

09/2021

OHNE SICHERE STAATSANLEIHEN FUNKTIONIERT DER EURO NICHT

AUF EINEN BLICK

Nur wenn Staatsanleihen im Euroraum nicht ausfallgefährdet sind, können Staaten ohne Druck der Finanzmärkte effektiv Wirtschaft, Beschäftigung und den sozialen Frieden stützen. Dazu braucht es die Europäische Zentralbank: Sie muss als Kreditgeber letzter Instanz die Sicherheit von Staatsanleihen garantieren. Obwohl sie das in der Krise durch die Politik des großzügigen Anleiheaufkaufs auch tut, besteht weiterhin Unsicherheit über den Status von Staatsanleihen. Das kann im schlimmsten Fall zu einer Wiederholung der Eurokrise führen.

Im November 2019 schrieb Bundesfinanzminister Olaf Scholz in einem Beitrag für die *Financial Times*: „Staatsanleihen sind keine risikolosen Anlagen und sollten auch nicht als solche behandelt werden“ (Scholz 2019).¹ Der Satz ist auf den ersten Blick einleuchtend. Schließlich standen in der Eurokrise viele Eurostaaten vor dem Zahlungsausfall. Auf den zweiten Blick steckt in diesem Satz aber das ganze Dilemma des Euro: Denn ob Staatsanleihen riskant sind oder nicht, ist eine politische Entscheidung. Und von der hängt nichts weniger als die Zukunft der gemeinsamen Währung ab.

OHNE SICHERE STAATSANLEIHEN VERSCHÄRFEN SICH WIRTSCHAFTSKRISEN

Die Eurokrise brach 2010 genau wegen dieser Frage aus. Investor_innen mussten annehmen, dass europäische Staatsanleihen ausfallgefährdet sind, weil die Europäische Zentralbank (EZB) wegen des Verbots der direkten Staatsfinanzierung und der sogenannten No-Bail-Out-Klausel nicht rettend eingreifen würde. Das führte zu prohibitiv hohen Zinsen für viele Eurostaaten – vor allem in Griechenland. Diese Staaten konnten mangels erschwinglicher Kredite keine antizyklische Fiskalpolitik zur Stützung von Wirtschaft und Beschäftigung betreiben. Sie wurden ganz im Gegenteil

in eine harte Austeritätspolitik gezwungen, die zu Massenarbeitslosigkeit geführt und die Währungsunion kurz vor die Auflösung gebracht hat.

Zudem hielten viele Banken, Versicherungen und Pensionsfonds Staatsanleihen ihrer Staaten. Als die Anleihen an Wert verloren, standen die Finanzunternehmen vor der Pleite, reduzierten ihre Kreditvergabe, Rentensparer_innen verloren ihre Ersparnisse und in Griechenland konnten Einleger_innen nicht mehr auf ihre Konten zugreifen.²

Erst als der damalige EZB-Präsident Mario Draghi im Juli 2012 ankündigte, die EZB werde alles tun, um den Euro zu retten und im Notfall Staatsanleihen kaufen, sanken die Zinsen. Das war der Einstieg in das Ende der Eurokrise (De Grauwe 2016: 128). Viele Staaten konnten die verheerende Austeritätspolitik beenden, und die Wirtschaft konnte sich allmählich wieder erholen.

Damit machte die EZB europäische Staatsanleihen – zumindest vorerst – zu „Safe Assets“, also zu sicheren Anlagen. In Krisen verlieren solche Anlagen nicht an Wert und ihre Verzinsung steigt nicht (Caballero et al 2017). Sowohl Staaten als auch der Finanzsektor und die Sparer_innen brauchen solche Anlagen.

Normalerweise sind Forderungen gegenüber privaten Unternehmen unsicher. Das zeigt das Beispiel von Unternehmenskrediten: Fallen in einer Wirtschaftskrise die Umsätze, steigt das Risiko, dass Unternehmen ihre Schulden nicht mehr bedienen können. Diese Kredite verlieren an Wert, und die Banken müssen Teile ihrer Forderungen abschreiben. Wegen dieses Risikos bekommen Unternehmen dann nur noch Kredite zu höheren Zinsen. Weil Unternehmen Pleite gehen können, sind ihre Schulden immer ausfallgefährdet und damit unsicher. Unternehmenspleiten bedrohen auch die Gläubiger_innen von Banken, also die Sparer_innen mit ihren Bankeinlagen: Schreibt eine Bank ihre Forderungen ab, hat sie weniger Geld für ihre Einleger_innen. Die müssen im Extremfall auf ihre Forderungen, also ihr Ersparnis, verzichten.

