



Harald Hau\*



Bernd Lucke\*\*

### Schritt für Schritt ... dem Abgrund entgegen!

Der Chef der Euro-Gruppe, Jean-Claude Juncker, wird mit den Worten zitiert: »Wir machen weiter, Schritt für Schritt, bis es kein Zurück mehr gibt.« Doch wie viele Schritte das europäische Krisenmanagement auch immer zu tun vorgibt, mit der tatsächlichen Entwicklung scheint es nicht Schritt halten zu können. In Griechenland konnte ein Volksentscheid nur durch massiven ausländischen Druck verhindert werden. Einen Plan B, der auf ein Aufbegehren der Bevölkerung im Schuldnerland abstellt, existiert offensichtlich nicht.

Noch immer gibt sich die Politik dem Wunschdenken hin, Griechenland sanieren und einen Staatsbankrott verhindern zu können. Das ist nur noch Tagträumerei. Tatsächlich ist der Staatsbankrott längst erklärt, denn die privaten Gläubiger Griechenlands werden gezwungen, »freiwillig« auf angeblich 50% ihrer Forderungen zu verzichten.<sup>1</sup> Nur ist es zweifelhaft, dass diese Quote ausreichen wird. Nach den EU-Gipfelbeschlüssen vom 26. Oktober 2011 soll der Schuldenschnitt (bei Zugrundelegung eines »ehrgeizigen« Reformprogramms) im Jahre 2020 (!) eine griechische Schuldenquote von 120% des BIPs erreichen können. Das ist offenbar das Beste, was man im Augenblick glaubt, erreichen zu können: Wenn alles gut geht, hat Griechenland in neun Jahren eine Verschuldung, die »nur« noch doppelt so hoch ist, wie im Maastricht-Vertrag maximal zulässig.

Jenseits der griechischen Tragödie tun sich weitere Abgründe auf. Denn anders als beabsichtigt wurde durch die bisherige Politik ein Überspringen der Krise auf den Rest der Eurozone nicht verhindert. Dies zeigt sich in den letzten Ta-

\* Prof. Harald Hau, Ph.D. ist Professor für Wirtschaftswissenschaften an der Universität Genf und Lehrstuhlinhaber am Swiss Finance Institute – einer Exzellenzinitiative an Schweizer Hochschulen.

\*\* Prof. Dr. Bernd Lucke, Indiana University, Bloomington, und Universität Hamburg.

<sup>1</sup> Es ist wahrscheinlich, dass es sich bei der Berechnung der 50% um einen Etikettenschwindel handeln dürfte wie schon bei der Berechnung der vorangegangenen 21%. Vermutlich werden sich die EZB und viele private Gläubiger an dem Schuldenschnitt nicht beteiligen (vgl. auch Cabral 2011).

gen in den stark steigenden Finanzierungskosten für italienische Staatsanleihen – trotz massiver Marktinterventionen der Europäischen Zentralbank. Auch Deutschland und Frankreich werden langsam von dem Strudel erfasst: Die Risikoprämie für Kreditausfallversicherungen deutscher Staatsanleihen lag noch im Oktober 2009 bei rund 20 Basispunkten. Zwei Jahre später hat sich dieser Wert versechsfacht und überstieg damit vorübergehend sogar den britischen (90 Basispunkte). Für Frankreich hat sich der Preis einer Kreditabsicherung sogar fast verzehnfacht: Von 23 Basispunkten im Oktober 2009 auf nunmehr knapp unter 200. Weitere Menetekel sind unübersehbar: Noch im August haben die großen Rating-Agenturen den französischen Staatsanleihen ein Top-Rating (AAA) mit stabilem Ausblick bescheinigt. Mitte Oktober aber stellt Moody's dieses Urteil in Frage und droht mit einer Herabstufung.

### Rettungsschirme funktionieren nicht

Wie können in kurzer Zeit Zweifel an der Solvenz Deutschlands und Frankreich entstanden sein, wenn nicht durch die immer kopfloser wirkende Politik der Rettungsschirme? Im Mai 2010 als ausdrücklich *befristete* Institution beschlossen, hielt man es im März 2011 für nötig, diese in eine *permanente* umzuwandeln. Im Juni wurde das Ziel verkündet, das für Rettungsaktionen verfügbare Volumen von 250 Mrd. Euro auf 440 Mrd. Euro fast zu verdoppeln. Kaum hatten im September und Oktober die nationalen Parlamente diesem Vorhaben unter erheblichem politischen Druck schließlich zugestimmt, verkündeten Europas politische Führer, dass das erhöhte Volumen inzwischen unzureichend sei und eine »Hebelwirkung« anzustreben sei, die das Volumen effektiv bis hin zum fünffachen des bislang Bewilligten treiben könnte.

