

Ansgar Belke

Euro-Gipfel – Schuldenschnitt und Risikopuffer

Die Regierungen der Eurozone haben sich am 27. Oktober 2011 auf ein Paket zur Eindämmung der EU-Schuldenkrise geeinigt. Der europäische Rettungsschirm soll durch Hebelwirkung ein größeres Ausleihenvolumen erhalten, die Banken ihre Eigenkapitalquote erhöhen und einen Forderungsverzicht leisten. Vor allem kommt es aber darauf an, dass die hochverschuldeten Länder ihre Wettbewerbsfähigkeit zurückerlangen und Italien endlich sein politisches Governance-Problem löst.

Am 27. Oktober 2011 haben sich die Mitgliedsländer der Eurozone in Brüssel auf ein Paket zur Eindämmung der Euro-Schuldenkrise geeinigt. Immerhin passiert nun etwas – mag man konstatieren – und die Privaten werden – aus Wählersicht endlich – auch beteiligt.¹

Die Banken und Versicherungen verzichten gemäß der Zusage des internationalen Bankenverbandes IIF auf 50% ihrer Forderungen an Griechenland, was 100 Mrd. Euro entspricht. Die öffentlichen Gläubiger, darunter auch die Europäische Zentralbank, nehmen nicht an dem Schuldenerlass teil. Berücksichtigt man, dass zwei Drittel der griechischen Staatsschulden von Privaten gehalten werden, wurde der Schuldenschnitt also auf 30% der Gesamtschuld begrenzt. Vollzogen werden soll der Schuldenschnitt mit einem Anleihetausch voraussichtlich im Januar 2012. Dann sollen griechische Bonds gegen neue Anleihen mit einem um die Hälfte reduzierten Nennwert nach dem Vorbild der so genannten Brady-Bonds eingetauscht werden.² Diese sind mit einer Garantieverzinsung ausgestattet.

1 Für eine umfassende Darstellung der Gipfel-Beschlüsse vgl. beispielsweise http://www.bundesfinanzministerium.de/nn_54/DE/Wirtschaft__und__Verwaltung/Europa/20111028__Schlussfolgerungen-EU-Rat.html.

2 Vgl. A. Belke: „EU Governance“ und Staateninsolvenz: Optionen jenseits der Kommissionsvorschläge, erscheint in: *Ordo – Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft*, 2011; und D. Gros, T. Mayer: *How to deal with sovereign default in Europe: Create the European Monetary Fund now!*, CEPS Policy Brief, Centre for European Policy Studies, Brüssel, 17.5.2010.

Der Euro-Rettungsfonds (EFSF) sichert diese Umstrukturierung mit 30 Mrd. Euro ab, indem er eine Teil-Garantie für die neuen Bonds abgeben wird.

Die Staats- und Regierungschefs der Eurozone beschlossen außerdem, Griechenland bis 2014 zu strikten Bedingungen (Konditionalität) zusätzliche Hilfskredite in Höhe von 100 Mrd. Euro zu gewähren.³ Ein externes Team von Inspektoren soll für ein „permanent watch of success“ sorgen. Die Projektion dabei ist, dass private Gläubiger und staatliche Geldgeber es Griechenland auf diese Weise gemeinsam ermöglichen, seine Gesamtverschuldung von derzeit 165% auf 120% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) 2020 zu verringern.

Rekapitalisierung der Finanzinstitute

Die EU-Staats- und Regierungschefs verpflichteten auf ihrem Gipfel die Banken, ihre Kernkapitalquote vorübergehend bis Mitte 2012 auf 9% zu erhöhen. Europas Großbanken müssen nach vorläufigen Berechnungen der europäischen Bankenaufsicht EBA (European Banking Authority) ihr Eigenkapital um 106 Mrd. Euro aufstocken, um sich gegen die Ansteckungseffekte der Euro-Schuldenkrise zu rüsten. Dabei geht es um hartes Kernkapital wie Aktien und Gewinnrücklagen, das in Krisenzeiten durchweg sofort und ohne Bedingungen verfügbar ist. Bis zum Erreichen der höheren Quote müssen die Banken Dividenden und Boni einbehalten – eine bittere Pille für sie. Die rund 60 größten Banken der Eurozone sollen durch die strengeren Anforderungen für den Schuldenschnitt Griechenlands gewappnet werden.⁴

Die Bankenaufsicht möchte mit der Rekapitalisierung der Finanzinstitute verhindern, dass die Schuldenkrise eine neue Bankenkrise auslöst („exercise in fighting contagion“)

3 Vgl. A. Belke, C. Dreger: *Das zweite Rettungspaket für Griechenland*, in: *Wirtschaftsdienst*, 91. Jg. (2011), H. 9, S. 601-607.

4 Siehe <http://www.eba.europa.eu/News--Communications/Year/2011/The-EBA-details-the-EU-measures-to-restore-confidence.aspx>.

Prof. Dr. Ansgar Belke ist Inhaber des Lehrstuhls für Makroökonomik an der Universität Duisburg-Essen, Forschungsdirektor am DIW Berlin und Mitglied des „Monetary Experts Panels“ im Europa-Parlament.

und am Ende die Realwirtschaft einbricht, weil die Kreditversorgung zu knapp wird. Denn für viele Geschäftsbanken zieht der beschlossene Schuldenschnitt weitere Abschreibungen in Millionenhöhe nach sich. Die Stärkung der Geschäftsbanken leistet in der gegenwärtigen Krise einen Beitrag für mehr Stabilität und den Gewinn von Vertrauen. Der Aufbau der Kapitalpuffer wird es den Banken erlauben, eine Reihe von Schocks zu kompensieren.

