



**University of
Zurich**^{UZH}

**Zurich Open Repository and
Archive**

University of Zurich
Main Library
Strickhofstrasse 39
CH-8057 Zurich
www.zora.uzh.ch

Year: 2015

Pragmatismus aus Prinzip

Zilibotti, Fabrizio

Abstract: Wer glaubt, dass sich das Problem Griechenland nur mit Härte lösen lasse, riskiert, dass im Namen falsch verstandener ökonomischer Prinzipien grosser Schaden entsteht.

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich

ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-122404>

Journal Article

Published Version

Originally published at:

Zilibotti, Fabrizio (2015). Pragmatismus aus Prinzip. *Finanz und Wirtschaft*:2.

LOGIN

ANLAGE-TOOLS



SUCHE

Suche gesponsert von

Home Abo ePaper Morgen-Report Newsletter Goldshop Buchshop Werbung FuW-Forum

Unternehmen Märkte **Kommentare** Blogs Dossiers Luxus Marktdaten



17:11 - 13.02.2015

KOMMENTARE

Pragmatismus aus Prinzip

FABRIZIO ZILIBOTTI

English Version »



«Die optimale Form der Intervention ist ein Hilfsprogramm, das für Erleichterung bei der Schuldenlast sorgt und Transfers sicherstellt, bis die Rezession überwunden ist, wenn das Land hohe Zinszahlungen zu stemmen hat.»

Wer glaubt, dass sich das Problem Griechenland nur mit Härte lösen lasse, riskiert, dass im Namen falsch verstandener ökonomischer Prinzipien grosser Schaden entsteht. Ein Kommentar von Fabrizio Zilibotti.

LESEN SIE MEHR ZUM STICHWORT

Griechenland Politik Wirtschaft

Nach dem erdrutschartigen Wahlsieg von Syriza hat die griechische Schuldenkrise wieder an Virulenz gewonnen. Mit dem Rückhalt einer frustrierten Öffentlichkeit beteuern Politiker in Deutschland, eine Neuverhandlung der Vereinbarungen komme nicht in Frage. Gibt es einen Ausweg aus diesem nicht enden wollenden Schlamassel?

EURO STOXX 50

2785.89 EUR -3.25% -93.50

08.02.2016 17:30:00

Umfassende Marktdaten zu Euro Stoxx 50

Euro in Franken	1.10407	-0.21%	0
Euro in US-Dollar	1.1177	0.3%	0

STRUKTURIERTE PRODUKTE ZU EURO STOXX 50

UBS	4,25% Kick-in Goal On Worst Of
Julius Bär	3,10% Multi Barrier Reverse Convertible

FACHBEGRIFFE

[Anleihe](#)
[Benchmark](#)
[EU](#)
[Eurozone](#)
[Geldpolitik](#)
[Goodwill](#)
[Kurs](#)
[Rezession](#)
[Risiko](#)
[Tau](#)
[Volkswirtschaft](#)
[Zahlungsausfall](#)

In der politischen Debatte stehen sich zwei Lager unversöhnlich gegenüber. Die «Falken» pochen auf die Rückzahlung sämtlicher Schulden, weitere Zugeständnisse an Griechenland seien

ausgeschlossen. Vor allem zahlreiche deutsche Ökonomen und Politiker beharren darauf, gegenüber Ländern, die sich nicht an die Abmachungen halten, sei Nulltoleranz zu üben. Abgesehen von den direkten Kosten würde eine nachgiebige Haltung die Glaubwürdigkeit des Marktes und der Institutionen untergraben und auf breiter Front dem Moral Hazard Vorschub leisten. Andere Staaten würden bald dem Beispiel Griechenlands folgen, die Anreize für notwendige Strukturreformen würden in ganz Südeuropa schwinden.

