

Busch, Berthold; Jäger-Ambrożewicz, Manfred; Matthes, Jürgen

**Research Report**

## Wirtschaftskrise und Staatsbankrott: Sind auch die Industrieländer bedroht?

IW-Analysen, No. 62

**Provided in Cooperation with:**

German Economic Institute (IW), Cologne

*Suggested Citation:* Busch, Berthold; Jäger-Ambrożewicz, Manfred; Matthes, Jürgen (2010) : Wirtschaftskrise und Staatsbankrott: Sind auch die Industrieländer bedroht?, IW-Analysen, No. 62, ISBN 978-3-602-45476-1, Institut der deutschen Wirtschaft (IW), Köln

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/181823>

**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.*

Berthold Busch / Manfred Jäger-Ambrożewicz /  
Jürgen Matthes

## Wirtschaftskrise und Staatsbankrott

Sind auch die Industrieländer bedroht?

Berthold Busch / Manfred Jäger-Ambrożewicz /  
Jürgen Matthes

## Wirtschaftskrise und Staatsbankrott

Sind auch die Industrieländer bedroht?

**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.

ISBN 978-3-602-14861-5 (Druckausgabe)

ISBN 978-3-602-45476-1 (E-Book|PDF)

Herausgegeben vom Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Grafik: Dorothe Harren

© 2010 Institut der deutschen Wirtschaft Köln Medien GmbH

Postfach 10 18 63, 50458 Köln

Konrad-Adenauer-Ufer 21, 50668 Köln

Telefon: 0221 4981-452

Fax: 0221 4981-445

[iwmedien@iwkoeln.de](mailto:iwmedien@iwkoeln.de)

[www.iwmedien.de](http://www.iwmedien.de)

Druck: Hundt Druck GmbH, Köln

# Inhalt

|                                   |                                                              |           |
|-----------------------------------|--------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1</b>                          | <b>Einleitung</b>                                            | <b>4</b>  |
| <b>2</b>                          | <b>Definition, Theorie und Historie von Staatsbankrotten</b> | <b>6</b>  |
| 2.1                               | Definition und Entstehung von Staatsbankrotten               | 6         |
| 2.2                               | Ökonomik souveräner Verschuldung                             | 10        |
| 2.3                               | Historie, Empirie und Abwicklung von Staatsbankrotten        | 16        |
| <b>3</b>                          | <b>Möglichkeit eines Staatsbankrotts in der EU</b>           | <b>26</b> |
| 3.1                               | Gefährdungspotenzial                                         | 27        |
| 3.1.1                             | EWU-Länder                                                   | 27        |
| 3.1.2                             | EU-Mitglieder außerhalb der EWU                              | 40        |
| 3.2                               | Rückwirkungen möglicher Staatsbankrotte von EU-Mitgliedern   | 44        |
| 3.3                               | Die vertraglichen Regelungen in der EU                       | 48        |
| 3.3.1                             | Krisenhilfen für EWU-Länder                                  | 48        |
| 3.3.2                             | Krisenhilfen für EU-Mitglieder außerhalb der EWU             | 51        |
| 3.4                               | Extremszenarien                                              | 54        |
| <b>4</b>                          | <b>Möglichkeit eines Staatsbankrotts in den USA</b>          | <b>56</b> |
| 4.1                               | Gefährdungspotenzial                                         | 56        |
| 4.1.1                             | Indikatoren für die Gefährdung                               | 56        |
| 4.1.2                             | Gefahr einer US-Leistungsbilanzkrise?                        | 57        |
| 4.1.3                             | Gefahr einer US-Staatsfinanzierungskrise?                    | 63        |
| 4.2                               | Mögliche Auffanglösungen                                     | 72        |
| 4.3                               | Rückwirkungen eines möglichen Staatsbankrotts der USA        | 73        |
| <b>5</b>                          | <b>Wirtschaftspolitische Empfehlungen</b>                    | <b>74</b> |
| 5.1                               | Realistische Einschätzung der No-Bailout-Klausel             | 75        |
| 5.2                               | Reformvorschläge für die EWU in der Diskussion               | 76        |
| 5.3                               | Rückgriff auf den IWF                                        | 80        |
| 5.4                               | Stärkung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit            | 84        |
| 5.5                               | Fazit                                                        | 84        |
| <b>Anhang</b>                     |                                                              | <b>85</b> |
| <b>Literatur</b>                  |                                                              | <b>88</b> |
| <b>Kurzdarstellung / Abstract</b> |                                                              | <b>96</b> |
| <b>Die Autoren</b>                |                                                              | <b>97</b> |

# 1

## Einleitung

Was sich im Lauf des Jahres 2007 zunächst als eine Krise auf dem Markt für US-amerikanische Hypothekenkredite mit geringen Sicherheiten (Subprime) entwickelte, entpuppte sich später als eine globale Banken- und Finanzkrise, die sich schließlich zu einer weltweiten Wirtschaftskrise ausweitete. Im Jahr 2009 schrumpfte das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in den USA real um 2,4 Prozent, in Japan um 5,2 Prozent und in der Eurozone um 4,1 Prozent (OECD, 2010). Die Staaten reagierten folgerichtig mit umfangreichen Stützungsmaßnahmen. Damit gelang es zwar, den Finanzsektor und auch die Realwirtschaft weitgehend zu stabilisieren. Für den Durchschnitt der OECD-Länder wird im Jahr 2010 wieder mit einem realen Plus von 2,7 Prozent gerechnet. Gleichzeitig verschlechterten sich jedoch die öffentlichen Finanzen vieler Staaten. Vor allem die Industrieländer mussten zur Rettung von Banken und zur Stützung der Konjunktur ihre kreditfinanzierten Ausgaben stark ausweiten. Die hohen öffentlichen Defizite in vielen Industrieländern lassen aber zunehmend die Sorge aufkommen, dass aus der Krise der Finanz- und Realwirtschaft in naher Zukunft eine Staatenkrise werden könnte.

Erschwerend kommt noch hinzu, dass die mittelfristigen Aussichten für eine erfolgreiche Konsolidierung der Staatshaushalte alles andere als rosig sind:

- Mit dem Auslaufen der geldpolitischen Konjunkturstützung und der zunehmenden Sorge vor ausufernden Staatsschulden werden voraussichtlich die Zinsen steigen und damit die Finanzierungslasten der öffentlichen Haushalte.
- Die Krise könnte auch mittelfristig zu geringeren Steuereinnahmen führen, weil sich das Potenzialwachstum sehr wahrscheinlich verringert hat und in vielen Ländern vormals boomende Sektoren wie die Finanz- oder die Bauwirtschaft in einer längeren Anpassungskrise stecken.
- Langfristig steigt die Belastung der öffentlichen Haushalte demografiebedingt, das heißt durch die Alterung der Gesellschaften und die zunehmende Lebenserwartung der Menschen (EU-Kommission, 2009b).
- Schließlich wird die Bereitschaft der Wähler zu harten Konsolidierungsmaßnahmen vermutlich dadurch begrenzt sein, dass sie die Schuld für die Krise in Fehlentwicklungen im Finanzsektor sehen. Ein Einstehen für dessen Versagen würde ihr Gerechtigkeitsempfinden verletzen – zumal die Fehlentwicklungen im Finanzsektor wieder aufleben.

Vor diesem Hintergrund beschäftigt die Finanzmärkte zunehmend das Thema Staatsbankrotte. Mit ausgelöst durch die Wirren um das Emirat Dubai haben sich

auch die Sorgen um die Staatsfinanzen Griechenlands und einiger anderer Staaten zum Jahresende 2009 massiv verstärkt. In der Folge sind die Risikoprämien auf deren Staatsanleihen – wie schon im Spätwinter 2008/2009 – stark gestiegen. Zudem mussten einige Staaten schmerzhaft Rating-Herabstufungen (Downgrades) hinnehmen, die ebenfalls ihre Finanzierungskosten erhöhten. In den Medien vergeht derzeit kaum ein Tag, an dem nichts über mögliche Staatsbankrotte oder Maßnahmen zu deren Vermeidung zu vernehmen ist. Finanzmarktexperten sehen dieses Thema als eines der Hauptthemen des Jahres 2010 an (Fels, 2010; Mayer, 2010).

Die vorliegende Analyse befasst sich daher umfassend mit diesem Thema und stellt dabei folgende Fragen:

- Kann ein Staat überhaupt bankrottgehen? Auf welchen Wegen kann es dazu kommen, dass ein Land seine öffentlichen Auslandsverbindlichkeiten nicht mehr bedienen kann? Gibt es Beispiele aus der Geschichte? Existieren Erfahrungen mit der Behandlung von Staatsbankrotten und internationale Vereinbarungen über den Umgang mit Ländern, die ihre Staatsschulden nicht mehr bedienen? Brauchen wir ein Insolvenzrecht für Staaten?
- Welche Anreize gibt es überhaupt, dass Staaten ihren internationalen Zahlungsverpflichtungen nachkommen? Was sagen Wirtschaftstheorie und Ordnungsökonomik dazu? Warum ist es immer schwieriger geworden, mit Staatsbankrotten umzugehen? Ist hier mit strategischem Verhalten zu rechnen?
- In welchen Ländern ist die Wahrscheinlichkeit eines Staatsbankrotts am höchsten? Welche Indikatoren lassen sich dafür finden? Ist selbst für die USA – den traditionell sicheren Hafen in Krisenzeiten – möglicherweise eine Leistungsbilanz- oder Staatsfinanzierungskrise zu erwarten?
- Welche Rückwirkungen hätten Staatsbankrotte? Was passiert, wenn der zögerliche Aufschwung in neuerliche Konjunktur- oder Finanzkrisen umschlägt oder immer mehr Hilfspakete für strauchelnde Staaten geschnürt werden müssen?
- Wie lauten die Regelungen für drohende Staatsbankrotte innerhalb der Europäischen Union (EU) und speziell innerhalb der Europäischen Währungsunion (EWU)? Verfügt die EU über die Möglichkeit, einem Mitgliedstaat in Zahlungsschwierigkeiten finanziell zu helfen? Wie ernst ist der Haftungsausschluss (No-Bailout-Regel) der EU für die Schulden eines Mitgliedstaates zu nehmen? Kann ein Land aus der Eurozone austreten oder gar ausgeschlossen werden? Welche Rolle kann der Internationale Währungsfonds (IWF) im Fall der Fälle in der EWU oder den USA spielen?
- Was kann man aus der aktuellen Entwicklung für die Wirtschaftspolitik, gerade auch im Hinblick auf die EU, lernen? Welche Empfehlungen lassen sich daraus ableiten?

Die vorliegende Analyse untersucht diese Fragen eingehend.<sup>1</sup> Sie wurde inhaltlich weitgehend im Februar 2010 abgeschlossen und berücksichtigt daher nicht die inzwischen beschlossene finanzielle Unterstützung Griechenlands durch die EU. Kapitel 2 befasst sich mit der Definition, der ökonomischen Theorie und der Geschichte von Staatsbankrotten. Kapitel 3 untersucht die Wahrscheinlichkeit eines Staatsbankrotts in Europa und legt dabei besonderen Wert auf die Regelungen im EU-Vertrag. Kapitel 4 widmet sich der größten Volkswirtschaft der Welt, den USA. In Kapitel 5 folgen wirtschaftspolitische Empfehlungen.

## 2

## Definition, Theorie und Historie von Staatsbankrotten

### 2.1 Definition und Entstehung von Staatsbankrotten

Der Bankrott eines Staates unterscheidet sich von dem Bankrott eines Unternehmens (Übersicht 1). Ein Staat geht in der Regel nicht wie ein Unternehmen durch faktische Überschuldung (Schulden übersteigen Eigenkapital) in Konkurs. Denn Staaten besitzen ein Besteuerungsmonopol, das sie zumindest theoretisch zur Finanzierung des Schuldendienstes nutzen könnten. Zudem könnte die Regierung staatseigenes Land und andere öffentliche Vermögensgüter verkaufen oder die Staatsausgaben massiv kürzen. Wenn sich ein Staat in eigener Währung verschuldet hat, besteht zudem die Möglichkeit, dass die Zentralbank das Geld druckt, das zur Schuldenbedienung nötig ist – freilich um den Preis einer hohen zukünftigen Inflation.<sup>2</sup> Ob diese Optionen gewählt werden, um die Schuldenbedienung sicherzustellen, ist letztlich eine Frage der politischen Opportunität.

Da Steuererhöhungen, der Verkauf von Staatsbesitz, die Einschränkung der Staatsausgaben und auch eine hohe Inflation politisch meist sehr unpopulär und damit schwer durchsetzbar sind, kann es zu einem Quasi-Staatsbankrott<sup>3</sup> kommen. Hier sind verschiedene Fälle zu unterscheiden:

---

<sup>1</sup> Diese Analyse ist nach intensiven Diskussionen zwischen den drei Autoren entstanden. Gleichwohl tragen die einzelnen Kapitel die Handschrift des jeweiligen Bearbeiters. Jürgen Matthes hat große Teile dieser Arbeit geschrieben. Berthold Busch verantwortet die Abschnitte 2.3 und 3.3, Manfred Jäger-Ambrożewicz die Abschnitte 2.2, 3.2 und 4.3. Die Einleitung und die wirtschaftspolitischen Empfehlungen sind gemeinsam erarbeitet worden.

<sup>2</sup> Bei einer Verschuldung in Auslandswährung wird die Strategie, Geld zur Schuldentilgung zu drucken, voraussichtlich nicht aufgehen, da in Reaktion darauf die eigene Währung abwerten und sich die Schuldenlast somit wieder erhöhen würde.

<sup>3</sup> Meyer (2009, 4) verwendet den Begriff der „relativen Zahlungsfähigkeit“. Im Weiteren wird der Einfachheit halber lediglich von Staatsbankrott die Rede sein.



## Kann ein Staat bankrottgehen? Eine überwiegend juristische Sichtweise Übersicht 1

Die Sichtweisen zu dieser Fragestellung sind sehr unterschiedlich. Es gibt zum Teil sehr rigide Ansichten darüber, ob ein Staat überhaupt bankrottgehen kann: „Es wurde ... gesagt, ein Staat könne nicht zahlungsunfähig sein, es sei denn, jeder einzelne Staatsbürger wäre selbst zahlungsunfähig und die Gelddruckmaschinen arbeiteten nicht mehr. Bevor diese beiden Voraussetzungen nicht erfüllt sind, so das Argument, könne ein Staat immer noch seine Steuern anheben und neues Geld drucken, um so die notwendigen Mittel zur Schuldentilgung zu erhalten“ (Paulus, 2009, 12).

Die Vorstellung, ein Staat könne nicht bankrottgehen, wird von Juristen kontrovers diskutiert. Dies wurde auch in einer juristischen Auseinandersetzung aus dem Jahr 2007 deutlich. So existiert nach Auffassung des Bundesverfassungsgerichts keine allgemeine völkerrechtliche Regel, die einen Staat gegenüber Privatpersonen berechtigt, die Erfüllung fälliger privatrechtlicher Zahlungsansprüche zeitweise zu verweigern, indem er sich auf den wegen Zahlungsunfähigkeit erklärten Staatsnotstand beruft (Bundesverfassungsgericht, 2007, 2616). Die Rechtsüberzeugung, dass die Aufrechterhaltung elementarer Staatsfunktionen Vorrang vor der Erfüllung der Gläubigerinteressen habe, sei vom Völkerrecht nicht gedeckt (Bundesverfassungsgericht, 2007, 2614), so ein Urteil aus dem Jahr 2007.

Allerdings hat die Richterin Lübbe-Wolf dieser Auffassung der Mehrheit der Richter in einer abweichenden Meinung widersprochen. Sie zitiert in ihren Ausführungen die Stellungnahme der Regierung Südafrikas gegenüber dem vorbereitenden Ausschuss der Haager Kodifikationskonferenz aus dem Jahr 1930: „Ausländer, die einem Staat Geld leihen, können schwerlich erwarten, von den Wechselfällen dieses Staates unter keinen Umständen nachteilig betroffen zu sein. ... Von einem Staat kann beispielsweise nicht erwartet werden, dass er seine Schulen, Universitäten und Gerichte schließt, seine Polizeikräfte entlässt und seine öffentlichen Dienstleistungen in einem solchen Ausmaß vernachlässigt, dass die Gemeinschaft dem Chaos und der Anarchie ausgesetzt wird, nur um seine ausländischen oder einheimischen Darlehensgeber zu befriedigen“ (Bundesverfassungsgericht, 2007, 2614).

Eigene Zusammenstellung

- Ein formeller Staatsbankrott entsteht, wenn sich ein Staat selbst für zahlungsunfähig erklärt und seine Schulden nicht mehr vollständig bedient. Eine solche bewusste Entscheidung kann eine Regierung beispielsweise fällen, weil sie die Lasten des Schuldendienstes für die heimische Bevölkerung für nicht mehr tragbar hält und den Verlust (auch) auf ausländische Gläubiger abwälzen möchte. Das war beispielsweise im Januar 2002 bei Argentinien der Fall.

Zu einer überbordenden Schuldenlast kann es bei einer sich selbst erfüllenden Spekulation kommen. So verlangen Anleger höhere Risikoaufschläge auf die Zinsen der Staatsanleihen, wenn sie zu bezweifeln beginnen, dass die Staatsschulden vollständig bedient werden. Das erhöht den Schuldendienst sowie die Ausgabenbelastung des Staates und kann – bei sich zuspitzender Risikoeinschätzung und möglichen Herabstufungen des Bonitätsratings durch die Ratingagenturen – über immer höhere Zinsen dazu führen, dass die Schuldenlast nicht mehr tragbar ist.

Tatsächlich ist eine ganze Reihe europäischer Staaten seit Beginn der Finanzkrise herabgestuft worden. Die Risikoaufschläge für die Anleihen vieler europäischer Staaten stiegen zwischenzeitlich auf lange nicht gekannte Höhen an (siehe Abschnitt 3.1). Allerdings sind diese sogenannten Spreads (außer für einige mittel- und osteuropäische Staaten) noch begrenzt und zudem ist das Zinsniveau insgesamt niedrig.

- Ein Staat kann aber auch zu einem Staatsbankrott gezwungen werden. Das ist der Fall, wenn er – etwa aufgrund einer Leistungsbilanz- oder Währungskrise – zeitweilig vom Kapitalmarkt ausgeschlossen wird und ihm seine Anleihen nicht mehr vollständig abgenommen werden. Dann hat er möglicherweise nicht mehr genügend Finanzmittel zur Verfügung, um laufende Staatsausgaben zu tätigen und seine bestehenden Schulden vollständig zu bedienen – immer vorausgesetzt, dass die Regierung aus politischen Gründen nicht massiv die Steuern erhöhen, Staatsbesitz veräußern oder die Notenpresse nutzen will.

Wegen der Wirtschaftskrise und der enormen Hilfspakete für Banken und Konjunktur ist der Kapitalbedarf der Staaten sehr groß geworden. Damit ist auch das Risiko gewachsen, dass Anleger die Anleihen eines Staates nicht mehr vollständig abnehmen. In jedem Fall wird der Wettbewerb um die Anlagegelder für Staatsanleihen stark zunehmen. Darunter leiden tendenziell gerade die kleineren und vor allem die bonitätsschwachen Staaten.

Hinzu kommt die Gefahr einer weiteren Spirale sich selbst erfüllender Spekulation, und zwar durch Währungsabwertungen. Dabei ist zu unterscheiden, ob der Schuldnerstaat sich in eigener oder in Fremdwährung verschuldet hat. Bei Verschuldung in eigener Währung führt eine Abwertung zu einem direkten Verlust des Gläubigers, wenn dieser das Geld nicht im Schuldnerstaat verwenden will. Bei Verschuldung in Fremdwährung (wie teilweise in den EU-Staaten, die nicht der EWU angehören) erhöht eine Währungsabwertung das Risiko eines Staatsbankrotts. Denn die Rückzahlungsschuld gerechnet in heimischer Währung steigt um den Prozentsatz der Abwertung, sodass die Zahlungsfähigkeit bei hohen Abwertungsraten schnell erodieren kann.

In beiden Fällen gerät die Rückzahlung der Schulden durch eine Abwertung in Gefahr. Auf diesem Boden gedeiht allzu leicht eine sich selbst erfüllende Spekulation: Denn wenn sich ernst zu nehmende Krisenanzeichen zeigen, ziehen ausländische Kapitalgeber in Sorge vor Verlusten ihre Gelder ab. Dies führt bei flexiblem Wechselkurs *ceteris paribus* zu einer Währungsabwertung (oder zu starkem Druck auf einen fixierten Wechselkurs). Damit aber steigt das Risiko eines Zahlungsausfalls noch weiter, was zu weiteren Kapitalabflüssen und Abwertungen führt.

Hinzu kommt das Phänomen des Herdentriebs: Es besteht der Anreiz für ausländische Anleger, schon bei frühen Anzeichen einer gravierenden Krise möglichst zu den ersten Investoren zu gehören, die ihre Gelder abziehen. Handeln alle Kapitalgeber so, kann schon bei kleinen Krisenanzeichen eine gravierende Währungskrise entstehen. In deren Verlauf kann sich der Schuldnerstaat dann nicht mehr am internationalen Kapitalmarkt finanzieren. Zu einem herdenartigen Kapitalabzug kann es auch im Rahmen einer Leistungsbilanzkrise kommen, wenn ausländische Anleger die (auch private) Verschuldung eines Landes, welche mit hohen Leistungsbilanzdefiziten einhergeht, nicht mehr finanzieren wollen, weil sie Zweifel an der vereinbarten Rückzahlung der angehäuften Schulden hegen.

- Zudem kann es auch ohne die Einstellung des Schuldendienstes aus Sicht der ausländischen Anleger – bei Verschuldung des Schuldnerlandes in eigener Währung (etwa im Fall der USA) – durch Inflation oder Währungsabwertung zu einem erheblichen Verlust kommen, der faktisch die gleiche Wirkung hat wie ein Teilbankrott. Bei Verschuldung in eigener Währung ist ein Staatsbankrott prinzipiell vermeidbar, weil der Staat das Geld zur Schuldenbedienung mit der Notenpresse drucken kann. Dann käme es zu Inflation. Dies vermindert den Realwert der nominalen Rückzahlungsverpflichtung und führt zu entsprechenden Verlusten beim Gläubiger, falls dieser die Finanzmittel im Schuldenland verwenden will.

Wenn der Gläubiger die Finanzmittel ins Ausland transferiert, ergibt sich durch die Inflation im Schuldnerland *ceteris paribus* zunächst kein Realwertverlust. Allerdings wird eine hohe Inflation sehr wahrscheinlich mit einer Währungsabwertung einhergehen, die sich aufgrund des oben erwähnten möglichen Herdenverhaltens der ausländischen Anleger sogar zu einer Währungskrise ausweiten könnte. Eine (dauerhafte) starke Währungsabwertung aber würde zu einem erheblichen Verlust des Kreditgebers führen. Denn bei einer Abwertung verringert sich der Wert des Schuldendienstes nach der Umrechnung in die Auslandswährung um den Abwertungssatz.

In der EWU befinden sich die Mitgliedsländer in einer besonderen Situation. Hier verschuldet sich ein Staat zwar in eigener Währung, kann aber nicht selbst Geld drucken. Dafür kann es, sofern sich die übrigen Mitgliedstaaten nicht ebenfalls in einer Krise befinden, auch nicht so leicht zu einer Währungskrise kommen wie bei einem einzelnen Staat. Ein impliziter Teilbankrott durch Inflation und Währungsabwertung in der Eurozone ist also wenig wahrscheinlich. Ein Staatsbankrott durch Zahlungseinstellung (etwa wegen immer höherer risikobedingter Zinsaufschläge) oder durch einen Ausschluss vom Kapitalmarkt im Verlauf einer Leistungsbilanzkrise bleibt freilich möglich.

## 2.2 Ökonomik souveräner Verschuldung

Die Verschuldung souveräner Staaten – im Folgenden souveräne Schulden, souveräne Kredite oder souveräne Anleihen genannt – stellt für die wirtschaftswissenschaftliche Forschung eine intellektuelle Herausforderung dar. Wirtschaftswissenschaftler diskutieren noch immer intensiv grundsätzliche Fragen (einen Überblick bieten Feenstra/Taylor, 2008, 956 ff.; Obstfeld/Rogoff, 1996, 349 ff.; Panizza et al., 2009, 659 ff.; Reinhart/Rogoff, 2009, 51 ff.). Warum gewähren Investoren trotz der eingeschränkten Einklagbarkeit und Durchsetzbarkeit von Forderungen gegenüber souveränen Staaten diesen Staaten Kredite und erwerben staatliche Anleihen? Warum bedienen Staaten in der Regel ihre Verbindlichkeiten?

Als grundlegend zur Beantwortung dieser Frage wird der Beitrag von Eaton/Gersovitz (1981) angesehen. Staaten bedienen ihre Verbindlichkeiten, da sie befürchten, nach einem Zahlungsverzug den Zugang zum Finanzmarkt zu verlieren (man spricht von einem Reputationsverlust). Sie wären dann nicht mehr in der Lage, die Konsequenzen – beispielsweise für den Konsum – von Einkommensschwankungen zu glätten. Mit anderen Worten: Die Sanktion, welche die Bedienung der Schulden bewirkt, ist die Drohung mit einem Ausschluss vom internationalen Finanzsystem. Dieser Beitrag wurde von Wirtschaftswissenschaftlern umfassend kritisiert und entsprechend erweitert. Beispielsweise wurde darauf hingewiesen, dass die Bedrohung mit einem permanenten Ausschluss nicht rückverhandlungssicher und damit unglaubwürdig ist (Kletzer, 1994). Ferner wiesen Bulow/Rogoff (1989) darauf hin, dass die implizite Annahme, der internationale Finanzmarkt sei die einzige Möglichkeit, die Konsumglättung zu finanzieren, falsch sei. Wenn es aber andere Versicherungsmöglichkeiten gibt, dann ist die Ausschlussdrohung keine wirksame Drohung, da Ausweichmöglichkeiten existieren. Unter dem Strich läuft die Kritik darauf hinaus, dass allein die Drohung mit einem Ausschluss vom internationalen Finanzsystem die Schuldner nicht zum Zahlen bewegt. Warum zahlen sie dennoch?

Panizza et al. (2009, 661) zufolge haben sich drei Ansätze entwickelt, um dieses Rätsel zu lösen:

- Direkte realwirtschaftliche Sanktionen: Gläubiger können Zahlungen an Schuldner blockieren, Waren außerhalb der Grenzen des Schuldners beschlagnehmen und damit dessen Handelsaktivitäten einschränken.
- Andere Rückwirkungen auf den Finanzmärkten als die (unglaubwürdige) Drohung mit einem dauerhaften Ausschluss vom internationalen Finanzsystem: Beispielsweise wird argumentiert, dass ein Schuldner mit einer schlechten Zahlungsbiografie nicht mehr sicher international investieren kann, das heißt, er riskiert für ein Fehlverhalten einen zukünftigen Regress. Institutionen, die vom

ehemals säumigen Land eigentlich Investitionsmittel erhalten könnten, befürchten Schwierigkeiten, da Altschuldner versuchen könnten, den Regress auf diese Investitionsmittel durchzusetzen. Das säumige Land kann seine Mittel dementsprechend nicht in gleicher Weise investieren wie ein unsäumiges Land.

- Kollateralschäden wegen eines Zahlungsausfalls: Wenn ein Land Zahlungen ausfallen lässt, dann erzeugt dies einen Reputationsverlust für das Land und dessen Regierung, der über den Finanzmarkt hinausgeht. Der Zahlungsausfall wird dann – auch im Inland – als Signal einer unzureichenden Nachhaltigkeit interpretiert und löst eine Vertrauenskrise und eine Handelskrise mit negativen Effekten für die inländische Realwirtschaft aus. Zudem muss ein Land um seine inländische Finanzwirtschaft (insbesondere Banken) bangen, die ebenfalls in souveräne Anleihen investiert hat. Eine Bankenkrise im Schuldnerland führt in der Regel in diesem Land zu hohen realwirtschaftlichen Kosten.

Zusammengefasst heißt das: Der Anreiz, die Verbindlichkeiten zu bedienen, entsteht durch die Drohung mit Sanktionen am internationalen Finanzmarkt sowie durch den Reputationsverlust, die direkten Rückwirkungen auf den Außenhandel und die rechtlichen Konsequenzen eines Zahlungsausfalls. Es ist Konsens (Borensztein/Panizza, 2009, 683), dass die volkswirtschaftlichen Kosten, die ein Zahlungsausfall insgesamt verursacht, der Grund für die Bereitschaft sind, Schulden zu bedienen und letztlich zu tilgen. Wären staatliche Insolvenzen kostenlos – verliefen also ohne Reputationsverlust und Rezession –, dann würden sie wesentlich häufiger auftreten und die Bereitschaft, anderen Staaten Kredit zu gewähren, würde versiegen. Theoretisch kann man folgendes Resultat ableiten (Obstfeld/Rogoff, 1996, 360): Die Bereitschaft von Gläubigern, Kredit zu gewähren, ist umso größer, je höher die erwarteten Kosten für den Schuldner im Fall eines Zahlungsausfalls sind. Dieser Mechanismus ist besonders bei internationalen Forderungen gegenüber souveränen Schulden wichtig, da dort die sonst üblichen rechtlichen Wege zur Schuldeneinforderung versperrt sind.

Ein sehr einfaches Modell souveräner Auslandsverschuldung ergibt folgende Erwägung (Feenstra/Taylor, 2008, 956 ff.): Wenn das Schuldnerland seine Verbindlichkeiten mit Nennwert  $D$  bedient, dann kann das Land mit einem Einkommen von  $Y$  die Differenz  $Y - D$  konsumieren. Wenn es die Zahlungen verweigert, dann beträgt der Konsum  $Y - cY$  oder  $(1 - c)Y$ , wobei der Koeffizient  $c$  (hier zur Vereinfachung konstant) die Kosten des Zahlungsausfalls als Anteil vom Einkommen erfasst. Die Entscheidungsträger des Landes wägen die Weiterbedienung der Schulden daher wie folgt ab: Wenn  $Y - D$  größer ist als  $(1 - c)Y$ , dann ist es vorteilhaft, die Schulden zu bedienen. Da die Differenz  $Y - D$  linear mit der Steigung 1 wächst, während die Steigung von  $(1 - c)Y$  nur  $(1 - c)$  beträgt, ist es

bei hohem  $Y$  günstiger, die Schulden zu bedienen, da die Schulden  $D$  in Relation zu  $Y$  abnehmen. Die Kosten des Zahlungsausfalls hingegen sind proportional zum Einkommen. Aus dieser Überlegung kann man ableiten, dass es ein kritisches Einkommensniveau  $Y^*$  gibt:

$$(1) \quad Y^* - D = (1 - c)Y^* \text{ also } Y^* = D/c$$

Dieses kritische Einkommensniveau hat die folgende Eigenschaft: Wenn das tatsächliche Einkommen  $Y$  höher (geringer) als  $Y^*$  ausfällt, dann bedient das Land seine Schulden (nicht). Im Jargon der Finanzbranche spricht man von einer bedingten Forderung (Contingent Claim, siehe beispielsweise Grossman/Huyck, 1988), die im Zustand  $Y < Y^*$  einen Wert von null hat.

Die Schulden werden gemacht, bevor  $Y$  bekannt ist. Deshalb ist die Gewährung eines Kredits oder der Erwerb einer Anleihe eine Entscheidung unter Unsicherheit, wobei die Unsicherheit fundamental auf die Einkommensschwankungen im Schuldnerland zurückgeführt werden kann. Mit der Wahrscheinlichkeit (Probability of Default)  $PD = P(Y < Y^*)$ , dass das Einkommen  $Y$  kleiner ist als  $Y^*$ , fallen die Forderungen aus. Zur Vereinfachung wird ein Restwert (Recovery Value) der Forderungen von null unterstellt, auch wenn sich typischerweise wesentlich höhere Restwerte ergeben. Mit der Wahrscheinlichkeit  $1 - PD$  erfolgt die Rückzahlung der Schulden  $D$ . Die erwartete Auszahlung  $E$  beträgt dementsprechend:

$$(2) \quad E = (1 - PD) \cdot D$$

Die Nennverzinsung  $r_n = (D - F)/F$  enthält eine Risikoprämie für den möglichen Zahlungsausfall.  $r_n$  berechnet sich aus der versprochenen Rückzahlung  $D$  und dem Betrag  $F$ , der dem Schuldner geliehen wird beziehungsweise später dem Marktpreis der Forderung entspricht, falls die Forderung gehandelt wird. Wegen des möglichen Zahlungsausfalls ist nicht  $D$ , sondern  $E$  die erwartete Rückzahlung. Daher ist die erwartete Verzinsung  $r_e = (E - F)/F$ . Diese erwartete Rendite korrigiert also die Nennverzinsung  $r_n$  um den Effekt der im Durchschnitt geringeren Auszahlung. Wenn  $i$  die Verzinsung für eine Investition ohne Ausfallrisiko bezeichnet, dann würde sich auf dem Finanzmarkt im Fall von Risikoneutralität  $i = r_e$  einstellen. Risikoneutralität bedeutet, dass Investoren nur die erwarteten Renditen beachten. Realiter verlangen Investoren eine Entschädigung, wenn sie Risiken übernehmen, sodass  $r_e = i + r_p$  ist. Die Risikoprämie  $r_p$  lässt sich typischerweise als  $r_p = \sigma \lambda$  schreiben. Dabei umfasst  $\lambda$  den Preis des Risikos und  $\sigma$  das Maß des Risikos (typischerweise die Volatilität). Der Marktpreis des Risikos signalisiert die Bereitschaft der Investoren, Risiken einzugehen. Wenn  $\lambda$  gering ist, dann verlangen sie für eine Einheit Risiko – also je  $\sigma$  – eine geringe zusätzliche Verzinsung. Ein Problem ergibt sich daraus, dass man  $PD$  und damit auch  $E$  nicht

objektiv messen kann. Dies erschwert die Interpretation von Finanzpreisen. Zwar lassen sich  $D$  und  $F$  beobachten, doch kann man aus diesen Werten nicht zielsicher auf die Gründe für eine bestimmte Anleihebewertung schließen, insbesondere nicht auf die Ausfallwahrscheinlichkeit  $PD$ . Das belegen die Gleichungen (3) bis (6).

$$(3) \quad P = E/(1 + r_e) = (1 - PD) \cdot D/(1 + r_e)$$

$$(4) \quad P = D/(1 + r_n)$$

Aus den Gleichungen (3) und (4) lässt sich dieser Zusammenhang ableiten:

$$(5) \quad (1 - PD) \cdot (1 + r_n) = (1 + r_e)$$

Näherungsweise ergibt sich:

$$(6) \quad r_n = i + r_p + PD$$

Die beobachtbare Verzinsung umfasst dementsprechend die Verzinsung, die auch für risikolose Investitionen nötig ist, sowie eine Entschädigung für den erwarteten Ausfall und eine Entschädigung für die Risikoübernahme. Wären die Investoren risikoneutral, dann wäre  $PD = r_n - i$ . Die Ausfallwahrscheinlichkeit entspräche daher der beobachtbaren Zinsspanne (dem sogenannten Spread).

Diese Zinsspanne überschätzt die tatsächliche Ausfallwahrscheinlichkeit, denn es gilt die Beziehung:

$$(7) \quad PD = r_n - i - r_p < r_n - r_p$$

Die Unterscheidung zwischen der Wahrscheinlichkeit unter der Annahme der Risikoneutralität – der sogenannten Risikoneutralwahrscheinlichkeit – und der empirischen Wahrscheinlichkeit wird eingehend diskutiert bei Hull (2009) und Gray/Melone (2008, 78 ff.).

Man erkennt an der vorangegangenen Darstellung, dass Verschuldung für ein Land mit einer hohen Ausfallwahrscheinlichkeit teuer ist. Der drohende Zahlungsausfall wird also preislich berücksichtigt. Ferner erkennt man, dass sich für eine bekannte Risikoprämie  $r_p$  an der Differenz zwischen  $r_n$  (diese Zahl kann beobachtet werden) und  $i$  (beispielsweise für sichere Anleihen der Bundesrepublik Deutschland) die Ausfallwahrscheinlichkeit  $PD$  des Landes ablesen lässt. Eine sorgfältige Analyse dieser indirekten Inspektion der Ausfallwahrscheinlichkeit aus Marktdaten – man spricht von einer impliziten Wahrscheinlichkeit – findet sich bei Hull (2009, 500 ff.) und bei Gray/Melone (2008, 78 ff.). Allerdings ist es ausgesprochen schwer, die Risikoprämie  $r_p$  zu messen, da diese inhärent unbeobachtbar ist. Dementsprechend können sinkende Anleihekurse (steigende Nennzinsen) auf zwei nur unzureichend unterscheidbare Effekte zurückgeführt werden: auf eine steigende Ausfallwahrscheinlichkeit  $PD$  oder auf eine höhere Risikoaversion und somit einen höheren Marktpreis des Risikos  $\lambda$ . Trotzdem werden steigende Spreads regelmäßig als – wenn auch wegen des oben erwähnten

Messproblems nur als grober – Indikator für einen wahrscheinlicher werdenden Zahlungsausfall angesehen. Dies ist insbesondere deswegen irreführend, da der Unterschied zwischen der Risikoneutralwahrscheinlichkeit und der tatsächlichen Wahrscheinlichkeit umso größer ist, je höher der Marktpreis des Risikos ist. Die Spanne ist also als Schätzer der Ausfallwahrscheinlichkeit ungeeignet, wenn die Investoren in hohem Maße Risiken scheuen, also risikoavers sind.

