

sentlich entschärft werden, wenn es durch eine durchgreifende und international koordinierte Reform der Bankenregulierung gelänge, das Risiko systemischer Finanzkrisen nachhaltig zu reduzieren. Dennoch wird unter den Bedingungen des Euroraums bei der Entscheidung über eine Staatsinsolvenz ein Zielkonflikt zwischen kurzfristiger Finanzmarktstabilisierung und dem Risiko langfristiger Fehlentwicklungen nie völlig auszuschließen sein. Ein Europäischer Stabilitätsmechanismus, der eine zielgenaue und allgemein akzeptierte Rolle bei der Liquiditätshilfe für seine Mitglieder spielen kann, muss daher die Freiheit haben, vom Instrument der Umschuldung im Krisenfall auch wirklich Gebrauch machen zu können. Das ist der Grund, warum deutsche Ökonomen ein möglichst stark institutionalisiertes Verfahren der Staatsinsolvenz in der Eurozone fordern (vgl. Wissenschaftlicher Beirat beim BMWi 2010; Haufler et al. 2011). Eine einseitige Festlegung auf das Ziel, kurzfristige Finanzmarktkrisen zu verhindern, birgt dagegen das Risiko einer schleichenden Umwandlung des ESM, bei der aus einem temporären Hilfsmechanismus in akuten Krisensituationen eine Dauerfinanzierung hoch verschuldeter Mitgliedstaaten wird, mit potenziell gravierenden langfristigen Folgen für den Zusammenhalt der Europäischen Union.

## Literatur

- De Grauwe, P. (2011), »The Governance of a Fragile Eurozone. Economic Policy«, CEPS Working Document, 4. Mai, Center for European Policy Studies.
- Haufler, A., B. Lucke, M. Merz und W.F. Richter (2011), »Plenum der Ökonomen: Stellungnahme zur europäischen Schuldenkrise«, Ökonomenstimme, 24. Februar, <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2011/02/plenum-der-oekonomen-stellungnahme-zur-europaeischen-schuldenkrise/>.
- Kopf, Ch. (2011), »Restoring Financial Stability in the Euro Area«, CEPS Policy Brief No. 237, 15. März, Center for European Policy Studies.
- Sinn, H.-W. (2010), »Euro-Krise«, *ifo Schnelldienst* 63(10), Sonderausgabe. Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft (2010), *Überschuldung und Staatsinsolvenz in der Europäischen Union*, 26. November, <http://www.bmw.de/BMWi/Redaktion/PDF/Publikationen/Studien/gutachttext-ueberschuldung-staatsinsolvenz-in-der-eu-wissenschaftlicher-beirat,property=pdf,bereich=bmw,i,sprache=de,rwb=true.pdf>.



Volker Grossmann\*

## Warum der Euro-Rettungsschirm mehr Risiken als Chancen birgt

### Grundzüge des Euro-Rettungsschirms

Der jüngste Beschluss der Finanzminister der Eurostaaten im März 2011 hat den provisorischen, im Jahr 2013 auslaufenden Euro-Rettungsschirm vom Mai 2010 sowohl permanent ausgestaltet als auch erweitert. Allein der Europäische Rettungsfonds (ESM) beinhaltet nun Bürgschaften in Höhe von 620 Mrd. Euro und eine Bareinzahlung von 80 Mrd. Euro (gestreckt über fünf Jahre bis 2017). Deutschland allein haftet im Rahmen des ESM mit 190 Mrd. Euro. Die gesamte Haftungssumme des Euro-Rettungsschirms beträgt laut Sinn (2011) sogar über 1 500 Mrd. Euro, falls man den Griechenland-Rettungsplan, EU-Nothilfe, Kauf von Staatsanleihen der Europäischen Zentralbank (EZB), die TARGET2-Verbindlichkeiten der Notenbanken der sog. GIPS-Staaten (Griechenland, Irland, Portugal und Spanien) gegenüber der Deutschen Bundesbank und die IWF-Haftungssumme von 250 Mrd. Euro hinzurechnet. Neben Griechenland und Irland hat Anfang April 2011 nun auch Portugal Hilfen aus dem Rettungsschirm beantragt, entgegen monatelanger Beteuerungen, dass dies nicht passieren wird.

