

Matthes, Jürgen

Working Paper

Staatsbankrotte und Umschuldungen: Missverständnisse und Fehleinschätzungen prägen das Bild

IW Policy Paper, No. 2/2012

Provided in Cooperation with:

German Economic Institute (IW), Cologne

Suggested Citation: Matthes, Jürgen (2012) : Staatsbankrotte und Umschuldungen: Missverständnisse und Fehleinschätzungen prägen das Bild, IW Policy Paper, No. 2/2012, Institut der deutschen Wirtschaft (IW), Köln

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/68624>

Standard-Nutzungsbedingungen:

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

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

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

Terms of use:

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

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

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

Staatsbankrotte und Umschuldungen: **Missverständnisse und Fehleinschätzungen prägen das Bild**

Jürgen Matthes
Institut der deutschen Wirtschaft Köln
Januar 2012

Einleitung und Begriffsklärungen

Griechenland steht mitten in Umschuldungsverhandlungen mit seinen Privatgläubigern. Womöglich droht sogar ein ungeordneter Staatsbankrott, wenn es die Reformauflagen von IWF und EU nicht erfüllt und in der Folge keine öffentlichen Hilfszahlungen mehr erhält. Vor dieser Entwicklung wird zu Recht gewarnt.

Doch blicken wir zunächst kurz zurück, um die Dimension der aktuellen Lage zu verstehen. Wer hätte sich noch zur Mitte der vorigen Dekade träumen lassen, dass Industrieländer an den Rand des Staatsbankrottes geraten könnten? Schuldenerlasse und Umschuldungen waren etwas für Entwicklungs- und Schwellenländer, aber nicht für die wohlhabenden Nationen und schon gar nicht für Staaten der Eurozone. Leider haben wir uns eines Besseren belehren lassen müssen.

Griechenland, Portugal und Irland waren schon im Jahr 2010 einem Staatsbankrott bedrohlich nahe gekommen. Wenn die Eurostaaten nicht mit Hilfspaketen beigestanden hätten, wären die Zinsen für diese Länder sehr wahrscheinlich so weit gestiegen, dass die Staatsschulden schnell nicht mehr tragfähig gewesen wären. Ein Zahlungsausfall auf den fälligen Schuldendienst an Zinsen und Tilgung – im Finanzmarktjargon Kreditereignis (event of default) genannt – wäre wohl die Folge gewesen. Entweder weil die Krisenstaaten (wie Argentinien Anfang 2002) sich selbst dazu entschieden hätten oder womöglich unfreiwillig, da sie bei Zuspitzung der Lage vom Finanzmarkt kein Geld mehr bekommen hätten, um ihre Schulden fristgerecht bedienen zu können. Dann wären auf breiter Front Umschuldungen nötig geworden, bei denen die Gläubiger den Schuldnerstaaten nach aufwendigen Verhandlungen einen Teil ihrer Forderungen erlassen hätten. Das geschieht in der Regel im Zuge eines Tausches von alten bestehenden in neu ausgegebene Staatsanleihen mit geringerem Wert.

Missverständnisse und Fehleinschätzungen prägen das Bild

Trotz Hilfspaket hat sich die wirtschaftliche Lage in Griechenland im Jahr 2011 so verschlechtert, dass das Land derartige Umschuldungsverhandlungen auf freiwilliger Basis mit seinen Privatgläubigern begonnen hat. Doch ein Rückblick auf die Debatte im Vorfeld zeigt, wie sehr die Diskussion von Missverständnissen und Vorurteilen geprägt.