Mit der Hebelwirkung steigt natürlich auch das Risiko. Das kann auch durch vernebelnde Hinweise der Bundesregierung hinsichtlich einer unveränderten maximalen Garantiesumme nicht verdeckt werden. Wenn von Staatsanleihen im Wert von 500 Mrd. Euro die riskantesten 20% »versichert« werden, ist das Risiko erheblich höher, als wenn 100 Mrd. Euro zu 100% garantiert werden. Das liegt daran, dass eine Staatsinsolvenz praktisch nie ein Totalausfall ist, sondern typischerweise nur einen teilweisen Forderungsausfall mit sich bringt. Bei einer Ausfallrate von 20% bedeutet ein fünffacher Hebel ein fünffaches Risiko.

Geht es nach der Bundesregierung, soll künftig nur noch genau diese gefährliche Marge »versichert« werden – allerdings wohl nicht gegen eine angemessene Versicherungsprämie. So kann zwar mit derselben Garantiesumme ein viel größeres Volumen von Staatsanleihen gestützt werden, aber nur zum Preis einer entsprechend hohen Risikosteigerung für die Bundesrepublik Deutschland. De

facto kommt die »Hebelung« einer Vervielfachung der Gewährleistungsverpflichtungen im bisherigen System der EFSF gleich. Der Schaden für die deutsche Kreditwürdigkeit ist bereits jetzt unverkennbar.

Zudem ist zweifelhaft, ob das Kalkül des Hebels aufgeht. Internationale Kreditgeber, darunter China und Russland, scheinen eine Versicherung von 20% nicht gerade für attraktiv zu halten. Das kann man ihnen nicht übel nehmen, denn es gibt natürlich keinerlei Gewähr dafür, dass sich ein Staatsbankrott auf eine Ausfallrate von 20% beschränkt. Erinnern wir uns: Noch im Juni haben die europäischen Staats- und Regierungschefs einen Forderungsverzicht der Privatgläubiger Griechenlands von 20% für nötig gehalten. Auf dem EU-Gipfel Ende Oktober wurde dieser Haircut plötzlich auf 50% erhöht, und viele Beobachter erwarten, dass auch dies nicht ausreichen wird. Die Konkursverschleppung rächt sich mit einer rasant steigenden Verschuldung und einer entsprechenden Erhöhung der zu erwartenden Ausfallrate. In dieser Situation ist es schwer, mit beschränkten Versicherungen neue Kreditgeber zu gewinnen.

Hier offenbart sich erneut der grundlegende Konstruktionsfehler der Rettungsschirme: Staaten, deren Verschuldung außer Kontrolle geraten ist, erhalten Kredite aus dem Schirm unter der Maßgabe, alle bestehenden und künftigen Schuldverpflichtungen weiter zu honorieren. De facto werden die Staaten also dazu verpflichtet, die unkontrollierte Schuldentwicklung fortzuführen. Die als Stabilisierungsmaßnahmen konzipierten wirtschaftlichen Reformen wirken zumindest kurzfristig rezessiv und verschlimmern damit die Verschuldungsproblematik noch weiter. Das Verschuldungsproblem als Ursache der Krise wird durch die Rettungsschirme also nicht behoben, sondern kurzfristig verschärft. In anderen Worten: Die Rettungsschirme wirken entgegen ihrer Intention destabilisierend, weil sie keinen unmittelbaren Zugriff auf die Ursachen der Krise haben, sondern sich kurzfristig allenfalls darauf beschränken, ihre Symptome zu verdecken.

Die ursprüngliche Idee der Rettungsschirme ist längst überholt. Es ist nicht mehr so, dass die Solidargemeinschaft aller Eurostaaten für den kleinen Sünder Griechenland geradesteht. Inzwischen haben sich Irland und Portugal aus dem Kreis der Bürgen verabschiedet, weil sie selbst hilfebedürftig geworden sind. Spaniens und vor allem Italiens Kreditwürdigkeit sinkt, und vielerorts wird erwartet, dass diese Länder in absehbarer Zeit ebenfalls illiquide werden. Belgien fühlt sich schon mit der Rettung seiner Dexia-Bank überfordert. Damit verdichtet sich der Kreis der Bürgen auf Deutschland, Frankreich und eine Handvoll solider kleinerer Staaten. In dem Maße, in dem immer größere Lasten auf immer weniger Schultern ruhen, wachsen die Zweifel selbst an der Solvenz Deutschlands.

