

SWP-Studie

Stiftung Wissenschaft und Politik
Deutsches Institut für Internationale
Politik und Sicherheit

Sebastian Dullien / Daniela Schwarzer

Umgang mit Staatsbankrotten in der Eurozone

Stabilisierungsfonds,
Insolvenzrecht für Staaten
und Eurobonds

S 19
Juli 2010
Berlin

Alle Rechte vorbehalten.

Abdruck oder vergleichbare Verwendung von Arbeiten der Stiftung Wissenschaft und Politik ist auch in Auszügen nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung gestattet.

SWP-Studien unterliegen einem Begutachtungsverfahren durch Fachkolleginnen und -kollegen und durch die Institutsleitung (*peer review*). Sie geben ausschließlich die persönliche Auffassung der Autoren und Autorinnen wieder.

© Stiftung Wissenschaft und Politik, 2010

SWP

Stiftung Wissenschaft und Politik
Deutsches Institut für
Internationale Politik und
Sicherheit

Ludwigkirchplatz 3-4
10719 Berlin
Telefon +49 30 880 07-0
Fax +49 30 880 07-100
www.swp-berlin.org
swp@swp-berlin.org

ISSN 1611-6372

Inhalt

5	Problemstellung und Empfehlungen
7	Ein systematischer Blick auf die Verschuldungsprobleme in der Eurozone
7	<i>Insolvenz vs. Illiquidität</i>
8	<i>Bewertung staatlicher Zahlungsschwierigkeiten</i>
9	<i>Wahl angemessener Instrumente</i>
9	Sich selbst erfüllende Finanzkrisen und die Logik von Hilfskrediten
10	<i>Übertragung auf die EWU</i>
10	<i>Stabilisierung von Markterwartungen</i>
11	Außenwirtschaftliches Ungleichgewicht und Wettbewerbsfähigkeit
14	Situation und Perspektiven der Problemstaaten
14	Schuldenabbau in den Problemstaaten und Wirtschaftspolitik im Rest der Eurozone
17	Griechenland
18	Im Vergleich: Spanien, Portugal, Italien, Irland
21	Bewertung der bisherigen Maßnahmen
21	Das 110-Milliarden-Euro-Griechenland-Paket
23	Der 750-Milliarden-Euro-Schutzschirm
23	Schlussfolgerungen für künftige Maßnahmen
24	Alternativen zu einem ständigen Krisenmechanismus
24	<i>Rückkehr zur Laisser-Aller-EWU</i>
24	<i>Hilferuf an den IWF</i>
25	<i>Ungeordneter Staatsbankrott in der EWU</i>
26	<i>Freiwilliger Euro-Exit</i>
26	<i>Euro-Rauswurf als Sanktion</i>
28	Ein nachhaltiger institutioneller Mechanismus zur Krisenvermeidung und Krisenbekämpfung
28	Anforderungen an eine nachhaltige Lösung
28	Ein Drei-Komponenten-Modell
29	<i>Europäischer Liquiditätsfonds</i>
30	<i>Insolvenzrecht für europäische Staaten</i>
32	<i>Eurobonds als Sockel der Staatsverschuldung</i>
34	Schlussfolgerungen und Ausblick
36	Anhang

Prof. Dr. Sebastian Dullien lehrt Allgemeine Volkswirtschaftslehre/Internationale Wirtschaftsbeziehungen an der HTW Berlin.

Dr. Daniela Schwarzer ist Leiterin der SWP-Forschungsgruppe EU-Integration.

Umgang mit Staatsbankrotten in der Eurozone Stabilisierungsfonds, Insolvenzrecht für Staaten und Eurobonds

Das 110-Milliarden-Euro-Hilfspaket für Griechenland und der 750-Milliarden-Euro-Rettungsschirm für die Eurozone sind radikale Maßnahmen, um Mitgliedstaaten in den kommenden drei Jahren vor Druck aus den Finanzmärkten zu schützen und das Risiko sich selbst erfüllender Finanzkrisen zu reduzieren. Mit diesen Vorkehrungen, so hieß es immer wieder, sollte vor allem die Spekulation bekämpft werden. Deshalb wurden neben dem Rettungsschirm auch punktuelle Maßnahmen zur Regulierung der Finanzmärkte beschlossen.

Spekulative Marktbewegungen sind jedoch nicht der einzige Grund dafür, dass sich die Verschuldungskrise zuspitzte. Ein Gutteil der Kapitalabflüsse dürfte von wachsender Skepsis bei langfristig orientierten Anlegern verursacht worden sein, die die Mechanismen für Krisenmanagement und Governance in der Eurozone für unzureichend halten.

Die im Mai 2010 vom Europäischen Rat beauftragte Van-Rompuy-Task-Force soll nun Vorschläge erarbeiten, wie sich diese Economic-Governance-Mechanismen verbessern lassen. Die angestrebte Reform sollte ein ständiges Instrumentarium für ein Krisenmanagement einschließen, um Liquiditäts- und Solvenzprobleme zu lösen, bevor die dreijährige Verschnaufpause unter dem Rettungsschirm ausläuft und eine erneute akute Verschuldungskrise die Eurozone erschüttert.

Eine Grundsatzfrage dabei ist, unter welchen Bedingungen Kredite bei Ländern mit prekärer Schulden-situation überhaupt zur nachhaltigen Problemlösung beitragen. Entscheidend ist, ob ein Land kurzfristige Zahlungsschwierigkeiten, also ein Liquiditätsproblem hat oder ob seine Verpflichtungen aus der bestehenden Staatsverschuldung langfristig die Zahlungsfähigkeit übersteigen, also ein Solvenzproblem vorliegt. Hilfskredite können nur Liquiditätsprobleme beseitigen. In Ländern mit Solvenzproblemen dagegen müssen die Schulden umstrukturiert werden. Im Falle einer dauerhaften Überschuldung erhöhen neue Kredite die Schuldenlast, tragen aber nicht zur Sanierung der Finanzen bei. Sie sind dennoch gerechtfertigt, wenn sie helfen, eine vom Markt verursachte Finanzkrise mit Ansteckungseffekten auf andere Staaten zu verhindern.

Es gibt derzeit fünf Krisenkandidaten in der Eurozone, deren Schwierigkeiten allenthalben diskutiert werden. Die Situation der griechischen Staatsfinanzen bleibt trotz des 110 Milliarden Euro schweren Hilfspakets kritisch. Die Lage in Spanien und Portugal wird als besser, aber als anfällig für sich selbst erfüllende Finanzkrisen angesehen, die zum Staatsbankrott führen können. Irlands Finanzsituation ist am robustesten, vor allem weil seine außenwirtschaftlichen Probleme nicht so gravierend sind wie diejenigen Griechenlands, Spaniens und Portugals. Italiens Staatsfinanzen sehen weniger labil aus, weil das Land ein vergleichbar moderates Staatsdefizit hat und die außenwirtschaftliche Lage entspannter ist.

Obwohl das Rettungspaket Griechenlands Zahlungsproblem möglicherweise nicht löst, war die Entscheidung dafür im Mai 2010 richtig. In der Eurozone ist die Gefahr einer Ansteckung besonders hoch, wie es sich an den Finanzmärkten in den Kursen für spanische, portugiesische, irische und auch italienische Anleihen abzeichnete. Die Eurozone verfügt weder über eigene Instrumente, mit denen sie bei akuten Zahlungsschwierigkeiten von Mitgliedstaaten eingreifen könnte, noch über ein geordnetes Verfahren für den Umgang mit insolventen Staaten. Es drohen daher sich selbst erfüllende Schuldenkrisen. Der 750-Milliarden-Euro-Rettungsschirm ist nur eine vorübergehende Antwort auf dieses Problem.

Die auf drei Jahre angelegten Maßnahmen sollten aus drei Gründen während der Laufzeit des Rettungsschirms überarbeitet und komplettiert werden. Erstens hat die seit Frühjahr 2010 weitgehend marktgetriebene Zuspitzung der Schuldenkrise verdeutlicht, dass die Eurozone einen internen Stabilisierungsmechanismus braucht. Zweitens fehlt eine Antwort auf die Frage, wie ein überschuldeter Staat in der Wachstumsfalle zu neuer wirtschaftlicher Dynamik zurückfinden kann. Drittens wurde mit den Stützungsmaßnahmen akzeptiert, dass ein ungeordneter Staatsbankrott in der Eurozone allen Mitgliedstaaten hohe Kosten aufbürden würde. Dadurch verschärfen sich Moral-Hazard-Probleme: Hilfskredite verringern die Anreize für Käufer von Staatsanleihen, die Staatsfinanzen ihrer Schuldner genau zu überprüfen.

Ein Mechanismus, der Moral-Hazard-Probleme und die Wahrscheinlichkeit sich selbst erfüllender Finanzkrisen reduziert und überschuldeten Staaten eine Sanierungsperspektive eröffnet, könnte aus drei Komponenten bestehen.

- ▶ Ein **ständiger Liquiditätsfonds**, der Eurozonestaaten in akuten Finanzierungsschwierigkeiten

Überbrückungskredite gewährt, wenn klare Konditionen und strenge Haushaltskontrolle vereinbart sind. Kredite des Fonds würden wie IWF-Kredite als vorrangig gegenüber anderen Schulden der betroffenen Staaten gelten, so dass er keinen Zahlungsausfall fürchten muss.

- ▶ Die Einführung eines **Insolvenzrechts für Euro-Staaten**, das ein geordnetes Verfahren für die Restrukturierung der Staatsschuld vorsieht. Dieses könnte Vorreiter für globale Insolvenzregeln sein.
- ▶ Die Einführung **gemeinsamer Bonds für maximal 60 Prozent der Staatsschulden der Euro-Staaten**. Eine darüber hinausgehende Verschuldung würden die Länder individuell finanzieren und hätten damit auch entsprechende Risikoaufschläge zu tragen.

Wird kein transparenter Mechanismus für den Umgang mit Staatsbankrotten eingeführt, besteht die Gefahr, dass sich 2012/13 erneut Marktunruhen ausbreiten, wenn die Hilfspakete auslaufen. Selbst wenn die gefährdeten Länder ihre Defizite unter die Maastricht-Grenze von 3 Prozent des BIP gedrückt haben, bleiben ihre Staatsfinanzen prekär, zumal die Schuldenstände bis 2013 deutlich steigen dürften.

Die Chancen, Schuldenprobleme einzelner Länder zu lösen, hängen auch davon ab, wie sich das Wirtschaftswachstum und die Lohnstückkosten im Rest der Eurozone entwickeln. Dieser Kontext bestimmt mit, welche Länder in welchem Umfang dazu gezwungen sein werden, Hilfskredite anzufordern und am Ende tatsächlich ein Insolvenzverfahren in Anspruch zu nehmen, sofern eins ins Leben gerufen wird.

Ein systematischer Blick auf die Verschuldungsprobleme in der Eurozone

Mit zwei spektakulären Schritten hat die Europäische Union sich im Frühjahr 2010 Instrumente verschafft, um gemeinsam mit dem Internationalen Währungsfonds (IWF) Staaten zu helfen, denen Refinanzierungsprobleme drohen:

- ▶ Am 11. April 2010 beschloss die Eurogruppe ein bis 2013 laufendes 110-Milliarden-Euro-Hilfspaket für Griechenland.¹ Damit löste sie das Hilfsversprechen des Europäischen Rats vom 11. Februar und 25. März 2010 ein.² EU und IWF gemeinsam stellen sicher, dass das mit einer Verschuldungskrise kämpfende Land sich bis 2013 nicht an den Finanzmärkten refinanzieren muss. Will Griechenland Kreditlinien in Anspruch nehmen, ist dies mit Auflagen verbunden, die EU und IWF mit Athen ausgehandelt haben. Die Reformfortschritte werden vierteljährlich überprüft.
- ▶ Am 9. Mai 2010 wurde die Hilfszusage auf alle Staaten der Eurozone ausgedehnt. Der bis 2013 abrufbare 750-Milliarden-Euro-Schutzschirm stellt ihnen im Notfall aus drei möglichen Quellen Kredite und Kreditgarantien zur Verfügung. Auch diese Kredite würden nur unter strengen Konditionen von IWF und EU vergeben.

Beide Maßnahmen sollen sich ausweitende Markt-turbulenzen eindämmen und betroffene Länder aus kurzfristigen Liquiditätsengpässen befreien. Die Frage, wie sinnvoll die Kredite langfristig für diese Länder sind, stand bislang im Hintergrund.

In der aktuellen Diskussion um die Reform der Eurozone wird zudem debattiert, einen ständigen Mechanismus für das Krisenmanagement einzurichten. Dies ist eine Aufgabe der sogenannten Van-Rompuy-Task-Force³ und Teil der Vorschläge zur Reform

1 *Statement on the Support to Greece by Euro Area Member States*, 11.4.2010, <www.eu2010.es/export/sites/presidencia/comun/descargas/Economia_Hacienda/ue-grecia.PDF> (Zugriff am 2.6.2010).

2 *Statement by the Heads of State or Government of the European Union*, 11.2.2010, <www.eu2010.es/export/sites/presidencia/comun/descargas/declaraciones/en_consejogrecia.pdf> (Zugriff am 25.5.2010); *Statement by the Heads of State and Government of the Euro Area*, 25.3.2010, <www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/113563.pdf> (Zugriff am 25.5.2010).

3 *Remarks by Herman Van Rompuy, President of the European*

der Eurozone, vorgelegt von Bundesfinanzminister Wolfgang Schäuble.⁴

Um zu entscheiden, für welche Situationen Hilfskredite⁵ eines ständigen Fonds in Zukunft sinnvoll sein könnten, ist zunächst zu klären, welche Ziele mit Hilfskrediten erreicht werden können. Dafür muss zwischen Liquiditäts- und Solvenzproblemen eines Landes differenziert werden. Je nach Konstellation im einzelnen Land sind unterschiedliche Instrumente einzusetzen. Eine Reform sollte diese Fragen einbeziehen, um Krisenländer nicht auf langfristig schädliche Pfade zu lenken.

Insolvenz vs. Illiquidität

Gründe für die Zahlungsunfähigkeit wirtschaftlicher Akteure – ob Unternehmen, Privathaushalte oder Staaten – können Solvenz- oder Liquiditätsprobleme sein. Unter Solvenz wird üblicherweise verstanden, dass die Vermögenswerte die Verbindlichkeiten übersteigen. Der Begriff Liquidität beschreibt dagegen, ob ein wirtschaftlicher Akteur kurzfristig ausreichend liquide Mittel hat, um seine Verbindlichkeiten zu erfüllen.

Es ist denkbar, dass ein Akteur zwar solvent, nicht aber liquide ist. Solche Situationen waren in der jüngsten Finanzkrise mehrmals zu beobachten: Einige Finanzinstitute waren zeitweise kaum imstande, sich am Interbankenmarkt kurzfristig Liquidität zu verschaffen, obwohl ihr Vermögensportfolio solide war.

Council, Following the First Meeting of the Task Force on Economic Governance, 21.5.2010, <http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/114606.pdf> (Zugriff am 2.6.2010).

4 Bundesministerium der Finanzen, »Neue europäische Task Force. Eckpunkte der Bundesregierung zur Stärkung der Eurozone«, 21.5.2010, <www.bundesfinanzministerium.de/nr_97140/sid_80097A49429685942BF8D21E4508F729/DE/Wirtschaft_und_Verwaltung/Europa/Der_Euro/20100520-Task-Force.html> (Zugriff am 2.6.2010).

5 Unter Hilfskrediten werden in dieser Studie Kredite von anderen EU-Staaten, multilateralen Organisationen oder neu geschaffenen Einrichtungen verstanden, die jenseits des üblichen, an den Finanzmärkten vorherrschenden ökonomischen Profit- und Risikokalküls vergeben werden.

Ein Verkauf der Vermögenstitel kam nicht in Frage, weil für viele Wertpapierklassen der Markt »ausgetrocknet« war und die Papiere nur mit einem enormen Abschlag hätten veräußert werden können, was dann in die Insolvenz geführt hätte.⁶

Als Hilfsmaßnahme für einen Akteur in Liquiditätsschwierigkeiten empfiehlt sich ein Überbrückungskredit: Der Akteur gewinnt Zeit, seine Vermögenstitel zu einem normalen, vom Wert des Vermögensguts gerechtfertigten Preis zu verkaufen. Das Liquiditätsproblem wird gelöst.

Akteuren mit Solvenzproblemen dagegen hilft ein Überbrückungskredit allenfalls kurzfristig, weil er das grundlegende Bilanzproblem der Überschuldung nicht behebt. Dies kann nur ein Insolvenzverfahren leisten, wie es die meisten Länder mit der Unternehmens- und Privatinsolvenz kennen. Darin wird ein Ausgleich zwischen Gläubigern und Schuldnern gesucht. Die Verbindlichkeiten des Schuldners werden auf Kosten der Gläubiger so weit reduziert, dass er danach wieder normal am Wirtschaftsprozess teilnehmen kann. Ein Schuldenschnitt kann auch im Interesse der Gläubiger sein, weil sie bei einem Fortbetrieb des Unternehmens möglicherweise einen größeren Anteil ihrer Forderungen zurückerhalten können als bei einer Zerschlagung. Alternativ kann die Zerschlagung des überschuldeten Unternehmens angeordnet werden, wobei die Erträge aus der Liquidierung an die Gläubiger ausgezahlt werden.

Bewertung staatlicher Zahlungsschwierigkeiten

Im Falle souveräner Staaten ist die Differenzierung zwischen Solvenz- und Liquiditätsproblemen kompli-

⁶ Viele ökonomische Modelle differenzieren nicht zwischen Solvenz- und Liquiditätsproblemen, da es unter der Annahme perfekter Information und effizienter Märkte nicht möglich ist, dass Akteure illiquide, aber solvent sind. Vorausgesetzt wird, dass sie Vermögensgegenstände jederzeit zu ihrem wahren Wert verkaufen können. In der Realität bewirken Informationsasymmetrien jedoch oftmals, dass Unternehmen, Banken und Haushalte dazu nicht in der Lage sind. Die Literatur zur Rolle von Zentralbanken hingegen trennt explizit zwischen Liquiditäts- und Solvenzproblemen. Siehe Douglas W. Diamond/Philip H. Dybvig, »Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity«, in: *Journal of Political Economy* 91 (Juni 1983) 3, S. 401–419; Douglas W. Diamond, »Banks and Liquidity Creation: A Simple Exposition of the Diamond-Dybvig Model«, in: *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 93 (April 2007) 2, S. 189–200, <http://www.rich.frb.org/publications/research/economic_quarterly/2007/spring/pdf/diamond.pdf> (Zugriff am 25.5.2010).

zierter als bei Unternehmen. Zum einen hat ein Staat keine Vermögensbilanz, in der die tatsächlich vorhandenen Werte unmittelbar nachzulesen wären. Zum anderen sind die relevanten Finanzkennzahlen bei einem Staat weniger aus seinem Bestand an Sach- und Finanzvermögen zu ermitteln, sondern aus seiner Fähigkeit, in Gegenwart und Zukunft Steuern zu erheben.

Diese Fähigkeit hat Grenzen, da ab einem gewissen Steuerniveau die Steuerlast das Wirtschaftswachstum erdrückt, die Steuerbasis durch Steuerflucht erodiert oder eine spätere Regierung die Steuerbelastung wieder senkt. Zudem können nicht alle Steuereinnahmen benutzt werden, um Gläubigeransprüche zu befriedigen, da ein Staat öffentliche Güter zur Aufrechterhaltung der öffentlichen Ordnung und bestimmte Leistungen zum Erhalt seiner Legitimität bereitstellen muss.