- So wurde ein Staatsbankrott oder eine Umschuldung Griechenlands – zu Unrecht – von Manchen als wenig problematischer Ausweg dargestellt. Zum einen forderten die Gegner der Hilfspakete (von Krisenbeginn im Jahr 2010 an) einen solchen Schritt, um die in den EU-Verträgen fixierte No-Bailout Klausel nicht zu verletzen. Auch sollten die Privatläubiger nicht ungeschoren davonkommen, damit die Investoren die Staatsanleihen der Schuldnerstaaten in Zukunft nicht mehr (wie zur Mitte der letzten Dekade) zu zu niedrigen Zinsen kaufen. Zum anderen gab es vor allem im Frühjahr 2011 viele Stimmen, die einen Schuldenerlass für Griechenland forderten, damit das Land nicht von seiner Schuldenlast erdrückt wird und die Menschen dort wieder Licht am Ende des Tunnels sehen. Beide Lager verwiesen zumeist auf die geringe wirtschaftliche Größe Griechenlands, weshalb die Folgen einer Umschuldung für die Eurozone und vor allem ihre Banken tragbar seien. Doch das ist eine Illusion. Denn Staatsbankrotte und Umschuldungen sind alles andere als leicht gangbare Wege. Sie haben in der Regel gravierende Folgen für die betreffenden Staaten und – im Fall der Euro-Schuldenkrise – auch für andere Krisenstaaten, wie noch zu zeigen sein wird.
- Um die schlimmsten Nachteile zu vermeiden, hat man als Kompromisslinie und vermeintlichen Königsweg schließlich eine freiwillige Umschuldung allein der Privatläubigerforderungen gewählt. Doch auch dieser Schritt wirft durchaus gravierende Probleme auf, auf die ebenfalls noch näher eingegangen wird.
- Abgesehen von der Causa Griechenland wird auch generell über einen Mechanismus zur Abwicklung von potenziellen Staatsbankrotten in der Eurozone nachgedacht. Hier herrscht nach den gravierenden Turbulenzen im Zuge des argentinischen Staatsbankrottes 2002 bei manchen Experten noch die Meinung, dass ein formeller Insolvenzmechanismus nötig ist, der aufwendig völkerrechtlich verankert werden müsste. Als Alternative hat man sich entschieden, im Zuge des ab Mitte 2012 einzuführenden Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) so genannte Collective Action Clauses einzuführen. Doch auch dieser Weg ist nicht ohne Hürden und Probleme.

Formeller Insolvenzmechanismus nicht nötig

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

In der Folge gingen viele Schwellenländer den marktgerechteren Weg und führten so genannte Collective Action Clauses (CACs) in ihre Staatsanleihebedingungen nach US-Recht ein (Häseler, 2011; Bradley/Gulati, 2011). CACs dienen dazu, das so genannte Problem der „hold-outs“ zu bekämpfen, also bei Umschuldungsverhandlungen zu verhindern, dass eine kleine Minderheit von Anleihegläubigern aufgrund der Einstimmigkeitserfordernis eine Einigung blockieren kann, indem sie (in der Hoffnung auf volle Zahlung der eigenen Forderungen) nicht zustimmt oder einzelne möglicherweise gar den Klageweg beschreiten. Die Abwicklung von Umschuldungen kann sich daher möglicherweise über viele Jahre erstrecken, was teilweise auch passiert ist. Um dies zu verhindern, enthalten viele CACs die Regelung, dass eine Gläubigermehrheit von beispielsweise mindestens 75 Prozent auch die verbleibende Minderheit binden kann.

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

Es ist nicht klar, ob das für Staatsanleihen der Eurostaaten ebenfalls möglich ist. Daher erscheint es richtig, dass CACs bei neuen Anleihen EWU-weit im Zuge des ESM ab Mitte 2012 eingeführt werden sollen. Darüber hinaus hat das IW Köln schon im März 2010 gefordert, dass der ESM sich als Forum anbieten und einen Verhandlungsrahmen abstecken sollte (IW Köln, 2011). Unter diesem Dach könnten Schuldnerstaat und Gläubiger – auf freiwilliger Basis - über die Details der Umschuldung verhandeln. Um kooperatives Verhalten sicherzustellen, würden internationale best practice Regeln gelten, wie sie etwa das Institute of International Finance aufgestellt hat (IIF, 2010, Annex I). Auch sollte unabhängige Expertise (etwa des IWF) bei der Schuldentragfähigkeitsanalyse zur Verfügung stehen.

