

Dauerhafter Rettungsmechanismus (ESM): Drohender Teufelskreis Mit Anmerkungen zur Kontroverse zwischen Plenum der Ökonomen und der FTD

von Ansgar Belke

*Professor für Makroökonomie an der Universität Duisburg-Essen, Forschungsdirektor
Internationale Makroökonomie am DIW Berlin und Mitglied des "Monetary Expert Panels"
im Europäischen Parlament.*

Berlin und Essen, 7. März 2011

Laut Statement der Eurogruppe, vom 28. November 2010 genießt der European Stability Mechanism einen bevorrechtigten Gläubigerstatus, der nur dem Internationalen Währungsfonds nachgeordnet ist. Begründet wurde dies mit dem Schutz der Interessen der Steuerzahler in Geberländern. Kommentar?

Die griechischen und irischen Programme werden 2013 in ESM-Programme transformiert. Die von der [Eurogruppe](#) angekündigte Praxis, dann Seniorität/Vorrangigkeit für öffentliche "bail out"-Finanzierung zu reklamieren, riskiert, einen Teufelskreis auszulösen. Denn die immer umfangreicheren Ressourcen, die für "bail outs" verfügbar gemacht werden, könnten dann als Signal verstanden werden, dass immer größere Anteile der Verluste auf die privaten Halter von Staatsanleihen längerer Laufzeit überwältzt werden. Dann würden auch die langfristigen Anleiherenditen ansteigen.

Genau diesem Mechanismus wird explizit auf der Webseite des EFSF Rechnung getragen ([FAQ zum EFSF](#)). Dort wird erklärt, dass die EFSF-Finanzierung nicht Seniorität genießen sollte, da sonst zu viele bevorrechtigte Gläubiger existieren und private Gläubiger deshalb nur zögerlich Kredite an das notleidende Land vergeben würden. Im Endeffekt würden sie dann eine noch höhere Risikoprämie verlangen.

Unbestreitbar benötigt Europa zwar einen wirksamen Schutz gegen eine erneute Massenpanik. Ein dauerhafter groß dimensionierter Rettungsschirm, der demnächst den Regelungen des ESM unterliegen wird, kann nicht die Lösung sein. Er würde es angeschlagenen Euro-Staaten eben nicht ermöglichen, sich ihren Zugang zu den Kapitalmärkten durch Reformen wieder zu erarbeiten (siehe anders aber [FTD: Ökonomen blamieren sich mit Arbeit zum Euro-Rettungsfonds](#)).

Sollten diese Erkenntnisse Auswirkungen auf das gegenwärtige Krisenmanagement haben?

Ja.

Da die Anleiherenditen einen Schlüsselindikator für die Reaktion der Finanzmärkte auf das Paket darstellen, könnte jedes kommende zusätzliche Rettungspaket zu immer größeren Risikoprämien führen. Dies wiederum würde immer mehr Mitgliedsländer der Eurozone in finanziell prekäre Situationen führen, was umgekehrt mehr und/oder größere Rettungspakete nötig machen würde. Darüber hinaus könnte der gegenwärtig in großem Umfang stattfindende Aufkauf von Schulden der Peripherie durch die EZB zu einem ähnlichen destabilisierenden Effekt führen, falls die EZB auch darauf bestehen würde, als Gläubiger mit Senioritätsrechten zu fungieren. Letzteres ist wegen der faktisch starken Verhandlungsposition der EZB im Insolvenzfall zwar rechtlich problematisch, aber faktisch trotzdem nicht unwahrscheinlich ([Gros, 6. Dezember 2010](#)). Es gibt scheinbar nur zwei Auswege aus dieser Spirale. Entweder forciert man ein „bailing in“ kurzfristiger Gläubiger durch eine Umschuldung oder die Rettungspakete werden schließlich so groß dimensioniert, dass sie den gesamten Bestand der ausstehenden potenziell notleidenden Staatsschuld über Irland, Portugal und Spanien hinaus abdecken können. Genannt wird hier gerne noch Italien.

Die zweite Lösung wäre wohl nicht vertragskonform und würde auf jeden Fall die fiskalische Leistungsfähigkeit der Kernländer deutlich überfordern. Es ließen sich hierfür wohl (wie auch für Eurobonds etc.) keine demokratischen Mehrheiten finden – gerade dann wenn dieser Schritt einen

Systemwechsel zu einen Bundesstaat, politischen Union oder einer Haftungs- und Transfergemeinschaft signalisieren würde ([Gros, 6. Dezember 2010](#)).