### Mögliche Motive

Zunächst einmal ist zu fragen, welches Ziel der Rettungsfonds eigentlich verfolgt bzw. verfolgen könnte. Die offizielle Begründung scheint zu sein, die »Stabilität des Euro« zu gewährleisten. In diesem Zusammenhang wird auf mögliche »Spekulationen« gegen den Euro verwiesen. Zudem ginge es darum, »Liquiditätsprobleme« verschuldeter Länder mit Krediten zu überbrücken.

\* Prof. Dr. Volker Grossmann lehrt an der Universität Freiburg/Schweiz, Department für Volkswirtschaftslehre, und ist Netzwerkmitglied bei CESifo, München; Institut zur Zukunft der Arbeit (IZA), Bonn.

Beide Motivationen sind zweifelhaft. Selbst im turbulenten Mai 2010, in der die Grundlage des Rettungsfonds gelegt wurde, war der tiefste Eurokurs noch immer auf einem Stand von etwa 1,20 US-Dollar/Euro. Dieser Wert hat noch Anfang 2004 einen historischen Höchststand markiert und ist auch nicht durch die erst jetzt für die Finanzmärkte als Problem erkannte Schuldensituation der USA zu erklären. Zudem sollte eine Eurokrise darin erkennbar sein, dass die Zinssätze auf Staatsanleihen aller Euroländer sich erhöhen. Während die Zinsen für Staatsanleihen aus Griechenland, Irland und Portugal tatsächlich in die Höhe schossen, blieben jedoch die Zinssätze für deutsche und französische Staatsanleihen im Sommer 2010 sogar noch unter dem Niveau vor der Finanzkrise 2007–2009 (vgl. Sinn und Carstensen 2010) – ganz wie es nach den Zinssenkungen und Liquiditätsspritzen der EZB als Reaktion auf die Finanzkrise zu erwarten war. Selbst Zinssätze auf spanische Staatsanleihen haben sich kaum verändert. Eine Eurokrise bzw. ein möglicher Flächenbrand, der sich angeblich an den GIPS-Staaten entzünden könnte, sieht anders aus.

### Liquiditäts- oder Solvenzprobleme?

Bleibt also die Frage, ob der Rettungsfonds Spekulationen auf den Euro eindämmen kann. Dabei ist zunächst zu diskutieren, ob es sich bei den zweifelslos in einer Schuldenkrise befindlichen GIPS-Staaten um Liquiditäts- oder Solvenzprobleme handelt. Ein Land ist insolvent, wenn selbst bei Zugrundelegen eines weitestgehend risikolosen Zinssatzes (etwa dem Zinssatz auf deutsche Staatsanleihen) der Barwert der zukünftig maximal zu erzielenden Budgetüberschüsse eines Staates den derzeitigen Bestand an Staatsschulden übersteigt. Im Falle der GIPS-Staaten ist unglücklicherweise leicht vorstellbar und mit Hilfe einiger plausibler Annahmen leicht verifizierbar, dass diese Bedingung erfüllt ist. Dabei ist zu beachten, dass Erhöhungen der Steuersätze oder Senkung der Staatsausgaben für öffentliche Infrastrukturprojekte, Forschungsförderung oder Bildung potenziell adverse Wachstumseffekte haben. Somit ist selbst bei bestem Willen der Politik, Haushaltsüberschüsse zu erzielen, das Sanierungspotenzial limitiert. Dazu kommen Grenzen hinsichtlich dessen, was den Bürgern der GIPS-Staaten zumutbar ist. In der Tat scheinen diese einen Staatsdefault mit Nachdruck zu bevorzugen, falls die Alternative weit reichende Kürzungen im Staatshaushalt sind. Die wiederholten gewalttätigen Ausschreitungen in Athen seit Mai 2010 bei Protesten gegen Sparprogramme der Regierung haben die politischen Grenzen der Haushaltskonsolidierung schmerzhaft deutlich gemacht.

Wenn also die Staatsverschuldung eine gewisse Höhe erreicht hat und das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf eines Landes kein hohes Trendwachstum aufweist, ist eine Insolvenz

unvermeidlich. Eine solche Situation scheint im Falle von Griechenland und Portugal gesichert – der Investitionsboom ist nach Platzen der Immobilienblase in der Tat vorüber und die Wachstumschancen scheinen gering.

Irland hätte ein weitaus größeres Wachstums- und somit Konsolidierungspotenzial. Dort ist aber bekanntermaßen das marode – und bedauernswerterweise nun staatlich garantierte – Bankensystem für die besorgniserregende Schuldensituation verantwortlich. Die (implizite) irländische Staatsverschuldungsquote ist dadurch vermutlich deutlich höher als in Griechenland und Portugal.

