

# George Soros

Gedanken und Lösungsvorschläge zum Finanzchaos  
in Europa und Amerika



# George Soros

Gedanken und Lösungs-  
vorschläge zum Finanzchaos  
in Europa und Amerika

Die Originalausgabe erschien unter dem Titel  
Financial Turmoil in Europe and the United States: Essays  
ISBN 978-1-61039-152-8

© Copyright der Originalausgabe 2012:  
Copyright © 2012 by George Soros.  
Published in the United States by PublicAffairs™, a Member of the Perseus  
Books Group.  
All rights reserved.

© Copyright der deutschen Ausgabe 2012:  
Börsenmedien AG, Kulmbach

Übersetzung: Egbert Neumüller  
Gestaltung Titel: Johanna Wack, Börsenbuchverlag  
Gestaltung, Satz und Herstellung: Martina Köhler, Börsenbuchverlag  
Lektorat: Claus Rosenkranz  
Druck: GGP Media GmbH, Pößneck

ISBN 978-3-864700-13-2

Alle Rechte der Verbreitung, auch die des auszugsweisen Nachdrucks,  
der fotomechanischen Wiedergabe und der Verwertung durch Datenbanken  
oder ähnliche Einrichtungen vorbehalten.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:  
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der  
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten  
sind im Internet über <<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

BÖRSEN  MEDIEN  
A K T I E N G E S E L L S C H A F T

Postfach 1449 • 95305 Kulmbach  
Tel: +49 9221 9051-0 • Fax: +49 9221 9051-4444  
E-Mail: [buecher@boersenmedien.de](mailto:buecher@boersenmedien.de)  
[www.plassen.de](http://www.plassen.de)



# Inhalt

## Einführung 7

### Teil I

#### **2008: Nach dem Crash**

- Die schlimmste Krise der Märkte seit 60 Jahren 38
- Der gefährliche Ölpreis 42
- Paulson darf keinen Blankoscheck bekommen 50
- Die Rekapitalisierung des Bankensystems 53
- Wie man die Banken kapitalisiert und das Finanzsystem rettet 56
- Amerika muss die Rettung der Emerging Markets anführen 60

### Teil II

#### **2009: Die richtige und die falsche Finanzreform**

- Die richtige und die falsche Art der Bankenrettung 64
- Die Versorgung der Peripherie sollte das Hauptanliegen sein 67
- Eine Möglichkeit, Baisse-Manöver zu stoppen 70
- Die drei Schritte zur Finanzreform 74
- Die Notwendigkeit einer Finanzreform nicht ignorieren! 78

## Teil III

### 2010: Die Krise wird global

Der Euro hat noch größere Prüfungen als Griechenland vor sich	84
Die Reform eines defekten Hypotheken-Systems	88
Amerika muss sich den Gefahren der Derivate stellen	93
Die Krise und der Euro	96
Amerika braucht keine Tugend, sondern Anreize	109
China muss die globale Währungskrise beheben	113
Europa sollte erst die Banken, dann die Staaten retten	117

## Teil IV

### 2011: Die Eurozone

Wie Deutschland ein Europa der zwei Geschwindigkeiten verhindern kann	122
Die wahren Europäer brauchen jetzt einen „Plan B“	126
Deutschland muss den Euro verteidigen	130
Drei Schritte zur Lösung der Eurozonen-Krise	134
Hat der Euro eine Zukunft?	138
Wie man eine zweite Große Depression aufhalten kann	146
Eine Wegbeschreibung durch das Minenfeld Eurozone	150
Ein 7-Punkte-Plan zur Rettung der Eurozone	154
Die EZB muss einschreiten, um die Eurozone zu retten	156



## EINFÜHRUNG VON GEORGE SOROS

*Die zweite Runde der Finanzkrise:  
Die Kernschmelze der Eurozone  
und ihre Verursachung durch die Super-Blase*

Die vorliegende Sammlung von Artikeln, die überwiegend in der *Financial Times* und in der *New York Review of Books* erschienen sind, bildet eine Fortsetzung meiner vorherigen Bücher über die Finanzkrise – „Das Ende der Finanzmärkte – und deren Zukunft: Die heutige Finanzkrise und was sie bedeutet“ und „Die Analyse der Finanzkrise ... und was sie bedeutet – weltweit“. Sie erzählt die Geschichte der Super-Blase, die, wie ich behaupte, im Jahr 1980 begonnen hat und immer noch besteht.

Als 1980 Ronald Reagan zum Präsidenten der Vereinigten Staaten gewählt wurde und Margaret Thatcher Premierministerin des Vereinigten Königreichs war, wurde der Marktfundamentalismus zum weltweit vorherrschenden Glaubensbekenntnis. Marktfundamentalisten sind überzeugt, die Finanzmärkte würden für die optimale Verteilung der Ressourcen sorgen, wenn nur die Regierungen aufhören würden, sich in sie einzumischen. Sie leiten diese Überzeugung aus der Theorie von der Markteffizienz und aus der Theorie der rationalen Erwartungen ab.

Diese nur Eingeweihten bekannten Lehren basieren zwar auf gewissen Annahmen, die für die wirkliche Welt kaum relevant sind, aber sie sind trotzdem sehr einflussreich geworden. Sie beherrschen die wirtschaftswissenschaftlichen Fakultäten der führenden amerikanischen Universitäten und von da aus hat sich ihr Einfluss überall ausgebreitet. In den 1980er-Jahren wurden sie zu Leitlinien der Wirtschaftspolitik der Vereinigten Staaten und des Vereinigten Königreichs. Diese Länder machten sich daran, die Finanzmärkte zu deregulieren und zu globalisieren. Diese Initiative breitete sich aus wie ein Virus. Den einzelnen Ländern fällt es schwer, sich dagegen zu wehren, weil es die Globalisierung ermöglicht, dass sich Finanzkapital der Regulierung und Besteuerung entzieht – und die einzelnen Länder kommen nicht ohne Finanzkapital aus.

Leider ist der grundlegende Lehrsatz des Marktfundamentalismus schlicht und einfach falsch: Wenn man die Finanzmärkte sich selbst überlässt, streben sie nämlich nicht zwangsläufig einem Gleichgewicht zu – genauso neigen sie dazu, Blasen zu produzieren. Die Geschichte zeigt, dass die Finanzmärkte seit ihrer Entstehung immer wieder Finanzkrisen verursacht haben. Jede Krise veranlasste die staatlichen Stellen zu Reaktionen. Auf diese Weise haben sich die Finanzmärkte Hand in Hand mit dem Notenbankwesen und der Regulierung der Märkte entwickelt.