Noch gibt es keine allgemein anerkannten Erkenntnisse über die Grenzen der Steuerbelastung oder der minimal notwendigen Staatstätigkeit. Allerdings kann empirisch abgeschätzt werden, welcher Anteil von Zinszahlungen am Staatshaushalt politisch tragbar ist. Dabei macht es einen großen Unterschied, ob die Zinszahlungen an ausländische oder inländische Gläubiger fließen. Eine Zahlung an inländische Anleihebesitzer dürfte weniger Schwierigkeiten verursachen als der dauerhafte Abfluss großer Zahlungsströme aus dem Staatshaushalt ans Ausland.

Gleichwohl ist es sinnvoll, eine Parallele zu den Konzepten aus der einzelwirtschaftlichen Betrachtung zu ziehen, wenn man die Zahlungsschwierigkeiten eines Staates bewerten will. Trotz aller Ungenauigkeiten in der Bestimmung der maximalen Steuerquote und der notwendigen öffentlich bereitgestellten Güter und Dienstleistungen kann man einen Staat dann als insolvent betrachten, wenn es diesem unter vernünftigen Annahmen nicht möglich ist, seine Schulden mittel- und langfristig zu bedienen, auch wenn er plausible Änderungen in seiner Steuer- und Ausgabenpolitik vornimmt.

Als illiquide würde man einen Staat bezeichnen, wenn er zwar zeitweilig Probleme hat, am Kapitalmarkt jene Mittel aufzunehmen, die er kurzfristig zur Bedienung seiner Verbindlichkeiten braucht, wenn er aber langfristig seine Schulden bedienen kann, ob mit oder ohne realistische Änderungen in seiner Steuer- und Ausgabenpolitik.

Bei Ländern, die Zugang zu einer eigenen Zentralbank haben, sind weder Insolvenz noch Illiquidität unumgänglich, zumindest solange sie nur in eigener

Währung verschuldet sind. Sie können immer noch auf die Notenpresse zurückgreifen, um Forderungen zu bedienen. Wird dieses Instrument exzessiv genutzt, werden statt eines Bankrotts die Schulden über höhere Inflation entwertet.

Im Falle der Euro-Staaten gibt es jedoch keine eigenständige nationale Zentralbank mehr, die Geld drucken könnte, und der Zugang zur Europäischen Zentralbank (EZB) ist durch Art. 282 AEUV begrenzt. Unter der aktuellen Rechtslage sind damit sowohl eine Insolvenz als auch eine Illiquidität von Mitgliedern der Eurozone vorstellbar.

Wahl angemessener Instrumente

Wie mit Zahlungsschwierigkeiten umgegangen wird, sollte davon abhängen, ob ein Staat als insolvent oder als illiquide bewertet wird. Hilfskredite – seien sie vom IWF, der EU, von anderen Ländern oder anderen internationalen Institutionen – können bei Liquiditätsproblemen dazu dienen, eine gewisse Zeit zu überbrücken, bis durch Änderungen an der nationalen Haushalts- und Wirtschaftspolitik die Staatsfinanzen wieder im Lot sind. Ein Beispiel ist der IWF-Kredit an Brasilien im Jahr 2002. Damals waren an den Finanzmärkten Zweifel an der Zahlungsfähigkeit und -willigkeit des Landes aufgekommen, als der Präsidentschaftskandidat der Arbeiterpartei, Luiz Inácio Lula da Silva, in Umfragen zulegte. Die Währung geriet unter Druck und Brasilien hatte akute Probleme, sich frisches Kapital zu besorgen. Der bis dato größte IWF-Kredit der Geschichte half dem Land, über die Wahlen zu kommen.⁷ Heute diskutiert niemand mehr über die Zahlungsfähigkeit Brasiliens.

Ist ein Staat insolvent, kann ein Hilfskredit bei vernünftigen Annahmen zu Wachstums- und Politikentwicklung keine Sanierung bringen. Vielmehr würden die neuen Kredite den Schuldenberg weiter auftürmen, ohne dass ein Ende der Zahlungsschwierigkeiten oder auch nur die Rückzahlung der Hilfskredite wahr-

⁷ Siehe zu den Ereignissen in Brasilien 2002 – auch im Vergleich zur Argentinienkrise – Sebastian Dullien, »Währungsregime in Lateinamerika. Die jüngsten Krisen als Bankrotterklärung der orthodoxen Politikempfehlungen«, in: Klaus Bodemer/Detlef Nolte/Hartmut Sangmeister (Hg.), *Lateinamerika Jahrbuch 2003*, Frankfurt a.M.: Vervuert Verlag, 2003; zur damaligen Bewertung der Lage in Brasilien John Williamson, *Is Brazil Next?*, Washington, D.C.: Institute for International Economics, August 2002 (International Economics Policy Briefs 02-7).

scheinlicher würden. Dann wäre ein Staatsbankrott der richtige Weg, das heißt die Zahlungen auf die Staatsschulden sollten zumindest teilweise eingestellt werden.

Erfahrungen der vergangenen Jahrzehnte zeigen, dass überschuldete Länder nach einem Staatsbankrott zumeist eine wesentlich bessere Wachstumsperformance erleben als Länder unter einer drückenden Schuldenlast.⁸ Derzeit gibt es allerdings kein internationales Verfahren für einen geordneten Staatsbankrott.⁹ Es wäre wünschenswert, sowohl auf europäischer als auch auf internationaler Ebene einen dauerhaften Mechanismus zu installieren, um die Schulden insolventer Staaten geordnet und regelgebunden zu restrukturieren.

Sich selbst erfüllende Finanzkrisen und die Logik von Hilfskrediten

Eng verbunden mit der Frage nach Liquidität und Solvenz eines Staates ist die Logik sich selbst erfüllender Finanzkrisen. Die ersten Modelle von Finanzkrisen¹⁰ gingen davon aus, dass eine unhaltbare Wirtschaftspolitik mit einem langfristig instabilen Verschuldungs- oder Inflationstrend solche Krisen auslöst.

⁸ Nachdem die Zahlungen auf Auslandsschulden 2001 eingestellt worden waren, konnte Argentinien über mehrere Jahre ein deutlich kräftigeres Wirtschaftswachstum verbuchen als das damals hochverschuldete Nachbarland Brasilien.

⁹ Über einen solchen Mechanismus wird schon lange debattiert. Vgl. Anne Krueger, »International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring«, Speech at the National Economists' Club Annual Members' Dinner, American Enterprise Institute, Washington, D.C., 26.11.2001, <www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm> (Zugriff am 27.5.2010); für einen Überblick siehe Nouriel Roubini/Brad Setser, *Bailouts or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies*, Washington, D.C.: Institute for International Economics, 2004. Gros und Mayer schlagen mit ihrem »Europäischen Währungsfonds« de facto ein solches Verfahren vor. Vgl. Daniel Gros/Thomas Mayer, *How to Deal with Sovereign Default in Europe: Create the European Monetary Fund Now!*, Brüssel, 17.5.2010 (CEPS Policy Brief 202), <<http://www.ceps.eu/ceps/download/2912>> (Zugriff am 22.5.2010).

¹⁰ Beispiele sind Paul Krugman, »A Model of Balance-of-Payments Crises«, in: *Journal of Money, Credit, and Banking*, 11 (August 1979) 3, S. 311–325; Robert P. Flood/Peter M. Garber, »Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples«, in: *Journal of International Economics*, 17 (August 1984) 1–2, S. 1–13. Eine hilfreiche Übersicht bietet Giancarlo Gandolfo, *International Finance and Open-Economy Macroeconomics*, Berlin: Springer, 2002, Kapitel 16.

Währungskrisenmodelle der zweiten Generation, auch Modelle sich selbst erfüllender Krisen genannt, veranschaulichen dagegen einen subtileren Mechanismus:¹¹ Nach diesen Modellen mit »multiplen Gleichgewichten« hängt es von den Erwartungen der Marktteilnehmer ab, ob ein Land in die Krise gerät oder nicht: Erwarten alle Marktteilnehmer, dass ein Land seine Wirtschaftspolitik unbeirrt verfolgen kann, so bleiben die Marktbedingungen freundlich und das Land entgeht der Krise. Befürchten die Marktakteure eine Krise, ziehen sie ihr Geld ab und lösen diese so erst aus. Abhängig von den wirtschaftlichen Fundamentaldaten wie dem aktuellen Schuldenstand und dem Budgetdefizit kann sich ein Staat in drei unterschiedlichen Situationen befinden:

- ▶ Sind die Fundamentaldaten grundsolide, kommt es nicht zur Krise.
- ▶ Sind die Fundamentaldaten völlig zerrüttet, kommt es auf jeden Fall zur Krise.
- ▶ Befinden sich die Fundamentaldaten zwischen beiden Extremen, sind multiple Gleichgewichte möglich und die Erwartungen der Marktteilnehmer erfüllen sich selbst.

Übertragung auf die EWU

Die Zinsen, die ein Land zahlen muss, sind eine direkte Funktion der Markterwartungen über eventuelle Zahlungsschwierigkeiten. Gleichzeitig verschärfen höhere Zinsen die Finanzprobleme eines Landes. Im Extremfall kann allein die Erwartung von Zahlungsschwierigkeiten diese schon auslösen, weil die Finanzierungskosten in die Höhe schießen. Hat ein Land so wenig Schulden und ein so geringes Staatsdefizit, dass die Bedienung der Schulden fraglos garantiert ist, werden kaum spekulative Attacken auftreten, weil das Land einen Anstieg der Finanzierungskosten leicht überstehen könnte. Im europäischen Kontext dürften Länder wie Deutschland oder die Niederlande diese Kriterien erfüllen.

¹¹ Zu dieser Art von Modellen gehören die Berechnungen von Maurice Obstfeld (»Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features«, in: *European Economic Review*, 40 (April 1996) 3–5, S. 1037–1047), der einen solchen Mechanismus auf feste Wechselkurse anwendet, oder die Ausführungen von Harold L. Cole und Timothy J. Kehoe (»A Self-fulfilling Model of Mexico's 1994–1995 Debt Crisis«, in: *Journal of International Economics*, 41 (November 1996) 3, S. 309–330), die explizit einen Mechanismus entwerfen, mit dem Staatsschulden unter Kontrolle gebracht werden können.

Interessant sind die Modelle der zweiten Generation für Staaten, die sich im Zwischenbereich befinden: Unter konstanten Marktkonditionen können die Schulden bedient werden, steigende Zinsen aber könnten die Staatsschulden unfinanzierbar machen. Wahrscheinlich trifft das derzeit auf eine Reihe von EWU-Staaten mit hohen Staatsdefiziten zu, neben Griechenland etwa Portugal, Spanien oder Irland.

Wie gewaltig die Auswirkungen sich wandelnder Markterwartungen auf die Zahlungsfähigkeit einzelner Staaten sein können, hat sich an den Renditen auf griechische Staatsanleihen in den ersten Monaten des Jahres 2010 gezeigt. Im April lagen die Renditen auf kurzlaufende griechische Anleihen bei fast 20 Prozent pro Jahr. Der Anstieg des Zinses um 10 Prozentpunkte binnen weniger Monate bedeutet, dass bei vollständiger Refinanzierung bestehender Altschulden der Schuldendienst von 6 auf 18 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) steigen würde. Ohne zusätzliche Staatsausgaben oder Steuersenkungen würde damit Griechenlands Staatsdefizit von für 2010 geschätzten 8 auf rund 20 Prozent des BIP wachsen. Mehr als die Hälfte aller Steuereinnahmen müssten dann für Zinszahlungen aufgebracht werden. Der Konsolidierungsbedarf im griechischen Staatshaushalt bis zum Erreichen der Maastricht-Kriterien hätte sich damit mehr als verdreifacht.

Zwar haben Portugal, Spanien oder Irland weitaus geringere Staatsschulden. Trotzdem würde in diesen Staaten ein gravierender Anstieg der Zinsen für Staatsschulden auf 15 Prozent das Haushaltsdefizit in Richtung 20 Prozent des BIP treiben und eine Konsolidierung unrealistisch machen. Alle drei Länder sind deshalb prinzipiell anfällig für sich selbst erfüllende Schuldenkrisen.

Stabilisierung von Markterwartungen

Besteht die Gefahr einer sich selbst erfüllenden Finanzkrise, sind Hilfskredite besonders wichtig: Gelingt es, die Erwartung unter den Anlegern hervorzuheben, dass das betroffene Land seine Schulden weiter bedient, sinken die Finanzierungskosten und das Land kann seine Schuldenlast tragen. Zugesagte Hilfen müssen in diesem Best-Case-Szenario nur begrenzt in Anspruch genommen werden, weil der Zugang zum privaten Kapitalmarkt offen bleibt. Werden dagegen die Erwartungen nicht stabilisiert, können Hilfskredite nur bescheidenen Erfolg haben. Weil die Finanzierung am privaten Kapitalmarkt dann prohibitiv teuer

bleibt, rutscht das betroffene Land in dauerhafte Abhängigkeit von Hilfskrediten, denn bei einer Finanzierung am privaten Kapitalmarkt würde wegen der ungünstigen Konditionen sofort die Insolvenz drohen. In diesem Fall dürften die Hilfszahlungen am Ende wesentlich größer werden, als es bei besserem Erwartungsmanagement notwendig gewesen wäre.

Hält man die skizzierten Modelle für plausibel, wird ein oft vorgebrachtes Argument fragwürdig: dass man nämlich umfassende Zusagen für Hilfskredite möglichst vermeiden sollte, damit der Druck auf das Krisenland nicht sinkt, seinen Haushalt zu sanieren. Diese Position birgt die Gefahr, dass die Markterwartungen sich nicht im günstigen Gleichgewicht stabilisieren, sondern dass sich die Überzeugung eines bevorstehenden Staatsbankrotts durchsetzt. Schon diese Überzeugung allein kann dazu führen, dass sich die Finanzkrise weiter zuspitzt und am Ende selbst die Rückzahlung des Hilfskredits in Frage steht.

In der Logik der genannten Modelle erweist sich auch ein anderer, ausgiebig diskutierter Vorschlag als abwegig: Koppelt man die Kosten der Hilfskredite an den aktuellen Marktzins für Anleihen des betroffenen Staates – so interpretierten einige Beobachter den Begriff »risikogerechte Preise« in der Erklärung der Euro-Regierungschefs vom 25. März 2010¹² –, wären die Hilfskredite völlig wirkungslos. Sie würden sich in nichts von normalen Krediten aus dem privaten Kapitalmarkt unterscheiden, die keinerlei Beitrag dazu leisten können, die Markterwartungen im günstigen (Nicht-Bankrott-)Gleichgewicht zu festigen. Weil der Kapitalmarktzins durch die Erwartung in die Höhe getrieben wurde, müssen Hilfskredite zu deutlich niedrigeren Zinssätzen gewährt werden. Zinssätze zu Marktkonditionen mögen unter Annahme effizienter Märkte das Ausfallrisiko eines solchen Kredits widerspiegeln, können aber dem bedrängten Staat nicht helfen. Aus diesem Grund werden auch Kredite des Internationalen Währungsfonds gerade nicht mit dem Marktzins, sondern erheblich günstiger verzinst.

Außenwirtschaftliches Ungleichgewicht und Wettbewerbsfähigkeit

Neben den prekären Staatsfinanzen wird in der Debatte um die hochverschuldeten EWU-Staaten oftmals deren schwierige außenwirtschaftliche Situation

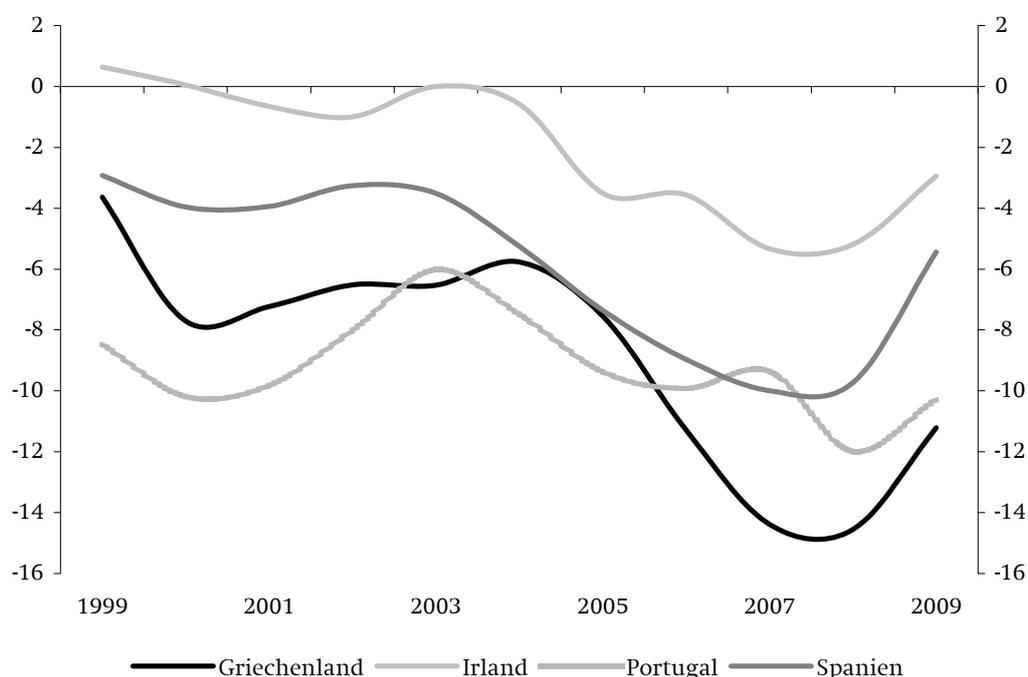
angesprochen. Tatsächlich wiesen Portugal, Griechenland und Spanien in den Jahren vor der Krise gewaltige Leistungsbilanzdefizite von zeitweise mehr als 10 Prozent des Bruttoinlandsprodukts auf. Diese gehen mit mangelnder Wettbewerbsfähigkeit einher: Vom Beitritt zur Währungsunion bis zum Beginn der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise hat sich die Wettbewerbsposition in Portugal, Spanien und Griechenland, gemessen in nominalen Lohnstückkosten, gegenüber dem Rest der Eurozone drastisch verschlechtert. Ein solcher Niedergang wurde bisher weder in den USA, sei es für eine Region oder einen Bundesstaat, noch für ein Bundesland innerhalb Deutschlands beobachtet.

Ein zwingender Zusammenhang zwischen hohen Leistungsbilanzdefiziten und hohen Staatsdefiziten ist allerdings nicht nachweisbar. Zwar wurde in den 1980er und 1990er Jahren gelegentlich die These der »Doppeldefizite« vertreten, wonach Staatsdefizite ein Leistungsbilanzdefizit verursachen. Doch die Erfahrung Spaniens ist ein schlagendes Beispiel dafür, dass diese Kausalität nicht notwendig gegeben ist: Vor der Krise hatte das Land zwar Überschüsse in den öffentlichen Haushalten, aber große Defizite in der Außenbilanz. Auch im Falle Griechenlands bestanden bereits enorme Defizite im Außenhandel von weit mehr als 10 Prozent des BIP, als die Staatsdefizite mit Werten unter 4 Prozent noch relativ moderat waren.