Die Kreditinstitute mussten in einem EBA-Blitztest den Marktwert ihrer Bestände offenlegen und ansetzen.⁵ Nicht ganz unerwartet verzeichnen die griechischen Banken mit 30 Mrd. Euro die größte Unterdeckung. Denn sie halten etwa die Hälfte der gut 200 Mrd. Euro ausstehender griechischer Staatsanleihen, deren Kurse in der Schuldenkrise massiv einbrachen. Die fünf geprüften spanischen Geschäftsbanken benötigen 26 Mrd. Euro. Italiens Banken müssen sich mit knapp 15 Mrd. Euro rüsten. Die französischen Institute benötigen knapp 9 Mrd. Euro. Die dreizehn beteiligten deutschen Banken werden aufgefordert, ihr Eigenkapital um 5,2 Mrd. Euro aufzustocken. Es ist daher absehbar, dass sie weitgehend ohne Staatshilfe auskommen werden.⁶ Auf das Geld der Steuerzahler soll nach Aussage der Gipfelteilnehmer nur dann zurückgegriffen werden, wenn sich die Geschäftsbanken das zusätzliche Kapital nicht selbst beschaffen können. Nur wenn Euro-Regierungen keine Hilfe leisten können, da ihre eigene Kreditwürdigkeit dadurch in Gefahr geriete, würde der Euro-Rettungsfonds für sie EFSF-Kredite bereitstellen.

Die EU-Länder hatten eigentlich beabsichtigt, bei dieser Rettung anders als in der Bankenkrise von 2008 nicht national und unkoordiniert vorzugehen und Wettbewerbsverzerrung zu vermeiden. Jedoch kam es (noch) nicht zu der von EU-Kommissionspräsident Barroso favorisierten und verkündeten europäischen Lösung für alle 27 Mitgliedstaaten. Wie aus der Erklärung des EU-Gipfels hervorgeht, sollen die Kommission, die EBA, die Europäische Zentralbank und die Europäische Investitionsbank nunmehr die Potenziale für ein europäisches Instrument für Garantien oder Kapitalspritzen weiter ausloten.

5 Die EBA verwendete vorläufige Daten auf Grundlage der Bankbilanzen von Ende Juni 2011. Diese sollen im November 2011 noch einmal auf der Basis von Bankenangaben per Ende September aktualisiert werden. Bis zum Jahresende müssen die Institute einen detaillierten Plan über die Kapitalaufstockung vorlegen. Siehe <http://www.eba.europa.eu/>.

6 Im Einzelnen nennt die EBA die folgenden Details: Die Banken müssen mit insgesamt 106,45 Mrd. Euro rekapitalisiert werden. Die größten Beträge benötigen mit 30 Mrd. Euro griechische Banken sowie mit 26,16 Mrd. Euro spanische Finanzinstitute, mit 14,77 Mrd. Euro Banken in Italien und mit 8,84 der französische Finanzsektor. Deutsche Banken brauchen frisches Kernkapital in Höhe von 5,18 Mrd. Euro. Siehe <http://www.eba.europa.eu/>.

Hebelung der EFSF

Die Staats- und Regierungschefs der Euro-Staaten einigten sich darauf, im Kampf gegen die Schuldenkrise die vorhandenen Mittel des Rettungsschirms EFSF wirksamer einzusetzen. Bisher funktionierte die EFSF folgendermaßen: Der Rettungsfonds kann bis zur Höhe von 440 Mrd. Euro Anleihen ausgeben und Kredite gewähren, die von den 17 Eurostaaten garantiert werden. Diese Obergrenze der Garantien – für Deutschland beläuft sie sich auf 211 Mrd. Euro – wird durch den aktuellen Gipfel nicht erhöht. Von den bis zum gegenwärtigen Zeitpunkt verfügbaren 440 Mrd. Euro sind 26 Mrd. Euro Portugal und 22,5 Mrd. Euro Irland zugedacht, die beide unter dem „Schirm“ stehen. Weitere Anteile des effektiven EFSF-Kreditvolumens werden vor allem für das zweite Griechenland-Rettungspaket in Anspruch genommen. Nach allen Abzügen verbleiben noch 250 Mrd. Euro, die der EFSF bislang noch keiner spezifischen Verwendung gewidmet hat.

Durch eine Hebelung soll nach Angabe der Staats- und Regierungschefs erreicht werden, dass von diesen 250 Mrd. letztlich gut 1 Billion Euro in die Bekämpfung der Schuldenkrise fließt. Die Hebelwirkung soll zum einen durch folgendes Modell zustande kommen: die EFSF übernimmt das Risiko eines Zahlungsausfalls für Schuldtitel gefährdeter Eurostaaten nur teilweise. Mit dieser Lösung hat sich Deutschland gegen Frankreich durchgesetzt, das ursprünglich eine Banklizenz für den EFSF gefordert hatte.⁷ Zum anderen kann eine Zweckgesellschaft gegründet werden („Special Purpose Vehicle“), die Anleihen eines Eurolandes bei der Erstaussgabe oder an den Börsen kauft. Investoren, die hier einzahlen, sollen zwischen mehreren Risikoklassen mit unterschiedlichen Renditechancen wählen können.