Für die «Tauben» ist Austerität eher die Ursache des Problems denn seine Lösung. Griechenland habe bereits einen schmerzhaften Anpassungsprozess inklusive einer drastischen Kürzung der staatlichen Ausgaben durchlaufen. Dennoch habe die Austerität nichts als verheerende soziale Kosten hervorgebracht. Die Arbeitslosenrate etwa liegt über 25%, von einer Wachstumserholung hingegen ist nach wie vor nichts zu sehen. In der gegenwärtigen Lage seien die ausstehenden Schulden untragbar; das Beharren auf der vollständigen Rückzahlung sei ebenso sinnlos, wie es jeglichen Prinzipien innereuropäischer Solidarität widerspreche. Sie erinnern Deutschland an das Londoner Schuldenabkommen von 1953, das einen bedeutenden Schuldennachlass für die Bundesrepublik umfasste.

Sterile Denkschulen im Konflikt

Beide Positionen verkennen in ihrer Unversöhnlichkeit wichtige Aspekte des Problems. Den «Falken» ist in Erinnerung zu rufen, dass das Risiko eines Zahlungsausfalls im Kurs griechischer Staatsschulden eingepreist war. Im April 2014 beispielsweise emittierte die griechische Regierung eine fünfjährige Anleihe zu beinahe 5%. Wer darin investierte, wusste, dass dies keine sichere Anlage war – der Preis zeigte das klar an. Entsprechend ist es müssig, die vollumfängliche Rückzahlung jetzt in den Rang eines kategorischen Imperativs zu erheben. Den Belastungen, die einem Land im Zuge der wirtschaftlichen Anpassung zugemutet werden können, setzt zudem irgendwann der demokratische Prozess Grenzen, wie das jüngste Wahlergebnis in Griechenland belegt. Wer dies bestreitet, betreibt entweder Propaganda oder erliegt einem

Zum Autor

Fabrizio Zilibotti ist Professor für Makroökonomie und politische Ökonomie an der Universität Zürich.

Weitere Strukturierte Produkte

[Julius Bär 6,45% Multi Barrier Reverse Convertible](#)
[Julius Bär 2,70% Multi Barrier Reverse Convertible](#)
[Julius Bär 7,50% Multi Barrier Reverse Convertible](#)
[Julius Bär 5,00% Callable Multi Barrier Reverse Convertible](#)

FUW-UMFRAGE



Wo befindet sich das Zielband des US-Leitzinses Ende Jahr - höher oder tiefer?

- Höher.
 Tiefer.
 Es bleibt bei 0,25 bis 0,5%.

Abstimmen

[Frühere Umfragen](#)

Umfrage gesponsert von Swisscanto Invest

MEHR ZUM THEMA

13.02.15 MAKRO
[Bewegung im Schuldenstreit mit Griechenland](#)

12.02.15 KOMMENTARE
[Der griechische Austeritätsmythos](#)

11.02.15 MAKRO Abo
[Harte Linie im Schuldenstreit mit Athen](#)

11.02.15 KOMMENTARE
[Griechenland hat sich verzockt](#)

Selbstbetrug. Auch dieser Umstand ist in den Anleihenkursen eingepreist. Die Investoren haben gewissermassen auf eine rasche Erholung gewettet, die sich aber nicht eingestellt hat.

Und nicht zuletzt kann ein zu hartes Vorgehen kontraproduktiv sein. Ein beliebtes Argument der «Falken» lautet, schmerzhaft Austerität sei nötig, um die Schuldnerländer dazu zu bewegen, die bittere Pille von Wirtschaftsreformen zu schlucken. Theorie wie auch Praxis belegen allerdings, dass bei einem sehr hohen Schuldenstand das Gegenteil zutreffen kann. Die hoch verschuldete Volkswirtschaft tritt in die Phase des sogenannten Schuldenüberhangs ein: Die Regierung realisiert, dass die Bedienung der Schulden nicht möglich ist, falls die Rezession anhält, aber möglich wird, sobald sich die Wirtschaft erholt. Die Vorteile der schmerzhaften Reformen streichen also zu einem gewissen Teil die Gläubiger ein, indem die Wahrscheinlichkeit der Rückzahlung steigt. In diesem Szenario schwindet der Rückhalt für kostspielige Wirtschaftsreformen, während eine Kürzung der Schulden ihn umgekehrt stärkt.

