

Matthes, Jürgen; Herzog, Bodo; Schmieding, Holger; Mathias, Erlei.

Article

Staatsbankrotte, Umschuldungen oder fortgesetzte Hilfen: Wie hoch sind die Kosten dieser Alternativen, und was können sie bewirken?

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Matthes, Jürgen; Herzog, Bodo; Schmieding, Holger; Mathias, Erlei. (2012) : Staatsbankrotte, Umschuldungen oder fortgesetzte Hilfen: Wie hoch sind die Kosten dieser Alternativen, und was können sie bewirken?, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 65, Iss. 07, pp. 3-20

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/165100>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Staatsbankrotte, Umschuldungen oder fortgesetzte Hilfen: Wie hoch sind die Kosten dieser Alternativen, und was können sie bewirken?

3

Die Frage, ob Griechenland im oder außerhalb des Euroraums verbleiben soll, wird derzeit kontrovers diskutiert. Welche Alternativen gibt es, und wie hoch sind ihre jeweiligen Kosten?

Staatsbankrotte und Umschuldungen: Was haben wir gelernt?

Griechenland hat die Umschuldungsverhandlungen mit seinen Privatgläubigern erfolgreich abgeschlossen. Doch stand lange Zeit die Gefahr eines ungeordneten Staatsbankrotts im Raum. Denn wenn die Umschuldung gescheitert wäre oder wenn das Land die Reformauflagen von IWF und EU verweigert hätte, wären wohl keine öffentlichen Hilfszahlungen mehr geflossen. Dieses Schreckensszenario ist zunächst einmal abgewendet. Aus den nun gemachten Erfahrungen mit dem Schuldenschnitt lässt sich eine Reihe von Lehren ziehen.

Ein kurzer Rückblick auf die Debatte im Vorfeld der Umschuldung zeigt, dass die Diskussion teilweise von Missverständnissen und Fehleinschätzungen geprägt war. Diese werden zunächst kurz angerissen und in den folgenden Abschnitten ausführlicher erörtert.

Abgesehen von der Causa Griechenland wurde auch generell über einen Mechanismus zur Abwicklung von potenziellen Staatsbankrotten in der Eurozone nachgedacht. Hier herrschte nach den gravierenden Turbulenzen im Zuge des argentinischen Staatsbankrotts 2002 bei manchen Experten noch die Meinung, dass ein formeller Insolvenzmechanismus nötig ist, der aufwendig völkerrechtlich verankert werden müsste. Als Alternative hat man sich entschieden, im Zuge des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) ab Januar 2013 sogenannte Collective Action Clauses einzuführen. Doch auch dieser Weg ist nicht ohne Hürden und Probleme.

Darüber hinaus wurde ein Staatsbankrott oder eine Umschuldung Griechenlands

teilweise als wenig problematischer Ausweg dargestellt. Zum einen forderten die Gegner der Hilfspakete (von Krisenbeginn im Jahr 2010 an) einen solchen Schritt, um die in den EU-Verträgen fixierte No-Bailout-Klausel nicht zu verletzen. Zum anderen gab es immer wieder Stimmen, die einen Schuldenerlass für Griechenland forderten, damit das Land nicht von seiner Schuldenlast erdrückt wird und die Menschen dort wieder Licht am Ende des Tunnels sehen. Beide Lager verwiesen zu meist auf die geringe wirtschaftliche Größe Griechenlands, weshalb die Folgen einer Umschuldung für die Eurozone und vor allem ihre Banken tragbar seien. Doch diese Ansicht birgt unterschätzte Risiken und muss daher bei näherer Prüfung hinterfragt werden.

Die Privatgläubigerbeteiligung bei der Umschuldung der griechischen Staatsanleihen war eine umstrittene Maßnahme. Einerseits war sie wirtschaftlich und politisch sicherlich notwendig, auch wenn prinzipielle Forderungen zu relativieren sind, durch diesen Schritt Moral-Hazard-Probleme auf Gläubigerseite adressieren zu müssen. Doch hatte dieser Weg auch erhebliche Nachteile und birgt zukünftige Risiken.

Dieser Beitrag konzentriert sich auf das Thema Staatsbankrotte und greift das – sehr wichtige – Problem gravierender ökonomischer Ungleichgewichte in der Eurozone und verschlechterter Wettbewerbsfähigkeit der Euroländer mit hohen Leistungsbilanzdefiziten nicht auf. Dazu sei auf andere Publikationen des Autors zu diesem Thema verwiesen (vgl. Matthes 2008; 2010; 2012; Busch, Grömling und Matthes 2011a; 2011b).

Formeller Insolvenzmechanismus nicht nötig

Im Zuge des Staatsbankrotts Argentiniens war die bis dato weitgehend akademisch



Jürgen Matthes*

* Jürgen Matthes ist Leiter »Internationale Wirtschaftspolitik« am Institut der deutschen Wirtschaft Köln.

geführte Debatte (vgl. Berensmann und Herzberg 2007; 2009; Paulus 2009), dass es an einem internationalen Insolvenzmechanismus für Staaten mangelt, in das Schlaglicht der Öffentlichkeit geraten. Während sich noch bis zu den Schuldenkrisen der 1980er Jahre eine überschaubare Anzahl von Banken als Hauptgläubiger der jeweiligen Krisenstaaten in Verhandlungen recht effektiv koordinieren konnte, stieg danach die Zahl der Anleihegläubiger so stark, dass eine zügige und erfolgreiche Koordination als immer schwieriger galt. Vor diesem Hintergrund hatte der Internationale Währungsfonds im Jahr 2001 den Versuch gemacht, ein solches völkerrechtlich verbindliches Verfahren mit einer supranationalen gerichtsähnlichen Institution zu schaffen, war jedoch nicht zuletzt am Widerstand der USA und wichtiger Schwellenländer gescheitert.

In der Folge gingen viele Schwellenländer einen marktgerechteren Weg und führten sogenannte Collective Action Clauses (CACs) in ihre Staatsanleihebedingungen nach US-Recht ein (vgl. Häseler 2011; Bradley und Gulati 2011). CACs dienen dazu, das sogenannte Problem der »Hold-outs« bei Umschuldungsverhandlungen zu bekämpfen. Es gilt damit zu verhindern, dass eine kleine Minderheit von Anleihegläu-

bigern aufgrund der Einstimmigkeitserfordernis eine Einigung blockieren kann, indem sie (in der Hoffnung auf volle Zahlung der eigenen Forderungen) nicht zustimmt oder einzelne Gläubiger möglicherweise gar den Klageweg beschreiten. Die Abwicklung von Umschuldungen kann sich daher möglicherweise über viele Jahre erstrecken, was teilweise auch passiert ist (vgl. Panizza et al. 2009). Um dies zu verhindern, enthalten viele CACs die Regelung, dass eine Gläubigermehrheit von beispielsweise mindestens 75% auch die verbleibende Minderheit binden kann.

Interessanterweise sind viele Umschuldungen bei Entwicklungs- und Schwellenländern seit der Argentinienkrise recht reibungsarm verlaufen (vgl. Bi et al. 2011). Offenbar hat der Finanzmarkt besser gelernt, trotz der Vielzahl der Anleihegläubiger mit diesem Problem umzugehen. Die Organisation von Gläubigerversammlungen ist inzwischen eingeübte Praxis, und die Beteiligungsquoten waren fast durchweg sehr hoch (vgl. Tab. 1). Dies hat man bei Staatsanleihen nach US-Recht erstaunlicherweise selbst ohne die Nutzung von CACs erreicht, indem man sich einiger rechtlicher Spitzfindigkeiten bediente, sogenannter Exit Consents (vgl. Bi et al. 2011; Buchheit und Gulati 2001).

Tab. 1
Ausgewählte Umschuldungen im Zeitraum 1999–2010

	Zeitpunkt der Umschuldung	Ankündigung der Umschuldung	Zeit zwischen Ankündigung und Umsetzung (gerundet in Monaten)	Umschuldungsvolumen in Mill. US-Dollar	Teilnahmequote der Gläubiger in %	Umfang des Schuldenerlasses ^{a)}
Pakistan (Bankschulden)	Jul 99	Aug 98	11	777	–	11,6
Pakistan	Dez 99	Aug 99	4	610	99	15,0
Ukraine	Apr 00	Dez 99	4	1 598	97	18,0
Ecuador	Aug 00	Jul 98	25	6 700	98	38,3
Russland (inkl. Bankschulden)	Aug 00	Sep 98	23	31 943	99	50,8
Moldawien	Okt 02	Jun 02	4	40	100	36,9
Uruguay	Mai 03	Mrz 03	2	3 127	93	9,8
Serbien & Montenegro (Bankschulden)	Jul 04	Dez 00	44	2 700	–	73,2
Argentinien	Apr 05	Okt 01	43	43 736	76	76,8
Dominikanische Republik	Mai 05	Apr 04	13	1 100	94	4,7
Dominikanische Republik (Bankschulden)	Okt 05	Apr 04	18	180	–	11,3
Grenada	Nov 05	Okt 04	13	210	97	33,9
Irak (Bank- und Unternehmensschulden)	Jan 06	in 2006	–	17 710	96	89,4
Belize (inkl. Bankschulden)	Feb 07	Aug 06	6	516	98	23,7
Ecuador (Rückkauf von Staatsanleihen)	Nov 09	Jan 09	10	3 190	–	67,7
Seychellen	Feb 10	Mrz 09	11	320	84–89	55,6
Elfenbeinküste	Apr 10	Apr 10	0	2 940	99	55,2

Schuldenerlass auf Staatsanleihen, wenn nicht anders angegeben. – ^{a)} Schuldenerlass (Haircut) berechnet als Quotient aus den Barwerten der neuen und alten Staatsanleihen.

Quelle: Cruces und Trebesch (2011).

Es ist nicht klar, ob das für Staatsanleihen der Eurostaaten ebenfalls durchweg möglich ist. Daher erscheint es richtig, dass CACs bei neuen Anleihen EWU-weit ab Anfang 2013 eingeführt werden sollen. Darüber hinaus hat das IW Köln schon im März 2011 gefordert, dass sich der ESM als Forum anbieten und einen Verhandlungsrahmen abstecken sollte (vgl. IW Köln 2011). Unter diesem Dach könnten Schuldnerstaat und Gläubiger – auf freiwilliger Basis – über die Details der Umschuldung verhandeln. Um kooperatives Verhalten sicherzustellen, würden internationale Best-Practice-Regeln gelten, wie sie etwa das Institute of International Finance aufgestellt hat (vgl. IIF 2010, Annex I). Auch sollte unabhängige Expertise (etwa des IWF) bei der Schulden-tragfähigkeitsanalyse zur Verfügung stehen.

Mit diesen institutionellen Neuerungen wird es in der Eurozone in Zukunft möglich sein, effektive Umschuldungsverhandlungen gewährleisten zu können. Und das ohne ein völkerrechtliches Insolvenzverfahren, wie lange gefordert wurde.

Chancen und Risiken von Collective Actions Clauses

In der Eurozone

In der Einführungsphase der CACs in der Eurozone könnte es allerdings zu Problemen kommen. Denn die neuen Staatsanleihen mit CACs würden wohl zu einer Spaltung des Markts für Staatsanleihen führen. Verkraftbar dürfte wohl sein, dass der Handel mit den bestehenden Anleihen ohne CACs dabei nach und nach austrocknet. Gravierender dagegen erscheint, dass die Anleger bei dieser Parallelstruktur den neuen Anleihen, die ja leichter als die alten umzuschulden wären, ein höheres Ausfallrisiko beimessen könnten. Im schlimmsten Fall mögen sie annehmen, dass eine potenzielle Schuldenkürzung allein auf den neuen Anleihen lasten würde. Sie würden in der Folge deutlich höhere Risikoprämien und Zinsen für den Kauf dieser Staatsanleihen mit CACs verlangen.

Dieses Risiko gilt es im Vorfeld mit den Finanzmarktakteuren gründlich zu sondieren. Gegebenenfalls könnte man die Geltung der CACs erst dann einsetzen lassen, wenn beispielsweise mindestens 70 oder 80% der umlaufenden Anleihen diese neuen Bedingungen enthalten.