Es gibt jedoch eine andere Verbindung zwischen den Leistungsbilanzungleichgewichten in der Eurozone und den enormen Staatsdefiziten. Ein anhaltend hohes Leistungsbilanzdefizit bei schwachem Wirtschaftswachstum deutet auf strukturelle Probleme einer Volkswirtschaft hin. Offenbart ein Leistungsbilanzdefizit mangelnde Wettbewerbsfähigkeit, können die betroffenen Länder Wachstum über eine steigende Exportnachfrage nur dann erzielen, wenn die strukturellen Schwierigkeiten beseitigt werden. Da in diesen Ländern infolge der Finanz- und Wirtschaftskrise zu meist nicht nur der Staat, sondern auch der Privatsektor hochverschuldet ist, kann sich das Wirtschaftswachstum ohne Impuls vom Export nicht nachhaltig erholen. Schwaches Wachstum wiederum bedeutet niedrige Steuereinnahmen und damit schlechte Aussichten für die Sanierung der strapazierten Staatshaushalte. Wirtschaftswachstum ist aber unerlässlich, um den Anstieg der Schuldenquote zu bremsen. Das untermauern sowohl die Mathematik der Schulden

¹² Statement by the Heads of State and Government of the Euro Area [wie Fn. 2].

Abbildung 1
Leistungsbilanzsalden der Problemstaaten 1999 bis 2009 (in % des BIP)



Quelle: Eurostat-Datenbank, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database> (eingesehen am 14.5.2010).

dynamik als auch die Erfahrung mit der deutschen Konsolidierungspolitik nach dem Jahr 2001.¹³

Ein weiterer Zusammenhang zwischen Staatsdefiziten und Leistungsbilanzdefiziten besteht darin, dass beide die Verschuldung bestimmter Sektoren erhöhen. Während ein Staatsdefizit den Schuldenstand der Regierung wachsen lässt, steigert ein Leistungsbilanzdefizit die Verbindlichkeiten aller wirtschaftlichen Akteure (private Haushalte, Unternehmen und öffentlicher Sektor) gegenüber dem Rest der Welt.¹⁴ Tritt ein

Staatsdefizit gemeinsam mit einem Leistungsbilanzdefizit auf, dürfte sich die betroffene Regierung in erster Linie im Ausland verschuldet haben. In diesem Fall spricht eine Reihe von Gründen dafür, dass die Staatsschuld weniger tragfähig ist.¹⁵ Erstens hat der Staat weniger Handhabe, auf das Vermögen der Anleihebesitzer zuzugreifen. Während bei inländisch gehaltenen Staatstiteln eine Vermögensabgabe den Schuldenstand zumindest teilweise senken kann, ist dieser Weg bei ausländischen Gläubigern verbaut. Zweitens ist es im Falle inländischer Verschuldung weniger wahrscheinlich, dass Gläubiger plötzlich ihre Finanzierung einstellen. Anleger tendieren gemeinhin dazu, ihr Vermögen im eigenen Land anzulegen, was auch als »home bias« bezeichnet wird. Solange der Privatsektor eines Landes spart und sein Geld anlegen

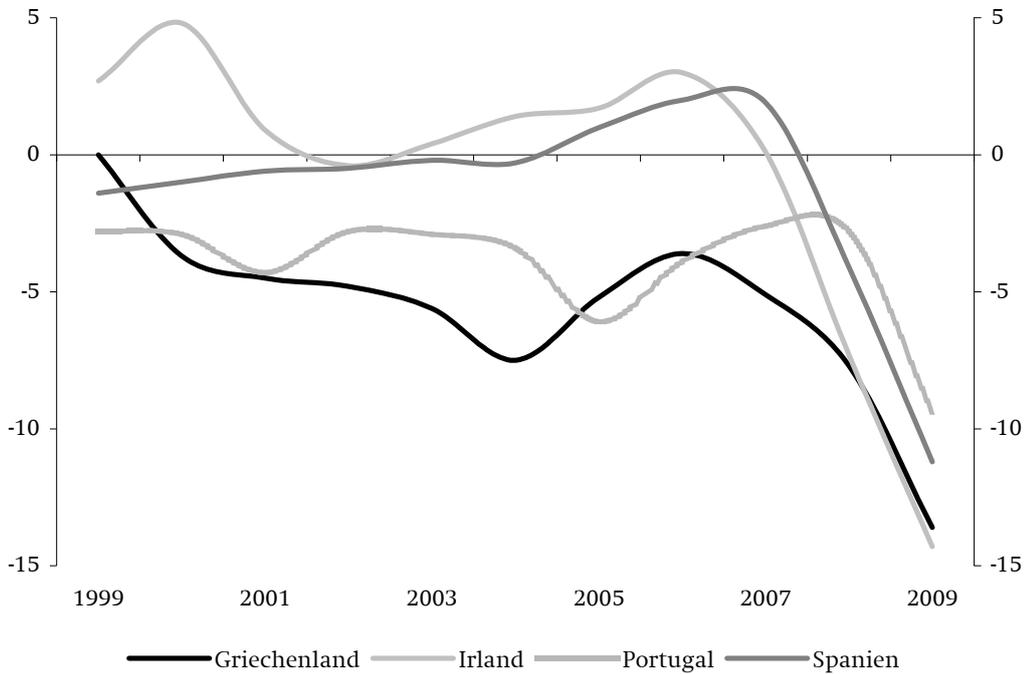
¹³ Vgl. Eduardo Ley, *Fiscal (and External) Sustainability*, München: University Library of Munich, 2009 (MPRA Paper 13693).

¹⁴ Diese Aussage gilt streng genommen nur, wenn die Nettovermögensposition eines Landes gegenüber dem Rest der Welt bereits negativ ist. Ist sie aber positiv, so sinkt sie zunächst, bevor das Land in eine Nettoschuldnerposition gerät. In der Debatte um die fünf Problemländer ist dies allerdings nebensächlich, da alle bereits 2007 gegenüber dem Rest der Welt eine negative Nettovermögensposition hatten, die sich seitdem angesichts der Leistungsbilanzdefizite weiter verschlechtert haben dürfte. Siehe die aktualisierten Daten bei Philip R. Lane/Gian Maria Milesi-Ferretti, »The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004«, in: *Journal of*

International Economics, 73 (November 2007), S. 223–250.

¹⁵ Die ökonomische Literatur versteht unter den Begriffen »Tragfähigkeit« und »Nachhaltigkeit« von Staatsverschuldung eine Situation, in der die Bedienung der Schulden beim aktuellen Schuldenstand und beim absehbaren Trend der Neuverschuldung auch in die ferne Zukunft hinein realistisch ist.

Abbildung 2
Staatsdefizite der Problemstaaten 1999 bis 2009 (in % des BIP)



Quelle: Eurostat-Datenbank, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database> (eingesehen am 14.5.2010).

möchte, ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass inländische Bonds kräftig nachgefragt werden. Drittens dürfte der innenpolitische Widerstand gegen einen Staatsbankrott oder eine Schuldenrestrukturierung energischer sein, wenn ein Großteil der Staatsanleihen von inländischen Gläubigern gehalten wird. Diese haben – anders als ausländische Gläubiger – ein Stimmrecht im nationalen politischen Prozess. Eine Schuldenrestrukturierung bei vor allem inländischer Verschuldung ist damit in erster Linie eine Umverteilung innerhalb verschiedener Gruppen eines Landes. Solch ein Schritt ist für eine Regierung weniger attraktiv als eine Restrukturierung bei ausländischer Verschuldung, die eine Umverteilung weg von ausländischen Gläubigern und zugunsten des Inlands darstellt.

Der Unterschied zwischen inländischer und ausländischer Staatsverschuldung könnte – neben ungleich hohen Staatsdefiziten – auch erklären, warum Italiens Staatsanleihen in der aktuellen Krise kaum unter Druck geraten sind, obwohl das Land gemessen am BIP einen wesentlich höheren Schuldenstand aufweist als Spanien oder Portugal. Anders als im Falle dieser beiden Länder wird das italienische Staatsdefi-

zit derzeit vorwiegend von inländischen Gläubigern finanziert. Das Leistungsbilanzdefizit des Landes ist dagegen verhältnismäßig gering.

Für die Beurteilung, wie nachhaltig ein Schuldenstand ist, lässt sich festhalten: Wenn Länder zu einer nachhaltigen Verschuldungssituation zurückkehren wollen, müssen sie zuvor übermäßige außenwirtschaftliche Ungleichgewichte abbauen. Ein Grund hierfür liegt darin, dass aus einer Überbewertungssituation heraus das Wirtschaftswachstum kaum Raten erreichen wird, die zur Sanierung der Staatsfinanzen nötig sind. Zudem ist nur ein kleinerer Schuldenstand überhaupt als tragfähig anzusehen, wenn große Außendefizite vorliegen.

Situation und Perspektiven der Problemstaaten

Neben Griechenland sind seit Anfang 2010 weitere Länder als »Pleitekandidaten« in die Diskussion geraten, insbesondere Spanien, Portugal, Irland und Italien. Um über sinnvolle Hilfsmaßnahmen entscheiden zu können, sollte zunächst die Solvenz- und Liquiditätslage der Länder untersucht werden.

Schuldenabbau in den Problemstaaten und Wirtschaftspolitik im Rest der Eurozone

Ob Mitgliedstaaten der Eurozone illiquide oder insolvent sind oder zu werden drohen, hängt von nationalen Konsolidierungs- und Reformbemühungen ebenso ab wie von der Entwicklung von Wirtschaftswachstum, Nachfrage und Inflation in der Eurozone. Dabei spielt die Wirtschaftspolitik der anderen Mitgliedstaaten eine wesentliche Rolle. Dieser Kontext bestimmt mit, ob ein ständiger Mechanismus für Verschuldungskrisen angewandt werden würde.

Für die Nachhaltigkeit einer Staatsverschuldung ist neben der Neuverschuldung das nominale Wirtschaftswachstum eines Landes ausschlaggebend.¹⁶ Bei einem solchen Wachstum von 5 Prozent pro Jahr könnte selbst ein hochverschuldetes Land wie Griechenland jedes Jahr ein Staatsdefizit von 3 Prozent des BIP produzieren und der Schuldenstand sänke trotzdem allmählich auf 60 Prozent des BIP (siehe Kasten). Bei einem nominalen Wachstum von nur einem Prozent dagegen stiege der Schuldenstand bei einem anhaltenden Defizit von 3 Prozent des BIP bis auf 300 Prozent des BIP.

Weil Wachstum und Schuldenentwicklung zusammenhängen, gibt es zwei direkte Mechanismen, die bewirken, dass der Erfolg der Konsolidierungsanstrengungen vor Ort von der Wirtschaftspolitik im Rest der Eurozone abhängt. Erstens würde ein kräftiges Nachfragewachstum in den Partnerländern auch die Exporte der Krisenländer ankurbeln und damit zu höheren realen Wachstumsraten führen. Zweitens bedeutet ein höheres Lohnwachstum in den Partnerländern, dass

die Krisenländer auch ohne massive Nominallohnkürzungen wieder an Wettbewerbsfähigkeit gewinnen und damit keine starke inländische Deflation notwendig ist. Da fallende Preise in den Sanierungsländern selbst bei konstanten realen Wachstumsraten zu niedrigerem nominalem Wachstum führen, erhöhen sie die Schuldenlast eines Landes und erschweren die Sanierung der Staatsfinanzen.

Um den Einfluss der Wirtschaftspolitik im Rest der Eurozone auf die Schuldenkonsolidierung der hochverschuldeten Länder abzubilden, wurde für diese Studie die Schuldendynamik in Portugal, Spanien und Griechenland simuliert, und zwar unter verschiedenen Annahmen für die Wirtschaftspolitik im Rest der Eurozone und vor allem den nördlichen Ländern mit schwachem Lohnwachstum und anhaltenden Leistungsbilanzüberschüssen.¹⁷ Für alle Szenarien wurden dabei folgende Grundannahmen getroffen:

- ▶ Die hochverschuldeten Länder unternehmen die im Frühjahr 2010 angekündigten Konsolidierungsanstrengungen. Die zur Konsolidierung der Haushalte notwendigen Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen sind politisch durchsetzbar und es kommt zu keinen nennenswerten Verzögerungen. Alle Länder erreichen bis 2013 ein Staatsdefizit von 3 Prozent. Danach werden die Defizite weiter verringert, bis die öffentlichen Budgets ausgeglichen sind.
- ▶ In den hochverschuldeten Ländern wird über Lohnzurückhaltung versucht, den relativen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit seit 1999 gegenüber dem Rest der Eurozone auszugleichen. Dabei wird davon ausgegangen, dass die relativen Lohnstückkosten um insgesamt 12 Prozent reduziert werden, wobei sie zunächst bis 2014 pro Jahr 1,5 Prozentpunkte hinter dem Zuwachs im Rest der Eurozone zurück-

¹⁷ Bei dieser Simulation blieben Italien und Irland außen vor. Italien wurde nicht berücksichtigt, weil nur wenig Konsolidierungsbedarf im Staatshaushalt besteht, um das Land auf den Pfad einer fallenden Schuldenquote zurückzubringen. Zudem ist Italiens Wettbewerbsfähigkeit deutlich weniger korrekturbedürftig als diejenige Spaniens, Portugals oder Griechenlands. Irland wurde vernachlässigt, weil der Verlust an Wettbewerbsfähigkeit bereits 2010 weitgehend korrigiert ist, wie aktuelle Schätzungen der EU-Kommission zeigen.

¹⁶ Für einen instruktiven Überblick über die Mathematik der Schuldendynamik siehe Ley, *Fiscal (and External) Sustainability* [wie Fn. 13].

Kasten**Schuldenarithmetik**

Der wichtigste Indikator für die Schuldenlast eines Landes ist die Verschuldung im Verhältnis zu seinem Bruttoinlandsprodukt. Anders als gemeinhin angenommen hängt die Entwicklung dieser Schuldenquote nicht nur von der aktuellen Neuverschuldung, sondern auch vom Wachstum der Volkswirtschaft ab. Wenn nämlich die Wirtschaft kräftig wächst, wird die Last der alten Schulden weniger drückend. Verkompliziert wird diese Dynamik dadurch, dass zusätzlich eine Inflation die Altschulden entwertet. Für die Nachhaltigkeit eines bestimmten Staatsdefizits ist damit neben der Neuverschuldung das *nominale* Wirtschaftswachstum relevant.

Möchte man nun errechnen, auf welchen Schuldenstand ein Land bei einer gegebenen jährlichen Defizitquote und einem gegebenen Wirtschaftswachstum zusteuert, so muss man dafür Differenzgleichungen heranziehen (vgl. Ley, *Fiscal (and External) Sustainability* [wie Fn. 13]). Während die Rechnungen für Nichtökonomern relativ schwer nachvollziehbar sind, ist das Ergebnis leicht zu interpretieren. Danach konvergiert der Schuldenstand in Abhängigkeit eines jährlichen Budgetdefizits b und einem nominalen Wirtschaftswachstum g zum folgenden Wert d^* :

$$d^* = \frac{b}{g}$$

Bei einem Staatsdefizit von 3 Prozent des BIP, wie es vom Maastricht-Vertrag vorgeschrieben ist, konvergiert damit der Schuldenstand genau auf 60 Prozent des BIP, wenn das nominale Wirtschaftswachstum 5 Prozent beträgt ($3\%/5\% = 0,6 = 60\%$). Interessant an der Formel ist, dass die Konvergenz unabhängig davon gilt, ob der Schuldenstand gegenwärtig über oder unter d^* liegt. Ist der Schuldenstand heute höher, wird er entsprechend sinken; ist er heute niedriger, wird er steigen.

Mit der obigen Formel kann man aber auch die Gefahr einer stagnierenden Wirtschaft oder einer Deflation demonstrieren: Stagniert das reale Wirtschaftswachstum bei Preisstabilität ($g = 0$), so kann sich ein Land mittel- und langfristig überhaupt kein Defizit leisten, ohne dass die Schuldenquote dauerhaft steigt. Fallen die Preise in einem Land um 2 Prozent (etwa um verlorene Wettbewerbsfähigkeit auszugleichen) und wächst die Wirtschaft real um 2 Prozent, so führt ebenfalls jedes noch so kleine Defizit zu mehr Schulden.

Mit dieser Formel lässt sich allerdings auch erklären, warum die griechische Schuldenquote vor der Krise sogar von etwa 110 Prozent auf rund 100 Prozent gefallen ist, obwohl das Land jedes Jahr den Stabilitäts- und Wachstumspakt verletzt hat: Das nominale Wachstum der griechischen Wirtschaft lag von 2002 bis 2007 bei rund 7 Prozent. Selbst bei Defiziten von bis zu 7 Prozent wäre damit die Schuldenquote zurückgegangen.

bleiben, danach einen Prozentpunkt bis 2020. Diese Senkung kann durch langsame Lohnerhöhungen oder stagnierende Nominallöhne erreicht werden, wenn die Löhne im Rest der Eurozone entsprechend steigen. Stagnieren die Nominallöhne im Rest der Eurozone, würde dies Einschnitte bei den Nominallöhnen in den Problemstaaten bedeuten.

- ▶ Für die einzelnen Länder wurden plausible mittelfristige Wachstumsszenarien zugrunde gelegt. Was Griechenland betrifft, wird von einer tiefen Rezession 2010 ausgegangen; auch für Spanien und Portugal wird angenommen, dass die Wirtschaftsleistung erneut schrumpft. Zudem wird damit gerechnet, dass die Länder aufgrund der verlorenen Wettbewerbsfähigkeit, der Probleme im Banken-

sektor und der anhaltenden Sparmaßnahmen erst Mitte des Jahrzehnts wieder zu moderatem Wachstum zurückkehren werden. Tabelle 2 im Anhang stellt die Wachstumsannahmen dar.

Im Vergleich zu einigen derzeit kursierenden Projektionen sind diese Annahmen eher optimistisch, was die Konsolidierungsanstrengungen angeht.¹⁸ Dagegen

¹⁸ Siehe etwa International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, Washington, D.C., April 2010, wo Spanien für 2011 noch ein Staatsdefizit von fast 10 Prozent und Griechenland von 9 Prozent vorhergesagt wird. Die enormen anhaltenden Defizite in den Prognosen offizieller Institutionen sind damit zu erklären, dass sie in der Regel auf der aktuellen Gesetzeslage basieren. Sparprogramme, die noch nicht von den nationalen Parlamenten verabschiedet wurden, gehen deshalb

sind die Wachstumsannahmen eher skeptischer als etwa in der Vorhersage der Europäischen Kommission, weil viele Prognosen die Effekte der neuesten Konsolidierungsprogramme noch nicht berücksichtigen. Treten allerdings neue Schwierigkeiten im Bankensektor eines der betroffenen Staaten auf, dürfte die Schuldenquote noch einmal stärker wachsen. Die Probleme bei den kleineren und mittleren Banken Spaniens etwa sind noch lange nicht gelöst. Es wäre möglich, dass die Konsolidierungsbemühungen politische Komplikationen bis hin zu Unruhen hervorrufen. In diesem Falle würde die Konsolidierung sich verzögern und das Wachstum beeinträchtigt. Damit würden auch die Schulden spürbar steigen.

