswachstum zu stärken, ohne die öffentlichen Haushalte zu belasten, könnte eine „fiskalische Abwertung“ sein. Dabei werden die Sozialabgaben der Arbeitgeber – und damit die Lohnnebenkosten – gesenkt, um die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen gegenüber ihren ausländischen Konkurrenten zu verbessern. Dadurch sollen die Exporttätigkeit angeregt und positive Beschäftigungseffekte erzielt werden. Finanziert wird die Reduzierung der Lohnnebenkosten durch eine Erhöhung der Mehrwertsteuer. Die vorliegende Untersuchung zeigt, dass fiskalische Abwertungen einzelner Mitgliedsländer einer Währungsunion dazu beitragen können, den Handelsbilanzsaldo und damit das Wirtschaftswachstum dort in der kurzen Frist zu stabilisieren. Daher dürfte dieses Instrument gerade für die Krisenländer der Eurozone von Bedeutung sein. Es ersetzt aber keineswegs die Umsetzung von Strukturreformen, die erforderlich sind, um das Wirtschaftswachstum auch langfristig zu erhöhen.

Die aktuelle Situation in manchen Euroländern ist durch drei sich gegenseitig verstärkende Krisen gekennzeichnet: eine Krise der Staatsfinanzen, eine Krise der Banken und schließlich eine Wachstumskrise.¹ Zusammen führen diese Probleme zu einer langanhaltenden Rezession mit zum Teil extrem hoher Arbeitslosigkeit. Eine gleichzeitige Lösung aller drei Krisen erscheint schwierig. So würde eine die Staatsschuldenkrise adressierende Austeritätspolitik die Probleme der Banken vergrößern und das Wirtschaftswachstum weiter dämpfen.² Umgekehrt könnte ein fiskalpolitischer Stimulus zwar das Wachstum ankurbeln, die Staatsverschuldung würde aber – zumindest in der kurzen Frist – weiter steigen und die Probleme der Banken wären nicht gelindert.

Einen Ausweg aus dieser Situation könnten Politikmaßnahmen bieten, die das Wirtschaftswachstum anregen, ohne die staatlichen Haushalte zu belasten. Über automatische Stabilisatoren würde die Lage der öffentlichen Haushalte damit sogar verbessert und die Sanierung der Banken erleichtert werden. Eine Möglichkeit, wie Mitgliedsländer einer Währungsunion solche Effekte erzielen können, ist die „fiskalische Abwertung“. Dabei wird die Abgabenbelastung aufkommensneutral von Sozialabgaben, die von Arbeitgebern gezahlt werden, hin zur Mehrwertsteuer umgeschichtet, um die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes zu verbessern. Eine Reduzierung der Sozialabgaben hat eine Senkung der Produktionskosten zur Folge, was in wettbewerbsinten-

¹ Shambaugh, J. C. (2012): The Euro's Three Crises. Brookings Papers on Economic Activity, Spring.

² Die Größe fiskalischer Multiplikatoren, also die Wirkung von Änderungen der Staatsausgaben auf das Wirtschaftswachstum, ist weiterhin umstritten. Müller liefert Hinweise auf einen wachstumsförderlichen Effekt von Austerität in Fällen schlechter Haushaltslagen; Müller, G. (2014): Fiscal austerity and the multiplier in times of crisis. German Economic Review 15 (2), 243–258. Allerdings könnten die für eine nachhaltige Haushaltskonsolidierung nötigen Budgetüberschüsse zu groß sein und zu lange durchgehalten werden müssen, um realistisch zu sein, Eichengreen, B., Panizza, U. (2014): Can large primary surpluses solve Europe's debt problem? vox.eu.org, Juli. Dagegen widerlegen Guajardo, Leigh und Pescatori in einer empirischen Untersuchung die These einer expansiven Wirkung einer Austeritätspolitik; Guajardo, J., Leigh, D., Pescatori, A. (2014): Expansionary Austerity? International Evidence. Journal of the European Economic Association, 12 (4); sowie Alesina, A. F., Ardagna, S. (2010): Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending. Tax Policy and the Economy, 24.

Kasten 1

Fiskalische Abwertung im theoretischen Modell

Engler et al. (2013) kalibrieren ein allgemeines dynamisch-stochastisches Gleichgewichtsmodell (DSGE) der EWU mit zwei repräsentativen Ländern, die die Mitte-Nord-Region und die Süd-Region der EWU darstellen.^{1,2} Untersucht wird die Auswirkung einer fiskalischen Abwertung des Südens auf den Süden selber und auf den Rest der Währungsunion. Die Lohnnebenkosten werden dabei um ein Prozent des Bruttoinlandsprodukts gesenkt und die Mehrwertsteuereinnahmen um ein Prozent erhöht.³

Die Senkung der Lohnnebenkosten im Süden senkt die Grenzkosten der Produktion und veranlasst Unternehmen zu Preissenkungen und führt so zu einer relativen Vergünstigung von Exportgütern im Vergleich zur Mitte-Nord-Region. Es kommt zu einer Nachfrageverlagerung von der Mitte-Nord- zur Süd-Region, sodass die Nettoexporte und die Produktion in letzterer steigen.⁴

Gleichzeitig treten gegenläufige Effekte der Mehrwertsteuererhöhung auf. Die damit verbundene Senkung der Real-löhne veranlasst die Arbeitnehmer höhere Nominallöhne zu verlangen. Allerdings wird die empirisch motivierte Annahme getroffen, dass sich Löhne erst nach und nach anpassen,⁵

wodurch die damit verbundene Steigerung der Grenzkosten nur langsam erfolgt und der Effekt der Senkung der Lohnnebenkosten in der kurzen Frist überwiegt.

Der kurzfristige Effekt auf die Mitte-Nord-Region ist ebenfalls positiv. Die sinkenden Preise in der Süd-Region veranlassen die Zentralbank ihre Zinsen zu senken,⁶ wodurch die Produktion im Norden trotz einer Umlenkung von Ausgaben im Süden leicht ansteigt. Im Lauf der Zeit können immer mehr Produzenten im Süden auf die veränderten Kosten reagieren und ihre Preise nach unten anpassen. Dadurch steigt die Intensität der Nachfrageverlagerung. Mittelfristig überwiegt diese im Norden den positiven Zinseffekt, und die Produktion sinkt leicht. Dieser negative Effekt verflüchtigt sich jedoch langsam durch das sukzessive Auslaufen des Umlenkungseffektes, wogegen in der Süd-Region ein positiver Effekt langfristig bestehen bleibt.

Nimmt man diese Effekte zusammen, lassen sich Rückschlüsse auf die außenwirtschaftliche Position der Süd-Region ziehen. Da sich das Realtauschverhältnis (*terms of trade*) durch die veränderten Preise verschlechtert, steigt im Süden der Konsum weniger stark als die Produktion. Die Differenz zwischen Produktion und Konsum wird im Modell in Anleihen der Mitte-Nord-Region investiert und resultiert in einer verbesserten Nettoauslandsposition und einer leicht verbesserten Handelsbilanz. Dieser Effekt verschwindet mittelfristig, weil im Modell die Nettoauslandsposition annahmegemäß zu einer ausgeglichenen Position zurückkehrt.

Mittelfristig bleibt auch die Produktion erhöht, weil es zu einer teilweisen Verlagerung der Steuer- und Abgabenglast zugunsten heimischer Produktion und zuungunsten ausländischer Produktion kommt. Ursache hierfür ist die größere Senkung des Lohnnebenkostensatzes im Vergleich zur Mehrwertsteuererhöhung.

(2010): Downward Nominal and Real Wage Rigidity: Survey Evidence from European Firms. *The Scandinavian Journal of Economics*, 112 (4), 884–910.

6 Die Zentralbank folgt einer sogenannten Taylor-Regel und reagiert somit auf Deflation mit Senkung des Zinssatzes.

1 Engler, P., Ganelli, G., Tervala, J., Voigts, S. (2013): Fiscal devaluation in a Monetary Union. Discussion Papers 2013/18, Free University Berlin, School of Business & Economics.

Die Mitte-Nord-Region umfasst Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Luxemburg, die Niederlande und Österreich, die Süd-Region Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien.

2 Andere Studien, die fiskalische Abwertungen im Rahmen von Zwei-Regionen-Modellen untersuchen, sind zum Beispiel Franco, F. (2011): Improving competitiveness through fiscal devaluation, the case of Portugal. Universidade Nova de Lisboa; von Thadden, L., Lipinska, A. (2013): On the (In)effectiveness of Fiscal Devaluations in a Monetary Union. Beiträge zur Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik 2013.

3 Erforderlich ist hierfür eine permanente Senkung des Abgabensatzes um 1,7 Prozentpunkte und eine Erhöhung der Mehrwertsteuer um einen Prozentpunkt. Dies entspricht ungefähr der doppelten Umverteilungslast in Deutschland im Jahr 2007 mit Mehreinnahmen durch höhere Mehrwertsteuern von 0,6 Prozent des Bruttoinlandsprodukts und Einbußen durch niedrigere Sozialabgaben von 0,4 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (OECD, Stats und Berechnungen des DIW Berlin).

4 Der Intensitätshöhepunkt wird erst nach mehreren Quartalen erreicht, da die Produzenten annahmegemäß ihre Preise erst nach und nach senken.

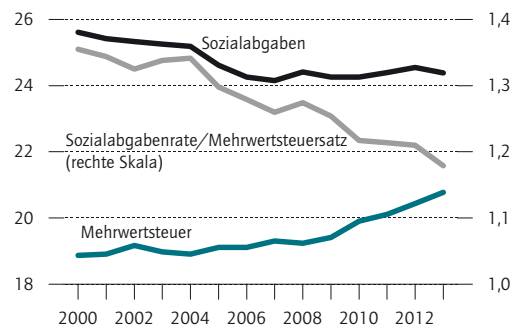
5 Für empirische Analysen zu Lohnstarrheit vgl. unter anderem Babecký, J., Du Caju, P., Kosma, T., Lawless, M., Messina, J., Rööm, T.

siven Märkten zu Preissenkungen führt. Folglich werden die im Inland hergestellten Güter gegenüber den im Ausland produzierten Gütern billiger, so dass sich die inländische Nachfrage zugunsten heimischer Produkte verschiebt und die Ausfuhr angeregt wird. Dies kann wiederum zu erhöhter Beschäftigung und reduzierter Arbeitslosigkeit führen. Die Einnahmeeinbu-

ßen auf Seiten des Staates durch die niedrigeren Sozialabgaben werden durch eine Anhebung der Mehrwertsteuer ausgeglichen. Zwar steigen dadurch die Preise von im Inland konsumierten Produkten, doch gilt dies gleichermaßen für im Inland und im Ausland produzierte Güter. Die fiskalische Abwertung erhöht also – ähnlich wie eine Abwertung des Wechselkurses bei

Abbildung 1

Sätze für Sozialabgaben der Arbeitgeber und Mehrwertsteuer im Durchschnitt des Euroraums



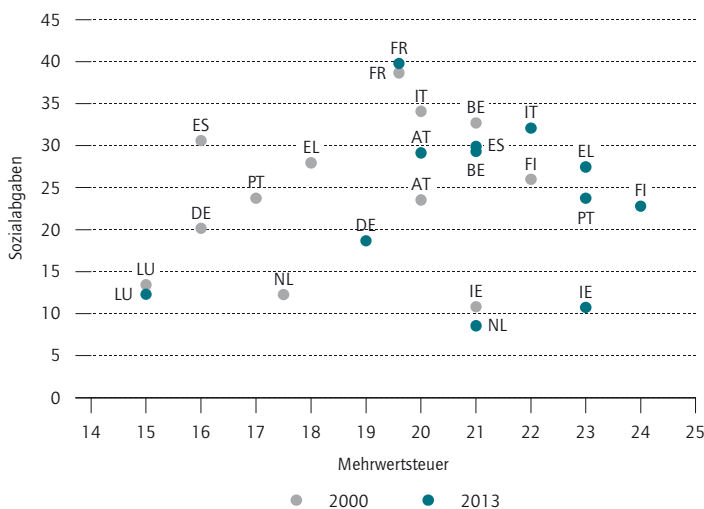
Quelle: OECD; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Die Mehrwertsteuersätze in der Eurozone sind deutlich gestiegen.