In der ersten möglichen Variante wird dem Rettungsschirm gleichsam die Funktion einer Versicherung angetragen. Die EFSF übernimmt einen Teil des Ausfallrisikos, wenn ein privater Investor Euroländern Staatsanleihen abkauft. Fällt die Rückzahlung der Anleihe aus, springt am Ende die EFSF ein. Allerdings deckt sie nur einen Teil der investierten Summe – zum Beispiel 25%, was dem oben angesprochenen Hebel von vier entsprechen würde.⁸

In der zweiten Variante ist vorgesehen, dass die Zweckgesellschaft offen für ausländische Investitionen ist. Die Euro-Mitgliedsländer erhoffen sich dabei besonders Investitions-

7 Für das Konzept einer Banklizenz für die EFSF vgl. ausführlich D. Gros, T. Mayer: Refinancing the EFSF via the ECB, CEPS Commentaries, Centre for European Policy Studies, Brüssel, 18.8.2011.

8 Genauer gesagt gibt die EFSF dem betroffenen Land Kredit für die Versicherung, das mit dem Versicherungskredit EFSF-Anleihen kauft, die etwa 25% der eigenen Anleihe bei Verlust garantieren. Vgl. Financial Times Deutschland: Merkel sichert sich größtmögliche Koalition – Union, FDP, SPD und Grüne unterstützen geplante EFSF-Hebel, 2011. Dieser Kredit ist im Verlustfall wohl bevorrechtigt.

mittel aus China. Letztlich sollen auch in diesem Fall vorhandene begrenzte Mittel einen Anreiz bieten, viel größere Beträge anderer Investoren in die Finanzierung hoch verschuldeter Eurostaaten zu lenken.

Weitere Ergebnisse des Gipfels

Unabhängig von Rettungsfonds und Schuldenerlass für Griechenland ist es das Ziel der Euro-Mitgliedstaaten, eine weitere Intensivierung und Ausbreitung der Schuldenkrise zu verhindern und Marktvertrauen zurück zu erlangen. Deshalb sind in den Krisenstaaten der Währungsunion Sparprogramme erforderlich. Größtes Problem ist derzeit Italien mit einem Schuldenberg von 1,9 Billionen Euro. Rating-Agenturen misstrauen den Anstrengungen der Regierung von Ministerpräsident Silvio Berlusconi.

Die Staats- und Regierungschefs übten deshalb schon vor dem Gipfel Druck auf Berlusconi aus und forderten ihn nachdrücklich zu einem Sparprogramm für Italien auf. Nach eigenem Bekunden will er dieser Forderung tatsächlich nachkommen und legte auf dem Gipfel ein Programm vor, das vier wesentliche Punkte umfasst. Bis Mitte 2012 soll eine Schuldenbremse in der Verfassung verankert werden. Bis 2013 wird ein Haushaltsausgleich angestrebt, was den Schuldenstand bis 2014 von 120% des Bruttoinlandsprodukts auf 113% sinken lassen wird. Zudem wird angestrebt, das Renteneintrittsalter bis zum Jahr 2026 auf 67 Jahre anzuheben. Schließlich soll die Wettbewerbsfähigkeit der italienischen Wirtschaft dadurch gestärkt werden, dass in einigen Branchen Mindestlöhne außer Kraft gesetzt werden.

Erhofft worden war ein Befreiungsschlag gegen die Schuldenkrise.⁹ Die Glaubwürdigkeit der kurzfristig orientierten Maßnahmen und ihre Wirkung auf das Vertrauen der Märkte hängt aber entscheidend von der Glaubwürdigkeit der von den Märkten antizipierten langfristigen Maßnahmen ab.

Was ist zu tun?

Geboten ist, langfristig die Sanktionsfunktion der Marktzinsen uneingeschränkt wiederherzustellen. Zudem müssen die Anreize für die Akteure wieder so gesetzt werden, dass sie sich eine wesentliche Lektion aus der Währungsgeschichte in Erinnerung rufen. Das Verschuldungspotenzial von Staaten innerhalb einer Währungsunion ist kleiner als außerhalb, da ihnen in diesem Fall der direkte Zugriff zur Notenpresse fehlt. Die Gipfelbeschlüsse haben nicht ergeben, dass die EZB ihrer Rolle als Käufer von Staatsanleihen verlassen darf.

9 Für die folgenden Ausführungen vgl. A. Belke: Schlüssel zu stabilem Euro liegt in Italien, Handelsblatt Online vom 29.10.2011, <http://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/schlüssel-zu-stabilem-euro-liegt-in-italien/5767146.html?p5767146=all>.

Im Gegenteil, die Konstellation des Rettungspaketes verlässt sich geradezu auf diese Rolle.¹⁰ Gleichzeitig fehlen nach wie vor zentrale Elemente wie eine stabilitätsorientierte, verbindlich festgelegte strikte zentrale Fiskalordnung in Gestalt eines möglichst starken Stabilitäts- und Wachstumspaketes, der z.B. über Verschuldungsobergrenzen, die mit Pfändern etc. materiell glaubwürdig abgesichert sind, verfügt.

Es besteht die Gefahr, dass statt vertrauensbildender wirtschaftspolitischer Maßnahmen in wenigen Monaten eine Regelung verabschiedet wird, die aus dem ESM eine permanente Einrichtung macht. Ohne eine langfristige stabilitätsorientierte Fiskalordnung wäre dies fatal für die Stabilität des Euroraums. Deutschland sollte seine Zustimmung zum ESM davon abhängig machen, dass vorab bindend eine strikte zentrale Fiskalordnung festgelegt wird.

