

Read, Oliver; Schäfer, Stefan

**Working Paper**

## Die Staatsschuldenkrise, die öffentliche Meinung und die Märkte: Ein Drama in drei Akten

WIFI Working Paper, No. 2/2017

**Provided in Cooperation with:**

RheinMain University of Applied Sciences, Wiesbaden Institute of Finance and Insurance (wifin)

*Suggested Citation:* Read, Oliver; Schäfer, Stefan (2017) : Die Staatsschuldenkrise, die öffentliche Meinung und die Märkte: Ein Drama in drei Akten, WIFI Working Paper, No. 2/2017, RheinMain University of Applied Sciences, Wiesbaden Institute of Finance and Insurance (wifin), Wiesbaden,  
<https://doi.org/10.25716/pur-7>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/266222>

**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.*

WIFI WORKING PAPER 2/2017

# **Die Staatsschuldenkrise, die öffentliche Meinung und die Märkte: Ein Drama in drei Akten**

Oliver Read / Stefan Schäfer

First version: October 19, 2017

Present version: October 19, 2017

# Die Staatsschuldenkrise, die öffentliche Meinung und die Märkte: Ein Drama in drei Akten

Oliver Read / Stefan Schäfer

*Hochschule RheinMain University of Applied Sciences  
Wiesbaden Business School  
Bleichstr. 44  
D-65183 Wiesbaden  
E-Mail: [oliver.read@hs-rm.de](mailto:oliver.read@hs-rm.de)  
[stefan.schaefer@hs-rm.de](mailto:stefan.schaefer@hs-rm.de)*

*First version: October 19, 2017  
Present version: October 19, 2017*

**Kurzzusammenfassung:** Im achten Jahr der Griechenland-Krise wird sowohl die Nachhaltigkeit der Staatsschulden des Landes immer noch diskutiert als auch die weitere Beteiligung des Internationalen Währungsfonds am dritten „Rettungspaket“. Gleichzeitig scheinen die Kapitalmärkte indifferent gegenüber den Ereignissen in diesem Teil der Eurozone zu sein. Nach der Darstellung in diesem Artikel sind das die Folgen der Maßnahmen, die die Entscheider in der Politik in den Jahren 2010-2012 ergriffen haben. In einer Gratwanderung zwischen öffentlicher Meinung und Erwartungen der Kapitalmärkte haben sowohl die europäischen Regierungen als auch die EZB und die Europäische Kommission einen inkrementellen Ansatz verfolgt, der trotzdem signifikante Ergebnisse hervorgebracht hat. Der Artikel hebt die Rolle von diskursiven Signalen hervor, die die Entscheider senden mussten, um sowohl Investoren als auch Wähler in diesem Kontext zu beruhigen.

**Abstract:** Eight years into the Greek crisis, the sustainability of the country's public debt is still being discussed and so is the IMF's further involvement in the third „rescue package“. At the same time, capital markets seem indifferent to what is going on in this part of the euro area. According to the article, all this follows from the actions policymakers took in the years 2010-2012. Maneuvering between public opinion and capital market expectations, European governments as well as the ECB and the European Commission took an incremental approach that nevertheless produced significant outcomes. In this context, the article emphasizes the role of discursive signals policymakers had to send in order to calm investors as well as their voters.

**Keywords:** European Monetary Union, euro crisis, Greek bail-out, Greek sovereign debt crisis

**JEL classification:** E65, F34, F45

## **I. Prolog: Die Entscheidungsträger und ihre Restriktionen**

Die Griechenland-Krise ist ein Thema, das unsere ökonomische Gegenwart seit nun mehr als sieben Jahren mitbestimmt. Sie wird somit Stück für Stück zum Gegenstand der Geschichtsschreibung. Letztere darf kein Selbstzweck sein – vielmehr sollte sie helfen, das Thema besser zu verstehen und auf der Grundlage eines verbesserten Verständnisses einer wirklichen Lösung näher zu kommen. Die folgenden Ausführungen sollen das für diese Krise besondere Wechselspiel zwischen ökonomischer Entwicklung und wirtschaftspolitischen Entscheidungen auf der einen sowie tatsächlichen oder befürchteten Kapitalmarktreaktionen auf der anderen Seite herausarbeiten.

Die wirkliche oder bloß scheinbare Notwendigkeit, bei den eigenen wirtschaftspolitischen Entscheidungen Kapitalmarktreaktionen zu berücksichtigen, stellt dabei nur eine unter mehreren Restriktionen dar, die dem Entscheidungsspielraum der handelnden Politiker in Brüssel sowie Berlin, Paris und anderen nationalen Hauptstädten teils sehr enge Grenzen setzten. So galt es zudem, den Wählern in den „Geberländern“ wie denen in den „Nehmerländern“ entgegen zu kommen – also die öffentliche Meinung ins Kalkül zu ziehen – und natürlich die geltenden Verträge und sonstigen Regelwerke zu beachten. Das Ergebnis ist ein inkrementelles Vorgehen sowohl der Fiskalpolitiker in Berlin, Brüssel und anderswo als auch der Geldpolitiker bei der Europäischen Zentralbank (EZB) in Frankfurt.