Abbildung 2

Sätze für Sozialabgaben der Arbeitgeber und Mehrwertsteuern in den Ländern des Euroraums 2000 und 2013



Quelle: OECD; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Die meisten Mitgliedsländer der EWU haben seit der Euroeinführung fiskalisch abgewertet.

Volkswirtschaften mit eigener Währung – die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen eines Landes (Kasten 1).³

³ Vergleiche zur Nutzung einer Umfinanzierung der Sozialversicherungsbeiträge durch eine Erhöhung der Konsumsteuer zur Stärkung der Beschäftigung in einem nationalen Kontext, siehe Jahresgutachten 2005/06 des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 388 ff.

Ein Vorteil einer fiskalischen Abwertung besteht darin, dass sie ohne Zustimmung der anderen Euroländer umgesetzt werden kann. Gerade in Zeiten, in denen ein geldpolitischer Stimulus aufgrund des Erreichens der Null-Zinsgrenze nicht mehr möglich ist, kann eine aufkommensneutrale aber wachstumsfördernde Steuerpolitik von erheblicher Bedeutung sein.⁴

Fiskalische Abwertung in der Praxis

Betrachtet man den Euroraum als Ganzes, so ist ein Trend zu einer Veränderung der Steuer- und Abgabenstrukturen erkennbar (Abbildung 1). Zwischen 2000 und 2013 sank der durchschnittliche ungewichtete Satz von Sozialabgaben der Arbeitgeber um 1,2 Prozentpunkte auf 24,5 Prozent.⁵ Im gleichen Zeitraum stieg der durchschnittliche Mehrwertsteuersatz um rund zwei Prozentpunkte auf 20,8 Prozent. Insgesamt gab es in der EWU zwischen 2000 und 2013 in 28 Fällen Mehrwertsteuererhöhungen und nur fünfmal wurden sie gesenkt. Gleichzeitig gab es zwei Dutzend Sozialabgabensenkungen für Arbeitgeber um mehr als 0,5 Prozentpunkte (Abbildung 2).

Die genauere Betrachtung von Fällen *gleichzeitiger* Änderungen von Mehrwertsteuersätzen und Sozialabgaben für Arbeitgeber zeigt, dass es seit 2000 in der EWU sechs Fälle fiskalischer Abwertung gegeben hat: Irland (2002), Deutschland (2007), Spanien, Finnland (beide 2010), die Niederlande (2012) und zuletzt auch Frankreich (2014) (Abbildung 3, oberer Teil).⁶ Hinsichtlich der Höhe der Lohnnebenkostenanpassung hat Frankreich die stärkste fiskalische Abwertung vorgenommen; der Sozialabgabensatz für Arbeitgeber wurde um rund 2,5 Prozentpunkte gesenkt.⁷ Darauf folgen die Niederlande, Deutschland und Finnland mit einer Senkung um 1,1 bis 1,5 Prozentpunkte. Die geringste Reduzierung der Sozialabgaben in dieser Ländergruppe nahm Spanien vor (0,25 Prozentpunkte).

⁴ Mario Draghi während des diesjährigen Treffens der Zentralbanken in Jackson Hole: „Second, there is leeway to achieve a more growth-friendly composition of fiscal policies. As a start, it should be possible to lower the tax burden in a budget-neutral way.“ 22. August 2014.

⁵ Euroländer, die in dieser Berechnung aufgrund mangelnder Daten nicht auftauchen, sind Lettland, Malta und Zypern. Datenquelle ist die Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit (OECD): stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=TABLE_I5.

⁶ Nach den Daten stehen häufig kleinere Anpassungen der Sozialabgaben über mehrere Jahre einmaligen Anhebungen des Mehrwertsteuersatzes gegenüber. Daher werden zur Berechnung der Änderung der Sozialabgabensätze im Jahr einer Mehrwertsteuererhöhung die Sozialabgabenanpassungen im laufenden sowie vorherigen und folgenden Jahr summiert.

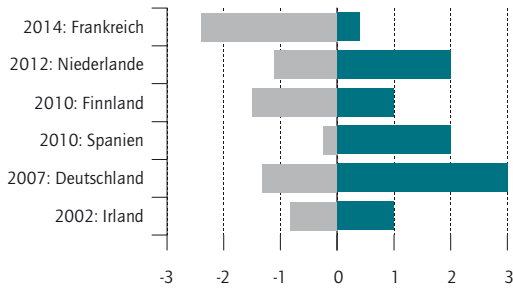
⁷ Zum aktuellen Zeitpunkt hat die OECD für 2014 noch keine Angaben über die Sozialabgabenrate in Frankreich veröffentlicht, sodass wir nur Steueränderungen der Lohnnebenkosten bis 2013 berücksichtigen können.

Abbildung 3

Fälle fiskalischer Abwertung bei gleichzeitiger Erhöhung der Mehrwertsteuern im Zeitraum 2000 bis 2014

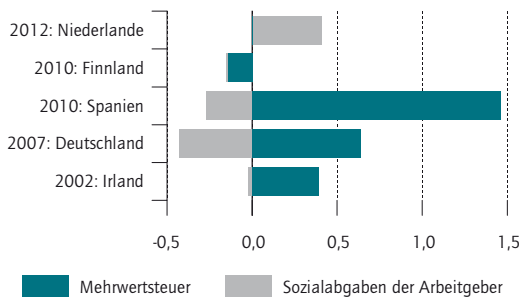
Veränderung der Steuer- und Abgabensätze

In Prozentpunkten



Veränderung der Einnahmen aus Mehrwertsteuer und Sozialabgaben der Arbeitgeber

In Prozent des Bruttoinlandsprodukts



Quelle: OECD; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

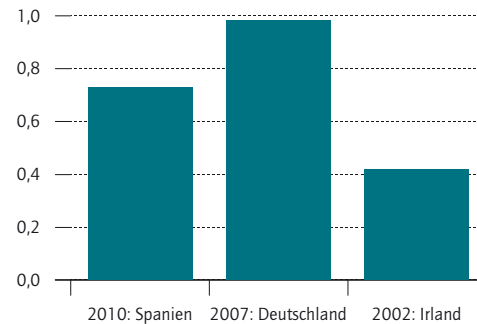
Sechs Länder haben im Beobachtungszeitraum gleichzeitig Sozialabgaben gesenkt und Mehrwertsteuern erhöht.

Die parallele Anhebung des Mehrwertsteuersatzes fiel mit Ausnahme Finnlands und Frankreichs stärker aus als die Senkung der Sozialabgaben: In Deutschland wurde die Mehrwertsteuer um drei Prozentpunkte, in den Niederlanden und Spanien um jeweils zwei Prozentpunkte und in Finnland und Irland um einen Prozentpunkt angehoben. In Frankreich stieg die Konsumsteuer um lediglich 0,4 Prozentpunkte auf 20 Prozent.

Die Asymmetrie in der Veränderung der Sozialabgaben- und der Mehrwertsteuersätze legt nahe, dass die fiskalische Abwertung nicht in allen Fällen aufkommensneutral für die Regierungen gestaltet wurde, sondern dass neben einer Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit auch das Motiv der Sanierung der öffentlichen Haushalte eine Rolle gespielt haben dürfte. Betrachtet man beispielsweise die Veränderung der Steuereinnahmen der oben genannten Länder zum je-

Abbildung 4

Indikator für Einnahmenneutralität bei fiskalischer Abwertung



Quelle: OECD; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

In Irland und Spanien waren die fiskalischen Abwertungen 2002 beziehungsweise 2010 stark überfinanziert.

weiligen Zeitraum der Steuerpolitikmaßnahme, so bestätigt sich diese Vermutung (Abbildung 3, unterer Teil). Mit Ausnahme von Finnland sind alle hier aufgeführten fiskalischen Abwertungen überfinanziert worden; die erhöhten Mehrwertsteuereinnahmen überwogen die Einbußen durch niedrigere Sozialabgaben.⁸ Zwar können die Änderungen in den Einnahmen angesichts der Vielzahl anderer Einflussfaktoren nicht eindeutig auf die Änderung der Steuer- und Abgabensätze zurückgeführt werden, jedoch bewegen sich die Einnahmen – mit Ausnahme Finnlands und der Niederlande – in die erwartete Richtung.

Um die Einnahmenneutralität der Steuer- und Abgabemaßnahmen messen zu können, hat das DIW einen Indikator für Einnahmenneutralität entwickelt, der einen Wert zwischen null und 100 Prozent annimmt (Abbildung 4 und Kasten 2). Ein Indikatorwert von 100 Prozent signalisiert, dass die Maßnahmen aufkommensneutral waren. Das heißt, dass der Verlust an Einnahmen resultierend aus einer Senkung der Sozialabgaben mit einer Steigerung der Mehrwertsteuereinnahmen gleicher Größenordnung einherging. Ein Indikatorwert von null gibt an, dass die Einnahmeveränderung aus der Senkung der Sozialabgaben der Arbeitgeber überhaupt nicht mit einer Erhöhung des Mehrwertsteuersatzes gegenfinanziert wurde. Letzteres ist bei rund 50 Steuer- und Abgabenänderungen im Beobachtungszeitraum der Fall. Ein

⁸ Der Umstand, dass fiskalisch abwertende Länder keine Budgetprobleme erwarten müssen, ist ein wichtiges Argument für die Attraktivität des Ausgleichsmechanismus; Cavallo, D., Cottani, J. (2010): Making fiscal consolidation work in Greece, Portugal, and Spain: Some lessons from Argentina. Vox.eu.org, Februar 2010.

Kasten 2

Ein Indikator für die Einnahmeneutralität bei fiskalischer Abwertung

Um das Konzept der fiskalischen Abwertung für statistische Analysen greifbar zu machen, werden die Daten für jedes Land in einen aussagekräftigen Indikator aggregiert. Zu berücksichtigen sind dabei der Umfang der fiskalischen Abwertung, das heißt der Steuer- und Abgabensatzänderungen sowie das Verhältnis der Mehr- und Mindereinnahmen, das heißt der Grad der Unter- oder Überfinanzierung der reduzierten Sozialeinnahmen.

Für jedes EWU-Land, das zwischen 2000 und 2013 gleichzeitig eine Mehrwertsteuererhöhung und eine Sozialabgabensenkung vorgenommen hat, wird ein Index berechnet, der die Ausgeglichenheit der Finanzierung widerspiegelt und zwischen 0 und 100 Prozent liegt.¹ Dieser Faktor ist als

$$\frac{\sqrt{|\Delta VAT_{rev} \times \Delta SSC_{rev}|}}{|\Delta VAT_{rev}| + |\Delta SSC_{rev}|}$$

definiert, wobei ΔVAT_{rev} die Veränderung der Mehrwertsteuereinnahmen in Prozent des Bruttoinlandsprodukts ist und ΔSSC_{rev} die Veränderung der Staatseinnahmen durch Sozialabgaben der Arbeitgeber in Prozent des Bruttoinlandsprodukts (als Summe der Veränderungen im Jahr der Mehrwertsteuererhöhung sowie im vorherigen und nachfolgenden Jahr). Beispielsweise senkte Deutschland im Jahr 2007 die Sozialabgaben um 1,31 Prozentpunkte. Da die Reform nur eine leichte Überfinanzierung aufweist, zeigt der Indikator der Einnahmeneutralität mit 98,1 Prozent einen relativ hohen.

¹ Steuerstatistiken für 2014 sind zum Veröffentlichungszeitpunkt noch nicht verfügbar, weshalb die fiskalische Abwertung von Frankreich hier nicht mit einbezogen ist.