Insgesamt gesehen ist das beschlossene Paket ein wichtiger Schritt in die richtige Richtung, aber es lässt einen Rahmen vermissen, der den Euro wieder auf einen nachhaltigen Pfad setzt. Die Konzeption dieses Rahmens muss jetzt unmittelbar folgen, weil ansonsten die Wirkungen der kurzfristigen Maßnahmen verpuffen werden. Außer einer mit aller Härte durchzusetzenden, zur Not auf die Verhandlungsmacht der Garantorenländer setzenden, stabilitätsorientierten Verschuldungsordnung zählen hierzu die Schaffung einer wahrhaft europäischen Bankenaufsicht und einer „resolution authority“ sowie die Umsetzung weiterer massiver Strukturreformen, die letztlich von der Durchsetzungsfähigkeit der nationalen Politiker abhängt.¹¹ Nur stabilitätsorientierte Länder qualifizieren sich auf Dauer für die Mitgliedschaft in der Eurozone.

Hinsichtlich der „Euro Area Governance“ liefert das Abschlussdokument wichtige Verbesserungen. Der Sixpack und das Europäische Semester, wenngleich noch recht zahnlos und eher eine Lösung für die „übernächste Krise“, werden richtigerweise in das Zentrum der „Ex-ante-surveillance“ gestellt. Beide könnten den Nukleus für die dringend notwendige europäische Schuldenordnung darstellen. Eine beiläufige Verbesserung stellt dar, dass der „Eurogroup Working Group Chair“ ein permanenter „Council Official“ wird, dass die Berichte klarer werden sollen und dass der „Head of the Euro Summit“ sich nunmehr monatlich mit dem Präsidenten der EU-Kommission und der Eurogruppe treffen und austauschen wird.¹²

10 Auch der neue EZB-Präsident Mario Draghi deutete an, dass die EZB die unkonventionelle Geldpolitik fortsetzen werde – ohne allerdings explizit die Staatsanleihekäufe zu nennen.

11 Vgl. beispielsweise G. B. Wolff: A glass half full, Comment, Bruegel, Brüssel, 27.10.2011.

12 Vgl. A. Belke: Wie stabil ist der Euro? 10 Schritte zum harten Euro mit Euro-Plus-Pakt und Europäischem Semester, präsentiert auf der Internationalen Konferenz „Europäische Wirtschaftsregierung“, EC-SA Austria, Universitäten Innsbruck, Salzburg und Wien, Salzburg, 20./21.10.2011.

Reicht das Paket für die Rettung Griechenlands?

Reicht das neue Rettungspaket für Griechenland, um das Land zu retten? Die Debatte hat sich letztlich durch den Gipfel in die richtige Richtung bewegt.¹³ Die Wachstumsannahmen und die erwarteten Privatisierungserlöse sind gerade im Vergleich zu Irland, dem zu Recht ein Verlassen des Schirms bereits 2013 in Aussicht gestellt wird, gesenkt und damit viel realistischer geworden. Hier hat die Griechenland-Mission der Troika hervorragende Arbeit geleistet. Griechenland wird aber aufgrund seiner anhaltend schlechten institutionellen Performance (Korruption etc.), seiner demografischen Struktur – das Land altert schneller als die Euro-Partnerländer – und des langwierigen Prozesses der Umstrukturierung seiner Volkswirtschaft in Richtung auf mehr Wettbewerbsfähigkeit noch mehr Wachstumsschwierigkeiten bekommen als bislang angenommen.

Die von der Troika vorgelegten aktuellen Zahlen zum Refinanzierungsbedarf Griechenlands legen nahe, dass auch der IWF noch länger signifikante Summen finanzieren muss. So scheinen selbst die nach unten korrigierten Wachstumswerte für Griechenland immer noch zu optimistisch, sodass der Schuldenschnitt von 50% die Rückkehr Griechenlands zu einem Schulden-BIP-Verhältnis von 120% auch bis 2020 nicht garantiert. Griechenlands Schuldenlast dürfte 2012 auf eine Staatsverschuldung von rund 170% der Wirtschaftsleistung anwachsen, das ist Rekord in Europa. Als tragfähig wird ein Wert von 120% angenommen – bei einer funktionierenden Regierung.

Insofern wäre ein Schuldenschnitt von 60% möglicherweise angemessener gewesen. Trotzdem kann auch die jetzt gewählte Lösung tragfähig sein. Es sei denn, die Leidensfähigkeit desjenigen Teils der griechischen Bevölkerung, den die Austeritätspolitik hauptsächlich betrifft, ist bald aufgebraucht. Die anvisierte Schuldenreduktion ist also nur eine notwendige, keinesfalls aber eine hinreichende Bedingung dafür, Griechenland zurück auf einen nachhaltigen Pfad zu bringen. Die strukturellen Herausforderungen für das Wachstum und die Herstellung der fiskalpolitischen Nachhaltigkeit sind ganz anders als im Falle Irlands auch nach dem Gipfel immens. Deshalb ist es zu begrüßen, dass dauerhaft Personal von außen Griechenland bei den Reformschritten unterstützt.

¹³ Dieses Resultat ergibt sich nach einem Abgleich mit den von A. Belke: Schuldenkrise – 10 Schritte für einen harten Euro, Handelsblatt Online vom 30.9.2011, <http://www.handelsblatt.com/politik/international/10-schritte-zum-harten-euro/4676130.html?p4676130=all>, skizzierten zehn Schritte für einen harten Euro.

Was bedeutet der Schuldenschnitt für die Banken – können die Institute das schultern?