Als ich meine Laufbahn in der Finanzwelt startete, waren die Banken und die Währungen streng reguliert. Das war das Vermächtnis der Großen Depression und des Zweiten Weltkriegs. Als die Weltwirtschaft nach den Maßgaben von Bretton Woods normiert wurde, begann eine Wiederbelebung der Finanzmärkte. Aber die Finanzmärkte waren weit entfernt davon, zu einem Gleichgewicht zu neigen. Sie erzeugten vielmehr Ungleichgewichte, die zur stufenweisen Abschaffung des Bretton-Woods-Systems führten.

Die Finanzbehörden funktionieren sogar noch unvollkommener als die Märkte. In den 1970er-Jahren ließ es die keynesianische Politik, die von der Großen Depression beeinflusst worden war, zu, dass Inflation entstand. Zwei aufeinander folgende Ölkrisen führten zu großen

Überschüssen der Erdöl produzierenden Länder und zu großen Defiziten der Ölimporteure. Die Ungleichgewichte zwischen ihnen wurden durch Geschäftsbanken vermittelt. Damals begannen die Banken, sich aus der Zwangsjacke zu befreien, die ihnen die Regulierung angelegt hatte.

Jedes Mal, wenn das Finanzsystem in ernste Probleme geriet, griffen die Behörden ein. Sie liquidierten bankrotte Institutionen oder sie fusionierten sie zu größeren Institutionen. Die erste systemweit bedeutende Störung trat 1973 im Vereinigten Königreich auf, als unregulierte sogenannte Fringe Banks wie Slater Walker die Clearingbanken gefährdeten, die sie finanzierten. Die Bank of England intervenierte bei den Fringe Banks, um die Clearingbanken zu retten, obwohl die Fringe Banks eigentlich nicht in ihren eigentlichen Zuständigkeitsbereich fielen. Dadurch wurde ein Muster vorgezeichnet, das später im Rahmen der Super-Blase wieder befolgt wurde: Wenn das System in Gefahr ist, werden die üblichen Regeln aufgehoben. Diese Phänomene bekam einen Namen: „Moral Hazard“ oder „subjektives Risiko“.

Blasen sind durch die ungesunde Ausweitung von Kreditaufkommen und Fremdfinanzierung/Hebelwirkungen gekennzeichnet. Der staatliche Eingriff erzeugte dadurch die Super-Blase, dass er verhinderte, dass gewöhnliche Blasen ihren normalen Verlauf nahmen. Die Behörden kümmerten sich um Institutionen, die vor der Pleite standen, und wenn die Konjunktur gefährdet war, erhöhten sie die Geldmenge oder legten Konjunkturpakete auf.

Die erste internationale Bankenkrise der Super-Blase trat 1982 ein, als die Kredite, die souveränen Staaten in der Inflationszeit der 1970er-Jahre gewährt worden waren, untragbar wurden und zusammenbrachen. Die internationalen Währungsbehörden taten sich zusammen und nutzten ihren Einfluss, um die Banken dazu zu „überreden“, dass sie ihre Darlehen verlängerten und den eigentlich bankrotten Ländern genug Geld für ihre Zinszahlungen liehen. Das Bankensystem war gerettet und die schwer verschuldeten Länder wurden einer strengen Disziplin unterworfen. Irgendwann hatten die Banken dann ausreichende Reserven aufgebaut, damit sie die aufgelaufenen Schulden auf

Niveaus abschreiben konnten, die zu verkraften waren. Zu diesem Zeitpunkt wurden die sogenannten Brady-Bonds eingeführt, um eine geregelte Umschuldung zu ermöglichen. Lateinamerikanische Länder und andere Schuldnerländer verloren im Rahmen dieses Vorgehens ein Jahrzehnt Wachstum.

Eine Reihe örtlich begrenzter Finanzkrisen wurde auf ähnliche Art eingedämmt – am denkwürdigsten war der amerikanische Sparkassenskandal Mitte der 1980er-Jahre. Die nächste größere internationale Krise begann 1997. Sie startete in Asien, wo mehrere Länder ihre Währungen an den Dollar gebunden und ihr Binnenwachstum mit Krediten finanziert hatten, die auf Dollar lauteten. Irgendwann machte die Anhäufung von Außenhandelsdefiziten die Dollarbindung unhaltbar, und als die Bindung zerbrach, wurden viele Kredite faul. Wieder einmal schützte der Internationale Währungsfonds die Banken und unterwarf die Schuldnerländer einer strengen Disziplin. Von Asien aus breitete sich die Krise in andere Teile der Welt aus. In Russland ließ sich der Staatsbankrott nicht vermeiden. Das wiederum legte die Verwundbarkeit von Long-Term Capital Management (LTCM) bloß, eines extrem stark fremdfinanzierten Hedgefonds, der höchst ausgeklügelte Methoden des Risikomanagements einsetzte, die auf der Theorie der Markteffizienz beruhten. Dies stellte eine echte Bedrohung für das weltweite Finanzsystem dar, weil die meisten der größten Banken sowohl an der Kreditvergabe an LTCM beteiligt waren als auch auf eigene Rechnung die gleichen Positionen hielten. Die Federal Reserve Bank of New York brachte Vertreter der Großbanken in einem Raum zusammen und überredete sie dazu, LTCM zu retten. Die Kernschmelze wurde verhindert und die Super-Blase wuchs weiter.

Die nächste wichtige Episode war die Hightech-Blase, die 2000 platzte. Sie war anders als die anderen Blasen, weil sie eher von der Überbewertung von Aktien gespeist wurde als von einer ungesunden Ausweitung von Kreditaufkommen und Fremdfinanzierung. Trotzdem senkte die Federal Reserve die Zinsen, letztlich auf ein Prozent, als die Blase platzte, um eine Rezession zu verhindern. Alan Greenspan hielt die Zinsen zu lange zu niedrig. Dies ließ einen Häuserboom

aufkommen, der im Jahr 2006 seinen Höhepunkt erreichte, im August 2007 eine Finanzkrise verursachte und mit dem Crash vom Oktober 2008 endete.