## Fatale Weichenstellungen

Eine fatale Weichenstellung für die europäischen Schuldenkrise wurde im Mai 2010 vorgenommen, als sich die Zahlungsunfähigkeit Griechenlands offenbarte. Die Reaktion der europäischen Zentralbank war die »Trichet Doktrin«, wonach es keinen Staatsbankrott in der Eurozone geben dürfe. Von diesem Zeitpunkt an wurden private Staatsschulden von Griechenlands Gläubigern durch massive Marktinterventionen aufgekauft oder über neue Kredite an Griechenland direkt ohne Abschlag getilgt. Das erste Griechenland-Programm umfasste 110 Mrd. Euro, das zweite wird auf 130 Mrd. Euro beziffert, die Anleihenkäufe der EZB belaufen sich auf schätzungsweise 50 Mrd. Euro, und die die griechischen Leistungsbilanzdefizite finanzierende Geldschöpfung im Rahmen der Target-2-Salden beträgt knapp 100 Mrd. Euro. Gewaltige erwartete Verluste werden dadurch von zumeist reichen Finanzinvestoren und Bankaktionären auf den europäischen Steuerzahler verlagert.

Die Wirtschaftsgeschichte belegt, dass der Staatsbankrott eine normale Erscheinung des internationalen Finanzsystems ist (vgl. Reinhart und Rogoff 2011b). In vier Krisenphasen der letzten 200 Jahre waren mehr als ein Drittel aller Staaten bankrott und in der Folge ohne Zugang zu internationalen Finanzmärkten (vgl. Abb. 1). Das war für diese Staaten kurzfristig oft schmerzhaft, und das sollte auch so sein, um keine falschen Anreize zu setzen. Aber jenseits der unangenehmen wirtschaftlichen Kontraktionen hat ein Staatsbankrott auch positive Aspekte: Er fungiert als ein Sicherheitsventil, das Überschuldungssituationen korrigiert, außenwirtschaftliche und fiskalische Ungleichgewichte bereinigt und so einen Neuanfang für das verschuldete Land erlaubt.

Abb. 1

### Globale Zyklen von Staatsbankrotten von 1800 bis 2009



Leider hat man in der Griechenlandkrise durch die Verschleppung des Staatsbankrotts genau dieses Sicherheitsventil bewusst demontiert – mit fatalen Folgen für die gesamte Eurozone:

1) Seit der griechischen Zahlungsunfähigkeit im Mai 2010 ist Griechenlands staatliche Verschuldung weiter stark angewachsen. Ende 2009 lag der griechische Schuldenstand bei 129% des BIP, für Ende 2012 prognostiziert die EU-Kommission nach jüngsten Zahlen 198%. Alles scheint also auf einen großen Staatsbankrott hinauszulaufen, je später, desto schwerwiegender. Durch hohe Ausfälle beim Rettungsschirm und der Europäischen Zentralbank wird dieser den europäischen Steuerzahler schwerwiegend treffen. Zudem steigt die Ansteckungsgefahr für die Eurokernzone mit zunehmender Konkursverschleppung, da die verbleibenden Gläubiger mit immer höheren Ausfallquoten rechnen müssen.

2) Verteilungspolitisch wirkt die andauernde Risikoübernahme durch den Rettungsschirm regressiv. Finanzinvestitionen (in Bankaktien und Staatsanleihen) sind weltweit extrem konzentriert, wobei die 5% Reichsten in den OECD-Staaten etwa 70% dieser Finanztitel besitzen. So wird der Rettungsschirm zu einem gewaltigen Umverteilungsmechanismus zuungunsten des durchschnittlichen Steuerzahlers.

3) Auch in Griechenland selbst dürfte die Verzögerung des Staatsbankrotts der lokalen Finanzelite Milliardengewinne einbringen. Hierzu bedarf es eines privilegierten Zugangs zu griechischen Bankkrediten, die dann in Deutschland oder der Schweiz in Hoffnung auf einen Euroaustritt Griechenlands angelegt werden. Die griechischen Banken finanzieren dies über das Europäische Zahlungssystem (Target), dessen Verluste bei einem Euroaustritt Griechenlands die EZB und damit der europäische Steuerzahler tragen würde (vgl. Sinn 2011).

