

## Können destabilisierende Spekulationen zur Begründung von Interventionen in der Eurozone herhalten?

Prof. Dr. Dirk Meyer

Lehrstuhl für Ordnungsökonomik an der Helmut-Schmidt-Universität, Hamburg

Der europäische Rat begründet die Einführung eines europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus wie folgt: Die Verschärfung der Finanzkrise habe für mehrere Mitgliedstaaten des Euro-Gebiets zu einer gravierenden Verschlechterung der Kreditkonditionen geführt, die darüber hinausgeht, was sich durch wirtschaftliche Fundamentaldaten erklären ließe. Sind destabilisierende Spekulationen dafür verantwortlich, dass für die insolvenzgefährdeten Euro-Staaten der Zugang zum freien Kapitalmarkt erschwert ist?

Die Spekulation, speziell in Form von Options- bzw. Leergeschäften, wird historisch betrachtet seit jeher von Misstrauen und Feindseligkeit der Gesellschaft und der politisch Herrschenden begleitet. Bereits im 17. Jahrhundert betrachtete *Napoleon* Spekulanten als Staatsfeinde. Im 18. und 19. Jahrhundert waren Termingeschäfte in New York und England verboten. Anlässlich des Börsenkrachs von 1929 galten diese Transaktionen als Ursache der Banken- und Wirtschaftskrise, und Optionshändler wurden zu gesellschaftlichen Sündenböcken. Spekulanten haben traditionell ein schlechtes Image und gelten als Krisenverschärfer und leistungslose Profiteure. Von der menschlichen Seite her gesehen geben Leerverkäufer eine pessimistische Wette auf die Zukunft ab und profitieren im Eintrittsfall vom Schaden anderer. Dies könnte auch die im Laufe der Geschichte immer wiederkehrende Abneigung gegen diese Geschäfte aus psychologischer Sicht erklären.

### *Begriff und Funktion der Spekulation*

„Spekulation“ bezeichnet den Kauf (Verkauf) eines Gutes aus dem einzigen Grund, bei einem künftigen Preisanstieg (Preisverfall) durch Wiederverkauf (Rückkauf) Gewinne zu erzielen. Damit werden erwartete zwischenzeitliche Preisdifferenzen ausgenutzt, wobei der Ausgang der Transaktion unsicher ist. Spekulation beruht auf anderen Informationen, individuell unterschiedlich eingeschätzten Eintrittswahrscheinlichkeiten oder auf unterschiedlichen Risikovorlieben der Marktteilnehmer. Der Hinweis auf die unterschiedlichen Risikobewertungen bzw. -neigungen zeigt die Doppelnatur der Spekulation: Zum einen werden offene Risikopositionen bewusst eingegan-

gen, zum anderen kann mit der Spekulation ein Absicherungsgeschäft verbunden werden. Ohne nähere Prüfung kann man diese unterschiedlichen Zielsetzungen als Außenstehender nicht voneinander trennen.

Entgegen dem landläufigen Werturteil als gesellschaftsschädigende Handlung erfüllt die Spekulation verschiedene wohlfahrtssteigernde Funktionen: Infolge spekulativer Aktivitäten kommt es zu einer Liquiditätsschaffung, die die Funktionsfähigkeit des Marktes verbessert. So ermöglicht der Spekulant durch seine Nachfrage auf dem Terminmarkt dem Gegenspieler die Absicherung seines Güterbestands gegen mögliche Wertverluste in der Zukunft. Diese Versicherungsfunktion durch Risikoteilung und Tausch von Risikopositionen entspricht den unterschiedlichen Risikoneigungen und Interessen der Marktteilnehmer. Spekulatives Verhalten entsteht sodann aus dem unterschiedlichen Informationsgrad der Akteure, was die Informationsfunktion begründet. Die Aussicht auf einen Spekulationsgewinn veranlasst dazu, nach bislang nicht vorliegenden, aber für die Zukunft wesentlichen Informationen Ausschau zu halten. Damit können kommende Ereignisse und Knappheiten bereits heute in der Kalkulation der Marktteilnehmer berücksichtigt werden.