Indikatorwert zwischen null und 100 gibt an, dass eine fiskalische Abwertung stattgefunden hat und diese über- oder unterfinanziert war. In dem vorliegenden Datensatz kommen ausschließlich Fälle der Überfinanzierung vor. Je stärker diese ist, umso geringer ist der Indikatorwert. Es zeigt sich, dass die fiskalische Abwertung in Deutschland nahezu einnahmeneutral gestaltet wurde, wogegen die Überfinanzierung in Irland am größten war.⁹

⁹ Im Fall der fiskalischen Abwertungen Finnlands (2010) und der Niederlande (2012) kommt es zu Veränderungen der Steuereinnahmen, die nicht die Veränderungen in den Steuersätzen widerspiegeln. Zum Beispiel sinken in Finnland die Mehrwertsteuereinnahmen trotz Erhöhung des Mehrwertsteuersatzes. Aus diesem Grund wird für die beiden Länder kein Indikator berechnet.

Schätzung kurzfristiger Effekte einer fiskalischen Abwertung in der Eurozone

Um zu untersuchen, ob und in welchem Maß das Instrument der fiskalischen Abwertung tatsächlich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit eines Mitgliedslandes der Europäischen Währungsunion beeinflusst, wurde eine Regressionsanalyse durchgeführt. Die Schätzungen beruhen auf Jahresdaten aller Länder der EWU mit Ausnahme von Lettland, Malta und Zypern für den Zeitraum 2000 bis 2013. Die zu erklärende Variable ist der Pro-Kopf-Handelsbilanzsaldo eines Landes. Als erklärende Variablen werden die Sozialabgaben- und die Mehrwertsteuersätze, der Indikator für Einnahmeneutralität sowie eine Reihe von makroökonomischen Größen verwendet, die sich in der Literatur als nützlich erwiesen haben.¹⁰ Alle erklärenden Variablen sind relativ zum Durchschnitt des Euroraums gemessen.¹¹ Grund dafür ist, dass der beschriebene Mechanismus der fiskalischen Abwertung nur dann funktionieren kann, wenn durch die Steueränderungen die Preisstruktur zwischen Handelspartnern verändert wird; der Effekt auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit sollte umso geringer ausfallen, je mehr Länder gleichzeitig fiskalisch abwerten.¹² Neben „fixed effects“ für Länder werden der Regression zusätzlich Jahres-Dummies hinzugefügt, um zeitspezifische Einflüsse zu berücksichtigen.

Das empirische Modell erklärt rund 70 Prozent der Variation des Pro-Kopf-Handelsbilanzsaldos (Tabelle, Spalte A). Die Schätzergebnisse zeigen, dass zwischen der Höhe der Sozialabgaben von Arbeitgebern und dem Pro-Kopf-Handelsbilanzsaldo eines Landes ein signifikant negativer Zusammenhang besteht.¹³ Dies ist ein Hinweis darauf, dass einzelne Länder durch Senkung der Sozialabgaben für Arbeitgeber ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit verbessern können.

¹⁰ Dies ist die Inflationsrate, das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts, das Nettoauslandsvermögen (in Prozent des Bruttoinlandsprodukts), die Arbeitslosenquote und der Altersabhängigkeitsquotient.

¹¹ Neben unterschiedlichen Modellinterpretationen ist die Betrachtung relativer Größen eines der Hauptunterschiede zur verwandten Studie von de Mooij, R., Keen, M. (2012): Fiscal Devaluation and Fiscal Consolidation: The VAT in Troubled Times. NBER Working Paper 17913.

Die relative Größe einer Variable x bemisst sich hierbei wie folgt: $\frac{x - \bar{x}}{|\bar{x}|}$ wobei $\bar{x}$ den Mittelwert von x über alle Euroländer bezeichnet.

¹² Die Schätzungen werden mit panel-korrigierten Standardfehlern geschätzt, um für eventuelle Heteroskedastizität und Korrelation in den Störtermen zu korrigieren; Beck, N., Katz, J.N. (1995): What to do (and not to do) with time-series cross-section data. American Political Science Review, 89, 634.

¹³ Ist der Sozialabgabensatz in einem Land um drei Prozent niedriger als im Durchschnitt des Euroraums (liegt er beispielsweise bei 29 Prozent, gegenüber 30 Prozent im Euroraum), so ist dessen Pro-Kopf-Handelsbilanzsaldo um 300 Prozent höher als der durchschnittliche Pro-Kopf-Handelsbilanzsaldo aller Euroländer. Bei der Beurteilung dieses auf den ersten Blick vielleicht hoch erscheinenden Wertes sollte bedacht werden, dass der Handelsbilanzsaldo typischerweise relativ zum Niveau der Exporte (Importe) klein ist und somit bereits moderate Änderungen der Exporte – hier aufgrund der verbesserten preislichen Wettbewerbsfähigkeit bei Durchführung der fiskalischen Abwertung – zu erheblichen Änderungen im Saldo führen können.

Tabelle

Pro-Kopf-Handelsbilanzsaldo

	(A)	(B)
Inflationsrate	-1,60	-1,59
BIP-Wachstum	-0,36	-0,35
Nettoauslandsvermögen (in Prozent des BIP)	3,29***	3,30***
Arbeitslosenquote	21,34**	20,99**
Mehrwertsteuersatz	-100,38	-99,83
Sozialabgabenrate der Arbeitgeber	-98,20***	-98,50***
Altersabhängigkeitsquotient ¹	412,360**	410,51**
Indikator für Einkommensneutralität	22,206*	22,08*
Arbeitsintensive Industriestruktur ²		3816,23
Arbeitsintensive Industriestruktur*		-42,88
Sozialabgabenrate		
Konstante	-15 142,97***	1 370,62
R ²	0,71	0,71
N	172	172

1 Altersabhängigkeitsquotient: Bevölkerung mit Alter über 65 Jahren relativ zur Bevölkerung mit Alter von 15 bis 64 Jahren.

2 Dummy Arbeitsintensive Industriestruktur: Dummy mit Wert 1, wenn der Anteil arbeitsintensiver Industrien in einem Land größer als 30 Prozent beträgt, ansonsten 0.

Die abhängige Variable und alle erklärenden Variablen bis auf den Indikator für Einkommensneutralität sind als prozentuale Abweichung zum Euroraumdurchschnitt ausgedrückt.

Quellen: Eurostat, OECD, Totev, S., Sariiski, G. (2008).

© DIW Berlin 2014

Je niedriger die Sozialabgabenrate der Arbeitgeber ist, desto größer ist der Handelsbilanzsaldo eines Landes.

Die Höhe der Mehrwertsteuer wirkt sich dagegen nicht auf die Handelsbilanz eines Landes aus. Dies ist nicht verwunderlich, da Mehrwertsteuern nur auf den heimischen Konsum anfallen und daher keinen Einfluss auf die relativen Preise eines Landes beim Gütertausch mit seinen Handelspartnern haben sollten.

Die Schätzungen deuten außerdem darauf hin, dass eine aufkommensneutrale Senkung der Sozialabgaben für Arbeitgeber (eine fiskalische Abwertung im klassischen Sinn), einen zusätzlichen positiven Einfluss auf die Handelsbilanz eines Landes hat. Die Ursache hierfür ist möglicherweise in der hohen Glaubwürdigkeit einer vollfinanzierten Entlastung der Unternehmen zu sehen. Denn so kann die Senkung von Seiten der Unternehmen als dauerhaft betrachtet werden; dies sollte sie zu größeren Preissenkungen veranlassen. Im Falle einer Überfinanzierung, so dass der Indikator kleiner wird, fällt der zusätzliche positive Effekt auf das Handelsbilanzsaldo geringer aus.

Es ist zu vermuten, dass eine fiskalische Abwertung durch die Senkung der Lohnnebenkosten sich beson-

ders auf arbeitsintensive Sektoren auswirkt.¹⁴ Ist dies der Fall, sollte der Effekt einer fiskalischen Abwertung in Ländern mit hoher Arbeitsintensität in der Produktion, was gerade in den Krisenstaaten der EWU der Fall ist, stärker ausfallen.¹⁵ Berücksichtigt man in der Regression den Anteil arbeitsintensiver Sektoren eines jeden Landes, so zeigt sich jedoch kein solcher Zusammenhang (Tabelle, Spalte B).

Mögliche weitere Effekte fiskalischer Abwertung

Neben einem positiven Impuls auf die Handelsbilanz eines Landes könnte eine fiskalische Abwertung zusätzlich einen Schritt in Richtung eines wachstumsfördernden Steuersystems bedeuten.¹⁶ Die Verlagerung von Lohnnebenkosten zu Verbrauchsabgaben wirkt arbeitsfördernd und dürfte die Sparquoten von privaten Haushalten erhöhen. Dies bestätigen Johansson et al., die finden, dass Mehrwertsteuern im Vergleich mit Lohn- und Unternehmenssteuern das kleinere Hemmnis für Wachstum sind.¹⁷ Zudem entsprechen diese Anpassungen den Bemühungen der Europäischen Kommission, die Steuersysteme, und insbesondere die Mehrwertsteuersätze, im Euroraum zu harmonisieren.¹⁸ Der damit gestärkte Binnenmarkt kann zu Effizienzsteigerungen führen und das Wirtschaftswachstum anregen. Zu dem kurzfristigen Impuls einer fiskalischen Abwertung über den Außenhandel käme dann also ein langfristig stimulierender Effekt hinzu.

Burda und Weder verweisen zudem auf einen konjunkturstabilisierenden Effekt der Senkung von Lohnne-

14 De Mooij, R., Keen, M. (2012): Fiscal Devaluation and Fiscal Consolidation: The VAT in Troubled Times. Working Paper No. 17 913. National Bureau of Economic Research.

15 Der Anteil arbeitsintensiver Industrien liegt in Spanien und Italien über 30 Prozent und in Portugal und Griechenland über 40 Prozent. In Frankreich und Deutschland dagegen ist der Anteil deutlich geringer (weniger als 25 beziehungsweise 20 Prozent), siehe Totev, S., Sariiski, G. (2008): The Spatial Distribution of Labour Intensive Industries in the EU. Regional and Sectoral Economic Studies, 8 (1), 5-28.

16 Arnold, J. M., Brys, B., Heady, C., Johansson, A., Schwellnus, C., Vartia, L. (2011): Tax policy for economic recovery and growth. Economic Journal, 121, F59-F80.

17 Johansson, Å. et al. (2008): Taxation and Economic Growth. OECD Economics Department Working Papers, No. 620.

18 Die Mehrwertsteuerrichtlinie der Europäischen Union schreibt einen Mindestmehrwertsteuersatz von 15 Prozent vor. Explizit begründet der Rat der Europäischen Union diese Richtlinie damit, dass Unterschiede in den Mehrwertsteuersätzen „strukturelle Ungleichgewichte verursach[en]“, Richtlinie 2010/88/EU des Rates, verfügbar unter eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:32010L0088&from=EN. Vgl. auch European Commission (2010): Green Paper on the future of VAT – Towards a simpler, more robust and efficient VAT system. [ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/common/consultations/tax/future_vat/com\(2010\)695_en.pdf](http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/common/consultations/tax/future_vat/com(2010)695_en.pdf).

benkosten.¹⁹ Sie zeigen, dass die Finanzierung der Sozialversicherungsleistungen durch entsprechende Sozialabgaben der Arbeitgeber zu einer Verstärkung der Konjunkturzyklen führt. Wenn Sozialleistungen mit einer ausgeglichenen Haushaltsregel durch Sozialabgaben finanziert werden und in einem Konjunkturrückgang die Abgaben durch Unternehmen sinken, die Ausgaben der Sozialversicherungen aber steigen, dann entsteht eine Finanzierungslücke. Diese wird durch erhöhte Sätze für Sozialabgaben geschlossen, und dies wiederum verstärkt den Konjunkturrückgang. Die Verbindung zwischen Sozialversicherungshaushalt und Konjunkturzyklus würde durch eine Verlagerung staatlicher Einnahmen zugunsten von Konsumsteuern gebrochen.