Spanien hat nicht nur aufgrund der Staatsverschuldung strukturelle Probleme, die sich an der gewaltigen Arbeitslosigkeit ablesen lassen. Paradoxiertweise hat gerade der Euro dazu beigetragen, notwendige Strukturreformen in Spanien zu verzögern. Der Euro hat, durch die Verringerung des Währungsrisikos, in Spanien zu niedrigen Zinsen geführt und ausländisches Kapital angezogen. Dadurch wurde ein beispielloser Bauboom ausgelöst, der die strukturellen Arbeitsmarktprobleme Spaniens temporär überdeckt hat. Während die Arbeitslosenquote in Spanien vor Einführung des Euro fast 20% betrug, ist sie innerhalb eines Jahrzehnts bis zum Jahre 2008 auf gut 8% gesunken, liegt jetzt nach Platzen der Immobilienblase jedoch wieder bei etwa 20% (siehe stats.oecd.org). Wenn die Finanzmärkte nun also auch spanische Staatsanleihen für riskant halten sollten, hat dies ebenso wie hinsichtlich der anderen GIPS-Staaten einen fundamentalen Grund.

Mit anderen Worten: Die entscheidende Frage ist, ob bei den GIPS-Staaten eine Erwartung einer 100%igen Rückzahlung der Staatsschulden überhaupt noch rational sein kann oder ob diese Länder gemäß obiger Definition tatsächlich als insolvent angesehen werden müssen. Sparprogramme schaffen kein Wachstum, im Gegenteil, wie also soll der gewaltige Schuldenberg abgetragen werden?

### Spekulative Attacken

Trotzdem kann es aber, trotz völliger Rationalität der Finanzmarktakteure, »spekulative Attacken« geben, zumindest auf die Anleihen einzelner Staaten und in folgendem Sinne. Es kann rational sein, für einen gegebenen Schuldenstand, Wachstumspotenzial und staatlichen Finanzierungsbedarf einen hohen oder geringen Rückzahlungsanteil des Nennwertes einer Staatsanleihe zu erwarten. Wenn ein hoher Rückzahlungsanteil erwartet wird (d.h. die Erwartung ist optimistisch), resultiert eine geringe Risikoprämie für Staatsanleihen. Da in diesem Fall geringe Zinsen auf zukünftige Staatsschulden bezahlt werden müssen, ist der Barwert der maximal zu erzielenden staatlichen Budgetüberschüsse hoch. Somit ist es rational und möglicherweise selbst-

erfüllend, einen hohen Rückzahlungsanteil zu erwarten. Bei einem geringen erwarteten Rückzahlungsanteil (d.h. die Erwartung ist pessimistisch) hingegen werden die Finanzmarktakteure eine hohe Risikoprämie auf die betreffenden Staatsanleihen fordern. Die resultierende, hohe Schuldenlast lässt dann ebenso den geringen Rückzahlungsanteil als rationale Erwartung zu. Man kann also von multiplen rationalen Erwartungsgleichgewichten hinsichtlich des erwarteten Rückzahlungsanteils sprechen. Unter einer »spekulativen Attacke« kann man nun verstehen, dass ein geringer Rückzahlungsanteil erwartet wird, obwohl rationalerweise auch ein hoher Rückzahlungsanteil erwartet werden könnte. Eine formale Darstellung des Argumentes findet sich in Grossmann (2011).

Eine Aussicht auf einen Transfer der Staatengemeinschaft zugunsten eines hoch verschuldeten Staates kann bei Vorliegen multipler Erwartungsgleichgewichte sowohl den erwarteten Rückzahlungsanteil marginal erhöhen, als auch im besten Fall eine Änderung von pessimistischen zu optimistischen Erwartungen erzeugen. Der Euro-Rettungsschirm könnte also erfolgreich sein in dem Sinne, dass die Risikoprämien für Anleihen hoch verschuldeter Staaten sinken. Falls der in Aussicht gestellte Transfer hoch genug ist, könnte es sogar wieder rational sein, für ein eigentlich insolventes Land wieder die volle Rückzahlung der Staatsschulden zu erwarten.