Folgende Szenarien für die Wirtschaftspolitik¹⁹ im Rest der Eurozone wurden untersucht:

- ▶ Szenario A – verlängerter Status quo: Die nördlichen Überschussländer (Deutschland, Niederlande, Österreich, Finnland) verfolgen ihre Lohnpolitik aus den Jahren 2002 bis 2006 weiter; die anderen Länder schwenken auf diesen Pfad ein. Die Nominallöhne steigen etwa mit dem Produktivitätsfortschritt.
- ▶ Szenario B – Wende in der Lohnpolitik: Die Nominallöhne im Rest der Eurozone steigen künftig mit der nationalen Rate der Produktivität plus einem Zuschlag in einer Höhe, bei der die Lohnstückkosten der Eurozone insgesamt um 2 Prozent (dem Inflationsziel der EZB) pro Jahr zulegen. Während die Lohnstückkosten in Portugal, Spanien und Griechenland in diesem Szenario stagnieren, ergibt sich für die Eurozone außerhalb dieser Länder damit ein jährlicher Anstieg der Lohnstückkosten um etwa

nicht in die Projektionen ein. Da allerdings in allen wichtigen Euro-Ländern bereits Konsolidierungsprogramme angeschoben wurden, ist es angebracht, von einer stärkeren Konsolidierung auszugehen.

¹⁹ Wirtschaftspolitik wird hier als die Gesamtheit finanzpolitischer, lohnpolitischer und regulatorischer Maßnahmen verstanden, die in der Lage sind, den nationalen Trend von Lohnstückkosten und gesamtwirtschaftlicher Nachfrage zu beeinflussen. Dabei wird nicht notwendig unterstellt, dass die Regierung den Trend der Lohnstückkosten präzise steuern kann. Wichtig ist hier lediglich, dass es wirtschaftspolitische Instrumente gibt, die die Lohnstückkosten in die entsprechende Richtung bewegen. Diese Kosten können durchaus auch von finanzpolitischen Instrumenten beeinflusst werden, die zu stärkerer Konsumnachfrage und damit höherer Nachfrage nach Arbeit führen. Welche Instrumente dies sein könnten, erläutert Sebastian Dullien, »Divergences in EMU: Scope of the Problem and Policy Options«, in: *Intervention. European Journal of Economics and Economic Policies*, 6 (2009) 1, S. 24–32.

2,2 Prozent. In Szenario A und B gibt es keinen Wachstumsimpuls durch höhere Exportnachfrage aus dem Rest der Währungsunion. Zwar ist denkbar, dass ein solcher Impuls entsteht, wenn die Löhne im Rest der Eurozone deutlicher steigen. Allerdings ist in der Wissenschaft umstritten, wie stark dieser Impuls sein kann. Träte ein solcher Effekt ein, wäre der Unterschied beim Abbau des Schuldenstandes zwischen Szenario A und Szenario B noch größer als bereits jetzt.

- ▶ Szenario C – Wachstumsimpuls aus dem Norden: Wie Szenario B, allerdings erleben die fünf Problemländer zusätzlich einen Wachstumsimpuls aus dem Rest der Eurozone von einem Prozentpunkt für die Jahre 2011 bis 2014. Ein stärkeres Lohnwachstum in den weiteren Euro-Ländern könnte nicht nur die Anpassung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit verbessern, sondern auch zu positiven Nachfrage- und Wachstumseffekten führen. Alternativ könnte ein solches Szenario daher rühren, dass möglicherweise die Schuldenbremse in Deutschland weniger streng angewandt wird als ursprünglich gedacht und Länder wie Frankreich weniger stark konsolidieren als geplant.

In den unterschiedlichen Szenarien wurden einzig die direkten Auswirkungen auf das nominale Wachstum Portugals, Spaniens und Griechenlands untersucht. Die positiven Effekte einer Politik höherer Nominallohnsteigerungen dürften damit eher zu niedrig veranschlagt worden sein: Als indirekt positiver Effekt ist vermutlich zu erwarten, dass die Haushaltskonsolidierung bei etwas höherer Inflation leichter fällt, weil die kalte Progression die Steuereinnahmen steigen lässt. Zudem dürfte die Konsolidierung auch auf der Ausgabenseite erleichtert werden, weil eine niedrigere Schuldenquote geringere Zinszahlungen im Verhältnis zum BIP verspricht. Ein weiterer Effekt bestünde darin, dass ohne die strenge Deflationspolitik, die Szenario A (verlängerter Status quo) von den Südländern verlangen würde, auch das Risiko weiterer Probleme im Bankensektor verringert wird und damit das Wirtschaftswachstum in Szenario B und C höher ausfallen dürfte.

Schon bei diesen eher vorsichtigen Annahmen und ohne Berücksichtigung der indirekten Effekte ist der Einfluss der Wirtschaftspolitik im Rest der Eurozone auf die Schuldendynamik in den Problemländern beeindruckend: Eine kooperative Politik im Rest der Eurozone würde den Schuldenstand in Portugal, Spanien und Griechenland bis zum Ende des Jahrzehnts um fast 20 Prozentpunkte senken.

Wird die Wirtschaftspolitik im Rest der Währungsunion beibehalten (Szenario A), dürfte die griechische Schuldenquote selbst bei reibungsloser Umsetzung der Konsolidierungsprogramme 2017 fast 160 Prozent des Bruttoinlandsprodukts erreichen, bevor sie langsam wieder sinkt. Zwar gibt es einzelne Länder, die über längere Zeit mit solch hohen Schuldenständen lebten, allerdings liegt dieser Stand weit über dem Niveau, ab dem das Einstellen des Schuldendienstes sehr wahrscheinlich wird.²⁰ Schwierigkeiten beim Umsetzen der Konsolidierungsprogramme würden den griechischen Schuldenstand zweifellos in Bereiche drücken, die nicht mehr tragfähig sind.

Für Spanien würde 2017 ein Höchstwert von rund 90 Prozent des BIP erreicht, für Portugal im selben Jahr rund 115 Prozent. Diese Schuldenstände entsprechen dem, was etwa Italien oder Belgien innerhalb der EWU lange Zeit tragen konnten.

In Szenario B (stärkeres Lohnwachstum im Rest der Eurozone) steigt der Schuldenstand Griechenlands dagegen nicht über 142 Prozent und sinkt bereits 2014 wieder. Spaniens Schuldenstand erreicht maximal 79 Prozent. Der Schuldenstand Portugals würde bereits 2015 wieder fallen, derjenige Spaniens ab 2016. Griechenlands Schuldenhöchststand ist zwar beträchtlich, aber nicht untragbar. Belgien etwa erreichte im Jahr 1993 einen Schuldenstand von 140,8 Prozent des BIP, der sich bis 2007 – ohne Staatsbankrott – auf rund 88 Prozent verringerte. Italien hatte 1998 einen Schuldenstand von 132 Prozent des BIP, der trotz schwachen Wachstums bis 2007 auf 112 Prozent zurückging.

Szenario C (Wachstumsimpuls aus dem Norden) zeigt im Vergleich zu Szenario B vor allem einen etwas schnelleren Rückgang der Schuldenquote. Hier beginnt die Entspannung des Verhältnisses Staatsschulden zu BIP in Griechenland und Portugal bereits 2013, in Spanien 2014. Die Schuldenhöchststände bleiben zudem rund zwei Prozentpunkte hinter denen in Szenario B zurück.

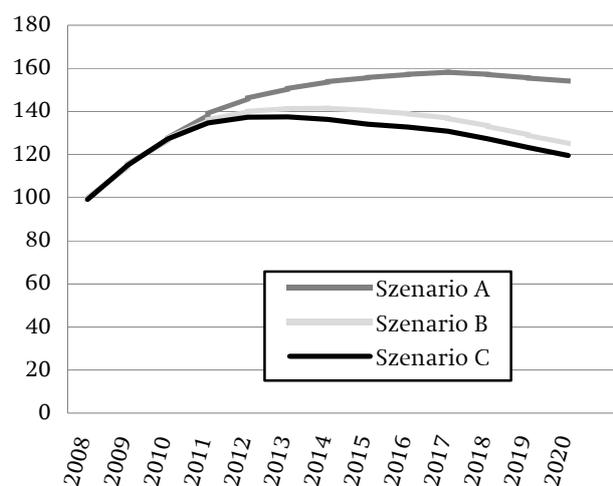
Griechenland

Die Modellrechnungen zeigen, dass die Finanzlage Griechenlands äußerst prekär ist, auch wenn nicht zwangsläufig ein Staatsbankrott eintreten muss.

²⁰ Vgl. Carmen M. Reinhart/Kenneth S. Rogoff, *This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton/Woodstock: Princeton University Press, 2009.

Handelt es sich aber bei Griechenlands Misere nun um Liquiditätsprobleme? Dafür spricht, dass Griechenland in den Jahren vor der Krise zwar große Defizite über der Maastricht-Grenze produziert hat, aber nicht notwendig jenseits eines nachhaltigen Schuldenpfades. Selbst bei einem nominalen BIP-Wachstum von nur 4 Prozent (2 Prozent real plus 2 Prozent Inflation) hätte Griechenland den bisherigen Schuldenstand von knapp über 100 Prozent des BIP mit einem permanenten Staatsdefizit von 4 Prozent des BIP halten können. Zudem ist die Staatsausgabenquote insbesondere in der Wirtschafts- und Finanzkrise stark gestiegen, während die Steuerquote, die schon vor der Krise nicht übermäßig hoch war, in deren Verlauf deutlich gefallen ist.²¹ Würden die Staatsausgaben auf das Vorkrisenniveau zurückgefahren und die Staatseinnahmen im Verhältnis zum BIP auf das durchschnittliche Niveau in der Eurozone angehoben, verschwände das Defizit weitgehend.²²

Abbildung 3
Schuldenquote Griechenlands (in % des BIP)

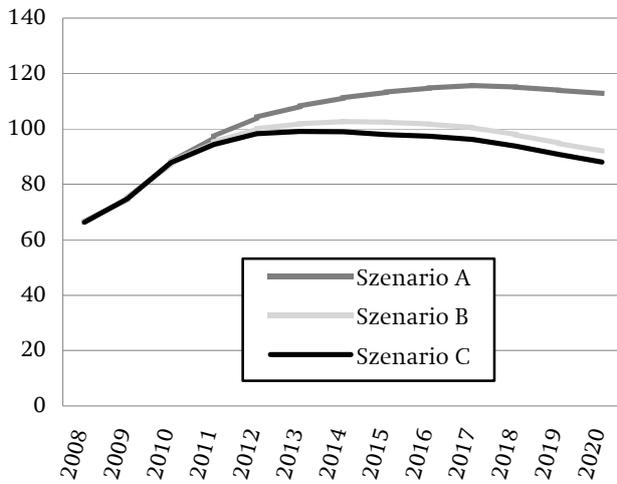


Quelle: eigene Berechnungen.

²¹ Griechenland befindet sich unter den EU-Ländern in einer außergewöhnlichen Situation: Vor der Krise war die Quote der gesamten Staatseinnahmen zum BIP mit knapp 40 Prozent nicht gerade niedrig, während die Quote der Steuern und Abgaben zum BIP mit etwas mehr als 30 Prozent innerhalb der EU am unteren Rand lag.

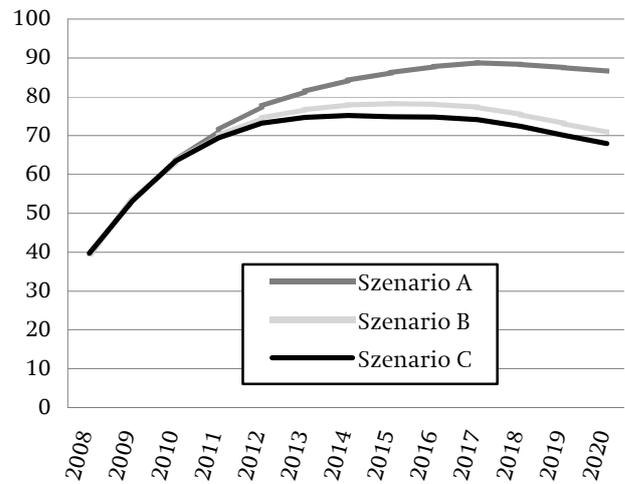
²² Sebastian Dullien, »Zahltag: Sebastian Dullien rechnet vor, dass eine schnelle Rettung Griechenlands nicht gelingen kann und Europa das Problem total unterschätzt«, in: *Capital*, (April 2010), S. 22.

Abbildung 4
Schuldenquote Portugals (in % des BIP)



Quelle: eigene Berechnungen.

Abbildung 5
Schuldenquote Spaniens (in % des BIP)



Quelle: eigene Berechnungen.

Bezieht man die gesamtwirtschaftlichen Folgen der wegen des großen Defizits notwendig gewordenen Konsolidierungspolitik ein, lässt sich allerdings auch begründen, dass Griechenland ein Solvenzproblem hat. Immer mehr Ökonomen vertreten diesen Standpunkt.²³ Wenn das Staatsdefizit von mehr als 12 Prozent des BIP 2009 auf 3 Prozent 2012 gesenkt wird, dürfte sich das nominale Bruttoinlandsprodukt wegen der negativen Rückkopplungseffekte (den sogenannten Multiplikatoreffekten) einer Budgetkonsolidierung auf die private wirtschaftliche Aktivität spürbar verringern, möglicherweise sogar stärker als in der oben beschriebenen Simulation. In diesem Fall wächst die Schuldenquote automatisch weiter. Schon im nicht übertrieben pessimistischen Szenario A steigen die Staatsschulden in den kommenden Jahren auf rund 160 Prozent des Bruttoinlandsprodukts.

Unter den aktuellen Rahmenbedingungen stehen Griechenlands Chancen schlecht, aus der Krise herauszuwachsen, weil es seine Wettbewerbsfähigkeit aus eigener Kraft kaum verbessern kann. Eine Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit ist mit Lohndeflation verbunden und kann Schwierigkeiten im Finanzsektor und weitere Wachstumseinbußen verursachen. Infolgedessen könnte auch die Schuldenquote wachsen.

Verzögert sich der Konsolidierungsprozess, etwa aufgrund der sozialen und politischen Folgen der

Rezession, oder springt der Export trotz realer Abwertung nur schleppend an, sind Schuldenstände von fast 200 Prozent des Bruttoinlandsprodukts denkbar. Bei einem normalen Zinsniveau von rund 5 Prozent fräße der Schuldendienst dann 20–25 Prozent des Staatshaushaltes auf, bei steigenden Zinsen wüchse der Anteil entsprechend. Diese Last kann Griechenland aus politischer, ökonomischer und sozialer Sicht auf Dauer kaum schultern. Kurz ausgedrückt: Einiges deutet darauf hin, dass Griechenland bei unveränderter Wirtschaftspolitik im Rest der Eurozone insolvent, sonst nur illiquide ist.

Zu bedenken ist, dass ein Großteil der griechischen Staatsverschuldung von Ausländern gehalten wird. Würde die Regierung den Schuldendienst einstellen, was bei einer Zuspitzung der Situation im Land zu einer politischen Option werden kann, hätte sie weniger innenpolitische Kosten zu gewärtigen, als wenn die Papiere in erster Linie von Griechen gehalten würden. Umso dringender ist für die EU die Frage, wie sie damit umginge, wenn Griechenland nach Auslaufen des Rettungspakets erneut Schwierigkeiten hat, sich an den Märkten zu refinanzieren.

Im Vergleich: Spanien, Portugal, Italien, Irland

Im Vergleich mit den anderen hochverschuldeten Staaten steht Griechenland am schlechtesten da,

²³ Siehe zum Beispiel Nouriel Roubini, »Greece's Best Option Is an Orderly Default«, in: *Financial Times*, 29.6.2010.

Tabelle 1
Budgetsalden, Staatsschulden und Leistungsbilanzsalden
der fünf Problemländer 2007–2010 (in % des BIP)

<i>Budgetsaldo</i>	2007	2008	2009	2010
Griechenland	-5,1	-7,7	-13,6	-9,3
Irland	0,1	-7,3	-14,3	-11,7
Portugal	-2,6	-2,8	-9,4	-8,5
Spanien	1,9	-4,1	-11,2	-9,8
Italien	-1,5	-2,7	-5,3	-5,3
<i>Öffentlicher Schuldenstand</i>	2007	2008	2009	2010
Griechenland	95,7	99,2	115,1	124,9
Irland	25	43,9	64	77,3
Portugal	63,6	66,3	76,8	85,8
Spanien	36,2	39,7	53,2	64,9
Italien	103,5	106,1	115,8	118,2
<i>Leistungsbilanzsaldo</i>	2007	2008	2009	2010
Griechenland	-14,7	-13,8	-13,1	-10,3
Irland	-5,3	-5,2	-2,9	-0,9
Portugal	-9,8	-12,1	-10,5	-10,1
Spanien	-10	-9,5	-5,1	-4,6
Italien	-1,8	-3,1	-3,2	-3,2

Quelle: European Economic Forecast, Frühling 2010,
 <http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/forecasts/2010_spring_forecast_en.htm>.
 Zahlen für 2010 sind Prognose.

denn alle Indikatoren zur Staats- und Auslandsverschuldung weisen die prekäre Situation des Landes aus. In Portugal, Spanien und Irland dagegen ist der öffentliche Schuldenstand noch verhältnismäßig niedrig, auch wenn er in den vergangenen Jahren ebenfalls rapide gestiegen ist. Italien hat zwar hohe Schulden, dafür ist das Staatsdefizit nur etwa halb so groß wie in den anderen vier Staaten. Zudem deutet die Kombination mit einem moderaten Leistungsbilanzdefizit darauf hin, dass Italiens Regierung ihren Finanzierungsbedarf in erster Linie durch inländische Investoren decken kann.

Irlands Situation sieht am solidesten aus. Wohl gibt es auch hier enorme Staatsdefizite, doch der Schuldenstand ist noch moderat und die Leistungsbilanzposition lässt nicht auf anhaltende gravierende Probleme mit der Auslandsverschuldung oder mangelnde Wettbewerbsfähigkeit schließen. Vor allem Irlands Leistungsbilanzposition hat sich deutlich verbessert. Nach den Berechnungen der Europäischen Kommission dürfte die preisliche Wettbewerbsfähigkeit des Landes

schon 2011 nahe an das Niveau zum Zeitpunkt des Euro-Beitritts herankommen.

Kurzfristig am labilsten erscheint damit Portugal, gefolgt von Spanien. Die langfristige Solvenzsituation beider Länder ist jedoch wesentlich besser als diejenige Griechenlands, wie die Modellrechnungen gezeigt haben. Portugals Konsolidierungsbedarf ist angesichts des kleineren Staatsdefizits erheblich geringer als der Griechenlands, der spanische Schuldenstand spürbar niedriger als der griechische. Dennoch befinden sich beide Länder auf einem nicht-nachhaltigen Pfad der Staatsverschuldung mit großem unmittelbarem Finanzierungsbedarf für ihre Staatshaushalte.

Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass diese Länder tatsächlich in Zahlungsschwierigkeiten geraten, wenn sich die Marktwahrnehmung verschlechtert und die Risikoprämien auf die Staatsanleihen steigen. Portugal und Spanien sind daher anfällig für sich selbst erfüllende Finanzkrisen. Ähnliches gilt für Irland, zumindest bis das Defizit auf ein Niveau gesunken ist, das keine größeren Bondemissionen mehr nötig macht. Obwohl Italien wegen seines hohen

Schuldenstandes lange als Kandidat für eine Schuldenkrise galt, sehen die Staatsschulden im Vergleich zu den anderen Krisenländern verhältnismäßig stabil aus: Das Defizit ist recht klein, der unmittelbare Finanzierungsbedarf deshalb gering. Außerdem deutet das moderate Leistungsbilanzdefizit auf weniger Probleme mit der internationalen Wettbewerbsfähigkeit hin und zeigt, dass die italienischen Staatsschulden vor allem im Inland finanziert werden.

