

EU-Gipfelbeschlüsse: Erste wichtige Schritte, aber keineswegs eine endgültige Lösung

Von Ferdinand Fichtner, Simon Junker und Dorothea Schäfer

Die Beschlüsse des EU-Gipfels vom 26. und 27. Oktober sehen wichtige Schritte zur Bewältigung der Griechenlandkrise vor. Sie erleichtern Griechenlands Schuldensituation und verschaffen dem Land so finanzielle Spielräume, um Reformen umzusetzen. Eine Ablehnung von Reformen würde zu im Moment nicht kalkulierbaren Folgen führen. Die EU-Politiker haben Pläne zur Stützung des Bankensektors vorgelegt und den EFSF-Rettungsfonds mit einer Kombination aus einer Versicherung von Staatsanleihen und einem als Private-Public-Partnership organisierten Investitionsfonds schlagkräftiger gemacht. Werden die Beschlüsse umgesetzt, schaffen sie mittelfristige Planungssicherheit und begrenzen die realwirtschaftlichen Auswirkungen der Eurokrise. Zweifellos bergen die Maßnahmen auch Gefahren. So ist die Möglichkeit von Zweitrundeneffekten noch nicht gebannt – auch wenn die Begrenzung des Schuldenschnitts auf 27 Prozent der Gesamtschuld und die Umsetzung über eine freiwillige Verhandlungslösung die Wahrscheinlichkeit dafür vermindert haben. Zudem ist fraglich, ob der Rettungsschirm durch die vorgesehene Hebelung ausreichend vergrößert werden kann, um neben eventuellen Bankenrekapitalisierungen auch die Finanzierung weiterer Euroländer sicherzustellen.

Zudem ist durch den eher milden Forderungsverzicht das erklärte Ziel, die griechische Schuldenquote auf dem Stand nach dem Schuldenschnitt – rund 120 Prozent der griechischen Wirtschaftsleistung – bis zum Jahr 2020 zu stabilisieren, nur schwer zu erreichen. Dazu wird auch eine Streckung der Restschuld Griechenlands notwendig sein. Unabdingbar sind flankierende Maßnahmen, um die griechische Wirtschaft auf den richtigen Weg zu bringen. Durch strukturelle Reformen muss der Standort Griechenland gestärkt werden, beispielsweise durch Einrichtung von Modellregionen. Auch die Privatisierung von Staatsunternehmen sollte fortgesetzt werden. Um Notverkäufe unter Zeitdruck zu vermeiden, ist hier auch eine Restrukturierung durch die EFSF oder durch andere Gläubiger ins Auge zu fassen, ebenso wie eine mögliche Abschlagsteuer auf griechische Auslandsvermögen. Es sind auf jeden Fall aber auch Maßnahmen erforderlich, die den Euroraum zukünftig krisenfester

machen – etwa eine striktere Regulierung der Finanzmärkte, aber auch Regeln für die Regulierung und Kontrolle von Mitgliedsländern, die gegen gemeinsam festgelegte Ziele verstoßen.

Ganz besonders wichtig ist eine möglichst rasche Konkretisierung der Beschlüsse von Brüssel. Das Vertrauen in die Stabilität der Eurozone wird erst zurückkehren, wenn der Prozess der Sanierung Griechenlands die Ebene der Gipfelbeschlüsse verlässt und tatsächlich in Gang kommt.

Nun hat die griechische Regierung überraschend ein Referendum zu den Gipfelbeschlüssen angekündigt. Da die Finanzinstitute bei einem ablehnenden Votum viel verlieren, könnte die Ankündigung zusätzlichen Druck auf die Banken und Versicherungen ausüben, in den Schuldenschnitt einzuwilligen, um damit das Paket für den griechischen Bürger möglichst attraktiv zu machen. Banken und Versicherungen dürften aber kaum einen Schuldenschnitt erst mühevoll im Detail aushandeln, wenn sie die Aussicht auf ein positives Votum ohnehin gering einschätzen.

Eine Ablehnung der Brüsseler Beschlüsse käme einem Votum der Griechen für den Euroaustritt gleich. Die Eurostaaten müssen für diesen Fall zwar vorsorgen, aber sie dürfen jetzt nicht die Nerven verlieren.

Ein zentraler Punkt der Gipfelbeschlüsse ist die Zusage des internationalen Bankenverbandes IIF, auf freiwilliger Basis auf die Hälfte der Forderungen an Griechenland zu verzichten. Das bedeutet, dass eine Vielzahl von Banken und Versicherungen Griechenland Forderungen in Höhe von insgesamt rund 100 Milliar-

Kasten 1

Schuldenszenarien

Wenn der Schuldenverzicht der Finanzinstitute vollständig umgesetzt wird, wird die griechische Verschuldungsquote bei etwa 120 Prozent liegen. Einfache Szenarienberechnungen zeigen, dass eine solche Verschuldungsquote im Jahr 2020 selbst unter optimistischen Annahmen über den griechischen Wachstumspfad ohne eine weitere Schuldenstreckung mit Zinssenkung kaum zu erreichen ist.

Die Verschuldung im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt reduziert sich, wenn das jährliche nominale Wachstum des Bruttoinlandsprodukts größer ist als das nominale Wachstum der Staatsschuld. Ist der Staatshaushalt vor Zinszahlungen ausgeglichen, kommt es zu einer Reduktion der Quote, wenn die Zinslast kleiner ist als die Zunahme des Bruttoinlandsprodukts. Entsteht ein Primärdefizit, das heißt, der Staatshaushalt ist auch ohne Berücksichtigung vor Zinszahlungen bereits defizitär, sinkt die Quote nur, wenn die nominale Zunahme des Bruttoinlandsprodukts die Summe aus Primärdefizit und Zinszahlungen übersteigt.

Bei den folgenden Szenarienberechnungen wird ein ausgeglichener Staatshaushalt vor Zinsen ab 2012 und ein jährliches Nominalwachstum von dreieinhalb Prozent bei zwei Prozent Inflation (1,5 Prozent reales Wachstum) in den Folgejahren unterstellt. Die Staatsverschuldung wächst damit um die Summe der jährlichen Zinszahlungen.

Ebenfalls berücksichtigt wird die bereits bekannte Reduzierung der Bestandsschulden von 100 Milliarden Euro (27 Prozent) bis Anfang 2012 und die Prognose einer zweimaligen Kontraktion des Bruttoinlandsprodukts – 2011 (minus fünfeneinhalb Prozent) und 2012 (minus zwei Prozent).

Zunächst wird ein Ausgangsszenario mit einem durchschnittlichen Zinssatz von 3,5 Prozent betrachtet. Dieser Zinssatz lässt die Schuldenquote auf knappen 130 Prozent verharren. Bei einem Zinssatz von drei Prozent wird das Ziel von 120 Prozent Verschuldungsquote erst 2025 erreicht. Um bereits 2020 die Marke von 120 Prozent zu erreichen, muss der Zinssatz unter drei Prozent sinken.

Es scheint ausgeschlossen, dass der Kapitalmarkt die erforderliche Refinanzierung für Griechenland bei einem solch niedrigen Zins bereitstellt. Neuere Forschungen zum Zahlungsausfall von souveränen Staaten zeigen, dass einmal

ausgefallene Schuldner mit starken Risikoaufschlägen rechnen müssen, falls sie auf den Kapitalmarkt zurückkehren können.¹ Die Risikoaufschläge bilden sich dabei nur langsam zurück, sodass die Staaten auch Jahre nach dem Ausfall nicht um Strafzinsen herum kommen.

Zur Disziplinierung des Schuldners sind erhöhte Risikoprämien zwar gewollt. Im Fall Griechenlands können die erhöhten Kapitalaufnahmekosten jedoch binnen weniger Jahre wieder eine untragbare Verschuldungsquote herbeiführen. Muss zum Beispiel auf die Restschuld im Durchschnitt ein Zinssatz von fünf Prozent gezahlt werden, steigt die Verschuldungsquote stetig an und erreicht bereits 2020 wieder ein Niveau von mehr als 145 Prozent (im Vergleich zu etwas mehr als 160 Prozent vor dem Schuldenschnitt). Erhöhte Risikoprämien können nur durch Garantien vermieden werden. Der Hilfsfonds der Eurostaaten, European Financial Stability Facility (EFSF) oder der Nachfolger European Stability Mechanism (ESM), könnte zur Stellung solcher (Teil-)Garantien herangezogen werden. Dass die Staatsschefs dies planen, deutet die zur Absicherung des Schuldenschnitts reservierte Summe von 30 Milliarden Euro an.