Geeignet zur Abfederung erscheint die Bankenrekapitalisierung, die beschlossen wurde. Der Gipfel hat seine Hausaufgaben in diesem Bereich gut erledigt, indem die Banken ihr „Tier 1“-Kapital ab Juni 2012 (warum nicht schon viel eher, die Gefahr eines Credit Crunch droht viel schneller) auf 9% erhöhen müssen und dass ihr Zugang zu kurzfristiger Finanzierung in koordinierter Weise verbessert werden soll. Unklar zum gegenwärtigen Zeitpunkt sind der Charakter und die Effizienz dieser Koordinierung.¹⁴ Der prognostizierte Bedarf von 106 Mrd. Euro dürfte bei näherer Betrachtung wohl eher am unteren Rande des tatsächlichen Wertes liegen.

Die deutschen Banken müssen sich knapp 5,2 Mrd. Euro beschaffen, was insgesamt möglich erscheint. Denn dies ist anreizkonform durch Finanzinjektionen der Eigentümer oder durch Investitionen des Privatsektors möglich. Positiv ist auch, dass entsprechend dem Subsidiaritätsprinzip die nationalen Regierungen und als letzte Instanz auch der EFSF einspringen sollen. In den letzten Wochen schienen die Kapitalmärkte ein „Doomsday“-Szenario nicht mehr auszuschließen, in dem die Volkswirtschaften abrupt in eine Rezession fallen, da der Interbankenmarkt zusammenbricht. Die Anhebung der Eigenkapitalquote ist ein wichtiger Schritt in Richtung auf eine Entkoppelung der Performance der Banken des Euroraums vom Schicksal ihrer Volkswirtschaften.

Um etwas Wasser in den Wein zu gießen: bei der Schätzung des Kapitalbedarfs französischer Banken sind die Akteure überraschend (zu) optimistisch. Zudem gibt es keine Aussagen zu einer Zwangskapitalisierung und Teilverstaatlichung von Banken, die nicht genug Eigenkapital am Markt aufbringen können, um den härteren Vorgaben entsprechen zu können. Eine zwangsweise Rekapitalisierung gefährdeter Banken könnte den Rettungsfonds für hochverschuldete Euroländer letztlich sogar ersetzen. Hierdurch könnten die „schlechten“ von den „guten“ Banken getrennt werden. Der Markt würde seine Selektionsfunktion wieder übernehmen können. Für die Steuerzahler wäre das günstiger.

Negativ ist auch, dass der Stresstest, der den Rekapitalisierungen zugrunde liegt, sehr breit angelegt ist und nicht alle potenziellen Risiken der Banken berücksichtigt. Die Gipfelteilnehmer betonen zu Recht, dass die Bilanzen der Banken durch Kapitalaufnahme und nicht durch Verzicht auf Ausleihungen gestärkt werden sollen. Aber welche Handhabe haben die Regierungen eigentlich, um einen

¹⁴ Vgl. beispielsweise G. B. Wolff, a.a.O.

Credit Crunch zu vermeiden? Falls die nationalen Bankenaufsichten entsprechenden Druck ausüben, besteht das Risiko, dass Banken ihre grenzüberschreitenden Aktivitäten einschränken. Eine Fragmentierung der Bankenaktivität und ein Rückzug hinter die nationalen Grenzen wären die Folge. Im Sinne eines funktionierenden Binnenmarktes ist dies unbedingt zu verhindern.¹⁵

Wie sind die Risiken für die EZB bei dem geplanten Schuldenschnitt einzuschätzen?

Es steht kurzfristig weniger zu befürchten, dass sich durch den deutlich erhöhten Griechenland-Haircut bestehende Ansteckungseffekte verstärken bzw. neue ausgelöst werden, da die flankierenden Maßnahmen wie die Bankenstützung und Rekapitalisierung dies durchaus verhindern können. Im Übrigen sicherte sich die EZB schon beim Gipfel vom 21. Juli vollständig durch die EFSF und damit über den Steuerzahler ab. Sie ging damals schon mit „Null-Verlust“ aus den Verhandlungen heraus. So scheint es auch dieses Mal zu sein, wenn man das gesamte Maßnahmenpaket analysiert. Auch gab es keine Bank-Lizenz für die EFSF. Schließlich war die Einigung mit den Banken „freiwillig“. Entsprechend können griechische Anleihen weiterhin als „Collateral“ bei den Refinanzierungsgeschäften der EZB genutzt werden, obwohl materiell Verlustrisiken mit den Griechen-Anleihen verbunden sind.

Ein immer größer werdendes mittel- bis langfristiges Risiko ergibt sich für die Notenbank allerdings dadurch, dass sie auch nach dem Gipfel als Lender of last resort agiert, da die EFSF-Hebelung nicht zuverlässig funktionieren wird. Ihre finanzielle und politische Unabhängigkeit wird nicht wieder hergestellt und es wird immer deutlicher, dass die Schuldenproblematik durch einen Verzicht auf ein Deleveraging und durch Inflationsraten von mindestens 4% (die als Inflationssteuer ebenfalls den Steuerzahler treffen) „gelöst“ werden dürfte. Käufe toxischer Staatsanleihen dürften zudem ein „Fiscal Backing“ notwendig machen, das die Unabhängigkeit der EZB als wichtigsten Pfeiler der Stabilität der Eurozone weiter zerstören wird. Auch muss die EZB letztlich die EFSF refinanzieren. Langfristig erweist sich die Gipfelloserung als Monetisierung der Staatsschuld durch die Notenpresse. Dies zeigt das Dilemma auf, in dem sich die Eurozone mittlerweile befindet.

