

Meyer, Dirk

**Article — Published Version**

## Destabilisierende Spekulation als Rechtfertigung eines Europäischen Stabilisierungsmechanismus?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Meyer, Dirk (2011) : Destabilisierende Spekulation als Rechtfertigung eines Europäischen Stabilisierungsmechanismus?, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 91, Iss. 6, pp. 391-397,  
<https://doi.org/10.1007/s10273-011-1237-3>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/75466>

### 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.*

Dirk Meyer

# Destabilisierende Spekulation als Rechtfertigung eines Europäischen Stabilisierungsmechanismus?

Im Zusammenhang mit der Zuspitzung der Staatsschuldenkrise für einzelne Euromitglieder wird immer wieder der Vorwurf einer destabilisierenden Spekulation laut. Der Beitrag gibt eine begriffliche Abgrenzung, stellt die verschiedenen Funktionen der Spekulation dar und zeigt die mikroökonomischen Zusammenhänge stabilisierender und destabilisierender Aktivitäten auf. Dabei wird die besondere Bedeutung von Kreditsicherungsderivaten (CDS) für die Anleihemärkte geklärt und empirischen Hinweisen auf eine destabilisierende Spekulation nachgegangen.

Die EU-Verordnung „Zur Einführung eines europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus“ wird auf der Basis von Art. 122 Abs. 2 AEUV begründet.<sup>1</sup> Danach kann „einem Mitgliedstaat, der aufgrund außergewöhnlicher Ereignisse, die sich seiner Kontrolle entziehen, von gravierenden wirtschaftlichen oder finanziellen Störungen betroffen oder von diesen ernstlich bedroht ist“<sup>2</sup> finanzieller Beistand der Union gewährt werden. Marktliche Dysfunktionalitäten wie die Gefahr einer Ansteckung weiterer Länder, „die sich nicht durch eine Änderung der Fundamentaldaten erklären lässt“<sup>3</sup>, werden als offizielle Begründung angeführt. Konkret wurde ein Marktversagen aufgrund destabilisierender Spekulationen auf den Märkten für CDS-Kreditabsicherungen und den Anleihemärkten betroffener Länder festgestellt, in deren Folge es zu Problemen bei der Refinanzierung einiger Geschäftsbanken und Staaten kam. Darüber hinaus wurden konzertierte Spekulationen gegen den Euro angeführt. Ziel der seitens der EU getroffenen Maßnahmen sei es deshalb, „die Stabilität, Einheit und Integrität der Europäischen Union zu wahren“<sup>4</sup>. Eine ähnlich lautende Formulierung enthält der Vertragsänderungsentwurf zu Art. 136 Abs. 3 AEUV, der den

ab 2013 geplanten Europäischen Stabilisierungsmechanismus (ESM) legitimieren soll.<sup>5</sup>

## Zum Begriff der Spekulation

Spekulation bezeichnet den Kauf (Verkauf) eines Gutes aus dem einzigen Grund, bei einem erwarteten künftigen Preisanstieg (bzw. Preisverfall) durch Wiederverkauf (Rückkauf) Gewinne zu erzielen. Es werden damit erwartete intertemporale Preisdifferenzen ausgenutzt, wobei der Ausgang der Transaktion per se unsicher ist. Dies unterscheidet die Spekulation von der Arbitrage, bei der Preisunterschiede auf verschiedenen (Teil-)Märkten zum gleichen Zeitpunkt quasi risikolos ausgenutzt werden. Zugleich scheidet das Anlagemotiv aus, das einen Nutzen aus dem Besitz des Gutes voraussetzt und meist langfristig orientiert ist.<sup>6</sup>

Spekulation beruht auf anderen (besseren) Informationen, individuell unterschiedlich eingeschätzten Eintrittswahrscheinlichkeiten und/oder auf unterschiedlichen Risikopräferenzen der beteiligten Marktakteure. Die Aussicht auf einen Spekulationsgewinn veranlasst diese, nach bislang nicht vorliegenden, aber für die Zukunft wesentlichen Informationen Ausschau zu halten. Der Hinweis auf die unterschiedlichen Risikobewertungen bzw. -präferenzen zeigt zudem die Doppelnatur der Spekulation. Zum einen werden offene Risikopositionen bewusst eingegangen, zum anderen kann damit ein Absicherungsgeschäft verbunden werden. Ohne eine

1 Siehe Art. 1 VO(EU) Nr. 407/2010 zur Einführung eines europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus. In § 1 Abs. 2 des deutschen Gesetzes zur Übernahme von Gewährleistungen im Rahmen des europäischen Stabilisierungsmechanismus (StabMechG) wird auf diese Rechtsgrundlage indirekt Bezug genommen.

2 Art. 1 VO(EU) Nr. 407/2010 zur Einführung eines europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (ECOFIN 263 UEM 177 vom 10.5.2010). Siehe auch Council of the European Union: Press Release, 9596/10 (Presse 108) vom 9./10.5.2010.

3 Deutscher Bundestag, Gesetzentwurf der Fraktionen CDU/CSU und FDP, Entwurf eines Gesetzes zur Übernahme von Gewährleistungen im Rahmen eines europäischen Stabilisierungsmechanismus, Deutscher Bundestag, 17. Wahlperiode, Drucksache 17/1685, 11.5.2010, S. 1; vgl. auch die einleitenden Gründe zur VO(EU) Nr. 407/2010 zur Einführung eines europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (ECOFIN 263 UEM 177 vom 10.5.2010). Siehe ebenfalls J.-C. Trichet: Interview „Ich habe mein Leben lang gegen Inflation gekämpft“, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Frankfurt, 22.5.2010, S. 12; sowie EZB (Hrsg.): Monatsberichte, Juni 2010, S. 36 f.

4 Art. 1 VO(EU) Nr. 407/2010 zur Einführung eines europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (ECOFIN 263 UEM 177 vom 10.5.2010).