Fazit

In Anbetracht der derzeit hohen Schuldenberge bei gleichzeitig hoher Arbeitslosigkeit in den Krisenländern der Europäischen Währungsunion sollte über wirtschaftspolitische Maßnahmen nachgedacht werden, die wachstumsfördernd wirken, aber die staatlichen Haus-

halte nicht belasten. Eine mögliche Maßnahme stellt die fiskalische Abwertung dar, das heißt die Senkung der Sozialabgaben von Arbeitgebern bei gleichzeitiger Erhöhung der Mehrwertsteuer. Damit könnte ein positiver Effekt auf die Handelsbilanz und möglicherweise auch auf das Wirtschaftswachstum eines Landes erzielt werden.

Damit fiskalische Abwertung zur Reduzierung von Handelsbilanzungleichgewichten zwischen den Mitgliedsländern des Euroraums führt, ist es jedoch wichtig, dass dieses Instrument vor allem von Krisenländern mit chronischen Handelsbilanzdefiziten eingesetzt wird.

Zwar ist fiskalische Abwertung bei weitem nicht ausreichend, um die Probleme der europäischen Krisenländer langfristig zu lösen. Aber angesichts der Tatsache, dass sich die derzeitige Reformagenda der Europäischen Kommission auf eine restriktive Fiskalpolitik und auf Strukturreformen konzentriert, die sich erst in der längeren Frist positiv auf das Wirtschaftswachstum der Eurozone auswirken dürften, könnte eine fiskalische Abwertung gerade in der Übergangszeit dazu beitragen, das Wirtschaftswachstum in den Krisenländern zu stabilisieren.

19 Burda, M.C., Weder, M. (2014): Payroll Taxes, Social Insurance and Business Cycles. Mimeo. Humboldt Universität zu Berlin.

Kerstin Bernoth ist Stellvertretende Leiterin der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | kernoth@diw.de

Patrick Burauel war Praktikant in der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin

Philipp Engler ist Juniorprofessor für Makroökonomie an der FU-Berlin

FISCAL DEVALUATION: ECONOMIC STIMULUS FOR CRISIS COUNTRIES IN THE EURO AREA

Abstract: Member countries of the euro area, and the peripheral states in particular, are faced with an especially difficult problem: on the one hand, they urgently need stronger economic growth to pay off the mountains of debt they have accrued and have to reduce unemployment but, on the other hand, they have no scope to use fiscal policy to stimulate the economy. One way to strengthen economic growth without burdening public finances could be "fiscal devaluation". This reduces social security contributions for employers – and therefore ancillary wage costs – leading to companies being more price

competitive than their foreign competitors. This, in turn, should stimulate exports and result in positive employment effects. Reducing ancillary wage costs could be financed by an increase in value-added tax. The present study shows that fiscal devaluation in the individual member countries of a currency union may help to stabilize economic growth in the short term. Therefore, this instrument should be particularly important for the crisis countries of the euro area though it by no means replaces the implementation of structural reforms required to increase economic growth in the long term.

JEL: E62, F1, H2

Keywords: Fiscal policy, fiscal devaluation, tax policy, trade balance, international competitiveness

Umschuldungen im Euroraum: Wie lassen sich Staatsschulden effizienter restrukturieren?

Von Christoph Große Steffen und Julian Schumacher

Eine rechtzeitige Restrukturierung der Staatsschulden Griechenlands wäre vorteilhaft gewesen – diese Beurteilung hat der Internationale Währungsfonds (IWF) im Frühjahr dieses Jahres abgegeben. Doch welche Lösungsansätze sind für eine frühe Schuldenrestrukturierung überhaupt denkbar? Der vorliegende Bericht zeigt, dass bisherige Reformen, insbesondere die Einführung von Umschuldungsklauseln, in ihrer derzeitigen Form nicht ausreichen dürften. Andererseits ist eine institutionelle Lösung in Form eines internationalen oder europäischen Insolvenzregimes politisch nur schwer umsetzbar. Deshalb lautet ein Vorschlag, künftige Anleihen im Euroraum vertraglich so umzugestalten, dass Schuldenrestrukturierungen leichter möglich sind. Konkret sollten stärkere Kollektivklauseln in Anleiheverträge eingefügt und die anteilmäßige Auszahlung aller Gläubiger reformiert werden, um im Falle einer Umschuldung die Auswirkungen möglicher Rechtsstreitigkeiten zu begrenzen. Auf diesem Wege würden Schuldenrestrukturierungen erleichtert und zudem die No-Bailout-Regel glaubwürdiger gestaltet, womit Anleihezinsen wieder ihre disziplinierende Wirkung auf Staaten entfalten könnten.

Die Schuldenstände der öffentlichen Hand sind im Euroraum in den vergangenen Jahren stark gestiegen (Abbildung 1).¹ Verantwortlich dafür waren in erster Linie zwei Faktoren: Erstens hat die Rettung von Geschäftsbanken im Zuge der Finanzmarktkrise die Schuldenstände stark erhöht. Zweitens wurden in Reaktion auf die globale Finanzmarktkrise Konjunkturpakete aufgelegt. Auch kamen im Zuge einer tiefen Rezession in einzelnen Ländern des Euroraums automatische Stabilisatoren zum Einsatz. Darüber hinaus waren die Schuldenstände in Griechenland und Italien bereits vor der Krise hoch, ohne dass dies damals zu Reaktionen der Gläubiger geführt hätte.

Infolge der Entwicklung gerieten vier Mitgliedsländer der Währungsunion in Zahlungsschwierigkeiten: Innerhalb eines Jahres, von Mai 2010 bis Mai 2011, verloren nacheinander Griechenland, Irland und Portugal den Zugang zum internationalen Kapitalmarkt und mussten durch Kreditlinien europäischer Partnerländer und des Internationalen Währungsfonds gestützt werden; Zypern folgte im Mai 2013. Diese Staatsschuldenkrise traf die Europäische Währungsunion völlig unvorbereitet. Insbesondere bestand kein geordneter Rahmen zum Umgang mit der Zahlungsunfähigkeit eines Mitgliedstaates. Eine Restrukturierung der Schulden der betroffenen Krisenländer war daher mit sehr hohen Risiken verbunden. Aufgrund länderübergreifender Ansteckungseffekte bestand die Gefahr, dass der Euro als Währung auseinanderbricht. Um dies zu verhindern und Zeit zu gewinnen, blieb den europäischen Partnern lange Zeit nur das Mittel der kurzfristigen Liquiditätshilfe, die im Fall nicht tragfähiger Schuldenstände über kurz oder lang in Transferzahlungen münden.² Dadurch besteht im Euroraum ein besonders schwerwiegender Fall moralischen

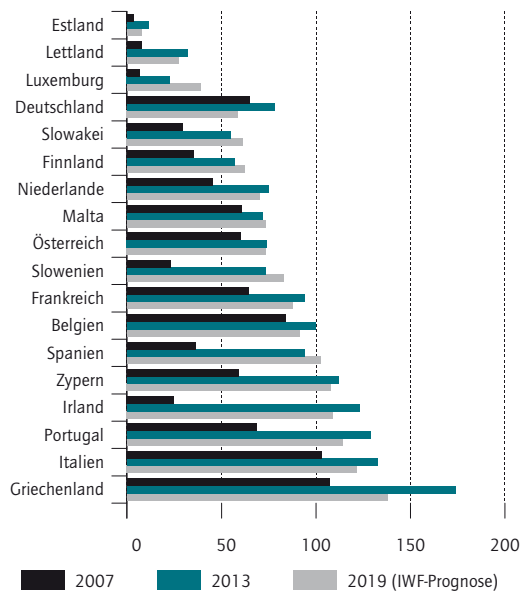
¹ Der vorliegende Bericht ist Teil einer Serie von DIW Wochenberichten, die sich mit Elementen einer Strategie zur institutionellen Neuordnung der Währungsunion befasst. Vgl. Fichtner, F., Fratzscher, M., Podstawski, M., Ulbricht, D. (2014): Den Euroraum zukunftsfähig machen. DIW Wochenbericht Nr. 24/2014.

² Kokert, M., Schäfer, D., Stephan, A. (2014): Niedriger Leitzins: eine Chance in der Euro-Schuldenkrise. DIW Wochenbericht Nr. 7/2014, 115–126.

Abbildung 1

Schuldenstände im Euroraum

In Prozent zum Bruttoinlandsprodukt



Quellen: IWF World Economic Outlook; Berechnungen des DIW Berlin.

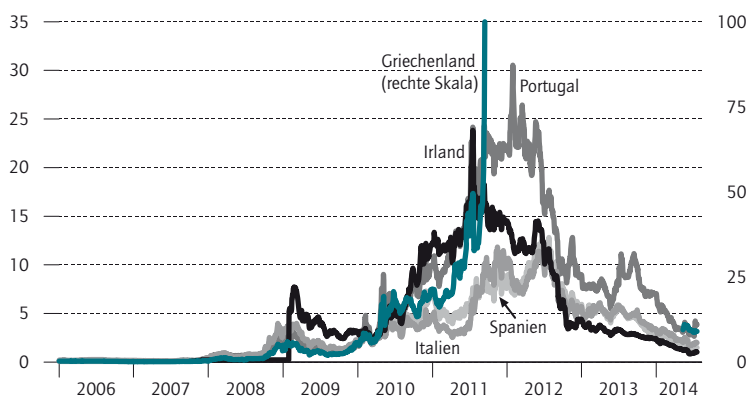
© DIW Berlin 2014

Das Überschuldungsproblem im Euroraum bleibt auf absehbare Zeit hoch relevant.

Abbildung 2

Ausfallwahrscheinlichkeit über 5-Jahreszeitraum abgeleitet aus CDS-Marktpreisen¹

In Prozent


¹ Berechnung unter Annahme einer Erlösquote von 50 Prozent.

Quellen: Bloomberg; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Die Wahrscheinlichkeit eines Schuldenschnitts wird von den Finanzmärkten wieder als zunehmend gering eingeschätzt.

Risikos (*Moral Hazard*), denn die betroffenen Länder haben einen Anreiz, Anstrengungen für mehr Haushaltsdisziplin zurückzustellen und sich auf die im Notfall bereitstehenden internationalen Finanzhilfen zu verlassen.

Insolvenzordnung für Staaten beinhaltet Zielkonflikt

Die Alternative zu der in der Krise vollzogenen Rettungspolitik besteht in einem europäischen Umschuldungsrahmen für Staaten, also einer expliziten Regelung möglicher Insolvenzfälle. Während ein solcher institutioneller Rahmen nach jeder Staatsschuldenkrise in den vergangenen drei Jahrzehnten gefordert wurde,³ ist die Umsetzung bisher an politischen Widerständen gescheitert – vor allem aufgrund des ökonomischen Spannungsfeldes, das mit einem solchen Insolvenzrahmen verbunden ist. Dieser bringt Vor- und Nachteile mit sich, die in der Praxis nur schwer abzuschätzen sind. Begründet ist dies in der besonderen Natur staatlicher Schulden, die im Fall von Zahlungsausfällen nur bedingt rechtlich geltend gemacht werden können.⁴ Damit folgt die Rückzahlung der Schulden und Zinsen besonderen Grundsätzen, da sich die Möglichkeit opportunistischen Verhaltens ergibt, indem sich ein Staat mittels eines Schuldenschnitts eines Großteils seiner Schulden entledigen kann. In der Praxis verhindern allerdings Reputationsverluste, negative Handelseffekte und die hohen Kosten juristischer Auseinandersetzungen oder Auswirkungen auf das Finanzsystem meist den strategischen Zahlungsausfall.⁵ Diese disziplinierenden Faktoren erlauben es den Staaten, sich trotz der vorhandenen rechtlichen Unsicherheit für Investoren zu niedrigen Zinsen zu verschulden.⁶ Eine zukünftige Restrukturierungsordnung sollte beides im Blick haben: die hohen Kosten eines Schuldenschnitts und die Notwendigkeit, dass Staaten auf ihre aufgenommenen Schulden Zinsen in angemessener Höhe zahlen müssen.