Die beschriebene Sichtweise auf souveräne Schulden lässt sich ordnungsökonomisch interpretieren. Wenn der Markt die Ausfallwahrscheinlichkeit korrekt preislich berücksichtigt, dann ergibt sich im Fall einer Zahlungs Krise keine Ex-post-Eingriffsnotwendigkeit zur Disziplinierung des Schuldners (Grossman/Huyck, 1988). Die Zinsspanne internalisiert den Zahlungsausfall. Ein Ex-post-Eingriff wäre nicht hilfreich, sondern vielmehr schädlich: Er würde tendenziell moralisches Risiko provozieren, wenn er ex ante antizipiert würde. Grossman/Huyck (1988) weisen nach, dass die spezielle Durchsetzungsproblematik bei souveräner Verschuldung – wenn der Staat des Gläubigers die Souveränität des Schuldners beachten muss, sodass beispielsweise Gewalt als Durchsetzungsinstrument ausfällt – allein noch keine staatliche oder superstaatliche Eingriffsrechtfertigung darstellt. Gläubiger müssen – und sie tun dies – berücksichtigen, dass Staaten eine Opportunitätsabwägung vornehmen und in bestimmten problematischen Situationen, zum Beispiel bei einem zu niedrigen Nationaleinkommen, ihre Schulden nicht bedienen. Darum verlangen Gläubiger eine hohe Risikoprämie. Gemäß dieser Sichtweise unterscheiden Gläubiger trennscharf zwischen verzeihbaren Zahlungsschwierigkeiten – weil ein Zustand eingetreten ist, für den ex ante eine Insolvenz antizipiert wurde – und solchen Zahlungsausfällen, die unverzeihlich sind, da sie nicht in einer Notlage, sondern in einer wirtschaftlich noch guten Lage des Schuldnerlandes eintreten. Man kann einwenden, dass das Land auch in solchen Situationen die Schuldenbedienung einstellen darf, um mehr konsumieren zu können. Allerdings stellt dieser unverzeihliche Vertragsbruch kein Verhalten dar, das rationale Schuldner ausüben würden, da sie sonst Sanktionskosten zu tragen hätten. Die besten Drohungen sind gerade diejenigen, die im strategischen Gleichgewicht nicht vorkommen. Die Analyse von Grossman/Huyck (1988) legt deshalb nahe, dass mit vermeidbaren Wohlfahrtsverlusten einhergehende Staatsbankrotte nicht vorkommen und es also Politikversagen wäre, wenn Regierungen oder internationale Organisationen für den Fall der Fälle vorab Eingriffe in Aussicht stellen würden.

Diese Sichtweise ist jedoch lediglich als Referenzpunkt interessant. Realistischerweise muss man davon ausgehen, dass die spezielle Durchsetzungsproblematik bei souveränen Schulden keineswegs das einzige Problem im Kontext



staatlicher Auslandsschulden darstellt. Vielmehr muss insbesondere mit Vertragsexternalitäten und mit informationsökonomischen Problemen (asymmetrische Information) gerechnet werden. Beispielsweise ist die Unterscheidung zwischen verzeihlichen und unverzeihlichen Zahlungsverzögerungen für den Gläubiger unter Umständen nicht beobachtbar oder nicht verifizierbar und kann also auch von einem Dritten (einem Richter beispielsweise) nicht zweifelsfrei erfasst werden. Deshalb ist sie nicht kontrahierbar (Panizza et al., 2009, 690).

Ein spezielles und besonders wichtiges Problem besteht darin, dass sich im Fall von Zahlungsschwierigkeiten Rückverhandlungen ergeben. Diese Rückverhandlungen erzeugen sowohl ex ante als auch ex post Vertragsexternalitäten. Eine umfassende Darstellung von Vertragsexternalitäten bietet Segal (1999), während Bolton/Dewatripont (2005) umfassend die Vertragstheorie diskutieren. Ex ante müssen Gläubiger beachten, dass eine zunächst vermeintlich akzeptable Lösung (Drohung mit Sanktionen) ex post nicht rückverhandlungssicher ist. Das heißt: Bei Zahlungsverzögerung wird nicht entsprechend der akzeptablen Lösung gehandelt, sondern der Säumige erzwingt eine Neuverhandlung. Das schränkt die Vertragsmöglichkeiten ein, weil schon ex ante das Ergebnis des Verhandlungsprozesses im Fall eines Zahlungsausfalls berücksichtigt werden muss. Ex post ergeben sich bei der Verhandlung über Restrukturierungen souveräner Schulden – wie auch bei der Restrukturierung von überschuldeten Unternehmen – Trittbrettfahrerprobleme: Der Beitrag, das heißt der Verzicht bestimmter Gläubiger, generiert eine positive Externalität für die passiven Gläubiger. Das kann dazu führen, dass Rückverhandlungen ineffizient lange andauern und einzelne Gläubiger bessere Konditionen erhalten. Das verlängert dann die Wirtschaftskrise im Schuldnerland, da während der Verhandlungen sowohl der Außenhandel als auch die finanzwirtschaftlichen Aktivitäten leiden. Auch aus diesem Grund gab und gibt es Bestrebungen, die staatliche Insolvenz besser zu ordnen sowie Finanzierungsformen zu begünstigen und im Extremfall vorzuschreiben, die ex post besser ausgehandelt werden können, also besser restrukturierbar sind.

Allerdings drohen hier ordnungsökonomische Fallstricke. Die richtige regulative Antwort muss alle Vertragsexternalitäten simultan beachten. Bolton/Jeanne (2007; 2009) und Jeanne (2000) verweisen, indem sie die Befürchtungen von Shleifer (2003) und Dooley (2000) bestätigen und eine Mikrofundierung für diese liefern, beispielsweise auf folgende Problematik: Aus der Theorie der Unternehmensfinanzierung ist bekannt, dass schwer restrukturierbare Finanzierungsformen bewusst gewählt werden, um die andernfalls im Rückverhandlungsfall auftretenden weichen Budgetrestriktionen – gutes Geld wird schlechtem Geld nachgeworfen – zu verhärten. Wenn stattdessen Finanzierungsformen gewählt

werden, die ex post leicht rückverhandelt werden können, dann begeben sich Gläubiger in eine Falle: Sie können zwar androhen, im Fall der Rückverhandlung hart zu bleiben, aber die Drohung ist unglaubwürdig (nicht teilspielperfekt). Wenn Finanziers dies antizipieren, kann dies ex ante zu einer Unterfinanzierung (Rationierung) führen. Die Rationierung kann vermieden werden, wenn eine Finanzierungsform genutzt wird, die eben nicht leicht rückverhandelt werden kann. Da diese Finanzierungsform dem Gläubiger ex post relativ viel Verhandlungsmacht gibt, also eine relativ hohe Rückzahlung verspricht, ist diese Finanzierungsform sogar relativ preiswert. In dem Maße, in dem schwer restrukturierbare Finanzierungsformen eine Marktreaktion auf eine Vertragsexternalität sind, führt eine politische Maßnahme, die Rückverhandlungen erleichtert, zu einem Wohlfahrtsverlust.

Fazit: Ordnungsökonomisch lässt sich der Grundsatz ableiten, dass eine Verbesserung der Verifizierbarkeit, eine Annäherung an eine Situation mit möglichst vollständigen Verträgen und eine Verringerung von Vertragsexternalitäten angestrebt werden sollten (Panizza et al., 2009). Dieser Grundsatz ist zwar theoretisch sehr fruchtbar, aber praktisch wegen der vielfältigen, teilweise entgegengerichteten Externalitäten mit Sollbruchstellen versehen.

## **2.3 Historie, Empirie und Abwicklung von Staatsbankrotten**

Der Bankrott oder der Zahlungsverzug von Staaten oder anderen Gemeinwesen ist kein neues Phänomen, sondern schon aus der Antike bekannt. So ist bereits aus dem vierten Jahrhundert vor Christus ein Staatsbankrott überliefert. In den Jahren von 377 bis 373 vor Christus konnten zehn von 13 griechischen Gemeinden des Attischen Seebunds, die Kredite beim Delos-Tempel aufgenommen hatten, ihre Schulden ganz oder teilweise nicht mehr bezahlen. In der Folge zog es dieser Kreditgeber vor, an private Schuldner zu verleihen (Winkler, 1999, 22).

Eine empirische Bestandsaufnahme zum Thema Staatsbankrott ist nicht ganz einfach; verschiedene Untersuchungen kommen zu unterschiedlichen Ergebnissen. Eine Studie des IWF listet für einen Zeitraum von 175 Jahren fast 50 Fälle auf, in denen Schwellenländer ihren Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen konnten und/oder Restrukturierungsmaßnahmen ergreifen mussten (Tabelle 1). Diese historische Perspektive zeigt, dass ein Land, das Schwierigkeiten bei der Bedienung seiner Verbindlichkeiten hatte, mit diesem Problem in der Regel mehr als einmal konfrontiert wurde (Reinhart et al., 2003).

Für die europäischen Länder Bulgarien, Deutschland, Frankreich, Griechenland, die Niederlande, Österreich, Portugal, Russland und Spanien weisen die Autoren insgesamt 46 Fälle von Staatsbankrott in den Jahren von 1501 bis 1900 nach.

Auch bei diesen Ländern zeigt sich das Phänomen, dass einzelne Staaten oft mehrmals in Zahlungsschwierigkeiten geraten sind, beispielsweise Spanien im angegebenen Zeitraum 13-mal und Frankreich achtmal. Seit der Zeit zwischen den beiden Weltkriegen hat es (bislang) keinen Bankrott eines westeuropäischen Staates mehr gegeben (Sturzenegger/Zettelmeyer, 2007, 9).

Eine Untersuchung von Standard & Poor's (2003, 5) für die Zeit von 1975 bis 2003 kommt zu deutlich höheren Fallzahlen von staatlichem Zahlungsausfall. Dies liegt aber wahrscheinlich an der weiter gefassten Definition. Danach liegt ein Zahlungsausfall oder -verzug (Default) vor, wenn ein Land Zins- oder Kapitalzahlungen am ursprünglich vereinbarten Fälligkeitsdatum nicht leisten kann (Standard & Poor's, 2003, 22).

Einbezogen wurden sowohl staatliche Anleihen als auch Bankkredite an Staaten. Nach dieser Statistik gab es in den Jahren 2000 bis 2003 im Durchschnitt rund 28 Fälle von staatlichem Zahlungsverzug. Der Höhepunkt wurde im Jahr 1990 festgemacht. Das heißt: Von allen staatlichen Schuldnern konfrontierten in dem Jahr fast 31 Prozent ihre Gläubiger mit Zahlungsausfall oder -verzug.

Historisch betrachtet führen nach Auffassung von Standard & Poor's (2003, 3) vor allem Kriege, Revolutionen, eine laxe Finanz- und Geldpolitik sowie externe wirtschaftliche Schocks zu Zahlungsausfällen staatlicher Schuldner. Reinhart et al. (2003, 6) nennen als Ursache insbesondere eine Hyperinflation: Die Länder, die wiederholt die Schuldenbedienung einstellen – sozusagen die Serientäter –, hatten häufig jährliche Inflationsraten von mehr als 40 Prozent. Zudem haben manche Länder durch hohe Inflationsraten auch die Inlandsverschuldung de facto nicht mehr bedient (vgl. Abschnitt 2.1). Nach Ansicht von Sturzenegger/Zettelmeyer (2007, 2) haben Boomzeiten bei der Kreditvergabe bislang immer zu Krisen geführt. Als deren Ursachen identifizieren die Autoren folgende Faktoren: Verschlechterung der Terms of Trade der Schuldnerländer; Rezessionen in den Ländern, die vorher viel Kapital exportiert haben; ein Anstieg der Verschuldungskosten infolge von Ereignissen in den kreditgebenden Ländern,

## Staatsbankrotte<sup>1</sup> in ausgewählten Schwellenländern

Tabelle 1

im Zeitraum von 1824 bis 1999

|                  |           |
|------------------|-----------|
| Venezuela        | 9         |
| Mexiko           | 8         |
| Brasilien        | 7         |
| Kolumbien        | 7         |
| Türkei           | 6         |
| Argentinien      | 4         |
| Chile            | 3         |
| Ägypten          | 2         |
| Philippinen      | 1         |
| <b>Insgesamt</b> | <b>47</b> |

<sup>1</sup> Staatsbankrott definiert als Zahlungsausfall/-verzug (Default) oder Schuldenrestrukturierung (Restructuring).  
Quelle: Reinhart et al., 2003, 7

zum Beispiel eine Verschärfung der Geldpolitik. Als eine weitere mögliche Ursache nennen sie eine Krise in einem wichtigen Schuldnerland, die sich über verschiedene Kanäle international ausdehnt.

Es verwundert daher nicht, dass bereits 1898 in einer juristischen Veröffentlichung folgende Klage erhoben wurde: „Eine höchst bedauerliche Erscheinung im Völkerleben ist der sog. Staatsbankrott, d. h. die Weigerung eines Staates, seine rechtlich unzweifelhaften Schuldenverbindlichkeiten gegen Privatpersonen zu erfüllen, geschehe dies nun aus Unvermögen oder aus Unredlichkeit oder aus beiden Ursachen zugleich“ (Pflug, 1898, 1, zitiert nach Tietje, 2005, 4). Gerade die Periode des klassischen Goldstandards (1870 bis 1913) gilt als eine Hochzeit des Staatsbankrotts: “Another prominent feature of the classical gold standard period was that sovereign debt default was quite common” (Mitchener/Weidenmier, 2009, 3).

Auch für Deutschland ist ein Schuldenmoratorium nichts Neues. Das Deutsche Reich war nach dem Ende des Ersten Weltkriegs im Friedensvertrag von Versailles im Jahr 1919 zu Reparationszahlungen verpflichtet worden, ohne dass allerdings ein Betrag festgelegt werden konnte. Eine Reparationskommission errechnete im April 1921 eine Summe von 132 Milliarden Goldmark (Kindleberger, 1979, 34). Im Jahr 1931 verkündete US-Präsident Hoover ein zeitlich begrenztes Moratorium, das in der Weltwirtschaftskrise deeskalierend wirken sollte (Kindleberger, 1979, 159 ff.). Bis 1932 hatte Deutschland etwa 40 Prozent der im Jahr 1921 festgesetzten Summe gezahlt (Wehler, 2009, 250). So existierten auch nach dem Ende des Zweiten Weltkriegs noch Vorkriegsschulden Deutschlands. Im Londoner Schuldenabkommen von 1953 konnte Deutschland sowohl bei den Vorkriegs- als auch bei den Nachkriegsschulden eine Reduzierung der Auslandsverschuldung erzielen (Ermrich, 2007, 35). So wurden die ursprünglichen deutschen Vorkriegsschulden von umgerechnet 13,5 Milliarden DM auf 7,3 Milliarden DM verringert (Rombeck-Jaschinski, 2005, 360). Im Lauf der Verhandlungen verkleinerte sich die zu tilgende Gesamtsumme von 29,3 Milliarden DM auf 14,5 Milliarden DM (Abelshauser, 2004, 231).

### **Kanonenbootpolitik zur Schuldeneintreibung**

Staatliche Verschuldungskrisen und Staatsbankrotte sind also – wie oben gezeigt – keine neuen Erscheinungen. Allerdings gilt auch, dass „das allgemeine Völkerrecht ... zur Frage nach der Insolvenzfähigkeit von Staaten“ schweigt (Ohler, 2005, 592). Dies wird zwar beklagt. Der IWF hat bislang jedoch ohne Erfolg versucht, „Insolvenzverfahren durch völkerrechtlichen Vertrag ins Leben zu rufen, die in erster Linie auf die Restrukturierung untragbarer Schuldenstände

zielen“ (Ohler, 2005, 592). Von Bedeutung ist in diesem Zusammenhang auch, dass es aufgrund des völkergewohnheitsrechtlichen Instituts der Staatenimmunität<sup>4</sup> schwierig sein dürfte, Zwangsvollstreckungsmaßnahmen gegen souveräne Staaten durchzusetzen (Ohler, 2005, 595), die sich explizit für zahlungsunfähig erklärt haben oder die Bedienung ihrer Staatsschuld einfach einstellen. Das Institut der Staatenimmunität hat seit den 1950er Jahren an Bedeutung verloren. Die US-Regierung ging zu einer restriktiveren Auslegung über, indem ausländischen Staaten Immunität für kommerzielle Aktivitäten verweigert wurde, die in den USA ausgeführt wurden. Diese neue Linie wurde unterstützt durch Gerichte, die entschieden, dass die Ausgabe von Staatsanleihen den kommerziellen Aktivitäten zuzurechnen sei (Panizza et al., 2009, 653). Freilich stehen selbst Gläubiger, die vor Gericht erfolgreich waren, immer noch vor großen Schwierigkeiten, ihre gerichtlich bestätigten Ansprüche auch durchsetzen zu können (Panizza et al., 2009, 653).

Als Reaktion auf den staatlichen Zahlungsverzug haben Gläubigerstaaten auch zu Gewaltmaßnahmen gegriffen. Berühmt-berüchtigt wurde der Fall Venezuelas in den Jahren 1902 bis 1903 (Ermrich, 2007, 32 f.). Um das Land zur Wiederaufnahme seiner Schuldendienstzahlungen zu bewegen und um es zu zwingen, für bürgerkriegsbedingte Schäden an deutschem, englischem und italienischem Eigentum aufzukommen, kam es zu einer militärischen Intervention dieser Länder gegen Venezuela: Venezolanische Häfen wurden beschossen und der Zugang durch eine Seeblockade gesperrt. Die Blockade wurde im Februar 1903 nach Zugeständnissen der venezolanischen Regierung aufgehoben. Dieses Ereignis führte später zur sogenannten Drago-Porter-Konvention von 1907. Der argentinische Außenminister Luis Maria Drago entwickelte die nach ihm benannte Doktrin, die sich gegen eine bewaffnete Intervention europäischer Staaten auf amerikanischem Gebiet zur Eintreibung von Staatsschulden wandte. Diese Doktrin wurde im Jahr 1907, unterstützt durch den US-amerikanischen Delegierten bei der zweiten Haager Friedenskonferenz, Horace Porter, in das „II. Haager Abkommen betreffend die Beschränkung der Anwendung von Gewalt bei der Eintreibung von Vertragsschulden“ aufgenommen (Wikipedia, 2010). Damit wurde sie Teil des Völkerrechts. Dies hinderte die USA freilich nicht daran, für

---

<sup>4</sup> „Der klassische Kerngehalt der völkerrechtlichen Staatenimmunität besteht darin, dass ein Staat der Gerichtsbarkeit fremder Staaten entzogen ist. Die völkerrechtliche Staatenimmunität gehört zu den Kernregelungen des Völkerrechts, wie es sich seit dem Ende des 30-jährigen Krieges 1648 weltweit herausgebildet hat. Sie ist Ausfluss der in jener Zeit erstmals völkerrechtlich akzeptierten souveränen Gleichheit der Staaten, welche heute in Artikel 2 Nr. 1 VN-Charta verankert ist. Weil alle Staaten gleich sind, soll kein Staat über einen anderen zu Gericht sitzen dürfen. Der Inhalt der Staatenimmunität wird daher meist mit dem lateinischen Rechtsgrundsatz ‚Par in parem non habet imperium‘ (Gleiches hat über Gleiches keine Herrschaft) zum Ausdruck gebracht“ (Königter, 2009, 1).

sich selbst das Recht zu reklamieren, in mittelamerikanischen Ländern zu intervenieren, wenn diese ihre Schulden nicht zurückzahlen würden (Mitchener/Weidenmier, 2009, 8). Diese Drohung bewirkte, dass sich viele Staaten der Karibik und Mittelamerikas in den folgenden Jahren in den Schuldenverhandlungen mit ihren Gläubigerländern einigten (Mitchener/Weidenmier, 2009, 8).<sup>5</sup> Auch Ägypten und die Türkei wurden im 19. Jahrhundert infolge von Schuldenkrisen Opfer militärischer Interventionen, und zwar Frankreichs und des Vereinigten Königreichs (Bulow/Rogoff, 1989, 157).

Eine weniger extreme Form von internationalen Sanktionen gegen säumige Schuldnerländer war der sogenannte fiskalische Hausarrest, bei dem ausländische Administrationen die Fiskalaufsicht in einem Land übernahmen. Beispiele dafür sind unter anderem Griechenland und die Türkei im 19. Jahrhundert. 1893 geriet Griechenland in Zahlungsverzug gegenüber ausländischen Anleihegläubigern. 1898 willigte das Land schließlich ein, seine öffentlichen Finanzen unter die Aufsicht einer internationalen Kommission zu stellen, welche die Erhebung von Steuern und den Schuldendienst kontrollierte (Mitchener/Weidenmier, 2009, 6 f.). Die Türkei einigte sich Anfang der 1880er Jahre mit ihren ausländischen Gläubigern auf eine ausländische Kontrolle ihrer Finanzen (Mitchener/Weidenmier, 2009, 7). Da gewaltsame Auseinandersetzungen zum Eintreiben von Schulden heute nicht mehr State of the Art sind,<sup>6</sup> wurden andere Lösungsmöglichkeiten entwickelt.

### **Pariser Club und Londoner Club**

Im Jahr 1956 kam es auf Bitten Argentiniens in Paris zu einem multilateralen Treffen, auf dem das Land mit seinen Gläubigerländern über die öffentlichen Schulden verhandelte. Später folgten andere verschuldete Staaten diesem Beispiel, sodass sich der sogenannte Pariser Club etablierte (Pariser Club, 2009; Deutsche Bundesbank, 2003, 227 ff.; Ermrich, 2007, 174 ff.). Der Pariser Club ist ein informelles Forum, bei dem staatliche Gläubiger mit staatlichen Schuldnern Umschuldungsverhandlungen führen; die Forderungen internationaler Finanzinstitutionen sind dagegen von diesen Verhandlungen ausgeschlossen. Allerdings ist der IWF neben anderen internationalen Wirtschafts- und Finanzinstitutionen an dem Verfahren beteiligt. Verhandlungen werden nur geführt, wenn der IWF ein

---

<sup>5</sup> Es handelte sich hierbei um die Roosevelt-Corollary genannte Ergänzung der US-amerikanischen Monroe-Doktrin aus dem Jahr 1904. Damit sollten europäische Regierungen von einer militärischen Intervention auf dem amerikanischen Kontinent abgehalten werden.

<sup>6</sup> Zwar nicht kriegsrisch, aber ebenfalls sehr umstritten ist das Vorgehen britischer Behörden im Fall Islands im Jahr 2008, als die Briten ihre nach dem 11. September 2001 geschaffene Anti-Terrorgesetzgebung bemühten, um Guthaben isländischer Banken im Vereinigten Königreich einzufrieren (Buiter/Sibert, 2008, 1).

entsprechendes Votum abgibt und sich das Schuldnerland auf Anpassungsmaßnahmen einlässt. Überdies liefert der IWF wichtige Informationen über den wirtschaftlichen Zustand des betroffenen Landes. Er überwacht zudem die vereinbarten wirtschaftlichen Anpassungsmaßnahmen.

Ein wichtiges Prinzip ist die Gleichbehandlung aller Gläubiger. Die Schuldnerstaaten haben den Vorteil, dass sie nicht mit jedem Gläubigerland einzeln verhandeln müssen. Umgeschuldet werden können Entwicklungshilfekredite sowie staatlich verbürgte Handels- und Finanzkredite. Das Ziel ist, dass der betreffende Staat seine Kreditwürdigkeit wiedererlangt und so seine Wachstums- und Entwicklungsvoraussetzungen verbessern kann. Als Ergebnis der Verhandlungen wird ein multilaterales Umschuldungsprotokoll erstellt, das die Grundlage für bilaterale, völkerrechtlich bindende Umschuldungsabkommen bildet. Ausweislich der Internetseite des Pariser Clubs wurden bislang mit 86 Ländern 410 Abkommen ausgehandelt, die verhandelte Schuldensumme beträgt 539 Milliarden US-Dollar (Pariser Club, 2010).

Eine Institutionalisierung des Pariser Clubs wird von den Gläubigerstaaten aus juristischen Gründen abgelehnt (Ermrich, 2007, 181 f.). Damit soll verhindert werden, dass durch die Verhandlungen Völkergewohnheitsrecht entsteht und Präzedenzfälle geschaffen werden, die spätere Fälle präjudizieren.

Neben dem Pariser Club ist auch der Londoner Club zu erwähnen, in dessen Rahmen international tätige Banken Umschuldungsverhandlungen mit staatlichen Schuldnern führen (Deutsche Bundesbank, 2003, 229 f.). Anders als beim Pariser Club existieren kein permanentes Sekretariat und auch kein fester Tagungsort. Die meisten Umschuldungsverhandlungen fanden in der Anfangszeit in London statt, weil dort die maßgeblichen Banken Niederlassungen haben. Der Londoner Club geht auf die Umschuldung Zaires im Jahr 1976 zurück. Eine wichtige Rolle spielte er nach 1982 im Zusammenhang mit der Schuldenkrise der Entwicklungsländer. Anpassungsprogramme eines Schuldnerlandes wurden vom IWF in der Regel erst dann gebilligt und finanziell unterstützt, wenn auch die Umschuldung mit den privaten Gläubigerbanken geklärt war. Im Vergleich zum Pariser Club haben die international tätigen Banken im Londoner Club in höherem Maße auf die Rückzahlung von Krediten verzichtet. Im Jahr 1983 gründeten Banken das Institute of International Finance in Washington, das spezifische Informationen über die Schuldnerländer sammeln soll (Sturzenegger/Zettelmeyer, 2007, 13).

Bereits im 19. Jahrhundert hat es eine in London angesiedelte Vereinigung von Kreditgebern gegeben, die British Corporation of Foreign Bondholders (CFB). In ihr waren sowohl Banken als auch Anleihezeichner vertreten (Sturzenegger/Zettelmeyer, 2007, 11 f.). Aufgaben dieser Vereinigung waren die Bereitstellung

von Informationen über die Schuldnerländer und die Koordinierung der Kreditgeber sowie das Aushandeln von Vereinbarungen zwischen beiden Seiten. Die Vereinigung konnte den Zugang der Schuldnerstaaten zum Londoner Finanzzentrum kontrollieren: Die Londoner Börse weigerte sich, neue Anleihen zu listen, wenn ein Schuldner in Verzug geraten war, und die CFB bestimmte, wer als in Verzug betrachtet wurde. Gegründet im Jahr 1868, war die CFB bis in die 1950er Jahre aktiv.

### **Insolvenzrecht für Staaten**

Obwohl die Arbeit sowohl des Pariser als auch des Londoner Clubs im Allgemeinen als erfolgreich bezeichnet wird, können die beiden Clubs kein Ersatz für ein völkerrechtliches Insolvenzverfahren für Staaten sein. So wird bemängelt, dass ihnen trotz ihrer Erfolge bei Umschuldungen die Transparenz und die Berechenbarkeit eines juristischen Konzepts fehlen (Paulus, 2009, 12). Hinzu kommt, dass sich die Art der Auslandsverschuldung von Staaten geändert hat. Die Länder leihen sich relativ gesehen weniger Geld bei Banken, unter denen sich eine Absprache im Krisenfall aufgrund der begrenzten Anzahl als möglich erwiesen hat. Stattdessen wird mehr und mehr Geld durch die Ausgabe von Anleihen an private Gläubiger aufgenommen (Paulus, 2009, 12). Für Umschuldungsmaßnahmen, die eine große Zahl privater Anleihegläubiger betreffen, sind der Pariser und der Londoner Club nicht geschaffen worden. Die meisten Schuldenkrisen und Umstrukturierungen von 1998 bis 2005 betrafen Staatsanleihen, die von einer heterogenen Gruppe von Kreditgebern gehalten wurden (Sturzenegger/Zettelmeyer, 2007, 14).

Bei einer heterogenen Gläubigerstruktur von Staatsanleihen, die von privaten Kleinanlegern bis hin zu institutionellen Anlegern wie Pensionsfonds erworben werden, treten erhebliche Koordinierungs- und Kollektivgutprobleme auf. Drei Probleme werden hier besonders virulent (Berensmann/Herzberg, 2007, 1 ff.). Roubini (2002, 322) spricht von Marktversagen oder Problemen kollektiven Handelns: Wenn befürchtet wird, dass ein Land seine Verbindlichkeiten nicht mehr bedienen kann, ist es erstens für den einzelnen Gläubiger rational, seine Forderungen schnellstens zu verkaufen (Rush to the Exit), da der erste Verkäufer einen besseren Preis erzielen wird als die späteren Verkäufer. Was aus einzelwirtschaftlicher Sicht rational erscheint, kann jedoch die Krise beschleunigen und verschärfen.

Zweitens kann es für einzelne Gläubiger rational sein, sich nicht an einer Umschuldung zu beteiligen und stattdessen darauf zu setzen, im Anschluss an die Umschuldung die gesamte Forderung geltend zu machen. Bei einer Beteiligung



an der Umschuldung ist dagegen in der Regel mit einer Wertminderung der Forderung zu rechnen. Durch dieses ebenfalls einzelwirtschaftlich rationale Verhalten wird aber die Umschuldung blockiert (Trittbrettfahrerverhalten oder Hold-out-Problem). Und drittens besteht die Gefahr, dass Gläubiger vor Gericht ziehen, um dort ihre Forderungen durchzusetzen (Rush to the Courthouse), was die Verhandlungen ebenfalls verlängern und erschweren würde.

Während bis in die 1980er Jahre die Banken als Hauptgläubiger kein Interesse daran hatten, einen Staat offiziell für bankrott zu erklären, weil sie dann gezwungen gewesen wären, die entsprechenden Anleihen abzuschreiben, änderte sich die Situation durch die zunehmende Finanzierung über Anleihen. Auf den dadurch entstandenen Anleihemärkten engagierten sich auch Fonds, die gezielt Papiere von Staaten mit Zahlungsschwierigkeiten aufkauften (Panizza et al., 2009, 655 f.). Im Zusammenhang mit auf diese Weise erworbenen Staatsschuldpapieren kam es zu mehreren Prozessen gegen säumige Staaten. Als Ergebnis lässt sich eine Reihe von Fällen festhalten, bei denen die klagenden Gläubiger bessere Rückzahlungsbedingungen durchsetzen konnten als die übrigen Gläubiger. Das hatte seinen Grund vor allem darin, dass die Schuldner durch den zunehmenden Druck nachgiebiger wurden. Manche Hold-out-Aktionen waren also durchaus erfolgreich, auch wenn eine vollständige Schuldenrückzahlung die Ausnahme blieb (Panizza et al., 2009, 659).

Grundsätzlich bieten sich zur Vermeidung der genannten Probleme zwei Lösungsmöglichkeiten an: ein vertraglicher oder ein statutarischer Ansatz. Zum sogenannten Contractual Approach zählen die Collective Action Clauses (CAC), zum sogenannten Statutory Approach wird der Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM) des IWF gerechnet. Der Vollständigkeit halber sei noch auf die Möglichkeit eines hier nicht näher behandelten Verhaltenskodex (Code of Conduct) verwiesen (Roubini/Setser, 2004, 4 f.).

Collective Action Clauses sind Umschuldungsklauseln, die bereits bei der Ausgabe von Staatsanleihen in die Anleihebedingungen aufgenommen werden und die festlegen, dass die Rückzahlungsmodalitäten durch einen Mehrheitsbeschluss der Anleiheinhaber geändert werden können (Ermrich, 2007, 371). Hierbei werden also ex ante Vorkehrungen für den Fall von Zahlungsschwierigkeiten des Schuldnerlandes getroffen. Anleihegläubiger verzichten dabei unter bestimmten Bedingungen darauf, ihre Ansprüche alleine durchzusetzen und gehen die Verpflichtung ein, sich einer Mehrheitsentscheidung zu unterwerfen (Fischer, 2003, 161; Paulus, 2009, 14). Auf diese Weise soll verhindert werden, dass einzelne Gläubiger sich einer Umschuldung widersetzen und die Verhandlungen blockieren, weil sie sich dadurch eine höhere Rückzahlung versprechen (Hold-

out-Problem). Als Nachteil der Umschuldungsklauseln wird gesehen, dass sie die vorhandenen Erwartungen der Gläubiger in Bezug auf die Zahlungsfähigkeit oder Zahlungsunfähigkeit eines Staates verstärken und sich die Konditionen für Schuldner mit geringer Bonität verschlechtern (Fischer, 2003, 161). Außerdem erfassen Umschuldungsklauseln nicht die bereits bestehenden Anleiheverträge (Ermrich, 2007, 373).<sup>7</sup> Dies könnte die Ungleichbehandlung der Anleihegläubiger fördern. Überdies, so eine weitere Kritik, würden weder Bankkredite von den Klauseln erfasst noch neue Finanzierungsinstrumente, die durch finanzielle Innovationen entstehen können (Roubini, 2002, 325).

Ein umfassenderer, stärker verfahrensrechtlicher Ansatz, um die Gläubiger zu koordinieren, ist der im Jahr 2001 von der damaligen stellvertretenden Generaldirektorin des IWF, Anne O. Krueger, vorgeschlagene Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM). Damit sollte ein rechtlicher Rahmen geschaffen werden, in dem Verhandlungen zwischen den Beteiligten geführt „und Ergebnisse in einem fairen und transparenten Verfahren erzielt werden können“ (Paulus, 2009, 13). Voraussetzung dafür wäre aber eine Änderung der Statuten des IWF, was eine hohe Hürde darstellt. Zu den Kernelementen (Ermrich, 2007, 374; Paulus, 2009, 13) des SDRM gehört, dass eine qualifizierte Gläubigermehrheit eine Minderheit bei den Sanierungsvereinbarungen binden darf. Außerdem sollte eine gerichtsähnliche Institution, das Dispute Resolution Forum (DRF), zur Beilegung von Streitigkeiten geschaffen werden. Ferner soll geregelt werden, dass einzelne Gläubiger den Verhandlungsprozess nicht mehr durch Vollstreckungen stören können. Der SDRM orientiert sich an Kapitel 11 des US-amerikanischen Insolvenzrechts (Übersicht 2).<sup>8</sup> Nach einer kontroversen Debatte auf der Jahrestagung des IWF im April 2003 wurde der Vorschlag aber nicht weiter verfolgt.

Es gibt verschiedene Gründe dafür, dass die Initiative des IWF (bislang) nicht umgesetzt wurde.<sup>9</sup> Ein internationales Insolvenzverfahren wird von vielen Akteuren auf den internationalen Finanzmärkten abgelehnt (Berensmann/Herzberg, 2007, 1; Berensmann, 2003, 4). Die Entwicklungs- und Schwellenländer befürchten, dass sie nach der Eröffnung eines solchen Verfahrens keinen Zugang mehr

---

<sup>7</sup> Eine wichtige Frage in diesem Zusammenhang ist, nach welchem Recht die Anleihen ausgegeben werden. Insbesondere Anleihen nach US-amerikanischem Recht kennen diese Klauseln nicht (Eichengreen, 2003, 84 f.).

<sup>8</sup> Forderungen nach einem Verfahren zum Schutz zahlungsunfähiger Staaten in Anlehnung an das US-amerikanische Konkursrecht gab es bereits Anfang der 1980er Jahre. Forderungen nach einer institutionalisierten Regelung gehen sogar noch weiter zurück (Kerber, 2005, 13). Einen Überblick über verschiedene ältere Vorschläge für ein geregeltes Insolvenzverfahren für Staaten, beginnend mit einem Aufsatz von Göran Ohlin aus dem Jahr 1976, geben Rogoff/Zettelmeyer (2002a; 2002b).

<sup>9</sup> Kritisch zum IWF-Vorschlag äußert sich auch Kerber (2005, 15 ff.).

In der Insolvenzordnung wird geregelt, wie „zu verfahren ist, wenn ein Schuldner nicht in der Lage ist, vertragliche oder anders begründete Verpflichtungen gegenüber seinen Gläubigern zu erfüllen“ (Hax, 1989, 22 f.).

Im Grunde gibt es zwei mögliche Ziele eines Insolvenzverfahrens: erstens die zumindest teilweise Weiterführung des Unternehmens durch Reorganisation, Umschuldung oder durch Verkauf an einen neuen Eigentümer und zweitens die Liquidation (Fritz-Aßmus/Tuchtfeldt, 2002, 263). In Deutschland geht die Insolvenzordnung von der Gleichwertigkeit von Liquidation und Sanierung aus (Trips-Hebert, 2009, 12). Das US-amerikanische Insolvenzrecht gilt dagegen als deutlich schuldnerfreundlicher als das deutsche Recht. Dies sei eine seit langem geübte Tradition, aufgrund einer vorwärtsgewandten und auf die freie wirtschaftliche Betätigung ausgerichteten Geisteshaltung (Trips-Hebert, 2009, 16).

Im US-amerikanischen Bankruptcy Code gibt es spezielle Regelungen für einzelne Verfahren. So ist in Kapitel 7 das allgemeine Liquidationsverfahren geregelt und in Kapitel 9 das Insolvenzverfahren für Gebietskörperschaften des öffentlichen Rechts. Kapitel 11 ist der Reorganisation von Unternehmen gewidmet, Kapitel 12 dem Verfahren für Familienfarmen und Kapitel 13 dem Insolvenzverfahren natürlicher Personen mit regelmäßigem Einkommen. Lediglich Kapitel 7 enthält Vorschriften über die Abwicklung eines Konkurses. Die anderen vier Verfahren zielen dagegen auf die Vermeidung einer Liquidation (Schwabe, 2007, 130). Allerdings werden ungefähr 70 Prozent der Verfahren von Unternehmensinsolvenzen nach Artikel 7 – dem Liquidationsverfahren – durchgeführt (Schwabe, 2007, 131). Dieser Wert lässt sich auch für das Jahr 2008 belegen (US Courts, 2010): Von 43.546 Unternehmensinsolvenzfällen entfielen 30.035 auf das Liquidationsverfahren, das waren rund 69 Prozent.

Anders als bei privaten Insolvenzverfahren kann es bei staatlichen Insolvenzverfahren natürlich nicht um einen Marktaustritt gehen.<sup>10</sup> Das Ziel muss vielmehr die Wiedererlangung der Zahlungsfähigkeit sein – und damit die erneute Möglichkeit für das betroffene Land, finanzielle Mittel am internationalen Kapitalmarkt aufzunehmen.

Eigene Zusammenstellung

zu den internationalen Finanzmärkten haben. Gläubiger, insbesondere die Banken, sorgen sich vor einem Moral Hazard der Schuldner. Ihre Befürchtung: Wenn es für die Schuldner einfacher werde, ein solches Verfahren einzuleiten, könnten diese versucht sein, das zulasten der Gläubiger auszunutzen. Ein missbräuchliches Verhalten wird also nicht ausgeschlossen (Deutsche Bundesbank, 2003, 234; Ermrich, 2007, 374 f.).<sup>11</sup>

Überdies fürchten die privaten Gläubiger, dass es bereits bei ersten Anzeichen für ein staatliches Insolvenzverfahren zu einer Finanzkrise in dem betroffenen Land kommen könnte. Von akademischer Seite wird darauf verwiesen, dass die

<sup>10</sup> „Vom Staat wird erwartet, dass er bestimmte Kernfunktionen unbedingt gewährleistet. Die Möglichkeit, einen Staat zu zerschlagen, um seine Gläubiger zu befriedigen, kommt damit von vornherein nicht in Betracht“ (Fischer, 2003, 158).