Langfristig, also wenn die CACs einmal vollständig eingeführt sind, dürften die Risikoprämien und Zinsen im Vergleich zu Anleihen ohne CACs tendenziell eher geringer sein als bisher. Darauf weisen zumindest neuere empirische Forschungsergebnisse hin, die die Zinsen von Anleihen mit und ohne CACs vergleichen (vgl. Bradley und Gulati 2011). Zwar steigt mit CACs theoretisch die Gefahr, dass ein Staat fis-

kalisch laxer wirtschaftet, weil er leichter einen Schuldenerlass erzielen kann. Dem stehen jedoch zwei offenbar gewichtigere Faktoren gegenüber. Erstens lässt sich kein Staat so einfach auf eine Umschuldung oder einen Staatsbankrott ein, weil damit erhebliche wirtschaftliche Risiken und für Politiker zudem hohe Imageschäden bis hin zum Amtsverlust drohen (vgl. Panizza et al. 2009). Zweitens machen CACs eine Insolvenzverschleppung weniger wahrscheinlich und damit die Gefahr, dass dadurch noch höhere Schuldenkürzungen nötig werden.

In Griechenland

Bei der Umschuldung in Griechenland war das Gros der (inzwischen umgetauschten) Staatsanleihen nach heimischem Recht begeben und enthielt keine CACs (vgl. Buchheit und Gulati 2010; 2011). In der Folge versprachen sich offenbar einige Hedgefonds hohe Gewinne durch eine Hold-out-Strategie. Dazu hatten sie sich (vermutlich) zu sehr niedrigen Kursen mit griechischen Staatsanleihen eingedeckt und spekulierten zulasten Griechenlands und der anderen Privatgläubiger auf volle Rückzahlung ihrer Anleihen zum Nominalwert. Das erschwerte die Verhandlungen.

Doch konnte Griechenland die Bedingungen der Staatsanleihen nach heimischem Recht mit einfacher Parlamentsmehrheit ändern und CACs so quasi über Nacht einführen. Damit war es möglich, die widerstrebende Minderheit der privaten Anleihegläubiger in die Umschuldung zu zwingen.¹

Potenzielle Gefahren bei ungeordnetem Staatsbankrott

Lange Zeit stand in Griechenland die Gefahr eines ungeordneten Staatsbankrotts und damit einer schwer kontrollierbaren Wirtschaftskrise im Raum. Denn wenn dem Land kein neues Hilfspaket ermöglicht worden wäre, hätte es eine im März 2012 fällige Rückzahlung einer Staatsanleihen-tranche nicht finanzieren können und wäre zahlungsunfähig geworden. In der Folge hätten die Ratingagenturen ein Kreditereignis festgestellt und das Rating Griechenlands auf die niedrigste Stufe D herabgestuft, also den Default-Status. Abhängig von den vereinbarten Anleihebedingungen (möglichen Cross-default-Vereinbarungen) führt dies in der Regel dazu, dass auch andere Gläubiger ihre Forderungen

¹ Die neuen ausgetauschten griechischen Staatsanleihen sind nach englischem Recht begeben. Sie enthalten damit (wie schon lange üblich) auch CACs, die eine 75%ige Mehrheitsschwelle vorsehen. Doch stärkt englisches Recht tendenziell die zukünftige Verhandlungsposition der Gläubiger, vor allem im unwahrscheinlichen Falle eines Euroaustritts. Bei Anleihen nach heimischem Recht könnte die griechische Regierung die zugrunde liegende Währung ggf. in Drachme konvertieren. Bei der dann zu erwartenden starken Abwertung der neuen eigenen Währung würde das zu erheblichen Verlusten für die Anleger führen. Bei englischem Recht gibt es diese Möglichkeit nicht, und die Staatsschulden lauten weiter auf Euro.

sofort fällig stellen können. Wahrscheinlich hätte Griechenland daher für einige Zeit ein Zahlungsmoratorium aussprechen müssen. Die Ratingherabstufung wäre damit wahrscheinlich für eine längere Phase bestehen geblieben. Ein solches Szenario kann als ungeordneter Staatsbankrott beschrieben werden.

Die negativen Folgen einer solchen Entwicklung für das betroffene Land können erheblich sein. Denn erfahrungsgemäß kann es über mehrere Kanäle in eine massive Wirtschaftskrise geraten, wie mehrere Studien belegen (vgl. EZB 2005; De Paoli et al. 2006; Borenzstein und Panizza 2008; Trebesch 2009):

- In der Regel hat das Land während dieser Phase keinen oder nur einen sehr geringen Zugang zum internationalen Finanzmarkt.
- Ohne ausländische Gelder kann der Staat seinen Aufgaben und Zahlungspflichten dann nicht mehr vollständig nachkommen, wenn der öffentliche Haushalt ein Primärdefizit aufweist, also die Einnahmen geringer sind als die Ausgaben ohne Zinszahlungen. Es drohen Kürzungen oder Ausfälle bei Beamtengehältern, Rentenzahlungen oder nötigen Investitionen.
- Wenn nicht nur der Staat vom internationalen Finanzmarkt abgeschlossen ist, sondern auch private Unternehmen und Banken, kann es zu einer massiven Kreditklemme kommen.
- Möglicherweise stellen internationale Investoren auch gegenüber den Privaten ihre Forderungen fällig oder streichen die für den Handel nötigen kurzfristigen Handelskredite. Empirische Ergebnisse belegen dies vor allem für Staatsbankrotte, bei denen Staaten wenig kooperativ mit Gläubigern umgehen (vgl. Trebesch 2009).
- Eine massive Kreditklemme für die Privatwirtschaft droht auch, weil bei heimischen Banken starke Verluste anfallen. Denn nicht zuletzt wegen der Ratingherabstufungen sinken die Kurse der Staatsanleihen des Krisenlandes stark. Dies trifft vor allem heimische Banken, da sie in der Regel viele Anleihen ihres Soveräns halten.
- Eine gravierende ökonomische Depression kann resultieren, weil zur Kürzung von Staatsausgaben und der Kreditklemme in der Regel noch eine tiefe Vertrauenskrise hinzukommt. In der Folge dürften sehr viele Menschen ihre Arbeit verlieren und das Armutsrisiko kurzfristig rapide zunehmen.

Darüber hinaus kann ein Staatsbankrott für ein Land auch längerfristige Folgen haben. Denn nach erfolgter Umschuldung will ein Staat wieder an den internationalen Finanzmarkt zurück. Hier ist jedoch die Frage, ob und zu welchen Konditionen er neue Kredite bekommt. Frühere empirische Analysen, die zahlreiche Staatsbankrotte von Entwicklungs- und Schwellenländern untersuchen, sind hier nicht ganz eindeutig, wie ein Studienüberblick zeigt (vgl. Pa-

nizza et al. 2009). Demnach bleibt es für eine zwar vorübergehende, aber im Durchschnitt gleichwohl um die etwa zwei Jahre dauernde Phase schwierig und moderat teurer, an internationale Kredite zu kommen. Dies wurde als nicht sehr gravierend bewertet, Kapitalmärkte würden vergeben und vergessen, lautete lange Zeit die gängige Schlussfolgerung. Dem widerspricht eine jüngere sehr systematische Studie (vgl. Cruces und Trebesch 2011), die ihre Resultate auf einer sehr breiten Datengrundlage ableitet und dazu 180 Umschuldungen von 68 Staaten zwischen 1970 und 2010 detailliert untersucht hat. Demnach vergessen die Investoren nicht. Vielmehr ist die Rückkehr an den Finanzmarkt umso schwerer, je höher der Schuldenerlass (Haircut) ist, den die Gläubiger leisten müssen. Tabelle 1 zeigt dabei, wie stark die Haircuts bei ausgewählten Umschuldungen divergieren.

Mit Blick auf all diese Gefahren sind daher die Empfehlungen mancher Ratgeber kritisch zu sehen, die etwa schon im Jahr 2010 den Krisenstaaten die (sehr wahrscheinlich unfreiwillige) Umschuldung zur Entlastung empfohlen oder sie durch Hilfsverweigerung dazu zwingen wollten. Es stellt sich die Frage, ob die Empfehlungen nicht teilweise in Unkenntnis oder Verharmlosung der gravierenden Folgewirkungen einer Umschuldung gemacht wurden.

Möglicherweise hätte man sich aber auf den Standpunkt stellen können, dass Griechenland seine Lage selbst verschuldet hat und daher im Geiste der No-Bailout-Regel ein Exempel zu statuieren wäre. In der Tat hatte Griechenland mehrfach seine Angaben zum öffentlichen Budgetdefizit gefälscht und zudem vor dem Regierungswechsel im Jahr 2009 die Staatsausgaben in unverantwortlicher Weise erhöht. Doch wurde es auch von der Finanzkrise getroffen. Es ist daher sehr fraglich, ob das Land ohne diesen unverschuldeten exogenen Schock auch an den Rand des Staatsbankrottes geraten wäre. Gewisse mildernde Umstände sind damit wohl zu berücksichtigen. Vor diesem Hintergrund Griechenland im Mai 2010 nicht zu helfen, hätte wohl einen ungeordneten Staatsbankrott bedeutet. Denn damals standen noch keine flankierenden Politikmaßnahmen zur Verfügung, um die drohenden Risiken einer massiven Wirtschaftskrise zu begrenzen. Der Verzicht auf ein Hilfspaket hätte folglich de facto einer ökonomischen Hinrichtung geglichen. Aus politischer Sicht war dieser Schritt daher zu Recht nur schwer vorstellbar.²

Bevor man Griechenland seit Mitte 2011 allmählich der Umschuldung zuführen konnte, war in der Politik zunächst

² Darüber hinaus wäre dieser Schritt auch ökonomisch sehr fragwürdig gewesen, weil er sehr wahrscheinlich zu erheblichen Ansteckungseffekten auf andere Eurostaaten geführt hätte, worauf im nächsten Abschnitt näher eingegangen wird. So waren die Finanzmärkte im Mai 2010 so verunsichert, dass vor dem Aufspannen des Rettungsschirms selbst französische Staatsanleihen in New York kaum noch Käufer fanden.

eine längere Phase des Lernens über die vielfältigen Gefahren eines unkontrollierten Staatsbankrottes nötig gewesen.

- Das zweite Rettungspaket für Griechenland ist das Ergebnis dieses Lernprozesses. Damit hat man den griechischen Staat angesichts des anhaltenden griechischen Primärdefizits vor einem massiven Finanzierungseingpass bewahrt. Durch die Rekapitalisierung gefährdeter griechischer Banken hat man zudem Bankenpleiten und eine (noch größere) Kreditklemme verhindert. Ferner konnte man den Zusammenbruch der Liquiditätsversorgung des griechischen Finanzsystems abwenden, indem die Eurostaaten Garantien für die Refinanzierungssicherheiten gaben, die die griechischen Banken bei der EZB hinterlegt hatten. Ohne diese Garantien hätte die EZB aufgrund der Ratingherabstufung auf den Default-Status die Geldversorgung Griechenlands deutlich zurücknehmen müssen und es wäre aus diesem Grund zu einer noch stärkeren Kreditverknappung gekommen.
- Darüber hinaus wurde der Rettungsschirm aufgestockt und sein Instrumentenkasten erweitert, vor allem mit dem Ziel, Ansteckungseffekte auf andere Euroländer zu begrenzen. Dazu dienen insbesondere die Möglichkeit zu Sekundärmarktkäufen und zu vorsorglichen Krediten – beides Instrumente, die wie Hilfskredite an eine Reformkonditionalität gebunden sind.

Umschuldung Griechenlands – Pro und Contra

Auf diese Weise ist gelungen, die historisch größte Umschuldung relativ reibungsarm und ohne direkte kurzfristige Ansteckungseffekte umzusetzen. Selbst der letztendliche Verzicht auf die Freiwilligkeit der Umschuldung durch die Nutzung der CACs hat daran nichts ändern können. Die technische Abwicklung muss man daher als erheblichen Erfolg hervorheben und den zuständigen Experten ein großes Lob aussprechen.