Im Euroraum besteht derzeit ein Missverhältnis: Die mit einer Umschuldung einhergehenden Kosten überwiegen die positiven Effekte, die durch die disziplinierende Wirkung der Kosten entstehen. Insbesondere ein durch eine Umschuldung stark in Mitleidenschaft gezogener Finanzsektor sorgt für hohe gesamtwirtschaft-

³ Rogoff, K., Zettelmeyer, J. (2002): Bankruptcy procedures for sovereigns: A history of ideas, 1976–2001. IMF Staff Papers, 49 (3), 470–507.

⁴ Szodroch, A. (2008): Staateninsolvenz und private Gläubiger: Rechtsprobleme des Private Sector Involvement bei staatlichen Finanzkrisen im 21. Jahrhundert. Berlin.

⁵ Borensztein, E., Panizza, U. (2009): The Costs of Sovereign Default. IMF Staff Papers, 56 (4), 683–741.

⁶ Dooley, M. (2000): International financial architecture and strategic default. Can financial crises be less painful? Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 53, 361–377.

liche Kosten.⁷ Zwar sorgen diese Kosten dafür, dass das Ausfallrisiko aus Sicht der Gläubiger geringer ist, weshalb sich ein Staat zu niedrigeren Zinsen verschulden kann. Allerdings führt dieses Anreizproblem zu höheren Schuldenständen – und die im Fall eines ungeordneten Schuldenausfalls entstehenden Wohlfahrtsverluste dürften die Vorteile günstiger Zinsen bei weitem übersteigen, sodass eine Insolvenzordnung für den Euroraum besonders vorteilhaft wäre.⁸

Die bisherigen Anstrengungen, Umschuldungen in Zukunft leichter zu gestalten, scheinen keinen merklichen Anstieg der staatlichen Finanzierungskosten mit sich gebracht zu haben; im Gegenteil sind die Ausfallwahrscheinlichkeiten derzeit wieder auf Tiefstständen angelangt (Abbildung 2). Dies liegt in erster Linie an der impliziten Bailout-Garantie, derzufolge der Euro als Währung und die Währungsunion in ihrer heutigen Form erhalten werden sollen. Zwar würde die explizite Einpreisung eines Umschuldungsszenarios die tatsächlichen Risiken im europäischen Staatsschuldenmarkt besser widerspiegeln. Kurzfristig ist jedoch eine Rückkehr von Finanzmarkturbulenzen infolge der Einführung einer Insolvenzordnung für Staaten nicht völlig auszuschließen. Insbesondere könnten die dadurch höher erscheinenden Risiken bei Staatsanleihen der Krisenländer zu einem erneuten Anstieg der Risikoprämien führen.⁹

Rettungspolitik der Euroländer hat ein Zeitinkonsistenz-Problem

Die Rettungspolitik der Euroländer beinhaltet noch ein weiteres Problem, abzulesen am Fall Griechenland: Die von internationalen Geldgebern bereitgestellten Finanzmittel wurden zur vollständigen Auszahlung kurz laufender griechischer Anleihen verwendet, sodass deren Halter keinen Beitrag zur Umschuldung leisten mussten.¹⁰ Dadurch sind die Mittel der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) effektiv zu einem Bailout verwendet worden. Als Rechtsnachfolger des EFSF übernimmt der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM)

damit Kredite, die er laut eigener Statuten nicht hätte ausgeben dürfen, da er nur zur Überbrückung von Liquiditätsengpässen berechtigt ist, die einen grundsätzlich tragfähigen Schuldenstand voraussetzen. Dieses Problem besteht fort und ist an jegliche Form von Hilfen bei Liquiditätsengpässen gekoppelt, die sich später als Fall einer Insolvenz entpuppen. Effektiv fehlen im institutionellen Aufbau derzeit Bailin-Elemente – also Mechanismen, die die Haftung zurück auf Seite der Gläubiger verlagern würden –, sodass der ESM aufgrund eines Zeitinkonsistenz-Problems im Nachhinein immer einem Bailout zustimmen wird (Kasten 1).¹¹ Dies hat zwei wesentliche Nachteile: Zum einen wird die ohnehin nur unzureichende Kontrollfunktion der Finanzmärkte gegenüber der Verschuldungsentscheidung nationaler Regierungen im Euroraum weiter untergraben. Zum anderen werden dadurch Koordinierungsprobleme auf Seiten der Kreditgeber verstärkt, da angesichts der Aussicht auf eine volle Rückzahlung der Kredite Anreize zum Ausschlagen eines Umschuldungsangebots bestehen.

Koordinierungsproblem unter Gläubigern und Holdouts erhöhen Kosten von Umschuldungen

Bei Koordinierungsproblemen auf Seiten der Gläubiger sind zwei Fälle zu unterscheiden.¹² Im ersten Fall kann sich eine Gruppe nicht auf ein eigentlich vernünftiges Restrukturierungsangebot einer illiquiden oder überschuldeten Regierung einigen. Im zweiten nimmt eine kleine Gruppe ein Restrukturierungsangebot nicht an (*Holdout-Gläubiger*), und besteht stattdessen – mit Blick auf die zu erwartende Verbesserung der Zahlungsfähigkeit durch die Schuldenreduktion – auf der Auszahlung des ursprünglichen Nennwerts. Dieses Trittbrettfahrerverhalten kann dann dazu führen, dass auch die übrigen Gläubiger, für die das Angebot bei Beteiligung aller vorteilhaft wäre, nicht mehr zustimmen.¹³ Eine Einigung wird damit unter Umständen verhindert, mindestens aber erschwert und zeitlich verzögert.¹⁴

Das Koordinierungsproblem zwischen Gläubigern erhöht damit in der Praxis die mit einer Restrukturierung

⁷ Große Steffen, C., Engler, P. (2014): Sovereign risk, interbank freezes, and aggregate fluctuations. ssrn.com/abstract=2489914.

⁸ Gai, P., Hayes, S., Shin, H. (2001): Crisis costs and debtor discipline: The efficacy of public policy in sovereign debt crises. *Journal of International Economics*, (62) 2, 245–262.

⁹ In diesem Kontext wird gerne auf den 19. Oktober 2010 verwiesen, als Merkel und Sarkozy sich im französischen Deauville darauf verständigten, langfristig müsse es Bail-in-Elemente für private Gläubiger im Zusammenhang mit Finanzhilfen des ESM geben. Es ist jedoch strittig, ob die zeitgleich stattfindenden Turbulenzen an den Finanzmärkten tatsächlich auf diese Äußerung zurückzuführen sind; vgl. Mody, A. (2014): The ghost of Deauville. voxeu.org/article/ghost-deauville.

¹⁰ Zu den internationalen Geldgebern gehören im Rahmen des ersten Hilfsprogramms der IWF und die Euroländer. Das zweite Programm beinhaltete zudem Gelder des EFSF. Die Restrukturierung privater Gläubiger folgte dann zeitlich verzögert im März 2012; vgl. Zettelmeyer, J., Trebesch, C., Gulati, M. (2013): The Greek debt restructuring: an autopsy. *Economic Policy*, 513–563.

¹¹ Miller, M., Zhang, I. (2000): Sovereign liquidity crises: The strategic case for a payments standstill. *Economic Journal*, (1010) 460, 335–362.

¹² Bi, R., Chamon, M., Zettelmeyer, J. (2011): The problem that wasn't: Coordination failures in sovereign debt restructurings. IMF Working Paper, WP/11/265.

¹³ Holdout-Strategien lohnen sich insbesondere bei pro-rata-Klauseln, siehe Pitchford, R., Wright, M. (2012): Holdouts in sovereign debt restructuring: A theory of negotiation in a weak contractual environment. *Review of Economic Studies*, 79, 812–837.

¹⁴ Berühmte Fälle sind unter anderem NML v. Argentinien, in dem die Umschuldung 2005 aufgrund von Pfändungen durch Holdout-Kläger mehrere Monate verschoben werden musste; ein weiteres Beispiel ist Peru, dessen Brady-Umschuldung in den 90er Jahren zunächst von amerikanischen Banken, später durch den Hedge-Fonds Elliott attackiert wurde.

Kasten 1

Liquiditätshilfen des ESM und das Problem zeitlicher Inkonsistenz

Das Zeitinkonsistenz-Problem des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) kann mittels eines einfachen spieltheoretischen Beispiels verdeutlicht werden.¹ Angenommen, ein Mitglied der Währungsunion gerät in Zahlungsschwierigkeiten, ist jedoch solvent. Der tatsächliche Wert aller Vermögen sei 130. Aufgrund der Illiquidität des Landes hat das Vermögen jedoch einen Marktwert von lediglich 100. Es geht nun in dem Spiel um die Aufteilung des Vermögenswertes zwischen den Gläubigern auf der einen Seite sowie dem Land und dem ESM auf der anderen Seite. Die Handlungsmöglichkeiten sind dabei: Der Gläubiger kann entweder seinen Kredit verlängern, oder aber den ausstehenden Betrag pfänden. Der ESM wiederum kann einerseits einen Rettungskredit vergeben (Bailout) oder andererseits gar nicht handeln.

Auf der Grundlange der Auszahlungsmatrix (Tabelle) ist ersichtlich, dass es zwei Nash-Gleichgewichte gibt. Entscheidet sich der Gläubiger für eine Kreditverlängerung und macht deshalb Zugeständnisse an das Gläubigerland, erhält er 80, während das Schuldnerland den Rest, die Differenz zwischen dem wahren Wert und der Gläubigerzahlung, von 50 erhält; der Gesamtwert von 130 bleibt somit erhalten. Entscheidet sich der Gläubiger allerdings gegen eine Kreditverlängerung, lohnt es sich für den ESM, einem Bailout zuzustimmen. Durch die Pfändung erhält der Gläubiger 100, da der ESM die volle Zahlungsverpflichtung übernimmt. Die übrigen 30 erhält das Schuldnerland, abzüglich 5 für das makroökonomische Anpassungsprogramm, das es im Fall von Finanzhilfen einhalten

¹ Das hier aufgeführte Beispiel ist der Analyse von Miller und Zhang (2000), a. a. O., entnommen und auf den Fall des ESM angewendet.

Tabelle

Auszahlungsmatrix

		ESM/Schuldner	
		Keine Handlung	Bailout
Gläubiger	Kreditverlängerung	(80,50)	(80,50)
	Pfändung	(40,0)	(100,25)

Quelle: Miller, M., Zhang, I. (2000), a. a. O.

© DIW Berlin 2014

muss. Sollte sich der Gläubiger für die Pfändung entscheiden, und der ESM bietet keinen Bailout an, dann erhält der Gläubiger lediglich die vorhandenen Sicherheiten von 40 zurück. Das Schuldnerland gerät in eine ungeordnete Staatsinsolvenz und wird durch hohe wirtschaftliche Kosten und Ansteckungseffekte durch eine Auszahlung von 0 bestraft.

Aus der Sicht des ESM wäre es nun optimal, sich auf das Nash-Gleichgewicht oben links zu koordinieren. Dies ist jedoch nicht möglich. Angenommen, der Gläubiger kann zuerst seine Strategie wählen (*first mover advantage*) und entscheidet sich dazu, den Kredit nicht zu verlängern. In diesem Fall ist die Strategie des ESM, keinen Bailout anzubieten, unglaublich und damit zeitlich inkonsistent. Denn hat er lediglich die Wahl zwischen Auszahlungen von 0 (Keine Handlung) und 25 (Bailout), dann wird er sich für den Bailout entscheiden, obwohl dies nicht dem bevorzugten Gleichgewicht entspricht. Hat der Gläubiger die volle Information über das Spiel, so gibt es nur eine dominante Strategie: Der Gläubiger wird im Fall einer Liquiditätskrise niemals die Kredite verlängern, und der ESM wird stets einem Bailout zustimmen.

verbundenen Kosten und würde sich für den Euroraum daher negativ auswirken. Es gibt jedoch mindestens zwei Möglichkeiten, Koordinierungsprobleme zu entschärfen: Zum einen besteht die Option, die vertragliche Dokumentation bei der Ausgabe neuer Staatsanleihen um sogenannte Umschuldungsklauseln zu ergänzen, die im Fall einer Insolvenz die Gläubigerkoordination erleichtern.¹⁵ Zum anderen können weitere Maßnahmen ergriffen werden, um Holdout-Strategien zu verhindern.¹⁶

¹⁵ Weitere Elemente, die das Koordinierungsproblem reduzieren können, sind *minimum-participation constraints* (bei denen eine Umschuldung nur dann vonstatten geht, wenn eine große Mehrheit der Gläubiger teilnimmt) sowie *exit consents* (bei denen die nicht vorbehaltenen Bereiche geändert werden), siehe Bi, R. et al. (2011), a. a. O.