5 Siehe Art. 136 Abs. 3 AEUV (Entwurf) gemäß Europäischer Rat, Übermittlungsvermerk, Tagung des europäischen Rates 16./17.12.2010, Schlussfolgerungen, EUCO 3010 CO EUR 21 CONCL 5 vom 17.12.2010: „Die Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, können einen Stabilitätsmechanismus einrichten, der aktiviert wird, wenn dies unabdingbar ist, um die Stabilität des Euro-Währungsgebiets insgesamt zu wahren. Die Gewährung aller erforderlichen Finanzhilfen im Rahmen des Mechanismus wird strengen Auflagen unterliegen.“

6 Vgl. N. Kaldor: Speculation and Economic Stability, in: Review of Economic Studies, 7. Jg. (1939), Nr. 1, S. 1; sowie G. Aschinger: Börsenkrach und Spekulation, München 1995, S. 17 f.

**Prof. Dr. Dirk Meyer** ist Inhaber des Lehrstuhls für Ordnungsökonomik der Helmut-Schmidt-Universität in Hamburg.

nähere administrative Prüfung sind diese unterschiedlichen Zielsetzungen von Außenstehenden nicht voneinander zu trennen.

### Zur Funktion der Spekulation

Entgegen dem landläufigen Werturteil, das die Spekulation als gesellschaftsschädigend ansieht, erfüllt sie verschiedene wohlfahrtssteigernde Funktionen. Infolge spekulativer Aktivitäten kommt es zu einer Liquiditätsschaffung, die die Funktionsfähigkeit des Marktes verbessert. So ermöglicht der Spekulant durch seine Nachfrage auf dem Terminmarkt dem Gegenspieler die Absicherung seines Güterbestands gegen mögliche Wertverluste in der Zukunft. Diese Versicherungsfunktion durch Risikoteilung und Tausch von Risikopositionen entspricht den unterschiedlichen Risikopräferenzen und Interessen der Marktteilnehmer.<sup>7</sup>

Da jede Absicherung und jede Spekulation ein Gegengeschäft benötigt, wird die Unterscheidung der Marktteilnehmer in Spekulanten und Nichtspekulanten schwierig.<sup>8</sup> Lediglich im Hinblick auf das zugrunde liegende Motiv und die Konstitution der Akteure ließe sich diese Frage beantworten. Hierzu rechnen gegebenenfalls ein profundes Wissen über die zukünftige Marktentwicklung, eine mit dem Kauf/Verkauf verbundene Produktionsaktivität oder das unterschiedliche Risikoverhalten.

Spekulatives Verhalten entsteht sodann aus dem unterschiedlichen Informationsgrad der Akteure, was die Informationsfunktion begründet.<sup>9</sup> Die Aussicht auf einen Spekulationsgewinn veranlasst diese, nach bislang nicht vorliegenden, aber für die Zukunft wesentlichen Informationen Ausschau zu halten. Damit können kommende Ereignisse und Knappheiten bereits heute in der Kalkulation der Marktteilnehmer Berücksichtigung finden. In der Umkehrung setzt Spekulation nicht vollständig informationseffiziente Märkte voraus, al-

so Marktteilnehmer, die über bessere (neutral: andere, neue, private – nicht öffentliche) Informationen verfügen. Je unsicherer die Erwartungen sind, desto größer sind die Risikoprämien der Spekulanten, gemessen als Abweichungen des aktuellen Preises von einem zu einem zukünftigen Zeitpunkt realisierten Preis. Lediglich bei sicheren Erwartungen nähern sich diese Preise im Rahmen eines vollständig antizipierten Verhaltens bis auf die Zins- und Handelskosten an.

Kennzeichen einer preisstabilisierenden Spekulation sind positive Wohlfahrtseffekte, die durch einen Ausgleich temporärer Knappheits- und Preisdifferenzen entstehen. Spekulanten transferieren Ressourcen aus Verwendungen mit geringer in solche mit höherer Dringlichkeit/Nützlichkeit. Einher gehen Anreize zu einer zeitlichen Verschiebung von Produktion und Konsum, und/oder es kommt generell zu knappheitsnivellierenden Aktivitäten. Eine preisdestabilisierende Spekulation erzeugt hingegen im Zeitverlauf anwachsende Knappheits- und Preisdifferenzen. Die Erwartungselastizität ist größer als 1. Die Preisausschläge vergrößern sich durch die spekulativen Aktivitäten, da der spekulative Betrag gemessen am Gesamtvolumen des Marktes sehr groß ist. Im Fall von Leerverkäufen griechischer Anleihen könnte es hierdurch zu erheblichen Spekulations-/Wohlfahrtsverlusten kommen. Da sie einen Staatsbankrott Griechenlands für unvermeidbar halten, leihen sich Spekulanten entsprechende Wertpapiere von Investoren in hohem Umfang. Sie verkaufen sie sogleich mit der Absicht, die Wertschriften zu einem vermeintlich niedrigeren Kurs in der Zukunft wieder zu erwerben, um die geliehenen Papiere mit Gewinn an ihre Eigentümer zurückgeben zu können. Durch das enorme zusätzliche spekulative Angebot sinkt der aktuelle Kurs jedoch erheblich (Rendite steigt) und liegt unter dem zukünftigen Kaufkurs, der durch die dann zusätzliche spekulative Nachfrage eine unerwartete Aufwärtsbewegung erfahren hat.

Zudem kann es gerade für den Fall ausfallgefährdeter Staatsanleihen zu einer fundamental begründeten Destabilisierung kommen. Der enorme Rückgang der Anleihepreise steigert die Zinskosten für zukünftige Staatskredite. Damit die beschriebene Spekulation aufgeht, müssen die aktuell hochschnellenden Renditen die Finanzierung neu begebener griechischer Schuldtitel so verteuern, dass ein Staatsbankrott zwischenzeitlich eintritt. Daraufhin kann der Handel kurzfristig zusammenbrechen, und eine Refinanzierung des Staates durch neu begebene Anleihen ist ausgeschlossen. Eine Preisstellung wäre in diesem Fall nicht möglich. Erst nach Wiederaufnahme des Handels könnten sich die Spekulanten unter Berücksichtigung möglicher Umschuldungsabschlüsse günstig mit den Anleihen eindecken, womit die Spekulation aufgegangen wäre. Eine preisdestabilisierende Spekulation gegen Fundamentaldaten hätte unter wettbewerblichen Bedingungen deshalb kaum Erfolg und stellt daher eher die Ausnahme dar.