Tabelle 1: Ausgewählte Umschuldungen im Zeitraum 1999-2010

	Zeitpunkt der Umschuldung	Ankündigung der Umschuldung	Zeit zwischen Ankündigung und Umsetzung (gerundet in Monaten)	Umschuldungsvolumen in Mio. US-Dollar	Teilnahmequote der Gläubiger in Prozent	Umfang des Schuldenerlasses (Barwert)
Pakistan (Bankschulden)	Jul 99	Aug 98	11	777	-	11,6
Pakistan (Anleihen)	Dez 99	Aug 99	4	610	99	15,0
Ukraine	Apr 00	Dez 99	4	1.598	97	18,0
Ecuador (Anleihen)	Aug 00	Jul 98	25	6.700	98	38,3
Russland	Aug 00	Sep 98	23	31.943	99	50,8
Moldawien	Okt 02	Jun 02	4	40	100	36,9
Uruguay	Mai 03	Mrz 03	2	3.127	93	9,8
Serbien & Montenegro	Jul 04	Dez 00	44	2.700	-	73,2
Argentinien	Apr 05	Okt 01	43	43.736	76	76,8
Dominikanische Rep. (Anleihen)	Mai 05	Apr 04	13	1.100	94	4,7
Dominikanische Rep. (Bankkredite)	Okt 05	Apr 04	18	180	-	11,3
Grenada	Nov 05	Okt 04	13	210	97	33,9
Irak	Jan 06	in 2004	-	17.710	96	89,4
Belize	Feb 07	Aug 06	6	516	98	23,7
Ecuador (Rückkauf von Anleihen)	Nov 09	Jan 09	10	3.190	-	67,7
Seychellen	Feb 10	Mrz 09	11	320	84-89	55,6
Elfenbeinküste	Apr 10	Apr 10	0	2.940	99	55,2

Schuldenerlass (Haircut) berechnet als Quotient aus den Barwerten der neuen und alten Staatsanleihen

Ursprungsdaten: Cruces/Trebesch, 2011

Mit diesen institutionellen Neuerungen wird es in der Eurozone in Zukunft möglich sein, effektive Umschuldungsverhandlungen führen sowie im schlimmsten Fall auch einen potenziellen Staatsbankrott geordnet abwickeln zu können. Und das ohne ein völkerrechtliches Insolvenzverfahren, wie lange gefordert wurde.

CACs: Mögliche Probleme in der Einführungsphase und für Griechenland

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

Dieses Risiko gilt es im Vorfeld mit den Finanzmarktakteuren gründlich zu sondieren. Gegebenenfalls könnte man die Geltung der CACs erst dann einsetzen lassen, wenn

beispielsweise mindestens 70 oder 80 Prozent der umlaufenden Anleihen diese neuen Bedingungen enthalten.

Langfristig, also wenn die CACs einmal vollständig eingeführt sind, dürften die Risikoprämien und Zinsen im Vergleich zu Anleihen ohne CACs tendenziell eher geringer sein. Darauf weisen zumindest neuere empirische Forschungsergebnisse hin, die die Zinsen von Anleihen mit und ohne CACs vergleichen (Bradley/Gulati, 2011). Zwar steigt mit CACs theoretisch die Gefahr, dass ein Staat fiskalisch laxer wirtschaftet, weil er leichter einen Schuldenerlass erzielen kann. Dem stehen jedoch zwei offenbar gewichtigere Argumente gegenüber. Erstens lässt sich kein Staat so einfach auf eine Umschuldung oder einen Staatsbankrott ein, weil damit erhebliche wirtschaftliche Risiken und für Politiker zudem hohe Imageschäden bis hin zum Amtsverlust drohen (Panizza et al., 2009). Zweitens machen CACs eine Insolvenzverschleppung weniger wahrscheinlich und damit die Gefahr, dass dadurch noch höhere Schuldenkürzungen nötig werden.

Bei der derzeit verhandelten Umschuldung in Griechenland ist das Gros der Staatsanleihen nach heimischem Recht begeben und enthält keine CACs (Buchheit/Gulati, 2010, 2011). In der Folge scheinen sich einige Hedgefonds hohe Gewinne durch eine Hold-out-Strategie zu versprechen, indem sie sich billig mit griechischen Staatsanleihen eingedeckt haben und zulasten Griechenlands und der anderen Privatgläubiger auf volle Rückzahlung spekulieren. Das erschwert die Verhandlungen. Doch könnte Griechenland die Bedingungen der Staatsanleihen mit einfacher Parlamentsmehrheit – also quasi per Federstrich – ändern und CACs so über Nacht einführen. So wäre es theoretisch möglich, die widerstrebende Minderheit der privaten Anleihegläubiger in die Umschuldung zu zwingen. Doch würde ein solcher Schritt gegen die Vorgabe der Freiwilligkeit verstoßen.