¹⁶ Haldane, A. et al. (2003): Analytics of sovereign debt restructuring. *Journal of International Economics* 65, 315–333; Ghosal, S., Miller, M. (2003): Co-ordination failure, moral hazard and sovereign bankruptcy procedures. *The Economic Journal*, 113 (April), 276–304.

Bisherige Umschuldungsklauseln reichen nicht aus

Koordinierungsprobleme auf Seiten der Investoren bei Umschuldungen von Staatsschulden treten seit Anfang der 1990er Jahre signifikant häufiger auf. Während die aggregierte Teilnahmerate an Restrukturierungsmaßnahmen unverändert hoch geblieben ist,¹⁷ sind Holdout-Gläubiger in den letzten Jahren zunehmend dazu übergegangen, Umschuldungen gerichtlich anzufechten.¹⁸ Auch die griechische Regierung kämpft mit Rechtsstrei-

¹⁷ Moody's (2013): The Role of Holdout Creditors and CACs in Sovereign Debt Restructurings. Special Comment.

¹⁸ Schumacher, J., Trebesch, C., Enderlein, H. (2014): Sovereign defaults in court: The rise of creditor litigation. *ssrn.com/abstract=2189997*.

tigkeiten, obwohl die Umschuldung im Jahre 2012 den Großteil der Gläubiger eingebunden hat.¹⁹

Um künftige Umschuldungen zu erleichtern, äußerte der Europäische Rat im März 2011 die Absicht, die vertragliche Dokumentation aller neuen Anleihen mit Umschuldungsklauseln, sogenannter *Collective Action Clauses* (CACs) zu versehen (Kasten 2). Dies wurde im Rahmen des ESM-Vertrags festgeschrieben und ab Jahresbeginn 2013 bei allen neu emittierten Anleihen im Euroraum umgesetzt.²⁰ Zuvor verkaufte europäische Staatsanleihen enthielten in der Regel keine CACs.²¹ Schwellenländer hingegen verwenden solche Klauseln bereits seit längerem. Konkret sehen die Regelungen jedoch lediglich die Abstimmung innerhalb der Gläubigergemeinschaften einzelner Anleihen vor. Dies kann dazu führen, dass trotz der Präsenz von CACs Holdout-Gläubiger eine Umschuldung blockieren können.²² Um dieses Problem zu umgehen, sehen die neuen Euro-CACs daher zwei Abstimmungsvarianten vor, die den Gläubigern präsentiert werden können: Neben einer traditionellen, anleihe-spezifischen Abstimmung, in der 75 Prozent der Gläubigergemeinschaft jeder Anleihe zustimmen müssen, kann auch eine anleiheübergreifende, aggregierte Abstimmung angesetzt werden. Wird diese Option angeboten, können die vorbehaltenen Bereiche einer Anleihe für alle Investoren verbindlich geändert werden, sofern es zwei Mehrheiten gibt: Drei Viertel des aggregierten Nennwerts aller ausstehenden Anleihen und zwei Drittel des Nennwerts einzelner Anleihen.

Wird die Zwei-Drittel-Mehrheit der zweiten Säule allerdings nicht erreicht, bleibt eine vollständige Umschuldung der betreffenden Anleihe aus, selbst wenn die Drei-Viertel-Mehrheit im aggregierten Schuldenstand erreicht wurde. Anleihe-spezifische Teilnahmeraten von weniger als zwei Dritteln sind insbesondere in großen Umschuldungen mit vielen separaten Wertpapieren nicht ungewöhnlich (Abbildung 3), selbst wenn alle Anleihe-Umschuldungen der vergangenen 15 Jah-

Kasten 2

Zentrale Elemente in Anleihe-dokumentationen

Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses, CACs)

Anleihen, die CACs enthalten, erlauben auf Antrag des Emittenten das Ändern bestimmter vorbehaltener Bereiche (*reserved matters*) mit einer qualifizierten Mehrheit der Investoren für die gesamte Gläubigergemeinschaft, inklusive jener, die der Änderung nicht zustimmen. Zu den vorbehaltenen Bereichen gehören in der Regel Zahlungsbedingungen wie Nennwert und Zins einer Anleihe, aber auch andere, den Wert der Anleihe fundamental betreffende Punkte wie beispielsweise Auszahlungszeitpunkt, -ort oder Gerichtsstand. Eine typische CAC könnte beispielsweise eine Reduktion des Nennwerts für alle Gläubiger erlauben, wenn mindestens 75 Prozent eines Quorums von 50 Prozent aller Investoren zustimmen.

Gleichbehandlungsklauseln (Pari Passu)

Pari Passu („im Gleichschritt“-)Klauseln versprechen eine „gleiche“ Behandlung der verschiedenen Gläubigerklassen innerhalb der definierten Gruppe von Verschuldungstypen.¹ In einem vielbeachteten Urteil im Fall *NML Capital vs. Republic of Argentina* entschieden US-Gerichte jedoch, dass solche Klauseln darüber hinaus anteilmäßige Zahlungen an alle Gläubigerklassen vorschreiben. Somit stünde Holdout-Gläubigern der volle Wert ihrer Forderungen zu, solange Investoren, die an einer Umschuldung teilnehmen, den vollen Wert ihrer neuen, reduzierten Ansprüche erhalten. Die konkrete Formulierung der Klausel variiert jedoch erheblich zwischen Ländern und berater-der Anwaltskanzleien.² Nicht alle Formulierungen legen die Verpflichtung zur anteilmäßigen Zahlung nahe.

¹⁹ Slowakische und zyprische Banken haben vor dem Schiedsgericht der Weltbank ICISD ein Verfahren gegen Griechenland beantragt, siehe Poštová banka, a.s. and Istrokapital SE v. Hellenic Republic, ICISD Case No. ARB/13/8. Der Fall wurde von ICISD zur Beratung angenommen, befindet sich derzeit aber noch in der Beweisaufnahme. Eine Reihe von Kleinanlegern hat sowohl vor deutschen als auch vor griechischen Gerichten Klagen eingereicht; diese wurden bislang jedoch in ersten Instanzen abgewiesen.

²⁰ Siehe europa.eu/efc/sub_committee/cac/index_en.htm, sowie ESM-Vertrag, Präambel Ziffer 11.

²¹ Mit Ausnahme der unter englischem Recht begebenen Anleihen.

²² Als Beispiel: Ein Land, das drei Anleihen mit dem gleichen Nennwert und einer CAC-Mehrheit von 75 Prozent umschulden möchte erzielt in zwei Anleihen eine Zustimmung von 95 Prozent und in der dritten Anleihe eine Zustimmung von 70 Prozent. Ohne Aggregation können dann lediglich die beiden ersten Anleihen vollständig umgeschuldet werden, wohingegen in der dritten Anleihe 30 Prozent Holdouts übrig bleiben werden, trotz einer aggregierten Zustimmungsquote von 86,7 Prozent.

¹ Buchheit, L., Pam, J. (2004): The Pari Passu Clause in Sovereign Debt Instruments. *Emory Law Journal* 53, 871–922; Wright, M. (2014): Interpreting the Pari Passu Clause in Sovereign Bond Contracts: It's All Hebrew (and Aramaic) to Me. *Capital Markets Law Journal* (im Erscheinen).

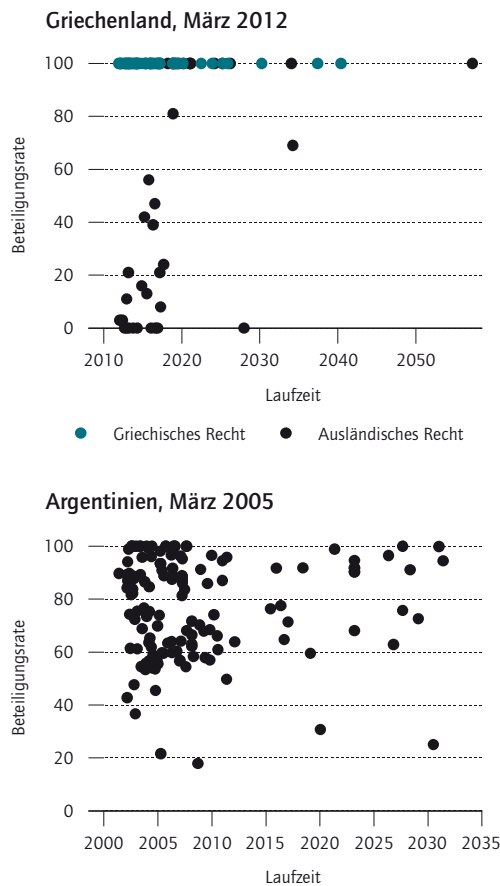
² Weidemaier, M., Scott, R., Gulati, M. (2013): Origin Myths, Contracts, and the Hunt for Pari Passu. *Law & Social Inquiry*, 38 (1), 72–105.

re aggregierte Zustimmungsraten von mehr als 75 Prozent erreicht haben.

Ein zusätzliches Problem ergibt sich aus der großen Menge der derzeit ausstehenden Schulden im Euro-raum: Da die Euro-CACs lediglich in neuen Anleihe-verträgen enthalten sind und nicht nachträglich auf

Abbildung 3

Beteiligungsrate bei der griechischen Umschuldung In Prozent



Quellen: Zettelmeyer, Trebesch, Gulati (2013): *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*, CESifo Working Paper No. 4333; Schumacher (2014): *Coordination Problems in Sovereign Debt Restructurings: Hold-outs and Litigation in Argentina*, mimeo, Humboldt Universität Berlin.

© DIW Berlin 2014

Während die unter griechischem Recht begebenen Anleihen (mit aggregierten CACs) eine Beteiligungsrate von 100 Prozent erzielten, war die Beteiligungsquote in den unter ausländischem Recht begebenen Anleihen mit 71 Prozent signifikant geringer. Viele argentinische Anleihen konnten 2005 ebenfalls nur zu weniger als 75 Prozent umgeschuldet werden.

ausstehende Anleihen übertragen wurden, muss der gesamte Schuldenstand einmal unter den neuen Bedingungen refinanziert worden sein, bis die Reform voll wirken kann. Die Laufzeit der ausstehenden Staatsanleihen der Euroländer beträgt im Durchschnitt aber fast sieben Jahre und in einigen Ländern auch deutlich mehr: So haben Griechenland, Irland, Italien und Spanien ausstehende Anleihen mit einer Laufzeit von derzeit noch mindestens 25 Jahren.²³

²³ Durchschnittliche Laufzeit: ESCB, Eurostat und nationale Daten; längste Laufzeiten: Bloomberg.

Selbst wenn die Kosten der Einführung von CACs auf den ersten Blick gering erscheinen (Abbildungen 4 und 5), können sie unter bestimmten Umständen zu höheren Zinskosten führen.²⁴ Für unter einheimischem Recht begebene Anleihen könnten die Regierungen auch ohne CACs per Gesetzbeschluss nachträglich die Bedingungen ändern.²⁵ Angesichts der genannten Probleme und potentiellen Kosten stellt sich aber die Frage, weshalb die Mitgliedstaaten des Euroraums diese Reform überhaupt eingeläutet haben. Einige Beobachter vermuten, dass sie bestenfalls symbolischen Wert hat und Restrukturierungen auch in Zukunft ad hoc und auf der Grundlage von Vertragstexten organisiert werden sollen – und nicht in Form eines institutionellen Rahmens.²⁶

Möglichkeiten innerhalb des institutionell neu geordneten Euroraums

Da die bisherigen vertraglichen Änderungen bei Staatsanleihen nicht alle Koordinierungsprobleme unter Gläubigern lösen können, sind zusätzliche Vorkehrungen zu treffen, die eine Restrukturierung rechtlich möglich machen – sprich, es muss ein Insolvenzregime eingeführt werden.