Auch diese Häuserblase unterschied sich von der gängigen, normalen Sorte von Immobilienblasen. Sie zeichnete sich durch den verbreiteten Einsatz von synthetischen Finanzinstrumenten und ausgeklügelten Methoden des Risikomanagements aus, die auf der Theorie der Markteffizienz basierten. Diese Theorie nimmt an, dass Finanzmärkte einem Gleichgewicht zustreben, das von einer universell und zeitunabhängig gültigen wissenschaftlichen Theorie bestimmt wird. Sie versäumte es allerdings, die Auswirkungen zu berücksichtigen, welche diese Instrumente und Methoden auf das Verhalten der Finanzmärkte hatten. Zum Beispiel wurden Hypothekendarlehen in Collateralized Debt Obligations (CDOs) umgewandelt. Diese forderungsbesicherten Schuldverschreibungen beruhten auf der Annahme, die Immobilienpreise würden niemals in den gesamten Vereinigten Staaten einheitlich fallen. Deshalb dachte man, die CDOs würden dank der geografischen Diversifizierung das Risiko senken. Doch in Wirklichkeit erzeugte der verbreitete Einsatz von CDOs einen landesweiten Boom, der in einem landesweiten Zusammenbruch endete – ein nie da gewesenes Ereignis. Ähnlich war es mit dem Einsatz ausgeklügelter Risikomanagement-Methoden. Sie kontrollierten gewisse Risiken zwar effizient, aber sie übersahen die nicht quantifizierbare oder Knight'sche Unsicherheit. Deshalb waren die Finanzinstitutionen auf die Bewältigung des Zusammenbruchs schlecht vorbereitet. Überdies weitete die Verwendung synthetischer Instrumente die Reichweite der Blase über den Häusermarkt hinaus aus. Es waren mehr CDOs ausgegeben worden, als es Hypothekendarlehen gab. Als der Zusammenbruch kam, beschränkte er sich daher nicht auf den Markt für Subprime-Hypotheken, sondern verursachte Störungen im gesamten internationalen Bankensystem. Die Marktteilnehmer und die Regulierer – beide durch eine fehlerhafte Doktrin irregeleitet – waren überrascht.

Die offiziellen Stellen packten die Krise völlig falsch an. Finanzminister Hank Paulson beging einen fatalen Fehler, als er verkündete,

er würde keine Steuergelder für die Rettung von Lehman Brothers verwenden. Als Lehman Brothers pleiteging, brach das gesamte System zusammen. Innerhalb von Tagen musste er eine 180-Grad-Wende vollführen und der American International Group (AIG) zu Hilfe kommen, einer Versicherungsgesellschaft, die sich massiv an der Versicherung von CDOs durch den Verkauf von Credit Default Swaps (CDS, Kreditausfallbürgschaften) auf diese CDOs beteiligt hatte. Der Markt für Geldmarktpapiere stockte. Noch in der gleichen Woche fiel ein Geldmarktfonds unter einen Dollar, wodurch ein rasanter Ansturm auf die Geldmarktfonds insgesamt ausgelöst wurde. Noch bevor die Woche vorbei war, musste Paulson den Kongress um einen Rettungsfonds in Höhe von 700 Milliarden Dollar bitten, der zum Troubled Asset Relief Program (TARP) wurde.

Um zu verhindern, dass das internationale Finanzsystem kollabiert, wurde es an die künstliche Lebenserhaltung angeschlossen. Die Finanzminister der entwickelten Welt kündigten an, sie würden nicht zulassen, dass noch eine weitere systemisch wichtige Finanzinstitution bankrottgeht. Im Endeffekt ersetzten die Behörden den zusammenbrechenden Handelskredit durch staatlichen Kredit. Und wieder verhinderte ihr Eingreifen, dass die Super-Blase platzte. Aber wie ich in den hier vorliegenden Aufsätzen erkläre, trug der Crash des Jahres 2008 den Keim der derzeitigen Finanzkrise in sich. Die staatlichen Stellen begannen ein heikles Manöver in zwei Phasen. So wie wenn man bei einem Auto, das ins Schleudern gerät, in die Richtung lenken muss, in die man rutscht, um zu verhindern, dass es umkippt – und erst dann die Richtung durch Gegenlenken korrigieren kann, wenn man das Auto wieder unter Kontrolle hat –, genauso konnten die Behörden den exzessiven Einsatz von Kredit und Fremdfinanzierungshebeln nur dadurch korrigieren, dass sie die Märkte mit staatlichen Krediten fluteten, und zwar sowohl in Form von Bürgschaften als auch durch Begebung von Staatsanleihen.

Das Manöver war erfolgreich. Die Behörden gewannen die Kontrolle zurück und die Finanzmärkte funktionierten wieder mehr oder weniger normal. Aber die Ungleichgewichte, die sich im Laufe der

Super-Blase entwickelt hatten, wurden nicht korrigiert und die Finanzmärkte blieben von einem Gleichgewicht weit entfernt. Und schließlich geriet auch der Staatskredit, der das Finanzsystem 2008 gerettet hatte, unter Verdacht. Der Euro wurde wegen der Mängel, die in seiner Konstruktion angelegt sind, zum Epizentrum der derzeitigen Krise. Einige dieser Fehler waren den Konstrukteuren des Euros bekannt, andere wurden erst im Laufe der Krise offenbar.

Das Finanzsystem ist von falschen Dogmen, von Missverständnissen und Fehlauffassungen durchzogen. Die Realität ist weit entfernt von den Postulaten, auf denen die Theorien aufgebaut wurden, die während der Super-Blase vorherrschend waren. Ich ließ mich hingegen von einer anderen Interpretation der Finanzmärkte leiten. Sie beruht auf einem konzeptuellen Rahmen, mit dessen Entwicklung ich in meiner Studienzeit begonnen habe, lange bevor ich mich an den Finanzmärkten engagierte. Eigentlich dreht sich dieses Rahmenwerk gar nicht um die Finanzmärkte, sondern es bezieht sich auf eine der grundlegenden Fragestellungen der Philosophie, nämlich auf die Beziehung zwischen Denken und Wirklichkeit. Ich möchte das kurz skizzieren.

\*\*\*

Ich behaupte, dass denkende und handelnde Subjekte auf zweifache Weise mit der Situation in Verbindung stehen, an der sie beteiligt sind. Auf der einen Seite versuchen sie, die Situation zu verstehen – ich bezeichne das als kognitive Funktion. Auf der anderen Seite versuchen sie, Einfluss auf die Situation zu nehmen. Das bezeichne ich als kausative oder manipulative Funktion. Diese beiden Funktionen verbinden denkende und handelnde Subjekte in entgegengesetzten Richtungen mit ihren Situationen. Wenn beide Funktionen gleichzeitig wirksam sind, können sie eine zirkuläre Beziehung oder eine Rückkopplungsschleife bilden. Ich bezeichne das als *Reflexivität* in Form einer Rückkopplungsschleife.

