

Caveat Emptor: Gläubigerschutz ist keine Lösung

30

Thiess Büttner

Die Offenbarung der griechischen Regierung, dass ihr Defizit die zuvor in Aussicht gestellten Dimensionen deutlich überschreiten wird, und die Herabstufung der griechischen Staatsanleihen haben die europäischen Finanzmärkte zum Jahreswechsel in einige Unruhe versetzt. Die Verzinsung für griechische Staatsanleihen ist seitdem gestiegen und liegt seit Februar 2010 um mehr als 3 Prozentpunkte über der Verzinsung für die Anleihen des Bundes (vgl. Abb. 1).

Die steigenden Zinslasten verschärfen die ungünstige Haushaltsentwicklung in Griechenland, und manche Beobachter halten eine Zahlungsunfähigkeit der griechischen Regierung in naher Zukunft für wahrscheinlich. Diese Entwicklung betrifft nicht nur die griechischen Bürger, sondern hat in den letzten Wochen die Frage nach Hilfe und Unterstützung durch die Europäische Union aufgeworfen.

Solche Unterstützung wird vielfach auch im Hinblick auf ein systemisches Risiko befürwortet. Ein partieller Zahlungsausfall Griechenlands, so wird vermutet, wird Ansteckungseffekte auf andere Mitglieder der Eurozone haben, die am Ende die ganze Währungsunion zum Einstürzen bringen könnten.

Vor dem Hintergrund dieser Entwicklung dominiert nun der Pragmatismus, und ungeachtet der anders lautenden

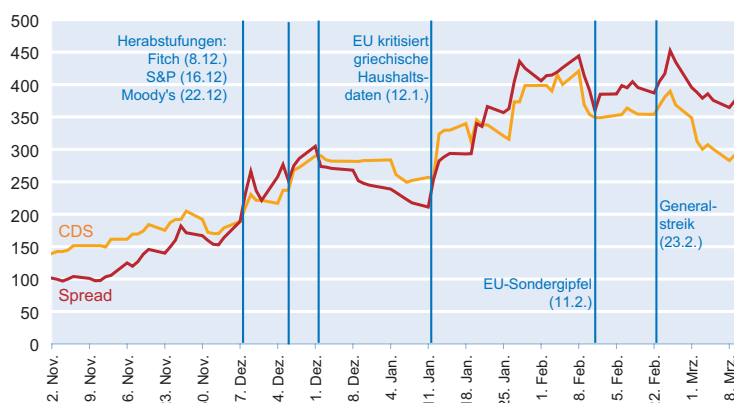
Vereinbarungen in den Verträgen von Maastricht wird vielerorts in Europa versichert, dass man eine Zahlungsunfähigkeit Griechenlands abwenden wird. Angesichts der Einschnitte, die für notwendig erachtet werden, damit die griechische Regierung ohne weitere Unterstützung von außen eine Zahlungsunfähigkeit Griechenlands abwenden kann, erscheinen diese Versicherungen gleichermaßen solidarisch wie pragmatisch, und das Pochen auf die Eigenverantwortung Griechenlands hat den Anschein reiner Prinzipienreiterei.

Bei aller Solidarität und bei allem Pragmatismus wird allerdings oft übersehen, dass die Abwendung eines Zahlungsausfalls in erster Linie den Gläubigern griechischer Staatsanleihen nutzt. Und das ist im Lichte der weltweiten Finanzkrise für sich genommen problematisch. Schließlich ist die Rendite auf griechische Anleihen gerade wegen des Risikos des Zahlungsausfalls hoch. Wenn die Europäische Union und Deutschland einen solchen Zahlungsausfall nun abwenden wollen, werden Verlustrisiken dieser privaten Anlagegeschäfte durch öffentliche Intervention vermieden, die Gewinne aus der Anlage aber bleiben in privater Hand.

Dies ist im Kern die gleiche Konstellation, die auch schon der weltweiten Finanzkrise zugrunde liegt: Von privaten Anlegern werden spekulative Geschäfte getätigt, die hohe Gewinne versprechen – mögliche Verluste müssen dann von der Allgemeinheit getragen werden.

Während die Unterstützungsverlautbarungen für Griechenland von Gegnern der Europäischen Währungsunion als Bestätigung der vermeintlichen Konstruktionsfehler der Verträge von Maastricht gewertet werden, greift eine solche vergangenheitsbezogene Betrachtung zu kurz. Die auf politischer Ebene von verschiedenen Seiten erfolgten Ankündigungen, dass man Griechenland beistehen wird, haben längst schon eine neue Situation geschaffen. Mancher mag auf dem Standpunkt stehen, dass solche Verlautbarungen eben bloße Ankündigungen und notwendig sind, um die Aufregung an den Finanzmärkten zu

Abb. 1
Rendite griechischer Staatsanleihen (Spread) und Ausfallversicherung (CDS)



Rendite und CDS beziehen sich auf fünfjährige Anleihen.
Quelle: Ecwin und Berechnungen des ifo Instituts.

reduzieren. Der seit Ende Februar erfolgte Rückgang des Zinsaufschlags und der Preise für Ausfallversicherungen (vgl. Abb. 1) für griechische Anleihen scheint auch anzudeuten, dass dies gelungen ist.

Gerade der Erfolg der Ankündigungen aber legt eine alternative und beunruhigende Interpretation der Entwicklungen nahe. Die scheinbare Beruhigung der Situation ist möglicherweise nur deshalb eingetreten, weil die politischen Ankündigungen den Investoren deutlich gemacht haben, dass Verluste aus der Anlage in griechischen Anleihen in der Zukunft von der Allgemeinheit getragen werden. Die hohe Investition in die höher verzinsten griechischen Anleihen verspricht im Lichte dieser Absicherung eben doch ein sicheres Geschäft zu sein, und der Finanzmarkt stellt weiter eine Finanzierung der griechischen Staatsschulden bereit. Es ist davon auszugehen, dass dieses auch ein Signal für die griechische Politik ist, dass die Schuldenentwicklung vielleicht doch weniger problematisch ist. Gute Gründe, harte Einschnitte aufzuschieben, gibt es im schwierigen politischen Geschäft immer.

Umso mehr aber die Ankündigungen der Unterstützung geeignet sind, die Gläubiger zu beruhigen, umso mehr müssen sie die Bürger in den großen Mitgliedsländern der Union, wie Deutschland und Frankreich, beunruhigen, die für diese Form des Gläubigerschutzes am Ende die Rechnung präsentiert bekommen. So führt auch der Fall Griechenlands wieder zurück zur Kernthematik der Finanzkrise, dass die Verlustrisiken spekulativer Finanzgeschäfte auf den Staat zurückfallen, und unterstreicht die Dringlichkeit, die Regulierung des Finanzsektors voranzutreiben.