Kennzeichen einer preisstabilisierenden Spekulation sind positive Wohlfahrtseffekte, die durch einen Ausgleich temporärer Knappheits- und Preisdifferenzen entstehen. Spekulanten übertragen Ressourcen aus Verwendungen mit geringerer zu solchen mit höherer Dringlichkeit bzw. Nützlichkeit. Damit gehen Anreize zu einer zeitlichen Verschiebung von Produktion und Konsum einher, oder es kommt generell zu knappheitsnivellieren-

den Aktivitäten. Eine preisdestabilisierende Spekulation erzeugt hingegen im Zeitverlauf anwachsende Knappheits- und Preisdifferenzen. Die Preisausschläge vergrößern sich durch die spekulativen Aktivitäten, da der spekulative Betrag gemessen am Gesamtvolumen des Marktes sehr groß ist.

So ist der Wohlfahrtsverlust im folgenden Beispiel von Leerverkäufen griechischer Anleihen augenscheinlich: Da sie einen Staatsbankrott der hellenischen Republik für unvermeidbar halten, leihen sich Spekulanten entsprechende Wertpapiere von Investoren in großem Umfang. Sie verkaufen sie sogleich mit der Absicht, die Wertschriften zu einem vermeintlich niedrigeren Kurs in der Zukunft wieder zu erwerben, um die geliehenen Papiere mit Gewinn an ihre Eigentümer zurückgeben zu können. Durch das enorme zusätzliche spekulative Angebot sinkt der aktuelle Kurs jedoch erheblich – gleichzeitig steigt die Rendite – und liegt unter dem zukünftigen Kaufkurs, der durch die dann zusätzliche spekulative Nachfrage eine unerwartete Aufwärtsbewegung erfahren hat. Damit die Spekulation dennoch aufgeht, müssen die aktuell hochschnellenden Renditen die Finanzierung neu begebener griechischer Staatsschuldtitel so verteuern, dass ein Bankrott zwischenzeitlich eintritt. Eine preisdestabilisierende Spekulation gegen Fundamentaldaten hätte unter wettbewerblichen Bedingungen deshalb kaum Erfolg und stellt daher eher die Ausnahme dar.

Eine preisdestabilisierende Spekulation setzt also besondere Marktbedingungen voraus. Hierzu zählen zum Beispiel die Marktmacht durch Monopole oder ein abgestimmtes Verhalten (Kartell) ebenso wie das nur am Tun anderer orientierte Mitläuferverhalten (sogenanntes Herding). Allerdings schließt auch ein wettbewerblich-dezentraler Markt eine destabilisierende Spekulation nicht aus. Erstens, dies zeigt der Zusammenbruch des Anleihemarktes, können durch Spekulanten neue relevante und bislang unberücksichtigte Informationen in den Markt getragen werden, die die Preiserwartungen nach unten korrigieren und auch seitens der Investoren zu einem massiven Verkauf führen. Zweitens wäre denkbar, dass die Spekulanten gemäß einer nicht zutreffenden Vorausschau handeln. Wäre dieser Fehler vermeidbar gewesen, so ist dies eindeutig als ökonomischer Verlust zu werten. Beruhen die Fehlentscheidungen hingegen auf unzutreffenden, aber im Vorhinein nicht erkennbaren Fehlinformationen, beinhalten die Folgen Verluste, die jedoch kaum als Wohlfahrtsverluste im klassischen Sinne zu bezeichnen sind.