Bei den bislang avisierten Bedingungen der Umschuldung sollen die einzutauschenden neuen griechischen Staatsanleihen nach englischem Recht begeben werden. Damit wären CACs für die Zukunft eingeführt, weil dies dabei schon lange üblich ist. Der Hauptgrund, warum die Privatgläubiger auf diese Änderung gedrängt haben, dürfte aber ein wichtiger rechtlicher Aspekt sein. Denn englisches Recht stärkt tendenziell die zukünftige Verhandlungsposition der Gläubiger. Im unwahrscheinlichen Falle eines Euro-Austritts Griechenlands könnte die Regierung in Athen ihre Staatsanleihen heimischen Rechts in Drachme konvertieren. Bei der dann zu erwartenden starken Abwertung der neuen eigenen Währung würde das zu erheblichen Verlusten für die Anleger führen. Bei englischem Recht gibt es diese Möglichkeit nicht, und die Staatsschulden lauten weiter auf Euro.

Gravierende Folgen bei ungeordnetem Staatsbankrott und unfreiwilliger Umschuldung
Sollte die freiwillige Umschuldung doch noch scheitern oder Griechenland die Reformbedingungen der Troika nicht erfüllen, könnte es zu einer unfreiwilligen Umschuldung oder sogar zu einem ungeordneten Staatsbankrott kommen. Die Gefahr eines solchen Schrittes wird zuweilen stark unterschätzt. Denn wenn dabei eine freiwillige Übereinkunft

...

nicht im nötigen Umfang zu erzielen ist und Gläubiger (etwa mit der Nutzung von CACs) unfreiwillig einbezogen werden, droht eine Lawine von Ereignissen losgetreten zu werden, die gravierende ökonomische (und politische) Folgen haben kann (EZB, 2005; De Paoli et al., 2006; Borenzstein/Panizza, 2008; Trebesch, 2009).

Denn eine unfreiwillige Änderung der Anleihebedingungen gilt als so genanntes Kreditereignis. Abhängig von den vereinbarten Anleihebedingungen führt dies in der Regel dazu, dass Gläubiger ihre betroffenen Forderungen sofort fällig stellen können. So genannte Cross-default-Vereinbarungen mögen auch gegebenenfalls nicht direkt betroffene Anleger zur sofortigen Fälligestellung ihrer Anleihen berechtigen. Diese kumulierenden Zahlungspflichten kann ein Land zumeist nicht erfüllen. In diesem Fall kommt es zum Zahlungsausfall sowie möglicherweise auch zu einem längeren Zahlungsmoratorium. Spätestens dann, aber zumeist schon bei Feststellung eines Kreditereignisses, stufen die Ratingagenturen das Land vorerst auf die niedrigste Stufe D, also den Default-Status. Darüber hinaus greifen bei einem Kreditereignis bestehende Staatsanleiheversicherungen – so genannte Credit Default Swaps (CDS).

Ein länger anhaltender Zahlungsausfall führt in der Regel zu einem ungeordneten Staatsbankrott. Dabei kann das betroffene Land über mehrere Kanäle in eine massive Wirtschaftskrise geraten:

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

Darüber hinaus kann ein Staatsbankrott für ein Land auch längerfristige Folgen haben. Denn nach erfolgter Umschuldung will ein Staat wieder an den internationalen Finanzmarkt zurück. Hier ist jedoch die Frage, ob und zu welchen Konditionen er neue Kredite bekommt. Frühere empirische Analysen, die zahlreiche Staatsbankrotte von Entwicklungs- und Schwellenländern untersuchen, sind hier nicht ganz eindeutig, wie ein Studienüberblick zeigt (Panizza et al., 2009). Demnach bleibt es für eine zwar vorübergehende, aber im Durchschnitt gleichwohl um die etwa zwei Jahre dauernde Phase schwierig und moderat teurer, an internationale Kredite zu kommen. Dies wurde als nicht sehr gravierend bewertet, Kapitalmärkte würden vergeben und vergessen. Dem widerspricht eine jüngere sehr systematische Studie (Cruces/Trebesch, 2011), die ihre Resultate auf einer sehr breiten Datengrundlage ableitet und dazu 180 Umschuldungen von 68 Staaten zwischen 1970 und 2010 detailliert untersucht hat. Demnach vergessen die Investoren nicht. Vielmehr ist die Rückkehr an den Finanzmarkt umso schwerer, je höher der Schuldenerlass (Haircut) ist, den die Gläubiger leisten müssen. Tabelle 1 zeigt dabei, wie stark die Haircuts bei ausgewählten Umschuldungen divergieren.