Doch die weitere Bewertung des griechischen Schuldenschnitts ist recht zwiespältig und macht deutlich, dass die Politik nur noch die Wahl zwischen Skylla und Charybdis hatte. Im Gesamturteil erscheint die griechische Umschuldung zwar sachgerecht. Dennoch hatte sie eine Reihe von problematischen Nebenwirkungen.

Pro-Argumente

Nur bedingt überzeugend erscheint zunächst das vielfach gehörte Argument, eine Privatgläubigerbeteiligung sei unverzichtbar, um in Zukunft zu verhindern, dass die Finanzinvestoren bei Staatsanleihen erneut zu niedrigen Zinsen verlangen, weil sie auf einen öffentlichen Bailout hoffen. In der Theorie mag das zweifellos richtig sein. Doch wenn man

die Anleiherenditen der Eurokrisenländer in jüngerer Zeit betrachtet, waren dort auch schon vor der Debatte über die griechische Umschuldung teils erhebliche Ausfallrisiken eingepreist. Dass der Finanzmarkt zuvor – also vor der globalen Finanzkrise – Staatsanleihen für viel zu geringe Zinsen abnahm, lag wohl vor allem an der (fragwürdigen) Überzeugung, ein Industrieland der Eurozone könne nicht Bankrott gehen. Diese Illusion ist nun zerplatzt und wird so schnell nicht wiederkehren. Wir werden daher in Zukunft vermutlich eher zu hohen als zu niedrigen Risikoprämien sehen.³

Dagegen war es zu Recht ein vorrangiges Ziel der Privatgläubigerbeteiligung, durch die (zunächst als freiwillig apostrophierte) Verlängerung auslaufender Anleihen den griechischen Refinanzierungsbedarf zu senken und so die prekäre griechische Finanzlage (zumindest etwas) zu entspannen. Zudem galt es richtiger Weise zu verhindern, dass sich immer mehr Privatgläubiger mit öffentlichen Geldern quasi auszahlen ließen. So und durch die nicht erfolgte Kürzung der öffentlichen Forderungen an Griechenland hat man die Steuerzahler der Geberländer in der Eurozone vor noch Schlimmerem bewahrt. Diese Ziele haben ein sehr hohes Gewicht gegenüber den nun folgenden kritischen Argumenten.

Contra-Argumente

Die gravierendste Nebenwirkung waren sicherlich die erheblichen Ansteckungseffekte auf Italien und Spanien. Sie resultierten bereits, nachdem die Euro-Finanzminister am 20. Juni 2011 einen Grundsatzbeschluss dazu getroffen hatten, dass sich die Privatgläubiger Griechenlands tatsächlich an der Rettung des Landes beteiligen sollten. In der Folge begannen die Zinsen auf italienische und spanische Anleihen nach und nach immer weiter zu steigen, so dass eine sich selbst verstärkende Zinsspirale und eine sich selbst erfüllende Prophezeiung in Gang zu kommen drohten. Es bestand die Gefahr, dass die Staatsanleihezinsen von einem »guten« auf ein »schlechtes« von mehreren multiplen Gleichgewichten stiegen und dabei die Erwartung über die Schuldentragfähigkeit von einer optimistischen zu einer pessimistischen Einschätzung umschwenkte. Sehr wahrscheinlich hätte bei einem dann wohl letztlich nötigen Schuldenschnitt eine gravierende system-

³ Im Jahr 2010 war häufig die Forderung zu hören, jegliche Hilfsleistung an Krisenstaaten – auch im Falle von Illiquidität und gegebener Schuldentragfähigkeit – automatisch an eine zwangsweise Privatgläubigerbeteiligung zu binden. Dabei wurde jedoch nicht ausreichend bedacht, dass eine unfreiwillige Privatgläubigerbeteiligung für die Ratingagenturen einen Zahlungsausfall (Kreditereignis) darstellt und daher (zumindest temporär) zu einer Herabstufung auf D führt und damit zu starken Zinsanstiegen der Staatsanleihen des Landes. Dies hätte jedoch die Intention des Hilfspaketes konterkariert, einen möglicherweise überernühten Finanzmarkt zu beruhigen und (mit Blick auf Fundamentaldaten) überzogene Risikoauflagen wieder sinken zu lassen. Deshalb hat der vom IW Köln im März 2011 vorgeschlagene Krisenmechanismus – wie der ESM – auch nur im Fall der Insolvenz eine zwangsweise Privatgläubigerbeteiligung vorgesehen (vgl. auch IW Köln 2011).

mische (möglicherweise globale) Finanzkrise gedroht, weil die Staatsanleihen von Italien und Spanien in den Portfolios von Banken und Versicherungen ein sehr viel höheres Gewicht hatten als die der kleineren Staaten der Europeripherie.⁴ Weil der europäische Rettungsschirm kurzfristig nicht hinreichend handlungsfähig war, konnten erst die Sekundärmarktkäufe italienischer und spanischer Staatsanleihen durch die EZB dem eskalierenden Zinsanstieg ein Ende setzen. Den Befürwortern einer vermeintlich einfachen Umschuldung ist entgegen zu halten, die Gefahr dieser Ansteckungseffekte nicht hinreichend berücksichtigt zu haben. Das gilt im Übrigen auch für die teils massive Kritik an den Staatsanleihekäufen der EZB.

Darüber hinaus mögen durch den Schuldenerlass Moral-Hazard-Probleme entstehen. Zum einen könnte der Reformeifer der griechischen Regierung erlahmen. Deshalb ist es unverzichtbar, über die Troika den politischen Druck strikt aufrechtzuerhalten. Die von Athen zu erbringenden Vorbedingungen (»prior actions«) vor der Auszahlung des zweiten Griechenland-Pakets dienten vor allem diesem Zweck. Die Härte der Auflagen hat wahrscheinlich auch das Ziel, mögliche Fehlanreize mit Blick auf andere Euro-Krisenstaaten zu mindern, die ebenfalls einen Schuldenerlass anstreben könnten. Diesem Ziel dient ferner die inzwischen mehrfach in Gipfelerklärungen zu findende Feststellung, dass Griechenland als absoluter Sonderfall zu verstehen ist.

Durch die Privatgläubigerbeteiligung ist es zudem zu einer starken Verunsicherung des Finanzmarktes gekommen, die möglicherweise langfristig negative Folgen für die Staatsfinanzierung der Euroländer haben kann. Denn zuvor galt es als weitgehend ausgeschlossen, dass ein Industrieland seinen Schuldendienst nicht fristgerecht leistet und umschulden muss. Diese Wahrnehmung hat die Politik zusätzlich dadurch gestützt, dass sie Staatsanleihen von Euroländern formell als risikolos einstuft, sei es im Rahmen der Bankenregulierung Basel II oder der Sicherheitenhinterlegung bei der EZB. Zweifellos kann man von einem effizienten Finanzmarkt verlangen, sich nicht durch diesen durchschaubaren Versuch in die Irre führen zu lassen, mit dem sich die Staaten über fragwürdige Regulierungen niedrige Zinsen sichern wollten. Doch so effizient funktioniert der Finanzmarkt erfahrungsgemäß nicht immer. Zudem winkten ansehnliche Gewinne, indem sich Finanzakteure billiges Geld bei der EZB liehen und dies (in Zeiten geringer Zin-

sen) in Staatsanleihen der Europeripheriestaaten steckten und so zumindest noch etwas höhere, aber vermeintlich risikolose Renditen erzielten.

Die Umschuldung Griechenlands gilt nun als möglicher Präzedenzfall für die Vertreibung aus dem Paradies der Risikolosigkeit, auch wenn die Politik die Causa Hellenae mit Nachdruck als Einzelfall hinstellen versucht. In der Folge zeigen sich viele Anleger – gerade außerhalb der Eurozone – deutlich zurückhaltender beim Kauf von Staatsanleihen der Eurozone. Dahinter steht vermutlich unter anderem eine Restrukturierung der Portfolios vieler Investoren. Risikolose Anleihen haben darin in der Regel ein hohes Gewicht, vor allem weil sie als Basisinvestment und auch als Liquiditätspuffer dienen. Durch den Verlust dieses Status wird die Bedeutung von Staatsanleihen der Euro-Krisenländer in den Portfolios wahrscheinlich dauerhaft sinken. In die gleiche Richtung wirkt die Tatsache, dass sich die öffentlichen Gläubiger Griechenlands – also die Eurostaaten und die EZB – de facto einen bevorrechtigten Status eingeräumt und damit Privatforderungen nachrangig behandelt haben.⁵ Damit droht für die Krisenländer, die Rückkehr an den Kapitalmarkt möglicherweise erschwert zu werden.

Einen weiteren möglichen Nachteil hat man quasi in letzter Minute verhindert. Denn durch die lange angestrebte Freiwilligkeit der Umschuldung wollte man ein Kreditereignis vermeiden, und damit die Gefahr, dass die Auslösung der CDS zu möglichen Finanzmarkturbulenzen führt. Doch das hätte die Nützlichkeit dieser Versicherung gegen Verluste bei Staatsanleihen nachhaltig untergraben. Gerade risikoaverse und üblicherweise sehr verlässliche Investoren wie etwa langfristig orientierte Pensionsfonds, die CDS-Versicherungen zur Absicherung nutzen, wären vermutlich in Zukunft weniger aktive Nachfrager von Staatsanleihen fragiler Euroländer geworden. Die Aufgabe der Freiwilligkeit durch die Nutzung der neu eingeführten CACs hat dies verhindert und die Versicherungsfunktion der CDS erhalten.

Fazit

Die Erfahrungen aus der Umschuldung Griechenlands sind vielfältig und widerlegen manche nicht selten gehörte These. Umschuldungen lassen sich – auch ohne ein zuvor vielfach gefordertes völkerrechtliches Insolvenzverfahren für Staaten – geordnet und mit hoher Gläubigerbeteiligung abwickeln, das hat zudem eine Reihe von Umschuldungen in Schwellenländern nach dem argentinischen Staatsbankrott gezeigt. Dabei können Collective Action Clauses eine

⁴ Zudem wurden die Rettungsaktionen durch die geschilderten erheblichen Ansteckungseffekten auf Italien und Spanien deutlich teurer. Beide Länder sind ungleich größer als die Europeripherieländer Griechenland, Portugal und Irland. Die Schulden Italiens und Spaniens wogen im Jahr 2011 mit rund 2 700 Mrd. Euro nahezu viermal so schwer wie jene der drei kleineren Staaten mit knapp 700 Mrd. Euro. Das zeigt sich beispielsweise an dem erheblichen und rapiden Bestandsanstieg der von der EZB am Sekundärmarkt angekauften Staatsanleihen, von rund 74 Mrd. Euro Anfang August 2011, bis auf über 200 Mrd. Euro allein bis Ende November 2011.

⁵ Dieser Schritt könnte die Effektivität der Sekundärmarktkäufe der EZB in Zukunft untergraben.

wichtige Rolle spielen, weshalb ihre Einführung in der Eurozone – trotz möglicher Probleme in der Anfangsphase – gut zuheißen ist.

Ohne Flankierung von außen droht ein Land aber in eine Zahlungsunfähigkeit und in der Folge auch in einen ungeordneten Staatsbankrott zu geraten. In diesem Fall kann es zu einer massiven Wirtschaftskrise kommen, weil erfahrungsgemäß eine allgemeine Vertrauenserosion resultieren und auch die Privatwirtschaft vom internationalen Finanzmarkt abgeschnitten werden mag; zudem erleiden heimische Banken in der Regel hohe Verluste auf die gehaltenen heimischen Staatsanleihen. Frühe Ratschläge, Griechenland im Mai 2010 gemäß der No-Bailout-Regel des EU-Vertrages nicht zu helfen, haben diese fatalen Folgewirkungen möglicherweise nicht hinreichend berücksichtigt. Dagegen ist es der Eurozone nach einer Phase des Lernens gelungen, die drohenden Risiken mit dem zweiten Hilfspaket für Griechenland abzuwenden und die größte Umschuldung der Historie relativ reibungsarm und geordnet abzuwickeln. Dieser Erfolg verdient Anerkennung.