Reflexivität wirkt störend auf die beiden Funktionen ein, aus denen sie besteht. Wenn keine Reflexivität vorliegt, besitzt jede Funktion eine

unabhängige Variable. Bei der Betrachtung der kognitiven Funktion geht man davon aus, dass die Situation die unabhängige Variable ist, die die Ansichten der Teilnehmer bestimmt. Bei der kausativen Funktion gelten die Ansichten des Teilnehmers als unabhängige Variable, die sein Handeln bestimmt. Wenn jedoch beide Funktionen gleichzeitig wirken, besitzt keine der beiden Funktionen eine wirklich unabhängige Variable. Dadurch wird sowohl in die Ansichten des Teilnehmers als auch in den tatsächlichen Verlauf der Ereignisse ein Element der Ungewissheit oder Unbestimmtheit eingeführt, das nicht vorhanden wäre, wenn die beiden Funktionen unabhängig voneinander wirken würden. Dadurch entstehen eine Divergenz zwischen den Ansichten der Teilnehmer und dem Istzustand sowie eine mangelhafte Entsprechung zwischen den Absichten der Teilnehmer und dem Ergebnis ihrer Handlungen.

Dabei ist zu betonen, dass die Reflexivität nicht die einzige Quelle von Ungewissheit ist. Die handelnden Subjekte gründen ihre Entscheidungen noch aus anderen Gründen auf ein unvollkommenes Verständnis der Wirklichkeit. Die Reflexivität ist eng mit unvollkommener Kenntnis und Fehlbarkeit verbunden. Diese beiden Begriffe sehen zwar wie Zwillinge aus, aber man muss die Fehlbarkeit als logisch vorrangig betrachten. Wenn die Menschen auf der Basis perfekter Kenntnis handeln würden, wären ihre Ansichten mit der Wirklichkeit identisch und die Reflexivität wäre keine Quelle der Ungewissheit, weder in den Ansichten der Teilnehmer noch im tatsächlichen Ereignisverlauf. Infolgedessen kann es ohne Fehlbarkeit keine Reflexivität geben, aber denkende Subjekte sind auch dann fehlbar, wenn keine Reflexivität vorliegt.

Die Fehlbarkeit wird zwar allgemein anerkannt, aber die Reflexivität bekommt nicht die Aufmerksamkeit, die sie verdient. Das mag an der Tatsache liegen, dass die Reflexivität zwei unterschiedliche Bereiche miteinander verbindet, nämlich die Kognition und das Kausalitätsprinzip. Die Menschen streben in allen Bereichen nach Vollkommenheit und neigen dazu, Quellen der Unsicherheit zu vernachlässigen oder zu verdrängen. Das ist nirgends offensichtlicher als an den Finanzmärkten.

Die Wirtschaftstheorie beharrt auf einer Interpretation der Finanzmärkte, welche die Reflexivität bewusst ignoriert.

Ich habe meinen konzeptuellen Rahmen in meiner Studienzeit unter dem starken Einfluss des in Österreich geborenen Philosophen Karl Popper entwickelt, der in meinem letzten Studienjahr an der London School of Economics mein Mentor wurde. Als ich an den Finanzmärkten tätig wurde, war es ganz natürlich, dass ich sie in ein Labor für die Überprüfung meiner Ideen verwandelte. Das erwies sich als sehr glückliche Entscheidung. Die Finanzmärkte stellen zwar nur ein schmales Segment der Wirklichkeit dar, aber sie besitzen einige Eigenschaften, dank deren sie als Labor besonders gut geeignet sind. Sie funktionieren auf eine relativ transparente Weise und sie produzieren eine Menge quantitativer Daten. Doch vor allen Dingen nehmen die Wirtschaftstheorien, mit denen die Funktionsweise der Finanzmärkte erklärt werden – nämlich die Theorie der Markteffizienz (EMH = Efficient Market Hypothesis) und die Theorie der rationalen Erwartungen –, die Fehlbarkeit und die Reflexivität dogmatisch aus ihrer Betrachtung aus. Infolgedessen gibt es sehr einflussreiche und weithin anerkannte Theorien, die ich falsifizieren konnte. Dadurch wurden die Finanzmärkte das Testgelände mit der größten praktischen Bedeutung, die ich mir hätte aussuchen können.

Ich veröffentlichte meinen konzeptuellen Rahmen und seine Konsequenzen für die Finanzmärkte 1987 unter dem Titel „Die Alchemie der Finanzen“. Ich wählte „Alchemie“ statt „Wissenschaft“ der Finanzmärkte, um den Unterschied zwischen meiner Interpretation und dem herrschenden Paradigma hervorzuheben. Die Volkswirte haben ihre Theorie nach dem Vorbild der Newton'schen Physik gestaltet und deshalb legen sie so viel Wert auf das Gleichgewicht. Ich behauptete, diese Analogie sei falsch. Newton befasste sich mit Phänomenen, die sich völlig unabhängig von dem äußern, was irgendjemand über sie denkt, während es Volkswirte mit Situationen zu tun haben, die denkende Teilnehmer beinhalten. Die Kausalkette verbindet hier nicht den einen Satz Fakten unmittelbar mit dem nächsten, sondern nur über das Eingreifen denkender und handelnder Subjekte. Es besteht

eine Rückkopplungsschleife zwischen dem Bereich der Kausalität und dem Bereich der Kognition.

Zwischen diesen beiden Arten von Phänomenen besteht ein tief greifender Unterschied. Die Physik ist für die Formulierung universell gültiger Verallgemeinerungen geeignet, die dann austauschbar sowohl für Vorhersagen als auch für Erklärungen verwendet werden können. Popper entwickelte ein auf schöne Art einfaches und elegantes Schema der wissenschaftlichen Methode und davon war ich außerordentlich beeindruckt. Es besteht aus drei Elementen und drei Operationen. Die drei Bestandteile sind die Anfangsbedingungen, die Schlussbedingungen und die universell gültigen Verallgemeinerungen oder wissenschaftlichen Gesetze. Die drei Operationen sind Vorhersage, Erklärung und Überprüfung. Wenn die Anfangsbedingungen mit wissenschaftlichen Gesetzen kombiniert werden, liefern sie Vorhersagen. Wenn die Schlussbedingungen mit wissenschaftlichen Gesetzen kombiniert werden, liefern sie Erklärungen. In diesem Sinne sind Vorhersagen und Erklärungen symmetrisch und umkehrbar (reversibel).