<sup>11</sup> Vgl. dazu auch Abschnitt 2.2, in dem die Staatsverschuldung als Entscheidungsproblem betrachtet wird.

Schaffung einer neuen gerichtlichen Instanz, die mit umfangreichen Kompetenzen ausgestattet ist, die nationalen Rechtsvorschriften außer Kraft setzen und die Rechte der Kreditgeber maßgeblich schwächen kann. Das würde es vielen Entwicklungs- und Schwellenländern erschweren, die für ihre wirtschaftliche Entwicklung notwendigen Finanzmittel zu erhalten (Eichengreen, 2003, 82).

Kritisch wurde gegen den IWF-Vorschlag zudem eingewendet, dass der IWF selbst Gläubiger ist und es daher zu Interessenkonflikten kommen könnte. Außerdem würde mit dem SDRM vermutlich die bisherige Politik des IWF infrage gestellt, überschuldeten Ländern mit hohen Kreditlinien zu helfen. Es wurde die Gefahr gesehen, dass der IWF seine eigenen finanziellen Beiträge zur Bewältigung einer Krise erheblich reduzieren könnte (Ermrich, 2007, 370).

Das Problem, dass der IWF im Fall eines von ihm zu verantwortenden Insolvenzverfahrens für Staaten sowohl Schiedsrichter als auch Mitspieler wäre, könnte umgangen werden, wenn das Verfahren bei einer anderen internationalen und anerkannten Institution angesiedelt würde. Als einen ersten Schritt auf dem Weg hin zu einem Insolvenzverfahren für Staaten ist daher vorgeschlagen worden, eine gerichtsähnliche Institution zu schaffen, die gewissermaßen den Samenkern eines späteren Insolvenzgerichts bilden könnte (Paulus, 2009, 15). Dieses Sovereign Debt Arbitration Tribunal (SDAT) sollte nach diesem Vorschlag bei den Vereinten Nationen errichtet werden.

### 3

## Möglichkeit eines Staatsbankrotts in der EU

In der EU bestehen besondere vertragliche Regelungen zwischen den Mitgliedstaaten, sodass eine rein ökonomische Bewertung der Wahrscheinlichkeit eines Staatsbankrotts nicht ausreicht. Daher werden – nach der Erörterung des wirtschaftlichen Gefährdungspotenzials der Länder innerhalb und außerhalb der EWU in Abschnitt 3.1 und der Analyse möglicher Rückwirkungen potenzieller Staatsbankrotte von EU-Ländern in Abschnitt 3.2 – in Abschnitt 3.3 auch die EU-rechtlichen Regelungen für eine mögliche zwischenstaatliche Auffanglösung dargestellt. Im Anschluss daran zeigt Abschnitt 3.4 Extremszenarien auf, bei denen auch die Zahlungsfähigkeit der bonitätsstarken europäischen Staaten bedroht werden könnte.

## 3.1 Gefährdungspotenzial

Eine Vielzahl von Indikatoren kann Aufschluss über die Wahrscheinlichkeit eines Staatsbankrotts geben. Dazu gehören vor allem der öffentliche Schuldenstand, das staatliche Budgetdefizit, zukünftige Zinslasten, das Ausmaß von Banken- und Immobilienmarktproblemen, die Höhe des Leistungsbilanzdefizits und der Auslandsverschuldung sowie Länderratings und Risikoaufschläge auf die Zinsen von (zehnjährigen) Staatsanleihen.<sup>12</sup>

Aufgrund der in Abschnitt 2.1 genannten Besonderheit der EWU-Staaten mit Blick auf einen möglichen Staatsbankrott ist es nötig, die europäischen Länder inner- und außerhalb der EWU getrennt zu betrachten (siehe Abschnitte 3.1.1 und 3.1.2). Dabei wird ein Schwerpunkt auf die EWU-Länder gelegt. Traditionell gelten Staatsbankrotte hier als deutlich unwahrscheinlicher als etwa in einigen mittel- und osteuropäischen EU-Staaten, wo bereits Hilfspakete von IWF, EU und anderen Kapitalgebern nötig waren. Das Hauptziel der Studie liegt aber gerade darin zu analysieren, ob und unter welchen Umständen auch die bislang als weitgehend sicher geltenden EWU-Staaten in eine solche Lage kommen könnten.

### 3.1.1 EWU-Länder

Eine Reihe von EWU-Staaten wurde im Zuge der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise aus Sicht der Anleger deutlich kritischer bewertet.<sup>13</sup> Vor dem Hintergrund der Anfälligkeitsindikatoren für einen möglichen Staatsbankrott ist das weitgehend nachvollziehbar.

Die vielfältigen Belastungen der Staatshaushalte aufgrund der Finanz- und Wirtschaftskrise hinterlassen tiefe Spuren. Wie Abbildung 1 deutlich macht, sind einige Länder davon besonders betroffen. Beim öffentlichen Schuldenstand im Jahr 2007 fallen unter den EWU-Ländern vor allem Italien mit knapp 104 Prozent des (nominalen) BIP, Griechenland mit fast 96 Prozent und Belgien mit gut 84 Prozent des BIP ins Auge.<sup>14</sup> Zu den EWU-Ländern, deren Staatsverschuldung

---

<sup>12</sup> Soweit die Datenverfügbarkeit es erlaubt, werden als Benchmark auch Japan und Island in den internationalen Vergleich mit einbezogen. Bei Island fällt bei der folgenden Bestandsaufnahme vor allem die hohe (vorwiegend private) Auslandsverschuldung ins Auge und deren extrem starker Anstieg. Gleiches gilt für das Ausmaß der privaten Verschuldung beim Finanzsektor. Weil sich vor allem der Bankensektor sehr stark im Ausland verschuldet hatte und der Staat mit der Rettung des Finanzsystems überfordert war, drohte ein Staatsbankrott, der nur durch das Einschreiten des IWF im Herbst 2008 verhindert werden konnte. Die weiterhin problematische Lage Islands spiegelt sich auch in seinem – nach mehreren Herabstufungen – schlechten Rating wider. Auf Japan geht die Fußnote 14 ein. Ähnliche Studien zur Anfälligkeit europäischer Staaten für Staatsbankrotte finden sich bei DekaBank (2009a; 2009b), Edgeworth (2009) und Sal. Oppenheim (2009).

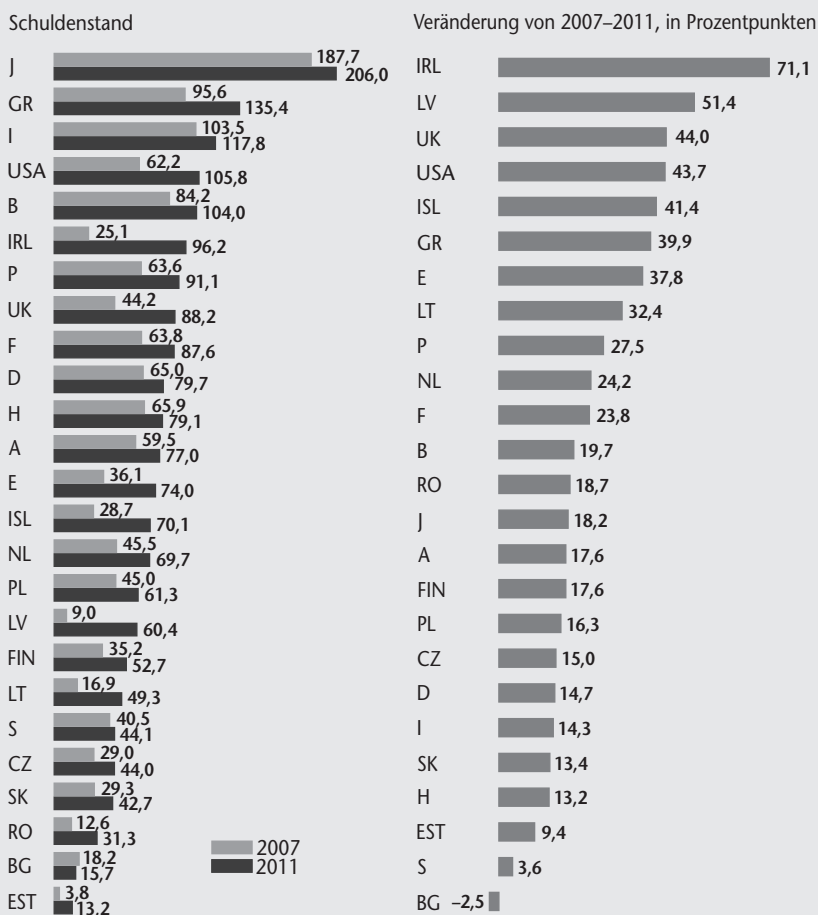
<sup>13</sup> Nicht näher betrachtet werden hier die neuen und sehr kleinen EWU-Mitglieder Malta, Zypern und Slowenien. Die Slowakei als relativ großes Land wird in den Abbildungen berücksichtigt. Da das Land aber bei der Diskussion um Staatsbankrotte weitgehend außen vor ist, wird es in der verbalen Erläuterung nicht näher berücksichtigt.

<sup>14</sup> Vereinzelt wird argumentiert, dass diese Quoten weitgehend problemlos tragbar seien und es wird ein Vergleich mit Japan gezogen, wo die Staatsverschuldung schon lange Zeit deutlich höhere Werte einnimmt. Bis zum Jahr 2011

# Staatsverschuldung im internationalen Vergleich

Abbildung 1

in Prozent des BIP



2011: Prognose der EU-Kommission; Rundungsdifferenzen.

Quellen: EU-Kommission, 2009c; eigene Berechnungen

wird sie auf über 200 Prozent des BIP steigen, ohne dass die Gefahr eines Staatsbankrotts ernsthaft diskutiert würde. Doch hier besteht ein wichtiger Unterschied: Japan besitzt umfangreiche Währungsreserven und ist zudem nur wenig auf ausländische Ersparnisse angewiesen, weil die heimische Ersparnis hoch ist und die Zinsen schon lange Zeit sehr niedrig sind. Es bleibt freilich abzuwarten, ob die Alterung der japanischen Gesellschaft und das damit einhergehende tendenzielle Entsparen der älteren Generation dazu führen werden, dass Japan sich in Zukunft stärker über den internationalen Finanzmarkt finanzieren muss.

aufgrund einer besonders tiefen Banken- und Wirtschaftskrise zwischen den Jahren 2007 und 2011 sehr stark steigen wird, zählt allen voran Irland (Anstieg um voraussichtlich rund 71 Prozentpunkte), gefolgt von Griechenland (rund 40 Prozentpunkte) und Spanien (rund 38 Prozentpunkte). Doch auch die Schuldenstandsquoten in Portugal, den Niederlanden, Frankreich und Belgien nehmen deutlich zu, und zwar um rund 20 bis 28 Prozentpunkte. Im Durchschnitt der EWU-Länder erhöht sich die Staatsverschuldung damit von rund 66 Prozent auf über 88 Prozent des BIP.

Abbildung 2 stellt die Indikatoren Staatsverschuldung, öffentlicher Budgetsaldo und Leistungsbilanzsaldo für ausgewählte Länder dar. Je weiter links oben dabei die Länderpunkte liegen und je größer die Quadrate sind, desto höher ist die makroökonomische Anfälligkeit. Unter den EWU-Ländern fallen hier vor allem Irland und Griechenland ins Auge, doch auch Spanien, Portugal und Frankreich sind deutlich schlechter platziert als die übrigen EWU-Länder.

Beim staatlichen Budgetdefizit werden im Jahr 2011 (gemäß der Prognose der EU-Kommission von Oktober 2009) vormals kaum vorstellbare Größenordnungen erreicht. Hier stechen ebenfalls unter den EWU-Ländern vor allem Irland mit einem öffentlichen Budgetsaldo von knapp –15 Prozent des BIP und Griechenland mit fast –13 Prozent des BIP hervor. Mit etwas Abstand folgen Spanien und Portugal mit jeweils rund –9 Prozent des BIP. Bemerkenswert dabei ist, dass Irland und Spanien vor der Krise noch erhebliche Budgetüberschüsse erzielten. Weitere EWU-Länder mit hohen negativen Budgetsalden im Jahr 2011 sind Frankreich mit fast –8 Prozent des BIP sowie Belgien und die Niederlande mit je knapp –6 Prozent des BIP. Deutschland wird nach der Prognose der EU-Kommission einen Budgetsaldo von knapp –5 Prozent des BIP erreichen, während für die Eurozone durchschnittlich –6,5 Prozent prognostiziert werden.<sup>15</sup>

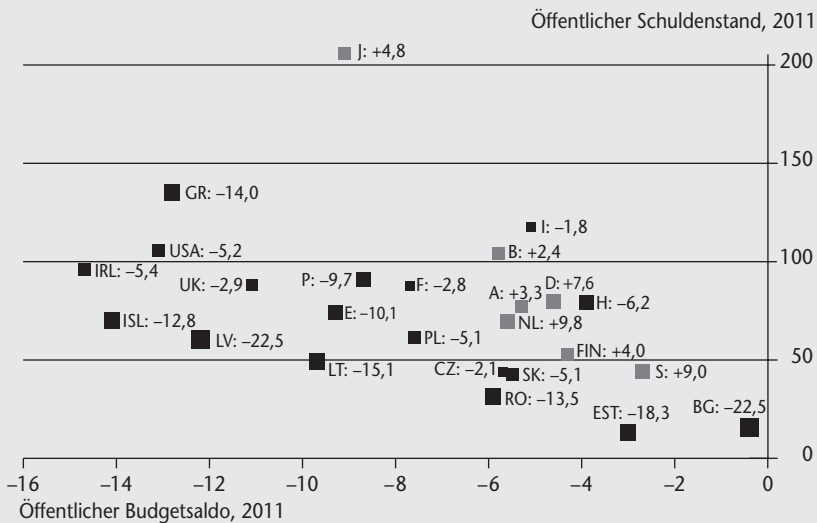
Viele der genannten Länder haben in den vergangenen Jahren zudem hohe Leistungsbilanzdefizite verzeichnet. Diese waren nicht zuletzt aufgrund teils weit überdurchschnittlicher Steigerungen der Lohnstückkosten und Exportpreise entstanden. In der Folge kam es in den südeuropäischen Staaten (weniger in Irland) zu realen Aufwertungen und somit zu einer starken Verschlechterung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit (Matthes, 2008). Daraufhin wuchsen die Importe deutlich stärker als die Exporte. Damit wurden die Handels- und Leistungsbilanzdefizite immer größer und erreichten enorme Ausmaße. So lagen die Leistungsbilanzdefizite in Griechenland, Spanien und Portugal in den letzten Jahren bei rund 10 Prozent des BIP und mehr – in Italien dagegen nur bei rund 2 Prozent des BIP.

<sup>15</sup> Die Anfälligkeit von Österreich und von Schweden durch das starke Engagement ihrer Banken in Mittel- und Osteuropa wird in Abschnitt 3.2 erörtert.

# Makroökonomische Verwundbarkeit im internationalen Vergleich

Abbildung 2

Öffentlicher Budgetsaldo, öffentlicher Schuldenstand und Leistungsbilanzsaldo,  
in Prozent des BIP



2011: Prognose der EU-Kommission; Größe der Quadrate: Leistungsbilanzsaldo im Jahr 2007, in Prozent des BIP.  
Quellen: EU-Kommission, 2009c; OECD, 2009

Die hohen Leistungsbilanzdefizite in den meisten südeuropäischen EWU-Staaten haben wichtige Implikationen für die Wahrscheinlichkeit eines Staatsbankrotts.

- Sie sind ein Zeichen für eine besonders problematische Wirtschaftslage. Hohe Leistungsbilanzdefizite sind nämlich das Ergebnis eines starken Booms der Binnen- und vor allem der Immobiliennachfrage, der mitverursacht wurde durch die Realzinssenkungen schon im Vorfeld der EWU und durch einen EWU-bedingten Realzinseffekt (Matthes, 2009). Das trifft vor allem in Spanien und Griechenland (und in Irland) zu und war auch, allerdings nur vorübergehend, in Italien und Portugal der Fall. Dieser Boom hatte sich schon mehr oder weniger dem Ende entgegengeneigt. Der sich anbahnende Abschwung wurde nun durch die Finanz- und Wirtschaftskrise verstärkt. Die betroffenen Länder werden folglich doppelt belastet, was die Rezessionen verschärft und somit die Staatsfinanzen stark belastet. Besonders betroffen sind also Länder, deren Immobilienmärkte sich stark überhitzt hatten, zum Beispiel Spanien und Irland.



- Wegen der schlechten Wettbewerbsfähigkeit in Südeuropa und weil eine Währungsabwertung nicht möglich ist, wird es diesen Ländern kurzfristig voraussichtlich kaum gelingen, sich über die Außenwirtschaft aus der Krise zu befreien. Dies wird die Rezessionen verlängern und ebenfalls die öffentliche Verschuldungslage verschärfen. Die Wettbewerbsfähigkeit der betroffenen Länder verschlechtert sich zudem dadurch, dass die Währungen einiger Handelspartner im EWU-Umfeld teilweise recht deutlich abgewertet haben. Das betrifft vor allem Irland, das stark mit dem Vereinigten Königreich handelt, und Griechenland, das wirtschaftlich intensiver als andere mit den mittel- und osteuropäischen Staaten (MOE-Staaten) verflochten ist, von denen einige ihrerseits auch merkliche Abwertungen hinnehmen mussten.
- Es kann zu Leistungsbilanzkrisen kommen, wenn das Ausland die Leistungsbilanzdefizite nicht länger finanziert, weil Zweifel an der Rückzahlung der angehäuften privaten und öffentlichen Schulden aufkommen. Wie in Abschnitt 2.1 erläutert, kann wegen eines solchen Kapitalentzugs auch die Finanzierung des Staates über den internationalen Kapitalmarkt wesentlich schwieriger werden und die Risikoprämien können deutlich steigen – bis hin zu einem möglichen Ausschluss vom Kapitalmarkt und einem dann wahrscheinlichen faktischen Staatsbankrott.

Die Wahrscheinlichkeit für eine Leistungsbilanzkrise hängt vor allem von der Einschätzung ab, ob die angehäuften Schulden zurückgezahlt werden können. Dabei ist nicht nur die Höhe der Verschuldung, sondern vor allem der Anstieg über einen kurzen Zeitraum als Indikator für die Krisenanfälligkeit anzusehen.

Abbildung 3 zeigt zunächst die Auslandsverschuldung aller Sektoren (Staat, Haushalte, Unternehmen) der ausgewählten Länder.<sup>16</sup> Hier fällt unter den EWU-Ländern vor allem Irland mit einer extrem hohen (vorwiegend privaten) Auslandsschuld von rund 880 Prozent des BIP im Jahr 2008 auf. Relativ hoch verschuldet sind auch Belgien und die Niederlande mit rund 270 Prozent beziehungsweise rund 280 Prozent des BIP.<sup>17</sup> Die südeuropäischen EWU-Länder sind im Vergleich eher mäßig hoch im Ausland verschuldet. Unter diesen ist die Quote am höchsten in Portugal (rund 200 Prozent des BIP) gefolgt von der in Spanien und Griechenland (je gut 140 Prozent des BIP). Auch diese Schuldenlasten sind freilich nicht unkritisch. So zeigt die historische Erfahrung für Entwicklungs- und

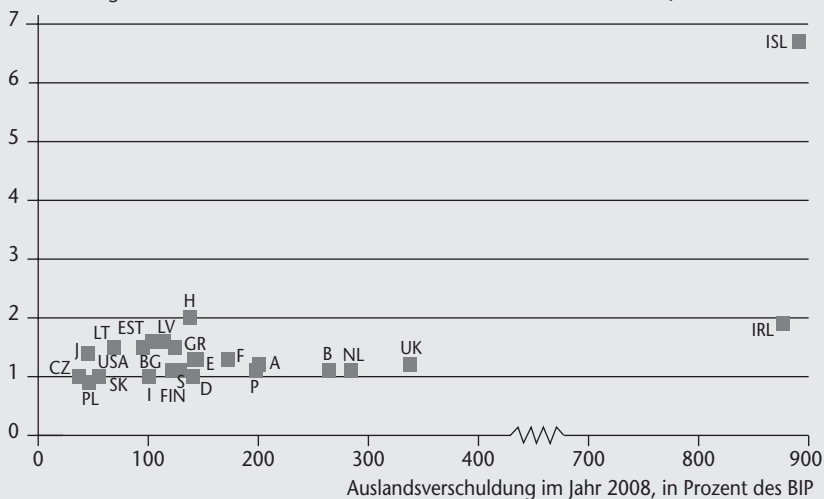
<sup>16</sup> Dabei ist zu berücksichtigen, dass hier nur die Bruttoauslandsverschuldung betrachtet wird. Bei Ländern mit einem (in Relation zur Wirtschaftsleistung) großen Finanzsystem führt das zu einem zu hohen Ausweis der Auslandsverschuldung, weil nur die Verbindlichkeiten und nicht auch die Forderungen der Finanzinstitute berücksichtigt werden. Bei den übrigen Sektoren (vor allem Staat und Konsumenten) spielt dies kaum eine Rolle.

<sup>17</sup> Die Niederlande weisen allerdings kontinuierlich einen Leistungsbilanzüberschuss auf. Für Belgien gilt dies nur bis zum Jahr 2007; das Land hat seitdem ein moderates Defizit von 2 bis 3 Prozent des BIP.

## Gesamte Auslandsverschuldung im internationalen Vergleich

Abbildung 3

Veränderung zwischen 2003 und 2008 auf das x-Fache des Anteils am BIP im Jahr 2003



Stand: jeweils Jahresende; Bulgarien: 2005 und 2008; keine entsprechenden Daten für Rumänien.  
Quellen: JEDH, 2009; Nationalbank Island, 2009; IMF, 2009b; eigene Berechnungen

Schwellenländer im Zeitraum von 1970 bis 2008, dass die Hälfte der Staatsbankrotte bei einer Auslandsverschuldung von weniger als 60 Prozent des BIP stattgefunden haben (Reinhart/Rogoff, 2009, 21 f.).

Mit Blick auf den Anstieg der gesamten Auslandsverschuldung seit dem Jahr 2003 (für die Zeit vorher mangelt es bei vielen Ländern an Daten) fällt unter den EWU-Ländern erneut Irland mit einem Anstieg der Auslandsverschuldungsquote bis zum Jahr 2008 auf fast das Zweifache auf. Griechenland und Spanien kommen auf Anstiege dieser Verschuldungsquote von über 30 Prozent, Portugal von rund 15 Prozent und Italien von lediglich 5 Prozent.

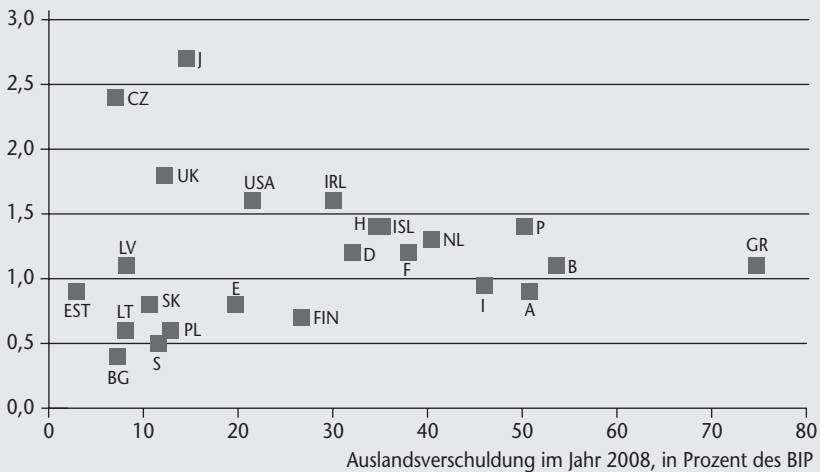
Die staatliche Auslandsverschuldung liegt in den meisten EWU-Ländern deutlich niedriger (Abbildung 4) als die Auslandsverschuldung aller Sektoren. Hier weisen allerdings – relativ gesehen – gerade die südeuropäischen Länder Griechenland, Portugal und Italien hohe Niveaus auf. In Griechenland beispielsweise war der Staat im Jahr 2008 mit fast 75 Prozent des BIP im Ausland verschuldet, in Portugal und Italien lag diese Quote bei Werten um 50 Prozent des BIP (wie auch in Belgien und Österreich). Bei so hohen Quoten ist die Abhän-

gigkeit der staatlichen Finanzierung vom Ausland groß, sodass eine Leistungsbilanzkrise schnell zu Problemen der öffentlichen Refinanzierung führen kann. Spanien schnitt mit knapp 20 Prozent des BIP deutlich besser ab. Der Anstieg der Auslandsverschuldungsquote des Staates im Zeitraum von 2003 bis 2008 war dagegen unter den EWU-Ländern vor allem in Irland (auf das 1,6-Fache) und Portugal (auf das 1,4-Fache) vergleichsweise hoch. In Italien und vor allem in Spanien ist diese Quote dagegen sogar leicht gesunken.

## Staatliche Auslandsverschuldung im internationalen Vergleich

Abbildung 4

Veränderung zwischen 2003 und 2008 auf das x-Fache des Anteils am BIP im Jahr 2003



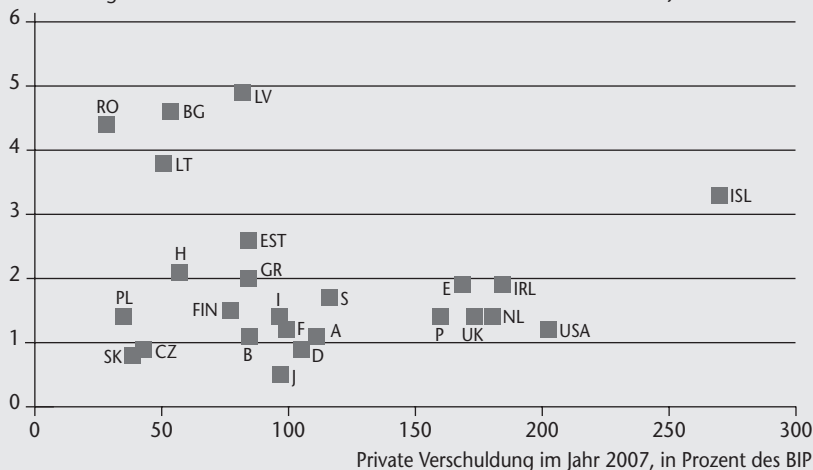
Stand: jeweils Jahresende; Bulgarien: 2005 und 2008; keine entsprechenden Daten für Rumänien.  
Quellen: JEDH, 2009; Nationalbank Island, 2009; IMF, 2009b; eigene Berechnungen

Die Anfälligkeit für einen möglichen Staatsbankrott hängt auch von der Gesundheit des Bankensystems ab – und diese nicht zuletzt von der Höhe und vor allem der Expansion der privaten Verschuldung bei den Banken. Abbildung 5 gibt hierüber Aufschluss. Demnach war im Jahr 2007 die private Verschuldung beim jeweiligen Finanzsektor der EWU-Länder vor allem in Irland, Spanien und Portugal (sowie den Niederlanden) mit rund 160 bis 185 Prozent des BIP deutlich höher als in den übrigen EWU-Ländern. Der Anstieg der privaten Verschuldung von 2000 bis 2008 war in Griechenland, Irland und Spanien mit einem Anstieg auf rund das Doppelte der Ausgangsquote besonders ausgeprägt. In Italien und Portugal (und den Niederlanden) stieg die private Verschuldungsquote auf rund das 1,4-Fache (also um 40 Prozent) und damit merklich weniger.

## Private Verschuldung beim Finanzsektor im internationalen Vergleich

Abbildung 5

Veränderung zwischen 2000 und 2007 auf das x-Fache des Anteils am BIP im Jahr 2000



Stand: jeweils Jahresende; Island: 2000 und 2006.

Quellen: World Bank Financial Structure Dataset, 2009; eigene Berechnungen

Auch die Entwicklung im Immobiliensektor kann als Indikator für die Wahrscheinlichkeit eines Staatsbankrotts verwendet werden. Denn Immobilienkrisen vertiefen und verlängern Wirtschaftskrisen (Reinhart/Rogoff, 2009). Sie erhöhen damit die Beanspruchung der Staatsfinanzen durch steigende öffentliche Ausgaben und sinkende Einnahmen. Wichtige Transmissionsmechanismen sind dabei die rückläufigen Bauinvestitionen und zurückgehende Konsumausgaben der privaten Haushalte, die ihre Immobilienschulden abbauen müssen und sich wegen sinkender Immobilienpreise ärmer fühlen (Vermögenseffekt). Im Folgenden werden die Bauinvestitionen (gemäß OECD-Prognose von November 2009) näher betrachtet: Abbildung 6 verdeutlicht das Ausmaß des Einbruchs zwischen je nach Land unterschiedlich terminierten Jahreshöchst- und -tiefstwerten im Zeitraum von 2005 bis 2011. Dabei wird deutlich, dass unter den EWU-Staaten vor allem Irland, Griechenland und Spanien unter stark rückläufigen Bauinvestitionen zu leiden haben.

Die Analyse aller bislang betrachteten Indikatoren hat gezeigt, dass vor allem Irland und Griechenland, aber in geringerem Maße auch Spanien und Portugal sowie teilweise Italien beim Gros der Indikatoren relativ schlecht abschneiden.

Diese Datenlage, die in die Risikobewertungen des Finanzmarktes einfließt, spiegelt sich auch in Länderratings und in Risikoauflagen auf Zinsen von Staatspapieren wider.

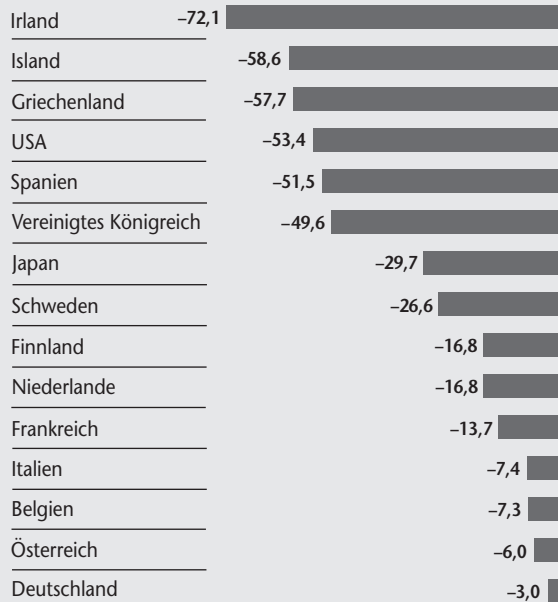
Wie Abbildung 7 zeigt, sind eine Reihe von EWU-Staaten von den Ratingagenturen herabgestuft worden. Spanien und Portugal wurden durch die Ratingagentur Standard & Poor's zu Anfang des Jahres 2009 um eine Stufe zurückgesetzt und am Jahresende 2009 mit einem negativen Ausblick versehen. Griechenland und Irland wurden sogar um zwei Stufen herabgestuft, ebenfalls mit

einem negativen Ausblick am Jahresende 2009. Dies geschah bei den genannten südeuropäischen Ländern gerade auch mit Blick auf die hohen Leistungsbilanzdefizite und ihre stark verschlechterte Wettbewerbsfähigkeit. In Irland standen die Probleme im Bankensektor und die Auslandsverschuldung im Mittelpunkt der Sorgen um eine möglicherweise verschlechterte Zahlungsfähigkeit des Staates. Außer bei Griechenland lagen die Ratings dieser Staaten aber immer noch im Bereich der A-Kategorien. Vor allem Spanien stand mit AA+ vergleichsweise gut da. Alles in allem ließ sich im Januar 2010 – selbst bei Griechenland – aus den Ratings noch keine wirklich ernsthafte Sorge vor Staatsbankrotten ableiten.

Auch bei den Risikoauflagen auf Staatsanleihen hat sich – vor allem seit Herbst 2008 – eine stärkere Differenzierung ergeben, nachdem viele Jahre lang kaum ein Unterschied beispielsweise zwischen deutschen und südeuropäischen

## Entwicklung der Bauinvestitionen im internationalen Vergleich Abbildung 6

Maximaler kumulierter Einbruch der Bauinvestitionen zwischen 2005 und 2011, in Prozent



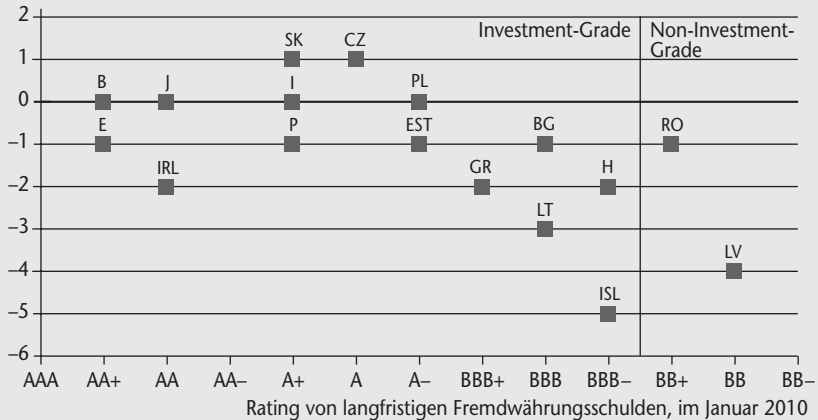
2011: OECD-Prognose; Daten für andere Länder aus dem gewählten Sample nicht verfügbar.  
Quellen: OECD, 2009; eigene Berechnungen

## Ausgewählte Länderratings im internationalen Vergleich

Abbildung 7

Bewertung langfristiger Fremdwährungsschulden und Ratingveränderung nach Standard & Poor's

Veränderung des Ratings von Juli 2007 bis Januar 2010, in Ratingstufen



Lesehilfe: Je weiter rechts ein Punkt liegt, desto schlechter ist das Rating des Landes, und je weiter unten, desto stärker dessen Herabstufung; Beispiel: Irland wurde Anfang 2010 mit AA bewertet und ist seit Juli 2007 um zwei Ratingstufen herabgesetzt worden. Übrige Länder aus dem gewählten Sample haben ein AAA-Rating; Stand: 7. Januar 2010.

Quellen: Bloomberg, 2010; eigene Berechnungen

oder irischen zehnjährigen Staatsanleihen gemacht wurde. Abbildung 8 zeigt, dass sich dies mittlerweile merklich geändert hat. Bei den Risikoaufschlägen vieler Länder wurde der zwischenzeitliche Höhepunkt im Spätwinter 2008/2009 wieder erreicht. Griechische und irische zehnjährige Staatsanleihen wurden damals zeitweilig zu einem um bis zu 3 beziehungsweise 2,8 Prozentpunkte höheren Zins als deutsche Staatsanleihen gehandelt. Die Risikoaufschläge von Portugal betrugen bis deutlich über 1,75 Prozentpunkte, jene von Italien bis knapp 1,6 Prozentpunkte sowie jene von Belgien, Irland, Österreich und Spanien bis rund 1,3 und 1,4 Prozentpunkte.<sup>18</sup>

<sup>18</sup> Ausfallwahrscheinlichkeiten von fünfjährigen Staatsanleihen lassen sich auch an Spreads von Credit Default Swaps (CDS) ablesen. Hohe Versicherungsprämien sah der Finanzmarkt gemäß Bloomberg am 14. Januar 2010 vor allem für Island (508 Euro pro 10.000 Euro Versicherungssumme, Daten auf US-Dollarbasis nicht verfügbar) und Letland (505 US-Dollar pro 10.000 US-Dollar Versicherungssumme, alle weiteren Angaben in US-Dollar) vor. Auch Griechenland (311), Litauen (286), Rumänien (248), Ungarn (225) und Bulgarien (212) wiesen recht hohe Werte auf. Im oberen mittleren Bereich lagen Irland (148), Estland (144), Polen (121), Spanien (119), Portugal (109), Italien (104), im unteren mittleren Bereich Tschechien (87), das Vereinigte Königreich (83), die Slowakei (77), Österreich (76), Japan (71) und mit etwas Abstand Belgien (54) und Schweden (52). Niedrige Werte gab es bei Frankreich (37), den USA (36), den Niederlanden (33) sowie Finnland (29) und Deutschland (29). Diese CDS-Spreads werden allerdings nicht in den Vordergrund dieser Analyse gestellt, da sie nur als mäßig verlässliche Indikatoren gelten.

Während der Sommermonate des Jahres 2009 trat eine gewisse Beruhigung ein, weil die Finanzmärkte aufgrund positiver Konjunktursignale die Wahrscheinlichkeit von Staatsbankrotten wieder als merklich geringer einschätzten.<sup>19</sup> Allerdings lagen die Staatsanleihe-Spreads von Griechenland und Irland mit deutlich über 1 Prozentpunkt weiterhin höher als die Risikoprämien für Italien, Portugal und Spanien, die auf unter 1 Prozentpunkt fielen.