Zusammenfassend sind daher die Empfehlungen mancher Experten, die den Krisenstaaten die (sehr wahrscheinlich unfreiwillige) Umschuldung zur Entlastung empfehlen oder sie durch Hilfsverweigerung dazu zwingen wollen, wegen der drohenden Risiken sehr kritisch zu sehen.

Auch Freiwilligkeit griechischer Umschuldung kein Königsweg

Angesicht der drohenden Folgen bei einem ungeordneten Staatsbankrott erscheint es nur folgerichtig, dass man bei der Umschuldung Griechenlands auf das Prinzip der Freiwilligkeit gesetzt hat, um ein Kreditereignis und die folgende Kettenreaktion zu verhindern. Doch auch dieser Weg birgt erhebliche Probleme.

Zwar hat die Beschränkung der Umschuldung auf die Privatgläubiger zwei wichtige Vorteile. So hat man die Steuerzahler der Geberländer in der Eurozone geschont – und möglichen politischen Widerstand gegen weitere Hilfen in Schach gehalten. Darüber hinaus wird man Griechenland (hoffentlich) den Weg ebnen, durch den Schuldenerlass mittelfristig wieder auf die Beine zu kommen. Der Preis dafür ist freilich nicht gering.

So könnte zunächst einmal ganz generell der Schuldenerlass zu einem Moral Hazard Problem bei Griechenland führen. Denn es ist nicht auszuschließen, dass der Reformeifer der Regierung in Athen erlahmt. Deshalb ist es unverzichtbar, über die Troika den politischen Druck strikt aufrechtzuerhalten. Es geht vor allem darum, die eingeforderten Strukturreformen umzusetzen, um mittelfristig das Wachstumspotenzial der griechischen Wirtschaft zu stärken.

Zudem ist es zu einer starken Verunsicherung des Finanzmarktes gekommen. Denn zuvor galt es als extrem unwahrscheinlich, dass ein Industrieland seinen Schuldendienst nicht

...

fristgerecht leistet und umschulden muss. Diese Wahrnehmung hat die Politik zusätzlich dadurch gestützt, dass sie selbst Staatsanleihen von Euroländern als risikolos einstufte, sei es im Rahmen der Bankenregulierung Basel II oder der Sicherheiten hinterlegung bei der EZB. Zweifellos kann man von einem effizienten Finanzmarkt verlangen, nicht bei diesem durchschaubaren Versuch mitzumachen, mit dem sich die Staaten über fragwürdige Regulierungen niedrige Zinsen sichern wollten. Doch so effizient funktioniert der Finanzmarkt nun einmal nicht immer. Zudem winkten ansehnliche Gewinne, indem man sich billiges Geld bei der EZB lieh und dies (in Zeiten geringer Zinsen) in Staatsanleihen der Euro-Peripheriestaaten steckte und so zumindest noch etwas höhere, aber vermeintlich risikolose Renditen erzielte.

Die Umschuldung Griechenlands gilt nun als möglicher Präzedenzfall für die Vertreibung aus dem Paradies der Risikolosigkeit, auch wenn die Politik die Causa Hellenae mit Nachdruck als Einzelfall hinzustellen versucht.

In der Folge ist es zu gravierenden Ansteckungseffekten auf Italien und Spanien gekommen. Nach dem Beschluss vom 21. Juni 2011, dass die Privatgläubiger Griechenlands (zunächst) auf 21 Prozent ihrer (abgezinsten) Forderungen verzichten sollten, begannen die Risikoprämien auf italienische und spanische Staatsanleihen deutlich und nachhaltig zu steigen. Damit hat die Euro-Schuldenkrise eine neue, sehr viel gefährlichere Stufe erreicht.