7 Vgl. G. Aschinger, a.a.O., S. 36; sowie M. Friedman: The Case for Flexible Exchange Rates, in: M. Friedman (Hrsg.): Essays in Positive Economics, Chicago und London 1953, S. 174.

8 Vgl. ausführlicher H. G. Johnson: Destabilizing Speculation: A General Equilibrium Approach, in: The Journal of Political Economy, 84. Jg. (1976), Nr. 1, S. 104 ff. Dies macht zugleich die Doppelnatur des Begriffs „Hedging“ deutlich.

9 Vgl. G. Aschinger, a.a.O., S. 36 ff.; sowie N. Kaldor, a.a.O., S. 1 ff.

Eine destabilisierende Spekulation setzt besondere Marktbedingungen voraus. Hierzu rechnet ein Informationsversagen des Marktes. Damit der Markt als „Entdeckungsverfahren“ für bislang unbekannte/ungenutzte Informationen wirksam werden kann, muss eine Reihe von Voraussetzungen erfüllt sein. Hierzu zählen eine dezentrale, unabhängige Informationssuche und -bewertung. Je unterschiedlicher Situationen, Charaktere, Interessen und Erfahrungen der Beteiligten, desto umfassender und vielschichtiger gestaltet sich die Informationsmenge. Nur ein persönliches Entstehen für die aus den Informationen abgeleiteten (finanziellen) Konsequenzen gewährleistet eine möglichst umsichtige Suche nach gesicherten Informationen. Schließlich setzt die Koordination der Informationen einen funktionsfähigen, liquiden Markt voraus.

Marktmacht durch Monopole oder ein abgestimmtes Verhalten (Kartell) widersprechen einer effizienten Informationsfunktion des Marktes ebenso wie das nur an dem Tun anderer orientierte Mitläufer-Verhalten (Herding). Allerdings schließt auch ein wettbewerblich-dezentraler Markt eine destabilisierende Spekulation nicht aus. Erstens, dies zeigt das obige Beispiel des Zusammenbruchs des Anleihemarktes, können durch Spekulanten neue relevante und bislang unberücksichtigte Informationen in den Markt getragen werden, die die Preiserwartungen nach unten korrigieren und auch seitens der Investoren zu einem massiven Verkauf führen. Zweitens wäre es denkbar, dass die Spekulanten gemäß einer nicht zutreffenden Information handeln. Wäre dieser Fehler ex ante vermeidbar gewesen, so ist dies eindeutig als ökonomischer Verlust zu werten. Beruhen die Fehlentscheidungen hingegen auf unzutreffenden, aber im Vorhinein nicht erkennbaren Fehlinformationen, indem sich beispielsweise ein ökonomischer Indikator in außergewöhnlichen Situationen im Nachhinein als ungeeignet erweist, so entstehen Verluste, die jedoch kaum als Wohlfahrtsverluste im klassischen Sinne zu bezeichnen sind.

### Die Rolle der Kreditsicherungsderivate (CDS)

Kreditsicherungsderivate (credit default swaps; CDS) sichern den Forderungsinhaber einer Anleihe gegen zukünftige Zahlungsausfälle bei Zahlung einer jährlichen Gebühr ab. Die Prämie ist das Äquivalent für den Risikotransfer vom Halter der Anleihe an den CDS-Emittenten, der bei Zahlungsstörungen den Nennwert ersetzen muss und damit den Kapitalverlust als Differenz zum Kurswert trägt.

CDS werden außerbörslich gehandelt. Schätzungen belaufen sich auf ein durch entsprechende Basiswerte wie Anleihen und andere Staatsschuldverschreibungen gedecktes

Nettovolumen von 2 Billionen US-\$.<sup>10</sup> Als etwa gleich bedeutende Marktführer gelten fünf Großbanken (J. P. Morgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Barclays Group, Deutsche Bank), die ca. 90% des Marktvolumens abdecken. Standardisierte Vertragsformen für CDS sowie die grundlegenden Bedingungen einer Entschädigung orientieren sich an den Standards der International Swaps and Derivatives Association (ISDA). Man unterscheidet die Barvariante, bei der ein Ausgleich in Geld gewährt wird, von der physischen Variante, bei der die betreffende Anleihe bei Einreichung gegen ihren Nennwert eingelöst wird. Die letzte Form schließt so genannte nackte CDS aus, bei der auf fallende Anleihenkurse bzw. steigende Risikoprämien spekuliert wird, ohne jedoch im Besitz dieser Wertpapiere und Risikopositionen zu sein.<sup>11</sup>

Um die Unabhängigkeit der Versicherungsereignisse und die Leistungsfähigkeit der Emittenten im Versicherungsfall zu garantieren, sollten grundsätzlich keine Risiken des eigenen Staates sowie in eigener Währung übernommen werden. Deshalb gilt generell die Konvention, dass die CDS auf Anleihen der Euro-Krisenländer vornehmlich von US-Banken in US-Dollar emittiert werden et vice versa.<sup>12</sup> Da jedoch bei einigen Marktteilnehmern die Ansicht besteht, dass innerhalb des Euro-Währungsraumes die Insolvenz eines Staates keine größeren Rückwirkungen auf den Außenwert des Euro haben wird, ist ein Teil der CDS in dieser Währung denominiert. Hinzu kommt ein relativ hohes Maß an Intransparenz im CDS-Markt, so dass nicht auszuschließen ist, dass griechische Geschäftsbanken, die in hohem Maße griechische Staatsanleihen in ihrem Bestand haben, zugleich als Emittenten von CDS auf griechische Staatsanleihen auftreten. Es ist offensichtlich, dass ein solcher Schutz wertlos wäre.