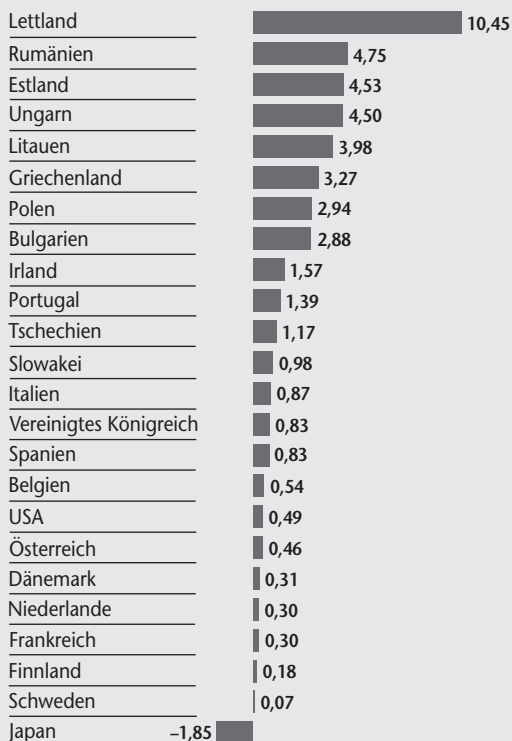
Doch ab dem Jahresende 2009 rückten die immensen Belastungen der Staatshaushalte durch Finanzkrise, Rezession und verschleppte Reformen wieder mehr in den Vordergrund. So kam es zu den erwähnten Reaktionen der Ratingagenturen, die auch in den Risikoprämien auf die Staatsanleihen ihren

Niederschlag fanden. Bemerkenswert ist dabei, dass vor allem Griechenland bis Ende Februar 2010 einen starken Anstieg der Staatsanleihe-Spreads auf neue

## Risikoaufschläge gegenüber deutschen zehnjährigen Staatsanleihen im internationalen Vergleich

in Prozentpunkten

Abbildung 8



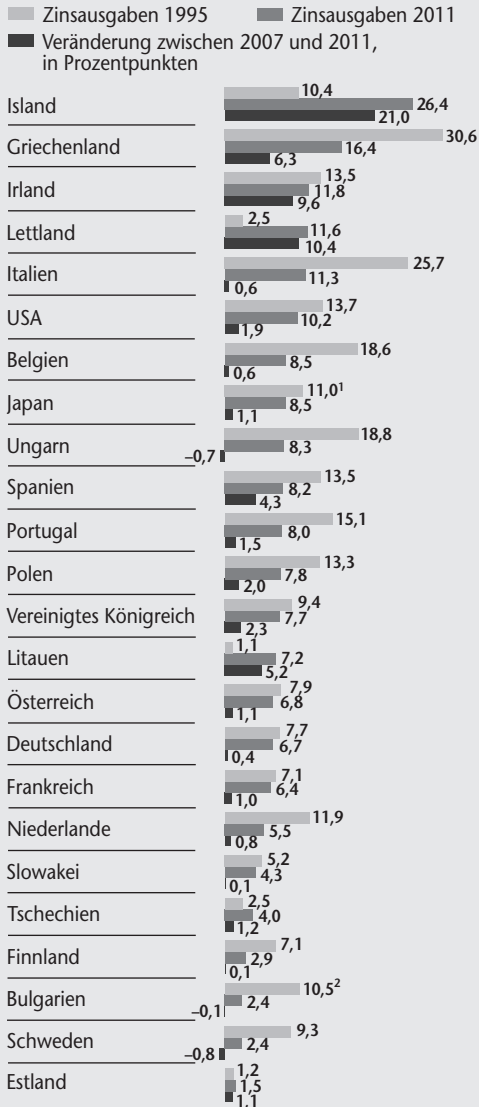
Stand: Februar 2010 (Monatsdurchschnitt); Daten von Bloomberg und, falls dort nicht verfügbar, von Eurostat; Estland: Januar 2010; keine Daten für Island.  
Quellen: Bloomberg, 2010; Eurostat, 2010; eigene Berechnungen

<sup>19</sup> Dahinter steht wahrscheinlich auch die Korrektur einer zwischenzeitlichen Überreaktion der Finanzmärkte. Denn während der Krisenhochphase flüchteten Anleger im Zuge des Deleveraging und vor allem aufgrund einer kurzfristig wohl übersteigerten Risikoaversion aus Anlagen und Staaten, die als weniger sicher galten. Ihr Ziel waren Anlagen, die traditionsgemäß als sichere Häfen angesehen werden, zum Beispiel Gold oder Staatsanleihen der USA oder Deutschlands. Dieser Trend hat die Risikoaufschläge überzeichnet, weil so die Renditen deutscher Staatsanleihen zwischenzeitlich deutlich sanken (obwohl sich ja auch die deutsche Verschuldungslage verschlechterte). So kam es auch bei einem nur begrenzten Anstieg der absoluten Zinsen zu einer sehr viel deutlicheren Ausweitung der Zinsspreads.

## Staatliche Zinsausgaben im internationalen Vergleich

Abbildung 9

in Prozent der Staatseinnahmen



2011: Prognose der EU-Kommission; <sup>1</sup> 1996; <sup>2</sup> 1998.  
Quellen: EU-Kommission, 2009c; eigene Berechnungen

Höchststände hinnehmen musste, während die Risikoprämien der übrigen EU-Länder nur wenig stiegen und jene von Italien, Portugal und Spanien weiterhin deutlich unter ihren Höchstwerten aus dem Spätwinter 2008/2009 verharrten (vgl. Abbildung 8). Anders als damals, als die Risikoprämien wegen einer Flucht in sichere Häfen auf breiter Front stiegen, differenzierte der Finanzmarkt inzwischen offensichtlich sehr viel stärker.

Relativiert werden die Sorgen vor einem möglicherweise drohenden Staatsbankrott aber dadurch, dass das Zinsniveau derzeit niedrig ist, sodass selbst moderat gestiegene Zinsaufschläge keine übermäßigen Finanzierungslasten mit sich bringen. So musste Griechenland nach einem plötzlichen Anstieg der Risikoprämie Mitte Januar 2010 auf seine zehnjährigen Staatsanleihen absolut gesehen gut 6 Prozent Zinsen zahlen – und damit ähnlich viel wie im Spätwinter 2008/2009. Diese Höhe erscheint durchaus tragbar. Dagegen mussten die südeuropäischen Staaten in der ersten Hälfte der 1990er Jahre mit wesentlich höheren



Zinsen – nämlich rund 10 Prozent und mehr, in Griechenland sogar knapp 20 Prozent – fertig werden.

Entscheidend in dieser Hinsicht ist die Belastung der Staatshaushalte durch Zinszahlungen. Die Wirksamkeit des Hebels von Zinssteigerungen auf die tatsächlich zu leistenden Zinszahlungen hängt von der Höhe der Staatsverschuldung und von der Kurzfristigkeit der Finanzierungsstruktur ab. Denn ein Zinsanstieg wird nur dann zahlungswirksam für ein Land, wenn es neue Staatsanleihen ausgibt. Die EU-Kommission hat im Herbst des Jahres 2009 Schätzungen für die Zinsbelastung im Jahr 2011 vorgelegt (Abbildung 9), die freilich aufgrund der Unsicherheit über die zukünftige Zinsentwicklung mit Vorsicht zu interpretieren sind. Demnach werden die Zinszahlungen in Prozent der Staatseinnahmen zwar in den meisten der betrachteten Staaten steigen. Unter den EWU-Ländern liegen diese Zinsquoten in den Ländern mit einer großen oder stark steigenden Staatsverschuldung und/oder hohen Zinsaufschlägen vergleichsweise hoch, allen voran in Griechenland (über 16 Prozent), Italien und Irland (zwischen 11 und 12 Prozent) sowie in Belgien (fast 9 Prozent). Allerdings sind dies zumindest für die süd-europäischen Staaten deutlich geringere Niveaus als noch zur Mitte der 1990er Jahre, als die Zinsen auf einem merklich höheren Niveau lagen. Freilich nimmt mit der steigenden Staatsverschuldung die Anfälligkeit gegenüber Zinserhöhungen stark zu.

### **Zwischenfazit**

Auf Basis der Zinsquotenprognosen und in der Gesamtbewertung der aufgeführten Indikatoren erschien Anfang 2010 die Gefahr von Staatsbankrotten der EWU-Länder – gemessen an den Fundamentaldaten – noch gering. Gleichwohl waren die Risiken selten so hoch. Zudem ist nicht ausgeschlossen, dass sich die Risikoeinschätzung wieder verschärft.

- Gefahren liegen zum einen in der Sprunghaftigkeit der Finanzmärkte, die aufgrund überzogener Risikoaversion oder spekulativer Triebkräfte einem Land die Finanzierungsbasis entziehen könnten – auch trotz passabler Fundamentaldaten.
- Zum anderen könnte sich die Wirtschaftslage in einzelnen EWU-Ländern drastisch verschärfen, etwa durch weitere Bankenkrisen oder durch eine Vertiefung und Verlängerung der Rezession (siehe Abschnitt 3.4).

Sollte aufgrund von einem dieser beiden Gründe ein Staatsbankrott drohen, bliebe den übrigen EWU-Ländern vermutlich keine andere Wahl, als dem betroffenen Land mit Hilfskrediten beizustehen. Die rechtlichen Grundlagen dazu werden in Abschnitt 3.3.1 erörtert.

### 3.1.2 EU-Mitglieder außerhalb der EWU

Von den europäischen Ländern außerhalb der EWU stehen neben dem Vereinigten Königreich vor allem die mittel- und osteuropäischen EU-Staaten im krisenbezogenen Blickpunkt des Interesses. Wie in Abschnitt 2.1 erläutert ist das Gros dieser Länder anfälliger für Krisen durch Kapitalentzug, weil sie einen veränderbaren Wechselkurs haben. Denn neben die Furcht der Anleger vor einem Staatsbankrott oder vor Leistungsbilanzkrisen tritt ihre Befürchtung, aufgrund von Abwertungen Forderungsverluste zu erleiden.

#### **Vereinigtes Königreich**

Mit Blick auf das Vereinigte Königreich zeigen sich neben einer schweren Bankenkrise und einem gravierenden Wachstumseinbruch (Rückgang des BIP um rund 4 Prozent im Jahr 2009 laut EU-Kommissions-Prognose vom Herbst 2009) eine ganze Reihe weiterer Risikofaktoren:

- Das staatliche Budgetdefizit ist sehr hoch (für das Jahr 2011 werden rund 11 Prozent des BIP prognostiziert ).
- Der öffentliche Schuldenstand ist deutlich gestiegen, aber im Vergleich mit den EWU-Ländern noch durchschnittlich hoch (Anstieg von gut 44 Prozent des BIP im Jahr 2007 auf gut 88 Prozent des BIP im Jahr 2011).
- Die Zinsausgaben in Relation zu den Staatseinnahmen werden zwar zwischen den Jahren 2007 und 2011 um 2,3 Prozentpunkte steigen, erreichen dann aber mit 7,7 Prozent voraussichtlich einen im EWU-Vergleich durchschnittlichen Wert, der zudem noch merklich unter dem Niveau von Mitte der 1990er Jahre liegt.
- Das Leistungsbilanzdefizit ist gering (1,6 Prozent des BIP im Jahr 2010) und zeigt eine sinkende Tendenz.
- Die (überwiegend private) Auslandsverschuldung ist vergleichsweise hoch (knapp 340 Prozent des BIP im Jahr 2008 – bei einem allerdings nur relativ geringen Anstieg seit dem Jahr 2003).
- Die private Verschuldung beim Finanzsektor ist relativ hoch (über 170 Prozent des BIP im Jahr 2007 – bei einem mäßigen Anstieg seit dem Jahr 2000).
- Eine Immobilienkrise führt zu stark rückläufigen Bauinvestitionen (–50 Prozent kumuliert in den Jahren von 2008 bis 2010 laut OECD-Prognose vom November 2009).
- Im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise kam es zu einem Kapitalabzug aus dem Vereinigten Königreich. Dabei hat das britische Pfund um bis zu 14 Prozent (im Vergleich zum August 2008) gegenüber dem Euro abgewertet und sich inzwischen nur wenig erholt.

- Auch der Finanzmarkt sieht mittlerweile einen gewissen Anlass zur Sorge: Das Rating des Landes, das zwar noch sehr gut (AAA) ist, könnte sich in der mittleren Frist verschlechtern, wie Äußerungen von Ratingagenturen deutlich machen (Financial Times, 2009). Der Risikoaufschlag auf die Zinsen zehnjähriger Staatsanleihen des Vereinigten Königreichs gegenüber deutschen Staatspapieren war lange Zeit gering, ist aber in den ersten Monaten des Jahres 2010 merklich auf bis zu knapp 1 Prozentpunkt angestiegen.

Insgesamt zeigt sich ein nicht unproblematisches Bild. Viel wird davon abhängen, ob die Finanz- und Wirtschaftskrise bald ihre Schärfe verliert und es nachhaltige Aufschwungzeichen gibt. Zudem ist eine klare und glaubwürdige Verpflichtung zur künftigen Schuldentilgung nötig, um die Finanzmärkte zu beruhigen. Eine solche eindeutige Positionierung hatte die britische Regierung vor den im Frühjahr 2010 abgehaltenen Parlamentswahlen aber gescheut.

## **EU-Staaten in Mittel- und Osteuropa**

Das Spektrum der mittel- und osteuropäischen EU-Staaten ist zu umfangreich, um im Rahmen der vorliegenden Analyse detailliert auf die Lage Einzelner eingehen zu können.<sup>20</sup> Einige aufschlussreiche generelle Beurteilungen lassen sich aber in der Gesamtsicht dennoch abgeben:

- Die Staatsschulden der betrachteten MOE-Länder sind trotz merklicher Anstiege noch relativ niedrig – mit Ausnahme derjenigen von Ungarn (prognostizierte rund 79 Prozent des BIP im Jahr 2011), Polen (gut 61 Prozent des BIP) und Lettland (gut 60 Prozent des BIP).
- Bei den prognostizierten öffentlichen Budgetdefiziten fallen vor allem Lettland (gut 12 Prozent des BIP im Jahr 2011), Litauen (knapp 10 Prozent) und Polen (knapp 8 Prozent) ins Auge. Außer in Bulgarien und Estland bleiben die Staatsdefizite auch in den übrigen betrachteten MOE-Staaten mit Werten zwischen rund 4 und rund 6 Prozent hoch.
- Die für das Jahr 2011 prognostizierten Zinsquoten (Zinsausgaben in Prozent der Staatseinnahmen) steigen teilweise deutlich, liegen aber selbst in Lettland (knapp 12 Prozent), Ungarn und Polen (je rund 8 Prozent) sowie in Litauen (gut 7 Prozent) noch niedriger als in Griechenland (über 16 Prozent). In den übrigen betrachteten MOE-Staaten erreichen die Quoten rund 4 Prozent oder teilweise deutlich weniger.
- Die öffentliche Auslandsverschuldung der Staaten ist – außer bei Polen und vor allem Ungarn – gering.

---

<sup>20</sup> Eine eingehende Analyse findet sich bei DekaBank (2009b).

Als Gesamtbild der bisher genannten fiskalischen Fundamentaldaten für die mittel- und osteuropäischen EU-Länder ergibt sich, dass die Gefahr von unmittelbaren Staatsbankrotten nicht die Befürchtungen dominiert. Allerdings waren und sind die Risiken groß, dass sich die hohen Leistungsbilanzdefizite der jüngeren Vergangenheit als Krisenzünder erweisen und es – wie schon in Ungarn, Lettland und Rumänien – zu weiteren Leistungsbilanz- und möglicherweise auch Währungskrisen kommt. Das kann dann passieren, wenn die hohen (aber in der Krise schnell schrumpfenden) Leistungsbilanzdefizite nicht mehr vom Ausland finanziert werden. Bei einer solchen Entwicklung wäre auch die öffentliche Hand von einer Finanzierung im Ausland ausgeschlossen und stünde am Rande eines Staatsbankrotts.

Das Gefahrenpotenzial in den betrachteten MOE-Staaten ist groß. Im Vergleich zur Asienkrise der Jahre 1997 und 1998, als sich die Leistungsbilanzdefizite der betroffenen asiatischen Staaten im Bereich von 3 bis 8 Prozent des BIP befanden, waren im Jahr 2007 die Leistungsbilanzdefizite der betrachteten MOE-Länder mit über 22 Prozent des BIP in Bulgarien und Lettland sowie mit knapp 14 bis über 18 Prozent des BIP in Estland, Litauen und Rumänien extrem hoch. Entsprechend groß war auch deren Krisenanfälligkeit. Im Glauben an einen mittelfristig anstehenden EWU-Beitritt war sehr viel Kapital in die zuvor stark wachsenden Länder geflossen – vor allem im Zuge der Expansion westeuropäischer Banken in den MOE-Ländern. Zudem haben sich dort viele private Wirtschaftsakteure in ausländischer Währung (meist in Schweizer Franken oder Euro) verschuldet. Der Fremdwährungsanteil der Bankkredite im Jahr 2008 war nach Angaben des IWF (IMF, 2009a, Table 1.1) vor allem in Lettland (89 Prozent), Estland (85 Prozent) sowie in Bulgarien, Litauen und Ungarn sehr hoch (jeweils rund zwei Drittel). Eine Abwertung der heimischen Währung führt zu einem Anwachsen der Schuldenlast und erhöht damit die Gefahr einer Zahlungsunfähigkeit.<sup>21</sup>

Weil die Anleger angesichts dieser Lage um ihre Forderungen fürchten, ist auch die Anfälligkeit für Währungskrisen groß. Das haben einige Länder der Region im Spätwinter 2008/2009 zu spüren bekommen, als ihre Währungen nach Kapitalabflüssen plötzlich erheblich unter Druck gerieten. Im Vergleich zum

---

<sup>21</sup> Weitere Warnindikatoren sind zu erwähnen: Zwar ist die Auslandsverschuldung der MOE-Länder insgesamt im Vergleich mit den EWU-Ländern eher moderat. Doch Quoten von über 100 Prozent des BIP in Bulgarien, Estland, Lettland und Ungarn erscheinen gleichwohl nicht unproblematisch. Zudem überstieg der kurzfristige Finanzierungsbedarf im Jahr 2009, der sich aus der Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite und den Tilgungen der Auslandsschulden ergibt, die Währungsreserven vor allem in Estland (rund 350 Prozent der Währungsreserven) und Lettland (330 Prozent), aber auch in Litauen (200 Prozent), Polen (140 Prozent), Bulgarien und Rumänien (je rund 130 Prozent) (IMF, 2009a, Table 1.1).

Währungswert im August 2008 kam es damals im Monatsdurchschnitt in der Spitze zu erheblichen Abwertungen gegenüber dem Euro in Polen (um 30 Prozent), Ungarn (24 Prozent), Rumänien (17 Prozent) und Tschechien (17 Prozent). Im Jahresverlauf 2009 bis Mitte Januar 2010 kam es außer in Rumänien zu einer partiellen Erholung der Wechselkurse.

Bei der Slowakei und bei Slowenien, die Mitglieder der EWU sind, existiert jeweils die Gefahr der Währungsabwertung, die allein dieses Land trifft, nicht. Bei Ländern mit festen Wechselkursen (Currency Boards gibt es in Bulgarien, Estland und Litauen) und Mitgliedern im Europäischen Währungssystem II (EWS II) – das betrifft neben Estland und Litauen auch Lettland – ist diese Gefahr zunächst begrenzt. Doch droht hier eine sogenannte Einbahnstraßenspekulation gegen die fixierten Wechselkurse, gegen die sich die Zentralbanken nur so lange stemmen können, wie ihre Devisenreserven für stützende Interventionen ausreichen. Wenn die Wechselkursfixierungen aufgegeben werden, sind die folgenden Währungsabwertungen in der Regel sehr groß. Vor allem für Lettland ist fraglich, ob das Land – angesichts der tiefen Wirtschaftskrise und der zunehmenden Zweifel der Finanzmärkte – die Wechselkursbindung an den Euro noch lange halten kann.

Auch die Finanzmärkte zeigten sich kritisch:

- So lagen im Februar 2010 die Risikoaufschläge auf die Zinsen der zehnjährigen Staatsanleihen (im Vergleich zu Deutschland) bei einigen mittel- und osteuropäischen EU-Staaten deutlich höher als etwa bei Griechenland. Vor allem Lettland (vgl. Abbildung 8) wies mit über 10 Prozentpunkten einen sehr hohen Wert auf. Teilweise deutlich höhere Spreads als Griechenland hatten auch Litauen, Rumänien, Ungarn und Estland. Vor allem Tschechien, aber auch die Slowakei verzeichneten dagegen niedrige Werte. Hinter den hohen Risikoaufschlägen steht – wie oben erläutert – vor allem die Sorge der Anleger vor abwertungsbedingten Verlusten. Doch kann dies auch Auswirkungen auf die Wahrscheinlichkeit von Staatsbankrotten haben, weil die hohen Zinsen die Staatshaushalte zusätzlich belasten.
- Eine ähnliche Differenzierung tritt bei den Länderratings (vgl. Abbildung 7) auf. Im Januar 2010 rangierten Lettland und Rumänien nach Herabstufungen sogar im Bereich des Non-Investment-Grade. Auch Litauen, Ungarn und Bulgarien mussten Rating-Herabstufungen hinnehmen und befanden sich nahe am Non-Investment-Grade. Dagegen sahen die Ratingagenturen die Lage von Polen und (trotz einer Herabstufung) auch von Estland mit A– weniger kritisch. Jeweils sogar eine Stufe besser bewertet als zuvor hat Standard & Poor's Tschechien (im Oktober 2007) und die Slowakei (im November 2008).

Offensichtlich ist die Lage in den mittel- und osteuropäischen EU-Staaten differenziert zu betrachten. Einige Staaten stehen relativ gut da, zum Beispiel

Polen, die Slowakei, Slowenien und Tschechien. In den übrigen betrachteten Ländern ist die Lage aber nicht unkritisch. Trotz einer Beruhigung erscheint das Risiko von einzelnen Staatsbankrotten als Kollateralschaden von Leistungsbilanz- oder Währungskrisen dort weiterhin greifbar.

In diesem Umfeld haben Ungarn, Lettland und Rumänien bereits große Hilfspakete von EU, IWF und anderen Kapitalgebern gebraucht, weil ihr Zugang zum Kapitalmarkt gefährdet war. Weitere Länder könnten – auch kurzfristig – das gleiche Schicksal erleiden, oder es mögen für die genannten Staaten weitere Hilfspakete nötig werden. Dazu bedarf es möglicherweise nur kleiner Anlässe, etwa Rating-Herabstufungen einzelner Staaten oder Meldungen über verschärfte Bankenkrisen. In diesen Fällen würden EU und IWF wohl erneut mit Hilfskrediten einspringen müssen.

Bevor die rechtliche Basis von EU-Rettungspaketen für Länder inner- und außerhalb der EWU in Abschnitt 3.3 erläutert wird, befasst sich der folgende Abschnitt mit den möglichen Folgen des Staatsbankrotts einzelner EU-Mitglieder.

### **3.2 Rückwirkungen möglicher Staatsbankrotte von EU-Mitgliedern**

Der von einem Zahlungsausfall ausgehende Schaden ist typischerweise nicht gleichmäßig verteilt, sondern trifft stark exponierte Gläubiger mehr als weniger exponierte. Wenn Gläubiger – beispielsweise eine Bank – besonders betroffen sind, dann werden sie ihrerseits Maßnahmen ergreifen müssen, die wiederum weitreichende Rückwirkungen auf Dritte haben können. Wie groß solche Ansteckungs- und Übertragungseffekte sein können, lässt sich an der aktuellen Finanzmarktkrise ablesen. Wenn eine Bank mit einer Eigenkapitalquote von 4 Prozent Wertberichtigungen hinnehmen muss, dann muss sie – wenn sie kein neues Eigenkapital aufbringen kann – ihre Bilanz um das 24-Fache der Wertberichtigungen verkürzen. Wenn sie diesen Entschuldungsprozess über Wertpapierverkäufe vollzieht, dann hat das unter Umständen massive Effekte auf die Wertpapierpreise. Wenn die Bank Finanzierungen zurücknimmt, dann hat das wiederum erhebliche Konsequenzen für die Finanzierungsbedingungen anderer Banken und/oder für die Realwirtschaft. Solche Entschuldungsmultiplikatoren und Ansteckungsgefahren sind vor allem für kleinere Volkswirtschaften eine nennenswerte Bedrohung.

In diesem Zusammenhang war im Jahr 2009 insbesondere Österreich ins Visier internationaler Beobachter geraten, da dessen Banken stark in mittel- und osteuropäische Länder investiert hatten. Wenn österreichische Banken nachhaltig bedroht gewesen wären, dann wäre auf den österreichischen Staat ein erhebliches

Problem zugekommen. Häufig mischt sich ein Land, dessen Banken sich in einem anderen potenziellen Krisenland engagiert haben, allein oder mit Bundesgenossen im Vorfeld ein, um eine Krise abzuwenden. Im Fall der befürchteten, teilweise akuten Zahlungsprobleme mittel- und osteuropäischer Staaten hat man sich auch aus diesem Grund um eine Lösung unter der Federführung des IWF bemüht. Ziel dieser Aktion war es unter anderem, eine Bankenkrise in Österreich und eventuell auch in Italien zu verhindern. In Griechenland waren französische und deutsche Banken nennenswerte Risiken eingegangen und deshalb an einer Lösung besonders interessiert.

Im Folgenden werden die Forderungen bestimmter Länder gegenüber den Ländern Mittel- und Osteuropas sowie gegenüber Griechenland, Irland, Italien, und Portugal etwas detaillierter betrachtet. Für den Fall eines Zahlungsausfalls der USA werden die hauptsächlich betroffenen Adressaten in Abschnitt 4.2 angesprochen.

Auffällig hohe Forderungen gegenüber den Ländern Mittel- und Osteuropas gibt es – wie bereits ausgeführt – in Österreich. Als Merkmal dieser besonderen Risiken kann man die Konzentration von Forderungen österreichischer Banken gegenüber bestimmten Ländern verwenden. Als Datenbasis dient die konsolidierte Bankenstatistik der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) vom ersten und dritten Quartal des Jahres 2009. 42 Prozent der Forderungen österreichischer Banken waren in diesen Quartalen auf folgende Staaten verteilt (BIZ, 2010):

- Tschechien (11 Prozent/11 Prozent),
- Rumänien (8 Prozent/9 Prozent),
- Ungarn (7 Prozent/7 Prozent),
- Slowakei (6 Prozent/6 Prozent),
- Russland (4 Prozent/4 Prozent),
- Polen (3 Prozent/3 Prozent) und
- Ukraine (3 Prozent/2 Prozent).

Für eine kleine Volkswirtschaft wie Österreich ergibt sich aus dieser Konzentration ein enormes Gefährdungspotenzial. Da die Risiken der Schwellenländer korreliert sind – insbesondere zwischen den relativ großen Ländern Ungarn, Tschechien und Polen –, handelt es sich hierbei um ein Klumpenrisiko. Ein Merkmal der Schuldnerländer ist, dass sie zu nennenswerten Teilen Fremdwährungskredite aufgenommen haben. Wenn es zu einer starken Abwertung ihrer jeweiligen Währung kommt, dann steigt die Schuldenlast. Das bedeutet für die Gläubiger: Sie tragen zwar kein Wechselkursrisiko, sind aber von einem Ausfallrisiko ihrer Schuldner bedroht. Schwierigkeiten im Bereich dieser privaten Kreditbeziehungen

## Kredit-Einlagen-Verhältnis von Banken in Mittel- und Osteuropa

Tabelle 2

im Jahr 2009, in Prozent

|            |     |
|------------|-----|
| Lettland   | 247 |
| Ukraine    | 237 |
| Estland    | 199 |
| Litauen    | 196 |
| Ungarn     | 133 |
| Rumänien   | 120 |
| Russland   | 116 |
| Polen      | 107 |
| Tschechien | 77  |

Estland, Lettland, Litauen: 2008.  
Quelle: Unicredit Group, 2009

können das Finanzsystem so weit schädigen, dass in der Folge auch die Realwirtschaft leidet und dementsprechend auch der staatliche Sektor.

Die österreichische Bank Erste Group (2009) und die Nationalbank Tschechiens (CNB, 2009) haben (zu Recht) darauf hingewiesen, dass die Ermittlung von Gefährdungspotenzialen auf Basis der genannten konsolidierten Bankenstatistik der BIZ irreführend ist: Wenn beispielsweise eine österreichische Bank Eigentümer einer tschechischen Bank ist, dann werden alle Forderungen dieser Bank als Risikoposition der österreichischen Bank gegenüber Tschechien aufgefasst. Solche Risikopositionen

(Exposures) sind jedoch je nach Konstellation unterschiedlich zu bewerten (Tabelle 2). Wenn die tschechischen Banken ihre Forderungen beispielsweise überwiegend mit tschechischen Einlagen finanzieren – das Verhältnis ihrer Kredite zu den Einlagen betrug im Jahr 2009 77 Prozent (Unicredit Group, 2009) –, dann ist diese Risikoposition eher unproblematisch. In Ungarn hingegen sind die Risikopositionen problematisch, weil ungarische Banken ein relativ ungünstiges Kredit-Einlagen-Verhältnis (133 Prozent im Jahr 2009) aufweisen. Die in der Presse genannten Exposures waren darum quantitativ und qualitativ irreführend, jedenfalls unpräzise.

Weitere auffällige Risikopositionen ergeben sich aus Nachbarschaftsexposures (Tabelle 3). Beispielsweise haben spanische Banken relativ hohe Risikopositionen gegenüber portugiesischen Banken (6 Prozent ihrer Forderungen gegenüber dem Ausland). Portugiesische Banken wiederum haben relativ hohe Risikopositionen bei spanischen Kreditinstituten (20 Prozent ihrer Forderungen gegenüber dem Ausland). Französische Banken haben relativ hohe Forderungen gegenüber italienischen (12 Prozent ihrer Forderungen gegenüber dem Ausland) und spanischen Banken (5 Prozent ihrer Forderungen gegenüber dem Ausland). Schwedische Banken halten relativ hohe Forderungen gegenüber den Banken der baltischen Staaten.

Die Forderungen gegenüber den mittel- und osteuropäischen Ländern hängen mit deren Transformationsprozess zusammen. Dabei haben typischerweise ausländische Banken den überwiegenden Teil des Bankgeschäfts in diesen Ländern



## Ausgewählte Schuldner und deren wichtigste Gläubiger in Europa

Tabelle 3

Risikopositionen bei ausländischen Gläubigerbanken, in Milliarden US-Dollar

| Schuldnerbanken<br>in ... | Gläubigerbanken<br>in ... | Kredite         |                 |
|---------------------------|---------------------------|-----------------|-----------------|
|                           |                           | 1. Quartal 2009 | 3. Quartal 2009 |
| Portugal                  | Spanien                   | 80              | 83              |
|                           | Deutschland               | 48              | 45              |
|                           | Frankreich                | 31              | 34              |
| Italien                   | Frankreich                | 470             | 483             |
|                           | Deutschland               | 233             | 203             |
|                           | Vereinigtes Königreich    | 75              | 77              |
| Griechenland              | Frankreich                | 80              | 73              |
|                           | Schweiz                   | 55              | 59              |
|                           | Deutschland               | 42              | 39              |
| Spanien                   | Deutschland               | 280             | 240             |
|                           | Frankreich                | 194             | 191             |
|                           | Niederlande               | 127             | 124             |
| Irland                    | Deutschland               | 227             | 183             |
|                           | Vereinigtes Königreich    | 206             | 184             |
|                           | Frankreich                | 105             | 71              |
| Polen                     | Deutschland               | 53              | 52              |
|                           | Italien                   | 50              | 40              |
|                           | Niederlande               | 42              | 34              |
| Rumänien                  | Österreich                | 43              | 42              |
|                           | Frankreich                | 17              | 16              |
|                           | Italien                   | 13              | 13              |
| Tschechien                | Österreich                | 61              | 55              |
|                           | Belgien                   | 50              | 47              |
|                           | Frankreich                | 31              | 32              |
| Ungarn                    | Österreich                | 37              | 36              |
|                           | Deutschland               | 35              | 33              |
|                           | Italien                   | 24              | 26              |

Quelle: BIZ, 2010

übernommen. Das Niveau der Forderungen eines Landes hängt dann davon ab, wie sehr sich seine Banken in Schwellenländern Mittel- und Osteuropas engagiert haben. Beispielhaft sei die Unicredit Group aus Italien mit ihrem polnischen Engagement bei den Banken Pekao SA und BPB genannt.

## 3.3 Die vertraglichen Regelungen in der EU

### 3.3.1 Krisenhilfen für EWU-Länder

Was im Fall eines drohenden Staatsbankrotts in der EU und in der EWU unternommen werden kann, soll mithilfe einer Analyse der einschlägigen Vorschriften des AEU-Vertrags<sup>22</sup> geklärt werden (siehe Anhang). Zunächst einmal ist festzustellen, dass es im AEU-Vertrag keine Regelungen für den Fall einer staatlichen Insolvenz gibt. Damit ähnelt der AEU-Vertrag dem allgemeinen Völkerrecht (vgl. Abschnitt 2.1). Gleichwohl ist eine Reihe von Artikeln des AEU-Vertrags für die Beantwortung der Frage nach einer möglichen Insolvenz eines EU-Staates von Bedeutung.

Eine wichtige Regel im EU-Vertrag ist Artikel 125 AEU-Vertrag (ex Artikel 103 EG-Vertrag), die sogenannte No-Bailout-Klausel. Danach gilt ein Haftungsausschluss der Union für Verbindlichkeiten eines Mitgliedstaates. Ebenso wenig haftet ein Mitgliedstaat für die Schulden eines anderen Mitgliedstaates. Artikel 125 (ex 103) wird in der juristischen Kommentierung streng ausgelegt, das heißt, aus der Formulierung wird geschlossen, dass sowohl die Haftung als auch ein Eintreten der Union oder der Mitgliedstaaten für Verbindlichkeiten eines anderen Mitgliedstaates verboten sind (Hattenberger, 2008b, 1192). Artikel 125 (ex 103) ist mit der zweiten Stufe der Europäischen Währungsunion am 1. Januar 1994 für alle Mitgliedstaaten der EU in Kraft getreten (Gnan, 2003, Randnummer<sup>23</sup> 1). Diese Bestimmung, welche die Eigenverantwortung für die Haushaltspolitik eines Mitgliedstaates sicherstellen und ihn der Disziplinierung durch die Kapitalmärkte unterwerfen soll, führt bei konsequenter Anwendung dazu, dass ein Staatsbankrott eines Mitgliedstaates der Währungsunion nicht ausgeschlossen ist (Gnan, 2003, Nr. 3; Part, 2004, Nr. 2). Risikoaufschläge, die insbesondere im Jahr 2008 größer wurden und im Spätwinter 2008/2009 ihren vorläufigen Höhepunkt erreichten, sowie Herabstufungen einiger Mitgliedstaaten der EWU durch Ratingagenturen (vgl. Abschnitt 3.1.1) zeigen, dass die Märkte damals ähnlich dachten.<sup>24</sup>

<sup>22</sup> Am 1. Dezember 2009 ist der Vertrag von Lissabon in Kraft getreten, mit dem die bisherigen Verträge reformiert wurden. Der Lissabonner Vertrag umfasst den Vertrag über die Europäische Union (EU-Vertrag) und den Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEU-Vertrag). Die hier relevanten Rechtsvorschriften sind im AEU-Vertrag enthalten. Sie haben sich gegenüber den Regelungen im EG-Vertrag inhaltlich nicht verändert, abgesehen von einigen redaktionellen Anpassungen. Geändert hat sich jedoch die Nummerierung der Artikel. Daher werden im Text die neuen und in Klammern die alten Artikelnummerierungen verwendet. Dies geschieht, weil die neue Nummerierung noch weitgehend unbekannt ist und auch weil die hier verwendeten Kommentierungen sich noch auf die Nummerierung im bis zum 1. Dezember 2009 geltenden EG-Vertrag beziehen. Im Anhang sind beide Fassungen der einschlägigen Rechtsvorschriften gegenübergestellt.

<sup>23</sup> Im Folgenden zitiert als „Nr.“.

<sup>24</sup> Wie Abschnitt 5.1 deutlich machen wird, hat sich dies im Februar 2009 durch die Zusage, gegebenenfalls einen Schutzschirm aufzuspannen, verändert, da nun ein Staatsbankrott wohl entgegen der No-Bailout-Klausel durch die EWU-Staaten verhindert werden würde.

Artikel 125 (ex 103) muss in Verbindung mit Artikel 123 AEU-Vertrag (ex 101 EG-Vertrag) gesehen werden, welcher der Europäischen Zentralbank (EZB) die Gewährung von Krediten an die öffentlichen Haushalte untersagt – ebenso wie den unmittelbaren Erwerb von Schuldtiteln der öffentlichen Hand. Diese Regelung soll ebenfalls zur nationalstaatlichen Haushaltsdisziplin und zur Vermeidung von Moral Hazard beitragen.

Freilich gilt auch hier wie so oft der Grundsatz, dass es keine Regel ohne Ausnahme gibt. Im juristischen Schrifttum wird die Bestimmung in Artikel 122 Absatz 2 AEU-Vertrag (ex 100, 2 EG-Vertrag) von einigen Autoren als eine Ausnahme von der No-Bailout-Klausel bezeichnet (Gnan, 2003, Nr. 24 ff.; Hattenberger, 2008b, Nr. 3). Andere Autoren sprechen von einem Gegengewicht zur No-Bailout-Klausel, das den Grundsatz der Nichthaftung abmildern soll (Bandilla, 2006, Nr. 9). Danach kann der Rat der EU mit qualifizierter Mehrheit beschließen, unter bestimmten Bedingungen einem Mitgliedstaat einen finanziellen Beistand der Union zu gewähren, wenn das Land aufgrund von Naturkatastrophen oder außergewöhnlichen Ereignissen, die sich seiner Kontrolle entziehen, von Schwierigkeiten betroffen oder von gravierenden Schwierigkeiten ernstlich bedroht ist. Die außergewöhnlichen Ereignisse können sowohl politischer als auch wirtschaftlicher Art sein. Diese Bestimmung gilt seit dem Inkrafttreten der dritten Stufe der Europäischen Währungsunion am 1. Januar 1999 für alle Mitgliedstaaten der EU (Hattenberger, 2008a, Nr. 1). Nur Länder, die noch nicht zur EWU gehören, können auch Zahlungsbilanzhilfen nach Artikel 143 AEU-Vertrag (ex 119 EG-Vertrag) in Anspruch nehmen (siehe Abschnitt 3.3.2). In der juristischen Kommentierung wird darauf hingewiesen, dass der Wortlaut des Artikels für den finanziellen Beistand nicht verlangt, dass die (wirtschaftlichen) Schwierigkeiten unverschuldet sind, und es wird auch kein Zusammenhang mit den Bestimmungen zur Koordinierung der Wirtschaftspolitik hergestellt (Bandilla, 2006, Nr. 10).<sup>25</sup> Artikel 122 Absatz 2 (ex 100, 2) gilt als einziges Vertragsinstrument, um einem Mitgliedstaat der Währungsunion in ernsthaften Schwierigkeiten mit gemeinschaftlichen Finanztransfers zu helfen (Bandilla, 2006, Nr. 9).