In dieser Gemengelage verstehen wir „die Märkte“ in erster Linie als den Markt für Staatsanleihen der Euroländer, für Credit Default Swaps und sonstige Kreditderivate auf diese Staatsanleihen sowie die auf diesen Märkten tätigen Akteure. Die nationalen Aktien- und Unternehmensanleihemärkte blieben von den Krisengeschehnissen zwar nicht unberührt, spielten aber keine herausragende Rolle. Auch der Außenwert des Euro und damit der Devisenmarkt können in ihrer Bedeutung für den Gang der Ereignisse nicht annähernd mit dem Staatsanleihe-markt mithalten.

Die so definierten Märkte spielten schon zu Beginn der Krise eine herausgehobene Rolle, als es den Verantwortlichen auf der europäischen wie der nationalen Ebene darum ging, die „Rettung“ Griechenlands und anderer sog. Peripheriestaaten zu rechtfertigen. Die diskurspolitische Nutzung „der Märkte“ und deren tatsächliche Bedeutung im Rahmen der Krise kann dabei in drei Phasen unterteilt werden. Zu den diskurstheoretischen Aspekten der

Krisendebatte gibt es einen ständig noch wachsenden Bestand an Literatur. Ein Beispiel für eine kritische Auseinandersetzung mit dem Krisendiskurs ist GREULE, 2016.

- Zunächst, in Phase 1 (erster Akt), wurden Rettungsmaßnahmen unter weiter Auslegung der No-Bail-Out-Klausel mit der Vermeidung eines andernfalls drohenden „Flächenbrandes“, also dem Übergreifen der Spekulationsattacken auf andere Länder, begründet.
- Phase 2 (zweiter Akt) markiert mit dem Schuldenschnitt für die privaten Gläubiger und dem Schnüren des zweiten Griechenlandpaketes den Höhepunkt des komplexen Geflechtes zwischen politischer Rhetorik, ökonomischer Situation der Peripheriestaaten sowie tatsächlich zu erwartenden oder bloß befürchteten Kapitalmarktreaktionen.
- Schließlich beginnt Phase 3 (dritter Akt) mit der „Whatever it takes“-Rede des EZB-Präsidenten Mario Draghi im Juli 2012 (DRAGHI 2012). Seitdem ist eine Politisierung der Staatsanleihenmärkte im Gange, die zu einer zunehmenden Übernahme der Staatsschuld in die öffentliche Hand und im Zuge dessen zu einer weitgehenden Beruhigung bzw. Ruhigstellung der Investoren und der Öffentlichkeit geführt hat.
- Phase 4 (Epilog) der Staatsschuldenkrise, nämlich der Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik und seine Konsequenzen, steht noch aus.

## **II. Der erste Akt: Vermeidung von „Ansteckung“ und „Flächenbrand“**

Die erste Griechenlandrettung diente explizit dem Ziel, die Märkte zu beruhigen und eine Ansteckung anderer Staaten im Euroraum zu verhindern. Die Verwendung von Begriffen aus dem Bereich der Epidemiologie bzw. des Brandschutzes verdeutlicht die damals angenommene Dramatik und Eilbedürftigkeit. Das „Übergreifen der Krise“ auf Italien oder Frankreich, oder gar ein „Flächenbrand“, werden bis heute als Alternativszenario für den Fall einer ausgebliebenen „Rettung“ der Peripheriestaaten genannt. War die erste Griechenlandrettung noch eilig in Form bilateraler Kredite der einzelnen Mitgliedstaaten an Griechenland zusammengezimmert, so wurden die Rettungsstrukturen mit den temporären Schutzschirmen European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM) und European Financial Stability Facility (EFSF) etwas ausgeklügelter. Schließlich sollte der European Stabilisation Mechanism (ESM) als dauerhafte und finale „Brandmauer“ vereinzelt „aufflackernden Brandherden“ Grenzen setzen und solche punktuellen Krisenerscheinungen durch gezielte Liquiditätsbereitstellung – gewissermaßen als „Löschwasser“ – einhegen. Die

Verwendung von Strukturmetaphern, welche die Geschehnisse wahlweise als Feuer bzw. Krankheit bezeichneten, ist ein Indiz dafür, dass weite Teile der Öffentlichkeit mit den Vorgängen intellektuell überfordert und deshalb für ein-gängige Sprachbilder empfänglich waren. Sie ließen die Krise als eine unabwendbare Katastrophe erscheinen (SODDEMANN 2013).