Die erste Lösung könnte von Rating-Agenturen als ein typisches "credit event" interpretiert werden und folglich ähnlich negative Wirkungen wie eine formale Insolvenz auslösen.

Ein dritter Weg, mit dem sich eine Festlegung auf eine dieser beiden unerfreulichen Lösungen vermeiden ließe, ist wohl ein Europäischer Währungsfonds (siehe Belke auf [Euractiv.de](#) sowie [Belke, 29. Dezember 2010](#)). Eine seiner wichtigsten Aufgaben wäre es, systemische Finanzmarktschocks abzupuffern und zu verhindern, dass diese zu einem Run auf Finanzinstitute führen. Hierdurch würde das Vertrauen der Marktteilnehmer erhalten.

Im Mai 2010 hat die EU einen auf drei Jahre befristeten Rettungsschirm für überschuldete Euroländer beschlossen. Derzeit wird erwogen, das Volumen des Schirms zu vergrößern und ihn als dauerhafte Einrichtung zur Stützung illiquider Staaten vorzuhalten. Ist dies nötig und sinnvoll?

Hierzu hat das [Plenum der Ökonomen](#) – wie ich meine – im Großen und Ganzen in geeigneter Weise Stellung bezogen. Deshalb findet sich auch meine Unterschrift darunter. Zur Diskussion im Detail und einigen wenigen Relativierungen komme ich später.

Zunächst wörtlich das [Plenum der Ökonomen](#): „Für beide Maßnahmen fehlt eine überzeugende Rechtfertigung. Zudem ist nicht zu erkennen, dass die bereits jetzt besorgniserregenden Risiken realistisch eingeschätzt werden und angemessene Vorsorge für den Fall eines Scheiterns des Rettungsschirms getroffen wird.

Zur Stützung illiquider, aber nicht insolventer Staaten ist ein Rettungsschirm zudem nicht erforderlich, da diese Staaten mit ihren Gläubigern eine Restrukturierung der Staatsschuld mit unverändertem Barwert vereinbaren könnten. Staaten, die eines Rettungsschirmes bedürfen, weil ihre Gläubiger von einem bloßen Liquiditätsengpass.

Eine dauerhafte Garantie der EU, die Zahlungsfähigkeit nur scheinbar illiquider, tatsächlich aber insolventer Staaten durch gemeinschaftliche Kredite zu sichern, wäre mit gravierenden negativen Folgen verbunden. Günstige Kreditkonditionen und die Haftung der europäischen Staatengemeinschaft würden hoch verschuldeten Ländern massive Anreize bieten, die Fehler der Vergangenheit zu wiederholen und eine Verschuldungspolitik zu Lasten der EU Partner fortzusetzen.

Wegen mangelnden Durchsetzungsvermögens kann die EU diese Fehlanreize auch nicht durch eine schärfere Haushaltskontrolle oder den jüngst vorgeschlagenen „Pakt für Wettbewerbsfähigkeit“ korrigieren. Die Steuerungswirkungen dieser Maßnahmen sind begrenzt und können den fundamentalen Fehlanreizen, die von einer dauerhaften Garantie der Zahlungsfähigkeit überschuldeter Länder ausgehen, nicht nachhaltig entgegen wirken. Mittelfristig würde die Schuldenkrise im Euroraum daher weiter verschärft. Damit würde aber die Solidarität der solventen Länder politisch wie ökonomisch überfordert und das Fundament der EU letztlich untergraben werden.

Zur Stützung illiquider, aber nicht insolventer Staaten ist ein Rettungsschirm zudem nicht erforderlich, da diese Staaten mit ihren Gläubigern eine Restrukturierung der Staatsschuld mit unverändertem Barwert vereinbaren könnten. Staaten, die eines Rettungsschirmes bedürfen, weil ihre Gläubiger von einem bloßen Liquiditätsengpass nicht zu überzeugen sind, müssen daher als insolvent betrachtet werden.

Eine dauerhafte Garantie der EU, die Zahlungsfähigkeit scheinbar nur illiquider, tatsächlich aber insolventer Staaten durch gemeinschaftliche Kredite zu sichern, wäre mit gravierenden negativen Folgen verbunden. Günstige Kreditkonditionen und die Haftung der europäischen Staatengemeinschaft würden hoch verschuldeten Ländern massive Anreize bieten, die Fehler der Vergangenheit zu wiederholen und eine Verschuldungspolitik zu Lasten der EU Partner fortzusetzen.“

Wie sollte eine langfristige Strategie gegen Überschuldungskrisen im Euroraum aussehen?