Im Extremfall kann der jetzige Schuldenschnitt so sehr disziplinieren, dass Gläubiger Anleihen Griechenlands fortan vollständig meiden. Dann müsste die Finanzierung des griechischen Staates faktisch weiterhin über die europäische Staatengemeinschaft sichergestellt werden. Die beschlossenen 100 Milliarden Euro zusätzliche Kredithilfen aus dem EFSF für Griechenland legen den Schluss nahe, dass nicht damit gerechnet wird, Griechenland könne in den nächsten Jahren an den Kapitalmarkt zurückkehren.

Die Auszahlung der zusätzlichen Kredithilfen soll vor dem Jahr 2014 erfolgen. Das impliziert eine Streckung der öffentlichen Schulden. Nachhaltigen Erfolg bringt dies aber nur, wenn auch der Zinssatz der öffentlichen Kredite von jetzt 3,5 Prozent auf unter drei Prozent reduziert wird. Der europäische Steuerzahler wird also aufgrund der niedrigen Verzinsung öffentlicher Kredite für Griechenland auf Jahre hinweg noch an der Finanzierung der griechischen Staatsschuld beteiligt sein.

¹ Cruces, J. J., Trebesch, C. (2011): Sovereign Defaults: The Price of Haircuts. CESifo Working Paper Series 3604, CESifo München.

den Euro erlassen sollen. Dies entspricht rund 27 Prozent der Gesamtschuld. Etwa 170 Milliarden Euro halten die EZB sowie die Staatengemeinschaft, die im Zuge

der bisherigen Rettungsmaßnahmen Kredite in Höhe von 110 Milliarden Euro übernommen hat. Dieser Betrag wird durch den Schuldenschnitt nicht gekürzt, so-

dass die Steuerzahler nicht direkt belastet werden. Indirekt, über die Banken in Staatshand, die griechische Anleihen halten, sind sie jedoch ebenfalls betroffen. Die gesamte Restschuld Griechenlands beträgt nach dem Forderungsverzicht der Banken und Versicherungen noch 265 Milliarden Euro, etwa 120 Prozent der jährlichen griechischen Wirtschaftsleistung. Fraglich ist, ob die Höhe des Forderungsverzichts ausreicht, um die Schuldenstandsquote bis zum Jahr 2020 auf diesem Niveau zu stabilisieren. Szenarienberechnungen des DIW Berlin (Kasten 1) zeigen, dass eine Verschuldungsquote von 120 Prozent im Jahr 2020 selbst unter optimistischen Annahmen über den griechischen Wachstumspfad alles andere als einfach zu erreichen ist (Abbildung 1). Eine entscheidende Größe ist hierbei der Zinssatz, der Griechenland – vor allem auf die Kredite der EFSF – gewährt wird. Der Zins, den Griechenland bisher für EFSF-Kredite zahlen muss, dürfte nicht niedrig genug sein. Es ist absehbar, dass eine Senkung von jetzt 3,5 Prozent auf unter drei Prozent erforderlich sein wird. Der europäische Steuerzahler wird also aufgrund der niedrigen Verzinsung der öffentlichen Kredite für Griechenland auf Jahre hinweg noch an der Finanzierung der griechischen Staatsschuld beteiligt sein. Selbst wenn es gelingt, diese auf dem vorgesehenen Niveau von 120 Prozent der Wirtschaftsleistung zu stabilisieren, ist dies immer noch ein hohes Niveau, das den griechischen Steuerzahler stark belastet.

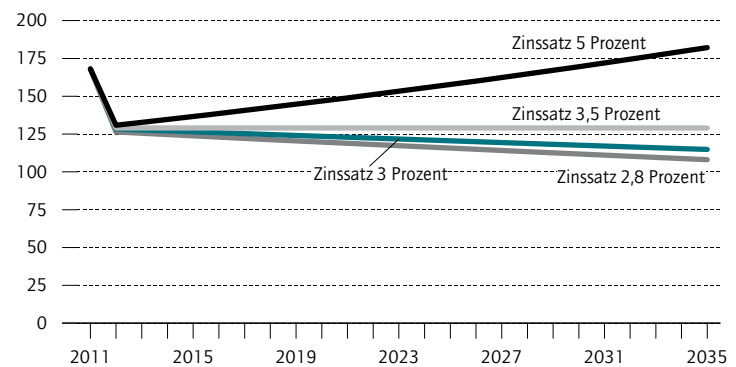
Private Gläubiger haben bis zum Jahresbeginn 2012 die Möglichkeit, ihre Altschulden gegen neue Anleihen zu tauschen, die die Hälfte des ursprünglichen Nennwerts haben. Dadurch wird eine formale Insolvenz vermieden, die eine unabsehbare Zahl von Versicherungsleistungen über die zugrunde liegenden Credit Default Swaps (CDS) auslösen würde (Kasten 2). Unklar ist im Moment noch, ob die neuen Anleihen jeweils denselben Zinssatz und dieselbe Laufzeit haben werden, wie diejenigen, gegen die sie eingetauscht werden. Die deutliche Subventionierung der griechischen Staatsschuld durch die europäischen Steuerzahler könnte vermindert werden, wenn der Zinssatz für die im Rahmen des Schuldenschnitts getauschten neuen Anleihen gesenkt würde. Das ist faktisch eine „Schuldenstreckung“, die zunächst eine Verhandlungssache zwischen Politik und Banken bleibt. Hier stehen der Politik noch überaus harte Verhandlungsrunden bevor.

In den kommenden Monaten wird sich zeigen, inwieweit sich die Banken und Versicherungen auf den Anleihentausch einlassen werden. Die Kurse von Bankaktien sind nach den Gipfelbeschlüssen in die Höhe geschossen. Das zeigt, dass der Markt den Schuldenschnitt positiv beurteilt. Die Weigerung einer Bank, an dem Tausch teilzunehmen, würde wohl als Signal interpretiert werden, dass die Bank so schwach aufgestellt ist,

Abbildung 1

Staatverschuldung Griechenlands

In Prozent des Bruttoinlandsprodukts



Szenarien mit Schuldenschnitt und negativen Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts 2011 und 2012. Quelle: Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2011

Nur bei sehr niedrigen Zinssätzen kann Griechenland seine Schuldenquote verringern.

dass sie die Verluste nicht schultern kann. Die Banken dürften daher ganz überwiegend einem Anleihentausch zustimmen, schon allein um der Sanktionierung durch den Markt über fallende Aktienkurse zu entgehen. Es ist aber nicht auszuschließen, dass einige Banken dem freiwilligen Tausch nicht zustimmen. Der EFSF stehen zusätzliche 30 Milliarden Euro zur Verfügung, die voraussichtlich dazu verwendet werden, die neuen Anleihen zu besichern. Damit können zusätzliche Anreize zum Tausch geschaffen werden. Insgesamt ist daher zu erwarten, dass im Rahmen des Schuldenschnitts – trotz aller noch ausstehenden Verhandlungen – letzten Endes der Schuldenberg Griechenlands etwa im geplanten Umfang von 100 Milliarden Euro reduziert wird.

Zu den Gipfelbeschlüssen gehört, dass Griechenland ein weiterer Kredit durch die EFSF in Höhe von 100 Milliarden Euro eingeräumt wird. Damit können das laufende Defizit, die auslaufenden Anleihen und die Rekapitalisierung der griechischen Banken finanziert werden. Das laufende Defizit beträgt – ohne Zinszahlungen für die Staatsschuld – nach Schätzungen der EU-Kommission für 2011 nur noch sechs Milliarden Euro und für 2012 nur noch gut vier Milliarden Euro. Dieser Betrag fällt also kaum ins Gewicht. Bis 2014 hatte Griechenland bisher Anleihen im Umfang von durchschnittlich rund 30 Milliarden Euro pro Jahr ausstehen. Nach dem vereinbarten Anleihentausch im kommenden Jahr durch Banken und Versicherungen reduziert sich ein Teil dieser Forderungen um die Hälfte – oder fällt sogar erst später an, wenn Banken und Versicherungen bei dem Umtausch neue Anleihen mit längeren Laufzeiten akzeptieren. Damit stehen Griechenland ausreichende

Kasten 2

Unklare Kurz- und Langfristfolgen für den Markt für Kreditversicherungen

Üblicherweise sichern Kreditausfallversicherungen Marktteilnehmer gegen Kreditausfälle ab. Die Freiwilligkeit des Schuldenverzichts hat jedoch zur Folge, dass das versicherte Schadensereignis nicht ausgelöst wird. Für die Finanzinstitute gibt es somit keinerlei Kompensation des Ausfalls durch eine Versicherung.