>

Wie die Eurokrise gezeigt hat, droht dieser Prozess auch Staaten und ihren Gläubiger_innen. Sinken in einer Krise die Steuereinnahmen, ist weniger Geld für den Zinsdienst da. Staaten müssen dann ihre Ausgaben verringern und/oder ihre Steuereinnahmen erhöhen – also eine sogenannte Austeritätspolitik verfolgen – oder gleich ganz den Schuldendienst einstellen. Sinkende Staatsausgaben bedeuten dann geringere Einkommen für Unternehmen und private Haushalte (etwa geringere Subventionen oder Sozialleistungen), was deren Insolvenzfähigkeit weiter erhöht und damit die Wirtschaftskrise verschärft.

Kurz: Werden die Schulden der Staaten wie die eines normalen Unternehmens behandelt, kann der Staat die Wirtschaft nicht nur nicht stabilisieren, sondern er belastet sie noch zusätzlich.

Erst wenn Staatsanleihen ausfallsicher sind, können Regierungen aktiv gegen eine Wirtschaftskrise vorgehen. Dann steigen die Zinsen in einer Krise nicht, der Staat kann sich verschulden und mit höheren Ausgaben und/oder Steuersenkungen die Umsätze der Unternehmen und die Einkommen der privaten Haushalte stützen.

Genau das ist schon lange der Fall in den USA, Großbritannien oder Japan. In diesen Ländern zögert die jeweilige Zentralbank nicht, in Wirtschaftskrisen Staatsanleihen zu kaufen. Die Zahlungsfähigkeit der Staaten stand damit nie infrage. Nicht zuletzt wegen der Unterstützung der US-Zentralbank Fed sind US-Staatsanleihen Safe Assets, und zwar nicht nur für US-Anleger_innen, sondern für Anleger_innen weltweit. Gibt es irgendwo auf der Welt eine Krise, flüchten Anleger_innen in US-Staatsanleihen. Das war sogar in der Krise 2008/09 so, obwohl die eigentlich in den USA selbst entstanden war. So konnte die US-Regierung nach Ausbruch der Krise ohne Druck der Finanzmärkte die eigene Wirtschaft und Beschäftigung stabilisieren. Die Staaten im Euroraum konnten dagegen nicht auf die EZB zählen, und die Wirtschaft versank in der Eurokrise.

Auch private Haushalte und der Finanzsektor brauchen Safe Assets (International Monetary Fund 2012: 81ff.). Wenn diese Anlagen in einer Krise nicht an Wert verlieren, schützt das das Eigenkapital der Banken und Versicherungen und die Gefahr ihrer Insolvenz sinkt. Sparer_innen, die etwa für die Rente vorgesorgt haben, müssen nicht befürchten, dass ihr Ersparnis – also ihre Forderungen gegenüber Banken, Versicherungen und dem Staat – an Wert verliert.

Auch brauchen Banken sichere Anlagen, weil sie diese als Kreditsicherheit benutzen, um sich untereinander oder von der Zentralbank frisches Geld zu leihen. Wenn der Wert von Kreditsicherheiten in einer Krise sinkt, kommen Banken nicht mehr an Zentralbankgeld und private Haushalte wie Unternehmen somit nicht mehr an Bargeld. Das war in Griechenland 2015 der Fall.

Deswegen beklagen viele Ökonom_innen, dass nicht zuletzt wegen des unsicheren Status von Euro-Staatsanleihen zu wenig Safe Assets im Umlauf sind. Das erschwert den Finanzmärkten, ihrer Funktion gerecht zu werden (International Monetary Fund 2012: 81ff.).

WIE FINANZMÄRKTE STAATEN IN DIE PLEITE ZWINGEN KÖNNEN

Besonders problematisch ist, dass Finanzmärkte Staaten in den Zahlungsausfall drängen können, wenn die Zentralbank nicht in letzter Instanz für die Sicherheit dieser Anleihen bürgt – ganz ähnlich, wie das auch Banken in einem „Bank Run“ passieren kann.