Die Szenarien und Länderbeispiele verdeutlichen, dass die Konsolidierungsaussichten in den Problemstaaten nicht nur von den Sparanstrengungen der jeweiligen Regierung abhängen, sondern auch von der Politik in den anderen Mitgliedstaaten. Bislang zeichnet sich nicht ab, dass die Überschussländer eine Politik betreiben möchten, mit der sie selbst einen Abbau der Ungleichgewichte fördern würden. Vielmehr sehen diese Länder klar die Defizitstaaten in der Pflicht, ihre Lohnstückkosten zu senken und damit ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit zu steigern.²⁴

Ein Grund dafür ist, dass die Regierungen die Lohnsetzung in der Privatwirtschaft nur begrenzt beeinflussen können, etwa durch Mindestlöhne und Allgemeinverbindlichkeitserklärungen. Überdies ist eine solche Praxis in Deutschland sowohl in den Regierungsparteien als auch in der Opposition höchst umstritten. Fiskalische Anreize zu mehr Konsum sind unwahrscheinlich, weil ab 2011 die Schuldenbremse greift. Ebenso wenig zu erwarten ist, dass die Verbraucher entlastet und dafür die Unternehmen stärker besteuert werden. Damit ist das Status-quo-Szenario A, in dem Illiquidität von Problemstaaten zu Insolvenz wird, eine Option. In diesem Fall müssten Kredite umgeschuldet werden, was den Überschussländern insbesondere bei einem ungeordneten Verfahren (siehe unten) weitere Kosten verursachen würde. Außerdem wäre dies eine große politische Belastungsprobe für die betroffene Regierung und die Europäische Union.

Ein ständiges Instrumentarium zum Umgang mit Verschuldungskrisen würde helfen, solch einen Fall praktisch zu lösen, ohne sich unter dem Druck der Finanzmärkte in langwierigen Verhandlungen und Ratifizierungsprozeduren aufzureiben.

²⁴ Vgl. z.B. die deutsche Position zur Koordinierung der Wirtschaftspolitik im Vorfeld der ersten Sitzung der Van Rompuy-Task-Force: »Wir brauchen eine verstärkte Koordinierung mit großer Sichtbarkeit und einer Konzentration auf wettbewerbsschwache Mitgliedstaaten.« Bundesministerium der Finanzen, »Neue Europäische Taskforce« [wie Fn. 4].

Bewertung der bisherigen Maßnahmen

Das 110-Milliarden-Euro-Griechenland-Paket

Vor der Krise war häufig zu vernehmen, die EU-Staaten sollten Griechenland ihre Hilfe verweigern. Eine Zahlungsunfähigkeit sei auch ohne EU-Hilfspaket unwahrscheinlich oder ein möglicher Bankrott werde keine unkontrollierbaren negativen Auswirkungen haben, weder auf EU-Länder wie Portugal und Spanien noch auf das Bankensystem weiterer Mitgliedstaaten.²⁵

Angesichts der Marktbewegungen in der letzten April- und ersten Maiwoche 2010 aber verlor diese Position in der Diskussion an Gewicht. In dieser Zeit waren die Risikoprämien auf portugiesische und spanische Staatsanleihen bereits rapide in die Höhe geschossen. Hätten sich die Prämien dauerhaft auf diesem Niveau stabilisiert, wäre die Refinanzierung auslaufender Schuldtitel extrem teuer geworden. Damit wären die Budgetdefizite der betroffenen Staaten weiter gewachsen. Einen kurzfristigen, vorübergehenden Anstieg der Risikoprämien könnten diese Länder durchaus bewältigen, da die Prämien lediglich die Renditen auf den Sekundärmärkten widerspiegeln. Bei einem nachhaltigen Anstieg dagegen müssten die Regierungen sich zu den höheren Zinsen Kapital leihen, um fällige Schuldtitel abzulösen und ihre Staatsausgaben zu bestreiten. Mit anderen Worten: Der Schuldendienst würde deutlich kostspieliger.

Eine Zahlungsunfähigkeit Griechenlands hätte unter gegebenen Bedingungen unmittelbar große Zahlungsprobleme bei anderen Euro-Staaten hervorgerufen. Da die Kreditvolumina des IWF, die von den nationalen IWF-Quoten abhängen, zu klein gewesen wären, hätten die Euro-Partner mit wesentlich größeren Summen einspringen müssen, um die Zahlungsunfähigkeit der anderen Länder zu verhindern.

Ein großflächiger Staatsbankrott im Süden Europas dagegen wäre für das europäische Bankensystem noch verhängnisvoller gewesen, zumal dessen Kapitalposi-

tion nach der US-Subprime-Hypothekenkrise ohnehin geschwächt ist. Zu den direkten Kreditausfällen aus der Abschreibung auf die Staatsanleihen wären die indirekten Ausfälle aus den Krediten an Banken in Griechenland, Portugal und Spanien gekommen, die größere Bestände ihrer nationalen Bonds halten. Mehr noch: Auch spanische, portugiesische und griechische Unternehmen wären nicht imstande gewesen zu zahlen, wenn sie ihre Forderungen gegenüber ihrem öffentlichen Sektor nicht hätten eintreiben können.

Freilich hätte man sich auf den Standpunkt stellen können, das Finanzsystem müsse auch die Pleite eines kleinen EU-Staates verkraften können und im schlimmsten Fall müssten einzelne, in Bedrängnis geratene Banken geschlossen oder verstaatlicht werden. Ordnungspolitisch ist gegen ein solches Argument wenig einzuwenden. Allerdings zeigt die Erfahrung mit der jüngsten Finanzkrise, dass man damit vorsichtig sein muss. Eine ähnliche Haltung steckte 2009 hinter der Entscheidung der US-amerikanischen Politiker und Aufsichtsbehörden, Lehman Brothers pleitegehen zu lassen.²⁶ Anders als erhofft aber verunsicherte dieser Bankrott die Finanzmarktteilnehmer enorm. Der Markt für Interbankenkredite trocknete für Monate fast vollständig aus, weil nicht klar war, welche Banken noch solvent waren und ob geliehene Gelder zurückgezahlt würden. Angesichts enger Verknüpfungen der Banken und Volkswirtschaften der Eurozone untereinander wäre eine ähnliche Entwicklung auch in Europa zu befürchten gewesen.

Kommt man also zu dem Schluss, dass mangels Alternative ein Griechenland-Hilfspaket notwendig war, sollte überprüft werden, ob dessen Details langfristig Sinn ergeben. Auf diese Weise könnten kommende Herausforderungen besser analysiert werden.

Nach der Theorie sich selbst erfüllender Finanzkrisen muss ein erfolgreiches Hilfspaket für illiquide, aber langfristig solvente Staaten die Erwartungen der Marktteilnehmer so stabilisieren, dass Sorgen um eine Zahlungsunfähigkeit ausgeräumt werden.

²⁵ Siehe z.B. Henrik Enderlein, »Griechenland muss sich selbst helfen«, in: *Süddeutsche Zeitung*, 9.3.2010, S. 2; Heribert Dieter, *Die internationalen Finanzmärkte stellen die Eurozone auf die Probe. Risiken einer Rettungsaktion für Athen*, Berlin: Stiftung Wissenschaft und Politik, Februar 2010 (SWP-Aktuell 19/2010).

²⁶ Hinzu kam das juristische Problem, dass das US-Finanzministerium ohne Zustimmung des US-Kongresses keine Handhabe gehabt hätte, Lehman Brothers zu retten. Vgl. Hank Paulson, *On the Brink*, London: Headline Publishing Group, 2010.

- ▶ Das Hilfspaket muss schnell bereitstehen, damit der marktgetriebene Anstieg der Renditen die Finanzlage des betroffenen Landes nicht weiter verschlechtert.
- ▶ Die Kreditlinie muss groß genug sein, um den Finanzierungsbedarf für das betroffene Land auf absehbare Zeit zu decken.
- ▶ Die Kreditlinie muss unmissverständlich und klar benannt werden, um Spekulationen über die tatsächliche Zahlung des Kredits auszuschließen.

Was Griechenland betrifft, ist nicht abschließend geklärt, ob das Land ein Liquiditäts- oder ein Solvenzproblem hat. Selbst wenn man Ersteres annimmt, muss festgestellt werden, dass das Verfahren zur Verabschiedung der Griechenlandhilfe nicht den oben gesetzten Anforderungen entsprach. Von den drei Kriterien ist bestenfalls das erste erfüllt: Das Hilfspaket wurde rechtzeitig auf den Weg gebracht, bevor Griechenland einen beträchtlichen Teil der Staatsschuld zu Zinsen von mehr als 10 Prozent refinanzieren musste. Ohne Hilfen wäre dies wohl Anfang Mai der Fall gewesen. Den beiden anderen Bedingungen wurde dagegen nur teilweise Genüge getan. Zwar hat die Kreditlinie, bereitgestellt von IWF und EU-Partnern, ein Volumen von 110 Milliarden Euro bis 2013, doch in ersten Analysen wurde bereits ein Finanzierungsbedarf von bis zu 150 Milliarden Euro genannt.²⁷ Überdies konnten internationale Investoren mit nur begrenzter Kenntnis der deutschen politischen Institutionen vorab schwer einschätzen, ob der Kredit etwa vom Bundestag verabschiedet und vom Bundesverfassungsgericht zugelassen werden würde. Daher war eine ganze Weile lang nicht klar, ob das Hilfspaket ausreichen würde, die Staatsfinanzen zu stabilisieren.

Vertritt man die Auffassung, dass Griechenland langfristig insolvent ist, hätte es keine Überbrückungskredite geben dürfen.²⁸ Sie würden keinerlei Beitrag zur Sanierung der griechischen Staatsfinanzen leisten, sondern nur den unausweichlichen Staatsbankrott hinausschieben und den unterstützenden EU-Partnern Kosten verursachen. Allerdings gibt es derzeit kein Verfahren für die geordnete Insolvenz eines Staates in der Eurozone. Ein Zahlungsausfall Griechenlands dürfte deshalb die Finanzmärkte erheblich irritieren. Es bestünde die Gefahr, dass die Anleihekurse rapide

²⁷ Siehe etwa Timo Pache, »Hilfen für Hellas sind auf dem Weg«, in: *Financial Times Deutschland*, 10.5.2010, S. 3.

²⁸ Siehe hierzu Dieter, *Die internationalen Finanzmärkte stellen die Eurozone auf die Probe* [wie Fn. 25].

sinken. Damit könnten nicht nur griechische, sondern auch Banken in anderen EU-Ländern wegen der »mark to market«-Vorschriften²⁹ der Buchhaltung in die Insolvenz getrieben werden. Aus dieser Perspektive wäre ein Hilfspaket, das das Unabwendbare nur verzögert, trotzdem sinnvoll – wenn die gewonnene Zeit dafür genutzt wird, einen Rechtsrahmen für geregelte Staatsinsolvenzen zu schaffen.

Die Lage in Portugal und Spanien war ein weiteres Argument für das Griechenland-Hilfspaket: Es könne den Glauben der Investoren stärken, dass Spanien und Portugal im Ernstfall einen ähnlichen Kredit zur Verfügung gestellt bekämen.

Im Nachgang zum Griechenlandbeschluss zeigte sich jedoch, dass die erhoffte Marktberuhigung nicht eintrat. Die Lage an den Finanzmärkten spitzte sich am 7. Mai 2010 dramatisch zu: Die Zinsdifferenzen zwischen griechischen, portugiesischen, spanischen und irischen gegenüber deutschen Staatsanleihen erreichten neue Höchststände. Die Kosten für die Versicherung gegen Zahlungsausfälle auf Anleihen der Problemländer stiegen drastisch an, was als Hinweis darauf gewertet wurde, dass genau auf diesen Ausfall spekuliert wurde. An der New Yorker Börse gingen die Umsätze nicht nur bei Griechenland-Bonds und Anleihen anderer südlicher Länder der Währungsunion stark zurück, sondern auch beim Handel mit französischen Staatstiteln. Laut Bundesbankpräsident Weber waren Bundesanleihen am Nachmittag des 7. Mai in New York die einzigen Staatstitel, die noch ohne Einschränkung handelbar waren.³⁰ Schließlich wurden Staatsanleihen der betroffenen Eurozonenländer von Banken teilweise nicht mehr als Sicherheiten bei der Kreditvergabe akzeptiert.³¹ Der Geldmarkt drohte

²⁹ Unter »mark to market« versteht man die Buchhaltungsregel, nach der Wertpapiere zum aktuellen Marktwert bilanziert werden müssen. Unter dieser Regel haben Kursverluste unmittelbar Einfluss auf die Eigenkapitalposition derjenigen Banken, die betroffene Staatspapiere halten.

³⁰ Siehe Äußerungen von Axel Weber in der Anhörung des Haushaltsausschusses am 19.5.2010, Stenographisches Protokoll, 21. Sitzung, Protokoll 17/21, <http://www.bundestag.de/bundestag/ausschuesse17/a08/anhoeerungen/Stabilisierungsmechanismus/021_Protokoll.pdf> (Zugriff am 26.5.2010).

³¹ Siehe die Ausführungen zur Frage »War die Notwendigkeit weiterer Maßnahmen nicht bereits absehbar, als das Gesetz zur Ermächtigung der Nothilfen für Griechenland in Bundestag und Bundesrat verabschiedet wurde?«, in: Bundesministerium der Finanzen, »So soll die gemeinsame Währung stabilisiert werden. Mitgliedstaaten beschließen umfangreiches Maßnahmenpaket«, 18.5.2010, <http://www.bundesfinanzministerium.de/nrnn_53524/DE/Wirtschaft_und__Verwaltung/Finanz_und__Wirtschaftspolitik/20100518_FAQ-Mass>

auszutrocknen, da Banken sich angesichts dieser Unsicherheit kaum noch Geld liehen. Bankenzusammenbrüche rückten gefährlich nahe. Drastische Kursverluste an den Börsen folgten, insbesondere für Finanzwerte.

Der 750-Milliarden-Euro-Schutzschirm

Infolge dieser Krise wurde der 750-Milliarden-Euro-Schutzschirm beschlossen, der allen EU-Staaten Kredite und Kreditgarantien zur Verfügung stellt. Er erfüllt die oben genannten Kriterien weitaus besser als die Griechenlandhilfe. Der Rettungsschirm besteht aus vier Komponenten:

- ▶ Bereitstellung von 60 Milliarden Euro im Rahmen eines Notfallfonds, der vom EU-Haushalt garantiert wird.
- ▶ Aufbau einer Zweckgesellschaft, die mit Haftung der Euro-Staaten 440 Milliarden Euro am Kapitalmarkt aufnehmen und Staaten mit Finanzierungsproblemen Überbrückungskredite gewähren kann.
- ▶ Mittel des Internationalen Währungsfonds in Höhe von 250 Milliarden Euro.
- ▶ Bereitschaft der Europäischen Zentralbank, Anleihen von Euro-Staaten aufzukaufen, um Finanzierungsbedingungen zu stabilisieren.

Wendet man die drei Kriterien für einen erfolgreichen Überbrückungskredit an, kann dieses Paket als grundsätzlich gelungen beurteilt werden. Mit dem Volumen von 750 Milliarden Euro ist es groß genug, um über die nächsten Jahre die Finanzierungsanforderungen der beiden besonders gefährdeten Länder Portugal und Spanien zu decken. Weil die EZB bereit ist, unmittelbar am Anleihemarkt zu intervenieren, müssen sich die betroffenen Staaten zunächst nicht mit überhöhten Zinssätzen refinanzieren.

Außerdem ist es unter normalen Bedingungen realistisch, die portugiesischen und spanischen Staatsfinanzen zu sanieren. Der Schuldenstand würde selbst im schlimmsten Fall nicht auf ein Niveau steigen, das Griechenland bereits erreicht hat. Diese Staaten sind deshalb nicht als insolvent einzustufen. Bei ihnen kann ein Hilfspaket wie der Rettungsschirm genauso wirkungsvoll sein wie der IWF-Kredit 2002 für Brasilien.

Rückblickend könnte man ins Feld führen, man hätte zuerst den 750-Milliarden-Euro-Schutzschirm für Spanien und Portugal beschließen sollen, damit der

griechische Bankrott nicht andere Länder ansteckt, und daraufhin Griechenland in eine ungeordnete Staatsinsolvenz laufen lassen sollen. Dieses Argument hat jedoch zwei Schwächen: Zum einen wäre ein solches Manöver höchst riskant gewesen, da die Reaktion der Finanzmärkte nur schwer absehbar gewesen wäre und ohne weiteres neue Verwerfungen am Interbankenmarkt wie nach der Pleite von Lehman Brothers hätten auftreten können. Zum anderen wird die politische Dynamik übersehen: Ohne die Marktreaktionen, die die Unzulänglichkeiten des Griechenland-Pakets sichtbar machten, wäre der 750-Milliarden-Euro-Schutzschirm wohl kaum zustande gekommen. Der Widerstand gegen die Griechenlandhilfe war vor allem in Deutschland groß. Nur die dramatischen Marktentwicklungen in der Woche bis zum 7. Mai 2010 bewegten die Bundesregierung, einem noch größeren Rettungspaket zuzustimmen.

Schlussfolgerungen für künftige Maßnahmen

Kurzfristig gab es im Mai 2010 keine ökonomisch und politisch sinnvolle Alternative zum 110-Milliarden-Euro-Griechenland-Paket und zum 750-Milliarden-Euro-Schutzschirm für die Währungsunion, den die Finanzminister der Eurozone am 9. Mai 2010 aufspannten. Allerdings hat der damit ad hoc entstandene Rahmen für weitere Hilfskredite eine Reihe von Mängeln:

- ▶ Der Schutzschirm ist auf drei Jahre ausgelegt, zusätzlich Laufzeit der in dieser Zeitspanne vergebenen Kredite und Garantien. Zwar ist zu hoffen, dass die Schuldenproblematik bis dahin weitgehend unter Kontrolle ist, doch künftige Schuldenkrisen in der Eurozone sind nicht auszuschließen. Für diese Situationen, bei negativer Wirtschaftsentwicklung eventuell sogar schon beim Auslaufen des bisherigen Schutzschirmes, wird eine neue, dauerhafte Lösung benötigt.
- ▶ Es wird nicht zwischen insolventen und lediglich illiquiden Staaten unterschieden. Deshalb könnten womöglich Kredite an insolvente Länder vergeben werden, die damit private Gläubiger auslösen. Dies wäre ein faktischer Bail-out privater Gläubiger auf Kosten der anderen EWU-Staaten, ohne die Schuldenprobleme der betroffenen Staaten zu lösen.
- ▶ Es besteht die Gefahr des Moral Hazard, wenn einzelne Länder zu einfach und schmerzlos Hilfskredite erhalten, insbesondere in Kombination mit der neuen Politik der Europäischen Zentralbank, Staats-

nahmenpaket.html#5> (Zugriff am 26.5.2010).

anleihen von Mitgliedstaaten aufzukaufen. Selbst wenn die Bedingungen restriktiv genug sind, um Moral Hazard zu vermeiden, können die Finanzmarktteilnehmer dies anders wahrnehmen. Sie könnten dann aus Sorge vor den Belastungen aus dem Hilfsfonds auch die Anleihen anderer Euro-Länder verkaufen.