Welche Zusammenhänge bestehen zwischen den Anleihe- und den CDS-Märkten? Es gilt der Grundsatz, dass Derivate in vollkommenen Märkten überflüssig und deshalb nicht existent sind. Im Umkehrschluss können sie bei Informationsunvollkommenheiten und Transaktionskosten effizienzsteigernd wirken. Standardisierte CDS-Kontrakte helfen, die Liquidität im Markt zu verbessern und die Volatilität zu senken. Fundamental wird der Preis eines CDS-Zertifikates durch die Defizit- und die Schuldenstandsrate des anleihegebenden

10 Vgl. B. Masters: Ein Instrument für Brandstifter? Acht Fragen und Antworten: Alles Wichtige über den Credit Default Swap, Interview, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Frankfurt, 19.2.2010. Hiervon unterscheidet sich ein Bruttovolumen von etwa 30 Billionen US-\$, das u.a. auf spekulative und Arbitragegeschäfte zurückgeht. Durch ein Saldieren der Käufe und Verkäufe ergibt sich das Nettovolumen, das gemeinhin als Risikomaß für diesen Markt genommen wird.

11 Eine Konsequenz wäre, dass sich die Inhaber „nackter“ Derivate bei drohender Insolvenz mit entsprechenden Schuldverschreibungen eindecken müssten, was jedoch die Anleihenkurse nach oben treiben und damit eine erfolgreiche Spekulation konterkarieren würde.

12 Vgl. European Commission: Report on Sovereign CDS, Brüssel 2010, S. 9. Zwei Drittel der Griechenland-Kontrakte lauten auf US-Dollar. Vgl. ebenda, S. 30.

Staates beeinflusst. Als technische Faktoren gelten die Marktlage bzw. die Liquidität.

### Funktionen der Kreditsicherungsderivate

Welche Funktionen erfüllen CDS?<sup>13</sup> CDS-Märkte dienen in hohem Maße der Reallokation von Risiken aus Finanzmarkttransaktionen. Investoren können ihre Anleihebestände durch den Kauf von CDS langfristig absichern (Hedging). Außerdem ersetzen CDS-Käufe/Verkäufe auf Termin die zumeist sehr illiquiden und deshalb kaum genutzten Terminmärkte für Anleihen. Für Großbanken als so genannte „Marktmacher“ bietet dies die Möglichkeit einer kurzfristigen Absicherung der im Besitz befindlichen Anleihebestände. Sie übernehmen die Emission und den Weiterverkauf von Staatspapieren an Investoren. Durch ihre jederzeitige An- und Verkaufsbereitschaft sorgen sie für liquide Märkte und helfen Marktspannungen zu vermeiden (Liquiditätsschaffung). Gleiches gilt für Banken, die eine CDS-Absicherung für Staatsschuldspapiere an Anleihebesitzer verkaufen. Um nicht das Risiko in eigener Rechnung zu haben, werden sie sich mit einem CDS absichern wollen, ohne die Anleihe jedoch selbst zu besitzen. Ungedekte Leerverkäufe werden deshalb als Voraussetzung für liquide CDS-Märkte angesehen. Sodann können Preisdifferenzen auf Märkten für Staatsanleihen durch den Einsatz von CDS ausgeglichen werden (Arbitrage).

Schließlich erfüllen diese Kreditsicherungspapiere eine wichtige Informationsfunktion.<sup>14</sup> Bei einer standardisierten Ausstattung können sie Kreditrisiken zwischen Ländern vergleichbar machen. Veränderungen der Preise für CDS-Absicherungen deuten auf gestiegene/gesunkene Länderrisiken hin. Da die Kreditsicherungen zudem auf unterschiedliche (Rest-)Laufzeiten der zugrunde liegenden Anleihen gerichtet sind, entsteht eine auf unterschiedliche Zeithorizonte gerichtete Risikostruktur. Gleichen sich beispielsweise die Kurse/Barwerte von Anleihen unterschiedlicher Restlaufzeit an, so ist dies ein Indiz für eine in naher Zukunft von den Marktteilnehmern erwartete Zahlungsstörung mit nachfolgendem Schuldenschnitt. Dies würde sich in einer inversen Struktur der Renditen widerspiegeln (vgl. Abbildung 1).<sup>15</sup>

Im Zusammenhang mit Käufen von „nackten“ CDS ergibt sich zugleich die Möglichkeit der Spekulation auf fallende Anleihenurse bzw. steigende Risikoprämien bis hin zum Zahlungsausfall eines Landes. Dies mag den Interessen der von der Spekulation betroffenen Staaten und deren Regierungen mitunter

nicht entsprechen, doch gerade hierin zeigt sich der Nutzen einer „objektunabhängigen“ Informationsbeschaffung durch die Spekulanten.<sup>16</sup> Sie erfüllen eine Gläubigerschutzfunktion, die eine zukünftige Kreditnahme dieses Staates erschweren wird. Ohne eine nähere Prüfung sind für Außenstehende weder die unterschiedlichen Zielsetzungen voneinander zu trennen noch gedeckte von ungedeckten Transaktionen zu unterscheiden. Eine destabilisierende Spekulation, die eine Übertreibung des Knappheitspreises in die eine oder andere Richtung bewirkt, ist u.a. aus diesen Gründen im Vorhinein nicht eindeutig zu identifizieren. Sie setzt im Regelfall jedoch einen gemessen am Basisgeschäft relativ hohen Umfang der Spekulationskontrakte voraus.

Im nationalen Alleingang und für Marktteilnehmer überraschend verbot die Finanzaufsicht Bafin am 19. Mai 2010 ungedeckte Leerverkäufe in Aktien von zehn deutschen Finanzinstituten, in Staatsanleihen der Mitgliedstaaten der EWU sowie entsprechende Kreditausfallversicherungen. Von dem Verbot ausgenommen sind so genannte „Marktmacher“. In einer Studie äußert sich der IWF gegenüber einem Verbot von (ungedekten) Leerverkäufen sehr kritisch.<sup>17</sup> Die Analyse bezieht sich auf die ab September 2008 in verschiedenen europäischen Staaten durchgesetzten Verbote. Abgesehen von einer weitgehenden Wirkungslosigkeit gegenüber etwaigen Kurseinbrüchen werden die informationsfördernden Wirkungen von Leerverkäufen unter Berücksichtigung der Fundamentaldaten hervorgehoben. Zudem seien (ungedekte) Leerverkäufe für eine Marktmacher-Funktion unabdingbar. Tatsächlich hätten sich nach einem Verbot dieser Geschäfte die Effizienz und Qualität der Märkte verschlechtert, die Liquidität sich nicht erhöht, und die Kursschwankungen hätten sogar zugenommen. Ein Verbot könne allenfalls für einen begrenzten Notfall in einer EU-weit koordinierten Form sinnvoll sein.