### *Gibt es Hinweise auf eine destabilisierende Spekulation?*

Gab es destabilisierende, fundamental nicht begründbare Marktbewegungen, die letztendlich den Zugang Griechenlands und anderer insolvenzgefährdeter Euro-Staaten zum freien Kapitalmarkt verschlossen haben? Ein erster Schritt zur Klärung dieser Fragestellung geht in Richtung der fundamentalen Einflussfaktoren auf das Zinsniveau bzw. die Risikoprämien für Staatsanleihen. Als zentrale Faktoren gelten die Höhe des Schuldenstands, des Haushaltsdefizits sowie des Leistungsbilanzdefizits. Aufgrund von kurzfristigen konjunkturellen und speziell geldpolitischen Einflüssen sind aktuelle Daten tendenziell eher ungeeignet. Auf der Grundlage von Prognosewerten eines Fünf-Jahres-Zeitraums für die Entwicklung der Staatsschulden und der entsprechenden Terminkmärkte für Staatsanleihen kann für den Zinssatz einer zehnjährigen Anleihe pro Defizitpunkt ein Anstieg um 20 bis 29 Basispunkte und pro Schuldenstandspunkt ein Anstieg um drei bis vier Basispunkte ermittelt werden.<sup>1</sup> Bezogen auf Griechenland bedeutet das Ergebnis bei einem angenommenen Anstieg seines Schuldenstandes auf 160 Prozent und einer Defizitrate von neun Prozent gegenüber der Einhaltung der Stabilitätsvorgaben einen Anstieg der langfristigen Zinsen um etwa fünf Prozentpunkte.

Zudem wird eine normale Zinsstruktur durch parallel zur Laufzeit steigende Zinssätze charakterisiert. Gleichen sich jedoch die Kurse bzw. Barwerte von Anleihen unterschiedlicher Restlaufzeit an, so ist dies ein Indiz für eine in naher Zukunft von den Marktteilnehmern erwartete Zahlungsstörung mit nachfolgendem Schuldenschnitt. Dies würde sich in einer umgekehrten Struktur der Renditen widerspiegeln. In der Erwartung einer nahenden Umschuldung Griechenlands rentierten Anfang Mai 2011 hellenische Anleihen mit einer zweijährigen Restlaufzeit über 25 Prozent jährlich, während zehnjährige Staatsschuldenschnitte mit etwa 15 Prozent verzinst wurden.

Sodann erfüllen Kreditsicherungsderivate (Credit Default Swaps, CDS) eine wichtige Informationsfunktion.<sup>2</sup> Sie sichern den Forderungsinhaber ei-

1 Vgl. Thomas Laubach, New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficit and Debt, in: Journal of the European Economic Association, Volume 7, No. 4, 2009, Seiten 870 ff. Untersuchungen anderer Autoren kommen zu ähnlichen Ergebnissen, siehe ebenda, Seiten 859 f.

2 Vgl. die Studie des Internationalen Währungsfonds, IMF Staff Comments on EU Commission Consultation on Short Selling, Washington 2010, Seite 3.

ner Anleihe gegen zukünftige Zahlungsausfälle gegen die Zahlung einer jährlichen Prämie ab. Die Prämie ist das Äquivalent für den Risikotransfer vom Halter der Anleihe zum CDS-Emittenten, der bei Zahlungsstörungen den Nennwert ersetzen muss und damit den Kapitalverlust als Differenz zum Kurswert trägt. Veränderungen der Preise für CDS-Absicherungen deuten auf gestiegene bzw. gesunkene Länderrisiken hin. Im Zusammenhang mit Käufen von „nackten“ CDS – darunter versteht man den Besitz von Kreditsicherungspapieren, ohne Inhaber der zugrunde liegenden Anleihen bzw. Risikopositionen zu sein – ergibt sich zugleich die Möglichkeit der Spekulation auf fallende Anleihekurse bzw. steigende Risikoprämien bis hin zum Zahlungsausfall eines Landes. Dies mag den Interessen der von der Spekulation betroffenen Staaten und deren Regierungen mitunter nicht entsprechen, doch gerade hierin zeigt sich der Nutzen einer „objektunabhängigen“ Informationsbeschaffung durch die Spekulanten. Sie erfüllen eine Gläubigerschutzfunktion, die eine zukünftige Kreditaufnahme des Staates erschweren wird.

