

HANDELSBLATT
21.10.2011

SCHULDENKRISE

Das Verlustrisiko begrenzen

Michael
Heise

Es fehlt nicht an Lösungsvorschlägen für die Euro-Krise - nun müssen sie endlich umgesetzt werden. Ein wichtiges Element ist die Versicherung der Schulden schwacher Staaten.

Hohe Erwartungen richten

sich an den EU-Gipfel am 23. Oktober, nicht nur solche der Finanzmärkte, sondern auch der internationalen Partner der Euro-Zone in den USA oder Asien. Zwischen den Euro-Ländern scheint zunehmend Übereinstimmung zu herrschen, dass die Währungsunion langfristig einen stärkeren politischen Unterbau braucht. Dabei geht es nicht um die Schaffung eines Zentralstaats, in dem ein übermächtiger Finanzminister die fiskalischen Geschicke aller europäischen Länder lenkt. Das wäre zum Scheitern verurteilt. Es geht um eine partielle Übertragung von nationalen Souveränitätsrechten an die Europäische Union, damit diese beispielsweise staatliche Ausgabenkürzungen durchsetzen kann, wenn ein Mitgliedsland in eine Überschuldungssituation zu geraten droht. Es bedarf der politischen Überzeugungskraft, den Bürgern zu verdeutlichen, dass „mehr Europa“ die richtige Antwort auf die gegenwärtige Herausforderung ist. Und mit der Inkraftsetzung des neuen, schärferen Stabilitäts- und Wachstumspakts können die Regierungschefs

ein Zeichen setzen, dass die Verpflichtung aller Euro-Länder zur Stabilitätspolitik gestärkt wird.

Für Griechenland fordern viele einen radikalen Schuldenschnitt und dann, gewissermaßen als Sanktion, einen Austritt des Landes aus dem Euro-Raum. Doch die Hoffnung, damit Ruhe an den Finanzmärkten zu schaffen, dürfte sich als trügerisch erweisen. Es ist zu erwarten, dass es Ansteckungswirkungen auf Länder wie Portugal, Irland, aber auch Italien und Spanien gibt. Und richtig vorbereitet wäre ein solcher Schritt zurzeit auch nicht - noch fehlen Konzepte zur Bankenrekapitalisierung, zur nötigen Einlagensicherung mit Kapitalverkehrskontrollen in Griechenland, zur wirksamen Abschirmung von anderen Ländern. Und noch immer hat Griechenland ein hohes Haushaltsdefizit, das auch nach einem Schuldenerlass direkt neue Schulden produzieren würde.

Zurzeit dürfte es für die EU noch am besten sein, den bislang eingeschlagenen Weg fortzuführen: konsequente Umsetzung der Reformen in Griechenland, eine Schuldenreduktion für das Land durch einen angemessenen Beitrag der Privatgläubiger und die auch schon vorgesehenen Schuldentrückkaufprogramme sowie ein Investitionsprogramm mit langfristiger Wachstums Wirkung.

Zu den wichtigsten Themen des Gipfels zählt die Abschirmung von Italien und Spanien gegenüber der Schuldenkrise. Es ist daher sehr zu begrüßen, dass auf politischer Ebene ein Vorschlag der Allianz diskutiert wird, der es konsolidierungswilligen Staaten erlauben würde, ihre Anleihen zu einem bestimmten Prozentsatz gegen einen Zahlungsausfall abzusichern.

Dies wäre eine Akzentverschiebung: Während der Rettungsschirm (EFSF) bisher versuchte, beim Rückzug privater Investoren in die Bresche zu springen, verfolgt die Übernahme eines Teilrisikos das Ziel, Staatsfinanzierung am privaten Kapitalmarkt zu erlangen. Angesichts eines Kapitalbedarfs von Italien und Spanien von rund 800 Milliarden Euro in den nächsten drei Jahren kommt für diese Länder eine direkte Kreditvergabe durch den EFSF nicht infrage.

Für die Ausgestaltung der Übernahme eines Teilrisikos durch den EFSF sind verschiedene Lösungen denkbar. Zwei Bedingungen müssen jedoch erfüllt werden:

Zum einen müssen die privaten Investoren von Anfang an an den Verlusten beteiligt werden. Zum anderen aber muss den privaten Investoren so viel Verlustrisiko abgenommen werden, dass sich der Zinssatz für die neuen Anleihen auf einem tragfähigen Niveau einpendelt. Dies dürfte derzeit bei Zinskosten von etwa fünf Prozent der Fall sein: dafür sollte für die beiden Länder eine Risikoübernahme von 20 bis 30 Prozent ausreichend sein.

Diese Überlegung spricht auch dagegen, die Versicherung so auszugestalten, dass nur die „letzten Verluste“ übernommen werden. Da der Markt im Fall von italienischen oder spanischen Anleihen nur von begrenzten Ausfallraten ausgeht, hätte solch eine „Versicherung“ keinerlei Auswirkungen auf die Preisbildung.

Ohne Frage wird bei dieser Versicherungslösung ein Teil des Risikos von den Steuerzahlern anderer Länder getragen.

Aber eine Lösung, in der der EFSF (oder die Europäische Zentralbank) schleichend die gesamte Finanzierung der betroffenen Staaten übernehme, würde auf Dauer zu höheren Risiken führen. Zudem verhindert die Versicherungslösung ein mitunter befürchtetes Szenario, bei dem ganze Länder vom Kapitalmarkt abgeschnitten werden; stattdessen dürfte die Preisbildung in geordneteren Bahnen verlaufen. Ein letzter Vorteil der Versicherungslösung: Da die Schuldenländer für diese Risikoübernahme eine Prämie zahlen müssen, werden die Anreize für eine verantwortliche Haushaltspolitik gestärkt.

Fazit: Nach 18 Monaten Schuldenkrise sind nun Elemente für eine Lösung vorhanden.

Über das Ziel herrscht weitgehend Einvernehmen, die einzelnen Spieler kennen ihre Aufgaben. Es geht nun darum, dass die Maßnahmen rasch umgesetzt werden und besser ineinandergreifen.

Der Autor ist Chef Ökonom der Allianz.

Sie erreichen ihn unter:

gastautorahandelsblatt.com