Zudem ist die Schuldenlast Griechenlands verringert, ohne dass europäische Steuerzahler (außer über die Bad Banks) nennenswert zur Kasse gebeten wurden. Doch diesen Vorteilen der Umschuldung stehen auch gravierende Nachteile gegenüber. So ist es bereits nach der Ankündigung einer Privatgläubigerbeteiligung, die hierzulande häufig aus prinzipiellen Gründen des Moral Hazard gefordert wurde, zu erheblichen Ansteckungseffekten auf andere Staaten, vor allem auf Italien und Spanien gekommen. Das hat die Risiken der Euroschuldenkrise massiv erhöht. Zudem werden die internationalen Finanzmärkte nach dem Präzedenzfall Griechenland möglicherweise auf längere Zeit sehr zurückhaltend beim Kauf von Staatsanleihen von Staaten der Europeripherie sein. Und schließlich drohen von dem Schuldenschnitt, der als (zu) leichter Ausweg aus einer Überschuldung angesehen werden könnte, problematische Anreizeffekte für Griechenland und andere Staaten auszugehen. Diese gilt es durch eine noch striktere Konditionalität der Hilfen zu verhindern. Bei den Reformvorgaben ist aber in Zukunft sehr viel mehr Wert als bislang auf Strukturformen zu legen, die Wachstum und Wettbewerbsfähigkeit fördern.

Literatur

- Berensmann, K. und A. Herzberg (2007), »Insolvenzrecht für Staaten: Ein Vergleich von ausgewählten Vorschlägen«, German Development Institute Discussion Paper 9.
- Berensmann, K. und A. Herzberg (2009), »Sovereign Insolvency Procedures – A Comparative Look At Selected Proposals«, *Journal of Economic Surveys* 23(5), 856–881.
- Bi, R., M. Chamon und J. Zettelmeyer (2011), »The Problem That Wasn't: Coordination Failures in Sovereign Debt Restructurings«, IMF Working Paper 265.
- Borensztein, E. und U. Panizza (2008), »The Costs of Sovereign Default«, IMF Working Paper 238.
- Bradley, M. und G.M. Gulati (2011), »Collective Action Clauses for the Eurozone: An Empirical Analysis«, Duke Law Faculty Scholarship Working Paper 2455.
- Buchheit, L.C. und G.M. Gulati (2001), »Exit Consents in Sovereign Bond Exchanges«, *UCLA Law Review* 48, 59–84.
- Buchheit, L.C. und G.M. Gulati (2010), »How to Restructure Greek Debt«, Duke Law Faculty Scholarship Working Paper 2336.
- Buchheit, L.C. und G.M. Gulati (2011), »Greek Debt – The Endgame Scenarios«, Duke Law Faculty Scholarship Working Paper 2380.
- Busch, B., M. Grömling und J. Matthes (2011a), *Ungleichgewichte in der Eurozone*, IW-Analysen 74, Institut der deutschen Wirtschaft, Köln.
- Busch, B., M. Grömling und J. Matthes (2011b), »Current Account Deficits in Greece, Portugal and Spain – Origins and Consequences«, *Intereconomics* (6), 354–360.
- Cruces, J.J. und C. Trebesch (2011), »Sovereign Defaults: The Price of Haircuts«, CESifo Working Paper 3604.
- De Paoli, B., G. Hoggarth und V. Saporta (2006), »Costs of sovereign default«, Bank of England Financial Stability Paper 1.
- EZB (2005), »Managing Financial Crises in Emerging Market Economies – Experience with the Involvement of Private Sector Creditors«, Occasional Paper 32.
- Häsel, S. (2011), »Collective action clauses in sovereign bonds«, in: R.W. Kolb (Hrsg.), *Sovereign Debt: From Safety to Default*, Wiley, New Jersey, 235–244.
- Hüther, M. (2012), »Krisenpolitik 2012: Obligatorische Rekapitalisierung der systemrelevanten Banken in der Eurozone«, online verfügbar unter: <http://www.iwkoeln.de/Portals/0/pdf/Krisenpolitik%202012.pdf>.
- Institute of International Finance (IIF) (2011), »Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructurings in Emerging Markets« online verfügbar unter: <http://www.iif.com/download.php?id=FwM6aDbqca0>.
- IW Köln (2011), »IW-Vorschlag für einen europäischen Krisenmechanismus nach 2013«, online verfügbar unter: <http://www.iwkoeln.de/LinkClick.aspx?fileticket=j57fB-WTRlo%3D&tabid=252>.
- Matthes, J. (2008), »Zunehmende Ungleichgewichte in der Eurozone: Gefahr für die Europäische Währungsunion«, in: IW Köln (Hrsg.), *Zehn Jahre Euro*, IW-Analysen 43, Institut der deutschen Wirtschaft, Köln.
- Matthes, J. (2010), »Die Eurokrise: Für mehr Ausgewogenheit in der ökonomischen Debatte«, *Orientierungen* 125(3), 36–42.
- Matthes, J. (2012), »Rebalancing der Leistungsbilanzdefizite in den Peripheriestaaten des Euroraums«, *iw-trends* 39(1), online verfügbar unter: <http://www.iwkoeln.de/de/studien/iw-trends/beitrag/84161>.
- Panizza, U., F. Sturzenegger und J. Zettelmeyer (2009), »The Economics and Law of Sovereign Debt and Default«, *Journal of Economic Literature* 47(3), 651–698.
- Paulus, C.G. (2009), »Rechtliche Handhaben zur Bewältigung der Überschuldung von Staaten«, *Recht der Internationalen Wirtschaft* (RIW) (1), 11–17.
- Trebesch, C. (2009), »The Cost of Aggressive Sovereign Debt Policies: How Much is the Private Sector Affected?«, IMF Working Paper 29.



Bodo Herzog*

Die Währungsunion ist keine Einbahnstraße!

Die Frage, ob Griechenland im oder außerhalb des Euro-raums genesen soll, wird derzeit kontrovers diskutiert. Das Hauptproblem in Griechenland ist nicht nur die hohe Staatsverschuldung und das massive Wettbewerbsfähigkeitsproblem, sondern auch der Tatsache geschuldet, dass Griechenland Mitglied der Europäischen Währungsunion ist. Aus makroökonomischer Perspektive benötigt das Land eine gut 30%ige Abwertung zur Rückgewinnung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit. Die außerordentliche Dimension und die ökonomische Erfahrung lehren, dass diese Kraftanstrengung in einem Zeitraum von zehn Jahren ohne eine nominale Abwertung kaum darstellbar ist. Ohne Frage sind Währungsunionenländer in dieser Situation in einer Art Zwangsjacke. Das verdeutlicht, dass eine Währungsunion ökonomisch betrachtet keine Einbahnstraße sein kann. Daher muss jederzeit jedes Mitgliedsland der Währungsunion seine Hausaufgaben machen, um die Vorteile und Chance zu nutzen (vgl. Herzog 2011).

An dieser Stelle sei auch an die Kosten und Dauer der deutschen Währungs- und Wirtschaftsunion ab dem Jahr 1990 erinnert. Selbst nach gut 20 Jahren ist die Wirtschaftsentwicklung in Ostdeutschland immer noch schwächer, mit teils negativen Ausstrahleffekten auf das Wirtschaftswachstum und die Arbeitslosigkeit im Westen. Nur durch umfangreiche Strukturreformen und der Erhebung des Solidaritätszuschlags von gut 200 Mrd. Euro, bis zum heutigen Tag, konnte eine gewisse Konvergenz erlangt werden.

Die Europäische Währungsunion besitzt aber keine politische Union und damit unterliegen alle souveränen Mitgliedsstaaten einem engen Korsett. Eine Rückgewinnung der Wettbewerbsfähigkeit ohne drastische Kürzungen der Nominallöhne kann somit nur außerhalb des Euroraums mit-

tels nominaler Abwertung gelingen. Unabhängig von diesem spezifischen »In-Out«-Problem muss aber generell gefragt werden, welchen Weg überschuldete Länder gehen sollten: Eine Staatsinsolvenz, eine Umschuldung, wie im Fall Griechenland, oder besser eine Überbrückung der Krise mit Staatshilfen?

Seit ungefähr zwei Jahren debattiert die Politik, Gesellschaft und Experten über die Volumina der europäischen Staatshilfen für die fünf Problemländer Griechenland, Portugal, Irland, Spanien, und Italien (vgl. Tab. 1). Diese kontroverse Debatte ist wichtig, denn sie zeigt den Umfang der bestehenden Staatshilfen.

Spiegelbildlich zu den Staatshilfen könnte man nun geneigt sein, die Kosten einer Staatspleite zu identifizieren. Was sind die Kosten einer Staatsinsolvenz und wer trägt diese?

Wann ist ein Staat pleite?

Zunächst einmal muss definiert werden, was eine Staatsverschuldungskrise bedingt und wann von einer Liquiditätskrise gesprochen wird. Diese Differenzierung ist ökonomisch notwendig, denn die Therapie der beiden Krisentypen ist grundverschieden. Eine Liquiditätskrise könnte durch eine Überbrückung mit Staatshilfen ökonomisch sinnvoll behandelt und beseitigt werden. Wohingegen eine Staatsverschuldungskrise per Definition ein Ausfall der Staatsschulden oder eine Umschuldung bedingt.

Ein Staat ist per Definition solvent oder hat langfristig tragfähige Finanzen, wenn der Barwert der Primärsalden größer oder gleich der heutigen Schulden ist. Ist diese Bedingung jedoch nicht erfüllt, d.h. der Barwert der Primärsalden ist signifikant geringer als der derzeitige Schuldenstand, kann von einer Staatsinsolvenz gesprochen werden. Andererseits spricht man von einer Liquiditätskrise, wenn die vorhandenen liquiden Finanzmittel, d.h. staatliche Steuer- und Krediteinnahmen, nicht genügen, um die Tilgung der heute ausstehenden Verbindlichkeiten durchzuführen. Bei einer Liquiditätskrise liegt somit ein Problem mit der Fristenstruktur und nicht per se der Zahlungsunfähigkeit vor.

Zudem werden in einer Währungsunion die Kosten einer Staatsinsolvenz durch Ansteckungs- und Feedbackeffekte des gemeinsamen Binnen- und Finanzmarkts, europäische Staatshilfen, sowie das Europäische System der Zentralbanken determiniert (vgl. Tab. 1). Zu diesen objektiven Kosten kommen implizite Kosten, welche aufgrund der Neubewertung von Risiken, Herabstufung von Ratingagenturen und den sogenannten Kreditausfallversicherungen (CDS) entstehen. Träger der Kosten sind die öffentliche Hand, die Akteure der Wirtschaft und die Steuerzahler.

* Dr. Bodo Herzog ist Professor of Economics an der ESB Business School, Hochschule Reutlingen.

Tab. 1
Überblick über Rettungspakete

	Name/Bezeichnung des Rettungspakets	Kürzel	Institution	Volumen in Mrd. Euro	Haftung Deutschlands	
					in %	in Mrd. Euro
1	1. Griechenland-Paket	–	EU	110	25,0	27,5
2	Europäischer Finanzstabilisierungsmechanismus	EFSM	EU	60	20,0	12,0
3	Europäische Finanzstabilisierungsfazilität – Europäischer Stabilisierungsmechanismus (ab 2012)	EFSF – ESM	EU	700	32,5	228,0
4	Internationaler Währungsfonds	IWF	IWF	250	6,8	17,0
5	Ankauf von Staatsanleihen durch die Europäische Zentralbank	–	EZB	220	27,0	59,4
6	Target2-Kredite (Sinn 2011)	Target2	Zentral- banken	327	33,3	109,0
7	2. Griechenland-Paket	–	EU	130	25,0	32,5
Insgesamt				1 797	–	485,4
Haftungssumme für Deutschland: teils Schätzungen des Autors (2012) und Sinn (2011).						