In der Literatur wird diskutiert, ob die Möglichkeit zum finanziellen Beistand nach Artikel 122 Absatz 2 (ex 100, 2) nicht zu einer Aufweichung der No-Bailout-Klausel führt. Dabei wird zum einen die These vertreten, Inkonsistenzen bestünden nicht (Gnan, 2003, Nr. 28). Zum anderen wird darauf hingewiesen, dass das

---

<sup>25</sup> „Eine Vertrauenskrise um die Schulden eines Mitgliedslandes würde diesen Tatbestand erfüllen. Eine derartige Situation wäre zwar durch langjährige Schuldenanhäufung vom betreffenden Land selbst verschuldet, die Frage der Schuldzuweisung spielt aber in dieser Bestimmung für die Zulässigkeit eines Gemeinschaftsbeistandes keine Rolle. Es wird lediglich auf das Vorliegen einer nicht mehr kontrollierbaren Krisensituation abgestellt, ohne deren Ursachen zu berücksichtigen“ (Heinemann, 1995, 160).

Verhältnis zwischen den beiden Vorschriften noch nicht geklärt bis problematisch sei (Häde, 2007b, Nr. 7; Jochum, 2004, Nr. 6). Schlag (2000, 113) sieht sogar eine direkte Konkurrenzbeziehung der No-Bailout-Klausel zum finanziellen Beistand und zur Idee der EU als Solidargemeinschaft. Nach Häde (2009, 273) kann und soll die No-Bailout-Klausel Hilfestellungen für Mitgliedstaaten in Not nicht verhindern. Die Vorschrift des Artikels 122 Absatz 2 (ex 100, 2) gebe es gerade deshalb, weil die wirtschaftlich schwächeren Länder bei der Einführung des Euro nicht auf ein Sicherheitsnetz verzichten wollten. Wichtig ist, dass in den Kommentierungen eine enge Auslegung der Regelungen zum finanziellen Beistand gefordert wird, sodass dieser Artikel keine Grundlage für einen Finanzausgleich in der EU bieten dürfte (Häde, 2007a, Nr. 11).

Aus ökonomischer Sicht dürften die Voraussetzungen für den finanziellen Beistand nach Artikel 122 Absatz 2 (ex 100, 2) dann erfüllt sein, wenn ein Land von einem (schweren) wirtschaftlichen Schock getroffen wird (Häde, 2007a, Nr. 4). Von einem solchen kann in Anbetracht der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise in einzelnen Fällen sicherlich ausgegangen werden. Man kann einem Mitgliedstaat mit Zahlungsschwierigkeiten vernünftigerweise nicht pauschal vorwerfen, dass sein Budgetdefizit in der Krise stark gestiegen ist. Es war sinnvoll, die automatischen Stabilisatoren wirken zu lassen und zusätzlich eine antizyklische Wirtschaftspolitik zu betreiben, da nach allgemeiner Auffassung die Große Depression in den 1930er Jahren durch eine prozyklische Wirtschaftspolitik noch verstärkt wurde (Grömling et al., 2009). Für die meisten Ökonomen war die im Jahr 2007 einsetzende und im Jahr 2008 verschärfte Krise von keynesianischen Elementen geprägt. Die Nachfrage brach mit schnellem Tempo ein, was die Angebotsseite der Volkswirtschaften überforderte. Insofern war eine antizyklische Nachfragepolitik ökonomisch gerechtfertigt.

Artikel 122 Absatz 2 (ex 100, 2) erwähnt allgemein einen „finanziellen Beistand der Gemeinschaft“. Ausweislich der juristischen Kommentierung sind danach Kredite (eventuell zu Vorzugsbedingungen), Bürgschaften und Beihilfen, aber auch jede andere Art von finanziellem Transfer möglich (Bandilla, 2006, Nr. 11). Ein finanzieller Beistand in Form von Krediten und/oder rückzahlbaren Zuschüssen würde sicherlich zu geringeren Konflikten mit der No-Bailout-Klausel führen als Beihilfen oder Bürgschaften.

Bei einer Finanzierung aus dem Gemeinschaftshaushalt der EU ist Folgendes zu beachten. Der Gemeinschaftshaushalt<sup>26</sup> beträgt im Jahr 2010 gemessen an den

---

<sup>26</sup> Gemäß der endgültigen Feststellung des Gesamthaushaltsplans der Europäischen Union für das Haushaltsjahr 2010, in: Amtsblatt der Europäischen Union, Nr. L 64 vom 12. März 2010.

Einnahmen (Eigenmittel) 121,5 Milliarden Euro. Die damit finanzierten Ausgaben sind jedoch schon zum größten Teil festgelegt, sodass hier kaum Spielraum für Hilfsmaßnahmen zugunsten von Staaten in finanziellen Schwierigkeiten besteht. Spielraum bestünde jedoch gegebenenfalls im Ausmaß der nicht ausgeschöpften Eigenmittellobergrenze, wie sie vom Rat im Juni 2007 beschlossen wurde.<sup>27</sup> 121,5 Milliarden Euro entsprechen rund 1,03 Prozent des gemeinsamen Bruttonationaleinkommens (BNE). Die Eigenmittellobergrenze liegt bei 1,24 Prozent des gemeinsamen BNE, woraus sich ein möglicher Spielraum von rund 25 Milliarden Euro errechnen lässt. Dieser Betrag müsste von den EU-Mitgliedstaaten im Wesentlichen nach ihrem Anteil am gemeinsamen BNE aufgebracht werden. Die Finanzierung von Hilfsmaßnahmen aus der Aufnahme von Anleihen geschieht dagegen außerhalb des EU-Haushalts und wird damit nicht von der Eigenmittellobergrenze beschränkt.

Schließlich ist zu beachten, dass nach dem Wortlaut des Artikels 122 Absatz 2 (ex 100, 2) der finanzielle Beistand vom Rat unter bestimmten Bedingungen gewährt werden kann. In der juristischen Literatur wird daraus der Schluss gezogen, dass finanzielle Hilfen mit wirtschaftspolitischen Auflagen verbunden werden können (Häde, 2007a, Nr. 8; Part, 2004, Nr. 7). Dies ist ein Vorgehen, das auch der IWF bei seinen Hilfsprogrammen anwendet.

## **Zwischenfazit**

Es ist keineswegs sicher, dass die EU ein Mitgliedsland der EWU bankrottgehen lässt. Sie hat die vertraglichen Möglichkeiten, im Vorfeld zu versuchen, einen drohenden Staatsbankrott mittels finanziellen Beistands zu verhindern. Anfang des Jahres 2009 hatte sich auch der damalige deutsche Finanzminister Steinbrück dahingehend geäußert, dass Deutschland bereit wäre, mit anderen tätig zu werden, um ein Land vor dem Bankrott zu bewahren (SZ, 2009, 1). Es wurde auch die Möglichkeit diskutiert, dass bonitätsstarke Mitgliedstaaten mit erstklassigen Ratings Anleihen ausgeben könnten und die eingenommenen Mittel an Mitgliedstaaten mit finanziellen Schwierigkeiten weiterleiten.

### **3.3.2 Krisenhilfen für EU-Mitglieder außerhalb der EWU**

Für unsere Fragestellung ist auch Artikel 143 AEU-Vertrag (ex 119 EG-Vertrag) von Bedeutung, der aber nur für die EU-Mitglieder gilt, die noch nicht den Euro eingeführt haben (sogenannter mittelfristiger oder gegenseitiger finanzieller

---

<sup>27</sup> Beschluss des Rates vom 7. Juni 2007 über das System der Eigenmittel der Europäischen Gemeinschaften (2007/436/EG, Euratom).

Beistand). Diese Vorschrift sieht Schutzmaßnahmen bei Zahlungsbilanzschwierigkeiten und einen finanziellen Beistand vor, wenn die Schwierigkeiten eines Landes dazu führen können, unter anderem das Funktionieren des Gemeinsamen Marktes zu gefährden. Auf der Grundlage dieses Artikels hat die EU im November 2008 Ungarn ein Darlehen von 6,5 Milliarden Euro zur Verfügung gestellt. Im Januar 2009 erhielt Lettland eine Zahlungsbilanzhilfe in Höhe von 3,1 Milliarden Euro. Außerdem wurde Rumänien im März 2009 ein Darlehen von 5 Milliarden Euro zugesagt. Bereits im Jahr 1993 hatte Italien einen Beistandskredit in Höhe von 8 Milliarden ECU zur Stützung seiner Zahlungsbilanz und für ein wirtschaftliches Anpassungs- und Reformprogramm erhalten (EU-Kommission, 1994, 4). Zur Finanzierung kann die EU-Kommission Anleihen auf den Kapitalmärkten oder bei Finanzinstitutionen aufnehmen. Sie hat seit dem Auftakt im Dezember 2008 mehrere Anleihen begeben.<sup>28</sup> Dies ist freilich in Artikel 143 (ex 119) so gar nicht vorgesehen. Dort ist vielmehr von der Bereitstellung von Krediten durch andere Mitgliedstaaten die Rede. Die EU hat als Rechtsgrundlage für die Fazilität des mittelfristigen finanziellen Beistands zur Stützung der Zahlungsbilanzen der Mitgliedstaaten (VO [EG] 332/2002) denn auch den damals gültigen Artikel 308 EG-Vertrag<sup>29</sup> herangezogen. Er gilt als Kompetenzergänzungs- oder -abrundungsklausel (Geiger, 2004, 972; Oppermann, 2005, 155) und hat bestimmt, dass der Rat einstimmig die geeigneten Vorschriften erlassen kann, wenn ein Tätigwerden der Gemeinschaft im Rahmen des Gemeinsamen Marktes erforderlich wird und im EG-Vertrag die dafür erforderlichen Befugnisse nicht vorgesehen sind.

Das Kreditvolumen, das im Rahmen dieser Fazilität vergeben werden kann, ist im Dezember 2008 von 12 Milliarden Euro auf 25 Milliarden Euro und im Mai 2009 auf 50 Milliarden Euro erhöht worden (Rat der Europäischen Union, 2009a; 2009b). Auch die Zahlungsbilanzfazilität kann mit wirtschaftspolitischen Auflagen verbunden werden (EU-Kommission, 2005, 1). Allerdings könnten die Auflagen wahrscheinlich weniger streng ausfallen als die Bedingungen nach Artikel 122 Absatz 2 (ex 100, 2) (ähnlich: Gnan, 2003, Nr. 31), da die Empfängerländer nicht zur Europäischen Währungsunion gehören und damit der Konflikt mit der No-Bailout-Klausel nicht so scharf ausfällt. Presseberichten zufolge wollte Rumänien im Verlauf der Finanzkrise lieber EU-Hilfen in Anspruch nehmen als Mittel vom IWF. Der rumänische Staatspräsident wird mit den Worten zitiert: „Es geht billiger von der EU“ (Handelsblatt, 2009b, 7). Dann einigte sich das

---

<sup>28</sup> Unter anderem: ISIN EU000A0T4N87, EU000A0T61X8 und EU000A0T74M4.

<sup>29</sup> Artikel 308 EG-Vertrag ist durch den Vertrag von Lissabon geändert worden, was aber in diesem Zusammenhang nicht relevant ist.

Land aber doch im Frühjahr 2009 mit dem IWF auf einen Beistandskredit in Höhe von 17 Milliarden US-Dollar (EurActiv, 2009; IMF, 2009c).

### **Zwischenfazit**

Prinzipiell ist es zwar möglich, politisch aber kaum vorstellbar, dass die EU den Staatsbankrott eines Mitgliedstaates tatenlos hinnimmt (Seidel, 1995, 797 f.). Mit einem solchen Bankrott wären nämlich beträchtliche Risiken für den gemeinsamen Binnenmarkt und die Europäische Währungsunion, aber auch für die Banken- und Finanzsysteme einzelner EU-Mitgliedstaaten verbunden (Bofinger, 1997, 14 f.; Häde, 2007b, Nr. 9; Heinemann, 1995, 161). Zum Beispiel können negative Spill-Over-Effekte für die private Investitionstätigkeit in allen EU-Mitgliedstaaten auftreten (Schlag, 2000, 113). Schließlich würde der Bankrott eines EU-Mitgliedstaates auch der friedensstiftenden Idee der europäischen Integration einen schweren Schlag versetzen. Aus politikwissenschaftlicher Sicht wird darauf hingewiesen, dass die EU sich nicht nur als Solidargemeinschaft ansieht, sondern auch so handelt (Kielmannsegg, 2009). Es kann daher angenommen werden, dass die Politiker den erreichten integrationspolitischen Fortschritt in der EU nicht gefährden wollen (Berthold, 1996, 225) und im Vorfeld finanzielle Hilfsmaßnahmen ergreifen werden. Wenn man zu einem Anglizismus greifen will, könnte man die Situation mit den Worten „too connected to fail“ umschreiben.

Dementsprechend hieß es in der gemeinsamen Presseerklärung anlässlich des informellen Gipfeltreffens der Staats- und Regierungschefs am 1. März 2009 in Brüssel (Rat der Europäischen Union, 2009c): „Der Rat (Wirtschaft und Finanzen) wird beauftragt, die Lage wachsam zu überprüfen und dabei eng mit der Kommission zusammenzuarbeiten und erforderlichenfalls auf der Grundlage aller verfügbaren Instrumente Maßnahmen für die Unterstützung von Ländern auszuarbeiten, die mit vorübergehenden Ungleichgewichten konfrontiert sind.“ Ausdrücklich wird auch die Rolle der Europäischen Investitionsbank (EIB) betont.

Falls ein Staatsbankrott nicht verhindert werden kann, dann ist der Austritt des betroffenen Landes aus der EWU nicht auszuschließen, auch wenn das nicht besonders wahrscheinlich ist. Ein Austritt aus der EWU ist im EU-Vertrag allerdings gar nicht vorgesehen. Der am 1. Dezember 2009 in Kraft getretene Vertrag von Lissabon sieht nur ein Recht zum Austritt aus der EU vor. Was in einem solchen Fall mit der Teilnahme an der gemeinsamen Währung geschieht, ist dort nicht geregelt. Allerdings wird in der juristischen Literatur darauf verwiesen, dass es einer solchen Regelung nicht bedarf, da völkerrechtlich der Austritt eines Landes ohnehin möglich sei (Fischer, 2005, 216).

Als unbefriedigend erweist es sich, dass der EU-Vertrag keine eindeutige Regelung für den Fall eines drohenden Staatsbankrotts enthält. Zwar existieren mit Artikel 122 Absatz 2 AEU-Vertrag (ex 100, 2) und Artikel 143 AEU-Vertrag (ex 119) durchaus Möglichkeiten, einem Staat zu helfen, der in Zahlungsschwierigkeiten geraten ist. Dem steht aber auf der anderen Seite die No-Bailout-Klausel entgegen, die ja gerade verhindern soll, dass ein Mitgliedstaat der EU seine finanziellen Schwierigkeiten auf die anderen Mitgliedstaaten oder die EU abwälzen kann. Damit bleibt letztlich offen, was im Ernstfall passiert.

### 3.4 Extremszenarien

Es ist zu hoffen und durchaus wahrscheinlich, dass mögliche Bailouts auf einzelne und kleine EU-Länder konzentriert bleiben und die Lage beruhigen würden, sodass weitere Risiken begrenzt blieben. Staatsbankrotte in der EU würden dann weitgehend ausgeschlossen sein.

Allerdings muss hier auch auf den sehr unwahrscheinlichen Fall von Extremszenarien verwiesen werden, in denen es zu verbreiteten Staatsbankrotten in der EU kommen könnte. Das wäre dann denkbar, wenn die bonitätsstarken Länder Deutschland, Frankreich und einige nordeuropäische Staaten in ihrer Verschuldungsfähigkeit überfordert werden und die Finanzmärkte deshalb auch ihre Solidität in Zweifel ziehen würden. In der Folge würden Rating-Herabstufungen drohen und die Zinsen auch für die Staatsanleihen der bonitätsstarken Staaten deutlich steigen – mit der Gefahr einer sich selbst erfüllenden Spekulation gegen diese Staaten.

Abschnitt 3.2 hat deutlich gemacht, dass auch bonitätsstarke Länder wie Deutschland durch die Verluste verletzbar sind, die sich bei (sehr unwahrscheinlichen) Staatsbankrotten einzelner EU-Staaten ergeben könnten. Darüber hinaus sind zwei weitere Extremszenarien denkbar, welche die gleichen Folgen hätten:

#### **Überforderung bonitätsstarker EU-Staaten durch Bailouts anderer EU-Länder**

Der Finanzierungsbedarf für mögliche Bailouts hängt von deren Volumen und Anzahl ab. Umfangreiche finanzielle Hilfspakete könnten nötig sein, falls große EU-Länder wie Italien und Spanien Finanzierungsprobleme bekommen. Eine hohe Anzahl von finanziell begrenzten Rettungsaktionen könnte entstehen, falls mehrere kleinere Länder wegen Ansteckungseffekten in Schwierigkeiten geraten. In beiden Fällen würde der Kapitalbedarf für weitere Rettungsaktionen möglicherweise so stark zunehmen, dass die Risikoaufschläge auf die EU-Anleihen zu deren Finanzierung stark steigen. Alternativ könnten dann die bonitätsstarken



Länder selbst Anleihen zu günstigeren Konditionen aufnehmen und die Hilfspakete zu erheblichen Teilen mitfinanzieren. Das würde die Schuldenlasten vor allem auf Deutschland und wohl auch auf Frankreich konzentrieren. Falls die Finanzmärkte dies kritisch sehen und mit deutlichen Risikoaufschlägen beantworten würden, müssten die bonitätsstarken Länder erwägen, ihre Hilfen zu begrenzen. Andernfalls könnten sie selbst mit in den Strudel gezogen werden, was gravierende Konsequenzen für den Wirtschaftsraum EU und darüber hinaus hätte.

Dann blieben nur noch der IWF oder kapitalstarke Staaten außerhalb Europas übrig, um die Rettungspakete für die in Not geratenen EU-Länder zu finanzieren. Falls die potenziellen Helfer dazu nicht in der Lage oder nicht bereit wären, gäbe es noch die theoretische Möglichkeit, dass die EZB die Staatsanleihen der Krisenstaaten am Primärmarkt aufkauft. Da dies eine Änderung des EU-Vertrags nötig machen und somit einen geldpolitischen Dammbruch darstellen würde, ist dieser Weg sehr unwahrscheinlich. Ohne fremde Hilfe wären dann Staatsbankrotte einzelner EU-Staaten nicht mehr ausgeschlossen.

### **Überforderung bonitätsstarker EU-Staaten durch heimische Entwicklungen**

Eine starke Erhöhung der Staatsverschuldung der bonitätsstarken EU-Länder könnte dann erforderlich werden, wenn sich erheblicher zusätzlicher Kapitalbedarf ergibt – etwa durch einen tatsächlichen Zugriff auf die enormen staatlichen Bankengarantien oder eine Aufstockung unzureichender Bailouts und Konjunkturpakete. Auch dann, wenn sich die konjunkturellen Perspektiven nicht nachhaltig verbessern, etwa weil die Konjunkturpakete nicht ausreichend greifen und sich die Wirtschaftskrise vertieft und verlängert, könnte das Vertrauen in die bonitätsstarken EU-Länder erodieren. Wenn selbst die zentralen Säulen der EU ins Wanken gerieten, drohten aufgrund von Ansteckungseffekten unabsehbare Konsequenzen für die EU.

Es sei aber betont, dass es sich bei den hier angestellten Überlegungen derzeit nur um Gedankenspiele handelt, die extreme Szenarien bis zu ihrer letzten Konsequenz durchdenken.

# 4

## Möglichkeit eines Staatsbankrotts in den USA

### 4.1 Gefährdungspotenzial

#### 4.1.1 Indikatoren für die Gefährdung

Ein Staatsbankrott in den USA erscheint derzeit unwahrscheinlich. Zwar ist die Belastung des Staatshaushalts enorm, sei es durch die Konjunkturprogramme oder die Hilfspakete für die Banken, den Versicherer American International Group (AIG), die Immobilienfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac, die Autoindustrie und die Immobilienbesitzer. Doch es besteht die Hoffnung, dass die Rettungsaktionen der US-Regierung und der Zentralbank Federal Reserve (Fed) die Konjunktur stabilisieren können und US-Präsident Obama mittelfristig einen nachhaltigen Konsolidierungskurs einschlägt.

Wie ernst die Lage derzeit gleichwohl ist, zeigen die in Abschnitt 3.1 eingeführten Anfälligkeitsindikatoren für einen Staatsbankrott (vgl. Abbildungen 1 bis 6):

- Der öffentliche Schuldenstand der USA wird nach Schätzung der EU-Kommission vom Herbst 2009 von gut 62 Prozent des BIP im Jahr 2007 auf fast 106 Prozent im Jahr 2011 steigen.
- Das öffentliche Budgetdefizit der US-Zentralregierung wird von der EU-Kommission für das Jahr 2011 auf über 13 Prozent des BIP prognostiziert.<sup>30</sup>
- Ein zusätzliches Risiko liegt im weiterhin hohen Leistungsbilanzdefizit von geschätzten rund 3,5 Prozent des BIP im Jahr 2009. Gegenüber dem Jahr 2006 mit rund 6 Prozent des BIP bedeutet das aber bereits eine merkliche Senkung. Sie resultiert vor allem aus der seitdem erlahmenden Wirtschaftsentwicklung, die das Importwachstum gedämpft hat, und aus der Abwertung des effektiven Wechselkurses des US-Dollar um rund 25 Prozent zwischen den Jahren 2002 und 2008, welche die Exporte stimuliert hat.
- Die Auslandsverschuldung aller Sektoren der USA entspricht ungefähr der US-Wirtschaftsleistung eines Jahres, was im internationalen Vergleich eher moderat ist. Allerdings ist die Auslandsverschuldungsquote in Prozent des BIP allein seit dem Jahr 2003 um 50 Prozent gestiegen.

<sup>30</sup> Das Congressional Budget Office geht in seiner Kurzstudie von Anfang März 2010 über den vom US-Präsidenten im Februar 2010 eingebrachten öffentlichen Haushalt für das Jahr 2011 von einem Staatsdefizit des Bundes von knapp 9 Prozent des BIP aus (CBO, 2010).

- Einen ähnlichen großen Zuwachs verzeichnete die Auslandsverschuldung des Staates selbst. Sie lag allerdings mit knapp 22 Prozent des BIP im Jahr 2008 auf einem relativ niedrigen Niveau.
- Die private Verschuldung beim Finanzsektor lag im Jahr 2007 in den USA bei mehr als 200 Prozent des BIP und damit sehr hoch. Relativierend wirkt hier aber, dass diese Quote seit dem Jahr 2000 mit rund 20 Prozent nur relativ wenig gestiegen ist.
- Die Bauinvestitionen brachen zwischen ihrem Höchststand im Jahr 2005 um rund 53 Prozent ein und werden sich voraussichtlich auch ab dem Jahr 2010 nur langsam erholen. Diese schwache Bautätigkeit hat die bereits erläuterten vielfältigen negativen Folgen für die Wirtschaftsentwicklung.

Alles in allem schätzen die Finanzmärkte das Risiko eines Staatsbankrotts in den USA derzeit als gering ein. Das Rating des Landes ist weiterhin sehr gut (AAA). Zwar kam wegen eines negativen Ausblicks auf das AAA-Rating des Vereinigten Königreichs die Frage auf, ob dies auch den USA drohen könne. Die Ratingagenturen haben ihre AAA-Bewertung für die USA aber bis auf weiteres bestätigt, wenngleich sie ein gewisses Abrutschen innerhalb der AAA-Kategorie sehen und eine konsequente Konsolidierungsstrategie einfordern (unter anderem Moody's, 2009). Die Zinsen auf zehnjährige US-Staatsanleihen sind nach der Verschärfung der Krise im Herbst 2008 zunächst sehr deutlich von rund 4 Prozent auf knapp über 2 Prozent zum Ende 2008 gesunken. Bis zum Frühjahr 2009 stiegen sie auf merklich über 3 Prozent und schwanken seitdem in einem Korridor zwischen gut 3 und knapp 4 Prozent.

#### **4.1.2 Gefahr einer US-Leistungsbilanzkrise?**

##### **Sorge vor Inflation und Abwertung**

Generell ist zu bedenken, dass die USA, die sich in eigener Währung verschulden, nicht bankrottgehen können (vgl. Abschnitt 2.1), wenn die Zentralbank die Schuldenaufnahme längerfristig mit der Notenpresse finanzieren würde. Das würde mittelfristig aber zu einem starken Anstieg der Inflation führen und damit das Risiko einer Leistungsbilanzkrise erhöhen. Denn bei höherer Inflation droht ein impliziter Teilbankrott durch Entwertung des Realwerts aus Sicht eines Gläubigers, der sein Geld in den USA verwerten will. Soll der Schuldendienst nicht in den USA verwendet werden, droht ebenfalls eine Entwertung, weil eine hohe Inflation sehr wahrscheinlich zu einer Abwertung des US-Dollar führen würde. Die Furcht der Anleger vor einem solchen Szenario kann schnell in einer Währungs- und Leistungsbilanzkrise münden, wie die Erfahrung in vielen Schwellen-

ländern gezeigt hat. Eine solche Krise könnte die Zahlungsfähigkeit des Staates in den USA erheblich gefährden, weil sie die Möglichkeit der USA gravierend einschränken würde, im Ausland neue Staatsschulden aufzunehmen und alte zu refinanzieren.

Die Frage, ob in den USA mit einem deutlichen Inflationsanstieg zu rechnen ist, wird aus verschiedenen Gründen diskutiert. Vor allem wird in der Inflation ein Mittel gesehen, um die Last der hohen Staatsschulden zu reduzieren (Fels, 2010). Aizenman/Marion (2009) berechnen beispielsweise, dass eine Inflationsrate von 6 Prozent über einen Zeitraum von vier Jahren die Schuldenstandsquote um 20 Prozent des BIP reduzieren würde. Darüber hinaus wird ein Inflationsanstieg befürchtet, weil die US-Notenbank die Geldmenge im Zuge der Krisenabfederung massiv expandieren ließ und fraglich ist, ob sie diesen potenziellen Inflationsdruck wieder rechtzeitig aus dem Markt nehmen kann und die politische Kraft dazu hat. Diese Sorgen haben sich bislang aber noch nicht in merklich steigenden Inflationserwartungen des Finanzmarktes niedergeschlagen.

### **Einflussfaktoren auf den US-Leistungsbilanzsaldo**

Auch aus anderen Gründen könnte es zu einer Leistungsbilanzkrise in den USA kommen und in der Folge zu einem indirekt verursachten Staatsbankrott. Im Weiteren werden daher wichtige Faktoren erörtert, die das US-Leistungsbilanzdefizit und dessen Aufrechterhaltung beeinflussen.

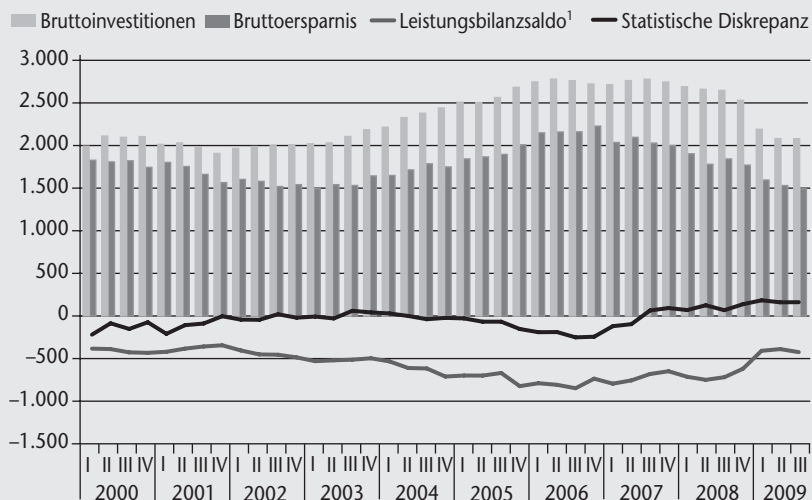
Zunächst wird der Blick auf das Zusammenspiel zwischen Bruttoersparnis und Bruttoinvestitionen (ohne Abschreibungen) gelenkt, deren Differenz dem Saldo der Leistungsbilanz entspricht (Grömling, 2005) – unter Einrechnung einer statistisch ausgewiesenen Restgröße, die teilweise nennenswerte Größenordnungen erreicht. Dabei wird deutlich, dass der Anstieg des US-Leistungsbilanzdefizits ab dem Jahr 2004 mit einem Zuwachs von Investitionen und Ersparnis (im Folgenden jeweils Bruttowerte) einherging, die Investitionen aber stärker zunahm (Abbildung 10). Ab Anfang 2007 ging die Ersparnis dann aber nach und nach zurück, während die Investitionen zunächst hoch blieben. Erst im Verlauf der Krise brachen sie – bei weiter rückläufiger Ersparnis – so stark ein, dass sich das Leistungsbilanzdefizit deutlich verringerte.

Dahinter stehen allerdings recht unterschiedliche Entwicklungen bei den verschiedenen Wirtschaftsakteuren (Abbildung 11). Mit Blick auf die Investitionen zeigt sich, dass der Anstieg ab dem Jahr 2004 zumeist auf die privaten Investitionen zurückzuführen ist. Dies gilt in noch stärkerem Maße für den Rückgang der Investitionen im Zuge der Wirtschaftskrise: Dieser beruht allein auf

# Bruttoersparnis, Bruttoinvestitionen und Leistungsbilanzsaldo in den USA

Abbildung 10

Angaben auf Jahreswerte hochgerechnet, in Milliarden US-Dollar



<sup>1</sup> Nettoneuverschuldung im Ausland, entspricht mit Abweichungen, die in der statistischen Diskrepanz ihren Niederschlag finden und auf Erfassungsprobleme zurückzuführen sind, dem Leistungsbilanzsaldo.  
Quellen: US Bureau of Economic Analysis, 2010; eigene Berechnungen

einem starken Einbruch der privaten Investitionen. Dagegen hat der Staat seine volumenmäßig deutlich kleineren Investitionen im gesamten betrachteten Zeitraum recht kontinuierlich ausgeweitet.

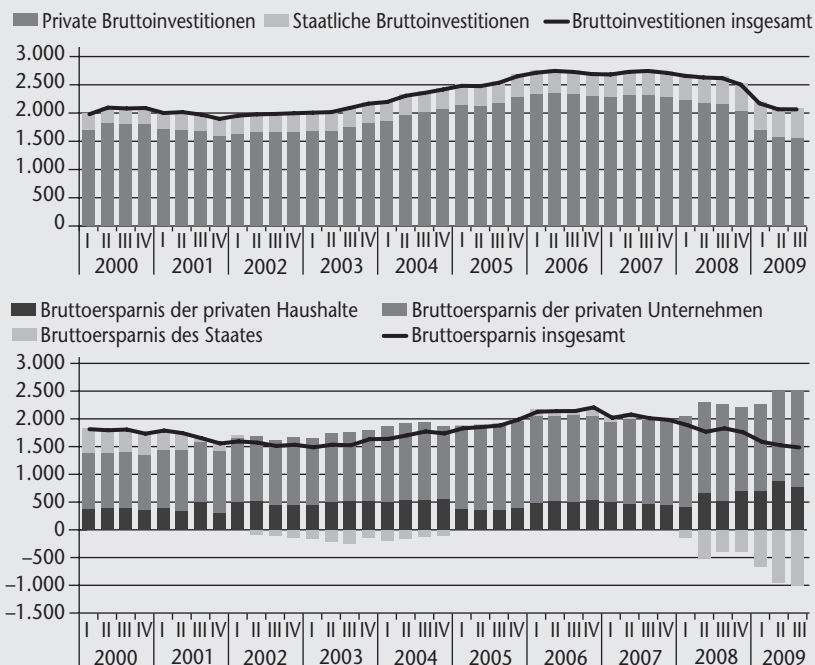
Bei der Ersparnis geht der Anstieg nach dem Jahr 2004 in erster Linie zurück auf die Ersparnis der privaten Unternehmen, die in den Quartalen seit dem Jahr 2000 mit wenigen Ausnahmen gewachsen ist. Einen positiven Beitrag leistete auch die staatliche Konsolidierung. Für den Rückgang der gesamten Ersparnis während der Wirtschaftskrise ist allein der Staat verantwortlich. Die Ersparnisse der privaten Unternehmen brachen im vierten Quartal 2008 zwar merklich ein, haben im dritten Quartal 2009 aber den Höchststand des dritten Quartals 2008 leicht überschritten. Auch die Ersparnis der privaten Haushalte stieg im Verlauf der Krise merklich an – allerdings reicht der Zuwachs bei weitem nicht aus, um die Zunahme des staatlichen Defizits auszugleichen.

Alles in allem ist der Rückgang des US-Leistungsbilanzdefizits vor allem auf den massiven Einbruch der privaten Investitionen zurückzuführen, der die starke Zunahme des staatlichen Budgetdefizits überwiegt. Damit zeichnen sich für die

# Komponenten der Bruttoersparnis und Bruttoinvestitionen in den USA

Abbildung 11

Angaben auf Jahreswerte hochgerechnet, in Milliarden US-Dollar



Quellen: US Bureau of Economic Analysis, 2010; eigene Berechnungen

Zukunft merkbliche Risiken ab. Mit dem (wenngleich verhaltenen) Aufschwung werden nämlich die privaten Investitionen wieder anziehen und die Ersparnis der privaten Haushalte wird mittelfristig zurückgehen (und möglicherweise auch die der privaten Unternehmen). Wenn es nicht gelingt, zugleich den Staatshaushalt energisch zu konsolidieren, würde dies auf eine starke Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits hinauslaufen.

Damit wird der Blick auf die Finanzierungsseite des Leistungsbilanzdefizits gelenkt. Denn gemäß den Grundsätzen der Zahlungsbilanz steht einem Leistungsbilanzdefizit notwendigerweise immer ein Kapitalbilanzdefizit – also ein Nettokapitalimport – gegenüber. Abbildung 12 macht deutlich, dass das vor allem ab dem Jahr 2004 bis zum dritten Quartal 2006 gestiegene Leistungsbilanzdefizit der USA mit einem in der Tendenz (und unter Berücksichtigung der ausgewiesenen

statistischen Diskrepanz) zunehmenden Nettokapitalimport einherging. Die Kapitalimporte waren also durchweg größer als die Kapitalexporte.

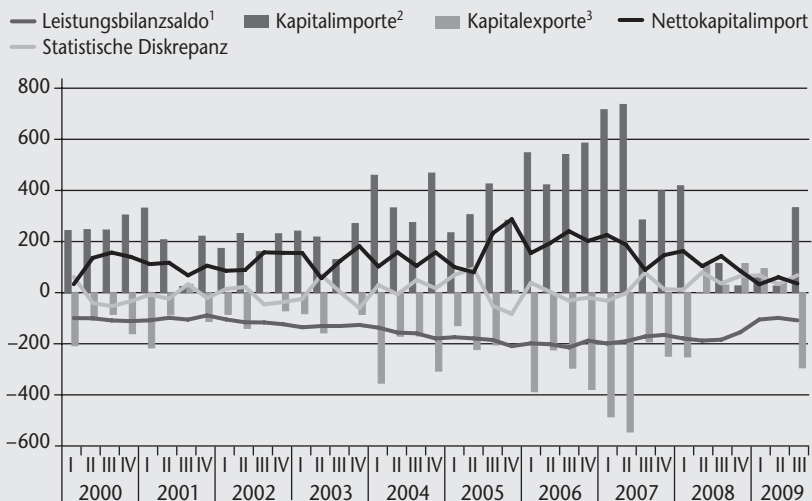
Schon kurz vor der Krise sind die Kapitalimporte aber abrupt abgeebbt, wurden teilweise sogar negativ und lebten erst im dritten Quartal 2009 wieder auf. Es ist nur deshalb im Krisenverlauf nicht zu einem entsprechenden Einbruch bei den Nettokapitalimporten gekommen, weil zugleich die Kapitalexporte plötzlich abnahmen und sogar Kapital aus dem Ausland zurückgeholt wurde. Dahinter stand in erster Linie das sogenannte Deleveraging der Geschäfts- und Investmentbanken, also der massive Abbau von vergebenen Krediten und anderen Forderungen im Ausland.

Ohne die Umkehr bei den Kapitalexporten hätte sich die Krise in den USA noch mehr zugespitzt. Bei einer Kapitalverknappung hätte nämlich ein Zinsanstieg die Binnennachfrage so sehr dämpfen müssen, bis sich das Leistungsbilanzdefizit, das ja durch die gesamtwirtschaftliche Übernachfrage in den USA bedingt ist, den stark gesunkenen (eventuell gar negativen) Nettokapitalimporten zwangsweise angepasst hätte.

## Leistungsbilanz und grenzüberschreitender Kapitalverkehr der USA

Abbildung 12

Quartalswerte, in Milliarden US-Dollar



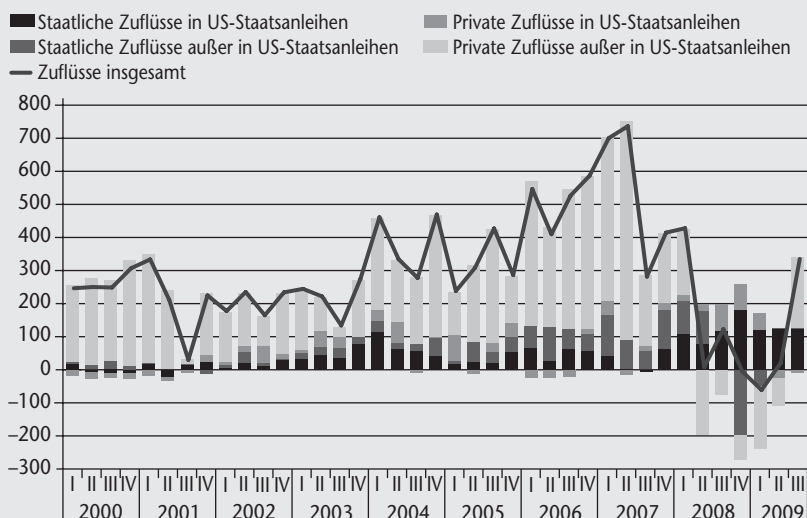
<sup>1</sup> Leistungsbilanzsaldo einschließlich Nettokapitalbilanztransaktionen; <sup>2</sup> Kapitalimporte einschließlich Nettotransaktionen mit Finanzderivaten, negatives Vorzeichen: Kapitalabfluss; <sup>3</sup> Positives Vorzeichen: Kapitalzufluss.