Beispielsweise hat sich der Vorwurf, mit Leerverkäufen von Wertpapieren der US-amerikanischen Bank Lehman Brothers wäre der Konkurs der Bank ohne fundamentale Gründe besiegelt worden, im Nachhinein als falsch erwiesen. Den Angaben eines vom Konkursgericht bestellten Prüfungsberichts folgend, wurden bereits Monate zuvor Bilanzmanipulationen vorgenommen, die die wahre Schieflage des Instituts verschleiern und den fälligen Konkurs eher verzögert haben. So wurde mit dem Ziel eines höheren Liquiditätsausweises bzw. eines geringeren Verschuldungsgrades über trickreiche, kurzfristige Wertpapierleihgeschäfte ein Aktivtausch in der Bilanz vorgenommen, bei der als Pfand gegebene Wertpapiere buchungs-technisch gegen geliehene Geldmittel ausgetauscht wurden. Diese Lücke des amerikanischen Bilanzrechts wurde genutzt, um über Zahlungsengpässe hinwegzutäuschen. Die massiven Leerverkäufe auf Aktien der Bank durch Hedgefonds haben demnach das Institut nicht ruiniert, sondern lediglich den fundamental ungerechtfertigt hohen Aktienkurs auf null korrigiert und damit den bereits fälligen Konkurs eingeleitet.

### *Keine Preisbeeinflussung erkennbar*

In ihrer Untersuchung zum CDS-Markt weist die EU-Kommission eine hohe Korrelation der Prämien für CDS-Zertifikate zum laufenden Haus-

haltsdefizit nach.<sup>3</sup> Darüber hinaus reagieren die Prämien auf ein geändertes Ausfallrisiko empfindlicher als die Anleiherenditen. Eine mögliche Erklärung könnte darin bestehen, dass in den Anleihen neben dem Risiko des Schuldnerbankrotts zusätzlich auch Zins- und Wechselkursänderungserwartungen sowie inflationäre Entwicklungen mit eingehen, sodass dieser Indikator für das Ausfallrisiko träger reagiert. Die Entwicklung der Risikozuschläge bei den Anleiherenditen zeigt zudem eine zeitlich parallele Entwicklung zum Anstieg der CDS-Prämien. Generell ist kein eindeutiges Muster des Vorlaufs im Verhältnis beider Größen erkennbar. Eine spekulative Marktbeeinflussung würde demgegenüber einen Vorlauf der CDS-Prämien nahelegen. Ebenfalls parallel entwickelte sich die Herunterstufung der Bonitätsgrade durch die Ratingagenturen.

Die Risikoaversion der Marktteilnehmer führt in unsicheren Zeiten zu einer Umschichtung in relativ sichere Anlagen und erzeugt hierdurch einen starken Anstieg der Risikoprämien der relativ risikanten Investments. Dies erklärt den sprunghaften Anstieg der Risikoprämien für griechische Wertschriften, der vornehmlich nicht auf Spekulation, sondern auf den Verkäufen von langfristig orientierten Großanlegern wie Pensionsfonds und Lebensversicherern beruhen dürfte. So verdoppelten sich die Renditen mit zweijähriger Laufzeit bei der Korrektur falscher Defizitangaben Ende Oktober 2009 von knapp zwei auf etwa vier Prozent pro Jahr, um Ende April 2010 zum Zeitpunkt der faktischen Insolvenz noch einmal von sechs auf über 14 Prozent anzusteigen.

Auch kam es im gleichen Zeitraum nicht zu einem Anstieg der Transaktionen mit CDS-Derivaten. Der Anteil der mit CDS gesicherten Staatsschulden der mediterranen Länder blieb sehr gering. Für Griechenland schwanken die Angaben von Februar bis April 2010 zwischen 2,24 und 2,60 Prozent. Ähnlich hoch liegen sie für Spanien (2,31 Prozent) und Italien (1,24 Prozent). Für April 2010 liegt für Griechenland sogar eine Abnahme des Nennwertes der CDS-Kontrakte von 8,4 auf 8,2 Milliarden Euro vor. Die Destabilisierungshypothese, nach der verstärkt Kreditderivate zur Spekulation gegen griechische Staatsanleihen eingesetzt wurden, wird also nicht durch Fakten gestützt.