Das liegt daran, dass Staaten – wie auch Banken und die meisten Unternehmen – in der Regel ihre Schulden nicht zurückzahlen. Zur Tilgung auslaufender Schulden nehmen sie neue Schulden auf (vgl. Lindner 2019). Normalerweise funktioniert das reibungslos. Befürchten die Halter_innen von Staatsanleihen aber, dass ein Staat seine Zahlungen in der Zukunft einstellt, werden sie schon jetzt höhere Zinsen verlangen oder die Schulden erst gar nicht verlängern. Dann droht Staaten der Zahlungsausfall und Anleihehalter_innen drohen Verluste.

Nun kann allein die Befürchtung eines staatlichen Zahlungsausfalls in einen Prozess der selbsterfüllenden Erwartung führen: Glauben Anleger_innen, dass andere Anleger_innen aus Angst vor dem Zahlungsausfall ihre Kredite nicht verlängern werden, geraten sie selbst in Gefahr, ihr Geld nicht zurückzubekommen. Diese Anleger_innen werden dann ihre Kredite nicht verlängern, was wiederum dazu führt, dass andere ihr Geld nicht zurückbekommen. Die reine Befürchtung eines staatlichen Zahlungsausfalls kann also einen solchen herbeiführen (De Grauwe 2012).

Das ist wie bei Banken: Befürchten ausreichend viele Kontoinhaber_innen, dass sie ihr Geld nicht zurückbekommen, laufen sie schnell zur Bank, um so viel Geld wie möglich abzuheben. Banken halten in der Regel aber nicht genug Bargeld, um alle ihre Kontoinhaber_innen auszuzahlen, und müssen schließen. Auch bei Banken kann die Erwartung einer Zahlungsunfähigkeit selbsterfüllend sein (Diamond/Dybvig 1983).

DIE ROLLE DER ZENTRALBANK ALS KREDITGEBER LETZTER INSTANZ

Für Banken gibt es zwei Sicherungslinien, um solche Runs zu vermeiden. Erstens handeln Zentralbanken in der Regel als Kreditgeber letzter Instanz (Lender of Last Resort): Gegen Sicherheiten können Banken bei der Zentralbank Geld leihen und damit die Nachfrage der Kontoinhaber_innen nach Bargeld stillen (Garcia-de-Andoain et al. 2016). Zweitens gibt es ein staatlich reguliertes Einlagensicherungssystem, bei dem Bankguthaben im Euroraum bis zu einer Höhe von 100.000 Euro garantiert werden.

Durch diese beiden Mechanismen werden Einlagen bei Banken zu sicheren Anlagen, also zu Safe Assets. Banken müssen nicht fürchten, in einer Krise durch einen Run ihrer Einleger_innen in Zahlungsschwierigkeiten zu geraten. Allein die Existenz dieser beiden Mechanismen führt dazu, dass Kontoinhaber_innen nicht um ihre Guthaben bangen müssen. So kommt es erst gar nicht zu einer selbsterfüllenden Erwartung des Zahlungsausfalls.

Damit sind Schulden von Banken – nämlich ihre Einlagen – im Euroraum im Prinzip sicherer als Staatsanleihen. In den Europäischen Verträgen ist explizit verboten, dass Staaten sich gegenseitig ihre Schulden garantieren oder dass die

Zentralbank direkt Kredite an Staaten vergibt (wie sie es mit Banken täglich tut).

Genau hier griffen Mario Draghi und die EZB ein – und rieben sich gleichzeitig an den Europäischen Verträgen: Als Draghi im Juli 2012 im Rahmen seiner berühmten „Whatever it takes“-Rede den Kauf von Staatsanleihen ankündigte, sanken die Zinsen. Wer Angst vor einem staatlichen Zahlungsausfall hat, bekommt sein Geld im Notfall von der Zentralbank. Weil Anleihehalter_innen das wissen, müssen sie keine Verluste befürchten, sodass sie weiterhin bereitwillig zu günstigen Konditionen Kredite an Staaten vergeben. Das negative Erwartungsgleichgewicht war vorerst vom Tisch. Das hat die Eurozone vor dem Auseinanderbrechen bewahrt.

STAATSANLEIHEN SIND IM EUORAUM WEITERHIN UNSICHER

Doch obwohl die EZB mittlerweile Staatsanleihen kauft, ist deren Status im Euroraum weiterhin unsicher. Eine Wiederholung der Eurokrise nach der Corona-Krise ist damit nicht ausgeschlossen.