Im Rahmen des „Griechenland I“-Pakets haben die Europäische Union (EU) und der Internationale Währungsfonds (IWF) bilaterale Hilfskredite in Höhe von 110 Mrd. € gewährt. Schon früh wurden in den Geberländern Stimmen laut, solche Hilfe für die Peripheriestaaten, insbesondere für Griechenland, dürfe nicht zu einem Fass ohne Boden werden. Um Moral Hazard bei den Empfängern zu vermeiden, etablierte sich von den ersten Griechenlandkrediten bis zu den ESM-Statuten das Prinzip einer konditionierten Auszahlung der Hilfsleistungen in Tranchen. Als Beispiel hierfür kann das zweite „Economic Adjustment Programme“ für Griechenland dienen (EUROPEAN COMMISSION 2012). Eine besondere Kompetenz sprach in dieser Beziehung insbesondere Angela Merkel dem Internationalen Währungsfonds (IWF) zu, von dem sie – als aus europäischer Perspektive „Außenstehendem“ – außerdem erwartete, gegenüber den verschuldeten Peripheriestaaten „härter“ auftreten zu können. Der IWF war fortan, neben Europäischer Kommission und EZB, Teil der „Troika“. Die Beteiligung der Washingtoner Institution setzte Merkel auch als Signal an ihre Wähler in Deutschland ein, dass alle Beteiligten es mit der Konditionalität der Hilfsprogramme ernst nähmen. Gleichzeitig begannen umfangreiche Reformarbeiten am europäischen Regelwerk mit dem Ziel, alle Mitgliedstaaten mittel- und langfristig auf eine nachhaltige Finanzpolitik zu verpflichten. Auch hierbei handelte es sich um ein Zugeständnis gegenüber der öffentlichen Meinung in Zentral- und Nordeuropa (MERKEL 2010).

Viele in den Peripheriestaaten empfanden die im Rahmen der Konditionalität der Programme vereinbarten Strukturreformen und Maßnahmen der Haushaltskonsolidierung als aufgezwungen. Der Unmut der Bevölkerung wuchs – gegenüber der eigenen politischen Elite, der „Troika“, Angela Merkel und nicht zuletzt den Märkten, die von vielen als Verursacher und Profi-teure der Krise gebrandmarkt wurden. In der Folge geriet die europäische Politik immer stärker unter Druck, eine Beteiligung der privaten Gläubiger insbesondere an der Griechenland-Rettung zu erreichen. Die Kritik traf insbesondere große Anleiheinvestoren aus dem privaten Sektor wie Banken, Versicherungen und Hedgefonds. Sie hätten, auf ein Bail-Out vertrauend und die Risiken deshalb ignorierend, jahrelang gute Geschäfte gemacht. Es könne nicht sein, dass die Steuerzahler in den Geberländern für derartiges Fehlverhalten

aufkommen müssten. Und genauso wenig könne sein, dass das Volk in den Nehmerländern für deren Fehlentscheidungen durch Austeritätsmaßnahmen leiden müsse (SCHÄUBLE 2011; PAPANDREOU 2010).

### **III. Der zweite Akt: Schuldenschnitt und Leerverkaufsverbot, aber keine nachhaltige Lösung**

Entsprechend vereinbarten Angela Merkel und Nicolas Sarkozy im Herbst 2010 bei einem Treffen im französischen Deauville, auf einen Beitrag der privaten Gläubiger zur Griechenlandhilfe hinzuarbeiten. Nicht nur der europäische Steuerzahler sollte die Lasten tragen, sondern auch die privaten Anleiheinvestoren. Dieser Ansatz wurde als Private Sector Involvement (PSI) bezeichnet. Es ist bezeichnend, dass das PSI eigentlich nur für den geplanten permanenten Rettungsschirm angedacht war. „Deauville“ entwickelte aber in der öffentlichen Diskussion eine derart starke Eigendynamik, dass Öffentlichkeit und Märkte eine Restrukturierung der griechischen Staatschuld von nun an als eher früher denn später kommend annahmen (ZETTELMEYER *et al.* 2013, S. 4-5; TREBESCH, 2015, S. 3). Vor diesem Hintergrund wurde im Juni 2011 ein zweites Rettungspaket mit einem Volumen von 130 Mrd. € auf den Weg gebracht. Damit begann der zweite Akt des Dramas.

Das Private Sector Involvement erwies sich als schwierig umzusetzen. Das gewählte Verfahren musste die privaten Gläubiger belasten, jedoch die öffentlichen verschonen. Alles andere hätte nicht nur zu einem Aufschrei der Steuerzahler in den Geberländern geführt; ein nominaler Schuldenerlass hätte für die europäischen Regierungen zudem auch eine Verletzung der Nicht-Beistandsklausel (No-Bail-Out) im Maastrichter Vertrag bedeutet (FIEDLER *et al.* 2015). Die „Spekulanten“ an den Märkten wiederum hielten nicht nur Staatsanleihen, sondern auch (Kredit-) Derivate in Form von Credit Default Swaps (CDS), mit denen sie auf eine „Staatspleite“ Griechenlands „wetteten“. Auf der technischen Seite war diesbezüglich zu klären, ob die Beteiligung der privaten Gläubiger in Form eines Schuldenschnittes („Haircut“) als Kreditereignis (Credit Event) zu werten ist und ggf. die vertraglichen Pflichten der Sicherungsgeber auslöst.