Was an diesem Schema noch fehlt, ist die Bestätigung beziehungsweise Verifizierung der Gesetze. Und hier setzt Poppers besondere Erkenntnis an. Er behauptete, wissenschaftliche Gesetze könnten nicht bestätigt oder verifiziert werden, sondern nur widerlegt oder falsifiziert, und das erreicht man durch Prüfung. Allgemeine Aussagen über die universelle Gültigkeit kann man überprüfen, indem man die Anfangsbedingungen und die Schlussbedingungen in konkreten Fällen miteinander vergleicht. Wenn sie nicht dem wissenschaftlichen Gesetz genügen, das man darauf anwendet, ist dieses Gesetz widerlegt. Gesetze, die nicht widerlegt werden können, gelten nicht als wissenschaftlich. Schon ein einzelner abweichender Fall kann genügen, um die Gültigkeit einer allgemeinen Aussage zunichte zu machen, aber keine noch so große Anzahl passender Fälle reicht für eine über jeden Zweifel erhabene Verifizierung aus. In diesem Sinne besteht eine Asymmetrie zwischen Verifizierung und Falsifizierung. Die Symmetrie zwischen Vorhersage und Erklärung, die Asymmetrie zwischen Verifizierung und Falsifizierung sowie die entscheidende

Rolle der Überprüfung sind die hervorstechenden Merkmale von Poppers Schema. Sie passen zu seiner Behauptung, unser Verständnis der Welt, in der wir leben, sei grundsätzlich und systembedingt unvollkommen – das ist das Gleiche wie mein Postulat der Fehlbarkeit.

Popper bestand auf der von ihm so genannten Doktrin von der Einheitlichkeit der wissenschaftlichen Methode. In diesem Punkt weiche ich von ihm ab. Wie können für das Studium von Naturphänomenen und von menschlichen Angelegenheiten die gleichen Methoden und Kriterien gelten, wo es doch so grundlegende Unterschiede zwischen beiden gibt? Denkende Subjekte handeln auf der Grundlage eines unvollständigen Verständnisses und ihre Fehlbarkeit führt in die menschlichen Angelegenheiten ein Element der Ungewissheit ein, das bei Naturphänomenen nicht vorhanden ist. Diesen fundamentalen Unterschied muss man anerkennen. Er bedeutet nicht, dass die Naturwissenschaft verifizierbar perfekte Erkenntnisse liefern könnte, aber er bedeutet, dass es die Sozialwissenschaft mit einem zusätzlichen Element der Unsicherheit zu tun hat und dass sie ihre Methoden und Kriterien entsprechend anpassen muss. Die Interpretation der Finanzmärkte, die von Volkswirten entwickelt wurde, orientierte sich an der Newton'schen Physik. Um zu betonen, dass ich einen grundsätzlich anderen Ansatz verfolge, nannte ich mein Buch „Die Alchemie der Finanzen“.

Als ich anfang, die Finanzmärkte als Labor zu benutzen, entwickelte ich eine Theorie der Finanzblasen, die auf den beiden Postulaten der Fehlbarkeit und der Reflexivität beruht. Ich behaupte, dass jede Blase aus zwei Zutaten besteht – aus einem Trend, der in der Wirklichkeit vorherrscht, und aus einer Fehlinterpretation dieses Trends oder einer Fehlauffassung, die sich auf ihn bezieht. Eine Blase ist ein Prozess aus Aufstieg und Zusammenbruch, der sich anfangs selbst verstärkt, sich dann aber selbst zerstört und dabei eine Abfolge klar definierter Stadien durchläuft. Die Abfolge ist vorherbestimmt, aber Ausmaß und Dauer jedes Stadiums sind es nicht. Ich kann diesen Prozess folgendermaßen zusammenfassen:

Ein Trend kann durch eine technische Neuerung hervorgerufen werden oder rein finanzieller Natur sein. Anfangs bleibt er wahrscheinlich unbemerkt. (1) Wenn die Marktteilnehmer anfangen, ihm Aufmerksamkeit zu schenken, stärkt ihr Interesse wahrscheinlich sowohl den Trend als auch seine Interpretation, die laut meiner Theorie mit einer Fehlauffassung verbunden ist. (2) Es kann sein, dass der Trend unterbrochen wird, was die Fehlauffassung bedroht. Wenn die Fehlauffassung diese Prüfung nicht übersteht, entwickelt sich die Blase nicht. Aber wenn die Fehlauffassung die Unterbrechung des Trends überlebt, werden sowohl der Trend als auch die Fehlauffassung weiter verstärkt. (3) Nach und nach entfernen sich die Wahrnehmungen der Teilnehmer so weit von der zugrunde liegenden Wirklichkeit, dass sie sich dieser Diskrepanz zunehmend bewusst werden. Irgendwann kommt der Moment der Wahrheit, in dem die Zweifler die Gläubigen überwiegen. (4) Es kann sein, dass sich der Trend in einer Phase der Unklarheit durch Trägheit noch eine Weile hält. (5) Doch selbst dann muss irgendwann der Punkt kommen, an dem der Trend kippt. (6) Dann verstärkt er sich dank des herrschenden Zweifels in der entgegengesetzten Richtung. (7) Da daran immer irgendeine Form von Kredit oder Fremdfinanzierung beteiligt ist, haben Blasen tendenziell eine asymmetrische Form: Sie schwellen langsam an, fallen dann steil zusammen und enden in einem Crash. (8) Nur die Abfolge der einzelnen Phasen ist festgelegt, sonst nichts. Größe und Dauer einer Blase sind unvorhersehbar und sie kann in jedem Stadium einbrechen. Nur gelegentlich wachsen Blasen zu ihrer vollen Größe heran.