Freilich ist nicht sicher auszuschließen, dass – trotz vorgeblich freiwilliger Lösung – der Vorgang als Versicherungsfall gewertet wird. Dies hätte nicht abschätzbare Folgewirkungen. So hat die Ratingagentur Fitch nach den Gipfelbeschlüssen erklärt, durch den Schuldenschnitt würde zwar mittelfristig die Schuldenlast reduziert und das Rating Griechenlands entsprechend angehoben werden, kurzfristig jedoch sei eine Einstufung auf eine formale Insolvenz zu erwarten, da private Gläubiger ihre Forderungen nicht in voller Höhe zurückbekommen. Entscheidend scheint also für das Rating nicht zu sein, ob ein Umtausch das Etikett der Freiwilligkeit trägt, sondern, ob Gläubiger auf Teile ihrer Forderungen verzichten müssen. Für diesen Fall aber gibt es Versicherungen, die dann in einer nicht bekannten Höhe leisten müssen. Dies könnte Versicherer – darunter auch wiederum Banken – in Zahlungsschwierigkeiten bringen.

Nach Angaben des Derivateverbands ISDA beläuft sich das über Kreditausfallversicherungen abgesicherte Volumen griechischer Anleihen netto nur noch auf insgesamt knapp vier Milliarden Euro. Damit ist das Segment auf dem riesigen Gesamtmarkt vernachlässigbar klein. Das könnte die Folgewirkungen des „Sündenfalls“ der Nichtauszahlung der Versicherung trotz eines Kreditereignisses begrenzen. Freilich weiß niemand, wie hoch das wirkliche Volumen ist.

Die Folgen des Schuldenschnittes sind auf jeden Fall nicht nur geplatzte Spekulation, sondern auch grundsätzliche Unsicherheit darüber, inwieweit Kreditausfallversicherungen tatsächlich ein funktionsfähiges Absicherungsinstrument sind. Während von der Nichtrealisierung des Wettkalküls keine besonderen Nachwirkungen zu erwarten sind, könnten die Auswirkungen auf das Marktsegment der Versicherung von Kreditausfällen erheblich sein. Das gilt nicht zuletzt für den Verbriefungsmarkt. Hier spielen Kreditausfallversicherungen als Absicherungsinstrument und als Bestandteil von synthetischen Verbriefungen eine bedeutsame Rolle.

finanzielle Mittel zur Verfügung, um in den nächsten Jahren vom Kapitalmarkt unabhängig zu sein.

Unsicherheit könnte in den kommenden Monaten sinken

Trotz aller kurzfristigen Unwägbarkeiten und Risiken dürften die getroffenen Beschlüsse dazu führen, dass sich die Unsicherheit in den kommenden Monaten allmählich auflöst. Falls nicht die Unsicherheit einer Volksabstimmung alles zunichte macht. Bislang hatte das Festhalten am Status quo den Interbankenmarkt schon massiv beeinträchtigt: Zwischen Juli und September haben sich die Risikoprämien am unbesicherten Geldmarkt mehr als vervierfacht (Abbildung 2) und auch die Einlagefazilität der EZB zum Parken von Überschussliquidität wird von den Geschäftsbanken wieder verstärkt in Anspruch genommen (Abbildung 3). Anfang September hatten die Banken 150 Milliarden Euro zur Zentralbank verlagert. Ein solches Volumen wurde zuletzt Mitte 2010 beobachtet. Es drückt ein wachsendes gegenseitiges Misstrauen der Banken bezüglich ihrer Solvenz aus. Die bisherigen Lösungsansätze waren offensichtlich nicht hinreichend, um das Vertrauen auf den Märkten wieder herzustellen.

Mittelfristig dürfte der Schuldenschnitt zur Beruhigung beitragen, wenn die flankierenden Maßnahmen stimmen: Die griechischen Schulden werden glaubwürdig und endgültig gesenkt, was dem Land zumindest die Chance gibt, sich aus der Krise zu befreien. Durch die vergrößerte Schlagkraft der EFSF und die vorgesehene Rekapitalisierung der Banken stehen die Chancen gut, dass eine großflächige Kreditverknappung im Euroraum vermieden werden kann.

Durch die Beschlüsse von Brüssel – sofern ihre Umsetzung zügig erfolgt – bekommen auch die Wirtschaftsakteure außerhalb des Finanzsektors bald wieder Planungssicherheit. Dass die Realwirtschaft von der bisherigen großen Unsicherheit in Mitleidenschaft gezogen wird, ist unverkennbar: Die Konsumenten und Unternehmen im Euroraum sind zunehmend verunsichert darüber, welche finanziellen Verpflichtungen auf sie im Rahmen der Eurokrise zukommen, und auch darüber, welche Konsequenzen die faktische Insolvenz Griechenlands und die möglichen Ansteckungseffekte haben könnten. Das Ergebnis sind eine zumindest vorübergehende Konsumzurückhaltung und entsprechend eingetrübte Absatzaussichten der Unternehmen. Diese werden vorsichtiger planen und Investitionsprojekte zurückhalten.¹ Schon allein daher war es sinnvoll, Fakten

¹ Vgl. hierzu auch die „Herbstgrundlinien 2011“. DIW Wochenbericht 40/2011 vom 6. Oktober 2011.

zu schaffen, die den Wirtschaftsakteuren wieder deutlich mehr Planungssicherheit geben.

Risiko von Zweitrundeneffekten noch nicht gebannt

Der jetzt gefundene Kompromiss eines freiwilligen Schuldenschnitts von 50 Prozent auf Schulden bei privaten Gläubigern, verbunden mit einer verpflichtenden Rekapitalisierung des Bankensektors, hat das Risiko eines Dominoeffektes zwar vermindert, aber nicht aufgehoben. Die Finanzmärkte sind in einem fragilen Zustand und Parallelen zu 2008 sind nicht zu übersehen (Kasten 3).

Auch bei dem anvisierten freiwilligen Forderungsverzicht von 100 Milliarden Euro geht es um einen Betrag, der bei Banken und Versicherungen höchstwahrscheinlich weitere substantielle Wertberichtigungen nach sich ziehen wird, da nicht davon auszugehen ist, dass die Banken, die große Summen griechischer Staatsanleihen halten, diese bereits im vollen Umfang im Wert korrigiert haben. Um nach Eigenkapitalverlusten die regulatorisch erzwungene Mindest-Eigenkapitalquote wieder herzustellen, wählen Banken oft den Weg, Vermögenswerte zu verkaufen und/oder das Geschäft im Bereich der Risikoaktiva, also auch das Kreditgeschäft mit Nichtbanken, einzuschränken.²

Ausreichend zusätzliches Eigenkapital für die unmittelbar betroffenen Banken kann den Erstrundeneffekt eines Forderungsverzichtes vermeiden helfen. Dieses Kapital soll zunächst durch die Banken am Markt aufgenommen werden. Falls dies nicht möglich ist, soll es über nationale Rettungspakete den Banken zugeführt werden. Notfalls stehen aber auch Eigenkapitalhilfen über die EFSF zur Verfügung.

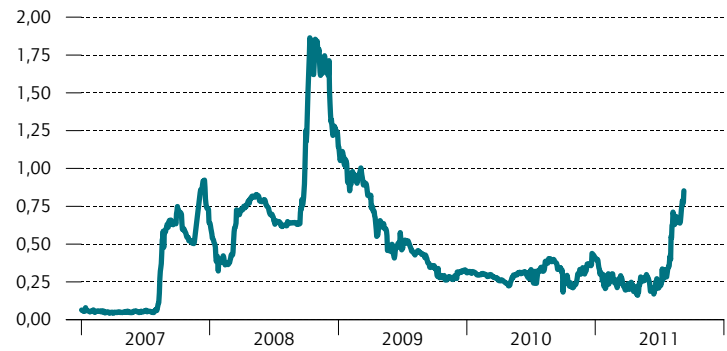
Zudem könnte der Schuldenverzicht der Finanzinstitute auch das Vertrauen in die Werthaltigkeit von Staatsanleihen aus dem Euroraum generell erschüttern. Ein solcher Vertrauensverlust würde beispielsweise Geldmarktfonds dazu veranlassen, die kurzfristige, ständig revolvingierende Finanzierung von europäischen Banken zu reduzieren (Kasten 4).

Hedgefonds, die den Kauf von europäischen Staatsanleihen über Bankkredite, Leerverkäufe oder Geschäfte mit Rückkaufvereinbarung finanziert haben, werden möglicherweise von ihren Maklern zur Stellung erhöhter Einschüsse und Sicherheiten gezwungen. Eine vermehrte Anteilsrückgabe kann den Liquiditätsbedarf der

² Adrian, Tobias, A., Hyun Song, S. (2010): Liquidity and leverage. Journal of Financial Intermediation, 19 (3), 418-437.