Die Sekundärmarkt-Interventionen der EZB konnten eine drohende Zinseskalation verhindern. Andernfalls hätte aufgrund der Größe von Italien und Spanien bei einer Zahlungsunfähigkeit dieser Länder sehr wahrscheinlich eine gravierende systemische Finanzkrise gedroht. Den Befürwortern einer vermeintlich einfachen Umschuldung ist entgegen zu halten, die Gefahr dieser Ansteckungseffekte nicht gesehen oder ignoriert zu haben.

Nach dem Präzedenzfall Griechenland und dem seither nachhaltig kritischen Fokus des Finanzmarktes vor allem auf Italien zeigen sich gerade Anleger außerhalb der Eurozone deutlich zurückhaltender beim Kauf von Staatsanleihen der Eurozone.

- Dahinter steht vermutlich eine Restrukturierung der Portfolios vieler Investoren. Risikolose Anleihen haben darin in der Regel ein hohes Gewicht, vor allem weil sie als Basisinvestment und auch als Liquiditätspuffer dienen. Durch den Verlust dieses Status wird die Bedeutung von Staatsanleihen der Euro-Krisenländer in den Portfolios wahrscheinlich dauerhaft sinken.
- Hinzu kommt ein weiteres erhebliches Problem der Freiwilligkeit. Durch die bewusste Verhinderung eines Kreditereignisses hat man zwar die Gefahr vermieden, dass die Auslösung der CDS zu möglichen Finanzmarkturbulenzen führt. Doch damit hat man die Nützlichkeit dieser Versicherung gegen Verluste bei Staatsanleihen nachhaltig untergraben. Gerade risikoaverse und üblicherweise sehr verlässliche Investoren wie etwa langfristig orientierte Pensionsfonds sind davon betroffen. Sie könnten in Zukunft

davon abgehalten werden, im bisherigen Umfang Staatsanleihen der fragilen Euroländer zu halten.

Daher stellt sich inzwischen die Frage, ob nicht doch eine Abkehr vom Prinzip der Freiwilligkeit erfolgt. Auf diese Weise würden die CDS ihre Versicherungsfunktion wieder erhalten. Aufgrund überschaubarer Nettoexposures an CDS auf griechische Staatsanleihen dürfte ein solcher Schritt für den Bankensektor verkraftbar sein. Zudem könnte Griechenland durch die Aufgabe der Freiwilligkeit in den Staatsanleihen nach heimischem Recht CACs einführen und so unkooperative Hedgefonds disziplinieren. Andernfalls droht das Ausmaß der Privatgläubigerbeteiligung so gering auszufallen, dass weitere öffentliche Hilfgelder nötig wären. Der Weg der Unfreiwilligkeit wäre freilich nur dann gangbar, wenn ein ungeordneter Staatsbankrott mit der Gefahr einer weiter verschärften Wirtschaftskrise verhinderbar wäre. Das erscheint grundsätzlich zwar möglich, da Griechenland ohnehin seit Mai 2010 – bis auf kurzfristige Gelder – de facto vom Finanzmarkt abgeschlossen und auf öffentliche Hilfgelder angewiesen ist.

Das gewichtigste Argument gegen die Aufgabe der Freiwilligkeit bleibt aber die gefährliche Signalwirkung für den internationalen Finanzmarkt. Deutlich stärkere Ansteckungseffekte könnten es den anderen Euro-Krisenstaaten auf längere Sicht noch schwerer machen, ihre Staatsanleihen wieder ohne Hilfen zu akzeptablen Zinsen am internationalen Finanzmarkt unterzubringen. Das zentrale Problem dabei: Vor allem Italien ist faktisch „too big to save“ für die anderen Eurostaaten.

Die Wahl besteht folglich nur noch zwischen Skylla und Charybdis. Das gilt es bei der Beurteilung der Politik in der Euro-Schuldenkrise zu berücksichtigen.

EFSF und ESM sind weitgehend vernünftig konzipiert

In diesem Hinblick sind Rettungsschirm (EFSF) und ESM durchaus vernünftig konzipiert, wie ein kurzer Überblick über die wesentlichen Pfeiler dieser neuen Institutionen zeigt.