Quelle: EU; EZB; EFSF; IMF.

Wie verhält sich diese Rechnung im Fall Griechenland?

Im Jahr 2010, also zu Beginn der europäischen Staatsverschuldungskrise, war der Schuldenstand (D) von Griechenland rund 145% in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP). Das Primärdefizit (P) lag bei $-5,0\%$, und das Wirtschaftswachstum (g) war $-3,5\%$ (vgl. EZB 2012). Der Zins (i) für die Staatsverschuldung lag bei ungefähr 7% , und das entspricht dem Niveau vergleichbarer Länder mit geringer Wettbewerbsfähigkeit und ähnlich hoher Schuldenlast. Vereinfachend kann der Primärsaldo berechnet werden, der notwendig wäre, um die Schuldenstandsquote konstant auf 145% zu halten:

$$P = D * (i - g) = +15,2\%.$$

Vergleicht man den berechneten Primärüberschuss von rund $+15\%$ mit dem vorliegenden Primärdefizit von $-5,0\%$ wird objektiv sichtbar, dass schon damals ein massives Solvenzproblem vorlag; nicht nur ein Liquiditätsproblem. Im Jahr 2010 war zudem zu erwarten, dass die Schuldenstandsquote weiter ansteigen würde, da die Wirtschaft in einer rezessiven Phase war und die marode Wirtschafts- und Verwaltungsstruktur sowie der Verlust an Wettbewerbsfähigkeit kaum kurz- und mittelfristig umkehrbar ist. Selbst wenn man ein mittelfristig nominales Wirtschaftswachstum von 3% unterstellt hätte, wäre immer noch ein Primärüberschuss von $+6\%$ notwendig gewesen; – wohlgemerkt nur um den Schuldenstand konstant auf dem Niveau von 145% zu halten.

Um den Schuldenstand von heute von rund 170 auf 120% bis Ende 2022 zu senken, müsste wiederum jährlich ein

Primärüberschüsse von $+12\%$ generiert werden. Selbst der Sachverständigenrat kommt in seinem aktuellen Jahresgutachten zum Schluss, dass »historische Erfahrungen [in anderen Ländern] zeigen, dass es bisher nicht annähernd gelungen ist, über eine längere Zeit entsprechende Überschüsse zu erwirtschaften« (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2011). Kurzum: Griechenland hat ein eindeutiges Solvenzproblem. Damit ist die Therapie über Staatshilfen zur Überbrückung faktisch obsolet. Übrig bleibt die Therapie einer Umschuldung oder Staatsinsolvenz. Nun gilt es die möglichen Auswirkungen zu analysieren.

Da Griechenland in der Währungsunion ist und zudem rund 70% der Schulden von Gläubigern im Ausland gehalten werden, ist mit gewissen Wechselwirkungen zu rechnen. Allerdings ist das Risiko der Ansteckungseffekte rein statistisch betrachtet gering (vgl. Herzog 2012). Diese Gefahr wird nach wie vor teils aus Unwissenheit und der Verwendung von falschen Heuristiken, aber teils wegen der Angst über die Dominoeffekte aus Erfahrung mit der Lehman Brothers-Pleite im November 2008 überschätzt. Wie paradox diese Angst ist, zeigt ein Zahlenvergleich: Das griechische Bruttoinlandsprodukt, ein Land mit relativ geringer Vernetzung, lag im Jahr 2010 bei rund 230 Mrd. Euro. Die Bilanzsumme der weltweit hochvernetzten Investmentbank Lehman Brothers war mehr als 530 Mrd. Euro, und der Schuldenberg lag bei rund 620 Mrd. Euro plus CDS-Verträge.

Abgesehen von dieser Paradoxie hat die faktische Umschuldung Anfang März bestätigt, dass die Angst vor Dominoeffekten unbegründet war. Zum ersten haben die meisten Finanzinstitute zügig den Wert der griechischen Staats-

papiere im Lauf der letzten Jahre abgeschrieben; am Ende um in etwa 75%. Im Markt wurden die zehnjährigen Papiere sowieso nur noch mit 22% ihres Nominalwertes gehandelt (vgl. Taylor 2012). Zum zweiten ist die Angst vor Ansteckungseffekten innerhalb der Währungsunion nach dem ersten Schock deutlich gefallen, wie rückläufige Korrelation der CDS-Prämien auf griechische Bonds und die der anderen Problemländer belegen. Zudem hat die Ausweitung der Laufzeiten und die Vollzuteilung der Refinanzierungsgeschäfte der EZB, zuletzt dreijährige Refinanzierungsgeschäfte von rund je 500 Mrd. Euro, die Lage deutlich entspannt. Dadurch sind Renditen in Ländern wie Italien und Spanien signifikant gefallen, und diese Länder konnten sich wieder über die Märkte refinanzieren. Schlussendlich wurde das Nettovolumen der CDS-Kontrakte auf hellenische Staatsschulden überschätzt. Es liegt nach aktuellen Schätzungen bei rund netto 2,5 Mrd. Euro (vgl. ISDA 2012).

Aufgrund dieser Fakten ist die Umschuldungsaktion am 8. März 2012 nahezu ohne Turbulenzen abgelaufen. Die Aktienmärkte haben im Vorfeld kaum reagiert und sind nach Abschluss der Umschuldung tendenziell gestiegen. Der Eurowechsellkurs war von der ganzen Aktion ebenso fast unberührt. Die Rückstufung auf »teilweise Zahlungsausfall« von Standard & Poor's war folgerichtig und hat ebenso keine Verwerfungen ausgelöst.

Wie stark sind die privaten Gläubiger im Ausland betroffen?

Wie bereits erwähnt, sind rund 70% der griechischen Schulden in ausländischer Hand. Zum einen verteilt sich damit dieses Ausfallrisiko auf viele Länder und Finanzinstitute, die zumal gemessen an der Wirtschaftskraft von Griechenland deutlich größer sind. Zum anderen spiegeln diese Verluste – wie bei Finanzanlagen üblich – das Geschäftsrisiko der Akteure wider. Die privatwirtschaftlichen Risiken in Deutschland aus den Abschreibungen werden auf rund 20 Mrd. Euro geschätzt und sollten bei nachhaltigem und sozialverantwortlichem Handeln durch Rücklagen oder Versicherungen abgesichert sein. Keine Vorkehrung hingegen wäre sozial- und eigenverantwortlich äußerst nachlässig, und nur die Pleite könnte dieses Fehlverhalten in einer (sozialen) Marktwirtschaft sanktionieren. Allerdings sind durch die enormen Staatshilfen für Griechenland mehr und mehr der Kosten von den privaten Anlegern auf den Staat und damit Steuerzahler transferiert worden (vgl. Tab. 1). Diese staatlichen Verluste aus der Umschuldung dürften sich nach einer groben Überschlagsrechnung auf rund 15 Mrd. Euro belaufen. Der Ausfall der CDS-Versicherungen in Höhe von 2,5 Mrd. Euro ist dabei eher gering. Im Falle von Kluppenrisiken stünden aber die EFSF Gewähr bei Fuß.

Was kann die Politik aus dem »Insolvenzfall« Griechenland lernen?

Um zukünftig frühzeitiger die Entscheidung über Staatshilfe oder Staatsinsolvenz umsetzen zu können, muss die Politik zur besseren Planbarkeit und Abschätzung der potentiellen Auswirkungen folgende Weichenstellung zügig umsetzen:

- i) Zur Vermeidung von Ansteckungseffekten und der damit verwobenen Unsicherheit sind höhere Kernkapitalquoten und Risikorückstellungen im Sinne von Basel III – insbes. für systemrelevante Institute – notwendig.
- ii) Die Finanzmarktregulatoren müssen zudem Sorge tragen, dass Staatspapiere nicht wie bisher als risikofreie Anlagen gelten, sondern ein typisches Ausfallrisiko aufweisen, was eine Eigenkapitalrückstellung bedingt.
- iii) Die Derivatmärkte müssen transparenter gemacht werden. Zum einen sollten diese Geschäfte nicht auf bilateraler Basis (Over-the-Counter), sondern über reguläre Börsenplätze abgewickelt werden. Damit würde automatisch eine Standardisierung der Produkte, ein Wegfall des »Counterparty«-Risikos und mehr Transparenz mit Blick auf die Volumina und Verflechtungen der CDS-Kontrakte erzielt.

Die Ansteckungseffekte in den unregulierten CDS-Märkten könnte zum anderen Übergangsweise durch Proxy-Variablen abgeschätzt werden. So sind nämlich die CDS-Volumina mit dem finanziellen Integrationsgrad eines Landes korreliert. Insoweit könnten Messgrößen der Finanzmarktintegration hilfreiche Hinweise auf CDS-Risiken liefern. Mögliche Indikatoren sind die Anteile an den weltweiten Auslandsaktiva und -passiva eines Landes sowie die Größe und Tiefe der Anleihen- und Finanzmärkte. Unter all diesen Indikatoren befindet sich Griechenland in der unteren Hälfte. Das signalisiert eine geringe Integration und somit Ansteckungsgefahr.

Des Weiteren muss die derzeitige Rettungsstrategie überdacht werden. Bisweilen war diese gekennzeichnet durch die politische Unterstützung aller Institute, und zwar von Anfang an und von klein bis groß. Das hat zur Folge, dass das Moral-Hazard-Problem massiv ausgeweitet wurde. Mit anderen Worten: Die Politik hat sich immer mehr in die Geiselschaft der Finanzlobby begeben. Diese Strategie ist gefährlich, wie die Erfahrung der Bankenrettung von 2007 bis 2009 offenbart. Als erstes wurden die kleinen Banken, wie zum Beispiel die IKB Industriebank, gerettet. Sodann haben der Staat und die SoFFin die Big Player, wie beispielsweise die Commerzbank, gestützt. Letzteres war ökonomisch notwendig und richtig, aber ersteres war ökonomisch nicht zwingend und notwendigerweise richtig. Die gleiche Strategie könnte bei der Staatenrettung innerhalb der Währungsunion am Ende zu irreparablen Kollateralschäden führen. Zu

glauben, um jeden Preis alle Staaten retten zu können, ist fahrlässig. Nach Jahren der Eurorettung festzustellen, wenn womöglich die systemischen EWU-Länder »wirklich« wanken, wir haben kein Geld oder wollen nicht mehr – wie im Fall der (nicht) Bankenrettung von Lehman Brothers in den USA – könnte einen Finanz-Tsunami mit massiven Ansteckungseffekten hervorrufen. Diese Salamistrategie war der Politikfehler in der Bankenrettung. Es besteht die Gefahr, dass sich das bei der Staatenrettung wiederholt. Es ist gefährlich anzunehmen, man könnte alle retten, denn am Ende warten die systemrelevanten Institute/Länder, und dann wird es richtig teuer.

Ein Regulator muss gerade am Anfang der Rettungskette standhaft sein und Härte zeigen. Ein Global Player, der per Definition »too-big-to-fail« ist, muss derzeit immer gerettet werden, ob man will oder nicht. Natürlich muss die Politik die Problematik der systemrelevanten Institute mittelfristig lösen. Es müssen Anreize zur Internalisierung des Insolvenzrisikos bei systemrelevanten Instituten geschaffen werden. Dasselbe gilt für Staaten bei der aktuellen Neugestaltung des Fiskalpakts in der Währungsunion. Die Politik darf am Ende nicht vor Wahrheiten wie einer Staatsinsolvenz zurückschrecken und muss den Marktmechanismus zur natürlichen Auslese gewährleisten und sogar stärken. Ein Land der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit von Hessen darf auf europäischer Ebene nicht Angst und Schrecken auslösen. Die Erfahrung der Umschuldung hat gezeigt: es ist nicht systemrelevant!