Marktreaktionen deuten darauf hin, dass nicht nur Spekulation, sondern auch ein Abzug von langfristig orientiertem Kapital aus der Eurozone Druck auf die Wechselkurse sowie die Bond- und Aktienmärkte ausübt. Langfristig denkende Anleger haben ein deutlich größeres Interesse an einer Reform der Governance-Mechanismen der Eurozone entwickelt. Ständige Instrumente zur Prävention und Bekämpfung von Verschuldungskrisen wären ein wichtiger Bestandteil des neuen Governance-Rahmens.

Zweifellos sind nach Auslaufen des Schutzschirms auch andere Herangehensweisen an eventuelle Liquiditäts- und Solvenzkrise von Eurozonenstaaten denkbar. Teilweise wurden diese Ideen schon als Alternativen zum Rettungspaket für Griechenland diskutiert.

Alternativen zu einem ständigen Krisenmechanismus

Rückkehr zur Laisser-Aller-EWU

Theoretisch könnte die EU nach Ende des Rettungsschirms im Notfall Hilfsmaßnahmen erneut ad hoc in die Wege leiten. Damit könnte sie allerdings auf den Widerstand einzelner Regierungen stoßen, sei es aufgrund systematischer Bedenken, sei es wegen innenpolitischen Drucks. In Deutschland beispielsweise finden spätestens im Oktober 2013 Bundestagswahlen statt. Rettungspakete während eines Bundeswahlkampfes zu beschließen dürfte schwierig werden und die Marktteilnehmer könnten in einer solchen Situation panisch reagieren. Die weniger wettbewerbsfähigen Länder werden in dieser Zeit voraussichtlich eine Phase hoher Arbeitslosigkeit und anhaltend niedrigen Wirtschaftswachstums erleben, was die Konsolidierung der eigenen Haushalte erschwert und die Bereitschaft senkt, Risiken anderer Staaten zu übernehmen.

Diese Situation, ohne ständigen Krisenmechanismus eine akute Zahlungskrise managen zu müssen, erinnert an die Zeit der Unsicherheit, ob das Rettungsversprechen des informellen Rats vom 11. Februar 2010 auch eingelöst werden würde. Allerdings dürften die Marktteilnehmer noch sensibler reagieren als

damals. Erneut könnten Spekulation und der Abzug von Kapital die Anleihen einzelner Mitgliedstaaten unter Druck setzen, wie am 9. Mai 2010 unmittelbar vor Verabschiedung des Schutzschirms. Dann stünde zu befürchten, dass die nationalen Parlamente wiederum im Eilverfahren über Milliardenpakete entscheiden müssten. Nicht nur neuer Unmut über die Entscheidungsstrukturen in der EU wäre die Folge. Vielmehr liefe man Gefahr, dass einzelne Länder den Rettungsmechanismus aus innenpolitischen Motiven torpedieren und damit sich selbst erfüllende Finanzkrisen auslösen. Ohne Verfahren für die geordnete Insolvenz eines Landes könnte sich die EU schleichend in eine Transferunion für insolvente Mitgliedstaaten verwandeln.

Die Alternative hieße, ein Land mit Zahlungsschwierigkeiten in einen ungeordneten Bankrott schlittern zu lassen. Für die Beziehungen zwischen den Mitgliedstaaten und die Glaubwürdigkeit von Euro und EU insgesamt wäre dies allerdings eine schwere Belastungsprobe. In dem hilfeschreitenden Land selbst würde Kritik an der EU laut werden, vor allem wenn es über Jahre Konsolidierungs- und Reformpakete umgesetzt hat, die von EU und IWF vorgegeben wurden und obendrein womöglich das Wachstum beeinträchtigten. In den anderen Ländern dürfte eine Staatspleite die Bankensysteme und all jene Unternehmen in Mitleidenschaft ziehen, die Kunden oder Zulieferer in dem bankrotten Land haben.

Hilferuf an den IWF

Sollte die EU einen zahlungsunfähigen Mitgliedstaat sich selbst überlassen, könnte dieser unilateral den Internationalen Währungsfonds um Hilfe bitten. Dieses Vorgehen wurde im Winter 2009/10 auch für Griechenland diskutiert. Vorteilhaft daran wäre, dass andere Eurozonenstaaten, die selbst mit hohen Defiziten kämpfen, keine Kreditgarantien übernehmen und keine direkten Kredite mehr vergeben müssten und so politisch und wirtschaftlich nicht weiter belastet würden. Der IWF würde die Konditionalität mit den Empfängerstaaten aushandeln und durchsetzen. Die Europäische Kommission wäre von dieser heiklen Aufgabe entbunden und eventuelle Kritik der Bevölkerung eines betroffenen Landes an den Bedingungen würde sich gegen den IWF richten. Außerdem müsste die EU keine neuen Wege finden, um Geld an den Finanzmärkten aufzunehmen. Der No-Bail-out-Grundsatz des EU-Vertrags würde ohne jeden Zweifel

respektiert. Überdies würde sich das Risiko verringern, dass die öffentliche Meinung weitere Hilfspakete ablehnt und die Zustimmung zur EU insgesamt sinkt. Schon in der Griechenlandkrise haben Umfragen gezeigt, dass die Bevölkerung mehrheitlich dagegen ist, für Notsituationen zu zahlen, deren Ursache im politischen Versäumnis der jeweiligen Regierung gesehen wird.³²

Allerdings ist die Bilanz des IWF als Kreditgeber nicht unumstritten, wenn es darum ging, Länder in festen Wechselkursregimen finanziell zu sanieren. Im Falle Argentiniens gelang es dem Fonds nicht, den öffentlichen Schuldenstand zu stabilisieren. Das Sparprogramm trieb das Land weiter in die Rezession, bis schließlich der ungeordnete Staatsbankrott unausweichlich wurde.³³

Ungewiss ist außerdem, ob der IWF überhaupt genug Kredite zur Verfügung stellen würde, um Liquiditätsengpässe zu überbrücken. Ginge man nach den bisherigen Regeln vor, die Kredite des IWF im Verhältnis zu den IWF-Quoten eines Landes zu begrenzen, könnte kein Land der Eurozone mit ausreichenden Hilfskrediten rechnen. Die möglichen 30 Milliarden Euro des IWF für Griechenland hätten den Finanzierungsbedarf der kommenden Jahre nicht annähernd decken können. Mit unzureichenden Mitteln des IWF eine Finanzkrise zu bekämpfen könnte die Schuldenlast steigern, ohne eine sich selbst erfüllende Finanzkrise zu verhindern. Auch könnten ungenügende Kreditzusagen exzessive Sparanstrengungen bewirken, die am Ende eine tiefe Rezession verursachen. Sie hätte nicht nur negative Folgen für das betroffene Land, sondern auch für die Handelspartner.

Ungeordneter Staatsbankrott in der EWU

Selbst die Hilfe des IWF kann daher nicht garantieren, dass ein ungeordneter Staatsbankrott ausbleibt. Befürworter eines solchen Bankrotts argumentieren, das Risiko verhindere bei Regierungen und Marktteilnehmern Moral-Hazard-Probleme, die sich aus Hilfskredi-

ten ergeben würden. Der Reformdruck sei hoch, die Rolle der Marktkräfte als Disziplinierungsinstrument gestärkt.

Ohne umfassenden Mechanismus für ein Krisenmanagement könnte sich eine Schuldenumstrukturierung allerdings lange hinziehen. Weil Anleger sich über längere Zeit nicht sicher sein können, wie viel ihre Forderungen gegen das betroffene Land wert sind, dürften die Staatsanleihen mit einem signifikanten Abschlag gehandelt oder die Märkte für diese Papiere sogar illiquide werden. Daraus können sich Ansteckungseffekte auf die Banken im Euro-Raum ergeben. Zudem droht die Handelsfinanzierung für das normale Export- und Importgeschäft im Land zum Erliegen zu kommen, mit gravierenden Folgen für die Handelspartner im Rest Europas. Überdies sind innerhalb der Eurozone weitere Ansteckungseffekte wahrscheinlich, und zwar via Finanzmärkte auf Länder mit nicht vollständig soliden Finanzen. Politische Verwerfungen sind ebenfalls zu befürchten, weil der Staat im Prozess der Zahlungsunfähigkeit fast zwangsläufig bestimmte Verbindlichkeiten, etwa für Gehälter oder erhaltene Leistungen, nicht mehr bedienen könnte. Die politische Stabilität könnte so sehr erodieren, dass das Land trotz aller schlagenden Gegenargumente beschließt, die Eurozone zu verlassen, obwohl es dafür kein formales Verfahren gibt (siehe unten). Die Wirtschafts- und Finanzbeziehungen zwischen den Mitgliedstaaten sind eng verflochten. Ein ungeordneter Staatsbankrott dürfte die wirtschaftlichen und politischen Entwicklungen sowie die Finanzmärkte stark erschüttern, was sich in hohen Kosten niederschläge.

Kritisch zu betrachten sind auch die von Verfechtern eines Staatsbankrotts vorgetragenen Standpunkte zum Moral Hazard und zu den Disziplinierungskräften des Marktes. Das Moral-Hazard-Argument setzt voraus, dass Hilfskredite von IWF und EU für die betreffenden Regierungen per se erstrebenswert seien. Dabei handelt es sich aber keineswegs um leicht zu konsumierende Wohltaten. Im Gegenteil sind solche Kredite mit harten Austeritäts- und Reformvorgaben belegt, die ihrerseits schon abschreckend wirken dürften. So wurde bereits Kritik laut, die Auflagen für die Hilfskredite gingen zu weit und die Einschränkung der nationalen Souveränität schüre Ablehnung gegenüber der EU.

Zudem sind die Legislaturperioden und damit der Zeithorizont vieler Politiker eher kurz, während unsolide Staatsfinanzen erst später zur Solvenzkrise führen. Fragwürdig ist daher, ob die Androhung schmerzhafter, aber weit in der Zukunft liegender Folgen

³² Vgl. z.B. die Umfrage von Open Europe unter deutschen Wahlberechtigten, 17.7.2009, <<http://www.openeurope.org.uk/media-centre/pressrelease.aspx?pressreleaseid=117>> (Zugriff am 22.5.2010).

³³ Vgl. etwa die aufschlussreiche Darstellung der argentinischen Krise: Paul Blustein, *And the Money Kept Rolling in (and out)*, New York: Public Affairs, 2005; oder die allgemeinere Kritik bei Joseph E. Stiglitz, *Globalization and its Discontents*, New York: W. W. Norton & Company, 2002.

Regierungen tatsächlich dazu bringt, rasch vernünftiger zu wirtschaften. Noch größere Zweifel daran kommen auf, wenn man in Betracht zieht, dass womöglich eine andere Partei die Regierung stellen wird, wenn die Finanzprobleme akut werden.

Skepsis ist ferner gegenüber der angeblich heilsamen Disziplinierung durch Marktkräfte angebracht. Nicht nur in der Eurozone gewähren Finanzmärkte in guten Zeiten unsolide wirtschaftenden Regierungen großzügige Kredite, während sie in schwierigen Zeiten Länder unter Druck setzen, die eine seriösere Finanzpolitik betreiben. Dies konnte man in den Boom-Bust-Zyklen der Finanzströme in aufstrebenden Märkten immer wieder beobachten.³⁴ Der Ökonom Paul De Grauwe stellte deshalb jüngst die passende Frage: »Why should we believe the market this time?«³⁵ Wenn man auf wirkungsvolle Disziplinierung durch den Markt vertraut, muss man auch die Fehler und Übertreibungen der Marktlogik akzeptieren. Das aber ist politisch kaum mehr durchzusetzen und der Bevölkerung immer schwieriger zu vermitteln.

Freiwilliger Euro-Exit

In der öffentlichen Debatte wurde immer wieder die Gefahr beschworen, ein Staatsbankrott könne die Eurozone auseinanderbrechen lassen. Doch ein Land, das seine Schulden nicht mehr bedienen kann, muss der Eurozone nicht zwangsläufig den Rücken kehren. Im Lissabonner Vertrag ist diese Option denn auch nicht vorgesehen. Allenfalls könnte ein Mitgliedstaat nach Art. 50 EUV aus der Europäischen Union ausscheiden, was auch die Mitgliedschaft im Euroraum beenden würde.³⁶

³⁴ Boom-Bust-Zyklus bedeutet, dass einer Phase übermäßiger Kreditvergabe abrupte Kapitalrückzüge folgen. Für einen Überblick siehe Sebastian Dullien/Hansjörg Herr/Christian Kellermann, *Der gute Kapitalismus*, Bielefeld: Transcript, 2009, S. 69ff.

³⁵ Paul De Grauwe, *Why Should We Believe the Market This Time?*, Brüssel: European Capital Market Institute, 20.2.2009, (ECMI Commentary Nr. 22), <<http://www.eurocapitalmarkets.org/node/416>> (Zugriff am 28.5.2010).

³⁶ Allerdings wäre denkbar, dass ein Land, das aus der EU ausscheidet, weiter den Euro als Zahlungsmittel benutzt, wie es heute Montenegro tut. In diesem Fall aber hätten die Banken des Landes keinerlei Zugang mehr zu Mitteln der EZB. Auch würde diese keine Anleihen des betroffenen Staates mehr als Sicherheit akzeptieren. Diese Kombination scheint nicht attraktiv und damit wenig wahrscheinlich.

Dennoch sollte aus dieser rechtlichen Lage nicht geschlossen werden, dass ein Austritt aus der Währungsunion unmöglich ist. Die Wiedereinführung einer nationalen Währung wäre ebenso denkbar wie eine schleichende Entwicklung: Nachdem er die Schuldzahlung auf seine Anleihen eingestellt hat, könnte ein Staat die inländischen Verbindlichkeiten gegenüber seinen Angestellten und Unternehmen mit frisch gedruckten nationalen Geldscheinen oder neuen Staatsanleihen in Geldscheinform decken.³⁷ Ein Gesetz könnte dafür sorgen, dass auch Verbindlichkeiten im privaten Geschäftsverkehr mit diesen Bonds beglichen werden. De facto wäre damit eine Parallelwährung geschaffen, die mit einem Abschlag zum Euro gehandelt würde.

Ohne Zweifel würden beide Szenarien rechtliche Auseinandersetzungen entfachen. Dennoch sind sie keineswegs aus der Luft gegriffen. In einer politischen Extremsituation, in der die öffentliche Ordnung gefährdet ist, kann eine Regierung durchaus zu unkonventionellen und sogar illegalen Methoden greifen. Insofern könnte ein Staatsbankrott tatsächlich den Austritt einzelner Mitgliedstaaten aus dem Währungsraum zur Folge haben.

Euro-Rauswurf als Sanktion

Gelegentlich wird argumentiert, dass die Staatshaushalte schärfer überwacht werden und härtere Sanktionen schneller erfolgen sollten, was sogar den Rauswurf einzelner Länder aus der Eurozone einschließen könne.³⁸ Ein solcher Vorschlag ließe sich jedoch politisch kaum umsetzen, weil dazu sämtliche Mitgliedstaaten eine Änderung des Lissabonner Vertrags ratifizieren müssten. Aber auch aus ökonomischen Gründen ist dieses Ansinnen fragwürdig: Erstens hat gerade die aktuelle Misere gezeigt, dass die Konzentration auf die Haushaltsposition der Euro-Länder nicht vor einer Schuldenkrise schützt. Spanien und Irland hatten bis

³⁷ Es gibt Präzedenzfälle für die Emission von Geldscheinen, die technisch gesehen Bonds sind, aber als Zahlungsmittel benutzt werden. In der Argentinienkrise 2001 gab die Provinz Buenos Aires sogenannte Patacones aus, um öffentliche Verbindlichkeiten zu bedienen. Damit sollte der Mangel an Pesos umgangen werden, die nur gegen US-Dollar ausgegeben wurden. Da mit den Patacones Steuerschulden beglichen werden konnten, wurden sie im Geschäftsverkehr in der Provinz weitgehend als Zahlungsmittel akzeptiert.

³⁸ Siehe etwa Hans-Werner Sinn, »Neuer Pakt für Europa«, in: *Wirtschaftswoche*, 12.4.2010, S. 43.

unmittelbar vor der Krise sogar signifikante Überschüsse im Staatshaushalt. Selbst wenn ein starker politischer Wille vorhanden wäre, Haushaltsdefizite zu begrenzen, ist zu bezweifeln, dass die Haushaltslage in diesen Ländern angesichts rapide wegbrechender Staatseinnahmen und der Probleme im Bankensektor heute besser aussähe.

Zweitens würden feste Regeln für einen Rauswurf aus der Eurozone oder die Möglichkeit, Länder nach Ermessen aus der Eurozone auszuschließen, sich selbst erfüllende Finanzkrisen wahrscheinlicher machen. Sobald sich abzeichnet, dass ein Land wegen übermäßiger Defizite aus der Währungsunion ausgebootet wird, würden Investoren Kapital aus diesem Land abziehen. Dies würde dessen Finanzierungskosten in die Höhe treiben und damit die Budgetsituation weiter verschlimmern – unter Umständen bis zu dem Punkt, an dem gerade durch den Kapitalabzug die Defizitregel ein weiteres Mal verletzt wird. Damit würde die Begründung geliefert, das Land aus der Währungsunion zu entfernen.

Ein nachhaltiger institutioneller Mechanismus zur Krisenvermeidung und Krisenbekämpfung

Anforderungen an eine nachhaltige Lösung

Angesichts der Gefahr sich selbst erfüllender Finanzmarktkrisen spricht viel dafür, einen ständigen Mechanismus zu schaffen, um Finanzierungskrisen zu vermeiden oder zu meistern. Dieser müsste fünf Voraussetzungen erfüllen:

- ▶ **Übermäßige Defizite verhindern**, also Länder erst gar nicht in eine prekäre Defizit- und Schulden-situation kommen lassen. Dazu müssen Haushalts- und Wirtschaftspolitik verstärkt überwacht und koordiniert werden.
- ▶ **Sich selbst erfüllende Finanzkrisen verhindern**, also vermeiden, dass Länder allein durch Veränderungen von Markterwartungen in die Zahlungsunfähigkeit getrieben werden, obwohl sie unter normalen Finanzierungsbedingungen ihren Schuldenstand sanieren könnten.
- ▶ **Liquiditätsgpässe überbrücken**, also gewährleisten, dass Länder mit Liquiditäts-, nicht aber strukturellen Solvenzproblemen Zugang zu Kapital behalten, das zur Finanzierung von Staatsausgaben und fälligen Schuldtiteln verwandt wird.
- ▶ **Moral Hazard verhindern**, also die Bedingungen für den Zugang zu Hilfen nicht derart attraktiv gestalten, dass Regierungen sich nicht mehr bemühen, ihre Staatshaushalte zu sanieren.
- ▶ **Überschuldete Staaten konstruktiv, schnell und nachhaltig entschulden**, damit sie rasch wieder zu einem Wachstumspfad zurückkehren können.

Im Folgenden wird ein Mechanismus vorgestellt, der den letzten vier Anforderungen gerecht wird. Die erste Anforderung ist zwar ebenfalls eine zentrale Voraussetzung für nachhaltige Schuldenentwicklung, wird aufgrund der Tragweite des Themas aber an anderer Stelle behandelt.³⁹

Der Mechanismus zum Umgang mit Finanzierungs- und Überschuldungsproblemen setzt voraus, dass die haushaltspolitische Überwachung und Koordinierung in der Eurozone im Ergebnis der Van-Rompuy-Task-

Force so verändert wird, dass sie in Zukunft übermäßige Defizite und Schuldenstände ausschließt. Darüber hinaus muss mit Hilfe einer Koordinierung der Wirtschaftspolitik vermieden werden, dass einzelne Länder in einer Überbewertungsfalle mit anhaltend schwachem Wachstum landen, aus der sie sich nur mit einer langjährigen deflationären Politik befreien können. Denn diese kann möglicherweise zu Überschuldungsproblemen führen.