Abbildung 2

Risikoprämie auf dem Interbankenmarkt
Zinsaufschlag bei unbesicherten Geschäften
(3-Monats-Euribor minus 3-Monats-EONIA Swapindex)



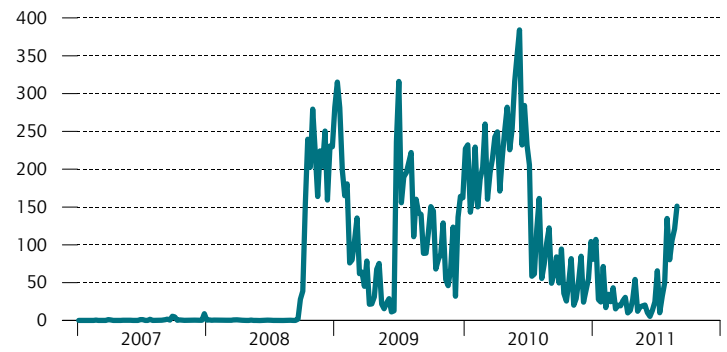
Quelle: Datastream.

© DIW Berlin 2011

Spannungen am Interbankenmarkt

Abbildung 3

Nutzung der Einlagenfazilität bei der EZB
In Milliarden Euro



Quelle Europäische Zentralbank.

© DIW Berlin 2011

Banken parken wieder vermehrt Liquidität bei der EZB.

Hedgefonds zusätzlich in die Höhe treiben. Auch auf Banken, die Staatsanleihen als Sicherheiten für Transaktionen hinterlegt haben, könnten Nachschussforderungen zukommen. Noch ist auch nicht abzuschätzen, wie sich der substantielle Schuldenverzicht der Finanzinstitute auf die vielen Wettgeschäfte auswirkt, die außerhalb der Bankbilanzen getätigt werden.

Kasten 3

Parallelen zu 2008

Man erinnere sich: Im Januar 2008 traten eklatante Schwächen im Risikomanagement einer Großbank offen zutage, als Jerome Kerviel verhaftet wurde. Im Alleingang soll der Händler der französischen Bank Société Generale einen Verlust von fünf Milliarden Dollar angehäuft haben. Im September 2011 ist es wieder ein junger Händler einer Großbank, dessen spekulative Transaktionen seinem Arbeitgeber Milliardenverluste

bescheren und Zweifel am Risikomanagement von Großbanken aufkommen lassen. Auch andere anekdotische Evidenz, die in der Tabelle dargestellt wird, lässt darauf schließen, dass die Lage an den Finanzmärkten 2011 zwar nicht in allen Einzelheiten, aber doch der Tendenz nach der von 2008 vor der Lehman-Insolvenz ähnelt.

Tabelle

Déjà vu – 2008 versus 2011

Ereignis	2008'	2011
Aktienkurse beginnen auf breiter Front zu sinken.	Januar	Juli
Ein einzelner Händler einer Großbank verursachte Milliardenverluste.	Januar: Jerome Kerviel, Société Générale, wird beschuldigt, mit Spekulationsgeschäften einen Verlust von fast 5 Milliarden Euro verursacht zu haben.	September: UBS-Händler Kweku Adoboli Glanz wird beschuldigt, mit ähnlichen Geschäften einen Schaden von etwas weniger als 2 Milliarden Euro verursacht haben.
Die Hedgefonds-Industrie meldet sehr schlechte Ergebnisse.	Oktober: Das dritte Quartal verläuft für die Hedgefonds-Branche extrem schlecht. Das verwaltete Vermögen sinkt.	Oktober: Die Hedgefonds-Branche verzeichnet im dritten Quartal 2011 das viertschlechteste Quartal ihrer Geschichte. ²
In Not geratene Großbank wird gerettet.	16. März: Die US-Investmentbank Bear Stearns rettet sich in eine Notoperation mit JP Morgan Chase.	10. Oktober: Die belgisch/französische Bank wird aufgeteilt und von Belgien bzw. Frankreich verstaatlicht, nachdem sie bereits 2008 gerettet werden musste.
EZB-Einlagen sind stark erhöht.	Oktober: Die EZB-Übernachteinlagen, mit denen Banken Überschussliquidität „parken“, übersteigen zeitweise die 200-Milliarden-Euro-Grenze.	Die Übernachteinlagen der Banken bei der EZB übersteigen zeitweise die 150-Milliarden-Euro-Grenze.
3M-Euribor/EONIA-Spread steigt auf ein beunruhigendes Niveau.	September: Der Indikator liegt auf 195 Basispunkten. Vor dem Ausbrechen der Finanzkrise lag er bei knapp 10 Basispunkten.	September: Der Indikator steigt auf fast 90 Basispunkte. Seit der Finanzkrise geht man davon aus, dass ein Abstand von 50 bis 70 Basispunkten noch Normalität bedeutet.

1 Schäfer, D. (2008): *Agenda für eine neue Finanzmarktarchitektur*. DIW Wochenbericht 51/52, 808-817.
 2 www.hedgefundresearch.com/pdf/pr_20111019.pdf

Die vergleichsweise moderate Summe von 100 Milliarden Euro Schuldenverzicht hat die Wahrscheinlichkeit eines Dominoeffektes zwar reduziert. Dennoch ist nicht ausgeschlossen, dass Nachschüsse und Abschreibungen im Gefolge der Beschlüsse Auslöser einer globalen Verkaufsrunde von Vermögenswerten bei Banken und Nichtbanken sind. Kombiniert mit einer Reduzierung des Kreditgeschäftes kann daraus eine Rezession erwachsen. Diese Risiken müssen in den kommenden Monaten aufmerksam verfolgt werden, um gegebenenfalls rechtzeitig entgegensteuern zu können.³

Ansteckungsgefahr wird durch EFSF-Hebel etwas aufgefangen

Nach dem Schuldenschnitt für Griechenland könnte auch bei anderen Euroländern eine Umschuldung vom Markt als wahrscheinlicher erachtet werden. Dies könnte eine sich selbst verstärkende Spirale bei den entsprechenden Staatsanleihen auslösen: Anfängliche Spekulationen über die steigende Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls und damit einhergehende leichte Kursrückgänge würden das Land bei der Refinanzierung seiner Schulden tatsächlich belasten und damit eine neue Runde von Bewertungskorrekturen der Staatsanleihen einläuten. Eine Refinanzierung betroffener Länder am Primärmarkt – etwa über Mittel der

3 Brunnermeier, M. K. (2009): *Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008*. *Journal of Economic Perspectives*, 23 (1), 77-100.

Kasten 4

Staatsanleihen sind besondere Finanztitel

Moderne Finanzsysteme sind auf Staatsanleihen angewiesen. So fordern Finanzmakler zu Beginn eines jeden Termingeschäfts eine Sicherheit, die eventuelle Verluste tragen kann. Hier werden meist Staatsanleihen hinterlegt; als Alternative kommt nur Buchgeld in Frage. Geschäfte mit Rückkaufvereinbarung, sogenannte Repo-Geschäfte, ebenso wie alle Arten von Hebelgeschäften müssen ebenfalls besichert werden. Auch hier kommen Staatsanleihen großflächig zum Einsatz. Lebensversicherungen müssen einen Teil ihrer Gelder in Titel investieren, die zum Fälligkeitstermin sehr schnell und ohne Wertverlust verkauft werden können, sie halten Staatsanleihen. Banken benutzen Staatsanleihen zudem als Instrument zur Absicherung ihrer Liquidität und zum Management ihres Eigenkapitalbedarfs.¹

Diese herausragende Rolle als Sicherheit, Vehikel zur Aufbewahrung von Ersparnissen für die Alterssicherung und als Instrument der Liquiditätssicherung und des Eigenkapitalmanagements erklärt den hohen Bedarf an sicheren Staatspapieren.²

¹ The euro-nomics group (2011): Safe Bonds(ESBies). <http://euro-nomics.com/wp-content/uploads/2011/09/ESBiesWEBsept262011.pdf>

² Die anhaltenden großen Budgetüberschüsse in den USA in den 90er Jahren und der geäußerte Wille der Regierung, die Staatsschulden zurückzahlen, ließen nicht wenige befürchten, dass in Zukunft zu wenige Staatstitel im Markt verfügbar wären. www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD00000000000031349.pdf

Es zeigt auch den wesentlichen Unterschied zwischen dem Krisenauslöser 2007/2008 und dem jetzigen Krisenauslöser. Der Markt für Collateralized Debt Obligations erscheint verzichtbar, der Markt für Staatsanleihen, die verschiedensten Funktionen im Finanzsystem gerecht werden, ist es nicht. Die strukturierten Papiere zielten darauf ab, Staatsanleihen nachzuahmen, das heißt, ihre Eigenschaften gewissermaßen zu simulieren.³ Wegen der hohen Nachfrage nach sicheren Papieren nahm der Markt die Collateralized Debt Obligations auch bereitwillig auf. Die nun mancherorts geforderte Entschuldung von Staaten, um damit ein für allemal die Abhängigkeit von den Finanzmärkten zu beenden,⁴ würde folglich nicht nur jene Kleinanleger erheblich treffen, die in Papiere investieren wollen, die durch die Wirtschaftskraft einer ganzen Volkswirtschaft abgesichert sind, sondern auch das Finanzsystem als Ganzes. Der Verzicht der Finanzinstitute auf 50 Prozent ihrer Investition in Staatsanleihen Griechenlands ist ein Präzedenzfall. Auch hier wird erst die Zukunft erweisen, ob dadurch das Vertrauen in Staatsanleihen von allen Eurostaaten nachhaltig gestört ist.