Dies habe ich in meinem vorletzten Beitrag für [Euractiv](#) skizziert (siehe auch [Belke, 29. Dezember 2010](#))! Auch der aktuelle Vorschlag von Axel Weber und Bundesbank-Mitarbeitern, der im Falle der Gewährung von Notkrediten an ein Euro-Land unter dem zukünftigen ESM auf eine Beteiligung der Euro-Gläubiger durch Laufzeitverlängerung abzielt, ist zielführend. Im Folgenden möchte ich aber auf eine aktuelle und kontroverse wirtschaftswissenschaftliche Debatte in Deutschland hinweisen und diese als roten Faden für die weitere Diskussion nutzen.

Das [Plenum der Ökonomen](#) antwortet auf o.g. Frage wie folgt:

„Eine langfristige Strategie gegen Überschuldungskrisen im Euroraum erfordert die Möglichkeit einer Staatsinsolvenz mit anschließender Umschuldung. Dabei ist es von zentraler Bedeutung, dass auch private Gläubiger zumindest auf einen Teil ihrer Forderungen gegenüber Schuldnerstaaten verzichten müssen. Erst danach sind Hilfskredite der EU geboten.

Die Beteiligung privater Gläubiger an den Kosten einer Umschuldung führt dazu, dass Anleihen hoch verschuldeter Staaten mit angemessenen Risikoprämien gehandelt werden. Diese wirken einer weiteren Erhöhung der Staatsschuld in sehr viel effektiverer Weise entgegen, als es politische Kontrollen oder Sanktionsdrohungen vermögen.

Eine Strategie gegen die Schuldenkrise, muss aber sicherstellen, dass ihre Folgen nicht unkalkulierbar werden. Dazu kann es notwendig sein, die maximalen Ausfallrisiken systemisch wichtiger privater Gläubiger einzugrenzen („haircut“), um bei der Einführung der ab Juni 2013 geplanten Umschuldungsklausel in neue Kreditverträge panikartige Reaktionen an den Finanzmärkten zu verhindern. Keinesfalls sollte die EU jedoch die Ausfallrisiken vollständig übernehmen. Diese Bedingungen werden durch einen EWF erfüllt.

Ist dagegen der Fall einer Überschuldung bereits eingetreten, weil die Bedienung der Zins- und Tilgungszahlungen ein dauerhaft tragfähiges Maß übersteigt, so ermöglicht die Umschuldung den betroffenen Staaten eine Verringerung der ausstehenden Schuld und damit einen finanzpolitischen Neuanfang.

Eine Umschuldung erfordert nicht, dass das insolvente Land aus dem Euro ausscheidet und sie gefährdet deshalb auch nicht die Stabilität des Eurosystems. Ohne Umschuldung könnten notwendige wirtschaftliche Reformen in den betroffenen Ländern in Frustration und Protest umschlagen, wenn trotz ehrgeiziger Sparmaßnahmen der Schuldendienst nicht nachhaltig verringert werden kann. Eine Umschuldung sorgt zudem dafür, dass das Kreditausfallrisiko zumindest teilweise von den privaten Gläubigern getragen wird, denen die Risikoprämien zugeflossen sind.

Dagegen führen dauerhafte Rettungsmechanismen, die Staatsinsolvenz und Umschuldung ausschließen, zu einer ungerechtfertigten Umverteilung von den Steuerzahlern der solventen Euroländer zu den Gläubigern der Schuldnerstaaten.

Schließlich ist eine wesentliche Frage, wie ein überschuldeter Staat nach abgeschlossenem Umschuldungsverfahren seine Wettbewerbsfähigkeit wiedergewinnen kann. Da die Europäische Währungsunion nominelle Abwertungen nicht zulässt, kann die internationale Wettbewerbsfähigkeit nur durch strukturelle Reformen in den betroffenen Staaten wiederhergestellt werden.“

Erst nach abgeschlossenem Umschuldungsverfahren sind also Hilfskredite der EU geboten. Damit dies wirkungsvoll ist, sollte dies von einer Wiederherstellung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des verschuldeten Staates durch strukturelle Reformen begleitet werden. Dies würde empirischen Untersuchungen zufolge auch entscheidend zu einem Abbau der Leistungsbilanzungleichgewichte innerhalb der Eurozone beitragen. Rezessive Folgen von Strukturanpassungen werden sich dabei nicht völlig vermeiden lassen, stützen aber den Abbau der Ungleichgewichte ([Belke/Dreger, 11. Februar 2011](#)). Fraglich aber ist, ob diese Kredite wirklich gegenüber privaten Gläubigern bevorrechtigt sein sollten, wie vom Plenum der Ökonomen gefordert ([Gros/Mayer, 3. Februar 2011](#)). Denn wie unter Frage 1 erörtert, verhindert

man hiermit möglicherweise zu früh eine dauerhafte Rückkehr des Landes an den Markt.