Die Argumente der «Tauben» sind ebenfalls grob vereinfachend. Der Erlass eines Teils der Schulden mag etwas Erleichterung verschaffen, aber was kommt danach? Schon 2011 wurde Griechenland ein bedeutender Schuldennachlass gewährt. Dennoch stieg seine Aussenverschuldung schon bald wieder auf ein untragbares Niveau. Zu erwarten, die EU werde bis in alle Ewigkeit Transfers an Griechenland akzeptieren, ist illusorisch. Wie sollte die Syriza-Regierung ihre ehrgeizigen Ausgabenpläne finanzieren? Die Mittelaufnahme am Markt wäre horrend teuer. In einem extremen Szenario könnte Griechenland aus der Eurozone austreten und die Kontrolle über seine Geldpolitik wiedererlangen. Das hat allerdings auch eine Schattenseite. Ja, die Staatsausgaben liessen sich durch Gelddruck finanzieren. Doch wo das hinführen würde, liegt auf der Hand: zu Hyperinflation und dem Ruin der Mittelklasse, wie in Jugoslawien 1994 und Simbabwe 2008. Die damit einhergehenden sozialen Unruhen dürfte die Regierung kaum überleben. Grosszügige Ausgabenprogramme zu verkünden, mag helfen, Wahlen zu gewinnen, eine Lösung ist es nicht.

Weg des Kompromisses

Der dritte Weg ist der des pragmatischen Kompromisses. Pragmatismus wird oft als das Gebiet von Praktikern dargestellt, im Gegensatz zur prinzipienbasierten Theorie. In den jüngsten Forschungsergebnissen an der Universität Zürich haben Andreas

Finanzmarkt Experten



Marc Faber
Schweiz
Created with Highcharts
4.0.4



Meldungen

Ausgezeichnet!

NEUE ARTIKEL

17:45 - 08.02.16 AKTIEN
[Schweizer Börse schliesst auf Mehrjahrestief](#)

17:08 - 08.02.16 SCHWEIZ
[LafargeHolcim nominiert Beat Hess als neuen VRP](#)

16:39 - 08.02.16 SCHWEIZ Abo
[Swatch Group überrascht mit neuer Smartwatch](#)

16:01 - 08.02.16 SCHWEIZ Abo
[LafargeHolcim erhält wohl einen neuen VR-Präsidenten](#)

15:28 - 08.02.16 SCHWEIZ Abo
[DKSH kämpft an vielen Fronten gegen Widrigkeiten](#)

MEISTGELESENE ARTIKEL

08.02.16 A. BÜCHLER
[SMI: Kritisches Kursniveau erreicht](#)

05.02.16 AKTIEN
[«Es stehen magere Anlagejahre bevor»](#)

08.02.16 AKTIEN
[Schweizer Börse schliesst auf Mehrjahrestief](#)

08.02.16 SCHWEIZ Abo
[3a-Zinsen fallen auf Rekordtief](#)

Müller, Kjetil Storesletten und ich gezeigt, dass in diesem Fall der Pragmatismus auf den Erkenntnissen solider Wirtschaftstheorie fusst. Wir haben untersucht, wie am wirkungsvollsten mit der Schuldenkrise einer rezessionsgeplagten Landes umzugehen ist. Unser makroökonomisches Modell umfasst zwei wichtige Annahmen. Erstens kann das Land von der Bedienung seiner Schulden absehen, wenn die Kosten dieses Zahlungsausfalls (inklusive politischer Kosten, Goodwill, Sanktionen usw.) geringer sind als die damit einhergehenden Vorteile. Die Wahrnehmung dieser Kosten kann je nach politischer Partei unterschiedlich ausfallen. So könnten sie für die Nea Dimokratia höher sein als für Syriza – das könnte Letzterer auf internationaler Ebene zu einer stärkeren Verhandlungsposition verhelfen.