Ein spezielles (Kommunikations-)Problem stellten schließlich die Leerverkäufe dar. Großen Teilen der Öffentlichkeit war nicht zu vermitteln, „wie man etwas verkaufen kann, was man nicht hat“ (FUHR 2010). Dieses scheinbare Paradoxon (BURGHOF 2010) wurde zum Sinnbild für ein Finanzsystem, welches nur noch der Spekulation dient, und verstärkte in weiten Teilen

der Öffentlichkeit das Bild von einem „Kasino-Kapitalismus“, in dem „Zocker“ ihr Unwesen treiben (KRASNI 2015, S. 20). Die Regierungen reagierten mit Symbolpolitik: Bestimmte Leerverkäufe wurden kurzerhand verboten. Beides, die Beteiligung der privaten Gläubiger und das Leerverkaufsverbot, befriedigte das Bedürfnis der Öffentlichkeit, in dieser hochkomplexen Materie klare Kausalzusammenhänge geboten zu bekommen: Es gab Schuldige, die zu bestrafen waren, und Tatwerkzeuge, die den Schuldigen aus der Hand gerissen werden mussten (KRASNI 2015, S. 20).

So populär die beiden Maßnahmen (PSI und Leerverkaufsverbot) in der breiten Öffentlichkeit waren, so kritisch diskutierte sie das Fachpublikum. Auch die EZB schaltete sich – unter anderem über ihr Direktoriumsmitglied Lorenzo Bini Smaghi – in die Debatte ein und sprach für viele eher skeptische Marktbeobachter. Ein Bail-In privater Gläubiger könne zwar durchaus letztes Mittel sein. Es dürfe aber von offizieller Seite keinesfalls zu früh darüber räsoniert werden, um die Märkte nicht unnötig und vorzeitig zu verunsichern. Denn ein PSI würde sowohl den Finanzsektor der Geberländer als auch der Nehmerländer wegen der hohen Staatsanleihebestände in den Bilanzen der jeweiligen Banken existenziell gefährden. Dass diese Gefahr real sei, zeigten die Renditedifferenzen zwischen Bundesanleihen und denjenigen der Peripheriestaaten, die immer dann spürbar angestiegen seien, wenn ein PSI ernsthaft diskutiert wurde (BINI SMAGHI 2011). Inwieweit der „Deauville-Effekt“ zu einem signifikanten Anstieg der Sekundärmarktinzinsen für Staatsanleihen aus Krisenländern führte, diskutierte die Literatur in den Folgejahren leidenschaftlich (LANE 2012; MODY 2013).

Ebenso umstritten waren und sind die Effekte des Verbotes von Leerverkäufen. Instrumente zur Spekulation auf fallende Kurse bzw. Absicherung gegen fallende Kurse haben eine wichtige Bedeutung für den Finanzmarkt. Sie erlauben einem Investor mit einer negativen Einschätzung eine entsprechende Gegenposition zur Position eines optimistischen Investors einzunehmen. Transaktionen mit einem Spekulationshintergrund tragen zur Liquidität und zur Informationseffizienz des Finanzmarktes bei. Andererseits wird argumentiert, dass durch diese Transaktionen Kursrückgänge verschärft werden und das Finanzsystem insgesamt destabilisiert wird. Teilweise wird auch eine Verbindung zu missbräuchlichen Handelspraktiken der Marktmanipulation kolportiert. Darum müsse mit einem „Leerverkaufsverbot“ (inklusive eines Verbotes von Credit Default Swaps) regulatorisch eingegriffen werden – meinen zumindest dessen Verfechter.

Die Gegner von Leerverkaufsverboten (also die Befürworter von Leerverkäufen) argumentieren, dass Eingriffe dieser Art grundsätzlich zu einer nicht akzeptablen Verzerrung



des Marktes führen. Die Spekulation mit Leerverkäufen sei als Nebenschauplatz anzusehen. Im Fall Griechenlands beispielsweise sei der Hauptschauplatz die Überschuldung im Vergleich zur wirtschaftlichen Leistung des Landes. Die Bedeutung von Leerverkäufen für die Erklärung von Marktschwankungen und die Notwendigkeit ihrer Regulierung ist in der Literatur nach wie vor umstritten (LANGE 2016).

### **III.1 „Greek Haircut“: Viel Detailarbeit mit nur kurzfristigem Erfolg**

Brüssel, Berlin und Paris mussten den Bürgern gegenüber also auftreten, als agierten sie „den Märkten“ gegenüber unnachgiebig; gleichzeitig mussten sie Verständnis für die diffizilen Aspekte eines Haircut signalisieren und vermeiden, dass ein zu hartes Vorgehen gegen Griechenland als Vorbote einer härteren Gangart gegenüber den anderen Peripheriestaaten gedeutet werden konnte. Der Vorgang war äußerst komplex und nur Experten konnten ihn wirklich durchdringen. Gleichzeitig verfolgte die Öffentlichkeit das Geschehen mit hoher Aufmerksamkeit, war aber mit der Materie hoffnungslos überfordert. Finanzmärkte funktionieren nicht ohne das Vertrauen der Anleger und damit einer breiteren Öffentlichkeit. Bei intellektueller Überforderung ersetzt das Vertrauen in die Experten das Vertrauen in die Sache an sich (BURGHOF 2010). Nun trat das Problem auf, dass das Vertrauen in die Experten nachhaltig erschüttert war. Von einer erfolgreichen Durchführung des Schuldenschnittes hing also viel ab.