Mit der Schaffung von CDS-Märkten sind jedoch auch Gefahren verbunden.<sup>18</sup> Der sich aus dem relativ geringen Kapitaleinsatz für Kreditsicherungszertifikate ergebende Hebeleffekt kann die Finanzkraft der Garantiegeber bei Ausfällen überfordern. Wie das Beispiel des amerikanischen Versicherers AIG zeigt, können kumulierte Schadenfälle zu systemrelevanten Ausfällen führen. Da der Wert der CDS mit sinkender Bonitätsnote steigt, haben Inhaber „nackter“ Zertifikate ein Interesse, nachteilige Gerüchte über den jeweiligen Schuldnerstaat zu verbreiten, was die Fähigkeit eines Staates zur weiteren Kre-

13 Vgl. hierzu European Commission, a.a.O., S. 11 ff.

14 Vgl. die Studie des IMF: IMF Staff Comments on EU Commission Consultation on Short Selling, Washington 2010, S. 3.

15 In der Erwartung einer nahenden Umschuldung Griechenlands rentierten hellenische Anleihen Ende April 2011 mit einer zweijährigen Restlaufzeit bei 25% p.a., während zehnjährige Staatsschuldspapiere mit etwa 15% p.a. verzinst wurden.

16 Beispielsweise hat sich der Vorwurf, mit Leerverkäufen auf Lehman Brothers wäre der Konkurs der Bank ohne fundamentale Gründe besiegelt worden, im Nachhinein als falsch erwiesen. Den Angaben eines vom Konkursgericht bestellten Prüfungsberichts folgend wurden bereits Monate zuvor Bilanzmanipulationen vorgenommen, die die wahre Schieflage des Instituts verschleierte und den fälligen Konkurs eher verzögert haben.

17 Siehe IMF, a.a.O. Ähnlich kritisch äußert sich European Commission, a.a.O., S. 32 ff.

18 Vgl. European Commission, a.a.O., S. 31 ff.

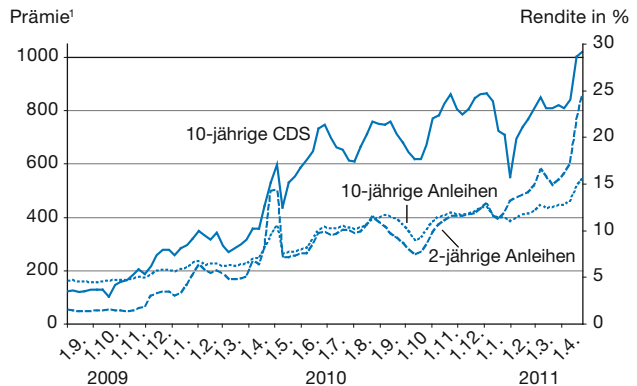


ditaufnahme schwächt. In der Verbindung mit Markt-/Kartellabsprachen marktmächtiger Akteure (Hedgefonds) können Preismanipulationen deshalb nicht grundsätzlich ausgeschlossen werden. Insofern kann die Spekulation ein gewichtiges Problem der Marktaufsicht darstellen, bei dem diese zur Wahrung wettbewerblicher Grundsätze tätig werden sollte. Diesen Risiken könnte durch eine gesteigerte Transparenz sowie einer EU-weiten Koordination der Aufsicht vorgebeugt werden. Als zentrale Abrechnungs- und Aufbewahrungsstelle existiert bereits jetzt die Depository Trust and Clearing Company (DTCC), die etwa 95% aller CDS-Transaktionen erfasst.<sup>19</sup> Des Weiteren besteht die Gefahr, dass der Anleihegläubiger aufgrund des Schutzes zu einer eher nachlassenden Informationssuche neigen könnte. Zudem ergeben sich Anreize, den Staatsbankrott eintreten zu lassen, bei dem sich der Gläubiger durch den Erhalt des Nennbetrages besser stellt als bei stark gesunkenem Kurswert (empty creditor problem). Restrukturierungsverhandlungen auf freiwilliger Basis werden so verhindert.

### Empirische Hinweise auf eine destabilisierende Spekulation?

Gab es destabilisierende, fundamental nicht begründbare Marktbewegungen, die letztendlich den Zugang Griechenlands und anderer insolvenzgefährdeter Eurostaaten zum freien Kapitalmarkt verschlossen haben? Ein erster Schritt zur Klärung dieser Frage geht in Richtung der fundamentalen Einflussfaktoren auf das Zinsniveau bzw. die Risikoprämien für Staatsanleihen. Als zentrale Faktoren gelten die Höhe des Schuldenstands als fiskalisches Belastungspotential, die Haushaltsdefizitrate als aktuelle fiskalische Belastung sowie die Leistungsbilanzdefizitrate im Zusammenhang mit möglichen Wettbewerbsproblemen.<sup>20</sup> Aufgrund von kurzfristigen konjunkturellen und speziell geldpolitischen Einflüssen sind aktuelle Daten als Indikatoren tendenziell eher ungeeignet. Auf der Grundlage von Prognosewerten eines Fünf-Jahreszeitraumes für die Entwicklung der Staatsschulden und der entsprechenden Terminmärkte für Staatsanleihen ermittelt Laubach für den Zinssatz einer zehnjährigen Anleihe pro Defizitpunkt einen Anstieg um 20 bis 29 Basispunkte und pro Schuldenstandspunkt einen Anstieg um 3 bis 4 Basispunkte.<sup>21</sup> Trotz großer Prognoseunsicherheit für die Verschuldungsdaten zeigt sich ein statistisch signifikantes Schätzergebnis. Sowohl im IS-/LM-Diagramm keynesianischer Prägung als auch durch den Crowding-out-Zinseffekt nach neoklassischem An-

**Abbildung 1**  
**Renditen griechischer Staatsanleihen und Prämien für CDS**



<sup>1</sup> Jährliche Prämie in 1000 Euro für ein Anleihevolumen von 10 Mio. Euro.