Die Untersuchung der EU-Kommission kommt des Weiteren zum Ergebnis, dass die CDS-Prämien

<sup>3</sup> Vgl. European Commission, Report on Sovereign CDS, Brüssel 2010, Seiten 13 ff.

zur Absicherung eines Zeitraums von fünf und zehn Jahren jeweils niedriger lagen als die entsprechenden Anleiherenditen unter Abzug der Verzinsung einer risikolosen Kapitalanlage. Auch dies entkräftet die Vermutung einer Preismanipulation zugunsten einer überhöhten Risikoprämie zur Absicherung von Länderrisiken mit Rückkopplungs- und gegebenenfalls Aufschaukelungseffekten der dazugehörigen Anleiherenditen.

### *Ökonomische Erklärung der Marktentwicklung*

Somit gibt es keinerlei Anhaltspunkte einer destabilisierenden Spekulation, die durch den Einsatz von Kreditderivaten hervorgerufen bzw. nicht durch die Fundamentaldaten der griechischen Schuldenlage gedeckt wären. Wie kam es aber zum Hochschießen der Risikoprämien und Kippen der Zahlungsfähigkeit Griechenlands im April 2010 sowie seit Anfang 2011?

Am 20. Oktober 2009 gab die neue griechische Regierung die Korrektur falscher Schuldendaten bekannt. Dennoch blieben die Märkte bis zum Januar 2010 relativ ruhig, und erst mit der Hilfszusage der EU Ende März 2010 stiegen die Risikoprämien griechischer Anleihen außergewöhnlich stark an. Bereits ein Jahr zuvor, am 16. Februar 2009, hatte der damalige Finanzminister *Peer Steinbrück* eine gemeinschaftliche Unterstützung für Euro-Mitglieder angedeutet, denen die Zahlungsunfähigkeit unmittelbar droht. Zudem war der europäische Stabilitätspakt mit seinen Sanktionen durch die rechtswidrige Aussetzung des Defizitverfahrens durch Deutschland und Frankreich im Jahr 2003 nicht mehr glaubwürdig. Von daher kann man keinesfalls von einem Marktversagen bei der Risikoeinschätzung sprechen. Vielmehr konnten sich die Investoren auf die Rettung Griechenlands durch die EU verlassen. Erst die sich im Nachhinein als möglicherweise unzureichend herausstellenden Hilfen sowie Zweifel an der Erfüllung der Haushaltsauflagen führten dazu, dass die Investoren das Risiko einer nachfolgenden Umschuldung mit privater Beteiligung als relativ hoch einschätzten. Die aktuelle Entwicklung bestätigt diese Vorraussicht.

Anziehende Refinanzierungszinssätze der Zentralbank, steigende Risikoprämien für die griechische Neuverschuldung sowie negative Wachstumsperspektiven der griechischen Wirtschaft aufgrund des Sparprogramms führen zu einem steigenden Durchschnittszinssatz der griechischen Staatsverschuldung, der die Wachstumsrate des Bruttoin-

landsproduktes (BIP) übersteigt. Damit geht ein Anstieg des Schuldenstands einher. Die Zuspitzung der Schuldensituation erklärt sich deshalb aus einem Rückkopplungseffekt hoher Zinsen, einer dadurch steigenden Haushaltsbelastung, sinkenden Bonitätsnoten mit wiederum steigenden Zinsen und sich verschlechternden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Dieser Teufelskreis setzt mit einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung der Anleihegläubiger ab einem bestimmten Zinssatz ein, der im Vorhinein nicht festliegt und je nach Land und Situation verschieden ist. Ist die Einschätzung der Investoren jedoch erst einmal gekippt, kommt eine Angstspirale in Gang, die das Ende jeglicher Anschlussfinanzierung auf dem privaten Kapitalmarkt bedeutet.