An dessen Anfang stand eine nüchterne Bestandsaufnahme der betroffenen Papiere: Zu den alten Anleihen, die Gegenstand einer Restrukturierung würden, gehörten 40 Anleihen mit verschiedenen Laufzeiten, überwiegend in EUR, aber auch einige in JPY und CHF. Eine Differenzierung nach vier Kategorien wurde vorgenommen, und zwar in Staatsanleihen nach griechischem bzw. ausländischem Recht und Anleihen von staatseigenen Unternehmen nach griechischem bzw. ausländischem Recht. Gleichzeitig wurde geklärt, wer auf Seite der privaten Gläubiger als Verhandlungspartner der Politik fungieren würde – das International Institute of Finance, welches 32 Banken repräsentierte (ZETTELMAYER *et al.* 2013, S. 9).

Wie bei anderen Umschuldungen auch mussten die Verantwortlichen das Free-Rider-Problem lösen, mussten also der Gefahr begegnen, dass eine zu große Zahl von Anleihegläubigern versuchen würde, an der Umschuldung nicht zu partizipieren, um den Nominalwert ihrer Papiere zu sichern. Die EU hatte zur Bedingung für das Griechenland II-Paket gemacht, dass der Schuldenschnitt von mindestens 90% der Gläubiger angenommen werden sollte, was einer Beteiligung von Gläubigern mit Anleihen im Nominalvolumen von 99 Mrd. €

entsprochen hätte. Dieses Ziel sollte mit einer „Zuckerbrot und Peitsche“-Strategie erreicht werden. Das Zuckerbrot bestand hauptsächlich darin, die neuen, zum Tausch angebotenen Anleihen (ein Teil der Restrukturierung bestand in einem Anleihetausch) so attraktiv wie möglich auszugestalten.

Gleichzeitig beschloss das Parlament in Athen eine retroaktive Umschuldungsklausel für Anleihen nach griechischem Recht. Entscheidungen, die von einer qualifizierten Mehrheit von mindestens 75% der Gläubiger getroffen würden, sollten für alle anderen Gläubiger bindend sein. Aufgrund dieser retroaktiven Wirkung waren die Umschuldungsklauseln umstritten. Retroaktive „Collective Action Clauses“ zeigen die Schwächen von Anleihen, die nach inländischem Recht emittiert wurden, denn die Bedingungen können jederzeit durch den inländischen Gesetzgeber geändert werden (TREBESCH 2015, S. 2).

Nicht nur über nachträgliche „Collective Action Clauses“, sondern auch direkt gegenüber großen institutionellen Gläubigern arbeiteten Regierungen und Regulatoren mit sanftem Zwang, um insbesondere die Finanzbranche zu einer „frewilligen“ Teilnahme an der Umschuldung zu bewegen. Dazu der Commerzbank-Vorstandsvorsitzende Martin Blessing in einem Zeitungsinterview lapidar: „Die Beteiligung großer europäischer Banken an der Umschuldung ist so freiwillig wie ein Geständnis vor der spanischen Inquisition“ (STEVENS *et al.* 2012).

Am Ende der Verhandlungen wurde im Rahmen des Programms zwischen der griechischen Regierung und den privaten Gläubigern ein nomineller Schuldenschnitt in Höhe von 53,5% vereinbart. Weitere Schuldenerleichterungen entstanden durch Verlängerung der Laufzeiten und Reduzierung der Kupons, die zu einer Senkung des Barwerts der Schulden führten.

Der Schuldenerlass war bezogen auf das BIP außerordentlich hoch, dank einer Kombination aus nomineller Reduzierung der Verbindlichkeiten und zeitlicher Streckung des Schuldendienstes. Im Dreieck zwischen öffentlicher Meinung, befürchteten Kapitalmarktreaktionen und der Maastrichter No-Bail-Out-Klausel war es gelungen, Griechenland Luft zum Atmen zu geben. Die Schuldentragfähigkeit konnte jedoch mittel- und langfristig nicht wiederhergestellt werden. Da die EZB und die anderen Zentralbanken vom Schuldenschnitt ausgenommen wurden und zur Finanzierung der Umschuldung (und auch zur Bedienung der von der EZB gehaltenen Anleihen) hohe Summen vom EFSF geliehen werden mussten, stellte die Umschuldung zu einem zu großen Teil de facto eine Umwandlung privater in öffentliche Kredite dar (TREBESCH 2015, S. 7).

### **III.2 Der Schuldenschnitt als Kreditereignis auf dem CDS-Markt**

Ein nicht unbedeutender Nebenkriegsschauplatz war bei all dem der CDS-Markt. Nach Bekanntgabe des Private Sector Involvements fürchteten die Halter von CDS, dass die Umschuldung freiwillig erfolgen würde. In dem Fall würden nämlich die vereinbarten Bedingungen für die CDS-Kontrakte nicht greifen. Die gewünschte Absicherung gegen einen Kredit-ausfall Griechenlands wäre dann wirkungslos gewesen.