Warum das so ist, liegt auf der Hand. Es gibt zu jedem beliebigen Zeitpunkt Myriaden von Rückkopplungsschleifen, die allerdings alle in eine von zwei Kategorien fallen: positiv oder negativ. Eine positive Rückkopplung verstärkt die herrschenden Fehlauffassungen, während eine negative Rückkopplung sie korrigiert. Meistens kürzen sich die beiden Arten von Feedbackschleifen gegenseitig weg. Nur manchmal erzeugt eine positive Rückkopplungsschleife eine Blase, die groß genug ist, um die anderen Rückkopplungsschleifen zu überdecken. In den seltenen Fällen, in denen das eintritt, nimmt die Blase jedoch

historische Dimensionen an. Der jetzige Zeitpunkt ist ein solcher Fall. Die Eurokrise sticht alle anderen Überlegungen aus. Die Finanzmärkte tanzen den lieben langen Tag nach ihrer Pfeife. Das wirkt sich destabilisierend auf das Verhalten der Marktteilnehmer aus. Und deshalb ist diese Situation von einem Gleichgewicht eindeutig weit entfernt.

Es gibt auch Situationen, in denen negative Rückkopplungen vorherrschen. Das hat zur Folge, dass die Ansichten der Teilnehmer in Richtung der objektiven Realität konvergieren. Man kann das als Situation eines annähernden Gleichgewichts bezeichnen. Interessanterweise postuliert die Theorie der rationalen Erwartungen einen solchen bis ins unrealistische Extrem getriebenen Zustand, in dem positive Feedbackschleifen einfach nicht existieren und negatives Feedback die Wahrnehmungen und Erwartungen in eine perfekte Übereinstimmung mit der Wirklichkeit treibt, wodurch ein einfaches Gleichgewicht erzeugt wird.

Das Labor der Finanzmärkte ist sowohl für die Untersuchung von Situationen, die nahe am Gleichgewicht sind, als auch von Situationen, die von einem Gleichgewicht weit entfernt sind, besonders gut geeignet. Doch aus Gründen der Vorsicht habe ich in „Die Alchemie der Finanzen“ darauf hingewiesen, dass die Wirklichkeit nicht eindeutig in eine dieser beiden Kategorien fällt. Die meisten konkreten Situationen liegen irgendwo dazwischen und weisen eine Mischung aus positiven und negativen Rückkopplungen auf. Trotzdem sind mehr Situationen, als man es aufgrund einer reinen Zufallsverteilung erwarten könnte, von einem der beiden soeben beschriebenen Extreme geprägt. Diese beiden Extreme fungieren als „Seltsame Attraktoren“ – ein Begriff, der im Zusammenhang mit komplexen Systemen häufig benutzt wird. Das liegt daran, dass die Menschen komplexe Situationen vereinfachen müssen und dass die Dichotomie der beiden Extreme als nützliches Vereinfachungsprinzip dient. Die herrschende Ordnung wird entweder als unveränderlich oder als veränderlich wahrgenommen. Unveränderliche Situationen werden als sicher und vorhersehbar wahrgenommen, veränderliche als unsicher und unberechenbar. Und Wahrnehmungen verstärken reflexiv die Realität

– der Glaube an die Stabilität führt zu Vorkehrungen, die diese Stabilität verstärken, und umgekehrt.

Da Blasen die Finanzmärkte grundsätzlich instabil machen, ist die Geschichte der Finanzmärkte mit Finanzkrisen durchsetzt. Jede Krise rief eine regulatorische Reaktion hervor. So haben sich die Zentralbanken und die Finanzregulierungen gemeinsam mit den Märkten entwickelt. Die Märkte werden nicht nur von einer unsichtbaren Hand gelenkt, sondern sie sind auch sehr der sichtbaren Hand der Politik unterworfen.

Blasen treten nur zeitweilig auf, aber das Wechselspiel zwischen den Märkten und der Politik ist kontinuierlich. Sowohl die Marktteilnehmer als auch die Finanzbehörden handeln auf der Grundlage eines unvollkommenen Verständnisses. Dadurch wird dieses Wechselspiel reflexiv. Deshalb muss die Reflexivität zu allen Zeiten in unsere Interpretation der Finanzmärkte eingehen, nicht nur unter Bedingungen, die weit von einem Gleichgewicht entfernt sind.

Das hat erhebliche Konsequenzen. Die Reflexivität bringt ein Element nicht quantifizierbarer – Knight'scher – Ungewissheit ins Spiel, die dazu führt, dass Poppers Schema wissenschaftlicher Methoden nicht gilt. Zeitlose allgemeine Aussagen können weder für die Vorhersage noch für die Erklärung von Finanzmärkten verwendet werden und es herrscht keine Symmetrie zwischen Vorhersage und Erklärung – die Erklärung der Vergangenheit ist einfacher als die Vorhersage der Zukunft. Anders gesagt lassen sich die Finanzmärkte am besten als historischer, an Zeit und Kontext gebundener Prozess erklären.

\*\*\*

In „Die Alchemie der Finanzen“ habe ich einige Situationen fern eines Gleichgewichts dargestellt, an denen ich persönlich beteiligt war. Und ich habe sie dort nicht nur erklärt, sondern in manchen Fällen auch berichtet, wie ich davon profitiert habe. Außerdem habe ich dort auch eine Art Echtzeit-Experiment durchgeführt, indem ich die Entscheidungen, die ich als Hedgefonds-Manager traf, zu dem Zeitpunkt aufzeichnete, in dem ich sie traf. Zwar gelang es mir nicht,

die Theorie der Markteffizienz und die Theorie der rationalen Erwartungen zu widerlegen, aber ich konnte zeigen, dass Poppers Kritik am Marxismus – nämlich dass er gegen die Falsifizierung immun sei – auch für die Hauptströmung der Volkswirtschaftslehre gilt. Außerdem bin ich davon überzeugt, demonstriert zu haben, dass man mit meiner Methode das Verhalten von Finanzmärkten besser vorhersagen und erklären kann als mit dem herrschenden Paradigma.

Die meisten meiner späteren Bücher waren ähnlich aufgebaut: eine Darstellung meines konzeptuellen Rahmens, seine Anwendung auf eine konkrete Situation – gewöhnlich die geschichtliche Gegenwart – und ein Echtzeit-Experiment oder ein anderer Versuch, Vorhersagen zu treffen oder Vorschriften vorzuschlagen. Die behandelten Themen beschränkten sich nicht auf die Finanzmärkte. Ich benutzte zwar die Finanzmärkte als Testlabor, aber ich war überzeugt, dass mein konzeptueller Rahmen viel breiter anwendbar sei. Beispielsweise habe ich in „Opening the Soviet System“ den Aufstieg und Fall des sowjetischen Systems als Prozess des Aufstiegs und Niedergangs interpretiert. In „Die Vorherrschaft der USA – eine Seifenblase“ habe ich anhand der gleichen Methode die Fehlauffassungen analysiert, die der katastrophalen Politik der Bush-Regierung zugrunde lagen. Die hier vorliegende Artikelsammlung ist von dem gleichen Geist durchdrungen: Ich betrachte finanzielle und politische Entwicklungen als untrennbar miteinander verflochten und ich betone die Rolle von Fehlauffassungen.