### Rhetorik zur Einflussnahme auf Erwartungen

Allerdings gilt das Argument dieser »positiven« Wirkung des Rettungsfonds nur dann, wenn es sich tatsächlich um einen Transfer an einen insolventen Staat handelt, also nicht um einen Kredit, der zurückgezahlt werden muss. Nach offizieller Maßgabe der EU-Finanzminister handelt es sich beim Euro-Rettungsschirm jedoch im Bedarfsfall um »Liquiditätshilfe«, bei der sich die Geberländer angeblich sogar noch einen Zinsgewinn versprechen. Nehmen wir jedoch einmal an, dass beispielsweise Griechenland tatsächlich insolvent ist. Dann kann der Rettungsfonds nur in dem Falle die Zinslast für den griechischen Staat reduzieren, wenn die Finanzmärkte von einem Transfer und nicht von einem Kredit ausgehen – da nur ein Transfer den Default noch verhindern kann. Die EU-Politiker der Geberländer stehen also vor der Aufgabe, ihren Bürgern weißzumachen, es handele sich nur um Kredithilfen, gleichzeitig aber bei den Finanzinvestoren keinen Zweifel zu lassen, dass im Schadensfalle ein Transfer, also ein Geschenk, geleistet wird. In diesem Zusammenhang lässt sich beobachten, wie sehr EU-Politiker derzeit betonen, eine Umschuldung Griechenlands sei völlig ausgeschlossen und hätte dramatische Folgen für die Eurozone als Ganzes. Damit soll den Finanzmärkten einerseits signalisiert werden, dass Transfers in hohem Maße geleistet wer-

den. Andererseits soll der Bevölkerung kommuniziert werden, der Rettungsschirm sei »alternativlos« (das Unwort des Jahres 2011!). Ansonsten drohe eine neue Bankenkrise und der Verfall des Euro.

### Warum der Rettungsfonds den Euro erst gefährdet

Nur wenn die Erwartungen auf den Finanzmärkten bei Vorliegen multipler Erwartungsgleichgewichte nachhaltig beeinflusst werden, lässt sich ein massiver Zinsanstieg bei Staatsanleihen und somit ein schneller Default in den GIPS-Ländern noch verhindern. Es stellt sich allerdings die Frage, ob dies wünschenswert ist. Das jetzt von den EU-Finanzministern in Aussicht gestellte Geschenk scheint so teuer für Geberländer wie Deutschland und Frankreich, dass die Staatsverschuldung auch dort zu einem Riesenproblem zu werden droht. Daher kann der Euro gerade wegen der »Rettung« der GIPS-Staaten unter einen Druck kommen, der sich bei Realisierung ihrer Insolvenz nie ergeben hätte. Grund ist das verringerte Wachstumspotenzial in Deutschland und Frankreich, welches sich aufgrund nötiger, höherer Steuern und/oder geringerer Staatsausgaben für Bildung, Forschung und Infrastruktur ergibt. Wenn auch die Geberländer hochverschuldet sind, dann ist der Euro wirklich am Ende. Das wäre dann aber, bedauerlicherweise, für die Geberländer das geringste Problem. Der Rettungsfonds setzt schlicht vor allem die Wachstumschancen Deutschlands und Frankreichs aufs Spiel. Dies nur, um andere Länder (im besten Fall) davor zu bewahren, zugeben zu müssen, dass sie insolvent sind. Dieses Szenario sollte selbst bei den betreffenden Besitzern der faulen Staatspapiere – allen voran großen Finanzinstituten – keine Freude auslösen, auch wenn es dort bereits als selbstverständlich erachtet werden mag, dass wieder einmal andere die Zechen ihrer riskanten Kreditvergabe zahlen.

### Alternativen und deren Wirkungen

Alternativ könnte man ein geordnetes Insolvenzverfahren entwerfen. Ein solches Verfahren würde dann eingeleitet, wenn nach vorab festgelegter Prüfung einer unabhängigen Expertenkommission festgestellt wurde, dass ein Land insolvent ist. Dies sollte leichter sein, als es zunächst den Anschein hat. Man benötigt nicht viel mehr als Schätzungen über den Mix von Steuersätzen und Staatsausgaben, der den Barwert der staatlichen Budgetüberschüsse maximiert sowie eine Einschätzung der politisch zumutbaren Einsparungen, v.a. im Bereich der Bildungs- und Sozialausgaben.