Die Umstrukturierung wurde jedoch – angesichts des beschriebenen unsanften Drängens der Investoren durch die Politik – insgesamt als nicht freiwillig angesehen. Standard & Poor's hatte einen „Selective Default“ bereits mit Verabschiedung der Umschuldungsklauseln am 27.02.2012 angekündigt. Die Ratingagenturen Moody's und Fitch hatten das Rating von Griechenland (Hellenic Republic) bei Reaktivierung der Umschuldungsklauseln auf Default herabgestuft. Für Credit Default Swaps hat das zuständige Gremium in Europa die Umschuldung Griechenlands am 09.03.2012 als Kreditereignis „Restructuring“ eingestuft (ISDA 2012). Sämtliche CDS Kontrakte wurden abgewickelt und die gewünschte Absicherung hat funktioniert. Dies geschah im Gegensatz zu im Vorfeld geäußerten Befürchtungen, dass die Sicherungsgeber das „credit event“ nicht würden stemmen können und dass es zu einer „Kernschmelze“ (meltdown) kommen würde. Dass dies nicht der Fall war, ist der geschickten Umsetzung des Haircut geschuldet (COUDERT *et al.* 2013).

### **III.3 Das Leerverkaufsverbot: Symbolpolitik mit begrenzter Wirkung**

Nicht erst mit der Griechenlandkrise, sondern bereits seit der Bankenkrise 2008 waren bestimmte Transaktionen mit Spekulationsabsicht auf fallende Kurse in den Mittelpunkt der Diskussion von Regierungen, Aufsichtsbehörden und Öffentlichkeit gerückt. Hierzu zählen Leerverkäufe von Wertpapieren und der Kauf von Credit Default Swaps, die beide im Zusammenhang mit der Euro-Krise für die Spekulation auf eine Staatspleite eingesetzt wurden.

Ungeachtet der theoretischen und tatsächlichen Bedeutung von Leerverkäufen standen die Geberländer wie weiter oben bereits dargestellt schnell vor dem Problem, den Grundgedanken eines Leerverkaufs in der Öffentlichkeit nicht vermitteln zu können. Tatsache ist, dass der Handel eines Credit Default Swaps auf einen staatlichen Emittenten auf dem Derivatemarkt einen großen Einfluss auf die Konditionen von neuen Staatsanleihen auf dem Primärmarkt hat. Der Credit Spread (Risikoaufschlag) des Emittenten am Primärmarkt orientiert sich am Credit Spread am Sekundärmarkt, der wiederum der Credit Default Swap Prämie folgt. Eine steigende Credit Default Swap Prämie führt zu einer Erhöhung der Finanzierungskosten des staatlichen Emittenten.

Als Folge der Griechenland-Staatsschuldenkrise hat Deutschland mit dem Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte vom 21.07.2010 bereits 2010 dauerhafte Beschränkungen von bestimmten Leerverkäufen eingeführt und dabei andere EU-Staaten brüskiert. Da eine Finanzmarktregulierung nur für ein Land in Europa wenig Sinn macht, hat Deutschland darauf gedrängt, eine EU-weite Regulierung zu verabschieden. Zum 01.11.2012 trat die EU-Leerverkaufsverordnung in Kraft. Die

Umsetzung in Deutschland erfolgte mit dem EU-Leerverkaufs-Ausführungsgesetz vom 06.11.2012. Dadurch wurde die Spekulation auf eine griechische Staatspleite erschwert.

Ob das Verbot einen nennenswerten Beitrag zur Vermeidung künftiger Krisen leisten kann, ist mehr als fraglich. Die wie oben beschrieben besondere kommunikative Herausforderung im Falle von Leerverkäufen bewirkte diesen symbolpolitischen Akt. Dass das Leerverkaufsverbot eher aus dem Handlungsdruck resultierte, dem sich die Politik gegenüber sah, als aus fundierten kapitalmarkttheoretischen Überlegungen, wurde schon vor seinem Inkrafttreten breit diskutiert (SCHULZ 2012).

#### **IV. Der dritte Akt: Übernahme der Staatsschuld durch die öffentliche Hand**

Nach dem Schuldenschnitt und dem Beginn des zweiten Griechenland-Programms entspannte sich die Lage zunächst scheinbar. Wirklich die Märkte beruhigen konnten aber weder Rettungsschirme noch institutionelle Reformen auf europäischer Ebene oder die regelmäßig erhobene Forderung nach sog. „Eurobonds“. Dies wurde spätestens dann offenbar, als die italienischen Staatsanleiherrenditen im Sommer 2012 bedrohlich zu steigen begannen und die Fiskalpolitiker auf nationaler wie europäischer Ebene mit ihrem Latein am Ende schienen. In dieser Situation sprang Draghi mit seinem „Whatever it takes“-Satz im Rahmen einer Investorenkonferenz in die Bresche und kündigte an, im Rahmen des OMT-Programms (Outright Monetary Transactions) ohne quantitative und zeitliche Begrenzung Staatsanleihen aufzukaufen. Offizielle Begründung dafür war, der Transmissionsmechanismus sei in einzelnen Ländern aufgrund irrational hoher Renditen gestört. Zur Beseitigung dieses Problems müssten die Anleiherrenditen auf ein vernünftiges Niveau zurückgeführt werden.