- Mit der Schaffung eines Krisenmechanismus wird eine Lücke im Regelwerk der Eurozone geschlossen.
- Zentral ist dabei vor allem, dass die Hilfen nur gegen Reformprogramme und in Tranchen vergeben werden, vor deren Auszahlung die Einhaltung der Auflagen geprüft wird. Damit kann man auch im Falle der Umschuldung eine mögliche Reformmüdigkeit adressieren.
- Der ESM sieht zu Recht eine Schuldentragfähigkeitsanalyse vor. Im Falle der Insolvenz ist eine Umschuldung einzuleiten. Es fehlen hierbei freilich noch Vorgaben für die Abwicklung (IW Köln, 2011), abgesehen von der Maßgabe, dass CACs eingeführt werden sollen.
- Bei Insolvenz sind Hilfsmaßnahmen vorgesehen, die den Folgen eines potenziellen und andauernden Zahlungsausschlusses vom internationalen Finanzmarkt vorbeugen.
- Bereits in der EFSF sind Hilfen für nationale Banken möglich, die unter den Kursverlusten auf Staatsanleihen ihres Souveräns leiden und daher der Privatwirtschaft die Kredite kürzen könnten.

...

- Die Aufstockung der EFSF sowie die Möglichkeit, am Sekundärmarkt zu intervenieren und vorbeugende Kredite vergeben zu können, sollen gegen die drohenden Ansteckungseffekte bei der Insolvenz eines Eurostaates helfen. Allerdings ist derzeit nicht klar, ob die finanziellen Mittel ausreichen, um auch die großen Länder Italien und Spanien glaubhaft und längerfristig schützen zu können.

Stärkung des europäischen Bankensystems nötig

Darüber hinaus ist zu erwägen, das europäische Bankensystem durch eine temporäre obligatorische Teilkapitalisierung von systemrelevanten Finanzinstituten zu stärken (Hüther, 2012). Andernfalls droht eine Kreditklemme für die Realwirtschaft. Dies würde die prognostizierte Rezession im Euroraum noch weiter vertiefen und damit die Euro-Schuldenkrise – und den Hilfsbedarf – weiter vergrößern.

Das gilt vor allem in der Euro-Peripherie. Hier leiden die Banken besonders unter der Staatsschuldenkrise, denn sie halten in der Regel relativ viele Anleihen ihres eigenen Souveräns und diese Staatspapiere notieren zudem zu teils sehr niedrigen Kursen, so dass hoher Abschreibungsbedarf entsteht. Folglich droht in der Euro-Peripherie ein besonders starkes De-Leveraging und damit eine Kreditklemme, die die ohnehin trüben Konjunkturperspektiven weiter verdüstert. Neben den kurzfristig dämpfenden Effekten staatlicher und teils auch privater Konsolidierung droht folglich auch den noch ausgabe- oder investitionswilligen Wirtschaftsakteuren der Kredithahn zugedreht zu werden. Eine so verstärkte Rezession birgt die Gefahr, dass die Konsolidierungs- und Reformmaßnahmen in diesen Ländern (zumindest zunächst) ins Leere laufen und sich bei weiter steigenden Risikoprämien die Schuldenkrise in diesen Staaten zusätzlich verschärft. Damit würde sich auch der Hilfsbedarf – bei fraglichen Erholungsperspektiven – weiter erhöhen.

Soweit sich die Banken dieser Länder – wonach es derzeit aussieht – nicht ausreichend aus eigener Kraft stärken können, erscheint eine obligatorische Rekapitalisierung wichtiger Institute angebracht, um die Euro-Schuldenkrise nicht weiter eskalieren zu lassen. Dabei wird freilich in erster Linie die EFSF das nötige Kapital zur Verfügung stellen müssen, da die Euro-Krisenstaaten selbst dazu kaum noch in der Lage sind. Bisher ist aber nur vorgesehen, dass der Rettungsfonds den Staaten das Geld für die Rekapitalisierung der Banken gibt. Hier wäre es zur Risikominderung für die europäischen Steuerzahler besser, wenn die EFSF sich direkt an Banken beteiligen könnte.