Zweitens verkürzen sozial schmerzhaftige Strukturreformen die erwartete Dauer der Rezession. In diesem Umfeld kann das Land seine Ausgaben durch die Aufnahme von Schulden finanzieren. Die vom Markt geforderten Anleihen zinsen steigen allerdings im Gleichschritt mit der Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls, die wiederum entsprechend den ausstehenden Schulden wächst. Wenn immer ein Land glaubwürdig einen Zahlungsausfall in Aussicht stellt, können die Gläubiger ihm die Neuverhandlung seiner Schulden zu besseren Konditionen anbieten – sei es mit einem Schuldenschnitt, sei es mit einer Zinsreduktion.

In diesem Umfeld erzielt der Markt unserer Meinung nach kein effizientes Resultat. Die Folgen dieses Marktversagens für die Wohlfahrt sind signifikant. Das Land hat einen Anreiz, zu viele Schulden aufzunehmen und sich um Reformen zu drücken, und wird vom Markt mit sehr hohen Zinsen bestraft. Die Schulden türmen sich auf, die Zahlungsausfälle sind zu zahlreich, und die Rezession dauert gemessen an der Benchmark einer effizienten Allokation zu lange. Wir zeigen auf, dass die wohlüberlegte Intervention einer externen Institution (z.B. der Troika) dem Land wie auch den Gläubigern zum Vorteil gereichen kann. Die optimale Form der Intervention ist ein Hilfsprogramm, das für Erleichterung bei der Schuldenlast sorgt und Transfers sicherstellt, bis die Rezession überwunden ist, wenn das Land hohe Zinszahlungen zu stemmen hat.

Für ein flexibles Programm

Damit das Programm effizient ist, müssen zwei Bedingungen erfüllt sein. Erstens darf das Land seine Schulden nicht einseitig aufstocken, das heisst, es wird ein Austeritätsplan aufgestellt. Zweitens bekommt

05.02.16 FINANZ

[Thiam: «Das Umfeld ist enorm herausfordernd»](#)

05.02.16 KOMMENTARE

[Credit Suisse: Eine Frage der Verantwortung](#)

05.02.16 INDUSTRIE

[Wie sicher ist die Syngenta-Übernahme?](#)

Abo

08.02.16 INDUSTRIE

[Actelion dürfte über 20% Gewinnwachstum präsentieren](#)

04.02.16 MAKRO

[Marc Faber zu überbewerteten Aktien](#)

08.02.16 AKTIEN

[Was Besucher der Finanz'16 über Aktien zu sagen haben](#)

die externe Institution die Kompetenz, die Strukturreformen zu überwachen. So weit entspricht der Plan den Vorstellungen der «Falken». Sollte der Schuldner allerdings in die Lage kommen, glaubhaft mit dem Austritt aus dem Programm zu drohen – etwa wegen eines politischen Schocks wie des Wahlsiegs einer radikalen Partei wie Syriza –, müssen, so sieht es unser dynamischer Ansatz vor, die Bedingungen der Vereinbarung zu seinen Gunsten neu ausgehandelt werden. Insbesondere sind ihm mildere Zahlungskonditionen (z.B. niedrigere Zinsen oder Reduktion der Schulden) und weniger strenge Anforderungen in Sachen Wirtschaftsreformen anzubieten. Das nimmt man bei der Unterzeichnung der ursprünglichen Vereinbarung in Kauf.

Dieser Ansatz unterscheidet sich von der Tonart, die gegenwärtig aus Berlin und Brüssel zu vernehmen ist. Manche Politiker scheinen der Ansicht zu sein, nur mit einer harten Gangart oder einer strengen Lektion für Griechenland lasse sich das Problem lösen. Wir kommen zu einem anderen Schluss. Es besteht das Risiko, dass im Namen falsch verstandener ökonomischer Prinzipien grosser Schaden entsteht – für Griechenland ebenso wie für die Zukunft der Europäischen Union.