Vorschläge zur Ausgestaltung eines solchen Regimes für den Euroraum sind bereits zahlreich entwickelt worden.²⁷ In jüngerer Zeit gab es den PADRE-Plan,²⁸ den VIPS-Vorschlag²⁹ sowie den Vorschlag eines *European Crisis Resolution Mechanism*.³⁰ Darüber hinaus wird die Einführung zusätzlicher Instrumente diskutiert, die über Umschuldungsklauseln hinausgehen und explizit eine Umwandlung von Forderungen in haftendes Kapi-

²⁴ Eichengreen, B., Mody, A. (2004): Do Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs? *Economic Journal*, (114), 247–264; Bradley, M., Gulati, M. (2013): Collective action clauses for the Eurozone. *Review of Finance*, 1–58; Bardozzetti, A., Dottori, D. (2014): Collective Action Clauses: How do they affect sovereign bond yields? *Journal of International Economics*, (92), 286–303.

²⁵ Auf diese Weise konnte Griechenland seine Anleihen nachträglich mit CACs versehen, siehe Zettelmeyer, J. et al. (2013), a. a. O. Dies kann in Krisenzeiten auch Implikationen für die Kosten der Schuldenaufnahme haben, siehe Chamon, M., Schumacher, J., Trebesch, C. (2014): *Foreign Law Bonds: Can They Reduce Sovereign Borrowing Costs?* Mimeo, Humboldt Universität Berlin.

²⁶ Gelpern, A., Gulati, M. (2013): The wonder-clause. *Journal of Comparative Economics*, (41), 367–385. Siehe auch Weidemaier, M., Gulati, M. (2014): *A People's History of Collective Action Clauses*. *Virginia Journal of International Law*, (54), 1–95.

²⁷ Für einen ideengeschichtlichen Überblick siehe Rogoff, K., Zettelmeyer, M. (2002), a. a. O.

²⁸ Páris, P., Wyplosz, C. (2014): PADRE: Politically acceptable debt restructuring in the Eurozone. *Geneva Special Report on the World Economy*, 3, ICMB and CEPR.

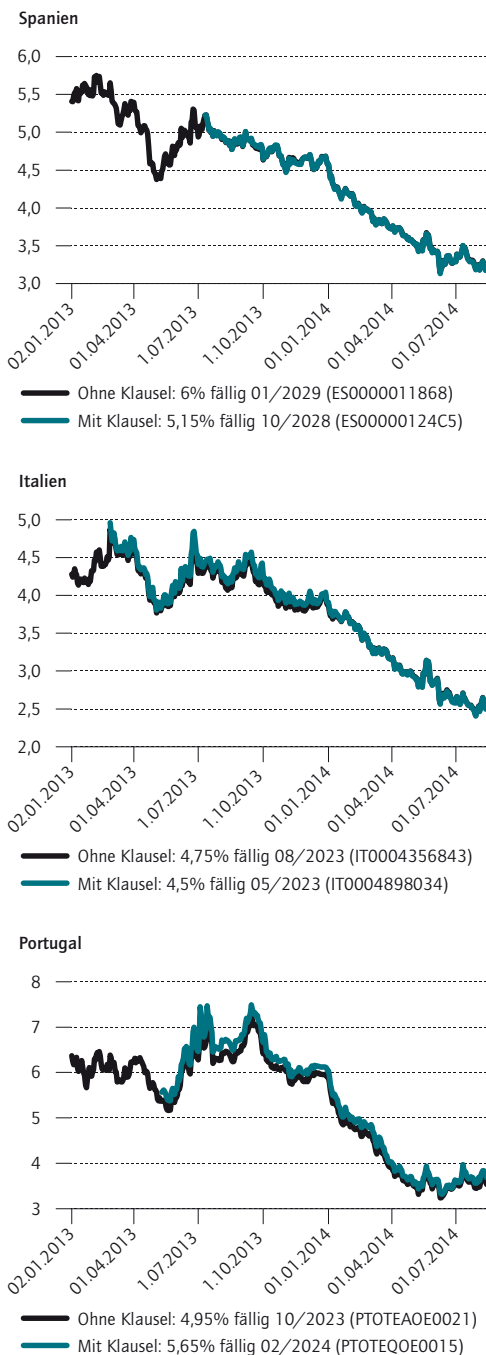
²⁹ Fuest, C., Heinemann, F., Schröder, C. (2014): *A viable insolvency procedure for sovereigns (VIPS) in the Euro Area*. Mannheim, Juni 2014.

³⁰ Gianviti, F. et al. (2010): *A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: A proposal*. Bruegel Blueprint Series.

Abbildung 4

Rendite auf Anleihen mit und ohne Umschuldungsklausel

In Prozentpunkten



Quellen: Bloomberg; Berechnungen des DIW Berlin.

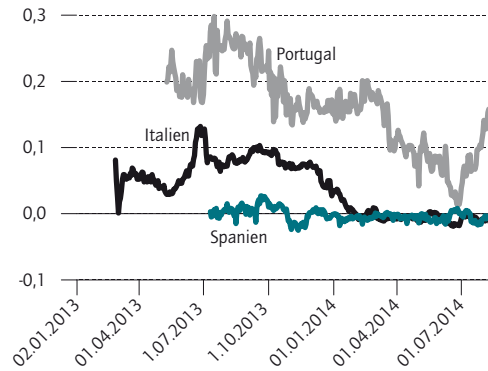
© DIW Berlin 2014

Die Zinsaufschläge für Anleihen mit Umschuldungsklauseln sind im Euroraum gering.

Abbildung 5

Zinsaufschlag für Anleihen mit Umschuldungsklausel

In Prozentpunkten



Quellen: Bloomberg; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Die Zinsaufschläge für Anleihen mit Umschuldungsklauseln sind im Euroraum gering.

tal beinhalten.³¹ Auch eine automatische Verlängerung von Laufzeiten ist denkbar.³²

Die politische und fachliche Debatte ist in diesem Zusammenhang derzeit nicht abgeschlossen. Während die Finanzindustrie den Erfolg vertraglicher Lösungsansätze hervorhebt und Bedenken gegen institutionelle, nicht verhandelbare Restrukturierungen äußert,³³ betonen zahlreiche Wissenschaftler die Notwendigkeit institutioneller Lösungen insbesondere für den Euroraum.³⁴ Ein gangbarer Kompromiss könnte ein Reformvorschlag des *Committee for International Economic Policy and Reform* (CIEPR) sein, der mit minimalen Eingriffen eine effektive Restrukturierung ermöglichen würde.³⁵ Dem Vorschlag liegt die Idee zu Grunde, die Regularien des ESM dergestalt auszuweiten, dass Länder in einer Umschuldung weitreichende rechtliche Immunität besitzen, womit das Holdout-Problem be-

31 Mody, A. (2013): Sovereign debt and its restructuring framework in the euro area. Bruegel Working Paper 2013/05.

32 Brooke, M. et al. (2013): Sovereign default and state-contingent debt. Bank of England, Financial Stability Paper No. 27; sowie Miller, M., Thomas, D. (2013): Eurozone sovereign debt restructuring: Keeping the vultures at bay. Oxford Review of Economic Policy, 29 (4), 745–763.

33 IIF (2013): Principles for stable capital flows and fair debt restructuring: Report on implementation by the Principles Consultative Group. Washington, D.C.

34 Paulus, C. (2010): A Debt Restructuring Mechanism for Sovereigns: Do we need a legal procedure? München.

35 Buchheit, L. et al. (2013) Revisiting sovereign bankruptcy. CIEPR Report, Oktober 2013.

hoben würde. Als Voraussetzung würde der ESM eine Finanzierung in Abhängigkeit vom Schuldenstand des Krisenlandes an unterschiedliche Bedingungen knüpfen. Insbesondere wäre einem hoch verschuldeten Mitgliedsland mit einer Staatsverschuldung von mehr als 90 bis 100 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt der Zugang zu Mitteln des ESM nur dann möglich, wenn es einen ausreichend hohen Schuldenschnitt vornimmt und außerdem ein makroökonomisches Anpassungsprogramm akzeptiert, wie es bereits im bestehenden ESM-Vertrag vorgesehen ist.

Die Vorteile lassen sich in drei Punkten zusammenfassen: Erstens wird eine Insolvenzverzögerung verhindert und der ESM als Brücke für Liquiditätsengpässe gestärkt. Zweitens reduziert die Möglichkeit einer geordneten und präventiven Restrukturierung die wirtschaftlichen Kosten einer Schuldenkrise. Und drittens stellt sie die notwendigen Marktmechanismen wieder her, die einem Überschuldungsproblem im Euroraum im Vorhinein entgegenwirken können.

Gesetzesänderungen könnten Blockade privater Investoren verhindern

Die Volkswirtschaften Europas und insbesondere des Euroraums sind nicht nur in Bezug auf ihre Finanzmärkte, sondern vor allem auch in ihren Handelsbeziehungen stark integriert. Neben Kapitalströmen sind auch Handelseinkünfte häufig Ziel von Beschlagnahmen durch Holdout-Investoren.³⁶ Die Immunisierung der innereuropäischen Kapital- und Handelsströme gegen Pfändungsbeschlagnahmen könnte durch eine entsprechende Änderung des ESM-Vertrags für Programmländer ermöglicht werden.³⁷ Ein Präzedenzfall für eine solche Maßnahme war im Jahr 2003 die Umschuldung von Staatsschulden des Iraks, als die Vereinten Nationen eine Resolution verabschiedeten, die die Einnahmen durch Ölexporte vor Pfändungen durch private Gläubiger schützte.³⁸

Bei den meisten Holdout-Klagen bestätigen Gerichte die vollen Ansprüche der Gläubiger. Die Vollstreckung der Urteile ist jedoch häufig mühsam und langwierig.³⁹ Dies macht die Option, sich nicht an einer Umschuldung zu beteiligen, für viele Investoren unattraktiv. Die jüngste Interpretation der *Pari Passu*-Klausel im

Rechtsstreit zwischen Argentinien und seinen Gläubigern könnte dieses Kalkül jedoch erheblich verändern, da die Blockierung von Zahlungsströmen Holdout-Klägern ein relativ einfaches und zugleich effektives Druckmittel zur Durchsetzung ihrer Ansprüche bietet (Kasten 2). Insbesondere im Euroraum mit seinen stark integrierten Zahlungsströmen wäre eine solche Blockade ein schwerwiegendes Druckmittel.

Dieses Risiko könnte mittels Gesetzesänderungen in den Finanzzentren Europas gemindert werden, indem die Zahlungssysteme vor Blockade oder gar Pfändung durch Investoren geschützt werden. Belgien, Sitz der Clearinggesellschaft *Euroclear*, hat ein entsprechendes Gesetz bereits vor zehn Jahren geändert.⁴⁰ Ähnliche legislative Anpassungen – insbesondere in Großbritannien, Luxemburg, Frankreich und Deutschland – würden die Gefahr weitgehend minimieren.⁴¹

Vertragliche Veränderungen und verbesserte Umschuldungsklauseln

In einem vielbeachteten Reformvorschlag hat die Finanzindustrievertretung *International Capital Markets Association* (ICMA) im August 2014 Änderungen an zwei zentralen Merkmalen der Dokumentation von Staatsanleihen empfohlen.⁴² Neben einem verstärkten Aggregationsmerkmal in CACs soll demnach auch eine neue Formulierung der *Pari Passu*-Klausel die Interpretation der anteilmäßigen Auszahlung von Umtausch wie Holdout-Gläubigern ausschließen.