Ebenso sind die Banken in den übrigen Eurostaaten von möglichen Verlustrisiken durch die Euro-Schuldenkrise bedroht und geben sich untereinander kaum mehr Kredite. Trotz der umfangreichen Hilfsmaßnahmen der EZB steht die Gefahr einer Kreditklemme auch hier weiter im Raum. Daher erscheint ebenfalls für die übrige Eurozone eine temporäre obligatorische Teilkapitalisierung von systemrelevanten Instituten denkbar, um das Vertrauen in den europäischen Bankensektor wieder herzustellen.

Literaturangaben

- Berensmann, Kathrin / Herzberg, Angélique**, 2007, Insolvenzrecht für Staaten: Ein Vergleich von ausgewählten Vorschlägen, German Development Institute Discussion Paper, 9/2007, Bonn
- Berensmann, Kathrin / Herzberg, Angélique**, 2009, Sovereign Insolvency Procedures – A Comparative Look At Selected Proposals, in: Journal of Economic Surveys, Vol. 23, No. 5, S. 856 – 881
- Bi, Ran / Chamon, Marcos / Zettelmeyer, Jeromin**, 2011, The Problem That Wasn't: Coordination Failures in Sovereign Debt Restructurings, IMF Working Paper, No. 265, Washington D. C.
- Borensztein, Eduardo / Panizza, Ugo**, 2008, The Costs of Sovereign Default, IMF Working Paper, No. 238, Washington D. C.
- Bradley, Michael / Gulati, G. Mitu**, 2011, Collective Action Clauses for the Eurozone: An Empirical Analysis, Duke Law Faculty Scholarship Working Paper, No. 2455, North Carolina
- Buchheit, Lee C. / Gulati, G. Mitu**, 2001, Exit Consents in Sovereign Bond Exchanges, in: UCLA Law Review, Vol. 48, S. 59 – 84
- Buchheit, Lee C. / Gulati, G. Mitu**, 2010, How to Restructure Greek Debt, Duke Law Faculty Scholarship Working Paper, No. 2336, North Carolina
- Buchheit, Lee C. / Gulati, G. Mitu**, 2011, Greek Debt – The Endgame Scenarios, Duke Law Faculty Scholarship Working Paper, No. 2380, North Carolina
- Cruces, Juan J. / Trebesch, Christoph**, Sovereign Defaults: The Price of Haircuts, CESifo Working Paper, No. 3604, München
- De Paoli, Bianca / Hoggarth, Glenn / Saporta, Victoria**, 2006, Costs of sovereign default, Bank of England Financial Stability Paper, No. 1, London
- EZB**, 2005, Managing Financial Crises in Emerging Market Economies – Experience with the Involvement of Private Sector Creditors, Occasional Paper No. 32, Frankfurt / Main
- Häsel, Sönke**, 2011, Collective action clauses in sovereign bonds, in: Kolb, Robert W. (Hrsg.), Sovereign Debt: From Safety to Default, New Jersey, S. 235 – 244
- Hüther, Michael**, Krisenpolitik 2012: Obligatorische Rekapitalisierung der systemrelevanten Banken in der Eurozone, URL:
<http://www.iwkoeln.de/Portals/0/pdf/Krisenpolitik%202012.pdf>, [Stand: 2012-01-19]
- Institute of International Finance (IIF)**, 2011, Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructurings in Emerging Markets, URL:
<http://www.iif.com/download.php?id=FwM6aDbqca0> [Stand: 2012-01-12]
- IW Köln**, 2011, IW-Vorschlag für einen europäischen Krisenmechanismus nach 2013, URL:
<http://www.iwkoeln.de/LinkClick.aspx?fileticket=j57fB-WTRIo%3D&tabid=252> [Stand: 2012-01-13]
- Panizza, Ugo / Sturzenegger, Frederico / Zettelmeyer, Jeromin**, 2009, The Economics and Law of Sovereign Debt and Default in: Journal of Economic Literature, Vol. 47, No. 3, S. 651 – 698

Paulus, Christoph G., 2009, Rechtliche Handhaben zur Bewältigung der Überschuldung von Staaten, in: Recht der Internationalen Wirtschaft (RIW) Nr. 1, 11 – 17

Trebesch, Christoph, 2009, The Cost of Aggressive Sovereign Debt Policies: How Much is the Private Sector Affected?, IMF Working Paper, No. 29, Washington D. C.