Varianten einer Hebelung der EFSF und Kritik

Über die Hebelwirkung kann die EFSF über eine Billion Euro für angeschlagene Eurostaaten mobilisieren. Lassen sich dadurch die Risiken auf dem europäischen Markt reduzieren? Das Vorbild für die „Hebel-Idee“ bei der EFSF ist das

Vorgehen des US-Finanzministeriums und der US-Notenbank Fed während der Finanzkrise 2008. Die Fed hatte ein Kreditprogramm mit einem Volumen von 200 Mrd. US-\$ aufgelegt, die das Finanzministerium mit nur 20 Mrd. US-\$ garantierte. Bei einem langen Hebel steigt das Risiko eines Ausfalls und gerade dies hatte die Finanzkrise verursacht. Die Eurostaaten bedienen sich mit den Hebel-Modellen einer Finanz-Alchemie, die sie eigentlich verbannen wollten. Es ist erstaunlich, dass die Euro-Regierungen genau das, was sie den Finanzinstituten immer vorwerfen, nun selbst machen wollen: Zweckgesellschaften gründen und Kreditausfallversicherungen fördern.

Der Vorteil der Hebelung ist, dass die EFSF nicht selbst in Anleihen investieren muss. Durch eine Absicherung von Investoren kann der Anleihemarkt wieder an Schwung gewinnen. Die Zinsen für die Staatsanleihen in den hochverschuldeten Ländern sinken. Gerade bei Italien oder Spanien könnte das Rettungspaket erfolgreich sein, da beide Länder grundsätzlich zahlungsfähig sind. Sie könnten sich wieder Luft verschaffen. Doch trotz des Hebels müssten ihre Regierungen die Finanzen und im Falle Italiens vor allem die Governance-Strukturen bezüglich Korruption, Qualität des Regierungshandelns und der „Rules of law“ in Ordnung bringen, um das Vertrauen der Investoren wiederzugewinnen. Mit der Versicherungslösung könnten sie hierfür lediglich etwas Zeit kaufen.

Nachteil ist, dass das Verlustrisiko trotz gleich bleibenden Haftungsanteils durch die Hebelwirkung für die haftenden Länder steigt. Die Hebelung dient letztlich dem Zweck, mit dem bestehenden Kapital- und Bürgschaftsrahmen ein Mehrfaches an Nominalvolumen absichern zu können. Damit geht aber auch einher, dass das Risiko für die Garantiegeber vervielfacht wird. Die abgegebenen Garantien decken nicht im gleichen Umfang Kredite an oder Anleihen von Problemstaaten ab, sondern ausschließlich die erwarteten Verluste aus Kreditgewährungen Dritter an die Risikoländer.

Das wiederum würde den Risikogehalt der jüngst im Bundestag abgestimmten erhöhten deutschen Beteiligung am EFSF massiv erhöhen und kann letztlich die Bonität Deutschlands und die Feuerkraft sowie Existenz der EFSF insgesamt gefährden. Dies kann zu einem Kaskadeneffekt führen: je mehr die EFSF ausgedehnt wird, desto größer ist das Risiko für die Länder, die die EFSF garantieren.¹⁶ Die auf den ersten Blick so charmante und harmlos verklausu-

¹⁵ Ebenda.

¹⁶ Vgl. A. Belke: Change of guard from Trichet to Draghi – Watch or not to watch money under political constraints, Briefing Paper prepared for the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament for the quarterly dialogue with the President of the European Central Bank, Brüssel, September 2011.

lierte Idee der EFSF-Hebelung läuft damit den Interessen Deutschlands und der Stabilisierung der Eurozone zuwider.

Die EFSF als Bad Bank für riskante Anleihen

Die EFSF wird durch die Beschlüsse zu einem Endlager für riskante Anleihen. Während private Investoren bei einer möglichen Staatspleite einen Teil ihres Geldes zurück erhalten, werden die Bürger zur Kasse gebeten. Die Gefahr dabei ist, dass die Anleihen hoch verschuldeter Staaten durch die EFSF-Absicherung attraktiver werden. Das hilft kurzfristig. Auf lange Sicht weckt es Begehrlichkeiten. Die überschuldeten Eurostaaten werden Druck aufbauen, diese Einrichtung zu einer permanenten Lösung zu machen. Der Hebel droht, zum Einstieg in die endgültige Vergemeinschaftung der Staatsschulden in Europa zu werden. Mittel- und langfristig ist die gewählte Lösung kontraproduktiv. Den Regierungen in Rom oder auch in Lissabon oder in Madrid wird es damit sehr schwer gemacht, ihren Wählern darzulegen, warum trotzdem noch Spar- und Anpassungsprogramme erforderlich sind.

Um die Fremdkapitalkosten der Problemländer deutlich zu senken, muss die Kapitalgarantie recht groß sein. Dann aber ist der Hebel gering. Daraus folgt in Verbindung mit dem Kaskadeneffekt direkt: der Hebel kann nicht so groß werden, dass er eventuelle Zahlungsausfälle Italiens abdecken könnte. Die Vermeidung einer Liquiditäts- und Vertrauenskrise Italiens wird so nicht gelingen. Dies zeigen bereits die wieder deutlich ansteigenden Spreads der Italien-Anleihen, die kurz nach dem Gipfel gefallen waren.