Denn die EZB steht wegen ihrer Politik stark unter Druck. Das Bundesverfassungsgericht hat im Mai 2020 geurteilt, die EZB handle mit ihren Anleihekäufen außerhalb der Europäischen Verträge („ultra vires“) und die Bundesbank dürfe sich nicht mehr daran beteiligen, wenn die EZB nicht Zweifel an der Rechtmäßigkeit ihrer Politik ausräumen könne (BVerfG 2020).

Dazu kam, dass die neue EZB-Präsidentin Christine Lagarde auf einer Pressekonferenz im März 2020 sagte, die EZB sei nicht dafür zuständig, Zinsunterschiede zwischen den Staatsanleihen des Euroraums zu verringern (Europäische Zentralbank 2020). Sofort nach dieser Ankündigung stiegen die italienischen Anleihezinsen. Viele Anleger_innen vermuteten, Lagarde würde mit dem Draghi-Erbe brechen und im Notfall keine Staatsanleihen mehr kaufen. Anleihen schienen wieder gefährdet – gerade in dem Moment, als Italien auf dem Höhepunkt der Corona-Pandemie stand. Obwohl die EZB-Präsidentin schnell wieder zurückruderte, blieben die Zinsaufschläge auf italienische Anleihen bis in den Mai 2020 hoch.

Dass Staatsanleihen weiterhin ausfallgefährdet sind, zeigt auch die Verfassung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM). Dieser soll Staaten, die kurz vor dem Zahlungsausfall stehen, mit Notkrediten helfen. Die Kredite erhalten Staaten aber nur unter Bedingungen.³ Wenn Staaten diese nicht erfüllen, werden sie zahlungsunfähig.

Hinzu kommt, dass neue Euro-Staatsanleihen seit 2013 sogenannte Collective Action Clauses (CAC) enthalten, sodass Staatsanleihen im Fall einer Staatspleite leichter im Wert reduziert werden können. Die Gefahr, dass eine Euro-Staatsanleihe ausfällt, ist somit schon in den Bedingungen der Anleihe vorweggenommen. Das erhöht aber gerade die Wahrscheinlichkeit, dass Anleihehalter_innen schneller in Panik verfallen und es zu einem selbsterfüllenden Zahlungsausfall kommt.

All das zeigt, dass Staatsanleihen im Euroraum weiterhin ausfallgefährdet sind. So lange Anleihehalter_innen nicht sicher sind, ob die Zentralbank im Notfall wirklich interveniert, könnten sie weiterhin die Zahlungsunfähigkeit eines Staates in einem Prozess der selbsterfüllenden Erwartung herbeiführen.

IM MITTELPUNKT DES PROBLEMS: DIE THEORIE DER „MONETÄREN DOMINANZ“

Aber wenn Staatsanleihen für das ordentliche Funktionieren einer Währungsunion sicher sein müssen, warum gibt es dagegen so viel Widerstand? Das liegt wesentlich an der Theorie der „monetären Dominanz“, die hinter der Verfassung des Euroraums steht (Sargent/Wallace 1981; vgl. auch Gourinchas/Jeanne 2012).

Bei monetärer Dominanz ist das höchste wirtschaftspolitische Ziel eine geringe Inflation. Andere wirtschaftspolitische Ziele wie Vollbeschäftigung werden diesem Ziel untergeordnet. Damit eine Zentralbank dieses Ziel konsequent verfolgen kann, muss sie absolut unabhängig von der Politik sein (Palley 2019). Denn Regierungen, so die Vorstellung, hätten immer einen Anreiz, zu viele Schulden zu machen und diese dann durch die Zentralbank weginflationieren zu lassen.

Bei monetärer Dominanz müssen Staatsanleihen in letzter Instanz ausfallgefährdet sein. Nur so lasse sich Marktdisziplin sicherstellen: Wenn die Staaten zu hohe Schulden aufnehmen, würden wegen des höheren Risikos die Zinsen steigen und der staatliche Appetit auf Schulden würde sinken – was dann auch das Risiko einer zukünftigen, politisch motivierten Inflation senken würde. Deswegen wurde in die Europäischen Verträge die No-Bail-Out-Klausel aufgenommen.⁴ Weder die EU noch deren Mitgliedstaaten sollen demnach füreinander finanziell einstehen; auch darf die EZB nicht direkt Staatsanleihen von den Staaten kaufen, ihnen also keinen Kredit geben.