Historisch haben Politiker oft die Gefährlichkeit von Schuldensituation unterschätzt. Dies wird in der Literatur als das »This-time-is-different«-Syndrom bezeichnet (vgl. Reinhart und Rogoff 2011a). Diese Gefahrenunterschätzung paart sich mit politischer Hybris: Weder die Bundesregierung noch die europäischen Institutionen können strukturelle Probleme Griechenlands, Spaniens und Portugals wirkungsvoll steuern. Es ist notwendig, die Beschränkungen der Gestaltungsmacht zu akzeptieren und die angemessenen Schlussfolgerungen daraus zu ziehen. Die verbliebenen solventen Eurozonenmitglieder müssen ihre finanzielle Leistungsfähigkeit

higkeit darauf konzentrieren, die Folgen von Staatsinsolvenzen zu beherrschen und abzumildern.

Der Bankrott eines Staates ist niemals wünschenswert. Aber derzeit werden durch die Politik überzogene Ängste befördert. Ein Staatsbankrott von Einzelstaaten in der Eurozone bedeutet nicht notwendigerweise das Ende des Euro oder Europas wirtschaftlicher und politischer Integration. Aus der historischen Betrachtung wissen wir, dass sich insolvente Staaten meist rasch wieder erholen haben. Der Zahlungsausfall des Schuldners ist schmerzhaft für die Gläubiger, aber das ist primär ein Problem der Gläubiger. Der Staat ist nur dann gefordert, wenn Fundamente der staatlichen Ordnung gefährdet werden, hier insbesondere die Funktionsfähigkeit des Finanzsektors. Die größte volkswirtschaftliche Gefahr droht von einer Bankenkrise.

### Alternative: Die Rekapitalisierung der Banken

Die heute oft geschürte Furcht vor einer Staatsinsolvenz wird meist mit einem Verweis auf die desaströsen Folgen der Lehman-Pleite begründet. Aber Lehman Brothers war eine Bank, kein Staat. Die Lehman-Pleite stellte die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems in Frage. Um sich gegen eine Staatspleite zu wappnen, muss genau diese Funktionsfähigkeit gesichert werden können. Es besteht weitgehende Übereinstimmung, dass es dafür einer umfassenden und ggf. verbindlichen Rekapitalisierung der Banken bedarf. Im Idealfall sollte ein solcher Rekapitalisierungsplan eine weit höhere Eigenkapitalausstattung vorsehen, als zuletzt von der Europäischen Bankenbehörde (EBA) vorgeschlagen. Für Schweizer Großbanken ist zum Beispiel eine gesetzliche Eigenkapitalausstattung (inklusive von Wandelkapital) von 19% in Vorbereitung und damit mehr als doppelt so hoch als die in der Eurozone angestrebten 9% (vgl. Ewing 2011).

Zahlen der Europäischen Bankenbehörde (EBA) zeigen, dass selbst bei einer großen, auch Portugal, Irland, Spanien und Italien umfassenden Staatsinsolvenz die direkten Eigenkapitalverluste der deutschen Banken bei vermutlich weniger als 20 Mrd. Euro liegen würden. Hinzuzurechnen wären indirekte Effekte, deren Ausmaß wesentlich vom wirtschaftspolitischen Management abhängt. Aber es ist nicht erkennbar, dass die Gesamteffekte auch nur entfernt an die Beträge heranreichen, die der Deutsche Bundestag in Eilentscheidungen zur Rettungsschirmpolitik zu bewilligen genötigt wird. Eine Rekapitalisierung der Banken ist eine naheliegende Alternativlösung zur Politik des Rettungsschirms. Auch die europäische Politik hat sich dies nun erfreulicherweise – zumindest als Lippenbekenntnis – zu Eigen gemacht. Es kommt jedoch wesentlich auf die Umsetzung an.