³ Gennaioli, N., Andrei Shleifer, A., Vishny, R. (2010): Financial Innovation and Financial Fragility. Working Papers 2010.114, Fondazione Eni Enrico Mattei.

⁴ Siehe z. B. die Kolumne von Ehrlich, P. (2011): Der revolutionäre nächste Schritt. FTD Mobil, unter <http://m.ftd.de/artikel/60115440.xml?v=2.0>

EFSF – wäre bei Einsetzen derartiger spekulativer Tendenzen übergangsweise notwendig.

Derartige Ansteckungen über niedrigere Ratingwerte und höhere Zinsen für Anleihen oder Finanzwetten auf Staatsbankrotte anderer Euroländer sollen durch „Impfmaßnahmen“ – Kredit-Möglichkeiten der EFSF – verhindert werden. Aufgrund der letztlich zu geringen direkten Kapitalausstattung der EFSF (Kasten 5) ist hierzu eine Hebelung notwendig, um genügend Staatsanleihen absichern zu können. Damit soll der Rettungsschirm auf ein Volumen von über einer Billion Euro ausgeweitet werden.

Die Verhinderung von Staatsbankrotten durch die EFSF-Absicherung von Staatsanleihen ist im Prinzip ein sinnvoller Ansatz, er leidet aber unter vielfältigen Problemen in der konkreten Ausgestaltung. Zum einen ist fraglich, ob das Grundkapital der EFSF ausreicht. Denn selbst mittels des Hebels dürfte der zur Verfügung stehende Betrag im Vergleich zu den ausstehenden Schulden, etwa von Italien und Spanien, nicht hoch genug sein.

Des Weiteren ist unklar, ob am Markt der geplante Hebel von vier bis fünf umgesetzt werden kann. Denn ein starker Hebel, das heißt eine deutlich unter 50 Prozent liegende Absicherung von Staatsanleihen, senkt für private Investoren die Anreize, die entsprechenden Staatsanleihen zu zeichnen. Aber die EFSF stützt ja gerade die Länder, denen der Markt ein Ausfallrisiko zuschreibt. Ein kräftiger Hebel ist unter diesen Gesichtspunkten nicht unbedingt zu erwarten, sondern eher einer von 2, was dem Schuldenschnitt von 50 Prozent, wie er für Griechenland vereinbart wurde, entspricht. Diese Überlegungen verdeutlichen, dass es schwierig ist, am Markt – ohne politische Zugeständnisse – einen hinreichend großen Hebel zu realisieren.⁴ Letztlich käme eine erneute Aufstockung des Grundkapitals der EFSF in Betracht.

⁴ Der Präzedenzfall Griechenland zeigt, dass private Gläubiger auf die Hälfte ihrer Forderungen verzichten (müssen), dies aber dennoch nicht als Insolvenz eingestuft wird – ein Versicherungsfall also bei Griechenland nicht eintritt. Es ist fraglich, wie viel Vertrauen Investoren in die (Teil-)Versicherung weiterer Anleihen setzen, die künftig im Zweifelsfall ebenfalls „freiwillig“ umgeschuldet werden könnten.

Kasten 5

EFSF: Kreditvolumen und Hebel

Die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) ist eine Zweckgesellschaft, die offiziell von den Euroländern am 7. Juni 2010 eingerichtet wurde und bis zum 30. Juni 2013 befristet ist. Als Anschluss wird der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) fungieren. Ursprünglich bestand die EFSF aus einem Kreditfonds von bis zu 440 Milliarden Euro, für dessen Schuldpapiere die Euroländer bürgen.

Um am Markt zu möglichst niedrigen Zinsen Kredite aufnehmen zu können, wurde beschlossen, dass die EFSF mit einem „AAA“-Rating ausgestattet sein soll. Im letzten Jahr zeigte sich jedoch, dass die EFSF ein „AAA“-Rating nur für die Summe erhält, die auch von „AAA“-Ländern (DEU, FRA, LUX, NLD, FIN, AUS) garantiert wird. Diese Tatsache birgt enorme „Gefahren“. Im Falle einer Herabstufung eines dieser sechs Länder würde auch die Tragfähigkeit der EFSF in Frage stehen, da mit jedem Ausfall die Belastung der übrig gebliebenen Länder steigt. Auch eine weitere Aufstockung der EFSF ist unter der Prämisse, dass die Fazilität ein AAA-Rating haben soll, nahezu unmöglich, weil die Triple-AAA-Länder aufgrund der daraus resultierenden Ausweitung der Garantiesumme selbst ihr Rating verlieren könnten. Wenn nun also die USA, China und Kanada die Euroländer zu einer weiteren Aufstockung drängen, dann geht dies nur, wenn gleichzeitig auch die Rating-Anforderungen an die EFSF gesenkt wird.

Mit der Festlegung auf ein AAA-Rating schrumpfte die ursprünglich vereinbarte Darlehenskapazität in Höhe von 440 Milliarden Euro auf rund 240 Milliarden Euro. Aus diesem Grund wurde im Juli beschlossen, dass die beteiligten Länder ihre Garantien auf 780 Milliarden Euro aufstocken, sodass das effektive Triple-A-Kreditvolumen auch tatsächlich 440 Milliarden beträgt. Da Deutschland einen Anteil von rund 28 Prozent trägt, bürgt es mit 211 Milliarden Euro für die Kreditpapiere der EFSF.

Von den 440 Milliarden Euro sind jedoch zurzeit nur noch rund 250 Milliarden Euro verfügbar; der Rest ist bereits durch Kreditzusagen für Irland, Portugal und die neue Kreditlinie

von 100 Milliarden Euro für Griechenland gebunden. Dabei dürfte auch ein Betrag für die Bankenrekapitalisierung eingerechnet sein.

Durch einen „Hebel“ von 4 bis 5 kann das effektiv noch zur Stützung zur Verfügung stehende, mit Triple A versehene Kreditvolumen in Höhe von rund 250 Milliarden Euro auf 1 000 bis 1 250 Milliarden Euro erhöht werden. Der „Hebel“ besteht in der Möglichkeit, Kredit-Versicherungen zu vergeben. Ob der Hebel funktioniert, hängt davon ab, wie viele private Investoren angelockt werden können.

Der Hebelmechanismus sei an einem Beispiel verdeutlicht: Die Staatsanleihe eines Nicht-Triple-A-Landes von 100 Euro kann mit einer EFSF-Bürgschaft von 100 Euro voll abgesichert werden (oder, was auf dasselbe hinausläuft, die EFSF kann die Anleihe selbst zeichnen). Falls das Land, das die Staatsanleihe ausgegeben hat, einen Schuldenschnitt von (angenommen) 25 Prozent vornimmt, erstattet es dem Investor nur 75 Euro, den Verlust ersetzt die EFSF dem Investor, also 25 Euro. Da der Schuldenschnitt nicht höher ausgefallen ist als der besicherte Betrag, hat der Investor letztlich keinen Verlust erlitten. Die EFSF trägt den Verlust von 25 Euro, behält aber 75 Euro des eingesetzten Kapitals übrig.

Wird die Anleihe nicht mehr vollständig abgesichert, sondern übernimmt die EFSF nur noch eine Versicherung von beispielsweise 25 Prozent, kann man mit 100 Euro EFSF-Kapital vier Anleihen besichern. Das ist die Hebelwirkung. Führt das Land nun einen Schuldenschnitt von 25 Prozent durch, muss die EFSF als Bürge dem Investor für jede der vier Anleihen 25 Euro überlassen, damit ist das gesamte Kapital weg. Das ist im Verlustfall das höhere Risiko für die EFSF beziehungsweise die Steuerzahler der dahinterstehenden Länder.

Erwartet der potentielle Investor einen möglichen Haircut von mehr als 25 Prozent, ist die Anleihe trotz der Versicherung nicht attraktiv. Je stärker der Hebel ist, desto geringer sind die Anreize für Investoren, unsichere Anleihen zu zeichnen.

Auch der Wunsch der Politiker nach flankierenden Maßnahmen durch die EZB ist angesichts der begrenzten Reichweite der EFSF nachvollziehbar – wenngleich diese zur Wahrung der Zentralbankunabhängigkeit abzulehnen sind.