Natürlich sind das alles nur materielle und nicht politische Kostenabschätzungen. Ob eine Rettung aus historischer Verantwortung oder aufgrund der Zukunft des europäischen Integrationsprozesses notwendigen ist, entzieht sich diesem Kalkül. Dennoch kann kein Politiker die ökonomische Realität, trotz politischer Verantwortung für Europa, außer Acht lassen. Rückblickend war die europäische Integration zwar immer politisch determiniert, aber auf die ökonomische Integration fokussiert. Insoweit muss sich die politische Verantwortung von heute diesen ökonomischen Realitäten stellen. Die Frage des »In-Out«-Problems braucht zukünftig eine institutionelle Verankerung. Im Fall Griechenlands bedarf es einer politischen Antwort – ökonomisch ist diese ziemlich eindeutig.

Literatur

- EZB (2012), *Monatsberichte und Daten*, Frankfurt am Main.
- Herzog, B. (2011), »EMU at Crossroads«, *CESifo Forum* 12(4), 23–29.
- Herzog, B. (2012), »Euro-Crisis: What are the issues behind?«, White Paper, DGF, DWS, forthcoming.
- ISDA (2012), »Greek Sovereign CDS Credit Event«, *Newsletter*, 9. März.
- Sinn, H.-W. (2011), »How to Rescue the Euro: Ten Commandments«, *CESifo Forum* 12(4), 52–56.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2011), *Jahresgutachten*, Wiesbaden.
- Taylor, J.B. (2012), »Ode on a Grecian Bailout«, *Wall Street Journal Europe*, 23. Februar.



Holger Schmieding*

Reformen durch Hilfskredite absichern: Der beste und billigste Weg

Griechenland, Portugal und Irland: Drei kleine Randländer der Eurozone erhalten derzeit verzinste Hilfskredite von den Steuerzahlern anderer Länder. Die Erfahrung der letzten vier Jahre sowie die ökonomische Logik sprechen dafür, dass es für die Geberländer wesentlich günstiger und risikoärmer ist, all die Randländer weiterhin zu stützen, die sich an die gesetzten Bedingungen halten. So können diese Länder auf dem Reformkurs gehalten werden, den sie brauchen, um ihr Wachstumspotenzial zu erhöhen und damit auf Dauer ihre Schulden wieder selbst tragen zu können. Zudem würde Europa ansonsten das Risiko einer eskalierenden wirtschaftlichen und politischen Krise eingehen, die auch Deutschland in seinen Grundfesten erschüttern könnte.

Das Thema hat zwei verschiedene Facetten:

- 1) Ansteckungsgefahren: Wie lässt sich am besten die Gefahr eingrenzen, dass die Probleme kleiner Länder auf große Länder und den Euroraum insgesamt überspringen?
- 2) Solvenz: Welcher Ansatz ist am besten geeignet, die Solvenz des Schuldner so zu erhöhen, dass die Gläubiger möglichst geringe Ausfälle hinnehmen müssen?

I. Ansteckungsgefahren

In einer freien Wirtschaft, in der Sparer und Investoren auf der ewigen Suche nach dem richtigen Verhältnis von Chance und Risiko in einer ungewissen Welt immer wieder einmal dem Herdentrieb verfallen, lassen sich Finanzkrisen nie ganz vermeiden. Entscheidend ist, ob die Wirtschaftspolitik solche Krisen eingrenzt oder sie verstärkt.

Schauen wir zunächst auf die Erfahrungen der letzten vier Jahre. In den USA gerieten 2008 nach dem Platzen einer Immobilienblase auch einige große Investmentbanken in Schwierigkeiten. Als Bear Stearns im März 2008 vor der Pleite stand, halfen die US-Aufsichtsbehörden dabei, dieses Institut zu einem geringen Preis an einen Wettbewerber zu verkaufen (J.P. Morgan). Während Eigentümer, Manager und viele Mitarbeiter von Bear Stearns hohe finanzielle Verluste tragen mussten und vielfach ihren Arbeitsplatz verloren, ging der Geschäftsbetrieb weiter. Dieses geordnete Abwickeln löste kaum Turbulenzen an den Finanzmärkten aus und hatte keine nennenswerten Folgen für die Konjunktur in den USA und der Welt. Weder der amerikanische noch der deutschen Steuerzahler musste als Folge des Umgangs mit Bear Stearns letztlich irgendwelche Verluste hinnehmen.

Allerdings war der kurzfristige Einsatz staatlicher Garantien, um die Übernahme abzusichern, in den USA wenig populär. Um sich nicht noch mehr dem Vorwurf auszusetzen, »gierige Bänker« auf Kosten der Steuerzahler zu retten, verweigerte der US-Finanzminister Mitte September 2008 jegliche Hilfe, um eine Übernahme der gestrauchelten Investmentbank Lehman Brothers durch eine andere Bank abzusichern. So landete Lehman Brothers über Nacht in einer ungeordneten Pleite. Das Ergebnis waren massive Finanzmarkturbulenzen mit einem Zusammenbruch des Geldmarkts und ausufernden Panikverkäufen verschreckter Anleger an den Vermögensmärkten. Der Vertrauensschock stürzte die westliche Welt in die schwerste Rezession seit 80 Jahren. Auch die strukturell gesunde deutsche Wirtschaft, die zu der Zeit keinerlei eigenen Immobilienprobleme verdauen musste und die keinen Grund für eine Bereinigungsrezession aufwies, brach innerhalb von drei Quartalen um 6,5% ein. Als direkte Folge der unnötigen Lehman-Rezession stiegen die deutschen Staatsschulden um etwa 300 Mrd. Euro.

Schauen wir nun auf die Eurokrise. Anfang 2010 begann das kleine Griechenland zu taumeln. Nach erheblichen Turbulenzen am Finanzmarkt schnürte die europäische Politik Anfang Mai 2010 erst ein Hilfspaket für Griechenland und spannte dann einen Rettungsschirm auf, um die Eurozone insgesamt vor Ansteckungsgefahren zu schützen.

Damit hatte Europa lange Erfolg. Bis Mitte 2011 blieb die Krise auf drei kleine Randländer der Eurozone begrenzt, die zusammen nur 6% der Wirtschaftsleistung der Region ausmachen. Die Eurozone insgesamt konnte nahezu ungestört weiter wachsen, Deutschland erfreute sich in den ersten eineinhalb Jahren der griechischen Krise sogar einer Hochkonjunktur. Auch dank des Rettungsschirms, der die deutsche Konjunktur vor den Turbulenzen am Rande des eigenen Währungsraums geschützt hatte, konnte Deutschland mit einem Wachstum von 3,1% im Gesamtjahr 2011 sein Defizit im staatlichen Gesamthaushalt auf nur noch 1%

* Dr. Holger Schmieding ist Chefvolkswirt bei der Berenberg Bank, London.

seiner Wirtschaftsleistung drücken. Die deutschen Garantien und Hilfskredite für die Randländer Europas kamen in diesem Sinne auch dem deutschen Steuerzahler zugute.

Auf deutschen Wunsch beschloss dann jedoch ein EU-Gipfel Mitte Juli 2011, den Privatsektor an einem zweiten Hilfspaket für Griechenland »zu beteiligen«. Diese seit Ende Juni abzeichnende Absicht löste massive Turbulenzen an den Finanzmärkten aus. Zunächst stiegen die Renditen für italienische Staatsanleihen sprunghaft an, dann brachen in einem Klima der Angst auch die europäischen Aktienmärkte ein. Erstmals sprang die Krise somit vom kleinen Griechenland auf das große Italien und die Eurozone insgesamt über.

Mit den Finanzmärkten ging auch die europäische Konjunktur in die Knie. Selbst Deutschland rutschte unmittelbar von der Hochkonjunktur in eine milde Rezession, obwohl gleichzeitig die US-Konjunktur sogar etwas Schwung gewinnen konnte. Anders als in Europa schlossen die US-Aktienmärkte das Jahr 2011 ohne Verlust ab.

Rezessionen sind teuer. Ohne das vermeidbare Ausfernern der Eurokrise hätte Deutschland unseres Erachtens vom Herbst 2011 bis zum Herbst 2012 eine im Schnitt etwa 1,5% höhere Wirtschaftsleistung aufweisen können.

Selbst wenn wir annehmen, dass Deutschland jetzt binnen zwei Jahren wieder auf seinen vorherigen Wachstumspfad zurückkehren kann, bliebe ein Verlust für die deutschen Steuerzahler, gemessen am so ausgelösten Anstieg der Staatsschulden, von gut 30 Mrd. Euro. Ohne diese zwischenzeitliche Minirezession hätte Deutschland vermutlich bereits im Jahr 2012 sogar einen kleinen Überschuss in seinem Staatshaushalt erreichen können.

Dazu kommen die direkten Kosten der griechischen Umschuldung. Da diese in Deutschland vor allem die staatlichen Abwicklungsanstalten zweier Großbanken betrifft und zudem die Verluste für private Banken und Anleger weitgehend von der Steuer absetzbar sind, dürfte das Umschulden Griechenlands die deutsche Staatskasse direkt etwas über 10 Mrd. Euro kosten.

Der Riesenfehler Europas war Mitte 2011, das kleine Griechenland umschulden zu wollen, ohne das große Italien und die Eurozone insgesamt gegen Ansteckungsgefahren abzusichern. Der im Mai 2010 errichtete Rettungsschirm reichte von seinem Volumen ja nur dazu aus, notfalls auch Spanien abzusichern. Für Italien, das Land mit dem größten Volumen an ausstehenden Staatsanleihen in Europa, war und ist der Schirm zu klein. Rechnen wir die Kosten der Rezession mit ein, die der europäische Fehler im Juli ausgelöst hatte, so dürften das Herabsetzen der griechischen Schuldenlast um gut 100 Mrd. Euro und die Turbulenzen

darum herum den deutschen Steuerzahler rund 40 Mrd. Euro gekostet haben.

Der Vollzug der griechischen Umschuldung Ende März 2012 löste dagegen keinerlei neue Turbulenzen aus. Der Markt war zu dem Zeitpunkt gut darauf vorbereitet. Vor allem aber hatte die Europäische Zentralbank mit ihren massiven Liquiditätsspritzen vom Dezember 2011 und Februar 2012 die bis Anfang Dezember vorherrschende Finanzmarktpanik erst einmal beendet.

Aus diesen Erfahrungen lassen sich zweierlei Lehren ziehen:

- 1) In Finanzkrisen kommt es vor allem darauf an, Ansteckungsgefahren und andere Zweitrundeneffekte zu vermeiden.
- 2) Ungeordnete Pleiten können sehr teuer werden, auch der Versuch einer geordneten Umschuldung kann in nervösen Finanzmärkten massive Ansteckungsgefahren auslösen, sofern die Zentralbank nicht zu einem massiven Einsatz bereit ist.

Die Gefahr, dass ein Umschulden oder ein Euroaustritt kleiner oder großer Schuldenstaaten andere Länder anstecken und die Eurozone insgesamt in eine Rezession stürzen können, ist das erste wichtige Argument dafür, im Interesse der deutschen Steuerzahler stattdessen lieber die Randländer bei ihrem Reformkurs weiter zu stützen.

Natürlich lassen sich die Ansteckungsgefahren auch dadurch erheblich mildern, dass den Ländern bei einem Schuldenschnitt oder einem Austritt aus dem Euro erhebliche Übergangshilfen gewährt werden, vor allem für die Banken und den Staatshaushalt. Aber dann bleibt kaum etwas übrig von dem Argument, dass ein Staatsbankrott oder ein Umschulden eines Peripherielandes die Steuerzahler der Geberländer erheblich entlasten könnte.

II. Solvenz der Schuldenländer

Als zweites müssen wir fragen, wie ein Schuldenland wieder solvent werden kann. Ein Standardargument in der Eurodebatte lautet, die Randländer der Währungsunion hätten ihre Wettbewerbsfähigkeit verloren und sollten deshalb aus dem Euro ausscheiden, um mit einer abgewerteten eigenen Währung ihre Ausfuhren rasch steigern zu können. Wie viele Halbwahrheiten enthält auch dieses Argument einen wahren Kern: Auf Dauer belebt eine Abwertung den Export. Aber für die Länder an der Europeripherie wäre dieser Weg unnötig und gefährlich.