Quelle: 2-jährige Anleihe: <http://www.bloomberg.com/apps/quote?ticker=GGGB2YR:IND>, 10-jährige Anleihe: <http://www.bloomberg.com/apps/quote?ticker=GGGB2YR:IND>, 10-jährige CDS: <http://www.bloomberg.com/apps/quote?ticker=CGGB1U10:IND>.

satz steht das Resultat steigender Zinsen im Einklang mit der ökonomischen Theorie. Bezogen auf Griechenland bedeutet das Ergebnis bei einem angenommenen Anstieg des Schuldenstandes auf 160% und einer Defizitrate von 9% gegenüber der Einhaltung der Stabilitätsgaben einen Anstieg der langfristigen Zinsen um etwa 5 Prozentpunkte.

In ihrer Untersuchung zum CDS-Markt weist die EU-Kommission ebenfalls eine hohe Korrelation der Prämien für CDS-Zertifikate zum Umfang des laufenden Haushaltsdefizits nach.<sup>22</sup> Darüber hinaus reagieren die Prämien empfindlicher auf ein geändertes Ausfallrisiko als die Anleiherenditen. Eine mögliche Erklärung könnte darin bestehen, dass in den Anleihen neben dem Risiko des Schuldnerbankrotts zusätzlich auch Zins- bzw. Wechselkursänderungserwartungen sowie inflationäre Entwicklungen eingehen, so dass dieser als Indikator für das Ausfallrisiko träger reagiert.

Die Entwicklung der Risikozuschläge bei den Anleiherenditen verläuft zeitlich parallel zum Anstieg der CDS-Prämien (vgl. Abbildung 1). Generell ist kein eindeutiges Muster des Vorlaufes im Verhältnis beider Größen erkennbar.<sup>23</sup> Eine spekulative Marktbeeinflussung würde demgegenüber einen Vorlauf der CDS-Prämien nahe legen. Neue Informationen werden vielmehr über den jeweils liquideren Markt eingepreist. Gemessen an der Marge zwischen An- und Verkaufkurs zeigt sich, dass in unsicheren Zeiten CDS-Märkte liquider sind und die Marktspannungen besser verarbeiten.<sup>24</sup> Ebenfalls parallel ent-

<sup>19</sup> Nähere Informationen hierzu unter <http://www.dtcc.com/products/derivserv/data/index.php> (Abrufdatum 15.3.2011).

<sup>20</sup> Vgl. H. Joebges, M. Grabau: Renditedifferenzen bei Staatsanleihen im Euroraum: Grund zur Besorgnis?, in: WSI-Mitteilungen, 62. Jg. (2009), H. 9, S. 507 f.; T. Laubach: New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficit and Debt, in: Journal of the European Economic Association, 7. Jg. (2009), Nr. 4, S. 858-885.

<sup>21</sup> Ebenda, S. 870 ff. Untersuchungen anderer Autoren kommen zu ähnlichen Ergebnissen. Siehe ebenda, S. 859 f.

<sup>22</sup> Vgl. European Commission, a.a.O., S. 13 ff.

<sup>23</sup> Siehe auch ebenda, S. 16 sowie S. 25 f.

<sup>24</sup> Dies gilt beispielsweise für das 1. Quartal 2010, also den Zeitraum der drohenden Insolvenz Griechenlands. Vgl. ebenda, S. 16 f.

wickelte sich der Abstieg der Bonitätsgrade bis auf den Non-Investment-Grade durch die Rating-Agenturen.<sup>25</sup>

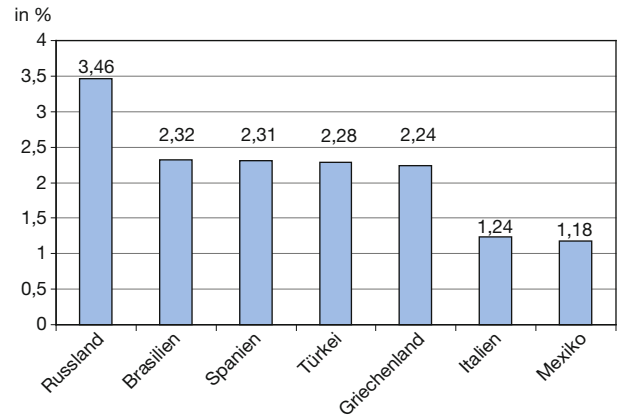
Die Risikoaversion der Marktteilnehmer führt in unsicheren Zeiten zu einer Umschichtung in relativ sichere Anlagen und erzeugt hierdurch einen starken Anstieg der Risikoprämien der relativ riskanten Investments. Dies erklärt den sprunghaften Anstieg der Risikoprämien für griechische Wertschriften, der vornehmlich nicht auf Spekulation, sondern auf den Verkäufen von langfristorientierten Großanlegern wie Pensionsfonds und Lebensversicherern beruhen dürfte.<sup>26</sup> So verdoppelten sich die Renditen mit zweijähriger Laufzeit bei der Bekanntgabe falscher Defizitangaben Ende Oktober 2009 von knapp 2 auf etwa 4% p.a., um Ende April 2010 zum Zeitpunkt der faktischen Insolvenz noch einmal von 6 auf über 14% p.a. anzusteigen (vgl. Abbildung 1). Eine ähnliche Entwicklung wird für das Frühjahr 2011 sichtbar.

Auch kam es in der letztgenannten Periode zu keinem Anstieg der Transaktionen mit CDS-Derivaten. Der Anteil der mit CDS gesicherten Staatsschulden der mediterranen Länder blieb insgesamt sehr gering. Für Griechenland schwanken die Angaben von Februar bis April 2010 zwischen 2,24 und 2,60% (vgl. Abbildung 2). Für den April 2010 liegt für Griechenland sogar eine Abnahme des Nennwertes der CDS-Kontrakte von 8,4 auf 8,2 Mrd. Euro vor.<sup>27</sup> Die Destabilisierungshypothese, nach der verstärkt Kreditderivate zur Spekulation gegen griechische Staatsanleihen eingesetzt wurden, wird durch diese Fakten nicht gestützt.