Simulationen zur Schuldentragfähigkeit Griechenlands auf der Basis des beschlossenen Hilfsprogramms kommen zu einem negativen Ergebnis und prognostizieren die Notwendigkeit einer baldigen Umschuldung.<sup>4</sup> Selbst bei einer erfolgreichen Durchführung nach Plan muss Griechenland bis 2012 neben den 110 Milliarden Euro Kredithilfen weitere 40 Milliarden Euro am freien Kapitalmarkt aufnehmen. Dass die Marktteilnehmer die griechische Verschuldungssituation angesichts des bis dahin weiter angestiegenen Schuldenstandes als günstiger einschätzen werden, darf bezweifelt werden. Ab 2013 ist mit dem zeitgleichen Auslaufen des Hilfsprogramms somit wiederum von aus griechischer Sicht nicht akzeptablen Zinskonditionen auszugehen. Lässt man weitere internationale Hilfen außer Acht, so müsste Griechenland seinen jährlichen Finanzierungsbedarf aus dem Haushalts-Primärüberschuss ohne ausländische Kredite erwirtschaften. Dies verdeutlicht die ausweglose Situation Griechenlands und begründet den zeitweiligen Zusammenbruch des Marktes für griechische Anleihen ohne die Interventionen der Europäischen Zentralbank.

### *Ordnungspolitischer Ausblick: Primat der Politik oder Primat des Marktes?*

Die These von einer destabilisierenden Spekulation legt ein Bild vom Getriebensein der Politik nahe, das sich indirekt in verschiedenen offiziellen Verlautbarungen wiederfindet.<sup>5</sup> Diese Sichtweise dient der Rechtfertigung zur Errichtung eines

<sup>4</sup> Siehe hierzu Heinz-Dieter Smeets, Ist Griechenland noch zu retten?, in: Wirtschaftsdienst, 90. Jahrgang, 2010, Seiten 310 ff.

<sup>5</sup> Zum Beispiel die Formulierung von „außergewöhnlichen Ereignissen, die sich [der] Kontrolle entziehen“ (Artikel 122 Absatz 2 AEUV).



dauerhaften Europäischen Stabilisierungsmechanismus, um dem Primat der Politik wieder Geltung zu verschaffen. Generell betrachtet geht es bei der Fragestellung jedoch um die Verteilung von Kompetenzen und Verantwortung bzw. Haftung auf die gesellschaftlichen Akteure und Institutionen. Damit ergibt sich für die Problemlösung kein Entweder-oder, sondern allenfalls ein Sowohl-als-auch des Zusammenspiels von Staat und privaten Marktakteuren.

Die Aufgabenverteilung muss klar zwischen der Errichtung eines ordnungspolitischen Regelwerks durch den Gesetzgeber und nicht regelgebundenen, prozesspolitischen Eingriffen von Regierungen und regierungsabhängigen Behörden unterscheiden. Auf der Grundlage eines verfassungsmäßigen Rechtsstaates obliegt die Schaffung ordnungspolitischer Grundsätze dem Gesetzgeber. Gemäß dem Prinzip der Nichtdiskriminierung stellt das Marktgeschehen demgegenüber auf ein Zusammenspiel dezentraler Marktakteure ohne diskriminierende Steuerung durch Eingriffe des Staates ab, für deren Konsequenzen die Akteure haften.