Die Wettbewerbsfähigkeit eines Investitionsstandorts lässt sich nicht an den Lohnstückkosten messen, und schon gar nicht in einem Vergleich zu Deutschland, der sich weitge-

hend auf die Jahre beschränkt, in denen sich Deutschland durch harte Strukturreformen und außerordentlich niedrige Lohnabschlüsse vom Land der Standortflucht zum neuen Wachstumsmotor Europas mauserte.

Ginge es im Wettbewerb nur nach dem Niveau der Lohnstückkosten, dürfte es auch heute aller Reformen zum Trotz keine deutsche Automobilindustrie mehr geben, käme es nur auf den Zuwachs der Lohnstückkosten an, hätte Chinas Wirtschaft längst kollabieren müssen. Nein, Wettbewerbsfähigkeit kann man letztlich nur daran messen, ob es einem Unternehmen oder einem Land gelingt, seine Waren zu verkaufen. Stellen wir dabei eine ausgeprägte Exportschwäche fest, kommen Lohnstückkosten als einer von vielen Gründen dafür in Frage.

Gemessen an ihren Ausfuhren und ihrer Außenbilanz haben die Krisenstaaten der Währungsunion in den vergangenen Jahren teils dramatische Fortschritte gemacht. Innerhalb von vier Jahren hat Spanien einen negativen Außenbeitrag von mehr als 7% seiner Wirtschaftsleistung (2007) in einen kleinen Überschuss (Q4 2011) verwandelt. Dank seines Exportbooms kann Irland vermutlich bereits im Herbst 2012 vorzeitig auf weitere Hilfen verzichten. Portugal macht laut Troika große Fortschritte. Selbst Griechenland konnte den Wert seiner Warenausfuhren im Jahr 2011 um 37% steigern und sein Handelsbilanzdefizit weiter verringern.¹

Die Ergebnisse zeigen, dass auch Länder mit einer echten Ausfuhrschwäche (Griechenland und Portugal) im Euro ansehnliche Exporterfolge erzielen und ihr außenwirtschaftliches Defizit abbauen können, wenn sie ihre heimische Wirtschaftspolitik entsprechend ändern. Die Behauptung, sie müssten dafür aus dem Euro ausscheiden, ist Unsinn. Da ein Ausstieg aus dem Euro, ob geordnet oder ungeordnet, über einen Absturz der neuen Währung die Zins- und Tilgungslast der in Euro ausgedrückten Staatsschulden für die betroffenen Länder dramatisch erhöhen würde, käme so ein Ausstieg vermutlich einem Staatsbankrott gleich. Auch der deutsche Steuerzahler würde einen Teil der Zeche dafür zahlen müssen, selbst wenn es der EZB gelänge, die Ansteckungsgefahren durch eine Liquiditätsschwemme einzugrenzen.

In internationalen Umfragen zum Investitionsklima für Unternehmer nimmt Griechenland regelmäßig einen der hinteren Plätze ein. Laut Global Competitiveness Report des Davoser Weltwirtschaftsforum ist es in kaum einem Land Westeuropas so schwierig, ein Unternehmen zu gründen. Auch Gespräche mit griechischen Unternehmen bestätigen, dass der bürokratische Dschungel und nicht die Arbeitskosten

der entscheidende Grund dafür sind, dass Griechen selbst kaum in ihrem eigenen Land investieren.

Statt einer billigeren Währung braucht Griechenland vor allem

- einen wesentlich schlankeren Staatsapparat mit einfacheren Genehmigungsverfahren,
- ein einfaches Steuersystem nach slowakischem Vorbild, das auch von der griechischen Verwaltung durchgesetzt werden kann,
- niedrige Unternehmensteuern, um griechische Unternehmer zu ermutigen, ihr Kapital produktiv im Inland einzusetzen, statt Immobilien in Berlin zu kaufen.

Solange Europa seinen Problemländern bedingte Hilfskredite gewährt, kann es darauf hinwirken, dass diese Länder tatsächlich Wirtschaftsreformen umsetzen, mit denen sie ihr Wachstumspotenzial erhöhen. Lässt Europa dagegen eine Serie von Staatsbankrotten zu, schwindet der Druck, den es auf seine Problemländer ausüben kann. Ein geordneter Austritt aus dem Euro, wenn er sich denn ohne dramatische Markt- und Wirtschaftsturbulenzen bewältigen ließe, wäre doppelt schädlich:

- Erstens würde das Land, gerechnet in neuer Inlandswährung, eine noch weit höhere Schuldenlast zu tragen haben.
- Zweitens könnte das Land die Abwertung als Alternative zu den letztlich unvermeidlichen Strukturreformen begreifen.

Selbst im besten Falle kann eine Abwertung fundamentale Probleme am Arbeitsmarkt, bürokratische Hemmnisse und andere Angebotsschwächen nur kurzzeitig überdecken. Gelöst werden diese Probleme durch eine Abwertung nicht.

Dauerhaft können die Randländer ihr Wachstumspotenzial nur erhöhen, wenn sie in den sauren Apfel der Struktur- und Arbeitsmarktreformen beißen. Sobald diese Reformen wirken, wird es den Ländern leichter fallen, ihre Schulden zu bedienen. Gerade im Interesse der deutschen Steuerzahler sollte Europa seine Randländer nicht ermutigen, sich durch einen weiteren Schuldenschnitt, einen Staatsbankrott oder sogar einen Ausstieg aus dem Euro dem Reformdruck zeitweilig zu entziehen. Mit verzinsten Hilfskrediten, die an strikte Bedingungen geknüpft sind, hat Europa die besten Chancen, die Schuldentragfähigkeit seiner Randländer zu erhöhen und auf diese Art Schaden vom deutschen Steuerzahler abzuwenden.

¹ Für eine systematische Analyse und Bewertung der Anpassungsfortschritte in den Mitgliedsländern der Eurozone vgl. Berenberg Bank und Lisbon Council, *Euro Plus Monitor 2011*, Brüssel, 15. November 2011.



Mathias Erlei*

Umschuldungen als Einstieg in die eigenverantwortliche Strukturreform

Staatsschuldenkrisen fallen nicht vom Himmel. Um auf eine Schuldenbestandsquote von mehr als 100% des Bruttoinlandsprodukts zu kommen, bedarf es langjähriger Haushaltsdefizite. Die Wirtschaftskrise kann allenfalls als Auslöser, nicht aber als grundlegende Ursache für die gegenwärtig diskutierten Probleme dienen. Hinzu kommt, dass Staatsschuldenkrisen alles andere als eine Seltenheit sind: Konrad und Zschäpitz (2010, 106) berichten von mehr als 250 Staatsbankrotten seit dem Jahr 1800. Im 19. Jahrhundert ging Preußen zweimal Bankrott, Spanien sogar siebenmal. Wie kommt es zu einer derartigen Regelmäßigkeit von Staatspleiten?

Natürlich gibt es mehr als eine Ursache. Insbesondere Kriege spielen eine große Rolle. Darüber hinaus gibt es jedoch systematische Fehlanreize im öffentlichen Sektor, die zu einer übermäßigen Staatsverschuldung führen. Ein wesentlicher Punkt ist die Möglichkeit, durch Schuldenaufnahme bestimmte Partialinteressen zu bedienen. Dieses kann eine schlichte Selbstbedienung der Entscheidungsträger sein, es kann sich um Privilegien für Gruppen handeln, deren Gunst zur eigenen Machterhaltung schwer verzichtbar ist, oder es sind gezielte Wahlgeschenke in Demokratien. Doch selbst wohlmeinende Akteure unterliegen einer übermäßigen Ausgabenneigung, wenn ihr Ziel die aktive Gestaltung der Gesellschaft (oder der Wirtschaft) ist. Das gerade in den Medien diskutierte Problem ist immer das wichtigste. Im Allgemeinen ist es jedenfalls von größerer Bedeutung als die in ferner Zukunft verortete Staatsschuldenkrise.

Es ist das Nachgeben dieser Fehlanreize, das die wesentliche Ursache für Staatsbankrotte bildet. Wer immer eine

Staatsschuldenkrise bewältigen will, muss somit die strukturelle Schiefelage der Haushalte angehen.

Staatsbankrotte als Ausweg?

Staatsbankrotte – hier verstanden als unkoordinierte und oftmals einseitig verkündete Einstellung des Schuldendienstes – haben schlicht desaströse Konsequenzen. Die verkündete Zahlungseinstellung führt unmittelbar zum Verlust des Zugangs zu den Kapitalmärkten. Der verschuldete Staat hat einen Großteil seiner Glaubwürdigkeit verloren. Leistungserbringer werden den Staat – zumindest zum Teil – nicht mehr beliefern. Leistungsempfänger wie Rentner, Angestellte oder Beamte können nicht oder nur zum Teil bezahlt werden. Die Situation wird um wirtschaftliche Probleme der Banken und anderer Finanzinstitute verschärft, die der Zahlungsausfall des Staats besonders trifft. Ausbleibende Zahlungen des Staats und die fehlende Möglichkeit der Kreditvergabe durch Banken führen mitunter zu einem fast vollständigen Zusammenbruch der Wirtschaft, zu Arbeitslosigkeit und sozialen Spannungen. Auch Nachbarländer können betroffen sein, insbesondere wenn diese als große Gläubiger unvorbereitet getroffen werden.

Fortgesetzte Hilfen als Ausweg?

Nachdem der unkoordinierte Staatsbankrott als Ausweg aus der Krise ausgeschieden ist, sei nun die in den letzten Jahren von vielen europäischen Ländern propagierte Lösung durch Hilfsmaßnahmen diskutiert. Diese werden natürlich nur als temporär angekündigt. Temporäre Unterstützungen können jedoch nur dann einen Ausweg bilden, wenn es sich bei der vorliegenden Krise um eine Liquiditätskrise, die nicht Gegenstand dieses Beitrags ist, handelt.

Eine unmittelbare Wirkung von Hilfsleistungen besteht natürlich darin, dass die Krisensymptome gedämpft werden. Ohne eine strukturelle Anpassung des Staatshaushalts wird es jedoch nicht lange dauern, bis der Ausgangszustand der drohenden Zahlungsunfähigkeit wieder erreicht ist. Die Entwicklung der griechischen Staatsschuldenkrise liefert hierfür reichhaltiges Anschauungsmaterial. Reformen sind also unerlässlich. Sie sind zumindest technisch auch möglich, denn die Hilfsmaßnahmen liefern dem verschuldeten Staat auch Spielräume, die zur Anpassung genutzt werden könnten. Andererseits unterliegt der Staat einem weiteren Problem: Während private Akteure für sich persönlich entscheiden können, schmerzhaftes Verhaltensumstellungen vorzunehmen, ist dies für demokratische Staaten nicht so einfach, da eine viel größere Zahl von Personen an der Entscheidungsfindung beteiligt ist. Damit stellt sich die Frage: Werden die durch Hilfsmaßnahmen gewonnenen Spielräume auch zur Beherrschung der Staatsschulden genutzt?

* Prof. Dr. Mathias Erlei lehrt am Institut für Wirtschaftswissenschaften, Abteilung Volkswirtschaftslehre, an der Technischen Universität Clausthal-Zellerfeld.

Hierfür gibt es zwei Wege: Ausgabenkürzungen oder Einnahmensteigerungen.

Aus politischer Sicht ist es äußerst schwierig, Sozialausgaben oder investive Maßnahmen des Staates zu kürzen, wenn nicht eine breite Mehrheit der Bevölkerung von der Notwendigkeit der Maßnahmen überzeugt ist. Dies wird umso schwieriger, als Hilfspakete oftmals den Eindruck erwecken, die Krise sei auch ohne Opfer zu bewältigen. Darüber hinaus wird jede Kürzung der Sozialausgaben von den Betroffenen unmittelbar wahrgenommen. In Aussicht stehende Effizienzgewinne – sowie der eigene Anteil an ihnen – sind hingegen abstrakt, zeitlich fern und nicht sicher. Ein um seine Wiederwahl besorgter Politiker wird hierauf Rücksicht nehmen.