Die Untersuchung der EU-Kommission kommt des Weiteren zu dem Ergebnis, dass die CDS-Prämien zur Absicherung eines Zeitraumes von fünf und zehn Jahren jeweils niedriger lagen als die entsprechenden Anleiherenditen unter Abzug der Verzinsung einer risikolosen Kapitalanlage.<sup>28</sup> Auch dies entkräftet die Vermutung einer Preismanipulation zugunsten einer überhöhten Risikoprämie zur Absicherung von Länderrisiken

Abbildung 2

### Anteil der mit Kreditausfallversicherungen (CDS) gesicherten Staatsschulden



Quellen: G. Beecken: „Credit Default Swaps – Falscher Verdacht“, in: Capital, H. 5, 2010, S. 39; eigene Darstellung.

mit Rückkopplungs- und gegebenenfalls Aufschaukelungseffekten der dazugehörigen Anleiherenditen.

### Ökonomische Erklärung der Marktentwicklung

Als ein wesentliches Ergebnis der obigen Analyse bleibt festzuhalten, dass es keinerlei Anhaltspunkte einer destabilisierenden Spekulation gibt, die durch den Einsatz von Kreditderivaten hervorgerufen bzw. nicht durch die Fundamentaldaten der griechischen Schuldenlage gedeckt wären. Im Folgenden soll deshalb der Frage nachgegangen werden, wie es zu dem Hochschießen der Risikoprämien und dem Kippen der Zahlungsfähigkeit Griechenlands im April 2010 sowie seit Anfang 2011 kam.

Am 20. Oktober 2009 gab die neue griechische Regierung eine Korrektur falscher Schuldendaten bekannt. Dennoch blieben die Märkte bis zum Januar 2010 relativ ruhig und erst mit der Hilfszusage der EU Ende März 2010 stiegen die Risikoprämien griechischer Anleihen außergewöhnlich stark an. Bereits ein Jahr zuvor, am 16. Februar 2009, hatte der damalige Finanzminister Steinbrück eine gemeinschaftliche Unterstützung für Euromitglieder angedeutet, denen die Zahlungsunfähigkeit unmittelbar droht. Der Stabilitätspakt mit seinen Sanktionen war durch die kollusive Aufweichung Deutschlands und Frankreichs nicht mehr glaubwürdig.<sup>29</sup> Von daher ist keinesfalls von einem Marktversagen bei der Risikoeinschätzung zu sprechen. Vielmehr konnten sich die Investoren auf die Rettung Griechenlands durch die EU verlassen. Erst die sich im Nachhinein als möglicherweise unzureichend heraus-

25 Vgl. C. Weil: EU-Rettungsschirm: Zieht Irland die Reißleine?, in: Commerzbank Economic Research, 12.11.2010, S. 4. Ein kollusives Verhalten der dominierenden Rating-Agenturen Moody's und Standard&Poor's soll mit diesem Hinweis nicht ausgeschlossen werden. Allerdings reagieren die Agenturen traditionell eher verzögert und moderat auf negative Entwicklungen. Vgl. H. Beck, H. Wienert: Zur Reform des Rating-(Un)Wesens, in: Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften, 61. Jg. (2010), S. 57.

26 Vgl. hierzu O. Issing: Die Mär von der Spekulation, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Frankfurt, 27.5.2010, S. 12; sowie die Sicht Pöhl in W. Reuter: Jetzt haben wir den Salat, in: Spiegel-Online, 17.5.2010, <http://www.spiegel.de/spiegel/0,1518,druck-695153,00.htm> (Abrufdatum 19.5.2010).

27 Die Angaben beziehen sich auf die Abwicklungsgesellschaft Depository Trust & Clearing Corporation und erfassen damit einen wesentlichen Teil des unreguliert stattfindenden Handels. Vgl. G. Beecken: Credit Default Swaps – Falscher Verdacht, in: Capital, Nr. 5/2010, S. 39.

28 Dies gilt für Griechenland und Portugal, während für Irland, Spanien und Italien die so genannte Nicht-Arbitrage-Bedingung vorliegt, also eine Äquivalenz zwischen der CDS-Prämie und der Risikoprämie im Anleihezins besteht. Vgl. European Commission, a.a.O., S. 21 f.

29 Die Defizitgrenze von 3% wurde bis Anfang 2011 insgesamt 97 mal überschritten. In 29 Fällen wurde eine Ausnahmesituation festgestellt und in den restlichen 68 Fällen blieb der Verstoß sanktionslos. Vgl. EEAG: The EEAG Report on the European Economy, in: CESifo, München 2011, S. 79 und S. 94.

stellenden Hilfen sowie Zweifel an der Erfüllung der Haushaltsauflagen führten dazu, dass die Investoren das Risiko einer nachfolgenden Umschuldung mit privater Beteiligung als relativ hoch einschätzten.

Durch anziehende Refinanzierungszinssätze der Zentralbank und steigende Risikoprämien für die griechische Neuverschuldung kommt es angesichts negativer Wachstumsperspektiven der griechischen Wirtschaft seitdem zu einem Anstieg der Schuldenstandsrate.<sup>30</sup> Die Zuspitzung der Schulden-situation erklärt sich deshalb aus einem Rückkopplungseffekt hoher Zinsen, einer dadurch steigenden Haushaltsbelastung, sinkenden Bonitätsnoten mit wiederum steigenden Zinsen und sich verschlechternden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Dieser Circulus vitiosus setzt mit einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung der Anleihegläubiger ab einem bestimmten Zinssatz ein, der im Vorhinein nicht festliegt und sich von Land zu Land unterscheidet. Ist die Einschätzung der Investoren jedoch erst einmal gekippt, kommt eine Angstspirale in Gang, die letztendlich das Ende jeglicher Anschlussfinanzierung auf dem privaten Kapitalmarkt bedeutet.<sup>31</sup>