Quellen: US Bureau of Economic Analysis, 2010; eigene Berechnungen

## Kapitalzuflüsse in die USA

Abbildung 13

Quartalswerte, in Milliarden US-Dollar



US-Staatsanleihen (US-Treasuries): Treasury Bills mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr, Treasury Bonds und Notes mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr; negatives Vorzeichen: Kapitalabfluss.

Quellen: US Bureau of Economic Analysis, 2010; eigene Berechnungen

Die Erfahrung der Krise hat folglich gezeigt, dass die Kapitalzuflüsse in die USA einbrechen und so eine Leistungsbilanzkrise verursachen können. Daher wird im Folgenden die Struktur der Kapitalimporte der USA genauer betrachtet (Abbildung 13): In den Jahren des steigenden Leistungsbilanzdefizits – vor allem ab 2004 – kamen die Kapitalzuflüsse ganz überwiegend von privaten Investoren und flossen kaum in US-Staatsanleihen (US-Treasuries). Durch die Krise hat sich das Bild allerdings vollständig geändert. Schon ab dem zweiten Quartal 2008 waren sogar Abflüsse in dieser Kategorie zu verzeichnen. Ab dem vierten Quartal haben auch staatliche Stellen (in erster Linie ausländische Zentralbanken) Anlagen, die nicht US-Staatsanleihen waren, in starkem Maße verkauft. Positiv blieben in der Krise zwischen dem dritten Quartal 2008 und dem zweiten Quartal 2009 lediglich die Kapitalzuflüsse in US-Staatsanleihen.

Dahinter standen in erster Linie staatliche Stellen, teilweise aber auch private Investoren. Beide Anlegergruppen flohen offenbar in den als sicher geglaubten Hafen der US-Treasuries und stießen dafür risikoreichere Anlagen ab (siehe Abschnitt 4.1.3). Aufgrund dieser Entwicklung sanken die Zinsen von zehn-



jährigen US-Staatsanleihen von rund 4 Prozent zum Ende Oktober 2008 kurzzeitig auf rund 2 Prozent zum Ende Dezember 2008. In demselben Zeitraum wertete der US-Dollar deutlich auf.

Die Erfahrung mit den Kapitalabflüssen in der Krise stimmt zweifellos nachdenklich. Sie macht deutlich, dass private Investoren einem Land sehr schnell den Rücken kehren können. Das zeigt die Verwundbarkeit selbst der USA und lässt Fragen aufkommen, wie das vermutlich in Zukunft wieder steigende US-Leistungsbilanzdefizit finanziert werden kann. Positiv ist dagegen, dass vor allem ausländische Zentralbanken und deren Käufe von US-Staatsanleihen eine verlässliche Stütze in der Krise waren. Doch angesichts der Sorge vor einem ausufernden US-Staatsdefizit und vor einem merklichen Inflationsanstieg ist es ebenfalls fraglich, ob diese Stütze in Zukunft Bestand haben wird.

#### **4.1.3 Gefahr einer US-Staatsfinanzierungskrise?**

Kaufen ausländische Investoren weiterhin US-Staatsanleihen oder kommt es möglicherweise sogar – unabhängig von einer potenziellen Leistungsbilanzkrise – zu einer originären Staatsfinanzierungskrise und einem möglichen Staatsbankrott? Um diese Frage zu beantworten, wird zunächst das Verhalten ausländischer Käufer von US-Treasuries in der Vergangenheit und gerade auch während der Krise analysiert. Anschließend werden Überlegungen angestellt, inwieweit wichtige ausländische Zentralbanken in der Lage und bereit sein werden, sich an der Finanzierung des enormen US-Staatsdefizits zu beteiligen.

#### **Das Kaufverhalten ausländischer Anleger**

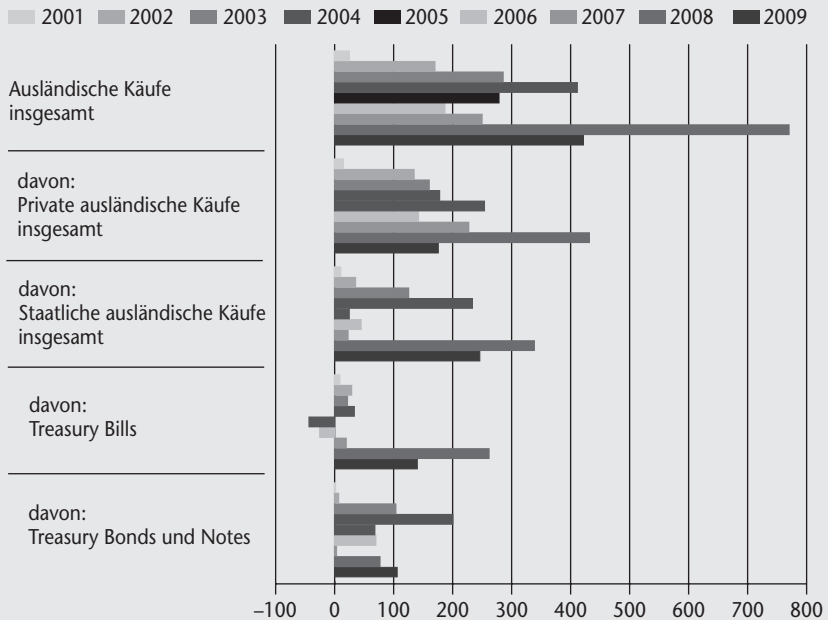
Im Jahr 2008 haben die USA deutlich mehr Staatsanleihen im Ausland abgesetzt als in den Vorjahren – sei es bei privaten oder bei staatlichen Investoren (Abbildung 14). Dies ist aber nur eingeschränkt als gutes Zeichen zu werten, weil es schon vor dem Konkurs der Investmentbank Lehman Brothers Zeichen für eine Zuspitzung der Finanzkrise gab und für Anleger somit auch schon zuvor das Motiv eine Rolle spielte, in den vermeintlich sicheren Hafen der US-Staatsanleihen zu fliehen. Dies ist jedoch als Sondereffekt zu werten, der nicht unbegrenzt in die Zukunft fortgeschrieben werden kann.

Einen Hinweis auf die zukünftige Entwicklung kann der genaue Blick auf den ausländischen Absatz von US-Staatsanleihen im Verlauf der Finanzkrise liefern. Dabei ist nicht nur zwischen privaten und staatlichen Investoren zu unterscheiden, sondern auch zwischen der Anlage in US-Staatsanleihen mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr (Treasury Bills) und solche mit längerer Laufzeit (Treasury Bonds und Notes).

## Ausländische Käufe von US-Staatsanleihen in den Jahren 2001 bis 2009

Abbildung 14

in Milliarden US-Dollar



US-Staatsanleihen (US-Treasuries): Treasury Bills mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr, Treasury Bonds und Notes mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr; negatives Vorzeichen: Verkäufe; 2009: bis Oktober.

Quellen: US Department of the Treasury, 2010; eigene Berechnungen

Abbildung 15 zeigt, dass zwischen September 2008 und Dezember 2008 im Zuge der Flucht in den vermeintlich sicheren Hafen sehr viele Käufe von US-Staatsanleihen getätigt wurden – mehr als 50 Prozent der Jahressumme. Allein im Oktober 2008 haben ausländische Investoren fast so viele US-Treasuries gekauft wie im gesamten Jahr 2006.

Betrachtet man den Verlauf im Jahr 2009, so zeigen sich bei den privaten Investoren relativ hohe Schwankungen und teilweise auch Monate, in denen sie per saldo US-Staatsanleihen verkauft haben. Dies bestätigt die These, dass die Verlässlichkeit ausländischer privater Investoren als US-Schuldenfinanzierer begrenzt ist. Glaubt man Pressemeldungen, so gingen Anfang 2010 große Investmentfonds dazu über, ihre Bestände an US-Staatsanleihen zu reduzieren. Sie fürchteten wegen des bevorstehenden Rückzugs der Zentralbanken aus der Krisenhilfe steigende Zinsen und fallende Kurse (Financial Times, 2010).

Dagegen erwiesen sich ausländische staatliche Investoren als verlässlicher (vgl. Abbildung 13). Sie haben – wenngleich in unterschiedlichem Maße – in jedem Monat per saldo weitere US-Staatsanleihen gekauft. Im Jahr 2009 lagen die einzelnen Monatswerte der Käufe von US-Treasuries durchweg (und teils deutlich) höher als im Monatsdurchschnitt der Jahre 2005 bis 2007.

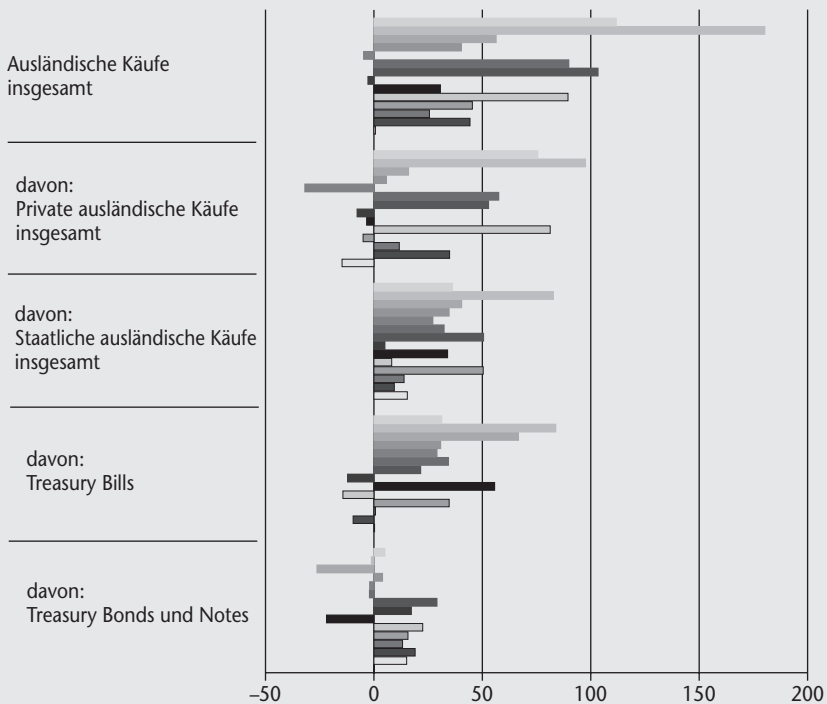
Allerdings findet sich auch hier ein Wermutstropfen. Denn die ausländischen staatlichen Investoren – vor allem Notenbanken – haben vorwiegend die kurzfristigen Treasury Bills gekauft. Im Zeitraum von September 2008 bis Oktober 2009 entfiel auf diese Wertpapiere ein Anteil von rund 80 Prozent der Käufe staatlicher

## Ausländische Käufe von US-Staatsanleihen während der Finanzkrise

Abbildung 15

in Milliarden US-Dollar

9/2008 10/2008 11/2008 12/2008 1/2009 2/2009 3/2009  
4/2009 5/2009 6/2009 7/2009 8/2009 9/2009 10/2009



US-Staatsanleihen (US-Treasuries): Treasury Bills mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr, Treasury Bonds und Notes mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr; negatives Vorzeichen: Verkäufe.

Quellen: US Department of the Treasury, 2010; eigene Berechnungen

Investoren von US-Treasuries und im Zeitraum ab Januar 2009 immerhin noch ein Anteil von rund 57 Prozent. Das Niveau dieser kurzfristigen Käufe ist im mittelfristigen Vergleich außergewöhnlich hoch (vgl. Abbildung 14). Längerfristige Treasury Bonds und Notes wurden von diesen Investoren dagegen im Oktober und November 2008 per saldo sogar verkauft. Erst ab Sommer 2009 haben sich die ausländischen staatlichen Käufe dieser Papiere stabilisiert, während Treasury Bills in einzelnen Monaten auch wieder verkauft wurden.

Die zwischenzeitliche Kurzfristorientierung hat unwillkommene Auswirkungen auf die US-Staatsverschuldung. Denn der Anteil der US-Staatsschulden, der binnen eines Jahres fällig wird, hat sich deutlich erhöht (The Economist, 2009c). Damit steigen aber auch die Notwendigkeit zur Umschuldung und die Anfälligkeit für Zinserhöhungen, weil der Hebel größer wird, den ein Zinsanstieg auf den gesamten Schuldendienst hat.

Hinter der ausgeprägten Kurzfristorientierung der staatlichen Investoren im Verlauf der Finanzkrise stand wahrscheinlich ein hohes Maß an Unsicherheit. Sie haben wohl zunächst die Anlagemittel nur kurz binden wollen, um abzuwarten, wie sich die Finanzkrise weiter auswirkt. Als sich im Lauf des Jahres 2009 die Stabilisierungshinweise verdichteten, wurden auch wieder in größerem Maße längerfristige Käufe getätigt. Tatsächlich lagen die Käufe von Treasury Bonds und Notes ab Juni 2009 in den einzelnen Monaten auf einem deutlich höheren Niveau als im Monatsdurchschnitt der Jahre 2005 bis 2007. Das ist insofern bemerkenswert, als es durchaus zu einem gewissen Verkaufsdruck bei US-Staatsanleihen während des Jahres 2009 hätte kommen können. Schließlich war bei wieder sinkender Risikoaversion der Anleger ab etwa Mitte 2009 damit zu rechnen, dass Positionen teilweise abgeschmolzen würden, die während der Flucht in den als sicher angesehenen Hafen aufgebaut worden waren.

### **Zum Nachfragepotenzial ausländischer Notenbanken**

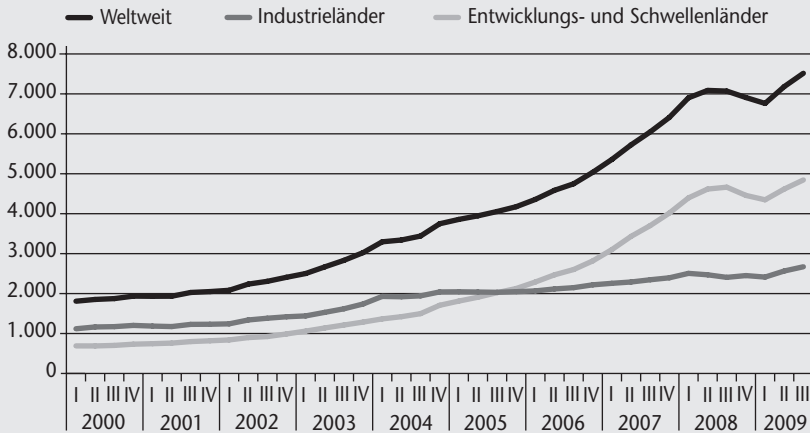
Wieso ist es nicht zu einem Verkaufsdruck bei US-Staatsanleihen gekommen? Das erklärt sich in erster Linie durch die Entwicklung der Währungsreserven vor allem der Entwicklungs- und Schwellenländer. Diese sind nach einem Rückgang gegen Ende des Jahres 2008 ab dem zweiten Quartal 2009 stark gestiegen – und haben damit ungefähr auf den Wachstumspfad von vor der Krise zurückgefunden (Abbildung 16). Der Zuwachs an Devisenreserven war die zentrale Finanzierungsquelle für die US-Treasury-Käufe der ausländischen Zentralbanken.

Bemerkenswert ist allerdings, dass es während der Krise – und bei zunächst sinkenden Währungsreserven nach dem Konkurs von Lehman Brothers – zu den erwähnten umfangreichen Käufen von US-Staatsanleihen kommen konnte. Diese

## Währungsreserven der Zentralbanken

Abbildung 16

Quartalswerte, in Milliarden US-Dollar



Ab IV/2008: vorläufige Werte.  
Quelle: IMF, 2010

Käufe konnten nur aus einer Umschichtung finanziert werden. Die Notenbanken haben andere Anlagen liquidiert und verkauft (vgl. Abbildung 13), vor allem Einlagen bei Banken und Wertpapierhäusern sowie Wertpapiere staatlicher Unternehmen und Agenturen, etwa der Immobilienfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac.

Diese Umschichtung konnte jedoch nur eine vorübergehende Finanzierungsquelle für die US-Staatsanleihen sein. Wäre es im Lauf des Jahres 2009 nicht wieder zu einem Wachstum der Währungsreserven gekommen, wäre es den ausländischen Notenbanken sicherlich schwergefallen, weiterhin in so großem Umfang in den USA und gerade in US-Staatspapiere zu investieren und sich als wichtige Stütze zu erweisen. Für die Zukunft stellt sich daher die Frage, wie sich die Währungsreserven außerhalb der USA und damit das Nachfragepotenzial nach US-Staatsanleihen entwickeln werden. Dazu wird der Blick auf wichtige Einflussfaktoren für das Wachstum der Devisenreserven gelenkt.

- **Kapitalzuflüsse in die Schwellenländer:** Nach einem starken Einbruch im direkten Nachgang des Konkurses von Lehman Brothers sind die Kapitalzuflüsse in die Schwellenländer ab dem zweiten Quartal 2009 wieder aufgelebt (IIF, 2009). Die besseren Wachstumsperspektiven und die höheren Zinsen in den sogenannten Emerging Markets sprechen dafür, dass diese Kapitalzuflüsse auch in naher

Zukunft erhalten bleiben werden, sofern es dort nicht zu selbst induzierten Krisen kommt.

- **Devisenmarktinterventionen:** China, Hongkong und einige andere – vor allem asiatische – Schwellenländer haben sich dem durch die Kapitalzuflüsse bedingten Trend zur Währungsaufwertung entgegengestellt und mithilfe von Devisenmarktinterventionen ihre traditionell enge Bindung an den US-Dollar aufrechterhalten. Diese Konstellation begünstigt das Wachstum der Währungsreserven. Eine Aufgabe der engen Währungsbindung dieser Staaten ist derzeit nicht absehbar, allenfalls eine leichte Lockerung.

- **Exportperspektiven:** Die Währungsreserven der Schwellenländer dürften weiter steigen, wenn ihre Währungen aufgrund der Bindung an den US-Dollar im Vergleich zu anderen Währungen, gegenüber denen der US-Dollar abwertet, an Wert verlieren. Währungsabwertungen verbessern die preisliche Wettbewerbsfähigkeit und damit die Exportaussichten. Auch in vielen anderen Schwellenländern in Lateinamerika sowie in Mittel- und Osteuropa und in manchen Industrieländern wie dem Vereinigten Königreich oder Schweden kam es zu merklichen und relativ beständigen Währungsabwertungen. Zudem haben sich mit der allmählichen Erholung der Weltwirtschaft auch generell die Exportperspektiven verbessert.

- **Leistungsbilanzüberschussländer:** Die Entwicklung der Leistungsbilanzsalden der traditionellen Überschussländer (China, Japan, Deutschland) ist dagegen derzeit schwer absehbar – und damit auch die Akkumulierung weiterer Währungsreserven über diesen Kanal. Tendenziell werden die Leistungsbilanzüberschüsse voraussichtlich etwas sinken. Dafür spricht auch, dass gerade China und Japan relativ große Konjunkturprogramme zur Stimulierung der Binnenkonjunktur aufgelegt haben.

- **Energie- und Rohstoffpreise:** Die Energie- und Rohstoffpreise haben sich – nach starken Einbrüchen in der Hochphase der Finanzkrise<sup>31</sup> – im Jahresverlauf 2009 erholt. Auch mittelfristig werden sie wegen der anziehenden Weltnachfrage vermutlich auf hohem Niveau bleiben und eher weiter steigen. Dies macht einen Anstieg der Währungsreserven der Energie- und Rohstoffexportländer wahrscheinlich.

Alles in allem spricht diese qualitative Beurteilung der zukünftigen Entwicklung tendenziell für weiter steigende Währungsreserven, allerdings möglicherweise mit einer schwächeren Wachstumsrate als zuvor.

---

<sup>31</sup> Der Rückgang der weltweiten Währungsreserven ab dem dritten Quartal 2008 erklärt sich nicht nur durch den damaligen Einbruch der Energie- und Rohstoffpreise, sondern unter anderem auch durch einen starken Kapitalabzug aus vielen Schwellenländern sowie durch den plötzlichen Einbruch der Exporte.

## **Zur Nachfragebereitschaft ausländischer Notenbanken**

Neben der Verfügbarkeit von Währungsreserven als Potenzial für den Kauf von US-Staatsanleihen durch ausländische Notenbanken kommt es jedoch auch auf deren Kaufbereitschaft an. An dieser Stelle kann keine umfassende Analyse der Kaufmotive der vielen Staaten vorgenommen werden, die in der Vergangenheit in US-Staatsanleihen investiert haben. Neben China und Japan sind dies in erster Linie so unterschiedliche Länder wie das Vereinigte Königreich, die ölexportierenden Staaten, die karibischen Bankenzentren, Hongkong, Brasilien und Russland.<sup>32</sup>

Der Fokus wird daher vor allem auf China und Japan gelenkt – sie sind die mit Abstand größten Halter von US-Treasuries. Nach offiziellen Angaben des US Department of the Treasury (2010) hielt China im Oktober 2009 US-Staatsanleihen in einer Höhe von rund 800 Milliarden US-Dollar. Das entsprach einem Anteil am Auslandsbestand von rund 23 Prozent. Japan besaß zu diesem Zeitpunkt US-Treasuries im Wert von rund 750 Milliarden US-Dollar und damit einen Anteil von rund 21 Prozent. Daraus ergibt sich ein hohes Maß an gegenseitiger wirtschaftlicher Abhängigkeit zwischen den Kapitalgebern China und Japan einerseits und den USA andererseits.

Vor allem die Abhängigkeit der USA von China und Japan ist sehr groß und geradezu existenziell. Begänne eines der beiden Länder von sich aus, (unter Hinnahme der entstehenden Verluste) seinen immensen Bestand an US-Staatspapieren zu verkaufen, würde die damit einhergehende psychologische Wirkung auf andere ausländische Anleger die USA in der prekären gegenwärtigen Lage vermutlich in eine tiefe Leistungsbilanz- und Währungskrise stürzen. Letztlich könnte dies auch zum US-Staatsbankrott führen – mit katastrophalen Folgen für das globale Finanzsystem (siehe Abschnitt 4.3).

Doch auch China und Japan sind ihrerseits von der Wirtschaftspolitik der USA abhängig. So drohen beiden Ländern aufgrund ihres umfangreichen Besitzes von US-Staatsanleihen immense Verluste – sei es bei einem direkten Staatsbankrott der USA oder bei einer teilweisen Entwertung ihrer Forderungen durch eine mögliche hohe Inflation in den USA oder eine starke US-Dollar-Abwertung. Daraus ergibt sich ein großer Anreiz für beide Länder, weiterhin für einen gesicherten Absatz von US-Staatspapieren zu sorgen und – soweit es ihnen möglich ist – die Finanzmärkte nicht zu verunsichern.

Andererseits haben beide Länder zweifellos ein großes Interesse, die US-Dollar-Lastigkeit bei der Anlage ihrer Währungsreserven zu mindern und ihr

---

<sup>32</sup> Diese Länder und -gruppen hielten im Oktober 2009 jeweils US-Staatsanleihen im Wert von über 100 Milliarden US-Dollar. Ihr jeweiliger Anteil am gesamten Auslandsbestand von US-Staatsanleihen lag zwischen 4 und 7 Prozent.

Portfolio breiter zu diversifizieren, um Verlustrisiken zu begrenzen. China hat bereits in der Vergangenheit (teilweise mittels seiner Staatsfonds) mit mäßigem Erfolg versucht, Teile seiner Währungsreserven in renditeträchtigere Anlagen zu investieren, zum Beispiel in Aktien, Unternehmensanleihen, staatliche US-Agenturen (beispielsweise Fannie Mae und Freddie Mac) oder Beteiligungen an Finanzinvestoren. Zuletzt hat China zunehmend in den Aufbau von Rohstofflagern investiert und teilweise auch Ackerland im Ausland – vor allem in Afrika – gekauft. Die chinesischen Manager von Währungsreserven setzen offenbar darauf, dass der Trend zu steigenden Rohstoff- und Lebensmittelpreisen wieder aufleben wird.

Allerdings können China und Japan die Diversifizierung ihres Devisenportfolios nur in engen Grenzen umsetzen, weil sie damit das Vertrauen in die US-Staatsanleihen und in den US-Dollar zu untergraben drohen – mit den erläuterten immensen Verlustfolgen. Sie haben sich also – in noch deutlich größerem Ausmaß als die übrigen Staaten mit einem hohen Bestand an US-Staatsanleihen<sup>33</sup> – quasi selbst in eine Falle manövriert.

Sollte sich aber ohne ihr Zutun eine Spekulation gegen den US-Dollar ergeben, die in eine Währungskrise mündet, ist fraglich, ob China, Japan und die übrigen, eingangs genannten Länder stillhalten und nicht versuchen werden, ihre Verluste durch einen frühzeitigen Verkauf zu vermindern (Rush to the Exit). Dagegen spricht allerdings, dass China und Japan in den vergangenen Jahren bereits starke Abwertungen des US-Dollar gegenüber ihren Währungen hingenommen haben – Japan seit Anfang 2002 um rund 30 Prozent und China seit der Aufgabe der strikten US-Dollarbindung Mitte 2005 um knapp 20 Prozent.

Aufgrund der gegenseitigen Abhängigkeiten werden daher aller Voraussicht nach vorrangig China und Japan – sowie eingeschränkt auch die übrigen Länder mit umfangreichen Beständen an US-Treasuries – weiterhin den Markt der US-Staatsanleihen stützen, soweit dies in ihrer Macht steht. Dies gilt umso mehr, als die gegenseitigen Abhängigkeiten vor allem der beiden zukünftig wichtigsten globalen Wirtschaftsmächte – USA und China – eine hohe politische Dimension haben. Deshalb ist schon von „Chimerica“ als gefährlicher Symbiose beider Staaten und von einer neuen wechsellkursbezogenen Version des Kalten Kriegs mit einer anderen Abschreckungsdrohung die Rede (The Economist, 2009d).

Ein Blick auf die monatlichen US-Staatsanleihen-Käufe der erwähnten Länder und Ländergruppen seit September 2008 bestätigt, dass vor allem China weiter-

---

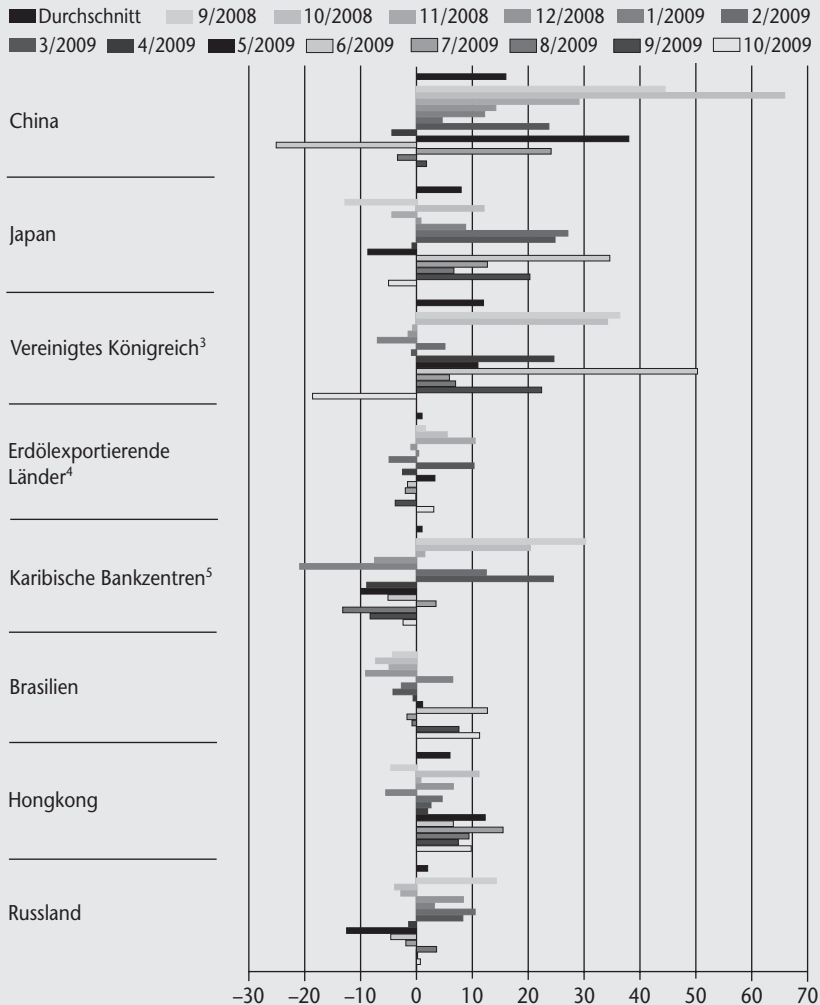
<sup>33</sup> Die erdölexportierenden Staaten zum Beispiel haben in der Vergangenheit in hohem Maße US-Staatsanleihen gekauft, weil Öl in US-Dollar gehandelt wird und sie ihre Währungen deshalb eng an den US-Dollar gebunden haben, was im Zuge von Devisenmarktinterventionen zugunsten des US-Dollar zu einem Aufbau von US-Dollar-Währungsreserven geführt hat. Diese haben sie teilweise in als sehr sicher geltende US-Staatsanleihen investiert.



# Käufe von US-Staatsanleihen durch ausgewählte Länder und Ländergruppen<sup>1</sup>

Abbildung 17

während der Finanzkrise, in Milliarden US-Dollar<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Länderzuordnung nach Kauftransaktion; Eigentümerland kann sich unterscheiden. China beispielsweise wickelt seine Käufe teilweise über das Vereinigte Königreich (und andere Länder) ab; <sup>2</sup> Bewertung teilweise zu Marktpreisen, negatives Vorzeichen: Verkäufe; <sup>3</sup> Vereinigtes Königreich umfasst auch die Kanalinseln und die Isle of Man;

<sup>4</sup> Erdölexportierende Länder (ohne Russland): Algerien, Bahrain, Ecuador, Gabun, Indonesien, Irak, Iran, Katar, Kuwait, Libyen, Nigeria, Oman, Saudi-Arabien, Venezuela, Vereinigte Arabische Emirate;

<sup>5</sup> Karibische Bankzentren: Bahamas, Bermuda, Britische Jungferninseln, Cayman-Inseln, Niederländische Antillen, Panama.

Quellen: US Department of the Treasury, 2010; eigene Berechnungen

hin in hohem Maße US-Staatsanleihen gekauft hat – wenngleich mit wenigen monatlichen Ausreißern und zuletzt mit abnehmender Tendenz (Abbildung 17). Hierbei ist freilich zu berücksichtigen, dass es bei dieser Statistik Zuordnungsprobleme gibt. Insbesondere China wickelt seine Käufe teilweise über andere Länder ab, vor allem über das Vereinigte Königreich (Setser, 2009). Neben dem Vereinigten Königreich weisen auch Japan und Hongkong relativ konstant hohe Käufe auf, während die Käufe der übrigen Staaten starke Schwankungen zeigen.

### **Zwischenfazit**

Alles in allem sind die Risiken für einen US-Staatsbankrott durch die Finanzkrise sicherlich größer geworden. Auch die Gefahr einer Leistungsbilanz- oder Währungskrise ist nicht ganz von der Hand zu weisen. Die Finanzmärkte können nämlich sehr schnell ihre Risikoeinschätzung ändern und – im Zuge eines Herdenverhaltens – zum Beispiel eine gravierende Währungskrise lostreten.

Stabilisierend haben dagegen die ausländischen Notenbanken – vor allem diejenigen Chinas und Japans – gewirkt und werden dies wahrscheinlich auch in Zukunft weiter tun. Dies entspricht zwar nur bedingt ihren originären Interessen, ist für sie aber weitgehend alternativlos. Es stellt sich allerdings die Frage, ob das Wachstum der Währungsreserven und das Engagement der ausländischen Notenbanken ausreichen, um das große Volumen an zu emittierenden US-Staatsanleihen aufzunehmen, falls die Nachfrage privater Investoren weiterhin gedämpft bleibt. Sollte dies nicht der Fall sein, könnte die US-Zentralbank Fed wie schon bislang US-Staatsanleihen aufkaufen, um einen zu starken Zinsanstieg und eine drohende Zinsspirale zu verhindern. Doch ist dies alles andere als ein Königsweg, weil es der US-amerikanischen Fiskalpolitik den Disziplinierungsdruck nimmt und zudem die Sorgen der ausländischen Investoren vor einem Inflationsanstieg in den USA erhöht.

## **4.2 Mögliche Auffanglösungen**

### **Internationaler Währungsfonds**

Für den unwahrscheinlichen Fall, dass es trotz allem in den USA zu einer Leistungs-, Währungs- oder Schuldenkrise kommen sollte, wären kaum ausreichende Auffanglösungen denkbar. Grundsätzlich könnte der IWF zwar mit einem Rettungspaket einspringen. So sehen die Statuten des IWF vor, dass ein Land normalerweise über mehrere Jahre bis zu 300 Prozent seiner IWF-Quote an Krediten bekommen kann. Das wären im Fall der USA rund 160 Milliarden US-Dollar insgesamt. In Ausnahmefällen lässt sich die Kreditsumme zudem auch

ohne explizit festgelegtes Maximum erhöhen. Ungarn beispielsweise hat mit rund 16 Milliarden US-Dollar 1.015 Prozent und Lettland mit 1,7 Milliarden US-Dollar rund 1.200 Prozent der jeweiligen IWF-Quote erhalten. Letztlich besteht hier ein großer diskretionärer Entscheidungsspielraum, damit der IWF den spezifischen Anforderungen einer Krise gerecht werden kann.

Neben der rechtlichen Möglichkeit muss auch ein Blick auf die tatsächliche finanzielle Leistungsfähigkeit des IWF geworfen werden. Im Zuge der Finanzkrise ist beschlossen worden, die Kreditmittel des IWF um bis zu 500 Milliarden auf rund 750 Milliarden US-Dollar aufzustocken. Davon hat der IWF seit Krisenbeginn bereits rund 170 Milliarden US-Dollar an Hilfskrediten an verschiedene Entwicklungs- und Schwellenländer vergeben oder eine Vergabe zugesagt. Zu den Empfängern zählen Ungarn, Rumänien, Lettland, Island, die Ukraine, Pakistan, aber auch Polen und Mexiko. Letztere haben sich als Beruhigung für den Finanzmarkt den Zugang zu einer großzügig ausgestatteten neuen IWF-Kreditlinie gesichert, ohne vorerst darauf zurückzugreifen.

Die noch zur Verfügung stehenden Finanzmittel des IWF würden aber bei weitem nicht ausreichen, um einen US-Staatsbankrott abzufangen. Dazu ist der Kapitalmarkt der USA einfach zu groß.

### **Konzertierter internationaler Rettungsversuch**

Es wäre im Fall eines drohenden US-Staatsbankrotts vielmehr mit einer international koordinierten Rettungsaktion zu rechnen, an der sich auch der IWF beteiligen würde. Angesichts der drohenden katastrophalen Folgen für das Weltfinanzsystem (siehe Abschnitt 4.3) würden sich wahrscheinlich nicht nur China und Japan, sondern auch viele andere Länder dabei engagieren.

## **4.3 Rückwirkungen eines möglichen Staatsbankrotts der USA**

Sollte es gegen alle Wahrscheinlichkeit zu Zahlungsschwierigkeiten bei den staatlichen Anleihen der USA kommen, dann ergäben sich verheerende Folgen für die Weltwirtschaft. Zunächst wären die wichtigsten Gläubiger betroffen, insbesondere China und Japan. Allerdings würden alle Länder die Zahlungsschwierigkeiten unmittelbar spüren, der Vertrauensverlust wäre schlicht enorm. Wenn die USA in Verdacht geraten würden, dass sie nicht in der Lage seien, ihre Schulden zu bedienen, dann würde der gleiche Zweifel auch bei vielen anderen staatlichen Anleihen entstehen. Die Risikoaufschläge würden extrem steigen und die Schuldenlast würde enorm wachsen.

Viele institutionelle Anleger nutzen staatliche Anleihen als wichtige risikoarme Säule ihres Portfolios. Würden die Portfolios beispielsweise von Pensionsfonds,

Geldmarktfonds und Versicherungen als bedroht angesehen, dann würde dies das Vertrauen der Sparer erschüttern. Sie würden, soweit es ihnen möglich wäre, Mittel abziehen. Dadurch käme eine Verkaufswelle ins Rollen. Auch die Banken würden unter Druck geraten. Ein Entschuldungsprozess würde zu weiteren Verkäufen führen. Der Ausfall festverzinslicher Papiere, die als relativ sicher angesehen werden, erzeugt einen wesentlich größeren Vertrauensverlust als sonstige fallende Wertpapierkurse.

Das konnte man gut an der Pleite der Investmentbank Lehman Brothers erkennen. Durch diesen ersten massiven Ausfall von festverzinslichen Forderungen hat sich der Charakter der Finanzmarktkrise nachhaltig geändert. Dies lag an der stillschweigenden Annahme, dass festverzinsliche Forderungen staatlich garantiert werden und sie dementsprechend als risikoarme Säule taugen. Als diese Erwartung enttäuscht wurde, stellte sich eine erhebliche Verunsicherung ein, weil Investoren ihr Risikomanagement neu einstellen mussten, ohne die Strategie des Staates durchschauen zu können.

Sollten sich ernsthafte Zweifel am Zahlungswillen der USA ergeben, dann würde eine wesentlich größere Verunsicherung den Finanzmarkt erschüttern. Im Fall einer solchen Erschütterung könnten auch die Banken nicht gerettet werden, denn Bankenrettungen werden mit Forderungen gegen den Staat finanziert. Diese finden aber nur dann Abnehmer, wenn sie als sicher angesehen werden.

## 5

## Wirtschaftspolitische Empfehlungen

Die vorliegende Untersuchung hat bislang gezeigt, dass die Risiken für Staatsbankrotte von Industrieländern und gerade auch von Staaten der Europäischen Währungsunion deutlich gestiegen sind. Schon im Spätwinter 2008/2009 wie auch ab Dezember 2009 erhöhten sich die Risikoprämien auf die Staatsanleihen einzelner Länder – vor allem Griechenlands und Irlands – erheblich. Die Gefahr einer sich selbst verstärkenden Spirale aus höheren Zinsen, größerer Schuldenlast, höherer Bankrottwahrscheinlichkeit und erneut steigenden Risikoprämien auf Staatsanleihen wurde real. Selbst über mittelfristige Rating-Herabstufungen der USA und des Vereinigten Königreichs wurde spekuliert.