Die Wirtschaftswissenschaft selbst wird ihm die Argumente liefern. Da unterschiedliche Schulen diametral entgegengesetzte Politikempfehlungen vortragen, wird es nicht lange dauern, bis die Opposition auf das Argument stößt, eine Krisenbewältigung sei auch ohne Opfer möglich: Man müsse nur das Wirtschaftswachstum ankurbeln, bevorzugt durch investive Ausgabensteigerungen des Staates oder durch Hilfeleistungen anderer Länder, dann stiegen mit dem Bruttoinlandsprodukt auch die Steuereinnahmen und ein ausgeglichener Staatshaushalt stelle sich quasi von selbst ein. Vor die Wahl gestellt zwischen Maßnahmen mit dem gleichen wünschenswerten langfristigen Ergebnis, aber deutlich unterschiedlichen Opfern heute, werden viele Bürger die heute bequemere Lösung vorziehen; und der Politiker wird dies nicht ignorieren.

Wie steht es dann um die Einnahmenseite? Für Steuererhöhungen gilt ähnliches wie für Ausgabenkürzungen. Folglich wäre es sehr optimistisch, auf ihre Durchsetzung zu bauen. Darüber hinaus wirken Steuererhöhungen natürlich nicht nur konjunktur-, sondern auch wachstumsdämpfend. So bleibt nur das Szenario der wachstumsinduzierten Einnahmesteigerung, ausgelöst durch gezielte investive Ausgaben in die Infrastruktur oder in »Schlüsselindustrien«. Unglücklicherweise sind dies jedoch Maßnahmen, die schon erheblich zum Aufbau des Staatsschuldenproblems beigetragen haben, ohne ein entsprechend dynamisches Wachstum auszulösen.

Dies ist kein Zufall. Der Marktprozess als Entdeckungsverfahren basiert darauf, dass Millionen von wirtschaftlichen Akteuren ihr einzigartiges privates Wissen in den Wirtschaftsprozess einbringen und der Preismechanismus eine Koordinierung der einzelwirtschaftlichen Maßnahmen ermöglicht (vgl. Hayek 1945). Wo immer zentrale staatliche Akteure diesen Prozess zu ersetzen versuchen, wird das verstreute Wissen der Vielen ungenutzt bleiben und gegen das geringe Wissen der zentralen Planer mit entsprechend schlechteren Entscheidungen ausgetauscht

werden. Dauerhaftes *Wachstum* wird auf diese Weise nicht gefördert, sondern behindert.

Wenn wirksame Reformen wenig wahrscheinlich sind, bleibt noch die Frage, ob Reformen unter Umständen durch Bedingungen oder Auflagen erzwungen werden können. Tatsächlich können bedingte Hilfsmaßnahmen das Schuldnerland dazu drängen, bestimmte Änderungen vorzunehmen. Insbesondere kann die Verabschiedung bestimmter gesetzlicher Regelungen eingefordert werden. So weit, so gut. Problematisch ist allerdings die Umsetzung der Regelungen. Die Geschichte der Transformation einiger osteuropäischer Staaten nach dem Zusammenbruch des Ostblocks hat deutlich gezeigt, dass formale Institutionen allein nur vergleichsweise wenig bewirken können, wenn sie nicht durch informelle Institutionen gestützt werden (vgl. North et al. 2007; North et al. 2009). Letztere umfassen insbesondere die Akzeptanz und den Willen zur Umsetzung der formalen Institutionen.

Umschuldung als Ausweg?

Im Falle eines überschuldeten Landes stellt die Umschuldung – hier verstanden als geplante und koordinierte Vorgehensweise zur Absenkungen der Schuldenlast – im Grunde nur das Anerkennen der Realität dar. Dabei spielt es keine Rolle, ob die Umschuldung durch Zinserleichterungen, Schuldenerlasse¹ oder Mischungen aus beiden Elementen gekennzeichnet ist.

Die koordinierte Vorgehensweise bei einer Umschuldung hat zumindest einen zentralen Vorzug: Sowohl die Gläubiger als auch das Schuldnerland können sich auf die neuen Umstände einstellen. Außerdem erleichtert eine koordinierte Vorgehensweise den für die Zukunft notwendigen Aufbau von Vertrauen. Die direkten Gläubigerverluste lassen sich relativ präzise an der Umschuldungsvereinbarung ablesen. Indirekte Kosten können dadurch entstehen, dass die Gläubiger durch die Umschuldung ihrerseits an Kreditwürdigkeit einbüßen und sich damit zu schlechteren Konditionen refinanzieren müssen oder selbst in die Insolvenz abgleiten. Um Kettenreaktionen zu vermeiden, dürfte es sinnvoll sein, die Verbindlichkeiten systemrelevanter Finanzinstitute – nicht jedoch die Finanzinstitute selbst – durch staatliche Garantien abzusichern. Auf diese Weise lassen sich die indirekten Kosten zumindest begrenzen.

Zu berücksichtigen ist das Problem des moralischen Wagnisses, insbesondere in einer Währungsunion. Je großzü-

¹ Manche Autoren definieren Umschuldungen derart, dass die Höhe des Schuldenbetrags nicht angetastet werden darf. Dieser Definition wird hier nicht gefolgt. Wie oben erläutert, wird eine Umschuldung hier als planmäßig gestaltete und koordinierte Erleichterung der Schuldenlast verstanden.

giger der Schuldenerlass ausfällt, desto stärker sinken die Anreize für andere hoch verschuldete Länder, die Probleme selbständig zu bewältigen. Das Problem des moralischen Wagnisses kann im Konflikt zur benötigten Entlastung stehen. Fällt die Entlastung nämlich nicht hinreichend groß aus, wird es dem Land nicht möglich sein, eine nachhaltige Schuldenpolitik zu betreiben. Als Kriterium hierfür könnte man fordern, dass die Schuldenquote des Landes, also das Verhältnis des Schuldenstandes S zum nominalen Bruttoinlandsprodukt (BIP), nach der Umschuldung nicht dauerhaft steigt. Dies ist gewährleistet, wenn die folgende Gleichung erfüllt ist:

$$\frac{P\ddot{U}}{BIP} \geq (r - w_{BIP}) \cdot \frac{S}{BIP}.$$

Hierbei sind r der Zinssatz, den das Land für seine Schulden zu zahlen hat, w_{BIP} die Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts und $P\ddot{U}$ der Primärüberschuss der betroffenen Nation. Letzterer entspricht dem Überschuss der Staatseinnahmen über die -ausgaben unter Vernachlässigung der Zinszahlungen. $P\ddot{U}/BIP$ bildet die Primärüberschussquote. Übersteigt also die Primärüberschussquote den Schuldenstand, multipliziert mit der Differenz zwischen Zinssatz und BIP-Wachstum, dann steigt die Schuldenquote nicht weiter an. Anderenfalls ist ein Weg in die Überschuldung unvermeidlich, und die Umschuldung degeneriert erneut zu einer reinen Politik der fortgesetzten Hilfsmaßnahmen.

Im Allgemeinen ist es von zentraler Bedeutung, dass die betroffenen Staaten Primärüberschüsse erzielen. Mit anderen Worten: Sie müssen strukturelle Anpassungen des Staatshaushalts vornehmen. Diese bedürfen jedoch, wie bereits erläutert, der Zustimmung und Unterstützung durch eine breite Mehrheit der Bürger. Ist diese nicht vorhanden, so ist nicht davon auszugehen, dass die erforderlichen Sparmaßnahmen dauerhaft umgesetzt werden. Dann können die Gläubiger nur noch fortgesetzte Hilfen in ein Fass ohne Boden leisten oder den überschuldeten Staat seinem Schicksal überlassen.

Zum Abschluss sei noch ein Ausblick auf die Lage Griechenlands erlaubt. Die inzwischen erfolgte Umschuldung hat die Schuldenquote zunächst einmal auf das Niveau von 120% gesenkt. Unterstellt man für die Periode von 2012 bis 2020 eine durchschnittliche Wachstumsrate von 1,5% – eine optimistische Annahme – und einen durchschnittlichen Zins von 3%, so müsste gemäß obiger Formel ein Primärüberschuss in Höhe von $(3\% - 1,5\%) \times 1,2 = 1,8\%$ erreicht werden. Zwischen 1996 und 2000 hat der griechische Staat dieses tatsächlich geschafft, was bedeutet, dass es – rein technisch betrachtet – durchaus möglich wäre, den Haushalt zu konsolidieren. Unglücklicherweise hat Griechenland zwischen 2002 und 2008 jedoch Löhne, Ren-

ten und weitere Ansprüche deutlich erhöht. Dies senkt die Wettbewerbsfähigkeit der griechischen Volkswirtschaft und hat das allgemeine Anspruchsniveau der Bürger erhöht. Müssten nach 2020 wie vorgesehen 4,3% Zinsen gezahlt werden, ergäbe sich eine Primärüberschussquote von 3,36%. Man erkennt: Die realisierte Umschuldung ist knapp kalkuliert. Außerdem ist fraglich, ob die griechischen Bürger von der Notwendigkeit der Maßnahmen überzeugt sind. Auch hier scheint Skepsis angebracht. Solange die griechische Öffentlichkeit den Schuldigen für das Überschuldungsproblem im Ausland sucht, dürfte die Opferbereitschaft nur begrenzt sein.

Der Ausweg aus Überschuldungskrisen

Ich habe versucht zu zeigen, dass Staatsbankrott und fortgesetzte Hilfsleistungen keine akzeptablen Strategien zur Bewältigung einer Überschuldungskrise darstellen. Eine Umschuldung ist letztlich nur die Anerkennung der Tatsachen. Umschuldungen müssen einerseits eine hinreichende Erleichterung für den Schuldner gewähren, ansonsten degenerieren sie zur Politik fortgesetzter Hilfeleistungen. Andererseits dürfen sie nicht zum Vorbild für andere Staaten in ebenfalls prekärer Lage dienen, was die Gläubigerstaaten klar überfordern würde. Schließlich müssen die anstehenden strukturellen Reformen durch eine breite Mehrheit der Gesellschaft unterstützt werden.

Wie können diese Anforderungen zugleich realisiert werden? Am erfolgversprechendsten wäre es, eine hinreichend große Entlastung des überschuldeten Staates umzusetzen, um anschließend die wechselseitige wirtschaftliche Absicherung endgültig zu kappen. Ein die Umschuldung in Anspruch nehmender Staat muss dann vollständig eigenverantwortlich handeln und darf nicht mehr auf solidarische Hilfsleistungen durch andere Staaten hoffen. Wird dies einmal verstanden, so lassen sich die notwendigen Reformen im eigenen Land leichter durchsetzen.

Für den Fall Griechenlands bedeutet dies, dass die mit dem zweiten Rettungspaket verbundene Entlastung vermutlich zu gering ausgefallen ist. Eine weitergehende Entlastung hätte die griechische Schuldenquote jedoch unter das Niveau von Italien gedrückt, was verheerende Signalwirkungen auf Portugal, Italien und Spanien gehabt hätte. Deshalb besteht die m.E. einzige funktionsfähige Lösung darin, dass sich Griechenland die weiterreichende Entlastung durch den Austritt aus der Währungsunion erkauft. Es könnte und müsste das dann verbleibende Schuldenproblem selbst lösen, so dass der Gedanke der Subsidiarität – eine wesentliche Voraussetzung für das Funktionieren der Währungsunion – wieder Einzug in die europäische Politik nehmen könnte.

Literatur

Konrad, K.A. und H. Zschäpitz (2010), *Schulden ohne Sühne*, 2. Aufl., C.H. Beck, München.

Hayek, F.A. (1945), »The Use of Knowledge in Society«, *American Economic Review* 35(4), 519–530.

North, D.C., J.J. Wallis, S.B. Webb und B.R. Weingast (2007), »Limited Access Orders in the Developing World: A New Approach to the Problem of Development«, Policy Research Working Paper 4359, The World Bank.

North, D.C., J.J. Wallis und B.R. Weingast (2009), *Violence and Social Orders. A Conceptual Framework for Interpreting Recorded Human History*, Cambridge University Press, Cambridge.