Die Attraktivität der Staatsanleihen wurde nicht entscheidend erhöht, da die geplante „first loss“-Versicherung zwar beispielsweise 20% des Verlustes abdeckt, die Staateninsolvenz aber ein seltenes Ereignis („black swan event“) darstellt und somit der Verlust, wenn er auftreten sollte, immens hoch sein dürfte. Es kann sogar zu einer Verdrängung privater Investoren kommen, da die EFSF die Quote (z.B. 20%) einseitig bestimmen kann und in bestimmten Fällen im Insolvenzfall bevorrechtigt („senior“) ist. Wenn man genauer hinschaut, könnte sogar der Fall eintreten, dass im Falle der Insolvenz die EFSF als bevorrechtigter Gläubiger ihre Rechte aus diesem Kredit erwirkt und dem betroffenen Land bzw. dem Investor die Rechte aus der Versicherung wieder abnimmt.¹⁷

Die jetzt zur Debatte stehenden Hebel-Modelle zur Erhöhung der Schlagkraft des EFSF „sollen im weiteren Verfahren mit den Beteiligten besprochen und dann konkretisiert werden“, heißt es in dem Entschließungsantrag der Koaliti-

on gemeinsam mit der SPD und den Grünen. Dies kommt einem Blankoscheck für private Investoren gleich, die nun versuchen werden, die Hebel-Modelle zu „optimieren“, wie es in dem Antrag heißt. Auch ist dies ein Verstoß gegen das von Angela Merkel so oft betonte Primat der Politik.

Als Fazit bleibt festzuhalten: die Schuldenkrise hatte im Sommer bereits von den drei kleinen Ländern Griechenland, Portugal und Irland auf die Schwergewichte Italien und Spanien übergegriffen. Nach dem Gipfel ist ein Kollaps dieser Länder keineswegs ausgeschlossen. Wie kommt man aus dem Dilemma wieder heraus? Es fehlen bindende Fiskalregeln für alle Euroländer. Die EZB bleibt weiterhin durch Anleihekäufe die einzige Instanz zur Stabilisierung der Eurozone. Dies erodiert auf Dauer die Stabilität der Eurozone.

Unklare Ausgestaltung: Risiko neuer Unsicherheiten?

Die genaue Ausgestaltung der EFSF-Hebelung ist weiter unklar. Riskiert die Politik dadurch neue Unsicherheiten? Im Prinzip ist es richtig, anzuerkennen, dass die EFSF zu klein ist, vor allem um das von einer Vertrauens- und Liquiditätskrise bedrohte Italien abzusichern und Ansteckungseffekte zu vermeiden. Aber die beiden bisher avisierten Hebel-Methoden vertrauen auf eine fiktive Menge an Investitionen. Wenn Italien abstürzt, ein „black swan event“, würden die geplanten Anreize für die Attrahierung von genügend Investoren aber möglicherweise nicht ausreichen. Es bleibt abzuwarten, welches der vorgeschlagenen Modelle (oder beide gleichzeitig?) nun tatsächlich verfolgt und wie viel Geld dabei auf dem Kapitalmarkt eingesammelt werden kann. Die auf dem jüngsten G20-Gipfel wohl erwogene Bündelung der Sonderziehungsrechte zur Füllung der EFSF jedenfalls bringt die Notenbanken, die letztlich für die SZR garantieren, in die Bredouille.

Es gibt zudem auch Unsicherheiten im Hinblick auf eine Beteiligung Chinas an der Hebelung der EFSF. Dieses Land dürfte für sein Engagement Gegenleistungen verlangen, die politisch nicht unumstritten sind. Absehbar ist, dass China von der EU weitreichende Zugeständnisse in handelspolitischen Fragen erwartet und möglicherweise sogar die Auflösung des EU-Waffenembargos erzielen möchte. Verzögerungen der China-Investitionen durch den politischen Prozess in den EU-Ländern scheinen deshalb unausweichlich.

Wie überzeugend ist der Reformwillen der gefährdeten Staaten?

Auf Druck von Deutschland und Frankreich erklärte sich Italien zu weiteren Reformen bereit, und auch Spanien will noch beim Umbau seiner Wirtschaft nachlegen. Wird das die Märkte überzeugen? Mit einer weichen Budgetrestriktion – die EZB steht weiter uneingeschränkt für Staats-

¹⁷ Vgl. D. Gros: The pitfalls of official first-loss bond insurance, CEPS Commentaries, Centre for European Policy Studies, Brüssel, 27.10.2011.

anleihekäufe bereit – wird dies nicht vollständig gelingen können. Außerdem ist ein Teil der Reformangebote Berlusconi gar nicht so neu, sondern musste aufgrund vorheriger Verpflichtungen ohnehin realisiert werden. Schließlich ist fraglich, ob eine mögliche neue Regierung in Italien den Selbstverpflichtungen der Berlusconi-Regierung überhaupt glaubwürdig nachkommen wird. Deutlich verschlechtert haben sich für Italien im Laufe der Euro-Periode vor allem die Ausprägungen der Weltbank-Indikatoren für die Qualität der Governance-Strukturen wie z.B. hinsichtlich der Korruption und der Durchsetzung einer „rule of law“. Ähnlich wie Italien ist auch Spanien ein Land mit durchaus nachhaltigen Fundamentaldaten. Die dortigen Reformbemühungen wirken jedoch insgesamt glaubwürdiger.