Spätestens mit dem Einstieg in das Quantitative Easing kristallisierte sich die EZB als die einzige Kraft heraus, die über genügend Entschlossenheit, Glaubwürdigkeit und Feuerkraft verfügte, um die Märkte einerseits kurzfristig zu beruhigen und andererseits mittelfristig derart zu beeindrucken, dass diesen Spekulationen gegen einzelne Länder sinnlos erschienen. Bezeichnend ist, dass im Falle des OMT-Programms dafür die bloße Ankündigung reichte, während vorherige Versuche wie das Securities Markets Programme (SMP) wegen ihrer zeitlichen und quantitativen Beschränkung keinen wirklichen Eindruck machten. Im Ergebnis sind die Staatsanleiherrenditen wenigstens vorläufig politisch bestimmt, ist das Risiko für die Investoren minimiert. Auf den europäischen Staatsanleihemärkten hat eine schrittweise Kollektivierung der Ausfallrisiken stattgefunden. Das schlägt sich in den Renditen nieder.

Die griechische Staatsschuld, mit der alles begonnen hatte, stellt für den Kapitalmarkt schon seit geraumer Zeit kein Problem mehr dar, denn sie befindet sich fast ausschließlich in öffentlicher Hand – seien es die Euroländer aufgrund der bilateralen Kredite des ersten Griechenlandpaketes, die Schutzmechanismen EFSM/EFSF und ESM, der IWF oder die EZB wegen ihrer diversen Aufkaufprogramme. Das griechische Krisenjahr 2015 konnte die Märkte denn auch nur noch indirekt erschüttern – wiederum über die Gefahr einer Ansteckung insbesondere Italiens –, denn Griechenland selbst spielte für private Gläubiger zu diesem

Zeitpunkt schon keine Rolle mehr. Nicht ganz zufällig wurden im Sommer 2015, auf dem Höhepunkt der Auseinandersetzungen zwischen der Tsipras-Regierung und „Brüssel“, wieder epidemiologische Metaphern bemüht. Dass die aktuellen Ereignisse die Märkte kalt ließen, liege daran, dass „Griechenland in Quarantäne“ sei. Das Land war also weiterhin schwer krank, man hatte aber Sorge dafür getragen, dass sich niemand mehr würde anstecken können (HAGELÜKEN 2015).

## V. Epilog: Geldpolitische Wende?

Im achten Jahr der Eurokrise wirken die Märkte dank der außerordentlichen Maßnahmen der EZB wie sediirt. Von den grundlegenden Problemen der Eurozone, in denen die Krise begründet ist, sind nur einige weniger gravierende Probleme wenigstens ernsthaft angegangen worden. Zu den Fortschritten zählen beispielsweise die Verbesserung bei der makroprudenziellen Überwachung, die Vereinheitlichung von Teilen der Bankenaufsicht, institutionelle Verbesserungen bei der Sanierung und Abwicklung von Banken sowie verschärfte Kapital- und Liquiditätsanforderungen für Banken.

Offen ist aber weiterhin, wie die Wachstumskrise und die Probleme mit der preislichen Wettbewerbsfähigkeit in Südeuropa und Frankreich zu überwinden sind. Nicht nur, aber auch und vor allem in Italien lassen die dafür notwendigen Reformen weiter auf sich warten. Auch der Widerspruch zwischen dezentraler Verantwortlichkeit für die Fiskalpolitik und auf europäischer Ebene angesiedelten Schutzschirmen harrt weiter einer Lösung. Die zur Vermeidung von Moral Hazard vorgesehene Konditionalität der Hilfen bleibt ebenso wie die verschärfte Überwachung der nationalen Budgetpolitik so lang eine stumpfe Klinge, wie die Gesellschaften in vielen Euroländern marktwirtschaftliche Reformen und eine nachhaltige Haushaltswirtschaft nicht als ökonomische Notwendigkeit, sondern als Ausfluss eines Austeritätsdiktats begreifen. Gerade in Italien erfolgt zudem die Sanierung des Bankensektors mehr als schleppend. Hier könnte sich in nicht allzu ferner Zukunft der Vorhang für den vierten Akt unseres Dramas öffnen. Titel: „Die Märkte und der Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik.“

## VI. Literatur

BURGHOF, HANS-PETER (2010). „Füllhorn oder Pandorabüchse? Woher kommen die neuen Vorschläge zur Bankenaufsicht?“, *Wirtschaftsdienst*, 90(2): 88.

BINI SMAGHI, LORENZO (2011). „Private Sector Involvement: From (good) theory to (bad) practice, Speech at the Reinventing Bretton Woods Committee, Berlin“, 6.6.2011, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp110606.en.html>

COUDERT, VIRGINIE; MATHIEU GEX (2013). „Why the Greek CDS Settlement did not lead to the feared meltdown, Banque de France“, in: Banque de France [Hrsg.]. *Financial Stability Review April 2013*, 17: 135,

[https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/financial-stability-review-17\\_2013-04.pdf](https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/financial-stability-review-17_2013-04.pdf)

DRAGHI, MARIO (2012). “Speech at the Global Investment Conference in London”, 26.7.2012, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>

EUROPEAN COMMISSION (2012). “The Second Economic Adjustment Programme for Greece”, Occasional Paper, Vol. 94, March 2012,

[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/2012/pdf/ocp94\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/pdf/ocp94_en.pdf)

FIEDLER, SALOMON und STEFAN KOOTHS (2015). „Griechenland – zwischen Insolvenz und Schuldenerlass“, *Wirtschaftsdienst*, 95(9): 609.