Die Glaubwürdigkeit von Sanktionen bei der Verletzung von Eigentumsrechten im weiteren Sinne stellt eine wesentliche Voraussetzung für die Funktionsfähigkeit von Kapitalmärkten dar. Die Relevanz von Erwartungen belegt auch ein Blick in die jüngere Geschichte.<sup>6</sup> So ergänzte die Roosevelt Corollary (1904) die Monroe-Doctrine, indem sie eine Art Polizeifunktion der USA im Falle eines „Cronic Wrongdoing“ von Staaten des karibischen und lateinamerikanischen Raumes installierte. Zu den aufgelisteten Fällen von potenziellen Rechtsverletzungen zählte auch die Nichtbedienung von Anleihen. Auch die europäischen Mächte Großbritannien, Frankreich und Deutschland setzten bei Zahlungsstörungen militärische Macht ein, verbunden mit politisch-fiskalischem „Hausarrest“:

■ Nach einem Zahlungsausfall 1876 übernahmen Großbritannien und Frankreich die Schuldenverwaltung in Ägypten; 1882 unterstellte Großbritannien das Land einem Protektorat mit fiskalischer Zwangsverwaltung.

<sup>6</sup> Vgl. im Folgenden Kris James Mitchener/Marc D. Weidenmier, *Supersanctions and Sovereign Debt Repayment*, in: NBER Working Paper 11472, Cambridge/USA 2005. Die Autoren untersuchen die Wirkungsweise von „supersanctions“ (militärische Intervention, externe fiskalische Kontrolle, Vermögenskonfiskation und Handels-sanktionen) auf die Schuldenbedienung von Staaten im Insolvenzfall während der Zeit des klassischen Goldstandards (1870–1913).

■ Ein Staatsbankrott Griechenlands im Jahr 1893 und der verlorene Türkisch-Griechische Krieg führten 1898 zu einer internationalen Finanzkontrolle, bei der Deutschland die Federführung übernahm.

■ 1898 schlossen Großbritannien und das Deutsche Reich in London mit dem geheimen Angola-Abkommen einen Vertrag über die Aufteilung der portugiesischen Kolonien in Afrika, sollte Portugal in finanzielle Schwierigkeiten geraten.

Anstehende Umschuldungsverhandlungen konnten durch diese Sanktionsandrohungen und Interventionen im Sinne der ausländischen Gläubiger beeinflusst werden. Die Risikoprämien der ausfallbedrohten Staatsanleihen fielen im Mittel von 13,4 Prozent auf 2,1 Prozent, und die Kapitalmarktfähigkeit konnte in den Folgejahren wiedererlangt werden. Spürbare Sanktionen wirken demnach wie ein Anstieg der Reputation des Schuldnerstaates. Als wesentlich für die Wirksamkeit dürfte auch die Dauer der Fiskalkontrolle gelten, die für Ägypten 32 Jahre und für Griechenland 15 Jahre betrug.

Diese historischen Erfahrungen würden für die vertragliche Einführung massiver Sanktionsandrohungen politischer und ökonomischer Art im Falle zahlungsunfähiger bzw. -unwilliger Euroländer sprechen. Der Katalog könnte ein Stimmrechtsentzug auf EU-Ebene und den Automatismus von Strafzahlungen bei Verstößen gegen den europäischen Stabilitätspakt ebenso rechtfertigen wie ein Restrukturierungsverfahren unter Beteiligung der Anleihehalter bis hin zu einem Ausschluss aus der Europäischen Währungsunion.

Demgegenüber bietet der Europäische Stabilisierungsmechanismus Anreize zur Kostenexternalisierung in zweifacher Hinsicht. Den bereits insolventen Staaten werden günstige Kreditkonditionen zur weiteren Verschuldung geboten und den Haltern von Staatsanleihen dieser Länder eine Prämie bei weitgehender Abnahme eines Umschuldungsrisikos. Mit dem politisch erzeugten Insolvenzausschluss zulasten Dritter und der damit einhergehenden Versuchung für Staaten, sich noch mehr zu verschulden, hat die europäische Politik ihr Primat an quasi-bankrotten Staaten und Anleihehaltern abgegeben. Die Spekulation auf den Fortbestand dieser Bedingungen ist deshalb politikimmanent. ■