Falls es trotz fehlender Evidenz für eine Insolvenz zu Turbulenzen auf den Markt für Staatsanleihen einzelner Länder

kommen sollte, könnte ein Liquiditätsfonds greifen. Dieser sollte jedoch Kredite mit recht kurzen Laufzeiten vergeben. Bei einer wider Erwarten später eintretenden Insolvenz sollten diese Kredite dann bevorzugt bedient werden. Falls einzelne Finanzinstitute durch einen Staatsdefault in Schwierigkeiten geraten sollten, könnten ihnen ebenso Liquiditätshilfen unter strengen Auflagen gewährt werden.

Ein solches Konzept würde – im Gegensatz zum jetzigen Rettungsschirm – das Moral-hazard-Problem auf den Finanzmärkten angehen. Bislang scheinen große Finanzinstitute damit zu rechnen, dass allzu große Risiken im Schadensfall von der Allgemeinheit übernommen werden. Dies führt zu enormen Fehlanreizen und kann die weiterhin hohen Eigenkapitalrenditen im Finanzsektor erklären. Der Rettungsschirm verstärkt dieses Problem auf den Märkten für Staatsanleihen noch. Wenn hingegen klar wäre, dass zumindest für Fehlinvestments im Bereich der Staatsanleihen keine Garantien mehr abgegeben werden, haben nicht nur die Anleger Anreize, genauer hinzuschauen. Auch Staaten wissen, dass sie langfristig vernünftige Finanzierungspläne vorlegen müssen, wenn sie in den Genuss frischen Kapitals kommen möchten.

Eine Bankenkrise ist bei einer Umschuldung hoch verschuldeter Staaten hingegen aufgrund der hohen Streuung von Staatsanleihen nicht zu erwarten. Zudem dürften sich viele Banken einem Großteil riskanter Staatspapiere bereits entledigt haben. Falls wider Erwarten eine Großbank in Schwierigkeiten kommen sollte, gibt es zweifelsohne genügend, in der letzten Finanzkrise bewährte Mittel von Liquiditätshilfen. Der Preis für dieses Konzept ist möglicherweise eine in obigem Sinne definierte spekulative Attacke auf Staatsanleihen einzelner Eurostaaten. Dies ist aber immer noch besser als ein Ruin Deutschlands durch den Rettungsschirm.

## Fazit

Der nun permanente Euro-Rettungsschirm rettet den Euro nicht. Im Gegenteil, er bringt ihn erst in Gefahr, aufgrund der enormen Risiken für die Geberländer. Und alles nur deshalb, um eine drohende Insolvenz der GIPS-Länder zu verschleiern. Dass die Zinssätze der GIPS-Länder in Schach gehalten werden konnten durch den Rettungsfonds ist mitnichten ein Beweis dafür, dass das Rettungspaket die Stabilität des Euro gewährleisten kann. Wie hier argumentiert wurde, ist diese Tatsache schlicht Ausdruck dessen, dass der Finanzmarkt Transferzahlungen für möglich hält. Banken und andere Finanzmarktakteure haben die Nachricht dankbar aufgenommen, dass der Steuerzahler abermals für ihre Fehlinvestments aufkommen soll. Deutschland und Frankreich würden damit potenziell in Zukunft ebenfalls an den Rand des Ruins gebracht.

Dazu wird es allerdings wohl nicht kommen, da direkte Milliardentransfers für deutsche und französische Politiker politischer Selbstmord bedeuten würde. Der aktuelle Rechtsruck in Finnland ist ein Warnzeichen, welches nicht überhört werden wird. Einige Finanzinstitute werden das wissen und eine Umschuldung der GIPS-Staaten bereits antizipieren. Man kann aber davon ausgehen, dass Großbanken alles daran setzen, um derzeitige Praxis der EZB auszunutzen, Staatsanleihen hoch verschuldeter Eurostaaten aufzukaufen (bislang im Umfang von fast 80 Mrd. Euro). Dadurch werden Transfers von gering- an hochverschuldete Euroländer an allen Parlamenten vorbei geleistet, zugunsten großer Finanzinstitute.

## Literatur

- Grossmann, V. (2011), »Wirkungen und Nebenwirkungen des EU/IWF-Rettungsschirms für verschuldete Euro-Länder«, *Wirtschaftsdienst* 91(3), 179–185.  
 Sinn, H.-W. (2011), »Tickende Zeitbombe«, *Süddeutsche Zeitung*, 2. April.  
 Sinn, H.-W. und K. Carstensen (2010), »Ein Krisenmechanismus für die Euro-Zone«, *ifo-Schnelldienst*, Sonderausgabe, 23. November 2010.