Die vorgeschlagene CAC-Formulierung ähnelt in vielerlei Hinsicht den Euro-CACs, enthält jedoch eine zusätzliche, dritte Abstimmungsvariante.⁴³ Danach kann eine Umschuldung allen Gläubigern aufgezwungen werden, wenn eine aggregierte Mehrheit von 75 Prozent des gesamten Nennwerts der Umschuldung zustimmt. Selbst wenn einzelne Anleiheserien sich dem Vorschlag komplett verweigern, können die Investoren sich einem Um-

³⁶ Schumacher, J. et al. (2014), a. a. O.

³⁷ Buchheit, L., Gulati, M., Tirado, I. (2013): The Problem of Holdout Creditors in Eurozone Sovereign Debt Restructurings. ssrn.com/abstract=2205704.

³⁸ Buchheit, L. et al. (2013), a. a. O.; siehe auch U.N. Resolution 1483.

³⁹ Schumacher, J. et al. (2014), a. a. O.; siehe auch Foster, G. (2008): Collecting from Sovereigns. *Arizona Journal of International & Comparative Law*, 25, 665-731.

⁴⁰ Siehe Buchheit, L. et al. (2013), a. a. O., 31-32. Die relevante Gesetzesänderung sieht vor, dass „Any cash settlement account [...] as well as any cash transfer, through a Belgian or foreign credit institution to be credited to such cash settlement account, cannot be attached, [...] by any means by a participant [...], a counterpart or a third party“.

⁴¹ Mit LCH.Clearnet und Eurex befinden sich die größten Wettbewerber Euroclears in Europa in diesen Ländern.

⁴² www.icmagroup.org/resources/Sovereign-Debt-Information/.

⁴³ Die ersten beiden Optionen sind (a) anleihenspezifische Abstimmungen mit einer Mehrheit von 75 Prozent (identisch zu den Euro-CACs) und (b) *two limb* Abstimmungen mit einer 66 2/3-Mehrheit im aggregierten Schuldenstand sowie einer 50 Prozent Mehrheit in jeder einzelnen Anleihe (geringere Mehrheitserfordernisse als die Euro-CACs). Siehe ICMA (2014): Standard Aggregated Collective Action Clauses for the Terms and Conditions of Sovereign Notes. www.icmagroup.org/assets/documents/Resources/ICMA-Standard-CACs-August-2014.pdf.

tausch nicht entziehen, solange sie nicht mindestens 25 Prozent des Gesamtschuldenstandes repräsentieren.

Eine *Pari Passu*-Klausel ähnlich des jüngsten ICMA-Vorschlags, der eine anteilmäßige Zahlung im Falle einer Umschuldung explizit ausschließt, würde eine entscheidende Entschärfung des Risikos der Pfändung von Zahlungsströmen bedeuten.⁴⁴ Die bisherige Praxis bei der Verwendung verbesserter Umschuldungsklauseln ist uneinheitlich. Während unter anderem Armenien, Belize und Italien die rechtliche Ausgestaltung ihrer Anleihen auf eine weniger verfängliche Formulierung angepasst haben,⁴⁵ haben zahlreiche andere Länder keine Veränderungen vorgenommen.⁴⁶ Eine stärker vereinheitlichte Formulierung, in der die anteilmäßige Auszahlung von Gläubigern nicht vorgeschrieben wird, würde das Risiko einer Auslegung wie im argen-

tinischen Fall bei zukünftigen Umschuldungen maßgeblich verringern.

Fazit

Angesichts der nach wie vor hohen öffentlichen Verschuldung im Euroraum ist nicht auszuschließen, dass auch künftig Umschuldungen nötig sind. Aufgrund der bestehenden Koordinierungsschwierigkeiten auf Seiten der privaten Gläubiger gehen solche Restrukturierungen von Staatsschulden jedoch mit signifikanten Ineffizienzen einher. Dies gilt insbesondere für den wirtschaftlich und finanziell stark integrierten Euroraum.

Die bisher erfolgten Reformen werden nicht ausreichen, um diese Ineffizienzen zu verhindern. Leicht zu implementierende institutionelle Anpassungen, insbesondere der Schutz von Handelsströmen und Institutionen des Zahlungssystems vor einer Blockadehaltung privater Gläubiger, sollten daher mit weiterreichenden vertraglichen Änderungen durch verbesserte Umschuldungsklauseln kombiniert werden. Stärkere Kollektivklauseln mit geringerer Mehrheitserfordernis sowie eine Entschärfung der *Pari Passu*-Gleichbehandlungsklausel könnten Koordinierungsprobleme der Gläubiger signifikant reduzieren und damit Restrukturierungen von Staatsschulden künftig erleichtern. Ein weiterreichender, möglicherweise institutioneller Restrukturierungsrahmen für Staaten im Euroraum ist also wünschenswert und sollte im Zuge von Anpassungen des ESM-Vertrags erfolgen.

⁴⁴ ICMA (2014): Standard Pari Passu Provision for the Terms and Conditions of Sovereign Notes. www.icmagroup.org/assets/documents/Resources/ICMA-Standard-Pari-Passu-Provision-August-2014.pdf. „The Issuer shall have no obligation to effect equal or rateable payment(s) at any time with respect to any such other External Indebtedness and, in particular, shall have no obligation to pay other External Indebtedness at the same time or as a condition of paying sums due on the Notes and vice versa.“

⁴⁵ Für Italien, siehe www.creditslips.org/creditslips/2013/04/italys-pari-passu-scrubbing.html; die unterschiedlichen Formulierungen finden sich in den Fiscal Agency Agreements von 2003 und 2013, www.sec.gov/Archives/edgar/data/52782/000115697303000912/u46221exv99wa.htm und www.sec.gov/Archives/edgar/data/52782/000119312513038559/d475398dex99a.htm. Für Armenien, siehe die Dokumentation zur Anleihe XS0974642273; Belize, USP16394AG62.

⁴⁶ Unter anderem Costa Rica, Elfenbeinküste, Mongolei, Ruanda, Serbien, und Ukraine, ftalphaville.ft.com/2012/12/06/1298193/all-of-this-has-happened-before-and-will-happen-again-sovereign-pari-passu-edition/.

Christoph Große Steffen ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | cgroessestefen@diw.de

Julian Schumacher ist Doktorand an der Humboldt-Universität zu Berlin | julian.schumacher@outlook.com

DEBT RESTRUCTURING IN THE EURO AREA: HOW CAN SOVEREIGN DEBT BE RESTRUCTURED MORE EFFECTIVELY?

Abstract: The International Monetary Fund (IMF) stated in spring of this year that a more timely restructuring of Greece's sovereign debt would have been beneficial. But what are the possible solutions for early debt restructuring? The present report shows that current reforms, in particular introducing collective action clauses, are unlikely to be sufficient in their current form. Alternatively, an institutional solution in the form of an international or European insolvency regime is politically difficult to implement. Therefore, one approach might be to

reconfigure contracts for future bonds in the euro area such that debt restructuring is made easier. More specifically, more powerful collective action clauses should be included in bond contracts and the ratable payment of all creditors be reformed in order to limit the impact of legal disputes, in the event of a debt restructuring. This approach would simplify future debt restructuring operations and make the no-bailout rule more credible, thus maximizing the disciplinary effect of interest rates on governments.

JEL: D78, F34, K12, K33

Keywords: Sovereign debt, International financial assistance, Holdout, Coordination problem, Collective action clauses



Dorothea Schäfer, Forschungsdirektorin
Finanzmärkte DIW Berlin
Der Beitrag gibt die Meinung der Autorin
wieder.

Deutschland agiert nicht wie ein Geier-Fonds – und das ist gut so!

Dem Finanzmarktstabilisierungsfond SoFFin und damit dem Finanzministerium wird die Verschwendung von Steuergeldern in Milliardenhöhe vorgeworfen. Die FMS Wertpapiermanagement – die Bad Bank der früheren Hypo Real Estate, die über den SoFFin dem Finanzministerium gehört – hat nämlich beim griechischen Schuldenschnitt Anleihen zum Umtausch eingereicht, die nicht nach griechischem, sondern nach ausländischem Recht ausgegeben wurden. Anleihen nach ausländischem Recht mussten nicht notwendigerweise umgetauscht werden. Der SoFFin hätte die Bad Bank auch anweisen können, die Anleihen vom Schuldenschnitt zurückzuhalten – in der Hoffnung, später doch die volle Rückzahlung zu bekommen. Gleichzeitig hat die staatliche Bad Bank vor der Umschuldung auch Anleihen nach ausländischem Recht an Hedgefonds für etwa 30 Prozent des Nennwertes verkauft. Diese Anleihen haben nicht am Schuldenschnitt teilgenommen und wurden später zu 100 Prozent zurückgezahlt. Hätte sich der SoFFin bei all jenen griechischen Staatsanleihen nach ausländischem Recht den Schuldenschnitt gespart, wäre das Finanzministerium heute um einiges reicher. Insgesamt soll der angebliche Schaden 2,6 Milliarden Euro betragen. Das ist fürwahr ein stolzer Betrag. Schon wird gefordert, dass für diesen Schaden auch Köpfe rollen müssten.

Was aber auf den ersten Blick wie ein ausgemachter Skandal und Betrug am Steuerzahler aussieht, ist vermutlich in Wahrheit nur eine vernünftige und integre Vorgehensweise. Oder hätten wir Bürger es toleriert oder gar gewünscht, dass sich eine Bank, die unserem Finanzministerium gehört, aufführt wie einer jener Geier-Fonds, die Argentinien vor kurzem die erneute Zahlungsunfähigkeit aufgezwungen haben? Denn so wäre es ja gewesen: SoFFin/Finanzministerium halten die heiklen Anleihen beim Schuldenschnitt zurück, machen aber später in aller Heimlichkeit 100 Prozent der Forderungen geltend. Gleichzeitig

trommeln sie jedoch in der Öffentlichkeit für das Gelingen eines massiven Schuldenschnitts. Dass dies gut heißen worden wäre, ist schlichtweg nicht vorstellbar angesichts der Katastrophe, die bei einem Griechenland-Bankrott für die Eurozone und Deutschland befürchtet wurde. Wollten sie nicht als perfide Heuchler in die Geschichte eingehen, blieb dem Finanzminister und den Verantwortlichen bei der SoFFin kaum eine andere Wahl: Entweder sie wurden die heiklen Anleihen schnell los, verkauften sie also, oder sie reichten sie freiwillig zum Schuldenschnitt ein. Hedgefonds dürfte diese Lage sehr wohl bewusst gewesen sein, was sich sicherlich keinesfalls positiv auf den Verkaufspreis ausgewirkt haben dürfte. Vermutlich war es am Ende besser, die Anleihen freiwillig zum Schuldenschnitt einzureichen, als sie an Hedgefonds zu verkaufen.

Wenn sich Gläubiger, wie im Falle Argentinien mithilfe eines US-Richters geschehen, einem Schuldenschnitt entziehen können, also erfolgreich Trittbrettfahrer spielen können auf der Verhandlungsbereitschaft der übrigen Gläubiger, mündet das ziemlich schnell in die absolute Erfolglosigkeit jeglichen Umschuldungsversuchs. Warum sollen Gläubiger auf einen Teil ihrer Rückzahlung verzichten, wenn sie durch Verweigerung auch die volle Rückzahlung erhalten können? Da alle so denken, verzichtet am Ende niemand mehr, und das betroffene Land rutscht zwangsweise in die ungeordnete Insolvenz und wahrscheinlich in eine soziale und wirtschaftliche Katastrophe. Im Falle Griechenland stand vermutlich sogar die Existenz der Eurozone auf dem Spiel, wäre die Umschuldung nicht zu einem erfolgreichen Ende gekommen. Wer wollte da den handelnden Personen einen Vorwurf machen? Sie haben so gehandelt, weil es die Öffentlichkeit in jenen Tagen zu Recht als perfides und asoziales Verhalten interpretiert hätte, wenn die Anleihen nach ausländischem Recht zurückgehalten und dem Schuldenschnitt entzogen worden wären.