Mehr zum Thema

13.02.15 MAKRO

[Bewegung im Schuldenstreit mit Griechenland](#)

12.02.15 KOMMENTARE

[Der griechische Austeritätsmythos](#)

11.02.15 MAKRO

[Harte Linie im Schuldenstreit mit Athen](#)

Abo

11.02.15 KOMMENTARE

[Griechenland hat sich verzockt](#)

Meistgelesene Artikel

08.02.16 A. BÜCHLER

[SMI: Kritisches Kursniveau erreicht](#)

05.02.16 AKTIEN

[«Es stehen magere Anlagejahre bevor»](#)

08.02.16 AKTIEN

Schweizer Börse schliesst auf Mehrjahrestief

08.02.16 SCHWEIZ

Abo

3a-Zinsen fallen auf Rekordtief

05.02.16 FINANZ

Thiam: «Das Umfeld ist enorm herausfordernd»



ZUM ANFANG

Abonnieren

Persönliches Abo

1 Jahr Digital CHF 335.00

1 Jahr Classic CHF 405.00

Studentenabo

1 Jahr Digital CHF 167.50

1 Jahr Classic CHF 202.50

Weitere Abo-Angebote »

Abo-Dienste

Profil- und Aboverwaltung »



Ressorts

Unternehmen

Schweiz

Ausland

Finanz

Konsum

Gesundheit

Technologie

Industrie

Energie

Rohstoffe

Märkte

Makro

Aktien

Anleihen

Emerging Markets

Derivate

Devisen

Immobilien

Rohstoffe

Kunstmarkt

Kommentare

Blogs

Momentum

Never Mind The Markets

Dossiers

Luxus

Automobil

Classic Cars

Designers Choice

Uhren

Marktdaten

Übersicht

Aktien

Anleihen

Fonds

ETF

Strukturierte Produkte

Neuemissionen

Devisen

Rohstoffe

Indizes

Praktikus

Verzeichnis Schweizer Unternehmen

Derivatus

Markttechnik

Lifestyle

Kunst

Luxe-Magazin

Nebenwerte

Aktienführer

Services

Suche

Morgen-Report

ePaper

Newsletter

Buchshop

Edelmetallshop

FuW-Forum

Abo-Verwaltung

Kontakt

Kontaktformular

Über uns

Impressum

Abonnemente

Werbung

AGB

Partner

Dealgate.com

Anlagetools

Aktienführer

Risk Return Map

Währungsrechner

Anleihensuche

Fondssuche

ETF Suche

Copyright © by Verlag Finanz und Wirtschaft AG

PARTNER-WEBSITES

20 Minuten 20 Minuten Friday 20 minutes 20 minuti 24 heures alpha.ch Annabelle Bantiger Post Berner Bär Bilan BO Berner Oberländer
BZ Berner Zeitung BZ Langenthaler Tagblatt car4you.ch Centres d'Impression Tamedia Das Magazin Der Bund doodle.com Druckzentren Tamedia
fashionfriends.ch Femina Finanz und Wirtschaft Furttaler GHI Glattaler Guide TV Cinéma homegate.ch hommages.ch immostreet.ch jobs.ch
jobsuchmaschine.ch jobup.ch jobwinner.ch Journal de Morges L'essentiel La Broye Lausanne Cités Le Matin Le Matin Dimanche Le Régional
Le Temps lesquotidiennes.com MetroXpress MoneyPark Neues Bülacher Tagblatt Newsnet olmero.ch point-annonces.ch renovero.ch Rümlanger
Schaer Thun Schweizer Familie search.ch Signé Genève Sihltaler Sonntagszeitung Starticket stellen.ch Tagblatt der Stadt Zürich Tages-Anzeiger
Télétop Matin Thalwiler Anzeiger Thuner Amtsanzeiger Ticinonline tilllate.com topjobs.ch Tribune de Genève Tribune des Arts TT Thuner Tagblatt
tutti.ch TViäglich zattoo.com Zürcher Oberländer Zürcher Regionalzeitungen (Verlag) Zürcher Unterländer Zürichsee-Zeitung Züritipp