Diskussion und Relativierungen

Historie von Liquiditätshilfen

Während diese Betrachtungen im Grundsatz richtig sind, sollte man sich dabei aber nicht jedweder historischen Betrachtung entziehen (für diesen Hinweis sei Christian Kopf, Spinnaker Capital Limited, gedankt). Seit Jahrzehnten unterstützt die Bundesbank IWF-Programme, die Ländern mit Finanzierungsproblemen Liquiditätshilfen geben. Dasselbe wurde regelmäßig auch für EU-Mitgliedsstaaten getan, zuletzt 2008 durch die Kredite aus der Zahlungsbilanzfazilität unter Artikel 143 AEUV.

Liquidität- versus Solvenzkrisen

Liquiditäts- und Solvenzkrisen sollten zudem nicht per se gleichgesetzt werden (für diesen Hinweis sei Christian Kopf, Spinnaker Capital Limited, gedankt). Dies wäre grob fahrlässig, wird aber vom Plenum der Ökonomen auch gar nicht praktiziert. Die Erfahrung mit Finanzkrisen hat sehr wohl gezeigt, dass Staaten aufgrund von temporären Marktversagen in Liquiditätsprobleme geraten können, ohne überschuldet zu sein. Beispiele sind Brasilien 2002 oder Rumänien 2008: beide Länder hatten ihren Marktzugang verloren, haben Liquiditätshilfe erhalten und so letztlich ihre Finanzkrise überwunden. Sie brauchten dann keinen Schuldenerlass mehr. Wie Lorenzo Bini Smaghi vor Kurzem zu Recht ausgeführt hat: „Out of 113 IMF support programmes over the last 20 years, only 19 countries defaulted or restructured their debts.“ ([Bini Smaghi, 1. November 2010](#)).

Wenn einfach **jede** Liquiditätskrise im Zweifel als eindeutiges Zeichen von Insolvenz gedeutet wird, dann wird man unnötigerweise und in großem Umfang Umschuldungen vornehmen (für diesen Hinweis sei Christian Kopf, Spinnaker Capital Limited, gedankt). Etwas ganz anderes aber ist es, wie das Plenum der Ökonomen davon zu sprechen, dass Staaten, die ihre Gläubiger nicht mehr von einem bloßen Liquiditätsengpass überzeugen können, grundsätzlich als insolvent zu betrachten sind. Die Legitimität dieser Aussage steht und fällt zugegebenermaßen mit der Einschätzung der Effizienz der Finanzmärkte. Da die vorliegende empirische Evidenz für kurzfristige Überreaktionen der Finanzmärkte mit deutlichen empirischen Hinweisen auf eine langfristig marktgerechte Bepreisung von Staatsanleihen einhergeht ([Gros/Mayer, 3. Februar 2011](#); für weitere stützende Literatur siehe [Belke](#)), lassen sich die Aussagen des Plenums der Ökonomen hinreichend gut empirisch stützen.

Marktversagen statt Marktineffizienz

Zugestanden: bereits vor Ausbruch der EU-Schuldenkrise sind die geforderten Risikoaufschläge für griechische und andere problematische Staatsanleihen zu niedrig gewesen. Aber zu konstatieren, hier hätten die Marktsignale an sich versagt, erscheint nicht ganz sachgerecht. Denn vor allem ist für die Tatsache lange zu niedriger Aufschläge verantwortlich zu machen, dass Rating-Agenturen keine Stand-Alone-Ratings für Euroländer publizieren.

Ein Schelm, der Böses dabei denkt, denn Rating-Agenturen spielen eine wesentliche Rolle bei der Bildung einer Marktmeinung und Mitgliedstaaten der Eurozone haben ein ureigenes Interesse an preiswerten Quellen für zusätzliche Staatsverschuldung. Rating-Agenturen haben schwächere EU-Staaten auch deshalb lange mit ausgezeichneten Ratingnoten versehen, weil diese einer gedachten Solidargemeinschaft angehören. Obwohl sich schon seit Langem abzeichnete, dass weder Portugal noch Griechenland ihren heimischen Kapitalstock mehr durch inländische Ersparnis konstant halten können (dies deutet deutlich auf Insolvenzkrisen hin, keinesfalls nur Liquiditätskrisen), stuften die Rating-Agenturen beide Länder viel zu spät herab. Angesichts des graduellen Abrutschens der Volkswirtschaften bis in die Nähe der staatlichen Insolvenz ist dieses Bewertungsmuster weder sachgerecht noch verantwortlich. Nicht viel besser erscheint die Verfahrensweise in den Fällen Irland und Spanien, deren Probleme im Platzen einer

Immobilienkrise zum Vorschein traten, sich aber schon vorher schrittweise aufbauten ([Belke/Burghof, 15. Oktober 2010](#)).

