

Frankfurter Allgemeine Zeitung
EUROPAPLATZ
18.04.2011



Europäischer Anleiheversicherer

von Michael Heise

Griechenland ist nach wie vor entschlossen, seine Schulden vollständig zu bedienen. Dennoch wird vermehrt ein Schuldenschnitt gefordert. Ist man sich der Folgen bewusst? Im Englischen heißt es: be careful what you wish for.

Ein Schuldenerlass ist für Griechenland keinesfalls ein bequemer Weg. Kapitalgeber werden sich für geraume Zeit zurückhalten, was die Rückkehr zur nötigen Wettbewerbsfähigkeit eher erschwert. Eine Umschuldung ändert auch nichts an der Notwendigkeit tiefgreifender Reformen des griechischen Wirtschaftsmodells und einer zurückhaltenden Lohnpolitik. Vielfach wird ein Schuldenerlass auch eher als Präzedenzfall gefordert, um private Gläubiger zu beteiligen und sie in Zukunft wesentlich vorsichtiger werden zu lassen. In einer Krisensituation ist bei dieser Logik aber Vorsicht geboten. Sobald ein Land umschuldet, werden Investoren sehr schnell andere potentiell gefährdete Staatsanleihen verkaufen. Das wäre für Portugal und Irland in der jetzigen Situation nicht verkraftbar.

Aber auch in normaleren Zeiten sollte man nicht übertriebene Erwartungen in die Disziplinierungswirkung des Marktes haben. Die Haftung privater Gläubiger für Investitionsrisiken ist wichtig, aber sie wird nicht alle Probleme lösen. Märkte sind nicht immer rational und diszipliniert. Dafür gibt es viele Beispiele. Den Investoren Argentiniens wurde keine Rettung in Aussicht gestellt (denen Griechenlands ja eigentlich auch nicht) und trotzdem haben sie in schwierigster Lage gekauft. Die 800jährige Geschichte von Staatsbankrotten und Finanzkrisen lehrt, dass selbst Insolvenzen Investoren nicht lange davon abhalten, wieder große Risiken zu nehmen; Reinhart und Rogoff nennen es das „This-time-is-different“-Syndrom.

Die Väter des Euro haben sich allerdings von Anfang nicht allein auf die Denkschule der Marktdisziplin verlassen, sondern schufen mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt auch eine institutionelle Absicherung. Im Vorfeld der Krise hat leider beides versagt. Die Reform des Paktes ist bereits erfolgt und die Regeln gegen fiskalisches Fehlverhalten sind verschärft worden.

Um daneben auch die Marktdisziplin zu verbessern, könnte die Schaffung eines europäischen Anleiheversicherers im Rahmen des ESM erwogen werden. Emittenten könnten dort – bis zu einer gewissen Höhe – ihre Anleihen gegen Ausfall versichern; die Prämie spiegelte die jeweilige langfristige Bonität wider. Solch ein Modell böte drei Vorteile: Die Mitgliedsländer hätten einen Anreiz ihre Defizite abzubauen, um niedrige Prämien zu zahlen; die Finanzstabilität wäre gestärkt, da etwaige Insolvenzen nicht zu unkalkulierbaren Kettenreaktionen im Bankensystem führten; und schließlich brächte der Plan auch politische Vorteile, da es nicht zum Transfer von Geldern käme, sondern die betroffenen Länder die erforderlichen Mittel über die Zeit durch ihre Prämien selbst bereitstellten. Eine Absicherung der Marktdisziplin durch eine Versicherungsmodell verspricht mehr Erfolg als der Versuch, die Märkte durch eine griechische Insolvenz zu mehr Vernunft „erziehen“ zu wollen.