Eine breite Debatte wird vor allem darüber geführt, ob die nationalen Haushaltspolitiken schärfer überwacht werden sollen. Damit allein können Überschuldungssituationen aber kaum ausgeschlossen werden, da tiefgreifende Verschuldungs- und Strukturprobleme häufig unvermittelt in den Defizitzahlen aufscheinen. Die Beispiele Irland und Spanien zeugen davon, dass auch Länder mit auf den ersten Blick soliden Staatsfinanzen und sogar Überschüssen schnell Opfer von Finanzierungsschwierigkeiten werden können, sobald eine Krise eintritt.⁴⁰ Selbst wenn also die Haushalte besser überwacht werden, ist es nach wie vor unabdingbar, einen Mechanismus für Hilfskredite zu schaffen.

Ein Drei-Komponenten-Modell

Ein wünschenswerter Mechanismus gegen Finanzkrisen könnte aus drei Komponenten bestehen, die sich sinnvoll kombinieren lassen: ein europäischer Liquiditätsfonds, ein Insolvenzverfahren für Staaten und die Einführung gemeinsamer Anleihen für einen Sockel der Staatsschuld. Damit können sich selbst erfüllende Finanzkrisen verhindert, Moral Hazard reduziert und sowohl Liquiditäts- als auch Solvenzprobleme einzelner Staaten behandelt werden. Diese Verfahrensweise wäre Teil des zu stärkenden Systems der wirtschafts- und haushaltspolitischen Koordinierung, mit der sich die Van-Rompuy-Task-Force beschäftigt.

³⁹ Siehe unter anderem Sebastian Dullien/Daniela Schwarzer, *Die Eurozone braucht einen außenwirtschaftlichen Stabilitätspakt*, Berlin: Stiftung Wissenschaft und Politik, Juni 2009 (SWP-Aktuell 27/2009).

⁴⁰ Ebd.

Europäischer Liquiditätsfonds

Erste Komponente des Mechanismus wäre die Einrichtung eines europäischen Liquiditätsfonds, um Eurozonen-Ländern mit Liquiditätsproblemen schnell Finanzmittel zur Verfügung zu stellen und so Zeiten mangelnder Liquidität zu überbrücken.⁴¹

Um sich selbst erfüllende Finanzkrisen zu verhindern, dürfte der Zins aus dieser Fazilität nicht so hoch wie der Marktzins sein, sondern sollte nur leicht über den Zinsen anderer Euro-Staaten ohne Finanzierungsschwierigkeiten liegen. Wichtig wäre auch, dass die Gelder nach klaren und transparenten Regeln ausbezahlt werden. Der derzeitige Ansatz, die Auszahlung mit einem Sanierungsprogramm unter Aufsicht des IWF zu verknüpfen, erfüllt dieses Kriterium. Es ist darauf zu achten, dass bei Vergabe des Kredits ein realistischer Sanierungsplan vorgelegt wird, der per Definition nur für solvente, aber illiquide Staaten, nicht jedoch für insolvente Staaten möglich ist.

Die Existenz eines solchen Fonds dürfte die Markterwartungen so weit stabilisieren, dass spekulative Attacken auf mittel- und langfristig solvente, kurzfristig aber illiquide Staaten vermieden werden. Dies entspricht der Logik des 750-Milliarden-Euro-Rettungsschirms, der durch sein bloßes Vorhandensein gerade verhindern soll, dass seine Hilfe nötig wird.

Damit der Fonds seine stabilisierende Wirkung entfalten kann, müssen die maximal notwendigen Volumina zur Verfügung stehen. Deshalb sollte geprüft werden, ob das potentielle Volumen des Fonds aufgestockt werden kann. Kreditermächtigungen in Höhe von 10 Prozent (derzeit rund 920 Milliarden Euro) des Eurozonen-BIP sind eine sinnvolle Dimension. Dieses Volumen wäre erstens groß genug, um alle derzeitigen Problemfälle abzudecken. Zweitens wäre es wiederum klein genug, um nicht die Solvenz der Geberstaaten zu gefährden. Drittens würde das Volumen bei einer solchen Regel automatisch mit der Wirtschaftsleistung der Eurozone wachsen, so dass auch in Zukunft eine ausreichende Absicherung garantiert wäre.

Zu prüfen wäre weiterhin, ob ein ständiger Fonds bei der Europäischen Union angesiedelt werden sollte, statt als Zweckgesellschaft auf Grundlage einer intergouvernementalen Vereinbarung konstruiert zu werden. Dies hätte den Vorteil, dass die Hilfskredite aus dem Fonds als Kredite multilateraler Organisationen gelten würden, welche nach gängigen Konventionen im Falle eines Bankrotts vorrangig vor den privaten Krediten bedient werden müssten.⁴² Zusammen mit einer neuen Insolvenzregelung für Staaten (siehe unten) schüfe dies einen Anreiz für private Gläubiger, bei absehbarer Insolvenz eines Landes eine schnelle Schuldenrestrukturierung anzustreben, weil die Vergabe prioritär zu bedienender Hilfskredite die privaten Forderungen entwertet. Eine Ansiedlung des Fonds bei der EU dürfte allerdings eine primärrechtliche Änderung erfordern – mit den entsprechenden Ratifizierungsverfahren und in Deutschland möglicherweise verfassungsrechtlichen Problemen.

Sichergestellt werden müsste, dass nur illiquide, nicht aber strukturell insolvente Staaten Hilfskredite aus dem Fonds bekommen. Diese Kredite sollten nur dann gewährt werden, wenn der betroffene Staat ein plausibles Programm vorlegt, wie er in absehbarer Zeit auf einen nachhaltigen Pfad der Staatsverschuldung zurückzukehren gedenkt.

Um Moral Hazard zu unterbinden, muss verhindert werden, dass ein Land die Fazilität ohne echte Not in Anspruch nimmt. Wenn es die Gelder abrufen will, muss das Land akzeptieren, dass es die Kontrolle über seine nationale Haushaltspolitik weitgehend aus der Hand gibt. Diese Einflussnahme auf die nationale Politik wäre zeitweilig größer als bei reinen IWF-Hilfsprogrammen, da der Fonds zusammen mit der Europäischen Kommission, der Eurogruppe und eventuell dem IWF die Haushaltsaufstellung und -umsetzung zügig kontrollieren und genehmigen müsste.⁴³

Dieser Eingriff in die nationale Haushaltsautonomie könnte für politische Spannungen sorgen und im betroffenen Land die Zustimmung zur EU zumindest zeitweise schmälern. Deshalb müsste unmissverständlich darauf hingewiesen werden, dass Regierungen freiwillig beim Rettungsfonds Hilfskredite nachfragen

⁴¹ Die Position, dass die EU ein permanentes Instrument zur Überwindung von Liquiditätsproblemen braucht, wurde unter anderem vertreten von Gros/Mayer, *How to Deal with Sovereign Default in Europe* [wie Fn. 9]; Heribert Dieter, *Liquidität und Souveränität. Ein Gläubiger der letzten Instanz für die Eurozone*, Berlin: Stiftung Wissenschaft und Politik, März 2010 (SWP-Aktuell 23/2010); Daniela Schwarzer, *Griechenland enthüllt Schwäche der EWU*, Berlin: Stiftung Wissenschaft und Politik, Februar 2010 (SWP-Aktuell 18/2010).

⁴² Vgl. Roubini/Setser, *Bailouts or Bail-ins?* [wie Fn. 9], S. 250.

⁴³ Die Europäische Zentralbank schlägt hierfür vor, einen »Enforcement Officer« in das Land zu entsenden, der die Umsetzung der Konditionalität überwachen soll. Siehe hierzu European Central Bank, *Reinforcing Economic Governance in the Euro Area*, 10.6.2010, <<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/reinforcingeconomicgovernanceintheeuroareaen.pdf>> (Zugriff am 12.7.2010).

und nicht etwa von der EU dazu genötigt werden. Die Einflussnahme auf die Budgetgestaltung wäre die Ultima Ratio am Schluss eines jahrelangen haushaltspolitischen Koordinierungsprozesses in Eurozone und EU, der ja gerade den Ernstfall vermeiden helfen soll. Die Mitgliedstaaten hätten bis zu diesem Stadium also ausreichend Zeit gehabt, eigene Wege zu nachhaltigen Staatsfinanzen und einer wettbewerbsfähigen Wirtschaft zu gehen.

Wichtig wäre, dass die in der Eurozone zu stärkende wirtschaftspolitische Koordinierung mit dem Konsolidierungs- und Reformprogramm des hochverschuldeten Mitgliedstaats verzahnt würde. Dies muss in kooperativer Art und Weise geschehen, weil die Wirtschaftspolitik der anderen Mitgliedstaaten die Chancen der hochverschuldeten Staaten maßgeblich mit beeinflusst, ihre Schulden abzubauen (siehe oben). Der Fonds könnte wahlweise allein oder zusammen mit dem IWF Hilfe leisten. Zumindest in den ersten Jahren seiner Existenz würde sich die zweite Methode empfehlen.⁴⁴

Insolvenzrecht für europäische Staaten

Ein geordnetes Verfahren zur Schuldenrestrukturierung wird benötigt, wenn ein Land aufgrund unsolider Haushaltspolitik oder ungünstiger äußerer wirtschaftlicher Umstände nicht mehr imstande ist, seine Schulden zu bedienen. In diesem Fall muss eine Lösung gefunden werden, bei der sowohl das Gläubigerinteresse gewahrt als auch das Land so weit entschuldet wird, dass eine Rückkehr zum normalen Wachstumspfad möglich ist.

Gegner einer staatlichen Insolvenz argumentieren, die politischen und sozialen Kosten für die betroffene Regierung seien untragbar; zudem diskreditiere die Zahlungsunfähigkeit eines Eurozonen-Mitgliedstaates die EU insgesamt und mache die bisher erreichte Konvergenz im Euro-Raum zunichte. In der Tat ginge eine staatliche Insolvenz mit erheblichen politischen Belastungen einher. Vorteilhafter wäre es, wenn sich ein Bankrott vermeiden ließe. Allerdings sind Überbrückungsmaßnahmen wie Hilfskredite oder gestreckte

Kreditlaufzeiten ungeeignet, um ein Land aus einer echten Überschuldung zu befreien (siehe die Unterscheidung von Liquiditäts- und Solvenzkrise weiter oben). Deutlich höhere soziale und politische Kosten als bei einer geordneten Insolvenz entstünden auf Dauer dann, wenn man ein überschuldetes Land zwänge, unter großen Belastungen eine erdrückende Schuldenlast zu bedienen. Das Land würde zudem kaum wirtschaftliches Wachstum erzielen können, womit die erreichte reale Konvergenz im Euro-Raum schlicht umgekehrt würde. Außerdem dürfte es dem Ruf der EU abträglicher sein als die geordnete Insolvenz eines einzelnen Landes, wenn Staaten de facto unter ständiger Fremdverwaltung stehen und signifikante Teile ihres Volkseinkommens und ihrer Steuereinnahmen ans Ausland abführen müssten.

Weiterhin sind mahnende Stimmen zu vernehmen, drohende Staatsinsolvenzen in der Eurozone zögen die Finanzmarktintegration im Binnenmarkt in Mitleidenschaft, weil gewisse Anleihen aus Sicht der Kreditinstitute zu riskant seien. Damit, so heißt es, bauten sich neue Schwellen im Binnenmarkt auf, die dessen Wachstumspotential beeinträchtigten. Auch hier stellt sich die Frage, ob die Alternative besser wäre, nämlich mit Liquiditätshilfen die unausweichliche Zahlungsunfähigkeit zu verschieben. Ein solches Land wäre in einer Situation niedrigen Wachstums oder gar langer Rezession gefangen, was wiederum die Insolvenzrisiken für Privatunternehmen und Kreditinstitute in die Höhe triebe. Schuldner aus dem betroffenen Land wären also von vornherein stigmatisiert.

Schließlich wird befürchtet, die geordnete Insolvenz eines Staates könne die Reputation der anderen Euro-Staaten beschädigen. Diesem Effekt kann begegnet werden, wenn es gleichzeitig eine Liquiditätshilfe für illiquide, aber solvente Staaten gibt und klare Regeln aufgestellt werden, nach denen ein Insolvenzverfahren angestoßen werden kann. Um Kosten und Risiken eines Staatsbankrotts zu minimieren, sollten für den Fall einer nötigen Umschuldung möglichst eindeutige Bestimmungen geschaffen werden.

Ein geordnetes Insolvenzverfahren⁴⁵ ist einem ungeordneten Staatsbankrott vorzuziehen, weil sich Letzterer zumeist erheblich hinzieht und das Ergebnis der Umschuldung sowohl für Gläubiger als auch das

⁴⁴ Vgl. für die Debatte um die Vor- und Nachteile einer IWF-Beteiligung Jean Pisani-Ferry/André Sapir, »Crisis Resolution in the Euro Area: An Alternative to the European Monetary Fund«, in: *Intereconomics*, 45 (März/April 2010) 2, S. 72–75; Jürgen Matthes, »The IMF is Better Suited than an EMF to Deal with Potential Sovereign Defaults in the Eurozone«, in: *Intereconomics*, 45 (März/April 2010) 2, S. 75–81.

⁴⁵ Die geordnete Insolvenz darf nicht als Automatismus mit Erfolgsgarantie missverstanden werden. Auch bei einem vorab transparenten Insolvenzverfahren können Phasen der Unsicherheit und politischen Spannungen auftreten, da seine Umsetzung nach wie vor auf politischen Aushandlungsprozessen beruht.

betroffene Land lange unsicher bleibt. Gläubiger werden zudem regelmäßig unterschiedlich behandelt, wobei jene mit einer mächtigeren Lobby gemeinhin bessere Umschuldungsbedingungen bekommen.

Sollte gegen Ende der Laufzeit des Griechenland-Pakets und des Schutzschirms ein ungeordneter Staatsbankrott innerhalb der Eurozone drohen, wird dies die Finanzmärkte voraussichtlich mehr verunsichern als ein geordnetes Insolvenzverfahren. Die Reaktion dürfte auch deshalb heftig ausfallen, weil die Marktteilnehmer hinsichtlich der langfristigen Wachstumsperspektive skeptisch wären, da ihnen bewusst ist, dass das betreffende Land seine Wettbewerbsfähigkeit nicht durch eine Abwertung des Wechselkurses verbessern kann. Der Vertrauensverlust in ein Eurozonenland dürfte überdies Auswirkungen auf die Bewertung der anderen Problemstaaten haben. In der Folge könnte eine sich selbst erfüllende Finanzkrise einsetzen (siehe oben). Ein berechenbarer Insolvenzprozess dagegen könnte die Markterwartungen stabilisieren helfen. Vertrauenskrisen können auch entschärft werden, indem die Wirtschaftspolitik konvergenzförderlich koordiniert sowie gemeinsame Eurozonenbonds (siehe unten) eingeführt werden.

Ideal wäre ein globales Insolvenzverfahren für Staaten, da im Falle eines Staatsbankrotts die Gläubiger in der Risikobewertung auf internationale Vergleichbarkeit bauen könnten. Seit Jahren schon wird auf internationaler Ebene über ein geordnetes Verfahren für Staatsbankrotte diskutiert, den sogenannten Sovereign Debt Restructuring Mechanism. Einen Vorschlag in diese Richtung unterbreitete die damalige stellvertretende Direktorin des IWF, Anne Krueger, im Jahre 2001. Sie argumentierte, Schuldner und Gläubiger erhielten damit einen Anreiz, von sich aus eine Einigung zu suchen, falls ein Land seine Schuldenlast nicht mehr tragen könne. Zudem solle das Prozedere dafür sorgen, dass sich eine Umstrukturierung der Schulden nicht jahrelang verzögere, mit großer Unsicherheit für Gläubiger und Schuldner. Schließlich sei ein solches Verfahren einer Verhandlungslösung zwischen überschuldetem Staat und Gläubigern überlegen. Diese sei nämlich äußerst unwahrscheinlich, betrachte man die heutige Form von Staatsverschuldung bei einer Vielzahl verschiedener Anleger, von Kleinanlegern bis zu mächtigen Pensionsfonds.⁴⁶ Die bisherigen Vorstöße sind jedoch an mangelnder internationaler

Koordinierung und vor allem den Interessen der USA gescheitert.⁴⁷

Aus diesem Grund liegt es nahe, die Diskussion zunächst im Rahmen der EU voranzutreiben, dabei aber den Dialog in der G20, mit dem IWF und insbesondere mit den USA über dieses Thema zu entwickeln. Dies würde die Chancen erhöhen, mittelfristig einen internationalen Insolvenzmechanismus aus der Taufe zu heben. Das US-Insolvenzrecht etwa beinhaltet einen eigenen Abschnitt (»Chapter 9«) mit einem Insolvenzverfahren für Gebietskörperschaften. Eine ähnliche Vorgehensweise könnte in Europa auf EU-Ebene im Rahmen der Finanzmarktregulierung eingeführt werden.

Eine solche europäische Lösung könnte die meisten Forderungen gegen die Euro-Staaten abdecken, da diese ihre Anleihen in erster Linie an europäischen Finanzplätzen emittiert haben und auch dort handeln. Prinzipiell müsste es deshalb möglich sein, über die Regulierung dieser Finanzmärkte ein Insolvenzverfahren zu institutionalisieren.

Es könnte ein eigenes Gremium eingerichtet werden, das auf Antrag eines bestimmten Teils der Gläubiger oder der Regierung des betroffenen Landes ein Insolvenzverfahren eröffnen und abwickeln würde. Die national emittierten Staatsanleihen und ausstehende Forderungen aus Lieferungen und Leistungen würden so weit gekürzt, dass das überschuldete Land am Ende des Prozesses zu einem tragfähigen Schuldenstand zurückkommt. Forderungen aus eventuell ausgegebenen Eurobonds (siehe unten) sowie an die EU-Liquiditätsfazilität wären vorrangig und deshalb von der Umstrukturierung ausgenommen.

Damit ein Insolvenzverfahren praktikabel bleibt, dürften die Euro-Staaten allerdings künftig keine Staatspapiere in andere Jurisdiktionen emittieren, etwa die USA. Dies sollten die Euro-Staaten verbindlich vereinbaren, bevor sie die anderen Mechanismen einführen. Die Übereinkunft würde auch verhindern, dass das Emissionsgeschäft von Staatsanleihen infolge eines EU-Insolvenzrechts für Staaten aus Finanzplätzen der EU verdrängt und auf andere Finanzplätze verlagert wird.

Es ist aber auch eine andere Lösung denkbar, nämlich nationale Staatsanleihen in Eurobonds und neue, nationale Anleihen umzutauschen (siehe für Details nächster Abschnitt). Dabei müssten die Anleger eine Klausel akzeptieren, in der ein solches Insolvenzver-

⁴⁶ Vgl. Krueger, »International Financial Architecture for 2002« [wie Fn. 9].