Die wirtschaftspolitischen Mechanismen zum Auffangen möglicher Staatsfinanzierungskrisen sind je nach betrachteter Industrieländerregion unterschiedlich ausgeprägt:

- Mit Blick auf die USA ist ein wirksamer institutioneller Auffangmechanismus für einen drohenden Staatsbankrott aufgrund des immensen Volumens des dortigen Kapitalmarktes kaum denkbar. Deswegen werden die großen internationalen Käufer von US-Staatsanleihen aller Voraussicht nach weiterhin verantwortlich agieren, aber mit der Drohung eines potenziellen Käuferstreiks (Marktdisziplin) Druck auf die US-Wirtschaftspolitik ausüben.
- In der EU außerhalb der EWU existiert mit den Zahlungsbilanzhilfen von Artikel 143 AEU-Vertrag (ex Artikel 119 EG-Vertrag) ein wirksamer und bereits erprobter Auffangmechanismus, der im Zusammenwirken mit dem IWF in Ungarn, Lettland und Rumänien bereits gegriffen hat.
- Dagegen mangelte es in der EWU bis Anfang 2010 an wirksamen und glaubwürdigen institutionellen Regeln für krisenhafte Zuspitzungen bei den Staatsfinanzen. Dies wird im Folgenden genauer erörtert.

## 5.1 Realistische Einschätzung der No-Bailout-Klausel

Eigentlich gilt für den Fall eines Staatsbankrotts in der EWU die bereits in Abschnitt 3.3 erläuterte No-Bailout-Klausel gemäß Artikel 125 AEU-Vertrag (ex 103). Demnach sind im Sinne der Subsidiarität eigene Anstrengungen jedes Mitgliedslandes nötig, um angesichts der enorm gestiegenen Schuldenlasten die Gefahr von Staatsbankrotten zu vermeiden. Dazu gehören kurzfristig konsequente fiskalische Sparmaßnahmen und mittelfristig klare und glaubwürdige Konsolidierungsstrategien. So gesehen beugt die No-Bailout-Klausel mit einer klaren Maßgabe der Versuchung vor, dass einzelne Staaten ihre Haushaltspolitik zu lax gestalten, da sie erwarten, im Fall einer Zuspitzung von den übrigen EWU-Staaten gerettet zu werden. Weil dieses Problem des Moral Hazard gerade mit Blick auf Griechenland greifbar wurde, sind Forderungen nach der strikten Aufrechterhaltung der No-Bailout-Klausel (Kösters, 2009; Barbier, 2009; Hankel et al., 1998) auf den ersten Blick nachvollziehbar.

Doch auf den zweiten Blick erweist sich die No-Bailout-Klausel grundsätzlich als nicht glaubwürdig, was bereits Mitte der 1990er Jahre kritisiert wurde (Heinemann, 1995, 161). Sie leidet unter dem Problem der Zeitinkonsistenz: Wenn die Krise imminently ist, so ist es politisch und ökonomisch innerhalb der EWU nicht realistisch, einen Staat zahlungsunfähig werden zu lassen.

Diese These ist durch die Realität bestätigt worden. Angesichts immer weiter steigender Risikoprämien im Spätwinter 2008/2009 hat der damalige deutsche Finanzminister Steinbrück am 16. Februar 2009 signalisiert, dass man Wege finden werde, Euroländern in der Krise trotz der No-Bailout-Klausel zu helfen (The Economist, 2009a). Kurze Zeit später haben sich hohe Vertreter der EU-

Kommission in ähnlicher Weise geäußert (Handelsblatt, 2009d). Nach einiger Verunsicherung und Forderungen, Griechenland müsse ohne Hilfe auskommen,<sup>34</sup> wurde die Schutzschirmzusage vom informellen Europäischen Rat am 11. Februar 2010 und durch weitere Aussagen hoher EWU-Repräsentanten erneuert, dabei aber wiederum der mögliche Hilfsmechanismus nicht öffentlich gemacht.

Dieser Schutzschirm leidet an seiner Intransparenz und Undefiniertheit, was das Fehlen eines institutionell abgesicherten Krisenmechanismus nur zu deutlich macht. Es kann nur vermutet werden, dass man dabei auf den finanziellen Beistand in Notsituationen nach Artikel 122 Absatz 2 AEU-Vertrag (ex 100, 2) zurückgreifen würde (vgl. Abschnitt 3.3.1). Gleichwohl – und das war das primäre Ziel der überhastet erscheinenden Zusicherung vom Februar 2009 – hat man die Finanzmärkte in dieser prekären Lage tatsächlich vorläufig beruhigen können, sodass die Zinsaufschläge zunächst deutlich sanken.<sup>35</sup> Dieser Schritt stellt die Glaubwürdigkeit der No-Bailout-Klausel aber endgültig infrage.

Griechenland wird also im Fall der Fälle Hilfskredite von den anderen EWU-Ländern erhalten. Begründet wird dies einerseits damit, dass es die Solidarität in der EU gebietet, ein Mitgliedsland nicht bankrottgehen zu lassen. Andererseits spielen aber weitere Gründe eine große Rolle. Erstens drohten im Fall einer Zuspitzung der Lage in Griechenland Ansteckungseffekte, die Länder wie Portugal, Spanien, Italien und Irland in Mitleidenschaft ziehen könnten. Zweitens würde ein (teilweiser) Zahlungsausfall bei griechischen Staatsanleihen neue gravierende Lasten für den europäischen Finanzsektor bedeuten, der diese Papiere hält (vgl. Abschnitt 3.2). Eine solche Gefährdung wird die Gemeinschaft der EWU-Staaten nicht zulassen wollen.

Alles in allem droht der Schutzschirm das Problem des Moral Hazard noch zu verschärfen – und macht deutlich, dass das institutionelle Regelwerk der EWU für die Vorbeugung von Staatsfinanzierungskrisen weitgehend hilflos ist.

## 5.2 Reformvorschläge für die EWU in der Diskussion

Es stellt sich folglich die Frage, wie die EWU mit dieser verfahrenen Situation umgehen kann. Die dafür zu wählenden Instrumente sollten idealerweise Staatsbankrotten zugleich vorbeugen und sie beheben. Zudem geht es um einen Trade-off, der eine Gratwanderung erzwingt:

---

<sup>34</sup> So wurde die Schutzschirmzusage in öffentlichen Aussagen zur Jahreswende 2009/2010 relativiert und es wurden harte Töne gegenüber Griechenland angeschlagen – etwa vom deutschen Finanzminister Schäuble (Handelsblatt, 2009a) und vom EZB-Chefvolkswirt Stark (FAZ, 2010).

<sup>35</sup> Zwischen dem 17. und dem 23. Februar 2009 ging der Zinsaufschlag für griechische zehnjährige Staatsanleihen beispielsweise von rund 3 auf rund 2,4 Prozentpunkte zurück. Bis Mitte März stieg dieser Spread aber wieder auf 3 Prozentpunkte an, um in den folgenden Wochen nach und nach deutlicher als zuvor zurückzugehen.

- Auf der einen Seite sind Anreize zur Konsolidierung (und zur Vermeidung von Moral Hazard) zu setzen, indem glaubwürdig mit harten Konsequenzen im Krisenfall gedroht wird.
- Auf der anderen Seite kommt es darauf an, eine äußerst schmerzhaftes Wirtschaftskrise zu vermeiden, die aufgrund der Zahlungsunfähigkeit eines Staates möglich wäre. Eine solche Krise gilt politisch innerhalb der EWU als nicht tragbar und könnte bedrohliche Ansteckungseffekte für andere EWU-Länder und den Finanzsektor in der EWU mit sich bringen.

Derzeit werden verschiedene Lösungsmöglichkeiten diskutiert:<sup>36</sup>

1. Eine Verschärfung des im Jahr 2005 gelockerten Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) wäre dringend geboten. Zur Aufweichung des Pakts und der Aufnahme vieler neuer Ausnahmetatbestände (Deutsche Bundesbank, 2005) kam es nicht zuletzt deswegen, weil gerade auch der traditionelle Musterschüler Deutschland über mehrere Jahre hinweg nicht aus dem Defizitverfahren des SWP herauskam und die Verhängung von Strafmaßnahmen verhindert werden sollte. Die Lockerung des SWP hat die Glaubwürdigkeit auch dieses institutionellen Regelwerks der EWU nachhaltig geschwächt.<sup>37</sup> Weil sich gerade in der Nachkrisenzeit wegen der neuen Ausnahmetatbestände immer wieder eine Entschuldigung finden lassen wird, die Konsolidierungszwänge aufzuweichen und Strafmaßnahmen zu verhindern, sollte der SWP wieder verschärft werden. Doch dies erscheint derzeit wenig realistisch, da Anfang 2010 angesichts auch mittelfristig sehr hoher Defizite über eine weitere Lockerung des Pakts diskutiert wurde. Ebenso hat ein temporärer Konsolidierungspakt (SVR, 2009, 88 ff.), bei dem sich die EWU-Staaten selbst verpflichten, einen verbindlichen Konsolidierungspfad „bis zum Erreichen eines nahezu ausgeglichenen Budgets“ (SVR, 2009, 89) vorzuzeichnen, wohl wenig Chancen auf Verwirklichung, so nötig er auch wäre. Zwar hat Griechenland inzwischen ein respektables Sparprogramm beschlossen. Doch ist

---

<sup>36</sup> Auf den Vorschlag, dass die EWU-Staaten gemeinschaftliche Eurobonds zur (eventuell nur teilweisen) Finanzierung ihrer Staatsschulden herausgeben (Interconomics Forum, 2009), wird hier nicht näher eingegangen. Die Vervielfachung von Verantwortlichkeiten und Haftung wäre dabei zu groß. Auch würden sich für die bonitätsstarken Länder wie Deutschland aller Voraussicht nach (und je nach Ausgestaltung der Eurobonds in unterschiedlichem Maße) die Risikoprämien erhöhen (SIFMA, 2008), sodass die politische Durchsetzbarkeit sehr fraglich ist. Zudem geht es bei dieser Initiative weniger um Krisenbekämpfung als eher darum, einen liquideren Markt für europäische Staatsanleihen zu schaffen und so Transaktionskosten zu senken.

<sup>37</sup> Wie sehr der Pakt an Biss verloren hat, zeigt auch die jüngere Erfahrung. So haben viele EWU-Staaten (und allen voran Griechenland) ihre Staatsfinanzen nicht hinreichend konsolidiert – und das trotz hohen Wachstums, zunehmender Gefahren durch die Überhitzung von Immobilienmärkten, immens steigender Verschuldung des Privatsektors und sich auftürmender Leistungsbilanzdefizite. Alle diese Indikatoren deuten darauf hin, dass in den Boomzeiten eine Hypothek auf die Zukunft aufgebaut wurde (Lemmer/Stegarescu, 2009; EU-Kommission, 2009a, 6).

sehr fraglich, ob die etablierten Institutionen und auch der SWP stark genug sind, um einen konsequenten Konsolidierungskurs auch angesichts absehbarer politischer Widerstände gegen die EU-Kommission durchzuhalten.

2. Daher sieht ein weiterer – über den SWP hinausgehender – Ansatz vor, dass sich die EWU-Staaten bei mangelnden fiskalischen Reformen eines EWU-Mitgliedstaates nicht mehr allein auf dessen nationale Politik verlassen, sondern Eingriffsrechte erhalten. Damit könnte in schwerwiegenden Fällen die wirtschaftspolitische Souveränität einzelner EWU-Länder infrage gestellt werden. Derartige Vorschläge finden sich in der Wissenschaft (Schwarzer/Dullien, 2009), aber auch in der Politik, wo sie von der EU-Kommission und der deutschen Bundeskanzlerin Merkel ins Gespräch gebracht worden sind (Handelsblatt, 2009c).

3. Ferner gibt es verschiedene Vorschläge dafür, einen möglichen Bailout durch EWU-Staaten mit Bedingungen zu verknüpfen:

- Davon war im Spätwinter 2008/2009 im Rahmen der für den Krisenfall avisierten Hilfskredite die Rede, an denen sich laut Pressemeldungen auch Deutschland beteiligt hätte (Handelsblatt, 2009d). Im Gegenzug werde man dem Empfängerland aber „sehr harte wirtschaftspolitische Auflagen machen“, hieß es diesen Pressemeldungen zufolge aus deutschen Regierungskreisen. Dies gilt auch für die neuerlichen Schutzschirmzusagen des Jahres 2010.
- In Analogie zu der partiellen Zahlungsunfähigkeit des US-Bundesstaates New York im Jahr 1975 und dem folgenden Bailout unter harten Bedingungen wird ein ähnliches Vorgehen in der EWU gefordert (The Economist, 2009b).
- Ebenfalls mit wirtschaftspolitischen Auflagen wäre das Eingreifen eines (noch zu gründenden) Europäischen Währungsfonds (Mayer, 2009) oder Europäischen Stabilitätsfonds (Johnson, 2009) verknüpft. Als Kreditgeber in letzter Instanz würde ein solcher Fonds ähnlich wie der Internationale Währungsfonds agieren, allerdings allein von den EWU-Staaten finanziert und geleitet werden.
- Darüber hinaus ist vorgeschlagen worden, einen Bailout mit dem Austritt des betroffenen Landes aus der EWU zu verknüpfen (Meyer, 2009). Demnach sollte ein Land im Fall eines Staatsbankrotts – gestützt durch eine einmalige Hilfeleistung der übrigen EWU-Mitglieder etwa in Form eines teilweisen Schuldenerlasses – entweder freiwillig und einvernehmlich austreten oder möglicherweise sogar gegen den Willen des überschuldeten Staates ausgeschlossen werden (mit der Option, später wieder beizutreten).
- Schließlich gibt es die Anregung, einen Bailout nicht ex post mit Auflagen zu verknüpfen, sondern ex ante Bedingungen aufzustellen. So sollten einem Staat unter dem erwähnten Schutzschirm nur dann Hilfskredite



gewährt werden, wenn dieser sich nicht in einem Strafverfahren im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts befindet (Münchau, 2009).

All diesen Vorschlägen ist gemein, dass die EWU selbst für die fiskalpolitische Disziplinierung ihrer Mitgliedstaaten sorgen müsste. Es ist allerdings fraglich, ob die EWU-Institutionen und die Mitgliedstaaten dazu die nötige Durchsetzungs- und Sanktionskraft haben. Bei dieser Frage lässt sich darauf verweisen, dass die EU in der Vergangenheit durchaus in der Lage war, in Krisenphasen Hilfskredite mit strikten Auflagen zu versehen. Dies gilt etwa für die Währungskrise Italiens im Jahr 1993 (EU-Kommission, 1994, 4; vgl. Abschnitt 3.3.2). Doch damals begünstigte eine Reihe von Faktoren die wirtschaftspolitische Härte. Vor allem gehört dazu die Tatsache, dass auch die italienische Regierung selbst die Notwendigkeit zur Stabilisierung sah, weil sie sich mittelfristig den Zugang zur EWU sichern wollte.

Doch gegenwärtig sind die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen deutlich schlechter. So sind es nicht wie damals nur wenige Staaten, die aufgrund von laxer Wirtschaftspolitik von Währungsturbulenzen betroffen sind. Vielmehr leidet heute jedes EWU-Land unter der Wirtschaftskrise und dem damit verbundenen teils massiven Anstieg der Staatsverschuldung. War eine Mehrheitsfindung in der EU für harte wirtschaftspolitische Auflagen damals möglich, so steht dies heute infrage, weil viele Staaten befürchten müssen, in Zukunft möglicherweise selbst Opfer eines solch strikten Anpassungsregimes zu werden. Hierin liegt im Übrigen auch der zentrale Grund dafür, dass eine Wiederverschärfung des SWP wenig realistisch erscheint.

Darüber hinaus sprechen in der gegenwärtigen Lage auch grundsätzliche Bedenken gegen eine EWU-interne Lösung, weil diese letzten Endes die Akzeptanz der europäischen Integration gefährden könnte (vgl. Abschnitt 3.3). So ist es derzeit politisch und diplomatisch nur schwer vorstellbar, dass die EU oder einzelne Kreditgeberländer den Krisenstaaten so harte Kreditbedingungen auferlegen und dauerhaft durchsetzen, wie sie zur Gesundung der Staatsfinanzen nötig sind. Mehrere Gründe lassen sich dafür anführen:

- Die geforderte Sparpolitik dürfte in den Krisenstaaten zu erheblichem politischen Widerstand führen, wie er sich bereits in einigen Ländern in großen Demonstrationen geäußert hat. Dies könnte die Akzeptanz der EWU und auch der EU bei der Bevölkerung gefährden.
- Das avisierte Eingreifen in nationale Souveränitätsrechte würde diese Gefahr noch vergrößern. Zudem ließen sich hinsichtlich der demokratischen Legitimität eines solchen Schritts kritische Fragen stellen.

- Etwaige Proteste könnten sich nur allzu leicht gerade gegen Deutschland richten, das traditionell ein ungeliebter Vorkämpfer für wirtschaftspolitische Disziplin in der EWU ist.<sup>38</sup>
- Darüber hinaus würde sich der ohnehin schon vorhandene wirtschaftspolitische Graben zwischen Nord und Süd innerhalb der EWU weiter vertiefen, weil – neben Irland – vor allem südeuropäische EWU-Länder besonders hohe Schuldenlasten aufweisen und im kritischen Fokus der Finanzmärkte stehen.

Diese politischen Spannungen könnten zu einem Sprengsatz für die EWU werden und so möglicherweise sogar den europäischen Einigungsprozess insgesamt gefährden. Daher erscheinen diese Vorschläge aus politischer und diplomatischer Sicht nur wenig realistisch.<sup>39</sup>

### 5.3 Rückgriff auf den IWF

Aus diesen Gründen ist es ratsam, eine Lösung zu suchen, bei der die EWU-Staaten nicht Projektionspunkte des politischen Widerstands gegen Reformen werden. Eine Möglichkeit dazu bietet der Rückgriff auf den IWF. Der Fonds hat nicht nur die Expertise für Krisenfälle. Er ist es vor allem gewohnt, die Rolle des Sündenbocks zu übernehmen. Die Einbeziehung des IWF würde eine Reihe von Vorteilen bieten:

- Dieses Verfahren wäre wesentlich glaubwürdiger, da der IWF dazu verpflichtet ist, Hilfskredite grundsätzlich nur unter der Auflage von wirtschaftspolitischen Reformbedingungen zu vergeben.
- Auf diese Weise ließe sich der Geist der No-Bailout-Klausel erhalten. Die Regierung eines potenziellen Krisenstaates wüsste, dass ein mangelnder Reformwille letztlich zur Schmach eines IWF-Kredits und zu einer Oktroyierung von Reformen führt. Somit ist die Gefahr des Moral Hazard deutlich geringer als bei den anderen diskutierten Vorschlägen. Stattdessen besteht die Hoffnung, dass die Regierung von sich aus die notwendigen Schritte unternimmt, um eine Zinseskulation und einen IWF-Eingriff zu vermeiden. Zudem werden die IWF-Kredite in Tranchen ausgezahlt, sodass auch eine Kontrolle und Disziplinierung während des Reformprozesses stattfindet. All dies begrenzt die Gefahr des Moral Hazard,

<sup>38</sup> Diese Rolle nimmt Deutschland auch in der gegenwärtigen Krise ein. Ein Grund dafür liegt auch darin, dass Deutschland für sich mit der im Grundgesetz festgeschriebenen Schuldenbremse bereits einen Konsolidierungspfad vorgezeichnet hat.

<sup>39</sup> Dies gilt umso mehr für den Vorschlag von Meyer (2009), einen Bailout mit dem Austritt aus der EWU zu verknüpfen. Aus ökonomischer Perspektive kann dieser Mechanismus zwar möglicherweise tatsächlich „zur mittelfristigen Stabilisierung der Restunion“ (Meyer, 2009, 6) beitragen, aus politischer Sicht wäre ein solcher Schritt aber dem europäischen Einigungsgedanken äußerst abträglich. Auch der Vorschlag von Münchau (2009), einem Staat bei der Einleitung eines Strafverfahrens im Rahmen des SWP den Schutzschirm zu entziehen, erscheint aus ähnlichen Gründen wie bei der No-Bailout-Klausel wenig realistisch.

die auch bei IWF-Krediten im Raum steht. Die Drohung mit dem IWF könnte also eher als die obigen Vorschläge die Subsidiarität stärken, die fiskalische Disziplin sichern und die Haftung für eigene Versäumnisse gewährleisten – Prinzipien, die auch weiterhin elementar zur EWU gehören sollten (Hasse, 2009).

- Die EU und die EWU-Länder können ihre Hilfsbereitschaft durch einen hohen europäischen Anteil am finanziellen Hilfspaket demonstrieren. Der IWF wird letztlich weniger wegen seiner Finanzkraft, sondern in erster Linie wegen seiner etablierten Erfahrung mit der Konditionalität von Hilfsprogrammen gebraucht. Bei den Hilfskrediten für Ungarn, Lettland und Rumänien wurde dieses Zusammenspiel bereits erprobt. Dieses Verfahren würde daher den europäischen Zusammenhalt kaum gefährden, sondern möglicherweise sogar stärken.
- Im Trade-off zwischen der Vermeidung einer tiefen Krise einerseits und dem Moral Hazard bei unkonditionierten Hilfszusagen andererseits stellt der Rückgriff auf den IWF eine Zwischenlösung dar. Diese steht den bisherigen Extremlösungen des Trade-offs gegenüber – also einerseits der No-Bailout-Klausel, die tiefe Krisen in Kauf nimmt, und andererseits dem Schutzschirm, der wohl nicht mit Reformauflagen versehen werden kann, die auch gegen massive Proteste durchsetzbar sind. Die Zwischenlösung zeichnet sich dadurch aus, dass der Eingriff des IWF einen zu starken Wachstumseinbruch verhindern würde. Doch gehen Schuldner und teilweise auch Gläubiger üblicherweise nicht ungeschoren aus einer durch den IWF gelinderten Krise hervor. Regierungen scheuen nämlich die Schmach eines IWF-Hilfspakets und rufen somit erst danach, wenn die Lage bereits ernst ist und schmerzhaftige Reformen unvermeidbar sind.

Auch bei diesem Reformvorschlag lassen sich einige Gegenargumente ins Feld führen, die allerdings teilweise relativiert werden können:

**1.** Gegen einen Rückgriff auf den IWF wird zuweilen ein politisch motiviertes Argument vorgebracht. Demnach würde ein solcher Schritt das Eingeständnis bedeuten, dass die EWU ihre eigenen Probleme nicht lösen könne. Dies sei eine Blamage gerade gegenüber den USA, die dem Euro von Anfang an kritisch gegenüberstanden.

Ganz von der Hand weisen lässt sich diese Sichtweise sicherlich nicht, doch lässt sie sich einschränken:

- Der IWF hat – gemeinsam mit der EU – andere EU-Staaten bereits mit Hilfspaketen unterstützt, was auch als Schmach für die EU hätte interpretiert werden können. Daher stellt sich die Frage, weshalb ein solches Vorgehen nicht auch bei EWU-Staaten möglich sein soll. Innerhalb der EWU spielt die fiskalische Disziplin sicherlich eine größere Rolle als in der EU, weil die Fiskalpolitik in einer Währungsunion Einfluss auf die Autonomie der Geldpolitik haben

kann. Doch auch in den EU-Staaten außerhalb der EWU gab es gravierende wirtschafts- und fiskalpolitische Versäumnisse, die der makroökonomischen Koordination nach Artikel 121 AEU-Vertrag (ex 99) kein gutes Zeugnis ausstellen. Anders als bei der EWU, bei der ein Imageschaden sicherlich noch größer wäre, hat man sich hier nicht gescheut, den IWF einzubeziehen.

- Die von den USA ausgegangene Finanzkrise hat die wirtschaftlichen Probleme der südeuropäischen EWU-Staaten gravierend verschärft. Mit dem Verweis auf die außergewöhnlichen Folgen dieser Entwicklung ließe sich ein Eingreifen des IWF in der Öffentlichkeit rechtfertigen.

- Mit Blick auf die Skepsis gegenüber der EWU außerhalb der EU und gerade in den USA kann darauf verwiesen werden, dass die Eurozone ihre ersten zehn Jahre wesentlich erfolgreicher als von vielen erwartet hinter sich gebracht hat (Matthes, 2008).

- Es muss eine politische Abwägung getroffen werden zwischen der (wohl eher begrenzten) Schmach eines IWF-Eingriffs und der Gefahr, bei einem scharfen Durchgreifen der EWU-Staaten eine Destabilisierung der europäischen Integration zu verursachen. Es sollte berücksichtigt werden, dass die EU Länder mit erheblichen kulturellen Unterschieden umfasst, die leicht in Aversionen münden könnten. Hinzu kommt: Die europäische Integration hat – aus dem historischen Blickwinkel der Nachkriegszeit – vorwiegend politische Wurzeln. Bei vielen EU-Bürgern ist die Bedeutung der Friedenssicherung jedoch in den Hintergrund gerückt, sodass sie bei ökonomischen Problemen, für die sie die EU oder einzelne Mitgliedsländer (mit-)verantwortlich machen, schnell eine ablehnende Haltung der EU gegenüber einnehmen können. Aus diesen Gründen ist es unabdingbar, Rücksicht auf politische Sensibilitäten zu nehmen und zurückhaltend mit Sanktionen und möglichen Souveränitätsverletzungen zu sein.

Es wäre jedoch fragwürdig, den Schluss zu ziehen, die EWU wäre nicht existenzfähig, weil ihr die nötige fiskalische Disziplinierung aus den erwähnten politischen Gründen nicht selbst gelingt. Denn die ökonomischen Vorteile der EWU sind erheblich (Matthes, 2008). Gerade um diese zu sichern und um zugleich unverzichtbare Konsolidierungszwänge auszuüben, ist der Rückgriff auf den IWF ein gangbarer Weg.

2. Ein weiteres in der öffentlichen Debatte geäußertes Argument gegen einen IWF-Eingriff innerhalb der EWU bezieht sich auf die Geldpolitik (Mussler, 2009). So würden die Reformprogramme, die der IWF vorschreibt, zur Inflationsbekämpfung immer auch geldpolitische Auflagen umfassen. Dies aber nehme die EZB in Haftung und stelle ihre vertraglich fixierte Unabhängigkeit infrage.

Dagegen lässt sich einwenden, dass Inflationsbekämpfung in einem EWU-Land auch an der Lohnpolitik als wesentlichem Einflussfaktor von Preissteigerungen sowie an einer generellen Nachfragedämpfung ansetzen kann. Geldpolitische Auflagen erscheinen also verzichtbar. Dies gilt umso mehr, als es – etwa im Fall Griechenlands – um die Schaffung von fiskalischer und lohnpolitischer Disziplin geht. Tatsächlich hat der IWF bereits Mitgliedsländern anderer Währungsunionen Hilfskredite gegeben (Hagen, 2009).

**3.** Man mag zu Recht einwenden, dass das wahrscheinliche Hinauszögern von Hilfsanfragen an den IWF die Gefahr in sich birgt, dass es in der Zwischenzeit zu einer Zinsspirale nach oben kommt. Dem lässt sich allerdings entgegenhalten, dass die Gefahr dadurch eingeschränkt wird, dass ein Eingriff des IWF und damit eine Begrenzung des Verlustrisikos erwartet wird. Zudem ist es durchaus sinnvoll, die Konsolidierungszwänge ebenfalls durch den Disziplinierungsdruck der Finanzmärkte zu erhöhen. Auch hier handelt es sich folglich um eine Zwischenlösung in einem Trade-off. Diese Zwischenlösung wird besser sein als die Extremösungen der No-Bailout-Klausel (mit der Gefahr einer ungebremsten Eskalation einer Zinsspirale) oder des aufgespannten Schutzschirms. Letzterer ließe diesen Weg der fiskalpolitischen Disziplinierung durch die Finanzmärkte nur eingeschränkt wirken.

**4.** Eine Hilfeleistung des IWF für Griechenland wird von manchen Kommentatoren abgelehnt, weil in diesem Land keine Währungskrise droht, bei der der IWF typischerweise auf den Plan tritt (Spiegel Online, 2009). Wahrscheinlich wird es allein wegen einer Krise in Griechenland nicht zu einer massiven Spekulation gegen den Euro und somit zu einer Währungskrise kommen. Nichtsdestotrotz kann der internationale Finanzmarkt einem EWU-Mitglied weitere Kredite zur Finanzierung seiner Schulden verweigern und so eine Leistungsbilanzkrise (und möglicherweise einen Staatsbankrott) auslösen. Auch in diesem Fall wäre es sinnvoll und würde es der Intention des IWF entsprechen, wenn der Fonds mit (konditionierten) Hilfskrediten einspringen würde.

**5.** Der IWF, so ein weiteres Gegenargument, könne einem EWU-Mitglied nicht helfen, weil er sich teilweise aus Zentralbankkrediten finanziert und diese laut Artikel 123 AEU-Vertrag (ex 101) nicht zur Staatsfinanzierung genutzt werden dürfen (Spiegel Online, 2009). Es ist aber fraglich, ob die sehr indirekte Verwendung von Zentralbankkrediten durch den IWF wirklich rechtswidrig wäre. Denn diese Verwendung ist erstens konditioniert und greift zweitens auch auf Mittel von anderen Notenbanken als der EZB oder nationalen EWU-Notenbanken zurück. Die Ratio hinter dem Verbot liegt vielmehr darin, die Fiskalpolitik zu disziplinieren. Das kann der IWF durch seine Auflagen durchaus erreichen.

## 5.4 Stärkung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit

Neben der mangelnden Fiskaldisziplin verschärft der Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit die Wirtschaftskrise in den südeuropäischen EWU-Ländern. Dieser Verlust hat zuvor zu problematischen Divergenzen und Leistungsbilanzgefällen innerhalb der EWU beigetragen (vgl. Abschnitt 3.1.1). Daher ist es nötig, die Anreize der EWU-Staaten zur Wiedererlangung und Erhaltung ihrer internationalen Wettbewerbsfähigkeit zu stärken.

Hüther (2009) forderte in diesem Zusammenhang schon früh im Jahr 2009 ein sogenanntes European Stability Commitment. Dullien/Schwarzer (2009) stellten später einen Außenwirtschaftlichen Stabilitätspakt zur Diskussion. Beide Vorschläge sehen vor, das institutionelle Regelwerk der EWU um Mechanismen zu ergänzen, die verbindlicher sind als die bisherigen. Mit diesen neuen Mechanismen soll die sonstige Wirtschaftspolitik (das heißt jenseits der Geld- und Fiskalpolitik) – und hier vor allem die Lohnpolitik – besser auf die Erhaltung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit konditioniert werden. Dies ist dringend nötig. Doch stellt sich auch hier das Problem der Durchsetzung und Sanktionierung. Erneut scheint daher die Drohung mit einem IWF-Eingriff das geeignete Mittel zu sein, um die notwendigen Reformen gerade auch in der Lohnpolitik zu erzwingen.

## 5.5 Fazit

Die EWU-Institutionen zur Stärkung der Fiskaldisziplin, zur Vermeidung und zum Umgang mit möglichen Staatsbankrotten haben sich als unzulänglich erwiesen. Ein entscheidender Grund dafür liegt darin, dass die Drohungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts und der No-Bailout-Klausel nicht glaubwürdig und damit abschreckend genug sind. Dies ist nicht zuletzt deswegen der Fall, weil der einmal aufgespannte Schutzschirm nicht wieder glaubwürdig geschlossen werden kann. Ob es gelingt, die Sanktionskraft des Stabilitäts- und Wachstumspakts und der No-Bailout-Klausel zu stärken und durchzusetzen, ist aus politischen Gründen zweifelhaft – dazu genügt ein Blick auf die Sensibilitäten der europäischen Integration. Daher wird hier vorgeschlagen, als glaubwürdiges Drohpotenzial auf die Reformauflagen des IWF zurückzugreifen. In diesem Fall würde durch das Engagement einer außenstehenden Institution dem möglichen Einwand begegnet werden, die Reformforderungen wären durch die EWU-Partner oktroyiert.

Bei diesem Vorschlag geht es darum, die Gefahr des Moral Hazard zu verringern und zudem den Stabilitäts- und Wachstumspakt zu stärken, der unverzichtbar ist. Idealerweise würde es so niemals zu einem Eingreifen des IWF kommen, weil die EWU-Staaten durch fiskalische Disziplin im Vorfeld den unliebsamen Gang zum IWF vermeiden würden.

# Anhang

## EU-Rechtsvorschriften

| Einschlägige Artikel im EG-Vertrag                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | Einschlägige Artikel im Vertrag über die Arbeitsweise der EU (AEU-Vertrag im Lissabonner Vertrag)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>Artikel 100 Absatz 2</b></p> <p>Ist ein Mitgliedstaat aufgrund von Naturkatastrophen oder außergewöhnlichen Ereignissen, die sich seiner Kontrolle entziehen, von Schwierigkeiten betroffen oder von gravierenden Schwierigkeiten ernstlich bedroht, so kann der Rat mit qualifizierter Mehrheit auf Vorschlag der Kommission beschließen, dem betreffenden Mitgliedstaat unter bestimmten Bedingungen einen finanziellen Beistand der Gemeinschaft zu gewähren. Der Präsident des Rates unterrichtet das Europäische Parlament über den Beschluss.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | <p><b>Artikel 122 Absatz 2</b></p> <p>Ist ein Mitgliedstaat aufgrund von Naturkatastrophen oder außergewöhnlichen Ereignissen, die sich seiner Kontrolle entziehen, von Schwierigkeiten betroffen oder von gravierenden Schwierigkeiten ernstlich bedroht, so kann der Rat auf Vorschlag der Kommission beschließen, dem betreffenden Mitgliedstaat unter bestimmten Bedingungen einen finanziellen Beistand der Union zu gewähren. Der Präsident des Rates unterrichtet das Europäische Parlament über den Beschluss.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <p><b>Artikel 103</b></p> <p>(1) Die Gemeinschaft haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen von Mitgliedstaaten und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein; dies gilt unbeschadet der gegenseitigen finanziellen Garantien für die gemeinsame Durchführung eines bestimmten Vorhabens. Ein Mitgliedstaat haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen eines anderen Mitgliedstaats und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein; dies gilt unbeschadet der gegenseitigen finanziellen Garantien für die gemeinsame Durchführung eines bestimmten Vorhabens.</p> <p>(2) Der Rat kann erforderlichenfalls nach dem Verfahren des Artikels 252 Definitionen für die Anwendung der in Artikel 101 und in diesem Artikel vorgesehenen Verbote näher bestimmen.</p> | <p><b>Artikel 125</b></p> <p>(1) Die Union haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen von Mitgliedstaaten und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein; dies gilt unbeschadet der gegenseitigen finanziellen Garantien für die gemeinsame Durchführung eines bestimmten Vorhabens. Ein Mitgliedstaat haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen eines anderen Mitgliedstaats und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein; dies gilt unbeschadet der gegenseitigen finanziellen Garantien für die gemeinsame Durchführung eines bestimmten Vorhabens.</p> <p>(2) Der Rat kann erforderlichenfalls auf Vorschlag der Kommission und nach Anhörung des Europäischen Parlaments die Definitionen für die Anwendung der in den Artikeln 123 und 124 sowie in diesem Artikel vorgesehenen Verbote näher bestimmen.</p> |

#### Artikel 119

(1) Ist ein Mitgliedstaat hinsichtlich seiner Zahlungsbilanz von Schwierigkeiten betroffen oder ernstlich bedroht, die sich entweder aus einem Ungleichgewicht seiner Gesamtzahlungsbilanz oder aus der Art der ihm zur Verfügung stehenden Devisen ergeben, und sind diese Schwierigkeiten geeignet, insbesondere das Funktionieren des Gemeinsamen Marktes oder die schrittweise Verwirklichung der gemeinsamen Handelspolitik zu gefährden, so prüft die Kommission unverzüglich die Lage dieses Staates sowie die Maßnahmen, die er getroffen hat oder unter Einsatz aller ihm zur Verfügung stehenden Mittel nach diesem Vertrag treffen kann. Die Kommission gibt die Maßnahmen an, die sie dem betreffenden Staat empfiehlt. Erweisen sich die von einem Mitgliedstaat ergriffenen und die von der Kommission angeregten Maßnahmen als unzureichend, die aufgetretenen oder drohenden Schwierigkeiten zu beheben, so empfiehlt die Kommission dem Rat nach Anhörung des in Artikel 114 bezeichneten Ausschusses einen gegenseitigen Beistand und die dafür geeigneten Methoden. Die Kommission unterrichtet den Rat regelmäßig über die Lage und ihre Entwicklung.

(2) Der Rat gewährt den gegenseitigen Beistand mit qualifizierter Mehrheit; er erlässt Richtlinien oder Entscheidungen, welche die Bedingungen und Einzelheiten hierfür festlegen. Der gegenseitige Beistand kann insbesondere erfolgen a) durch ein abgestimmtes Vorgehen bei anderen internationalen Organisationen, an die sich die Mitgliedstaaten wenden können; b) durch Maßnahmen, die notwendig sind, um Verlagerungen von Handelsströmen zu vermeiden, falls der in Schwierigkeiten befindliche Staat mengenmäßige Beschränkungen gegenüber dritten Ländern beibehält oder wieder einführt; c) durch Bereitstellung von Krediten in begrenzter Höhe seitens anderer Mitgliedstaaten; hierzu ist ihr Einverständnis erforderlich.