Simulationen zur Schuldentragfähigkeit Griechenlands auf der Basis des beschlossenen Hilfsprogramms kommen zu einem eindeutig negativen Ergebnis, sie prognostizieren die Notwendigkeit einer baldigen Umschuldung.<sup>32</sup> Selbst bei einer erfolgreichen Entwicklung nach Plan muss Griechenland bis 2012 neben den Kredithilfen in Höhe von 110 Mrd. Euro weitere 40 Mrd. Euro am freien Kapitalmarkt aufnehmen, um seine Kredite bedienen zu können. Dass die Marktteilnehmer die griechische Verschuldungssituation angesichts des bis dahin weiter angestiegenen Schuldenstandes als günstiger einschätzen werden, dürfte jedoch bezweifelt werden. Ab 2013 ist mit dem Auslaufen des Hilfeprogramms somit davon auszugehen, dass sich aus griechischer Sicht nicht akzeptable Zinskonditionen einstellen. Lässt man weitere internationale Hilfen außer Acht, so müsste Griechenland deshalb seinen jährlichen

Finanzierungsbedarf aus dem Haushalts-Primärüberschuss ohne (ausländische) Kredite erwirtschaften. Geht man von dem bereits vereinbarten Umschuldungsszenario einer tilgungsfreien Laufzeitverlängerung der Kredithilfen bis 2017 aus, wären nach Berechnungen von Smeets ab 2013 Primärüberschussquoten von über 15% notwendig.<sup>33</sup> Selbst unter der Prämisse eines Tilgungsaufschubs aller aufgenommenen Kredite bis 2020 und einer jährlichen BIP-Wachstumsrate von 3% müssten Primärüberschüsse von 7,3% (2013), 15,4% (2021) und 9,0% (2031) erwirtschaftet werden. Auch in der Kombination mit einem Schuldenerlass von 50%, IWF-Kredite ausgenommen, wären weiterhin Primärüberschüsse von 4,1% (2013), 8,0% (2021) und 5,4% (2031) notwendig. Diese Zahlen machen die ausweglose Situation Griechenlands deutlich und begründen den zeitweiligen Zusammenbruch des Marktes für griechische Anleihen ohne die Interventionen der EZB.<sup>34</sup>

## Fazit

Der Mythos einer profitgetriebenen, destabilisierenden Spekulation dient als wesentliche Begründung für die Kredithilfen an faktisch zahlungsunfähige Eurostaaten. Es gibt jedoch keine empirischen Hinweise, die auf eine destabilisierende Preismanipulation hindeuten würden. Allerdings kam es im Fall Griechenlands zu einer fundamental begründeten Destabilisierung auf der Grundlage steigender Risikoprämien, steigender Zinslasten, wachsender Schuldenstände und Bonitätsherabstufungen. Die Kredithilfen sind dem Verzicht auf ordnungspolitische Grundsätze geschuldet. So bietet der EFSM/ESM Anreize zur Kostenexternalisierung in zweifacher Hinsicht. Den bereits insolventen Staaten werden überaus günstige Kreditkonditionen zur weiteren Verschuldung geboten<sup>35</sup> und den Haltern von Staatsanleihen dieser Länder eine Prämie bei weitgehender Abnahme eines Umschuldungsrisikos. Mit dem politisch erzeugten Insolvenzausschluss zulasten Dritter und dem einhergehenden Moral-Hazard-Verhalten hat die Europäische Politik ihr Primat an quasi-bankrotten Staaten und Anleihehaltern abgegeben. Der Kriseninterventionsmechanismus birgt in sich die eigentliche Ansteckungsgefahr für andere Länder. Die Spekulation auf den Fortbestand dieser Bedingungen ist deshalb politik-immanent.

30 Während in diesem Szenario der Zinsanstieg zugleich einen Anstieg der Realzinsen beinhaltet und damit die Wachstumsaussichten Griechenlands zusätzlich belastet, würde bei einer dauerhaft inflationären Geldpolitik der Anstieg des Nominalzinses von einem ähnlich hohen Anstieg des BIP begleitet werden. Zudem käme es zu einem gewissen Entschuldungseffekt. Dieser fällt umso stärker aus, je länger die durchschnittliche Anleihelaufzeit ist, da die Einpreisung der Inflationsrate lediglich die Neuverschuldung betrifft. Siehe hierzu auch K. Junius, K. Tödtmann: Inflation und Staatsverschuldung, in: Deka Bank Volkswirtschaft Spezial, Nr. 4, 2010, S. 4 ff.

31 Vgl. J. Matthes: Die Eurokrise: Für mehr Ausgewogenheit in der ökonomischen Debatte, in: Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, 125. Bd., 2010, H. 3, S. 37.

32 Siehe hierzu H.-D. Smeets: Ist Griechenland noch zu retten?, in: Wirtschaftsdienst, 90. Jg. (2010), H. 5, S. 310 ff. Zwischenzeitlich wurde die Laufzeit der Kredite auf 7,5 Jahre verlängert. Zugleich wurde eine Reduzierung der Zinssätze für die Hilfskredite um 100 Basispunkte auf unter 5% p.a. vorgenommen. Bereits durch diese Barwertreduzierung der Schuld ist eine Teilumschuldung im Rahmen der „Rettungskredite“ vorgenommen worden.

33 Vgl. H.-D. Smeets, a.a.O., S. 310 ff.

34 Es scheint, als würde die EZB ab einer Risikoprämie von 4 bis 5 Prozentpunkten für Anleihen mit zehn Jahren Laufzeit (siehe Irland im Dezember 2010 sowie Portugal im Januar 2011) in den Anleihemarkt intervenieren. Diese Marke wird mit der Anforderung zusätzlicher Sicherheiten durch die Londoner Handelsplattform LCH-Clearnet begründet, auf der besicherte Kreditgeschäfte zwischen Banken abgewickelt werden.

35 Der Zinssatz dieser Kredithilfen der Euroländer liegt aktuell bei 5 bis 6% p.a., bei einer tilgungsfreien Laufzeit von drei Jahren. Ausgangsbasis dieser Zinssetzung ist der Euribor von derzeit 1,4% p.a. Darauf wird ein Laufzeitenaufschlag von 3 Prozentpunkten zuzüglich einer Bearbeitungsgebühr von 0,5 Prozentpunkten gelegt. Bei einer längeren Laufzeit erhöht sich der Aufschlag auf 4 Prozentpunkte. Wird der Rückzahlungstermin verpasst, kommt ein Strafzins auf die ausgefallene Rate von 2 Prozentpunkten hinzu.