### Bessere gesetzliche Grundlagen dringend notwendig

Fatalerweise scheinen die europäischen Regierungen bislang keinerlei Vorbereitungen dafür getroffen zu haben, solche Bankenrekapitalisierungen auch gegen den Widerstand der Banken durchzusetzen. Spätestens seit dem offenen Ausbruch der Schuldenkrise im Mai 2010 hätten die nötigen gesetzlichen Voraussetzungen vorbereitet werden müssen. Leider haben Bankaktionäre in Schuldenkrisen ein Eigeninteresse, Kapitalerhöhungen zu verweigern. Der Widerstand der Aktionäre (und Bankmanager) wird umso stärker sein, je grösser der externe Kapitalbedarf wird und je heißungsvoller ein Rettungsschirm die Verlustübernahme durch den Steuerzahler in Aussicht stellt. Das Gemeinwohlinteresse muss hier aber überwiegen: Das europäische und die nationalen Parlamente sind gefordert, zusätzliche gesetzliche Möglichkeiten zu schaffen, eine obligatorische Bankenrekapitalisierung (auch ohne Zustimmung der Bankaktionäre) durchzuführen.

Aber auch unter der bestehenden Gesetzeslage haben die Bankenaufsicht (BAFin) und die europäische Bankenbehörde (EBA) weitreichende Spielräume, über die Erhöhung der Kapitalverpflichtungen auf die Banken einzuwirken. Nach Möglichkeit sollten sie diese in Bezug auf das absolute Volumen und nicht auf Kapitalquoten fixieren, damit die Banken keine Anreize haben, das Ausmaß der Rekapitalisierung durch wirtschaftsschädigende Verringerung des Kreditvolumens oder Verkauf von Aktiva zu unterlaufen. Das Rekapitalisierungsvolumen muss so bemessen sein, dass es den Doppeleffekt von Staatsinsolvenzen und einer eventuell folgenden Rezession in Betracht zieht.

Juristische Einwände gegen eine obligatorische Bankenrekapitalisierung konzentrieren sich vor allem auf die damit verbundene Einschränkung von Aktionärsrechten, wodurch das Grundrecht auf Eigentum betroffen ist. Aus ökonomischer Sicht ist eine Verletzung von Eigentumsrechten allerdings kaum zu begründen. Es handelt sich bei einer Rekapitalisierung zu Marktpreisen vielmehr um die Realisierung erwarteter Verluste, die nach dem Aktienrecht von den Aktionären zu tragen sind. Rekapitalisierung zu Marktpreisen haben Banken bei Unternehmen des produzierenden Gewerbes selbst empfohlen und praktiziert. Zudem kann Altaktionären ein Schutz gegen die Verwässerung ihres Eigentumsanteils durch ein Vorkaufsrecht eingeräumt werden. Der Einwand, die gegenwärtigen Marktpreise entsprächen nicht dem tatsächlichen Wert der Banken, ist daher nicht nachvollziehbar. Falls die Aktionäre die Bankaktien für unterbewertet hielten, sollten sie das Vorkaufsrecht nutzen, um sich ihren Aktienanteil gegen neues Kapital zu sichern. Insofern ist jeder Enteignungsvorwurf unbegründet.

### Zwischenlösung: Wirtschaftspolitischer Druck

Bis verbesserte gesetzliche Grundlagen (europaweit) verfügbar sind, braucht man eine Zwischenlösung, die die Banken von der Notwendigkeit einer »freiwilligen« Rekapitalisierung überzeugt. Solange die Rettungsschirme die Ansprüche der Banken gegenüber den überschuldeten Staaten garantieren, wird dies aber schwerlich zu erreichen sein. Entscheidend ist daher, dass die 2013 auslaufenden temporären Rettungsschirme – anders als derzeit geplant – nicht verdauert werden oder ausschließlich zur Rekapitalisierung der Banken Verwendung finden. Die Banken müssen wissen, dass ihr Eigenkapital durch Staatsinsolvenzen schrumpfen kann und sie nicht mehr imstande sein werden, ihre Risiken auf die öffentliche Hand abzuwälzen. Konsequenterweise muss daher auch die EZB ihre (ohnehin gegen den Geist des EU-Vertrages verstoßenden) Aufkäufe von Staatsanleihen einstellen.

Um den ökonomischen Druck zu erhöhen, könnte die EZB begleitend ihre kurzfristigen Refinanzierungskredite an Geschäftsbanken preislich staffeln: Die ökonomische Logik gebietet, dass Banken, die aufgrund unzureichender Eigenkapitalausstattung als riskante Geschäftspartner angesehen werden, für Kredite der EZB zusätzlich zum Zinssatz Risikoaufschläge in Kauf nehmen müssen. Je nach Höhe der bankspezifischen Risikoprämien werden von dieser Preispolitik der EZB erhebliche Anreize zur Rekapitalisierung ausgehen.