Als „Die Alchemie der Finanzen“ erschien, stieß es auf ein durchwachsenes Echo. In der Hedgefonds-Community wurde es weithin gelesen und es wurde in einigen Business Schools behandelt, aber von Volkswirten wurde es entweder abgelehnt oder ignoriert. Die Medien betrachteten das Buch meistens als Selbstbeweihräucherung eines erfolgreichen Geschäftsmanns. Insgeheim hatte ich gehofft, dass die Reflexivität als bedeutende Entdeckung begrüßt werden würde, und ich bewertete sie so hoch, dass es mir kaum gelang, mich davon zu verabschieden – ich legte sie weiterhin auf verschiedene Arten dar. Die Tatsache, dass mein konzeptueller Rahmen in der Öffentlichkeit kaum

auf Resonanz stieß, brachte mich zu dem Schluss, dass ich mich irrte: Meine Interpretation der komplizierten Beziehung zwischen Denken und Wirklichkeit war wohl nur eine subjektive Einsicht, kein objektiver Beitrag zur Philosophie. Ich begann, mich als gescheiterten Philosophen zu betrachten. Ich hielt in Wien sogar einen Vortrag mit dem Titel „Ein gescheiterter Philosoph probiert es noch einmal“. Ich sprach damals auf einem erhöhten Podest in der Universität, was mich dazu anregte, die Doktrin der Fehlbarkeit zu formulieren.

Durch den Crash 2008 hat sich das alles geändert. Die Volkswirte begannen, zu erkennen, dass an dem vorherrschenden Paradigma etwas grundlegend falsch war, und die Reflexivität begann, ernst genommen zu werden. Das hat dazu geführt, dass ich zum Sponsor des Institute of New Economic Thinking (INET) wurde, das sechs Wirtschaftsnobelpreisträger zu seinem Aufsichtsrat zählt.

Ich habe meinen konzeptuellen Rahmen weitgehend in der Zurückgezogenheit meines eigenen Verstands entwickelt. Da ich allein arbeitete, war das ein langsamer und mühsamer Prozess. Doch jetzt bekam ich kritische Rückmeldungen zu meinen Ideen und das war eine große Hilfe. Ich glaube, in den letzten drei Jahren habe ich mehr Fortschritte gemacht als in den 30 Jahren davor. Meine Perspektive hat sich geändert. Ich betrachte mich nicht mehr als gescheiterten Philosophen. (Natürlich kann ich mich jetzt irren.) Ich glaube, dass mein konzeptueller Rahmen mehr als nur subjektive Bedeutung besitzt – er kann der Menschheit helfen, die Bedeutung der Wirklichkeit besser zu erfassen. Mein Beitrag beschränkt sich nicht auf das Konzept der Reflexivität. Genauso wichtig ist es nämlich, die Rolle von Fehlauffassungen für die Gestaltung des geschichtlichen Verlaufs anzuerkennen. Ich glaube, dass dieser Punkt in der vorliegenden Sammlung von Essays laut und deutlich zu vernehmen ist, vor allem in denjenigen, die sich mit der Eurokrise befassen.

Ich habe in den letzten drei Jahren so viel gelernt, dass ich ein neues Buch schreiben müssen. Es wird die gleiche Form haben wie alle anderen: eine Neuformulierung des konzeptuellen Rahmens und seine Anwendung auf den gegenwärtigen geschichtlichen Moment.

Aber jetzt ist dafür nicht der richtige Zeitpunkt. Noch wütet die Krise und noch ist ihr Ausgang ungewiss.

Die Reihe der hier versammelten Essays wird einen Teil dieses Buches bilden. Normalerweise enthalten meine Bücher ein Echtzeit-Experiment und das wird der Beitrag sein, den diese Aufsätze leisten. Sie wurden in der Hitze des Gefechts geschrieben und sie haben versucht, angemessene Vorgehensweisen zu empfehlen. Sie wurden zwar ernst genommen, aber für den Leser dürfte offensichtlich sein, dass sie weder von der Obama-Administration noch von den europäischen Behörden befolgt wurden. Ich glaube, es würde uns allen besser gehen, wenn sie das getan hätten.

Parallel zum Verfassen der Artikel habe ich auch versucht, hinter den Kulissen die Politik zu beeinflussen. Meine Kontakte zu den staatlichen Stellen folgten den üblichen Regeln: Sie hörten mir zwar zu, aber sie antworteten nicht. Das war eine frustrierende Erfahrung.

Nach dem europäischen Gipfel vom 9. Dezember, auf dem sich die Verantwortlichen eindeutig nicht an die Lösung hielten, die ich in meinen Artikeln verfochten habe, beschloss ich, keinen weiteren Artikel zu veröffentlichen, sondern mich mit einer persönlichen Denkschrift an die Verantwortlichen zu wenden. Ich nannte sie den „Padoa-Schioppa-Plan für Europa“ – im Gedenken an ein ehemaliges Mitglied der EZB, mit dem ich vor seinem plötzlichen Tod eine enge Kooperation über die Eurokrise entwickelt hatte. Ich gebe sie hier wieder.

### **„Der Padoa-Schioppa-Plan für Europa“**

Der Europa-Gipfel vom 9. Dezember hat den Keim für künftige Probleme gelegt, ohne die derzeitige Finanzkrise zu lösen. Diese künftigen Probleme werden sich um ein Europa der zwei Geschwindigkeiten und um eine falsche Doktrin drehen, die den vorgeschlagenen Finanzpakt bestimmt. Diese Doktrin erzwingt in einer Zeit wachsender Arbeitslosigkeit strenge Finanzdisziplin und droht, die Eurozone in einen deflationären Schulden-Teufelskreis zu drängen, aus dem schwer zu entkommen ist. Aber die Lösung der akuten Krise sollte Vorrang haben.