Bei der Refinanzierung der Staaten am Primärmarkt geht es um vergleichsweise geringe Beträge, da es sich bei den Refinanzierungsbeträgen um Fluss- und nicht

um Bestandsgrößen handelt, also jeweils nur ein geringer Teil der ausstehenden Schulden tranchenweise refinanziert werden muss. So belaufen sich etwa die Beträge auslaufender italienischer und spanischer Anleihen bis Ende 2012 auf insgesamt „nur“ rund 460 Milliarden Euro.

Erschwerend kommt allerdings hinzu, dass im Fall der angesprochenen Spekulationen gegen ein Euroland auch

Der diskutierte Hebel von 4 bis 5 bedeutet eine Absicherung von nur 20 bis 25 Prozent des Anleihewertes. Der Schuldenschnitt von 50 Prozent bei Griechenland legt die Überlegung nahe, dass Investoren auch bei anderen Ländern diese Größenordnung nicht abwegig erscheint. Es ist davon auszugehen, dass Länder nur das Stigma einer Insolvenz auf sich nehmen, wenn sie einen großen Teil ihres Schuldenberges damit abtragen können. Dies spricht für hohe Schuldenschnitte. Eine weit unter 50 Prozent liegende Absicherung würde möglicherweise nicht ausreichen, um Investoren anzulocken. Der tatsächlich erzielbare Hebel hätte möglicherweise nur einen Wert von 2. Diese Überlegung zeigt, dass die Hebelwirkung durch den Marktprozess bestimmt wird und von der zu besichernden Anleihe abhängt. Entsprechend ist davon auszugehen, dass nicht innerhalb der nächsten Wochen „der“ Hebel feststeht, mit dem das Gesamtvolumen der EFSF bestimmt wird, sondern von Fall zu Fall einzelne Kredittranchen gehebelt werden.

Die skizzierte Versicherungslösung könnte von Investoren auch als gänzlich unglaubwürdig angesehen werden, denn sie zahlt nur bei „Default“, also einem amtlich festgestellten Bankrott. Der Präzedenzfall Griechenland zeigt nun aber, dass es formal gar keinen Default gibt und Banken und Versicherungen trotzdem 50 Prozent verlieren.

Der durch Hebelwirkung erzielbare Betrag für EFSF-Bürgschaften (ausgehend von der Basis von rund 250 Milliarden Euro) ist auch zu gering, um im Fall der Fälle Spanien und Italien für einige Jahre zu finanzieren (Schuldenstand 2010: Italien 1840 Milliarden, Spanien 640 Milliarden; und Rekapitalisierungsbedarf bis Ende 2013: Italien rund 360 Milliarden, Spanien rund 180 Milliarden), und zudem mögliche Wertkorrekturen bei Banken, die den Großteil dieser Anleihen halten, abzufangen.

auf dem Sekundärmarkt die Kurse von Schuldtiteln der betroffenen Staaten sinken. Angesichts der ausstehenden italienischen Staatsschuld in Höhe von fast zwei Billionen Euro könnten im Falle einsetzender Spekulationen durch entsprechende Kursrückgänge erhebliche Buchverluste auf Seiten der Halter von italienischen Staatsanleihen entstehen. Die bilanziellen Verluste wäre möglicherweise teilweise so groß, dass hierdurch das Eigenkapital der betroffenen Banken aufgezehrt und

eine weitere Rekapitalisierung oder Verstaatlichung erforderlich werden würde. Schon die Sorge um eine Schiefelage insbesondere italienischer Banken dürfte diesen den Zugang zum Interbankenmarkt spürbar erschweren und Liquiditätshilfen erforderlich machen. Zu einem Problem würden fallende Kurse bei Staatsanleihen weiterer Euroländer allerdings nur, wenn die Banken diese Anleihen in ihren Handelsbüchern verbucht hätten – denn nur dann würde sich eine spekulative Abwärtsspirale unmittelbar auf die Bankbilanzen auswirken. Hierüber und über das Engagement einzelner Banken in Staatsanleihen verschiedener Länder gibt es keine öffentlich zugänglichen Informationen. Den Bankenaufsichten der Euroländer liegen diese jedoch vor.

Angesichts des Umfangs etwa der italienischen Staatsverschuldung könnten Rettungsschirm und nationale Bankenrettungsfonds hierbei an ihre Grenzen stoßen. Der im Juli durchgeführte Stresstest zeigt jedoch,⁵ dass das gesamte Engagement der größten europäischen Banken in Staatsanleihen Griechenlands, Portugals, Irlands, Spaniens und Italiens zusammen bei 764 Milliarden Euro liegt. Das bei mutmaßlich als systemrelevant einzuschätzenden Instituten liegende Kreditvolumen an diese Länder liegt also deutlich unter der gesamten Verschuldung dieser Staaten. Anders als vielfach diskutiert könnte die Gesamtbelastung für das Bankensystem also durchaus erheblich niedriger sein, als der gesamte Bestand an Staatsanleihen der Peripherieländer nahelegt.

Damit die Banken etwaige Verluste besser verkraften können, ist eine Erhöhung der Kernkapitalquote systemrelevanter Banken auf neun Prozent bis Mitte 2012 beschlossen worden. Die harte Kernkapitalquote (Aktien und Rücklagen) wurde von der European Banking Authority (EBA) vor kurzem getestet. Fraglich ist, ob die Erhöhung auf neun Prozent allen Banken in dem dafür vorgesehenen Zeitraum gelingt. Immerhin liegt die harte Kernkapitalquote derzeit bei zwei Prozent und nach den Basel-III-Beschlüssen ab 2013 bei 4,5 Prozent. Insgesamt sind für die Stärkung der Eigenkapitalpositionen der Banken 106 Milliarden Euro veranschlagt. Allerdings ist der Bankensektor in den einzelnen Mitgliedsländern unterschiedlich betroffen: Während sich die deutschen Banken nur etwa fünf Milliarden Euro beschaffen müssen, brauchen die griechischen Banken 30 Milliarden Euro, die spanischen Banken 26 Milliarden und die italienischen Banken fast 15 Milliarden. Der Bedarf französischer Institute wurde mit knapp neun Milliarden Euro veranschlagt.

⁵ Vgl. den Beitrag von Storbeck, O.: EBA stress test: Individual PIIGS exposure for all 90 banks, unter <http://economicsintelligence.com/2011/07/18/eba-stress-test-piigs-exposure-for-all-90-banks> (18.07.2011).

Nach dem Willen der EU-Regierungschefs sollen die Banken zunächst versuchen, die Rekapitalisierung aus eigener Kraft zu erreichen, also durch eine Aufstockung ihres Eigenkapitals durch Kapitalaufnahme am Markt, durch Restrukturierungen von Verbindlichkeiten und die Aussetzung von Bonus- und Dividendenzahlungen. Falls das nicht ausreicht, sind staatliche „Unterstützungsmaßnahmen“, also Teilverstaatlichungen, angedacht beziehungsweise angedroht. Diese Verstaatlichungen würden nach dem Subsidiaritätsprinzip in letzter Instanz durch Mittel aus der EFSF finanziert werden. Dabei ist zu berücksichtigen, dass diese vom Grundkapital der EFSF aufgewendet werden müssen, also den gehebelten Rettungsschirm reduzieren.

Flankierende Maßnahmen für Griechenland

Damit Griechenland einen Weg aus der Krise findet und irgendwann wieder in der Lage ist, sich am Kapitalmarkt zu finanzieren, muss die griechische Regierung die strukturellen Probleme des Landes lösen. Hierzu gehören weiterhin einschneidende Reformen, etwa um die Lohnstückkosten und die Produktivität, aber etwa auch die Steuerquote und die Zahlungsmoral der Steuerschuldner zu verbessern. Eine Volksabstimmung könnte harten Maßnahmen starke Legitimation verschaffen; aber bereits die Unsicherheit über den Ausgang einer Volksabstimmung könnte zum Beispiel den freiwilligen Forderungsverzicht der Banken obsolet machen.

Die Unterstützung des Konsolidierungskurses in der Bevölkerung könnte auch dadurch gefördert werden, dass der notwendige Personalabbau im öffentlichen Dienst mit ohnehin sinnvollen Beschäftigungsprogrammen verbunden wird.

Stärkung des Standorts Griechenland

Wirtschaftsminister Röslers Eckpunkte einer Investitions- und Wachstumsoffensive für Griechenland enthalten wichtige Ansätze, um den Standort Griechenland zu stärken. So schafft der Vorschlag zur Einrichtung von Modellregionen mit einem Sonderregime eine vielversprechende Perspektive für potentielle Investoren.⁶ Hierbei sollen in Sonderwirtschaftszonen investorenfreundliche Strukturen geschaffen werden, die die bisherigen institutionellen Defizite der griechischen Ver-

waltung überwinden und Modellcharakter für die gesamte griechische Wirtschaft haben könnten.