So scheinen die Europäischen Verträge klar zu sagen, dass Staatsanleihen ausfallgefährdet sein müssen. Aber so einfach ist die Sache nicht: Der EZB ist zwar der Kauf von Anleihen verboten, die die Eurostaaten neu herausgeben. Aber sie hat das Recht, bereits umlaufende Anleihen etwa von Banken zu kaufen, die diese vorher von den Staaten gekauft haben – wie das die US-Zentralbank Fed seit jeher tut. Genau das hat die EZB mit ihren verschiedenen Anleiheaufkaufprogrammen getan.

DROHT DURCH DIE ANLEIHEKÄUFE DIE HYPERINFLATION?

Aber auch wenn die EZB hier formal korrekt handelt, erscheint sie vielen mit ihren Anleihekäufen auf dem Markt direkt gegen den Geist der Verträge zu handeln, also gegen das strikte Regime der „monetären Dominanz“. Die Eurokrise hat aber gezeigt, dass dieses strikte Regime in der Realität zu hohe wirtschaftliche und soziale Folgekosten hat. Nicht zuletzt verhindert es, dass die EZB ihren Hauptauftrag laut den Verträgen erfüllt, nämlich ihr Inflationsziel von etwa zwei Prozent einzuhalten.

Denn im Gegensatz zu den Befürchtungen der Befürworter_innen der monetären Dominanz haben die EZB-Anleihekäufe die Inflation nicht erhöht. Im Gegenteil: Im Euroraum – und nicht nur dort – kämpft die Zentralbank seit längerer Zeit mit einer Unterschreitung ihres Inflationsziels und versucht verzweifelt, eine Deflation – ein Sinken der Preise – zu verhindern.

Könnten die hohen Schuldenberge, die die Staaten jetzt in der Krise anhäufen, die Zentralbank aber in der Zukunft dazu zwingen, eine hohe Inflation herbeizuführen? Dagegen stehen weiterhin die starke Unabhängigkeit der EZB und ihr

Fokus auf die Preisstabilität. Sollte die Inflation merklich ansteigen, kann die EZB die Staatsanleihen wieder verkaufen und die Zinsen erhöhen. Darüber hinaus gibt es die europäischen Fiskalregeln, die eine ausufernde Staatsverschuldung verhindern (auch wenn diese Regeln durchaus reformbedürftig sind; vgl. Seikel/Truger 2019; Dullien et al. 2020).

WAS GETAN WERDEN MUSS, DAMIT DER EURO FUNKTIONIERT

Insofern ist die pragmatische Geldpolitik der EZB berechtigt: Sie schützt die Staaten vor den verheerenden Folgen des staatlichen Ausfallrisikos, kann aber durch ihre Unabhängigkeit einer überhöhten Inflation entgegenwirken.

Dennoch enthalten die Europäischen Verträge die Grundlagen der „monetären Dominanz“. Und dem müssen auch Gerichte wie das Bundesverfassungsgericht Rechnung tragen. Gerichte müssen geltendes europäisches Recht interpretieren, ob dieses nun sinnvoll ist oder nicht (Höpner 2020). Von daher besteht durchaus das Risiko, dass etwa die Einschränkung des Kaufs von Staatsanleihen durch ein nationales Gericht das Ausfallrisiko von Staatsanleihen wieder erhöht.

Deswegen braucht es mittelfristig ein Bekenntnis der europäischen Politik, dass europäische Staatsanleihen sicher sind. Eine erneute Explosion der Zinsen mit der damit verbundenen Austeritätspolitik und Finanzkrise kann sich der Euroraum kein zweites Mal leisten.

Autor

Prof. Dr. Fabian Lindner ist Professor für Internationale Wirtschaft an der Hochschule für Technik und Wirtschaft (HTW) Berlin.

Anmerkungen

- 1 – Zitat im Original: „Sovereign bonds are not a risk-free investment and should not be treated as such“ (vgl. Scholz 2019).
- 2 – Genau diese Folgen wurden vor dem griechischen Schuldenschnitt von 2012 prognostiziert (vgl. Horn et al. 2011).
- 3 – Siehe die Informationen über den ESM: <https://www.esm.europa.eu/about-esm/esm-reform> (30.1.2021).
- 4 – Vgl. Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, Artikel 125.