#### Artikel 143

(1) Ist ein Mitgliedstaat, für den eine Ausnahmeregelung gilt, hinsichtlich seiner Zahlungsbilanz von Schwierigkeiten betroffen oder ernstlich bedroht, die sich entweder aus einem Ungleichgewicht seiner Gesamtzahlungsbilanz oder aus der Art der ihm zur Verfügung stehenden Devisen ergeben, und sind diese Schwierigkeiten geeignet, insbesondere das Funktionieren des Binnenmarktes oder die Verwirklichung der gemeinsamen Handelspolitik zu gefährden, so prüft die Kommission unverzüglich die Lage dieses Staates sowie die Maßnahmen, die er getroffen hat oder unter Einsatz aller ihm zur Verfügung stehenden Mittel nach den Verträgen treffen kann. Die Kommission gibt die Maßnahmen an, die sie dem betreffenden Mitgliedstaat empfiehlt. Erweisen sich die von einem Mitgliedstaat mit Ausnahmeregelung ergriffenen und die von der Kommission angeregten Maßnahmen als unzureichend, die aufgetretenen oder drohenden Schwierigkeiten zu beheben, so empfiehlt die Kommission dem Rat nach Anhörung des Wirtschafts- und Finanzausschusses einen gegenseitigen Beistand und die dafür geeigneten Methoden. Die Kommission unterrichtet den Rat regelmäßig über die Lage und ihre Entwicklung.

(2) Der Rat gewährt den gegenseitigen Beistand; er erlässt Richtlinien oder Beschlüsse, welche die Bedingungen und Einzelheiten hierfür festlegen. Der gegenseitige Beistand kann insbesondere erfolgen a) durch ein abgestimmtes Vorgehen bei anderen internationalen Organisationen, an die sich die Mitgliedstaaten, für die eine Ausnahmeregelung gilt, wenden können; b) durch Maßnahmen, die notwendig sind, um Verlagerungen von Handelsströmen zu vermeiden, falls der in Schwierigkeiten befindliche Mitgliedstaat mit Ausnahmeregelung mengenmäßige Beschränkungen gegenüber dritten Ländern beibehält oder wieder einführt; c) durch Bereitstellung von Krediten in begrenzter Höhe seitens anderer Mitgliedstaaten; hierzu ist ihr Einverständnis erforderlich.



**Artikel 308**

Erscheint ein Tätigwerden der Gemeinschaft erforderlich, um im Rahmen des Gemeinsamen Marktes eines ihrer Ziele zu verwirklichen, und sind in diesem Vertrag die hierfür erforderlichen Befugnisse nicht vorgesehen, so erlässt der Rat einstimmig auf Vorschlag der Kommission und nach Anhörung des Europäischen Parlaments die geeigneten Vorschriften.

**Artikel 352**

Erscheint ein Tätigwerden der Union im Rahmen der in den Verträgen festgelegten Politikbereiche erforderlich, um eines der Ziele der Verträge zu verwirklichen, und sind in den Verträgen die hierfür erforderlichen Befugnisse nicht vorgesehen, so erlässt der Rat einstimmig auf Vorschlag der Kommission und nach Zustimmung des Europäischen Parlaments die geeigneten Vorschriften. Werden diese Vorschriften vom Rat gemäß einem besonderen Gesetzgebungsverfahren erlassen, so beschließt er ebenfalls einstimmig auf Vorschlag der Kommission und nach Zustimmung des Europäischen Parlaments.

## Literatur

**Abelshauser**, Werner, 2004, Deutsche Wirtschaftsgeschichte seit 1945, München

**Aizenman**, Joshua / **Marion**, Nancy P., 2009, Using inflation to erode US public debt, in: VoxEU, 18.12.2009, URL: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4413> [Stand: 2010-01-07]

**Bandilla**, Rüdiger, 2006, Kommentierung Artikel 100 EG-Vertrag, in: Grabitz, Eberhard / Hilf, Meinhard (Hrsg.), Das Recht der Europäischen Union, 31. Ergänzungslieferung, München

**Barbier**, Hans D., 2009, Haftung in Europa, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 120, 26.5.2009, S. 13

**Berensmann**, Kathrin, 2003, Internationale Verschuldungskrisen. Neuere Instrumente zur Umstrukturierung von Staatsanleihen, Deutsches Institut für Entwicklungspolitik (Hrsg.), Analysen und Stellungnahmen, Nr. 4, Bonn

**Berensmann**, Kathrin / **Herzberg**, Angélique, 2007, Insolvenzrecht für Staaten. Ein Vergleich von ausgewählten Vorschlägen, Deutsches Institut für Entwicklungspolitik (Hrsg.), Discussion Paper, Nr. 9, Bonn

**Berthold**, Norbert, 1996, Der Weg zur Europäischen Währungsunion. Eine Gratwanderung, in: Finanzierung, Leasing, Factoring, 43. Jg., Nr. 6, S. 221–227

**BIZ** – Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, Consolidated banking statistics, URL: <http://www.bis.org/statistics/consstats.htm#> [Stand: 2010-02-23]

**Bloomberg**, 2010, Datenbank, Bloomberg-Terminal, verschiedene Abrufdaten

**Bofinger**, Peter, 1997, Disziplinierung der öffentlichen Haushalte durch den Markt – nicht durch starre Regeln oder Bürokraten, in: Wirtschaftsdienst, 77. Jg., Nr. 1, S. 12–15

**Bolton**, Patrick / **Dewatripont**, Mathias, 2005, Contract Theory, Cambridge (Mass.)

**Bolton**, Patrick / **Jeanne**, Olivier, 2007, Structuring and Restructuring Sovereign Debt. The Role of the Bankruptcy Regime, in: Journal of Political Economy, Vol. 115, No. 6, S. 901–924

**Bolton**, Patrick / **Jeanne**, Olivier, 2009, Structuring and Restructuring Sovereign Debt. The Role of Seniority, in: Review of Economic Studies, Vol. 76, No. 3, S. 879–902

**Borensztein**, Eduardo / **Panizza**, Ugo, 2009, The Costs of Sovereign Default, in: IMF Staff Papers, Vol. 56, No. 4, S. 683–741

**Buiter**, Willem H. / **Sibert**, Anne, 2008, The Icelandic banking crisis and what to do about it. The lender of last resort theory of optimal currency areas, Centre for Economic Policy Research (Hrsg.), Policy Insight, No. 26, URL: <http://www.cepr.org/pubs/PolicyInsights/PolicyInsight26.pdf> [Stand: 2010-02-20]

**Bulow**, Jeremy / **Rogoff**, Kenneth S., 1989, A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt, in: Journal of Political Economy, Vol. 97, No. 1, S. 155–178

**Bundesverfassungsgericht**, 2007, Einwendung eines Staatsnotstands gegenüber Privatpersonen: Argentinien-Anleihen, in: Neue Juristische Wochenschrift, 60. Jg., Nr. 36, S. 2610–2619

**CBO** – Congressional Budget Office, 2010, Preliminary Analysis of the President's Budget Request for 2011, URL: <http://www.cbo.gov/ftpdocs/112xx/doc11231/frontmatter.shtml> [Stand: 2010-03-15]

**CNB** – Czech National Bank, 2009, The CNB's statement on misleading information in articles published by Financial Times and Economist, URL: [http://www.cnb.cz/en/public/media\\_service/press\\_releases\\_cnb/2009/090224\\_statement\\_FT.html](http://www.cnb.cz/en/public/media_service/press_releases_cnb/2009/090224_statement_FT.html) [Stand: 2010-01-11]

**DekaBank**, 2009a, Europäische Währungsunion: Finanzmarktkrise deckt strukturelle Schwächen auf, Volkswirtschaft Spezial, 7.5.2009, Frankfurt am Main

**DekaBank**, 2009b, Mittel- und Osteuropa in Bedrängnis: Steigende Gefahr von Schulden- und Währungskrisen, Emerging Markets Insight, 23.2.2009, Frankfurt am Main

**Deutsche Bundesbank**, 2003, Weltweite Organisationen und Gremien im Bereich von Währung und Wirtschaft, Frankfurt am Main

**Deutsche Bundesbank**, 2005, Die Änderungen am Stabilitäts- und Wachstumspakt, in: Monatsbericht, April, 57. Jg., Nr. 4, S. 15–21

**Dooley**, Michael, 2000, Can Output Losses Following International Financial Crisis be Avoided?, NBER Working Paper, No. 7531, Cambridge (Mass.)

**Dullien**, Sebastian / **Schwarzer**, Daniela, 2009, Die Eurozone braucht einen außenwirtschaftlichen Stabilitätspakt, SWP-Aktuell, Nr. 27, Berlin

**Eaton**, Jonathan / **Gersovitz**, Mark, 1981, Debt with Potential Repudiation. Theoretical and Empirical Analysis, in: Review of Economic Studies, Vol. 48, No. 2, S. 289–309

**Edgeworth**, Gillian, 2009, Risiken für die Staaten des Euroraums, Deutsche Bank (Hrsg.), Ausblick Konjunktur und Märkte, 6.2.2009, Frankfurt am Main

**Eichengreen**, Barry, 2003, Restructuring Sovereign Debt, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 4, S. 75–98

**Ermrich**, Christine, 2007, Die Zahlungsunfähigkeit von Staaten, Hamburg

**Erste Group**, 2009, The real picture of CEE debt, Special Report, URL: <http://www.erstebank.hr/English/Press/2009-03-09SpecialReportCEEdebt200903.pdf> [Stand: 2010-01-11]

**EU-Kommission**, 1994, Bericht über die Anleihe- und Darlehenstätigkeit der Gemeinschaft in 1993, Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen, in: Europäische Wirtschaft, Beiheft A, Wirtschaftsanalysen, Nr. 10

**EU-Kommission**, 2005, Mitteilung der Kommission an den Rat: Überprüfung der Fazität des mittelfristigen finanziellen Beistands zur Stützung der Zahlungsbilanzen der Mitgliedstaaten nach Artikel 119 EG-Vertrag, KOM(2005) 331 endgültig, URL: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2005:0331:FIN:DE:PDF> [Stand: 2010-02-20]

**EU-Kommission**, 2009a, Public Finances in EMU 2009, European Economy, No. 5, Brüssel

**EU-Kommission**, 2009b, The Sustainability Report 2009, Brüssel

**EU-Kommission**, 2009c, AMECO-Datenbank, URL: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm?CFID=657351&CFTOKEN=c2f376a9fb70d507-696D83D7-E82E-FB86-2A417A4BED6B3F0E&jsessionid=24063b0deb085a4f4430](http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm?CFID=657351&CFTOKEN=c2f376a9fb70d507-696D83D7-E82E-FB86-2A417A4BED6B3F0E&jsessionid=24063b0deb085a4f4430) [Stand: 2009-12-05]

**EurActiv**, 2009, Rezession in Osteuropa: Rumänien sucht Hilfe beim IWF, 5.3.2009, URL: <http://www.euractiv.com/de/euro/rezession-osteuropa-rumnien-sucht-hilfe-beim-iwf/article-179993> [Stand: 2010-02-23]

**Eurostat**, 2010, Long term government bond yields, URL: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=0&language=en&pcode=teimf050> [Stand: 2010-01-12]

**FAZ** – Frankfurter Allgemeine Zeitung, 2010, EZB-Direktorium: Keine Hilfe für Griechenland, Nr. 5, 7.1.2010, S. 11

**Feenstra**, Robert C. / **Taylor**, Alan M., 2008, International Economics, New York

**Fels**, Joachim, 2010, Griechenland war nur ein Vorgeschmack, Interview, in: Handelsblatt, Nr. 2, 5.1.2010, S. 14–15

**Financial Times**, 2009, Warning to Britain over high debt level, Nr. 124, 22.5.2009, S. 1

**Financial Times**, 2010, Funds cut US and UK bond holdings, Nr. 3, 4.1.2010, S. 1

**Fischer**, Klemens H., 2005, Der Europäische Verfassungsvertrag, Texte und Kommentar, Baden-Baden

**Fischer**, Roger A., 2003, Zu einem Recht der Staateninsolvenz?, in: Internationales Afrikaforum, 39. Jg., Nr. 2, S. 155–165

**Fritz-Aßmus**, Dieter / **Tuchtfeldt**, Egon, 2002, Insolvenzen in Deutschland. Entwicklung und ordnungspolitische Perspektiven, in: ORDO, Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft, Bd. 53, S. 259–277

**Geiger**, Rudolf, 2004, EUV/EGV, Kurzkommentar, 4. Auflage, München

**Gnan**, Ernest, 2003, Kommentierung Artikel 103 EG-Vertrag, in: Groeben, Hans von der / Schwarze, Jürgen (Hrsg.), Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union und zur Gründung der Europäischen Gemeinschaften, Bd. 3, 6. Auflage, Baden-Baden

**Gray**, Dale F. / **Melone**, Samuel W., 2008, Macrofinancial Risk Analysis, Hoboken

**Grömling**, Michael, 2005, Zur Interpretation von Leistungsbilanzsalden: Eine Fallstudie zum US-Leistungsbilanzdefizit, in: WiSt – Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 34. Jg., Nr. 4, S. 233–240

**Grömling**, Michael / **Hüther**, Michael / **Jäger**, Manfred / **Kroker**, Rolf, 2009, Deutschland nach der Krise: Aufbruch oder Depression? Wirtschaftshistorische Betrachtung und wirtschaftspolitische Leitlinien, IW-Analysen, Nr. 55, Köln

**Grossman**, Herschel / **Huyck**, John B. van, 1988, Sovereign Debt as a Contingent Claim. Excusable Default, Repudiation, and Reputation, in: American Economic Review, Vol. 58, No. 5, S. 1088–1097

**Häde**, Ulrich, 2007a, Kommentierung Artikel 100 EG-Vertrag, in: Calliess, Christian / Ruffert, Matthias (Hrsg.), EUV/EGV, Das Verfassungsrecht der Europäischen Union mit Europäischer Grundrechtecharta, Kommentar, 3. Auflage, München

- Häde**, Ulrich, 2007b, Kommentierung Artikel 103 EG-Vertrag, in: Calliess, Christian / Ruffert, Matthias (Hrsg.), EUV/EGV, Das Verfassungsrecht der Europäischen Union mit Europäischer Grundrechtecharta, Kommentar, 3. Auflage, München
- Häde**, Ulrich, 2009, Staatsbankrott und Krisenhilfe, in: Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 20. Jg., Nr. 9, S. 273
- Hagen**, Sean, 2009, 10 Years of the Euro. A Perspective from the IMF, Speech held at the ECB, 29.1.2009, URL: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2009/012909.htm> [Stand: 2010-01-04]
- Handelsblatt**, 2009a, Berlin und IWF uneins über Finanzhilfen für Griechenland, Nr. 255, 30.12.2009, S. 7
- Handelsblatt**, 2009b, Braucht auch Rumänien ein Hilfspaket?, Nr. 26, 30.1.2009, S. 7
- Handelsblatt**, 2009c, EU nimmt Mitglieder an die Leine, Nr. 241, 14.12.2009, S. 12–13
- Handelsblatt**, 2009d, Euro-Zone prüft direkte Kredite für Mitglieder am Rand des Ruins, Nr. 45, 5.3.2009, S. 3
- Hankel**, Wilhelm / **Nölling**, Wilhelm / **Schachtschneider**, Karl-Albrecht / **Starbatty**, Joachim, 1998, Die Euro-Klage. Warum die Währungsunion scheitern muss, Hamburg
- Hasse**, Rolf, 2009, Die Koppelung von Verantwortung und Haftung mit der Bail-out-Regel als Sanierungshebel, in: ifo Schnelldienst, 62. Jg., Nr. 7, S. 7–10
- Hattenberger**, Doris, 2008a, Kommentierung Artikel 100 EG-Vertrag, in: Schwarze, Jürgen (Hrsg.), EU-Kommentar, 2. Auflage, Freiburg
- Hattenberger**, Doris, 2008b, Kommentierung Artikel 103 EG-Vertrag, in: Schwarze, Jürgen (Hrsg.), EU-Kommentar, 2. Auflage, Freiburg
- Hax**, Herbert, 1989, Die ökonomischen Aspekte der neuen Insolvenzordnung, in: Kübler, Bruno M. (Hrsg.), Neuordnung des Insolvenzrechts, Köln, S. 21–39
- Heinemann**, Friedrich, 1995, Die Finanzverfassung und Kompetenzausstattung der Europäischen Union nach Maastricht, Baden-Baden
- Hull**, John C., 2009, Options, Futures, and Other Derivatives, Upper Saddle River
- Hüther**, Michael, 2009, Die Europäische Währungsunion in der Zerreißprobe: Wirtschaftspolitische Empfehlungen, Pressekonferenz, 9.3.2009, Berlin, URL: [http://www.iwkoeln.de/Portals/0/pdf/pressemappe/2009/pma\\_090309\\_waehrungsunion\\_statement.pdf](http://www.iwkoeln.de/Portals/0/pdf/pressemappe/2009/pma_090309_waehrungsunion_statement.pdf) [Stand: 2010-01-04]
- IIF** – Institute of International Finance, 2009, Capital Flows to Emerging Market Economies, Washington D. C.
- IMF** – International Monetary Fund, 2009a, Global Financial Stability Report, April, Washington D. C.
- IMF**, 2009b, World Economic Outlook Database, October 2009, URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/weodata/index.aspx> [Stand: 2009-12-07]
- IMF**, 2009c, Romania Receives Support from IMF to Counter Crisis, 4.5.2009, URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2009/int050409a.htm> [Stand: 2010-02-23]
- IMF**, 2010, Cofer Database, URL: <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm> [Stand: 2010-01-09]

**Intereconomics Forum**, 2009, Common Euro Bonds. Necessary, Wise or to be Avoided?, in: Intereconomics Forum, Vol. 44, No. 3, S. 132–141

**Jeanne**, Olivier, 2000, Foreign Currency Debt and the Global Financial Architecture, in: European Economic Review, Vol. 44, No. 4-6, S. 719–727

**JEDH** – Joint External Debt Hub, 2009, Joint BIS-IMF-OECD-WB External Debt Hub, URL: [http://www.jedh.org/jedh\\_dbase.html](http://www.jedh.org/jedh_dbase.html) [Stand: 2010-02-20]

**Jochum**, Georg, 2004, Kommentierung Artikel 103 EG-Vertrag, in: Hailbronner, Kai / Willms, Heinrich (Hrsg.), Recht der Europäischen Union, Bd. III, 4. Ergänzungslieferung, Stuttgart

**Johnson**, Simon, 2009, The Choice: Save Europe Now Or Later, in: VoxEU, 28.2.2009, URL: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3120> [Stand: 2009-12-23]

**Kerber**, Markus C., 2005, Souveränität und Konkurs. Zur Institutionenökonomie der Suspendierung staatlicher Schuld im internationalen Recht, Berlin

**Kielmannsegg**, Peter Graf, 2009, Europa braucht Grenzen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 121, 27.5.2009, S. 7

**Kindleberger**, Charles P., 1979, Die Weltwirtschaftskrise. Geschichte der Weltwirtschaft im 20. Jahrhundert, Bd. 4, München

**Kletzer**, Kenneth M., 1994, Sovereign Immunity and International Lending, in: Ploeg, Frederick van der (Hrsg.), Handbook of International Macroeconomics, S. 439–479, Malden (Mass.)

**Köngeter**, Matthias, 2009, Staatenimmunität, Deutscher Bundestag, Wissenschaftliche Dienste, Aktueller Begriff, Nr. 18, 5.3.2009, URL: <http://www.bundestag.de/wissen/analysen/2009/staatenimmunitaet.pdf> [Stand: 2010-01-28]

**Kösters**, Wim, 2009, Common Euro Bonds. No Appropriate Instrument, in: Intereconomics, Vol. 44, No. 3, S. 135–138

**Lemmer**, Astrid / **Stegarescu**, Dan, 2009, Revenue Windfalls and Expenditure Slippages. Disappointing Implementation of the Reformed Stability and Growth Pact, in: Intereconomics, Vol. 44, No. 3, S. 159–165

**Matthes**, Jürgen, 2008, Wirkungen der Europäischen Währungsunion auf Wachstum, Handel und Direktinvestitionen, in: Institut der deutschen Wirtschaft Köln (Hrsg.), Zehn Jahre Euro, IW-Analysen, Nr. 43, Köln, S. 45–67

**Matthes**, Jürgen, 2009, Ten years EMU. Reality test for the OCA-endogeneity hypothesis, economic divergences and future challenges, in: Intereconomics, Vol. 44, No. 2, S. 114–128

**Mayer**, Thomas, 2009, The case for a European Monetary Fund, in: Intereconomics, Vol. 44, No. 3, S. 138–141

**Mayer**, Thomas, 2010, Die Risiken bei Staatsanleihen steigen, Interview, in: Handelsblatt, Nr. 5, 8.1.2010, S. 16–17

**Meyer**, Dirk, 2009, Die Zahlungsunfähigkeit eines Eurolandes. No-no-bail-out und Austritt aus der Eurozone, in: ifo Schnelldienst, 62. Jg., Nr. 7, S. 3–6

**Mitchener**, Kris J. / **Weidenmier**, Marc D., 2009, Supersanctions and sovereign debt repayment, in: *Journal of International Monetary and Finance*, doi:10.1016/j.jimonfin.2008.12.011

**Moody's**, 2009, Announcement: Moody's comments on Aaa-Rated Sovereigns as Global Economic Recovery Begins, URL: <http://www.moodys.com/cust/content/content.ashx?source=StaticContent/Free%20Pages/Products%20and%20Services/Downloadable%20Files/Aaa-Rated%20Sovereigns%20Monitoring.pdf> [Stand: 2010-01-11]

**Münchau**, Wolfgang, 2009, Europa braucht Bailout-Regel, in: *Financial Times Deutschland*, Nr. 243, 16.12.2009, S. 24

**Mussler**, Werner, 2009, Der Euro-Raum will keine Hilfe vom IWF, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 55, 6.3.2009, S. 16

**Nationalbank Island**, 2009, Statistik zur Auslandsverschuldung, URL: <http://www.sedlabanki.is/?pageid=552&itemid=a55be3a0-9943-484e-a8de-46d23f17ba25&nextday=1&nextmonth=3> [Stand: 2009-12-07]

**Obstfeld**, Maurice / **Rogoff**, Kenneth S., 1996, *Foundations of International Macroeconomics*, Cambridge (Mass.)

**OECD** – Organisation for Economic Co-operation and Development, 2009, *OECD Economic Outlook*, No. 86, Annex Tables, URL: [http://www.oecd.org/document/61/0,3343,en\\_2649\\_34573\\_2483901\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/document/61/0,3343,en_2649_34573_2483901_1_1_1_1,00.html) [Stand: 2009-12-20]

**OECD**, 2010, *OECD Economic Outlook*, No. 87, Annex Tables, URL: [http://www.oecd.org/document/61/0,3343,en\\_2649\\_34573\\_2483901\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/document/61/0,3343,en_2649_34573_2483901_1_1_1_1,00.html) [Stand: 2010-06-16]

**Ohler**, Christoph, 2005, Der Staatsbankrott, in: *Juristenzeitung*, 60. Jg., Nr. 12, S. 590–599

**Oppermann**, Thomas, 2005, *Europarecht*, München

**Panizza**, Ugo / **Sturzenegger**, Federico / **Zettelmeyer**, Jeromin, 2009, The Economics and Law of Sovereign Default, in: *Journal of Economic Literature*, Vol. 47, No. 3, S. 651–698

**Pariser Club**, 2009, Auslandsgeschäftsabsicherung der Bundesrepublik Deutschland, URL: [http://www.agaportal.de/pages/aga/grundzuege/internationales/pariser\\_club.html](http://www.agaportal.de/pages/aga/grundzuege/internationales/pariser_club.html) [Stand: 2010-01-28]

**Pariser Club**, 2010, Chiffres clés, URL: <http://www.clubdeparis.org/sections/donnees-chiffrees/chiffres-cles> [Stand: 2010-02-20]

**Part**, Peter, 2004, Kommentierung Artikel 103 EG-Vertrag, in: Mayer, Heinz (Hrsg.), *Kommentar zu EU- und EG-Vertrag*, 21. Ergänzungslieferung, Wien

**Paulus**, Christoph G., 2009, Rechtliche Handhaben zur Bewältigung der Überschuldung von Staaten, in: *Recht der internationalen Wirtschaft*, Bd. 55, Heft 1-2, S. 11–17

**Pflug**, Karl, 1898, *Staatsbankrott und internationales Recht*, München

**Rat der Europäischen Union**, 2009a, Council approves loan to Latvia to support its medium-term balance of payments, Pressemitteilung 5498/09 (Presse 16), 20.1.2009, URL: <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/09/st05/st05498.en09.pdf> [Stand: 2010-02-23]

**Rat der Europäischen Union**, 2009b, Le Conseil décide de relever le plafond des prêts aux États membres qui connaissent des difficultés financiers, Pressemitteilung 9457/09 (Presse 115), 18.5.2009, URL: [http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms\\_Data/docs/pressdata/fr/misc/108025.pdf](http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressdata/fr/misc/108025.pdf) [Stand: 2010-02-23]

**Rat der Europäischen Union**, 2009c, Informelle Tagung der Staats- und Regierungschefs am 1. März 2009, Gemeinsame Pressemitteilung, URL: [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/de/misc/106404.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/de/misc/106404.pdf) [Stand: 2010-02-23]

**Reinhart**, Carmen M. / **Rogoff**, Kenneth S., 2009, This time is different, Princeton

**Reinhart**, Carmen M. / **Rogoff**, Kenneth S. / **Savastano**, Miguel A., 2003, Debt Intolerance, in: Brookings Papers on Economic Activity, No. 1, S. 1–62

**Rogoff**, Kenneth S. / **Zettelmeyer**, Jeromin, 2002a, Early Ideas on Sovereign Bankruptcy Reorganization. A Survey, International Monetary Fund Working Paper, No. 02/57, Washington D. C.

**Rogoff**, Kenneth S. / **Zettelmeyer**, Jeromin, 2002b, Bankruptcy Procedures for Sovereigns. A History of Ideas, in: IMF Staff Papers, Vol. 49, No. 3, S. 470–507

**Rombeck-Jaschinski**, Ursula, 2005, Das Londoner Schuldenabkommen, München

**Roubini**, Nouriel, 2002, Do We Need a New Bankruptcy Regime?, in: Brookings Papers on Economic Activity, No. 1, S. 321–333

**Roubini**, Nouriel / **Setser**, Brad, 2004, The Reform of the Sovereign Debt Restructuring Process: Problems, Proposed Solutions and the Argentine Episode, in: Journal of Restructuring Finance, Vol. 1, No. 1, S. 1–12

**Sal. Oppenheim**, 2009, Spannungen in der Eurozone. Zerreißprobe für die Währungsunion?, Oppenheim Special, März, Köln

**Schlag**, Carsten-Hennig, 2000, Die Budgetpolitik der EWU, in: Wirtschaftsdienst, 80. Jg., Nr. 2, S. 112–119

**Schwabe**, Christian, 2007, Filmlicenzen in der Insolvenz, Göttingen

**Schwarzer**, Daniela / **Dullien**, Sebastian, 2009, Strikte Koordinierung statt Blankoscheck für Griechen, in: Handelsblatt, Nr. 242, 15.12.2009, S. 7

**Segal**, Ilya, 1999, Contracting with Externalities, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 114, No. 2, S. 337–388

**Seidel**, Martin, 1995, Probleme der Währungsordnung der Europäischen Union, in: Baur, Jürgen F. / Jacobs, Rainer / Lieb, Manfred / Müller-Graff, Peter-Christian (Hrsg.), Festschrift für Ralf Vieregge, Berlin, S. 793–811

**Setser**, Brad, 2009, China's record demand for Treasuries (and all US assets) in 2008, URL: <http://blogs.cfr.org/setser/2009/02/23/chinas-record-demand-for-treasuries-and-all-us-assets-in-2008/> [Stand: 2009-12-03]

**Shleifer**, Andrei, 2003, Will the Sovereign Debt Market Survive?, in: American Economic Review, Vol. 93, No. 2, S. 85–90



**SIFMA** – Securities Industry and Financial Markets Association, 2008, A Common European Government Bond, Discussion Paper, URL: [http://www.sifma.org/research/pdf/EPDA-SIFMA-Common-Bond-Report\\_0810.pdf](http://www.sifma.org/research/pdf/EPDA-SIFMA-Common-Bond-Report_0810.pdf) [Stand: 2010-01-12]

**Spiegel Online**, 2009, Europa will Griechenland-Krise ohne IWF lösen, URL: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/0,1518,668992,00.html> [Stand: 2010-01-13]

**Standard & Poor's**, 2003, Research Sovereign Defaults. Heading Lower into 2004, New York

**Sturzenegger**, Federico / **Zettelmeyer**, Jeromin, 2007, Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises, Cambridge (Mass.)

**SVR** – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 2009, Die Zukunft nicht aufs Spiel setzen, Jahresgutachten 2009/2010, Wiesbaden

**SZ** – Süddeutsche Zeitung, 2009, Steinbrück will notleidenden EU-Ländern helfen, Nr. 41, 19.2.2009, S. 1

**The Economist**, 2009a, Europe's reluctant paymaster, No. 8, 28.2.2009, S. 25–26

**The Economist**, 2009b, Default lines, No. 49, 5.12.2009, S. 73–74

**The Economist**, 2009c, Tomorrow's burden, No. 43, 24.10.2009, Survey, S. 72–73

**The Economist**, 2009d, A wary respect, No. 43, 24.10.2009, S. 3–4

**Tietje**, Christian, 2005, Die Argentinien-Krise aus rechtlicher Sicht. Staatsanleihen und Staateninsolvenz, Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, Heft 37, Martin-Luther-Universität, Halle-Wittenberg

**Trips-Hebert**, Roman, 2009, Restrukturierungsmaßnahmen im US-amerikanischen Insolvenzrecht. Ein summarischer Vergleich mit der deutschen Insolvenzordnung, Deutscher Bundestag, Wissenschaftliche Dienste, Ausarbeitung, URL: <http://www.bundestag.de/wissen/analysen/2009/US-Insolvenzrecht.pdf> [Stand: 2010-01-28]

**Unicredit Group**, 2009, CEE Banking Outlook November 2009, URL: [http://www.unicreditgroup.eu/ucg-static/downloads/BankingOutlook\\_2009.pdf](http://www.unicreditgroup.eu/ucg-static/downloads/BankingOutlook_2009.pdf) [Stand: 2010-02-21]

**US Bureau of Economic Analysis**, 2010, verschiedene Statistiken, URL: <http://www.bea.gov/> [Stand: 2010-01-06]

**US Courts**, 2010, Bankruptcy Statistics, URL: <http://www.uscourts.gov/bnkrpctstats/statistics.htm> [Stand: 2010-02-17]

**US Department of the Treasury**, 2010, Treasury International Capital System, Securities (b), Special data series, URL: <http://www.treas.gov/tic/ticsec2.shtml#ussecs> [Stand: 2010-01-09]

**Wehler**, Hans-Ulrich, 2009, Deutsche Gesellschaftsgeschichte 1914–1949, Bonn

**Wikipedia**, 2010, Drago-Doktrin, URL: <http://de.wikipedia.org/wiki/Drago-Doktrin> [Stand: 2010-02-15]

**Winkler**, Max, 1999, Foreign Bonds. An Autopsy, Knoxville

**World Bank**, 2009, Financial Structure Dataset, URL: <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:20696167~pagePK:64214825~piPK:64214943~theSitePK:469382,00.html> [Stand: 2009-12-03]

## Kurzdarstellung

Im Zuge der aktuellen Weltwirtschaftskrise hat sich gezeigt, dass auch entwickelte Volkswirtschaften dem Risiko von Staatsbankrotten ausgesetzt sein können. Diese Gefahr wird hier eingehend analysiert. Dabei stehen vor allem die Staaten in Süd- sowie in Mittel- und Osteuropa im Fokus. Eingehend beleuchtet werden aber auch die USA. Staatsbankrotte – direkte oder indirekte – sind kein neues Phänomen. Die internationale Staatengemeinschaft hat es bislang aber nicht geschafft, für solche Fälle ein geregeltes Verfahren zu installieren. Auch die mit dem Maastrichter Vertrag über die Europäische Union und dem Stabilitäts- und Wachstumspakt geschaffenen Regelungen konnten eine Situation, wie sie im Falle Griechenlands entstanden ist, nicht verhindern. Die Europäische Währungsunion (EWU) steht vor einem Dilemma: Zum einen soll Moral Hazard verhindert werden, zum anderen will die Politik keinen Mitgliedstaat der EWU pleitegehen lassen. Um Schäden für den Integrationsgedanken der Europäischen Union zu vermeiden, ist es erforderlich, den Internationalen Währungsfonds (IWF) in konkrete Hilfsmaßnahmen einzubinden.

## Abstract

The current global economic crisis has shown that even developed economies are not immune to sovereign default, a risk which the present paper analyses in detail. While it focuses primarily on the countries of southern, central and eastern Europe, the USA is also examined in depth. Sovereign default, whether direct or indirect, is not a new phenomenon. Despite this, the international community has so far failed to establish an orderly procedure for such cases. Even the regulations created by the Maastricht Treaty on European Union and the Stability and Growth Pact have not been able to prevent a situation like the one which has arisen in Greece. The European Monetary Union (EMU) faces a dilemma. On the one hand, the member countries want to avoid moral hazard; on the other, governments do not want an EMU member state to default. To avoid harming the European Union's idea of integration, it is important to involve the International Monetary Fund (IMF) in concrete aid measures.

## Die Autoren

Dr. rer. pol. **Berthold Busch**, geboren 1957 in Marburg an der Lahn; Studium der Volkswirtschaftslehre und Promotion an der Philipps-Universität Marburg; seit 1984 im Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Arbeitsbereich Europäische Integration innerhalb des Wissenschaftsbereichs Wirtschaftspolitik und Sozialpolitik; seit 1999 Leiter der IW-Verbindungsstelle Brüssel.

Diplom-Volkswirt **Jürgen Matthes**, geboren 1967 in Dortmund; Studium der Volkswirtschaftslehre an der Universität Dortmund, Studienaufenthalt in Dublin/Irland; seit Dezember 1995 im Institut der deutschen Wirtschaft Köln als persönlicher Referent des Direktors; seit 2000 Arbeitsbereich Neue Ökonomie; seit 2003 Arbeitsbereich Internationale Wirtschaftspolitik innerhalb des Wissenschaftsbereichs Wirtschaftspolitik und Sozialpolitik.

PD Dr. habil. rer. pol. **Manfred Jäger-Ambrożewicz**, geboren 1968 in Bad Wildungen; Studium der Mathematik an der Universität Paderborn; von 1993 bis 2005 wissenschaftlicher Mitarbeiter/Assistent am Lehrstuhl für Wachstum und Konjunktur der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg; seit Juni 2005 im Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Arbeitsbereich Finanzmärkte innerhalb des Wissenschaftsbereichs Wirtschaftspolitik und Sozialpolitik und seit 2009 Leiter der Forschungsgruppe Markt und Staat; seit 2005 außerdem Privatdozent an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg mit Lehrveranstaltungen in Makroökonomik sowie der Theorie und Empirie der Konjunktur; seit 2008 zudem Dozent an der European Business School, Oestrich-Winkel.

## Positionen – Beiträge zur Ordnungspolitik

---

In der Reihe IW-Positionen – Beiträge zur Ordnungspolitik aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln sind erschienen:

Hubertus Bardt / Jan-Welf Selke

### **Klimapolitik nach 2012**

Optionen für den internationalen Klimaschutz

IW-Positionen 29, 2007, 52 Seiten, 11,80 €

Hubertus Bardt

### **Steigerung der Energieeffizienz**

Ein Beitrag für mehr Umweltschutz und Wirtschaftlichkeit

IW-Positionen 30, 2007, 40 Seiten, 11,80 €

Berthold Busch

### **Zur Wirtschaftsverfassung der Europäischen Union**

Grundlagen, Entwicklung und Perspektiven

IW-Positionen 31, 2008, 44 Seiten, 11,80 €

Stefan Hardege

### **Freie Berufe in Deutschland**

Bestandsaufnahme und Reformoptionen

IW-Positionen 32, 2008, 62 Seiten, 11,80 €

Oliver Koppel / Axel Plünnecke

### **Braingain – Braindrain**

Die Wachstumspotenziale der Zuwanderung

IW-Positionen 33, 2008, 56 Seiten, 11,80 €

Ralph Brügelmann / Winfried Fuest

### **Erbschaftsteuerreform**

Eine halbherzige Lösung

IW-Positionen 34, 2008, 44 Seiten, 11,80 €

Christina Anger / Axel Plünnecke

### **Frühkindliche Förderung**

Ein Beitrag zu mehr Wachstum und Gerechtigkeit

IW-Positionen 35, 2008, 44 Seiten, 11,80 €

Hubertus Bardt

### **Sichere Energie- und Rohstoffversorgung**

Herausforderung für Politik und Wirtschaft?

IW-Positionen 36, 2008, 44 Seiten, 11,80 €

Holger Schäfer

### **Die soziale Grundsicherung in Deutschland**

Status quo, Reformoptionen und Reformmodelle

IW-Positionen 37, 2008, 64 Seiten, 11,80 €

Jürgen Matthes

### **Die Rolle des Staates in einer neuen Weltwirtschaftsordnung**

Eine ordnungspolitische Rückbesinnung

IW-Positionen 38, 2009, 44 Seiten, 11,80 €

Berthold Busch

### **Der EU-Binnenmarkt**

Anspruch und Wirklichkeit

IW-Positionen 39, 2009, 52 Seiten, 11,80 €

Helmut E. Klein / Oliver Stettes

### **Reform der Lehrerbefähigung**

Effizienzpotenziale leistungsgerechter Arbeitsbedingungen

IW-Positionen 40, 2009, 68 Seiten, 11,80 €

Klaus-Heiner Röhl / Peggy von Speicher

### **Ostdeutschland 20 Jahre nach dem Mauerfall**

Ist die Investitionsförderung Triebfeder von Industriewachstum und regionaler Entwicklung?

IW-Positionen 41, 2009, 52 Seiten, 11,80 €

Hubertus Bardt

### **Grundzüge einer effizienten Klimapolitik**

IW-Positionen 42, 2009, 64 Seiten, 11,80 €

Christian Hollmann / Michael Neumann / Jörg Schmidt / Dirk Werner

### **Perspektiven der dualen Berufsausbildung**

Höhere Qualität und Effizienz durch mehr Flexibilisierung und Durchlässigkeit

IW-Positionen 43, 2010, 78 Seiten, 11,80 €

Oliver Stettes

### **Effiziente Personalpolitik bei alternden Belegschaften**

IW-Positionen 44, 2010, 60 Seiten, 11,80 €

Die Reihe ist im Fortsetzungsbezug zu Sonderkonditionen erhältlich.

Bestellungen über [www.iwmedien.de/books](http://www.iwmedien.de/books)