Strukturenreformen zur Stärkung der Wettbewerbstätigkeit und vermehrte Investitionstätigkeit in Griechenland sind ebenso unabdingbar wie der Aufbau einer leistungsfähigen Verwaltung. Den Eurostaaten bleibt deshalb keine andere Wahl, als sich unter Einbeziehung möglichst vieler privater Investoren auf einen gemeinsamen, konkreten Entwicklungsplan für Griechenland zu verständigen. Mittel aus den EU-Fonds sollten hier als Anschubfinanzierung genutzt werden. Die Eurozone muss sich auch dazu durchringen, die Mittelverwendung zeitnah durch eine spezialisierte Taskforce kontrollieren und gegebenenfalls korrigieren zu lassen. Und die griechische Regierung und die Bevölkerung müssen dies tatsächlich akzeptieren.

Restrukturierung von Staatsunternehmen durch den EFSF/ESM

Soll das jetzt geschnürte Rettungspaket sein Ziel erreichen, muss auch weiterhin der Verkauf von griechischen Staatsunternehmen genutzt werden, um die Verschuldungsquote zu senken. Um Notverkäufe unter Wert zu vermeiden, sollte auch eine Inzahlungnahme von griechischen Staatsunternehmen entweder durch die Gläubigerbanken direkt oder durch die europäische Staatengemeinschaft ins Auge gefasst werden. Für die Sanierung, Neuausrichtung und Vorbereitung auf die Privatisierung bedarf es einer spezialisierten Restrukturierungseinheit.⁷ Dabei sollte man sich am Umgang von Banken mit Not leidenden Unternehmenskrediten orientieren. Insbesondere Großbanken verfügen oft über sogenannte Work-Out-Einheiten, die bereits im Vorfeld einer Unternehmensinsolvenz zum Zug kommen können. Banken werden im Austausch gegen einen Schuldenerlass zu Unternehmenseignern. Aufgabe der Restrukturierungseinheiten ist es, die übernommenen Unternehmen zu sanieren und sie später zu verkaufen.⁸

Eine spezialisierte Restrukturierungseinheit könnte unter dem Dach der EFSF/ESM eingerichtet werden. Da die EFSF/ESM bei einer eventuellen Übernahme von griechischen Unternehmen auch die Personalkosten trägt, muss die Auswahl der Unternehmen, die in Zahlung genommen werden, äußerst sorgfältig erfolgen.

⁶ Vgl. die Pressemitteilung des BMWi vom 22. Juli: „Mit diesem Instrument könnte die Ansiedlung internationaler, europäischer und griechischer Investitionen auf griechischem Staatsgebiet gefördert werden. Die Modellregionen wären mit einem besonderen Rechtsrahmen (u.a. Verwaltungsvereinfachung, Steuer-, Arbeits- und Planungsrecht) und einem sogenannten *one stop shop* (Einheitlicher Ansprechpartner für Investoren) auszustatten, bei dem alle staatlichen Aufgaben gebündelt sind.“

⁷ Schäfer, D. (2003): Hausbankbeziehung und Finanzkontrakte. Habilitationsschrift. Berlin, New York, sowie Schäfer, D. (2002): Restructuring Know How and Collateral, Kredit und Kapital, 35, 572-594.

⁸ Schäfer, D. (2002): Restructuring Know How and Collateral. In: Kredit und Kapital, Bd. 35, 572-594, sowie Brunner, A., Krahen J.P. (2008): Multiple Lenders and Corporate Distress: Evidence on Debt Restructuring. Review of Economic Studies, 75, 415-442.

Oft bedarf es zusätzlicher Investitionen, um Unternehmen zu sanieren. Diese Mittel müssten von der EFSF/ESM ebenfalls bereitgestellt werden. Den Reinertrag der Privatisierung könnten sich dann EFSF/ESM und ursprünglicher Eigner teilen.

Abschlagsteuer auf griechische Auslandsvermögen

Die europäische Staatengemeinschaft hat es selbst in der Hand, zur Verbesserung der Einnahmesituation des griechischen Staatshaushalts beizutragen. Griechische Auslandsvermögen auf Konten und in Depots europäischer Banken oder Vermögensverwalter, schweizerische Banken eingeschlossen, könnten mit einer Abgeltungssteuer auf Kapitalvermögen belegt und die kontoführenden Institute dazu verpflichtet werden, diese Einnahmen zur Schuldentilgung unmittelbar an die EFSF/ESM zu überweisen.

Als Vorbild für die Ausgestaltung eines solchen Abkommens zwischen EU-Staaten und Griechenland könnte das jüngst zwischen Deutschland und der Schweiz geschlossene Abkommen zur Besteuerung von Auslandsvermögen dienen. Das Abkommen erstreckt sich auf Vermögen von natürlichen Personen und von Anstalten, Stiftungen, Trusts, Versicherungsmänteln und Ähnlichem.⁹

Flankierende Maßnahmen für Europa

Striktere Regulierung und Kontrolle der Finanzinstitute

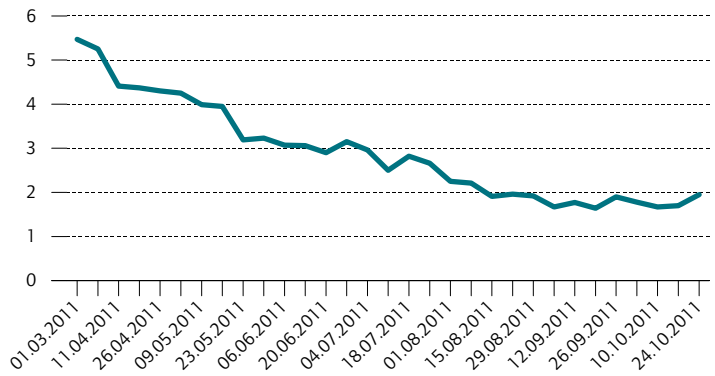
Seit 2008 ist es der Wirtschaftspolitik trotz vieler Gesetze nicht gelungen, die Handlungsmöglichkeiten der Finanzmarktakteure wirksam einzuschränken und dafür zu sorgen, dass eine Gefährdung des Finanzsystems als Ganzes ausgeschlossen ist. Dies muss nun rasch nachgeholt werden. Finanzinstitute mussten bislang für Staatsanleihen aus dem europäischen Wirtschaftsraum keinen Eigenkapitalpuffer einkalkulieren. Staatsanleihekäufe konnten deshalb von Banken zu 100 Prozent fremdfinanziert werden. Dieses Versäumnis der Regulierungsinstanzen hat wesentlich dazu beigetragen, dass Banken extrem anfällig gegenüber drohenden Wertverlusten bei Staatsanleihen sind (Abbildung 4).

Nur weit über Basel III hinausgehende Eigenkapitalvorschriften, bezogen auf die gesamte Bilanzsumme und nicht auf den manchmal recht kleinen Anteil der risikogewichteten Aktiva, können hier für Abhilfe sor-

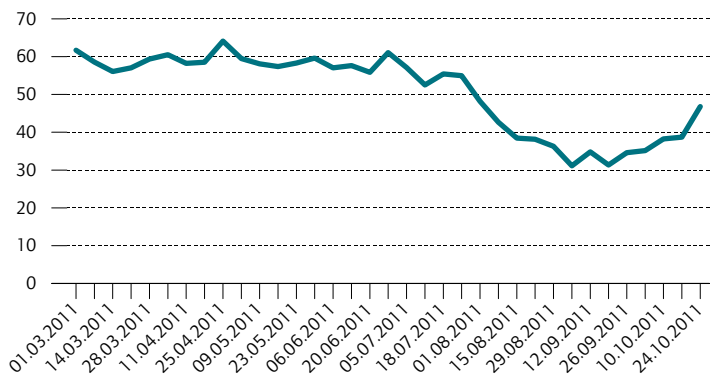
Abbildung 4

Anfällige Banken - Aktienkurse brechen ein

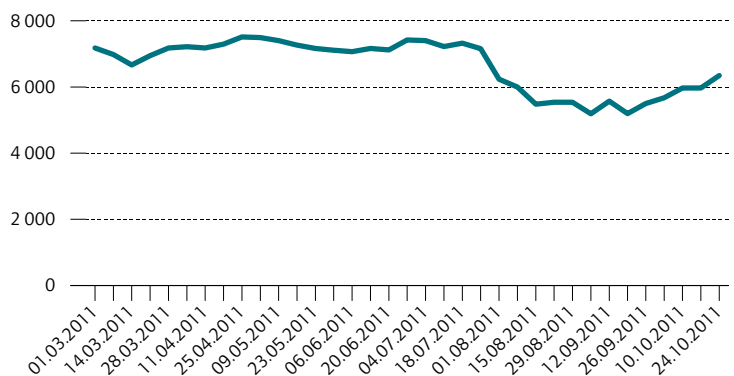
Commerzbank



Deutsche Bank



Verlauf des DAX



Quelle: finance.yahoo.com.