FUHR, ECKHARD (2010). „Wie kann man etwas verkaufen, was man nicht hat?“, *Die Welt*, 20.5.2010, [https://www.welt.de/welt\\_print/politik/article7709998/Wie-kann-man-etwas-verkaufen-was-man-nicht-hat.html](https://www.welt.de/welt_print/politik/article7709998/Wie-kann-man-etwas-verkaufen-was-man-nicht-hat.html)

GREULE, ALBRECHT (2016). “Schluss mit Grexit und Geuro! Auf der Spur europäischer Unwörter im Verlauf der Griechenland-Krise”, in: Dorota Kaczmarek [Hrsg.]. *Politik – Medien – Sprache. Deutsche und polnische Realien aus linguistischer Sicht* 23, [http://repozytorium.uni.lodz.pl:8080/xmlui/bitstream/handle/11089/18255/3-023\\_028-Greule.pdf?sequence=1&isAllowed=y](http://repozytorium.uni.lodz.pl:8080/xmlui/bitstream/handle/11089/18255/3-023_028-Greule.pdf?sequence=1&isAllowed=y)

HAGELÜKEN, ALEXANDER (2015). „Ansteckung in der Eurozone – Griechenland in Quarantäne“, *Süddeutsche Zeitung*, 1.7.2015,

<http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/grexit-griechenland-in-quarantaene-1.2544335>

ISDA (2012). „Credit Event – The Hellenic Republic“, 9.3.2012,

<http://dc.isda.org/cds/the-hellenic-republic-3/>

KRASNI, JAN (2017). *Schuld und Krise. Bonuszahlungen und Verantwortung in Mediendarstellungen der Finanzkrise*, Wiesbaden.

LANE, PHILIP (2012). „The European Sovereign Debt Crisis“, *Journal of Economic Perspectives*, 26(3): 49.

LANGE, DIRK-FABIAN (2016). *Die Regulierung von Aktienleerverkäufen in der Europäischen Union und in den USA unter Berücksichtigung der ökonomischen Auswirkungen von Leerverkäufen auf die Aktienmärkte sowie unter Einbeziehung rechtshistorischer Aspekte*, Dissertation, Berlin,

<https://edoc.hu-berlin.de/bitstream/handle/18452/18370/lange.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

MERKEL, ANGELA (2010). „Regierungserklärung zu den Hilfen für Griechenland“, 5.5.2010, <https://www.bundesregierung.de/ContentArchiv/DE/Archiv17/Regierungserklaerung/2010/2010-05-05-merkel-erklaerung-griechenland.html>

- MODY, ASHOKA (2013). „Sovereign Debt and its Restructuring Framework in the Euro Area“, Bruegel Working Paper 2013/5, August 2013,  
[http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/WP\\_2013\\_05.pdf](http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/WP_2013_05.pdf)
- PAPANDREOU, GEORGE (2011). „Speech by the Prime Minister and President of the Socialist International George Papandreou at the opening of the Council of the Socialist International in Paris“, 15.11.2010,  
<http://archive.papandreou.gr/papandreou/content/Document.aspx?d=6&rd=7739474&f=1660&rf=-836611556&m=13157&rm=20279789&l=1>
- SCHÄUBLE, WOLFGANG (2011). „Regierungserklärung zur Lage in Griechenland“, 10.6.2011,  
<https://www.bundesregierung.de/ContentArchiv/DE/Archiv17/Regierungserklaerung/2011/2011-06-10-schaeuble-lage-griechenland.html>
- SCHULZ, BETTINA (2012). „Verbot ungedeckter Leerverkäufe tritt in Kraft“, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 30.10.2012,  
<http://www.faz.net/aktuell/finanzen/aktien/wirksamkeit-umstritten-verbot-ungedekter-leerverkaeufe-tritt-in-kraft-11944341.html>
- SODDEMANN, KILIAN (2013). Die Metaphorik im Diskurs über die Wirtschaftskrise, Linguistik-Server Essen, [http://www.linse.uni-due.de/tl\\_files/PDFs/ESEL/Soddemann\\_Wirtschaftskrise.pdf](http://www.linse.uni-due.de/tl_files/PDFs/ESEL/Soddemann_Wirtschaftskrise.pdf)
- STEVENS, LAURA; HARRIET TORRY; EYK HENNING (2012). „Greek Bond Deal Makes German Banker See Red“, Wall Street Journal, 24.02.2012,  
<https://www.wsj.com/articles/SB10001424052970203960804577240570332762612>
- TREBESCH, CHRISTOPH (2015). „Kurzgutachten zu Staatsschuldenkrisen“, Arbeitspapier 06/2015, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden,  
[https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/publikationen/arbeitspapier\\_06\\_2015.pdf](https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/publikationen/arbeitspapier_06_2015.pdf)
- ZETTELMEYER, JEROMIN; CHRISTOPH TREBESCH und MITU GULATI (2013). „The Greek Debt Restructuring: An Autopsy“, Working Paper, Juli 2013,  
[http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5343&context=faculty\\_scholarship](http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5343&context=faculty_scholarship)