⁴⁷ Siehe etwa Roubini/Setser, *Bailouts or Bail-ins?* [wie Fn. 9], Kapitel 8.

fahren anerkannt wird. Der Anreiz dazu besteht aus Gläubigersicht darin, dass sie durch den Erwerb von Eurobonds sicherere Anleihen erhielten, weil alle Euro-Staaten kollektiv dafür geradestehen. Dafür müssten die Gläubiger allerdings das Insolvenzverfahren für die neuen, nationalen Bonds akzeptieren. In der Summe würde ihre Anlage durch die Kollektivhaftung für einen Teil der Papiere tendenziell eher sicherer, keinesfalls jedoch unsicherer. Würde dieser Weg beschritten, müssten sich die Euro-Staaten verpflichten, auch für die künftige Emission der Staatsanleihen solche Klauseln in ihre Anleiheverträge aufzunehmen.

Eurobonds als Sockel der Staatsverschuldung

Die dritte Komponente eines nachhaltigen Mechanismus gegen Finanzkrisen bestünde darin, gemeinsame Bonds der Eurozonenstaaten einzuführen. Dieser Vorschlag wurde bereits im Jahr 2009 vom Vorsitzenden der Eurogruppe, Jean-Claude Juncker, unterbreitet und mehrmals in der Eurogruppe diskutiert.⁴⁸ Nun hat EU-Ratspräsident Herman Van Rompuy die Anregung auch in die Task Force zur Reform der Eurozone eingebracht. Von wissenschaftlicher Seite wurde das Konzept am umfassendsten von Jacques Delpla und Jakob von Weizsäcker entwickelt.⁴⁹

Danach soll eine europäische Staatsanleihe geschaffen werden, mit deren Hilfe die Mitgliedstaaten einen Teil ihrer Staatsschuld finanzieren können. Im Gespräch sind dabei Sockel von 40 Prozent, wie von Juncker bevorzugt, bis maximal 60 Prozent des jeweiligen BIPs nach Auffassung von Delpla und von Weizsäcker.

Dieses Wertpapier dürfte sicher und liquide sein. Der Markt der sogenannten Blue Bonds wäre in seiner Tiefe vergleichbar mit dem der Treasury Bills (Staatsanleihen) in den USA und würde den Mitgliedstaaten ähnlich geringe Refinanzierungskosten garantieren. Aufgrund der größeren Marktliquidität und Sicherheit der Anlage, da alle Eurozonenstaaten gemeinsam

haften würden, dürften diese Bonds unterhalb der Durchschnittswerte in der Eurozone liegen, eventuell sogar unterhalb der Finanzierungskosten von Bundesanleihen.⁵⁰ Voraussetzung hierfür wäre allerdings auch, dass die Anleger ausreichend Vertrauen in die nachhaltige Entwicklung der Staatsfinanzen und in die Governance-Mechanismen der Eurozone haben.

Für Schulden jenseits 60 Prozent des BIP müssten die Euro-Staaten nationale Wertpapiere ausgeben, für die sie allein verantwortlich wären. Die Verbindlichkeiten würden erst bedient werden, nachdem die Zahlungsverpflichtungen aus den Blue Bonds erfüllt sind. Diese als Red Bonds bezeichneten Anleihen wären damit riskanter. Folglich wäre die Kreditaufnahme mit ihrer Hilfe weit teurer als mit Blue Bonds und dürfte mit wachsender Verschuldung noch steigen. Damit dürfte für die Mitgliedstaaten ein deutlicher Anreiz bestehen, sich möglichst nicht oberhalb der 60-Prozent-Grenze zu verschulden.

Die Einführung von Blue und Red Bonds würde nicht nur die Finanzierungskosten der Staatsschuld unter die Grenze von 60 Prozent des BIP drücken, sondern ein sinnvolles Instrument schaffen, um die Mitgliedstaaten zu mehr Budgetdisziplin anzuhalten. Länder mit hohem Schuldenstand könnten so ihre Kreditkosten begrenzen und sich gleichzeitig zu größerer Disziplin verpflichten, da die Finanzierung von Red Bonds mit hohen Risikoaufschlägen behaftet sein könnte.

Dies unterscheidet die Idee von dem Vorschlag, dass die Eurozonenstaaten die gesamte Staatsverschuldung in Form gemeinsamer Bonds emittieren. Die Einführung gemeinsamer Blue Bonds würde mittelfristig insbesondere diejenigen Staaten entlasten, die damit rechnen müssten, für die Rettung anderer Staaten zu bezahlen.

Die Aufteilung der Staatsverschuldung in Blue und Red Bonds könnte überdies helfen, sich selbst erfüllende Finanzkrisen zu vermeiden. Da bei wachsendem Misstrauen der Finanzmärkte lediglich die Renditen auf Red Bonds, nicht aber jene auf Blue Bonds steigen würden, ist es weniger wahrscheinlich, dass ein Land so schnell in die Zahlungsunfähigkeit getrieben wird wie derzeit.

⁴⁸ Jan Strupczewski, »Euro Zone Bond Idea Taking Shape, May Never Fly«, *Reuters*, 20.2.2009.

⁴⁹ Jacques Delpla/Jakob von Weizsäcker, *The Blue Bond Proposal*, Brüssel, Mai 2010 (Bruegel Policy Brief), <http://www.bruegel.org/uploads/tx_btbbreugel/1005-PB-Blue_Bonds.pdf> (Zugriff am 2.6.2010); siehe auch Paul De Grauwe/Wim Moesen, »Gains for All: A Proposal for a Common Eurobond«, in: *Inter-economics*, 45 (Mai/Juni 2009) 3, S. 132–135, und die Kritik von Wim Kösters, »Common Eurobonds: No Appropriate Instrument«, in: *Inter-economics*, 45 (Mai/Juni 2009) 3, S. 135–138.

⁵⁰ Delpla/Weizsäcker, *The Blue Bond Proposal* [wie Fn. 49], S. 7. Die Autoren benannten die Bonds nach der Farbe der EU-Flagge.

Management und Ausgabe der Blue Bonds

Um glaubhaft zu machen, dass die gemeinsamen Anleihen nicht dazu missbraucht werden, mit niedrigen Zinsen unverantwortliche Haushaltspolitik zu betreiben, dürfen keine Schulden finanziert werden, die über 60 Prozent des BIP hinausgehen.

Laut Delpla und von Weizsäcker soll ein unabhängiger Stabilitätsrat den beteiligten Ländern einen nicht verhandelbaren Vorschlag zur Verteilung der Blue Bonds für das kommende Jahr unterbreiten, den die nationalen Parlamente dann ratifizieren. Diese Ratifizierung ist nötig, da die Mitgliedstaaten gemeinsam für die Anleihen bürgen. Länder, die eine fahrlässige Haushaltspolitik verfolgen, könnten aus dem System herausgedrängt werden, indem ihnen weniger Blue Bonds zugeteilt werden. Auch ein Ausstieg der haushaltspolitisch soliden Länder ist bei diesem Verfahren denkbar: Wenn ein Land sein Blue-Bond-Kontingent mehrere Jahre nicht abrufen, bürgt es auch nicht für die Neuemissionen der anderen.

Alternativ könnten die Blue Bonds bis zur Maastricht-Grenze ausgegeben werden, und zwar ohne weiteren politischen Entscheidungsprozess und ohne Überwachung, die über die ohnehin stattfindende haushalts- und wirtschaftspolitische Koordinierung hinausginge. Denn eine diskretionäre Entscheidung über die Höhe der erlaubten Blue Bonds unterhalb der 60-Prozent-Regeln birgt die Gefahr, dass der Prozess politisiert wird und wachsende Spannungen und Konflikte innerhalb der Eurozone hervorruft. Außerdem ist zweifelhaft, ob der Stabilitätsrat tatsächlich unabhängig handelt oder nicht doch von einzelnen Mitgliedstaaten beeinflusst werden könnte.

Zur Einführung der Blue Bonds könnten die ausstehenden Anleihen der Mitgliedstaaten in Blue Bonds und Red Bonds umgetauscht werden. Jeder Investor würde dabei abhängig vom aktuellen Schuldenstand des Mitgliedslandes Blue und Red Bonds erhalten, so dass die Summe ausstehender Blue Bonds nach Umtausch gerade 60 Prozent des BIP des betroffenen Staates ausmacht. Ein solcher Umtauschprozess dürfte für die Gläubiger neutral oder sogar positiv sein, weil sie zwar einen Teil riskantere Wertpapiere erhalten als zuvor, dies aber durch den Anteil sicherer Wertpapiere ausgeglichen wird. Da die Blue Bonds aufgrund der kollektiven Haftung der EU-Staaten sogar besonders sicher sind, dürfte sich das Risikoertragsprofil der Anleger durch den Bondumtausch verbessern, so dass diesem voraussichtlich alle Anleger zustimmen werden. Dies gilt umso mehr, als die alten, nationalen Bonds im Falle eines Insolvenzverfahrens nachrangig

bedient würden. Verweigert ein Anleger den Umtausch, hätte das zur Folge, dass all seine Anleihen in Red Bonds umgewandelt würden.

Bedeutung für Verschuldungskrisen

Grundsätzlich wäre der oben beschriebene Liquiditätsfonds zusammen mit dem Insolvenzverfahren in der Lage, Liquiditäts- und Solvenzprobleme auch ohne gemeinsame Bonds zu meistern. Die Einführung der Blue Bonds würde es allerdings weniger wahrscheinlich machen, dass ein Land den Fonds überhaupt in Anspruch nehmen muss.

Die heutige Situation ist insofern schwierig, als bei steigenden Risikoprämien auf die Staatsschulden eines Landes alle Altschulden zu dem neuen, höheren Zins refinanziert werden müssten. Wären Blue und Red Bonds schon eingeführt, gälte dies nur für Letztere. Damit würde sich die Gefahr verringern, dass ein Land während einer sich selbst erfüllenden Finanzkrise in den Bankrott getrieben wird. Mehr noch: Auf diese Weise ließen sich solche Krisen komplett unterbinden, weil die Investoren nicht mehr fürchten müssten, dass exorbitante Risikoprämien ein Land in die Pleite abrutschen lassen.

Schlussfolgerungen und Ausblick

Das vorgeschlagene Drei-Komponenten-Modell für den Umgang mit Verschuldungskrisen soll zum einen in der Eurozone seine präventive Wirkung entfalten, zusammen mit der zu verstärkenden wirtschafts- und haushaltspolitischen Koordinierung. Letztere ließe sich sinnvoll ergänzen, indem die Euro-Staaten gemeinsame Anleihen bis zu einem Sockel von maximal 60 Prozent des BIP ausgeben. Die darüber hinausgehende Staatsverschuldung würde durch nationale Anleihen finanziert, die für einige Länder mit deutlich höheren Zinsen belastet würden. Dies würde den Druck auf die Mitgliedstaaten erhöhen, das 60-Prozent-Verschuldungskriterium des Lissabonner Vertrags einzuhalten. Die Aufteilung in gemeinsame Bonds, die von allen Mitgliedstaaten garantiert werden, und nationale Bonds, die mit deutlich mehr Risiko behaftet wären, würde – gemeinsam mit dem Stabilisierungsfonds und dem Insolvenzverfahren – die Gefahr sich selbst erfüllender Finanzkrisen reduzieren.

In jedem Fall braucht die Eurozone einen Mechanismus für das Management von Verschuldungskrisen, wenn der im Frühjahr 2010 beschlossene Rettungsschirm 2013 ausläuft. Denn erstens laufen einige der aktuellen Problemstaaten Gefahr, tatsächlich insolvent zu werden. Zweitens sind weitere Verschuldungskrisen in der Eurozone nicht auszuschließen, auch dann nicht, wenn die Haushalts- und Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten schärfer überwacht wird und gemeinsame Bonds für einen Sockel der Staatsverschuldung eingeführt werden.

Für das betroffene Land und die Eurozone wäre es mit hohen wirtschaftlichen und politischen Kosten verbunden, auf eine solche Situation erneut ad hoc reagieren zu müssen oder überhaupt nicht einzugreifen. Daher sollte die derzeit verhandelte Reform der Governance-Mechanismen der Eurozone einen ständigen Rettungsfonds und einen europäischen Insolvenzmechanismus einschließen. Beide würden nicht nur im Krisenfall helfen, einen geordneten und transparenten Umgang mit einem zahlungsunfähigen Mitgliedstaat zu finden. Sie wären überdies wichtige Präventionsinstrumente, da sie sich selbst erfüllende Finanzierungskrisen vermeiden helfen könnten.

Um diese Reform der Eurozone auf die Beine zu stellen, sind die Jahre 2010 und 2011 der geeignete

Zeitraum, denn deutlich vor Ablauf des 750-Milliarden-Euro-Schutzschirms und des Hilfspakets im Jahr 2013 sollte der Mechanismus gegen Verschuldungskrisen funktionsfähig sein.

Mit Blick auf dieses Ziel sollte die Diskussion in der Van-Rompuy-Task-Force energisch vorangetrieben werden, bis die Arbeitsgruppe im Herbst 2010 ihren Bericht vorlegt. Die derzeit schwerpunktmäßig diskutierten Maßnahmen zur Stärkung des Stabilitäts- und Wachstumspakts und zur besseren Koordinierung der Wirtschaftspolitik wären wichtige Schritte. Sie allein dürften aber nicht ausreichen, um sich selbst erfüllende Finanzkrisen zu verhindern. Zudem bieten sie keine Ansatzpunkte dafür, wie mit bereits überschuldeten Staaten verfahren werden könnte.

Aufgrund der kontroversen Positionen dürfte es schwierig sein, sich bis zum Erscheinen des Berichts der Task-Force auf einen umfassenden Präventions- und Managementmechanismus für Finanzkrisen zu verständigen. Zumindest aber sollte der Bericht eine Bestimmung enthalten, dass dieser Mechanismus notwendig ist.

Im Jahr 2011 sollte dann die grundsätzliche Einigung forciert werden, selbst wenn einige Elemente des angestrebten Mechanismus nur langfristig mit der nächsten Primärrechtsänderung als EU-Maßnahmen umgesetzt werden können. Eine solche Einigung und ein pragmatisches Vorgehen in Form zwischenstaatlicher Vereinbarungen hätten den Vorteil, dass sie den Handlungsdruck nutzen würden, den die tiefe Krise der Eurozone im Frühjahr 2010 erzeugt hat. Klingt der Schock von Mai 2010 ab und verändert sich die innenpolitische Situation in einigen Mitgliedstaaten, dürften mutige Schritte viel schwieriger zu gehen sein. Denn in wichtigen EU-Staaten stehen Wahlen an: Frankreich wählt spätestens im Mai 2012 einen neuen Staatspräsidenten und Deutschland spätestens im Oktober 2013 einen neuen Bundestag. Europapolitische Themen dürften dann in beiden Ländern in den Hintergrund treten.

Dennoch wird Frankreich und Deutschland wie schon bei der Gestaltung der Währungsunion eine Schlüsselrolle zukommen, wenn es darum geht, einen Kompromiss auszuarbeiten, den alle, auch die hochverschuldeten Euro-Staaten, mittragen können. Frank-

reich und Deutschland sind dafür prädestiniert, gerade weil sie unterschiedliche Vorstellungen über die Architektur der Eurozone und die Substanz einer angemessenen Wirtschaftspolitik besitzen.

Das hier vorgestellte Drei-Komponenten-Modell könnte als Vorlage für einen solchen Kompromiss dienen. Den »Geberländern« mit mittlerer bis hoher Wettbewerbsfähigkeit und keinen übermäßigen Verschuldungsproblemen (Deutschland, Österreich, Niederlande, Finnland und mit Abstrichen Frankreich) dürfte an dem Paket unter anderem entgegenkommen, dass es ein geordnetes Verfahren zum Umgang mit bankrotten Staaten enthält, das Ansteckungsrisiken bei Zahlungsunfähigkeit vermindern dürfte. Ferner sollte es im Interesse dieser Staaten liegen, dass die Märkte tendenziell Eurozonenländer langfristig differenziert bewerten, insbesondere durch die Red Bonds.

Für relativ hoch verschuldete und wenig wettbewerbsfähige Länder dürfte die Aussicht attraktiv sein, niedrig verzinste Staatsanleihen sowie bei einer erneuten Liquiditätskrise kurzfristig Überbrückungskredite zu erhalten, die in einem nachvollziehbaren Prozedere gewährt werden. Ein Insolvenzverfahren ist hierfür ein notwendiges Komplement. Es würde nicht nur der Gläubigerseite Transparenz und Berechenbarkeit bringen, sondern darüber hinaus zahlungsunfähigen Staaten Auswege aus der Schuldenfalle eröffnen. Schließlich spricht es für diesen ständigen Mechanismus des Krisenmanagements, dass er das Risiko sich selbst erfüllender Finanzkrisen minimiert. Dies käme ausnahmslos allen Staaten zugute.

Anhang

Tabelle 2

Annahmen: jährliche Veränderung des realen BIP in % für Szenarien A, B und C

	A+B			C		
	Spanien	Griechenland	Portugal	Spanien	Griechenland	Portugal
2009	-3,6	-2	-2,7	-3,6	-2	-2,7
2010	-2	-5	-2	-2	-5	-2
2011	-	-2	-	1	-1	1
2012	-	-	-	1	1	1
2013	0,5	0,5	0,5	1,5	1,5	1,5
2014	1	1	1	2	2	2
2015	1	1	1	2	2	2
2016	1	1	1	1	1	1
2017	1	1	1	1	1	1
2018	2	2	2	2	2	2
2019	2	2	2	2	2	2
2020	2	2	2	2	2	2

Tabelle 3

Ergebnis der Modellrechnungen: Schuldenstand in % des BIP für Szenarien A, B und C

	Spanien			Portugal			Griechenland		
	A	B	C	A	B	C	A	B	C
2008	39,7	39,7	39,7	66,3	66,3	66,3	99,2	99,2	99,2
2009	53,2	53,2	53,2	74,8	74,8	74,8	115,1	115,1	115,1
2010	63,5	63,5	63,5	87,8	87,8	87,8	127,3	127,3	127,3
2011	71,5	70,1	69,4	97,2	95,2	94,4	138,9	136,0	134,7
2012	77,5	74,6	73,3	104,1	100,1	98,3	146,0	140,0	137,4
2013	81,3	76,7	74,7	108,2	101,9	99,2	150,5	141,4	137,5
2014	84,2	77,9	75,2	111,2	102,7	99,1	153,8	141,5	136,4
2015	86,2	78,2	74,9	113,2	102,5	98,0	155,8	140,5	134,1
2016	87,7	78,0	74,8	114,7	101,7	97,4	157,3	138,9	132,7
2017	88,7	77,4	74,2	115,7	100,6	96,3	158,3	136,9	130,9
2018	88,4	75,5	72,4	115,1	97,9	93,8	157,2	133,2	127,3
2019	87,5	73,1	70,1	114,0	94,9	90,9	155,6	129,1	123,4
2020	86,6	70,9	68,0	112,8	92,0	88,1	154,1	125,1	119,6

Literaturhinweise

Heribert Dieter

Liquidität und Souveränität. Ein Gläubiger der letzten Instanz für die Eurozone

SWP-Aktuell 23/2010, März 2010

Heribert Dieter

Die internationalen Finanzmärkte stellen die Eurozone auf die Probe. Risiken einer Rettungsaktion für Athen

SWP-Aktuell 19/2010, Februar 2010

Daniela Schwarzer

Griechenland enthüllt Schwäche der EWU

SWP-Aktuell 18/2010, Februar 2010

Sebastian Dullien/Daniela Schwarzer

Die Eurozone braucht einen außenwirtschaftlichen Stabilitätspakt

SWP-Aktuell 27/2009, Juni 2009