© DIW Berlin 2011

Unsicherheit über die Werthaltigkeit bei Staatsanleihen drückt auf die Kurse.

⁹ www.bundesfinanzministerium.de/nn_54192/DE/BMF_Startseite/Aktuelles/BMF_Schreiben/Internationales_Steuerrecht/Staatenbezogene_Informationen/Schweiz/016.html?__nnn=true

gen.¹⁰ Die Aktivitäten der Finanzinstitute müssen noch weitaus stärker als bisher beschränkt und zentral von einer effektiven europäischen Finanzaufsicht kontrolliert werden. Die kurze Geschichte der European Banking Authority (EBA) deutet bereits darauf hin, dass vom Nebeneinander von übergreifenden und nationalen Aufsichten eher Kompetenzgerangel als Koordination und Kooperation zu erwarten ist.¹¹ So konnten sich wohl beim Stresstest im Sommer 2011 die BaFin und die EBA lange Zeit weder über die Stressszenarien noch über die Höhe der zu testenden Kernkapitalquote einigen.¹² Wenn, wie jetzt im Fall Griechenlands, Leichtfertigkeit beim Eingehen von Risiken nicht durch Einforderung der unmittelbaren und vollständigen Haftung bekämpft werden kann, bleibt als Alternative nur, den „Moral Hazard“ über Regulierung, also Gebote, Verbote und effektive Kontrollen einzudämmen.

Regulierung und Kontrolle von unterstützten Staaten

Eine Rückführung der Verschuldungsquote auf ein beherrschbares Ausmaß erfordert bei ausgeglichenem Haushalt vor Zinszahlungen zwingend ein nominales Wachstum, das den durchschnittlichen Zinssatz der Staatsschuld nicht unterschreitet. Die Bilanz zwischen Neuverschuldung und Wachstum muss daher unter Kontrolle gehalten werden. Das Mandat für eine solche zentrale Kontrolle der griechischen Staatsverschuldung sollte für die Dauer der Hilfestellung eine gemeinsame Instanz der Eurostaaten erhalten. Diese muss mit dem Recht ausgestattet sein, in den nationalen Haushalt einzugreifen. Zum Beispiel könnte eine zentrale Wirtschaftsregierung oder ein gemeinsames Finanzministerium diese Aufgabe übernehmen.

Fazit

Mit den Beschlüssen von Brüssel wurde ein Weg zur Entlastung Griechenlands beschritten, der am Ende eine Kombination aus Schuldennachlass und Schuldenstreckung vorsieht. Durch die Brüsseler Beschlüsse ist auch das Übergreifen der Unsicherheit über die Entwicklung in der Eurokrise auf die Realwirtschaft eingegrenzt worden. Der Zeitraum, in dem die Sanierung Griechenlands gelingen kann, muss jedoch auch bei relativ optimistischen Annahmen zu Wachstum

und Haushaltsdisziplin auf mehr als ein Jahrzehnt geschätzt werden. In dieser Zeit bedarf Griechenland voraussichtlich der andauernden Hilfestellung der anderen Eurostaaten.

Mit den Beschlüssen ist eine gute Grundlage gelegt worden, die in den nächsten Monaten den Wirtschaftsakteuren eine bessere Planungssicherheit geben können, wenn nicht die Unsicherheit über den Ausgang einer Volksabstimmung in Griechenland neue, kaum noch beherrschbare Probleme schafft.

Es ist nun wichtig, dass die europäischen Politiker nicht die Nerven verlieren und die EU sehr rasch mit dem Bankenverband IIF über die Ausgestaltung des Forderungsverzichts durch Anleihtausch im Detail verhandelt und eine Einigung findet. Wünschenswert ist nicht nur ein Tausch der Anleihen, der den Nominalbetrag halbiert, sondern auch eine möglichst lange Laufzeit mit möglichst niedrigem Zinssatz, also eine möglichst lange Schuldenstreckung, um die Belastungen der griechischen Volkswirtschaft zu minimieren.

Besonders kritisch ist die Finanzierung des Rettungsschirms: Um Zweitrundeneffekte und ein Übergreifen auf andere Länder abzuwehren, muss ausreichend Kapital von privaten Investoren angezogen werden. Dabei stehen finanzielle Anreize für Investoren und die Haltbarkeit des Rettungsschirms im Widerstreit miteinander. Die alternative Flankierung des Rettungsschirms durch die EZB ist sehr kritisch zu beurteilen, da die Unabhängigkeit der Notenbank dadurch weiter in Mitleidenschaft gezogen würde. Notfalls sollten die Euroländer erneut eine Aufstockung des EFSF-Kreditvolumens vor die nationalen Parlamente bringen.

Letztlich reicht die Schuldenreduzierung für Griechenland allein nicht aus. Das Land muss den ihm nun zugestandenen höheren finanziellen Spielraum konsequent nutzen, um durch strukturelle Reformen allmählich wirtschaftlich wieder auf die Beine zu kommen. Wirtschaftliche Impulse können zum Beispiel von der Einrichtung von Modellregionen ausgehen. Die Privatisierung von Staatsunternehmen muss fortgesetzt werden. Um aber Notverkäufe unter Zeitdruck zu vermeiden, ist dabei auch eine Restrukturierung durch die EFSF oder durch andere Gläubiger ins Auge zu fassen. Dringlich sind auch Reformen im administrativen Bereich, insbesondere in der Finanzverwaltung. Erhöhte Einnahmen könnten unter anderem durch eine Abschlagsteuer auf griechische Auslandsvermögen erzielt werden.

Zur Vermeidung künftiger Krisen sind auch auf europäischer Ebene Reformen notwendig. Dazu zählt eine striktere Bankenaufsicht. Falls Mitgliedsländer wieder-

¹⁰ Binder, S., Schäfer, D. (2011): Banken werden immer größer. DIW Wochenbericht 32/2011, 3–9.

¹¹ Anekdotische Evidenz dazu findet sich z.B. in www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/0,1518,783462,00.html

¹² Siehe dazu auch die Financial Times (2011): German regulator attacks EBA stress tests. Meldung vom 6. Juni. www.ft.com/cms/s/0/a95bcf4e-9047-11e0-85a0-00144feab49a.html#axzz1cGhKH3y oder http://wirtschaft.tonline.de/bafin-kritisiert-stresstest-und-eu-behoerde-scharf/id_47003140/index

holt von gemeinsamen Zielen – etwa der Einhaltung der Defizitgrenze – abweichen, ist während einer notwendigen Anpassungsphase die Möglichkeit vorübergehender Eingriffe in nationale Haushalte ins Auge zu fassen. Dies stärkt die Anreize für die Euroländer, von vornherein solide wirtschaftspolitische Maßnahmen umzusetzen.

Ferdinand Fichtner ist Leiter der Abteilung Konjunkturpolitik | ffichtner@diw.de

Simon Junker ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Konjunkturpolitik | sjunker@diw.de

Dorothea Schäfer ist Forschungsdirektorin Finanzmärkte, Abteilung Makroökonomie | dschaefer@diw.de

JEL: F34, G21, G38

Keywords: Eurozone debt crises, European Financial Stability Fund, restructuring, Greece



DIW Berlin – Deutsches Institut
für Wirtschaftsforschung e.V.
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin
T +49 30 897 89 -0
F +49 30 897 89 -200
www.diw.de
78. Jahrgang

Herausgeber

Prof. Dr. Pio Baake
Prof. Dr. Tilman Brück
Prof. Dr. Christian Dreger
Dr. Ferdinand Fichtner
PD Dr. Joachim R. Frick
Prof. Dr. Martin Gornig
Prof. Dr. Peter Haan
Prof. Dr. Claudia Kemfert
Karsten Neuhoff, Ph.D.
Prof. Dr. Jürgen Schupp
Prof. Dr. C. Katharina Spieß
Prof. Dr. Gert G. Wagner
Prof. Georg Weizsäcker, Ph.D.

Chefredaktion

Dr. Kurt Geppert
Sabine Fiedler

Redaktion

Renate Bogdanovic
PD Dr. Elke Holst
Dr. Wolf-Peter Schill

Lektorat

Prof. Dr. Gert G. Wagner

Pressestelle

Renate Bogdanovic
Tel. +49-30-89789-249
presse@diw.de

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice
Postfach 7477649
Offenburg
leserservice@diw.de
Tel. 01805 - 19 88 88, 14 Cent./min.
ISSN 0012-1304

Gestaltung

Edenspiekermann

Satz

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –
auch auszugsweise – nur mit Quellen-
angabe und unter Zusendung eines
Belegexemplars an die Stabsabteilung
Kommunikation des DIW Berlin
(kundenservice@diw.de) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.