Zeitgleich muss der Staat ein am Marktwert orientiertes Rekapitalisierungsangebot für die Banken vorlegen. Bei einzelnen griechischen oder spanischen Banken bedeutet eine negative Eigenkapitalausstattung (nach dem Staatsbankrott) eine Vollverstaatlichung (zugunsten des EFSF). Entscheidend ist, dass die Rekapitalisierung zügig abgeschlossen werden kann. Zögern und Taktieren der Banken darf nicht toleriert werden. Deshalb sind klare Fristen zu setzen. Fristüberschreitungen müssen durch ungünstigere Rekapitalisierungsangebote und EZB-Konditionen pönalisiert werden.

### Was bringt der nächste Schritt?

Es gibt in der deutschen Bevölkerung, ebenso wie in den vielen anderen Geberländern der Eurozone, keine hinreichende Akzeptanz der Rettungsschirme und der damit verbundenen Risiken. Korrekterweise antizipiert die Bevölkerung besser als Bundesregierung und Parlamentsmehrheit, dass die gegenwärtige Strategie der Rettungsschirme ein vermutlich aussichtsloses Unterfangen ist, welches der europäischen Integration mehr Schaden zufügen kann, als es Rettung verspricht. Der geordnete Staatsbankrott einzelner Mitglieder der Eurozone wie z.B. Griechenlands darf nicht

länger verzögert werden. Verbleibende fiskalische Ressourcen müssen stattdessen auf die Rekapitalisierung des europäischen Banksystems verwendet werden.

Die sich abzeichnende Liquiditätskrise Italiens markiert eine neue Phase der Schuldenkrise. Der Druck auf die EZB, in immer umfassenderem Maße auch italienische Staatsanleihen anzukaufen, steigt beständig. Wenn die EZB ihre Politik nur noch passiv an die fiskalischen Gegebenheiten der EU-Staaten anpasst, verliert sie ihre Fähigkeit, die Inflationserwartungen zu kontrollieren. Steigende Inflationserwartungen aber führen zu steigenden Nominalzinsen, was den Schuldendienst der EU-Staaten verteuert und deshalb zu weiterer Neuverschuldung Anlass gibt. Selbst wenn es der EZB gelingen sollte, Staatsanleihen sterilisiert, also ohne Ausdehnung der Geldmenge, aufzukaufen, werden Inflationserwartungen entstehen, denn nur Inflation ermöglicht es, in einer fiskalisch nicht beherrschbaren Überschuldungssituation die nominale Staatsschuld weiter zu bedienen.

Europa steht daher vor der Wahl zwischen hoher Inflation oder dem möglichen Staatsbankrott einzelner Staaten der Eurozone. Da sich die Kosten der Inflation gleichmäßig auf alle Staaten der Eurozone verteilen, während die Kosten eines Staatsbankrotts primär dem betroffenen Land und seinen Gläubigern anheimfallen, ist diese Wahl nichts anderes als die Entscheidung über einen gewaltigen Umverteilungsmechanismus zu Lasten Deutschlands und anderer solventer Euroländer. Die daraus resultierenden innereuropäischen Interessenkonflikte spiegeln sich jetzt schon in einem Machtkampf innerhalb der EZB. In den meisten Staatsschuldenkrisen haben (aufgrund fehlender politischer Unabhängigkeit der Zentralbank) die Inflationbefürworter die Oberhand behalten. Bei Europas Schuldenkrise steht diese Entscheidung noch aus, aber resignierende Entscheidungen deutscher Vertreter in den letzten Monaten sind sicherlich kein gutes Omen.

### Literatur

- Cabral, R. (2011), »Greece's 2nd bailout: Debt restructuring with no debt reduction?«, online verfügbar unter: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6818>.
- Ewing, J. (2011), »2 Swiss Banks Facing Higher Capital Standards«, The New York Times, 4. Oktober, online verfügbar unter: <http://www.nytimes.com/2010/10/05/business/global/05basel.html>.
- Reinhart, M.C. und K.S. Rogoff (2011a), *Dieses Mal ist alles anders: Acht Jahrhunderte Finanzkrisen*, FinanzBuch Verlag, München.
- Reinhart, M.C. und K.S. Rogoff (2011b), »From Financial Crash to Debt Crisis«, *American Economic Review* 10, 1676–1706.
- Sinn, H.-W. (2011), »Und jetzt auch Italien: Eine Explosion in Zeitlupe«, online verfügbar unter: <http://www.project-syndicate.org/commentary/sinn40/German>.