Erhebliche Kosten eines Zahlungsausfalls?

Zudem hätte die theoretische Analyse des Plenums der Ökonomen auch noch deutlicher berücksichtigen können, dass ein Zahlungsausfall des Staates erhebliche volkswirtschaftliche Kosten haben kann (für diesen Hinweis sei Christian Kopf, Spinnaker Capital Limited, gedankt). Dies hätte die Gesamtempfehlung der Gewährung der Möglichkeit einer Staatsinsolvenz mit anschließender Umschuldung allerdings nicht geändert, da unter anderem die Kosten der Erpressbarkeit der Geberländer durch die von der Insolvenz bedrohten Empfängerländer und einer schrittweisen Erhöhung des Rettungsfonds gegenzurechnen sind. Auch wären die Kosten eines Zahlungsausfalls unter einem Regime eines Europäischen Währungsfonds weitaus geringer ([Gros/Mayer, 17. Mai 2010](#); [Belke, 29. Dezember 2010](#)).

Multiple Gleichgewichte auf dem Markt für Staatsanleihen

Auch kann es im Markt für Staatsanleihen multiple Gleichgewichte geben (für diesen Hinweis sei Christian Kopf, Spinnaker Capital Limited, gedankt). In einem „guten“ Gleichgewicht ist der Zins auf die Staatsanleihen niedrig, da es nur geringe oder gar keine Erfüllungsverweigerung gibt und die Regierung in der Tat wegen der niedrigeren Refinanzierungskosten ex post keinen Anlass mehr zur Insolvenz hat. Das Gegenteil trifft aber für ein „schlechtes“ Gleichgewicht zu ([Calvo, September 2010](#)). Wollte man diesen Befund als Argument gegen das Statement des Plenums der Ökonomen anführen, müsste man zeigen, dass die Zinsen auf Staatsanleihen bei Vergrößerung des Rettungsfonds tatsächlich stark genug sinken. Wie meine Antwort auf die erste Frage zeigte, dürfte diese Beweisführung recht schwierig werden.

Kann der EFSF ohnehin nur von Ländern in einer Liquiditätskrise beansprucht werden?

Nein. Nach Klaus Regling, dem Leiter der Europäischen Finanzstabilitätsfazilität (EFSF), ist der Hilfsfonds für Fälle konzipiert, in denen sich Länder kurzfristig nicht über den Markt finanzieren, die Kredite aber langfristig zurückzahlen können. Dies sei in der Mehrzahl der Fälle möglich. Der EFSF sei für die Griechenland-Kredite - die von den Euro-Staaten bilateral gewährt werden - nicht zuständig ([EFSF: Deutsche Ökonomen sind zu marktgläubig](#)).

Klaus Regling hat hier prinzipiell einen diskussionswürdigen Punkt erwischt. Er hat teilweise Recht: der EFSF passt auf Irland und Spanien, aber wohl nicht auf das von ihm nicht erwähnte Portugal und Griechenland, die ihren heimischen Kapitalstock nicht mehr durch inländisches Sparen konstant halten können. Irland und Spanien hingegen mussten in hohem Maße private Schulden nach der Finanzkrise übernehmen und starteten von einem gemäßigten staatlichen Schuldenniveau. Es dürfte sich bei ihnen deshalb eher um eine Liquiditätskrise handeln. Die hohe private Verschuldung baute sich im Gefolge einer unzureichenden Finanzmarktregulierung i.V.m. einer lange viel zu laxen Geldpolitik auf, die eine exzessive Kreditvergabe erst ermöglichte ([Belke, 29. Dezember 2010](#)). Was er übersieht, ist aber dass unter anderem Portugal und Griechenland genau die Staaten sind, die dem Plenum der Ökonomen folgend „eines Rettungsschirmes bedürfen, weil ihre Gläubiger von einem bloßen Liquiditätsengpass nicht zu überzeugen sind, und daher als insolvent betrachtet werden“. Zwar ist Griechenland bis 2013 kein Kandidat für den EFSF. Jedoch wird das Griechenland-Programm 2013 im ESM aufgehen (Siehe meine Antwort auf die erste Frage).