Der Schlüssel zur Stabilität des Euro liegt gegenwärtig in der Fähigkeit Italiens, die versprochenen Reformen auch durchzusetzen und zu implementieren und vor allem auf der Umkehrung des politischen Niedergangs. Diese dürfte selbst bei vollständiger Konzentration und enger Festlegung auf dieses Ziel einige Jahre dauern. Der Euro-Gipfel legte berechtigterweise ein gehöriges Gewicht auf die notwendigen Reformen in Italien. Zudem ist der italienische „letter of intent“ an sich ein Meilenstein in der Geschichte der Eurozone.¹⁸ Ob es jedoch gerade die EU-Kommission sein muss, die diesen Prozess intensiv überwachen soll, ist zumindest aus Sicht der Triple-A bewerteten Länder Deutschland, Niederlande, Finnland und Österreich wegen der vermuteten zunehmenden Verzerrung der Präferenzen der Kommission in Richtung der Südländer zweifelhaft.

Über die Schuldenprobleme Frankreichs wurde auf dem Gipfel erst gar nicht gesprochen. Diesbezüglich lautet die entscheidende Frage: welche Folgen hat der wachsende Zins-Spread zwischen französischen Staatsanleihen und deutschen Staatsanleihen für die Refinanzierung Frankreichs? Wie lässt sich dies qualitativ, vor allem aber auch quantitativ einschätzen? Mitte Oktober ist der Risikoaufschlag für französische Anleihen gegenüber deutschen Bundespapieren auf ein Rekordhoch gestiegen. Erstmals seit 1995 übersteigt die Rendite 10-jähriger französischer Staatsanleihen die von Bundesanleihen um mehr als einen Prozentpunkt. Auch die Kosten für die Kreditausfallversicherung des Landes (CDS) legten zu. Ein Risikoaufschlag in der aktuellen Höhe scheint also derzeit durchaus gerechtfertigt.¹⁹ Die gängige Interpretation vieler Portfolio-Manager

ist, dass der „Selling Point“ für französische Anleihen bereits erreicht sein könnte. Die Ausweitung des Spreads wäre bei dieser Interpretation ein Zeichen dafür, dass die Heterogenität in der Eurozone zunimmt.

Eine für Frankreich selbst zunächst positivere, aber für die EWU möglicherweise ebenso negative Interpretation wäre, dass die großen Aufschläge für französische Anleihen sich dadurch erklären lassen, dass diese zuvor aufgrund des Vertrauens der Märkte in die Währungsunion zu niedrig waren.²⁰ Nun hat ein schmerzlicher Anpassungsprozess begonnen. Hierfür könnte auch die Marktentwicklung britischer Staatsanleihen sprechen. So bemisst sich der Risikoaufschlag für britische Staatsanleihen zur Zeit auf nur 0,35 Prozentpunkte, nach noch 0,6 Prozentpunkten vor einem Jahr. Und das, obwohl Großbritannien seine Schuldenprobleme nicht im Griff hat und unter Rückgriff auf das Quantitative Easing einen scheinbar unverwundlichen „Tango“ zwischen der Bank of England (die nie illiquide wird, da sie inflationieren kann) und der Regierung (die nie insolvent wird, da sie besteuern kann) spielt. Die Staatsverschuldung beträgt 84% des BIP und ist damit annähernd so hoch wie diejenige Frankreichs. Auch die Wachstumsprognosen für 2011 und 2012 sind ähnlich schlecht wie für Frankreich und die britischen Bankenprobleme ähnlich gravierend wie die französischen. Bei dieser Interpretation wäre das Fazit, dass der Anleihenmarkt wieder volatil wird. Die Nivellierung des Risikos auf den kleinsten gemeinsamen Nenner durch die Schaffung des Euroraums hat sich als Illusion erwiesen.

Beide Interpretationen sind mit Problemen für die Eurozone verbunden. Die erste würde zuerst Frankreich betreffen und im zweiten Schritt dann über die „Aushebelung“ der gehebelten EFSF die Eurozone insgesamt.²¹ Die zweite Interpretation würde sich zunächst auf die Eurozone insgesamt und hierüber auf Frankreich individuell auswirken. Viel stärker beachtet werden sollte, dass Portfolio-Manager folgendermaßen vorgehen: Wenn auch Deutschland sein Triple-A-Rating verliert, weil Frankreich seines verloren hat, ist der Verlust des Triple-A-Rating der EFSF auch nicht mehr so schlimm, da auch die Alternative – die deutschen Bundesanleihen – schlechter bewertet wird. Ein irres Szenario! Die Eurozone schaukelt sich – wenn nicht nach dem Gipfel eine strikte europaweite Verschuldungsordnung in Kraft tritt – automatisch weiter in einen Verschuldungs-Teufelskreis hinein. Das können auch eine Bündelung von Sonderziehungsrechten in einem „Special Purpose Vehicle“ oder gar ein Griff nach den deutschen Goldreserven nicht verhindern.

18 Vgl. beispielsweise G. B. Wolff, a.a.O.

19 Siehe die Argumente des Verfassers in Bezug auf den drohenden Verlust des AAA-Ratings Frankreichs unter <http://www.handelsblatt.com/politik/international/der-euro-zone-droht-der-rating-gau/5116926.html> und <http://www.handelsblatt.com/politik/international/oekonomen-fuerchten-um-frankreichs-top-bonitaet/4476946.html>.

20 Vgl. A. Belke, H. P. Burghof: Stand-alone-Ratings: Abhilfe bei Marktversagen, *Ökonomenstimme*, 15.10.2010, <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2010/10/stand-alone-ratings-abhilfe-bei-marktversagen/>.

21 Man beachte, dass Pensionskassen und ähnliche Institutionen bei ihren Portfolio-Investitionen vertraglich an das AAA-Rating Frankreichs gebunden sind.