Literaturverzeichnis

BVerfG 2020: Urteil des Zweiten Senats vom 5. Mai 2020 – 2 BvR 859/15 –, Rn. 1–237, http://www.bverfg.de/e/rs20200505_2bvr085915.html (30.1.2021).

Caballero, R. J.; Farhi, E.; Gourinchas, P.-O. 2017: The Safe Asset Shortage Conundrum, in: *Journal of Economic Perspectives* 31 (3), S. 29–46.

De Grauwe, P. 2012: The Governance of a Fragile Eurozone, in: *Australian Economic Review* 45 (3), S. 255–268.

De Grauwe, P. 2016: *Economics of Monetary Union*, Oxford.

Diamond, D.; Dybvig, P. 1983: Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, in: *The Journal of Political Economy* 91 (3), S. 401–419.

Dullien, S.; Paetz, C.; Watt, A.; Watzka, S. 2020: Vorschläge zur Reform der Europäischen Fiskalregeln und Economic Governance, IMK Report Nr. 159, Düsseldorf.

Europäische Zentralbank 2020: Pressekonferenz vom 12.3.2020, Frankfurt a. M., <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2020/html/ecb.is200312~f857a21b6c.en.html> (30.1.2021).

Garcia-de-Andoain, C.; Heider, F.; Hoerova, M.; Manganelli, S. 2016: Lending-of-Last-Resort Is as Lending-of-Last-Resort Does: Central Bank Liquidity Provision and Interbank Market Functioning in the Euro Area, ECB Working Paper No. 1.886, Frankfurt a. M.

Gourinchas, P.-O.; Jeanne, O. 2012: Global Safe Assets, in: BIS Working Paper No. 399, Basel.

Höpner, M. 2020: Karlsruhe verdient Anerkennung: Zum PStP-Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 5. Mai 2020, in: *Wirtschaftsdienst* 100 (6), S. 441–445.

Horn, G.; Lindner, F.; Niechoj, T. 2011: Schuldenschnitt für Griechenland – ein gefährlicher Irrweg für den Euroraum, IMK Report Nr. 63, Düsseldorf, https://www.econstor.eu/bitstream/10419/106079/1/imk-report_63_2011.pdf (30.1.2021).

International Monetary Fund 2012: *Global Financial Stability Report: The Quest for Lasting Stability*, Washington, D.C., <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/The-Quest-for-Lasting-Stability> (30.1.2021).

Lindner, F. 2019: Insolvenzregime für Staaten: Ein gefährlicher Irrweg für den Euroraum, in: *Wirtschaftsdienst* 99 (2), S. 133–140.

Palley, T. 2019: Central Bank Independence: A Rigged Debate Based on False Politics and Economics, in: *Investigación Económica* 78 (310), S. 67–102.

Sargent, T. J.; Wallace, N. 1981: Some Unpleasant Monetarist Arithmetic, in: *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, S. 1–17.

Scholz, O. 2019: Germany Will Consider EU-Wide Bank Deposit Reinsurance: We Understand that Compromises Are Necessary to Complete Banking Union, in: *Financial Times*, 5.11.2019, <https://www.ft.com/content/82624c98-ff14-11e9-a530-16c6c29e70ca> (30.1.2021).

Seikel, D.; Truger, A. 2019: Die blockierte Vollendung der Europäischen Währungsunion: Plädoyer für eine pragmatische Nutzung von fiskalischen Handlungsspielräumen, in: *Wirtschaft und Gesellschaft* 45 (1), S. 43–65.

Impressum

© 2021

Friedrich-Ebert-Stiftung

Herausgeberin: Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik
Godesberger Allee 149, 53175 Bonn
Fax 0228 883 9205, 030 26935 9229, www.fes.de/wiso

Für diese Publikation ist in der FES verantwortlich:
Markus Schreyer, Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik
Bestellungen/Kontakt: wiso-news@fes.de

Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Ansichten sind nicht notwendigerweise die der Friedrich-Ebert-Stiftung.
Eine gewerbliche Nutzung der von der FES herausgegebenen Medien ist ohne schriftliche Zustimmung durch die FES nicht gestattet.

ISBN: 978-3-96250-811-1