Wie schätzen Sie das gegenwärtige Krisenmanagement der EU ein? Handelt es sich um ein chaotisches Klein-Klein ohne tragfähiges Gesamtkonzept, wie Kritiker bemängeln?

Durch den *scheibchenweisen* Umgang mit der EU-Schuldenkrise statt einer umfassenden Lösung entlang der in Antwort 1 skizzierten Linien oder noch besser eines Europäischen Währungsfonds *riskiert die EU, ein Land nach dem anderen von der Marktfinanzierung*

abzuschneiden. Es wurde vorgeschlagen, den EFSF und damit später möglicherweise auch den ESM auszuweiten, um alle potenziellen Problemländer abzudecken. Aber einfach den Umfang des EFSF zu erhöhen, dürfte die Furcht vor einer finanziellen Überlastung der Kernländer an den Märkten erhöhen. Nicht ausgeschlossen wäre dann auch eine Übertragung der Vertrauenskrise auf alle Mitgliedsländer der Eurozone ([Gros/Mayer, 3. Februar 2011](#)).

Darüber hinaus wurde vorgeschlagen, dass die EZB ihr Anleiheankaufprogramm noch massiv erweitern solle. Ich denke, dass dies ebenso wie der Vorschlag, eine gemeinsame Verbindlichkeit für die gesamte Staatsverschuldung der EWU einzugehen, *die Vertragsgrundlage der EWU unterminieren* und der Akzeptanz der EWU in den Kernländern schweren Schaden zufügen würde.

Langfristig sollte es abweichend vom gegenwärtigen Krisenmanagement zu einem Schlüsselprinzip werden, dass bei Krediten an Volkswirtschaften Verluste möglich sind. Es ist extrem bedeutsam, dass Märkte und Regulatoren tatsächlich die Erfahrung von Verlusten machen, da dies aus psychologischer Sicht der einzige Weg ist, zukünftig die Marktdisziplin zu erhöhen (so unvollständig sie auch sein mag) und ein regulatorisches Rahmenwerk entstehen zu lassen, das nicht mehr von der Risikolosigkeit von Investitionen in Staatsanleihen ausgeht ([Belke/Burghof, 15. Oktober 2010](#)). Die gegenwärtige Situation ist unhaltbar, da sie an einem inhärenten Widerspruch zwischen dem Bestehen auf der rechtlichen Fiktion ‚dass es ein „Bailout“ nicht geben kann, und dem wiederholten Nachgeben der Regierungen und anderer europäischer Instanzen bei den ersten Anzeichen eines ernsthaften Marktdruckes leidet ([Gros/Mayer, 3. Februar 2011](#)).

Auf den Finanzmärkten herrscht Verunsicherung, wie die geplante Beteiligung von privaten Gläubigern im Fall von Staatsinsolvenzen ab 2013 im Detail aussehen soll. Muss die Politik klarer sagen, was zu erwarten ist?

Ja. Denn die Botschaft der Politiker, dass private Gläubiger eines insolventen Landes in der Zukunft Verluste erleiden werden, aber gleichzeitig öffentliche Gläubiger nicht zu einer Verlustbeteiligung bereit sind, ist an den Märkten angekommen. Die Eurogruppe verkündete nämlich am 28. November 2010), dass die Ansprüche des post-2013 ‘European Stability Mechanism’ gegenüber privaten Forderungen vorrangigen Status genießen (siehe Antwort zu Frage 1; [Eurogruppe](#)).

Die Politik lässt immer noch eine Erklärung vermissen, auf welche Weise genau private Gläubiger in eine Umschuldung eines insolventen Landes mit einbezogen werden und was genau mit den gegenwärtig offenen Schulden passiert. Investoren möchten natürlich wissen, inwieweit sie an Verlusten in dem gar nicht so unwahrscheinlichen Fall der Zahlungsunfähigkeit eines EWU-bezüglich seiner gegenwärtigen Altschulden teilhaben werden. Sie fühlen sich stark verunsichert, wenn die staatlichen Instanzen die Möglichkeit einer Insolvenz drei Jahre später einräumen, diese aber für die nahe Zukunft ausschließen. Denn hierdurch wird jedes notleidende Land so behandelt, als ob es lediglich an einer Knappheit von Liquidität leidet (exakt wie Klaus Regling im Abschnitt „Kann der EFSF ohnehin nur von Ländern in einer Liquiditätskrise beansprucht werden?“). Gleichzeitig häuft es aber große Beträge neuer Staatsschulden auf den alten bereits besorgniserregend hohen Bestand an Altschulden. Die Anleger möchten dann trotz anders lautender Beteuerungen am liebsten sofort aussteigen ([Gros, 7. Dezember 2010](#)). Diese Analyse rechtfertigt die Analyse und die Schlussfolgerung des Plenums der Ökonomen noch einmal nachdrücklich.