In dieser Hinsicht war der Gipfel nicht ganz ohne positive Erungenschaften. Um die Finanzkrise in den Griff zu bekommen, müssen die Behörden die Banken und die Märkte für Staatsanleihen der Eurozone zweckgebunden gegen die Möglichkeit eines Griechenland-Bankrotts absichern. Die Hälfte dieser Aufgabe wurde weitgehend bewältigt. Die von der EZB durchgeführten Maßnahmen haben viel zur Linderung der Liquiditätsprobleme der Banken beigetragen. Dadurch dass die EZB für die einzelnen Zentralbanken bürgt, übernimmt sie praktisch alle derzeit nicht notleidenden Kredite der Geschäftsbanken und bietet ihnen drei Jahre lang Kredit in Form von längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (LRG).

Aber es wurde nicht genug zur Behebung eines grundlegenden Fehlers des Euros getan: Die einzelnen Länder können ihre eigene Währung nicht ausgeben. Deshalb sind ihre Anleihen auf den Status von Devisenanleihen weniger entwickelter Länder degradiert. Daher die hohen Risikoprämien auf italienische und spanische Anleihen. Dieses Problem wurde nicht behoben.

Und da die Risikoprämien auf Staatsanleihen eng mit den Kapitalschwächen der Banken verbunden sind, ist eine halbe Lösung leider nicht genug. Sollte sich Griechenland nicht für die nächste Rate seines Rettungsprogramms qualifizieren können, könnte dies den Euro dadurch unhaltbar machen, dass ein hektischer Ansturm auf italienische und spanische Banken ausgelöst würde. Dies würde die italienischen und die spanischen Anleihen in die gleiche Flugbahn befördern wie die griechischen Anleihen. Das wäre selbst dann der Fall, wenn Italien und Spanien durchaus in der Lage wären, ihre Finanzen so zu managen, dass die Insolvenz vermieden wird. Diese Länder laufen Gefahr, in einen selbsterfüllenden Kreislauf zu geraten: Hohe Renditen lösen an den Märkten Angst vor der Insolvenz aus, was wiederum hohe Renditen rechtfertigt. Sowohl die Finanzmärkte als auch die Ratingagenturen konzentrieren sich auf dieses Risiko und der Gipfel hat es nicht beseitigt.

Dieses Versäumnis könnte aber noch behoben werden, bevor es weiteren Schaden anrichtet. Lassen Sie mich darlegen, was getan werden müsste. (Dies ist die abgewandelte Form eines Vorschlags, den ich am 13. Oktober 2011 in der *Financial Times* gemacht habe [siehe S. 150-153]. Er war inspiriert von einem Gespräch mit Tommaso Padoa-Schioppa, der als italienischer Finanzminister in den 1990er-Jahren die Wende Italiens dadurch schaffte, dass er nur kurzfristige Staatsanleihen ausgab.) Die Länder der Eurozone könnten die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) verwenden, um die EZB gegen das Solvenzrisiko der italienischen und spanischen Anleihen abzusichern, die sie den Geschäftsbanken abkauft. Dies würde der EZB die Auflegung einer neuen Fazilität ermöglichen, die alle von Banken ausgeschriebenen kurzfristigen Anleihen zum Nennwert abzüglich des noch nicht abgelaufenen Abschlags kaufen würde, mit dem die Anleihen ursprünglich verkauft wurden. Die EZB würde die Anleihen bis zum Ende ihrer Laufzeit halten. Wenn der Emittent die Anleihen nicht zurückzahlen würde, bekäme die EZB eine Erstattung von der EFSF.

Dann könnten die kurzfristigen Anleihen im Besitz der Banken von den europäischen Bankbehörden wie Bargeld behandelt werden, denn sie könnten jederzeit an die EZB verkauft werden. Dann würden es die Banken vorteilhaft finden, ihre überschüssige Liquidität in Form von kurzfristigen italienischen und spanischen Anleihen vorzuhalten, solange diese Anleihen mehr abwerfen würden als die Bankeinlagen bei der EZB.

Länder, die unter überzogenen Risikoprämien leiden, könnten dann ihren Kreditbedarf durch den Verkauf von kurzfristigen Anleihen zum annähernden Termingeldsatz der EZB decken, der momentan für Pflichtreserven bei einem Prozent und für Konten mit überschüssigen Reserven bei 25 Basispunkten steht. Das würde die Tragfähigkeit ihrer Schulden deutlich verbessern. Italiens durchschnittliche Kreditkosten würden dadurch von den derzeitigen 4,3 Prozent aus eher sinken als steigen.

Wenn alle Schulden, die im ersten Quartal fällig werden, auf diese Art refinanziert würden, dann würden die durchschnittlichen Kreditkosten auf 3,8 Prozent sinken. Das Vertrauen würde langsam wieder zurückkehren, die Renditen ausstehender Anleihen würden sinken, die Banken würden für den Besitz italienischer Staatsanleihen nicht mehr bestraft werden und Italien bekäme wieder zu vernünftigeren Zinsen Zugang zum Markt.

Ein möglicher Einwand gegen diese Strategie ist, dass sie die durchschnittliche Laufzeit italienischer und spanischer Anleihen verringern würde. Ich möchte behaupten, dass dies unter den derzeitigen außergewöhnlichen Umständen vorteilhaft wäre, denn es würde die Regierung des betroffenen Landes an der kurzen Leine halten. Das Land könnte es sich nicht leisten, die Fazilität der EZB zu verlieren.

Im Falle Italiens würde die kurze Leine aufmüßige Politiker davon abhalten, sich den Forderungen der technokratischen Regierung zu widersetzen, denn wenn sie vorgezogene Wahlen ansetzen würden, dann würden die Wähler sie bestrafen. Dies würde zur Wiederherstellung der politischen Stabilität beitragen und Italiens Rückkehr auf den Markt beschleunigen. (Sollte Italien zu dem Zeitpunkt, zu dem der neue Vertrag in Kraft tritt, immer noch auf diese Fazilität angewiesen sein, könnte der ESM verwendet werden, um längerfristige Anleihen mit variablen Zinsen zu garantieren. Dies könnte als Ersatz für die Eurobonds fungieren, die derzeit keine politische Akzeptanz finden).

Einige Gläubigerländer könnten diesem Einsatz der EFSF trotzdem noch mit dem Argument widersprechen, der Umsetzungsmechanismus für die Finanzdisziplin sei nicht stark genug. Dem könnte man abhelfen, indem man verlangt, dass sich die betroffenen Länder einem IWF-Programm unterziehen. Man müsste diesen Ländern allerdings versichern, dass kostengünstige Finanzierungen vorhanden sind, um zu rechtfertigen, dass sie einen derart beschwerlichen Schritt unternehmen.