Gibt es noch andere Gründe für anhaltende Marktspannungen?

Ja. Das für Irland konzipierte Anpassungsprogramm des EFSF konnte das Vertrauen der Märkte in die Fähigkeit der EU, adäquat mit Ländern in finanziellen Schwierigkeiten umzugehen, nicht wieder herstellen. Ein Grund dafür ist sicherlich, dass der Irland gewährte Zinssatz von annähernd 6 Prozent so weit oberhalb der gegenwärtig absehbaren Wachstumsrate des Landes liegt, dass sich die Schuldendynamik massiv verstärken wird. Ein weiterer Grund dürfte sein, dass die Kapazität

des gegenwärtigen Rettungsschirms de facto durch die Garantien der verbleibenden Länder mit AAA-Rating beschränkt wird und für eine potenzielle, wenngleich nicht allzu wahrscheinliche Rettung weiterer Länder wie Italien und/oder Spanien möglicherweise nicht ausreichen wird ([Gros/Mayer, 3. Februar 2011](#)).

Hier zeigt sich übrigens ein noch ausbaufähiger Punkt in der Argumentation des Plenums der Ökonomen. Dieses schränkt in seiner Stellungnahme den Kreis insolvenzgefährdeter Länder von vorneherein stark ein und geht deshalb *bei gegebenen Parametern* des EFSF ([FAQ zum EFSF](#)) *ex definitione* von einer hinreichenden Größe des Rettungsfonds aus. (Fußnote: die Diskussion zwischen der FTD und dem Plenum der Ökonomen um die Exegese der EFSF-Regelungen ist eher ein wenig zielführendes Scheingefecht; interessanter wäre es, offen zu diskutieren, bei welchen Ländern sich wirklich langfristig die Insolvenzfrage stellt) Gleichzeitig vermittelt der Text des Plenums aus Sicht einiger Kritiker aber den Eindruck, hinter Illiquiditätsproblemen vieler Länder der Eurozone könnten potenzielle Insolvenzkrisen stecken ([Plenum der Ökonomen](#) versus [FTD: Ökonomen blamieren sich mit Arbeit zum Euro-Rettungsfonds](#)).

Schaut man hinter die Kulissen und unterhält sich mit Händlern, sind die anhaltenden Spannungen aber ohnehin eher auf die wachsende Furcht zurückzuführen, dass **zumindest ein** Staat in der Eurozone vor der Insolvenz steht oder schon insolvent und deshalb unfähig ist, seine Schulden ohne Hilfe von Auswärts zu bedienen. Es geht den Märkten **um den Präzedenzfall**. Viele Marktbeobachter gehen nämlich mittlerweile davon aus, dass einige Länder der Peripherie eher insolvent als illiquide sind ([Eichengreen, 3. Dezember 2010](#)). Diese Beobachtung stärkt die Position des Plenums der Ökonomen wiederum.

Dazu kommt, dass die EZB in letzter Zeit immer häufiger verlautbaren ließ (zuletzt im Rahmen der EZB-Ratssitzung Anfang März 2011), dass sie letztendlich die Fiskalpolitik nicht aus der Verantwortung lassen wird, obwohl sie gegenwärtig noch munter eine umfassende Finanzierung alter und neuer Schulden der notleidenden Länder durch Geldschöpfung betreibt. Es handelt sich folglich um ein Eingeständnis der EZB, dass sie letztlich nicht in der Lage ist, die fundamentalen Spannungen zu beseitigen, die durch die vorstehend genannten Faktoren hervorgerufen werden. Auch die Bestrebungen der EZB, den geldpolitischen Ausstieg vorzubereiten (siehe die jüngste EZB-Ratssitzung) und die Verantwortung für kranke Banken und Staaten wieder an die Regierungen zurückzugeben, sorgen für eine zunehmende Anspannung auf den Finanzmärkten ([Gros/Mayer, 3. Februar 2011](#)).

Das bisherige Versagen, explizit klarzustellen, was im Fall eines EWU-Landes passiert, das nicht nur an einer temporären Liquiditätskrise leidet (dann kann es ja nach Klaus Regling den EFSF anzapfen), sondern unfähig ist, seine Schulden jemals zurückzuzahlen, hat eine größere *Schwachstelle in der Architektur der EWU* offenbart. Sie hat zudem eine Flucht aus allen außer den sichersten Anleihen von EWU-Ländern ausgelöst.

Wie optimistisch sind Sie, dass die EU die Schuldenkrise in den kommenden Jahren in den Griff bekommt?

Die Eurozone bräuchte eigentlich einen EWF. Aber es erweist sich als extrem schwierig, eine größere strukturelle Schwäche inmitten einer Krise anzugehen. Auch stellt ein tendenziell empfehlenswerter Schuldentausch natürlich keinen Ausweg dar, der auf einmal alle Probleme löst. Die gegenwärtige Lage bietet einem eigentlich nur unerfreuliche Lösungen. Lediglich das Ausmaß der „Unerfreulichkeit“ differiert.

Wieviel Sinn macht die Einführung von Euro-Anleihen?

Vertreter europäischer Anleihen argumentieren in der Regel, dass diese einen viel größeren und liquideren Markt als den bisher für nationale Bonds existierenden schaffen. Da Zinsen auf nationale Staatsanleihen von ähnlich hoher Qualität (deutsche und österreichische) nur um einige Zehntel Basispunkte höher liegen, dürften die Vorteile abgesehen von ordnungspolitischen Bedenken relativ gering sein ([Belke, 30. November 2010](#)).

Ein anderer Vorteil von Eurobonds liegt vorgeblich in dem Pooling von Risiken. Eine gemeinsame Ausgabe von Staatsanleihen sollte im Prinzip das Kreditrisiko für Europäische Anleihen im Vergleich zum durchschnittlichen Risiko der nationalen Anleihen verringern. Entscheidende Voraussetzung hierfür ist aber, dass die Risiken der notleidenden Mitgliedsländer der Eurozone einerseits nicht allzu unterschiedlich ausfallen, aber andererseits auch nicht zu stark korreliert sind. Aber dies kann gerade gegenwärtig nicht unterstellt werden – in einer Phase, in der die Risiken der Eurozone so “schief” verteilt sind (Null im Kern und beträchtlich in der Peripherie) und unter den Peripherieländern so hoch korreliert sind (sie sind denselben Schocks ausgesetzt, höheren Zinsen und/oder niedriges Wachstum) ([Gros, 11. Februar 2011](#)).

Viel gewichtiger aber: die Vorschläge für Euro-Anleihen gehen davon aus, dass Eurobonds privaten Gläubigern gegenüber im Insolvenzfall bevorrechtigt sind. Der Wert der privaten Ansprüche würde fallen. Dabei verändert die Ausgabe von Eurobonds nicht die Höhe, sondern nur die Struktur der Staatsverschuldung eines Landes – hin zu einem höheren Gewicht der Eurobonds. Dies aber würde aufgrund der gestiegenen Kosten der Schuldenfinanzierung durch den nunmehr im Insolvenzfall als nachrangig behandelten privaten Sektor eben nicht zu einer Verringerung der durchschnittlichen Kosten der Verschuldung führen. Im Extremfall verhindert ein hohes Maß an öffentlicher Finanzierung, die hauptsächlich zur Rückzahlung fällig werdender Schuld genutzt wird, den Zugang des betreffenden Staates zu privaten Kreditmärkten. Das Problem verstärkt sich, da mit zunehmender Ausgabe von Euroanleihen der Überhang der Schulden beim privaten Sektor immer risikobehafteter wird. Die Suche nach billigerem Geld durch Euro-Anleihen erweist sich somit als vergeblich Siehe ([Gros, 11. Februar 2011](#)).

Europäische Anleihen zu fordern könnte folglich nur dann Sinn machen, wenn die Staatsverschuldung vorher auf ein nachhaltiges Niveau zurück gefahren worden ist. Genau diese Schrittfolge aber ist bisher kein Bestandteil der offiziellen Verlautbarungen und deshalb bis auf Weiteres nicht in Sicht.

Schließlich wäre es für viele Mitgliedsländer der Eurozone nicht rational, allenfalls geringe Zinsgewinne durch eine Europäisierung der gesamten Wirtschaftspolitik - Steuersystem und Alterssicherung - zu erkaufen. Dies hat die jüngste Verwässerung von Merkels „Pakt für Wettbewerbsfähigkeit“ durch das jüngste van Rompuy/Barroso-Papier einmal mehr eindrucksvoll belegt. Diese Europäisierung ist aber langfristig eine wichtige Voraussetzung für das Poolen der Staatsverschuldung in der Eurozone.

Für eine kürzere Version vgl. [Belke, 07. März 2011](#).