

## **Umschuldung und Gläubigerbeteiligung - die Fortsetzung eines Irrwegs**

(1) Was wir gegenwärtig in der Eurozone beobachten können ist, dass die Rettungsstrategien für die Krisenländer schief gehen. Trotz der Sanierungsversuche hat sich die Situation dort nicht verbessert, die Staatsschuldenquoten steigen, weitere Zuspitzungen sind zu erwarten. Zwei Gründe sind dafür neben anderen besonders wichtig: Erstens stürzen die Krisenländer wegen der ihnen aufgezwungenen drakonischen „Sparmaßnahmen“ in die Rezession, was die Steuereinnahmen wegbrechen lässt. Zweitens sind die an die Rettungskredite gebundenen Zinsen von fünf bis sechs Prozent viel zu hoch und von den Ländern objektiv nicht leistbar, sie müssen sich allein schon für den Schuldendienst neu verschulden.

(2) Anstatt nun das Ruder herumzureißen (Zinsen runter, Sparprogramme mildern und strecken, Wachstumsimpulse setzen, Refinanzierung der Euroländer aus der Umklammerung der irrationalen Finanzmärkte lösen usw.), stürzen sich immer mehr auf eine vermeintlich einfache und angeblich unausweichliche Lösung, die **Umschuldung**. Diese ist aber kein Baustein im Kontext einer vernünftigen Lösung, sondern wäre ein weiterer Schritt einer Chaos-Strategie, mit dem die Dinge nur noch schwieriger werden. Es macht hier keinen qualitativen Unterschied, ob man hier an einen radikalen „Haircut“ oder an eine „Umschuldung light“ denkt.

(3) Zunächst: Eine Umschuldung z. B. Griechenlands ist mit den Umschuldungen von ehemals in Süd- und Mittelamerika in keiner Weise vergleichbar. In diesen Ländern wurden drastische Abwertungen durchgeführt, um die Wettbewerbsfähigkeit dieser Länder wieder herzustellen. Die massive Abwertung potenzierte die Auslandsschulden sozusagen rechnerisch, was den Schuldenschnitt unausweichlich machte. Der Verweis auf die „Brady-Bonds“ hilft also nicht weiter. Griechenland kann bekanntlich nicht nominal abwerten.

(4) Die schwerwiegendsten Auswirkungen einer Umschuldung von Staatsanleihen treffen das Land, in dem eine solche Umschuldung durchgeführt wird. Denn ein größerer Teil z. B. griechischer Staatsanleihen wird von den Banken und Versicherungen in Griechenland selbst gehalten. Der griechische Finanzsektor steht aber jetzt schon wegen der wirtschaftlich prekären Lage auf wackligen Beinen. Absolut zurecht sagt deshalb EZB-Direktoriumsmitglied Smaghi: „Eine Umschuldung würde zu einem Zusammenbruch eines großen Teils des griechischen Bankensystems führen.“ Auch eine „Umschuldung light“ kann der letzte Windstoß sein, der dieses Desaster auslöst. Wer muss dann die Kredite aufnehmen, um das Bankensystem und die Spareinlagen zu stützen?

(5) Betroffen von einer Umschuldung wären auch andere Länder und Institutionen: Banken, Versicherungen, Pensionsfonds in Deutschland und anderen europäischen Ländern müssten entsprechende Verluste hinnehmen. Bei vielen Banken sind die Eigenkapitalquoten nach wie vor niedrig und die Folgen solcher Abschlüsse unklar. Zum anderen entfallen von der griechi-

schen Staatsverschuldung inzwischen 50 Milliarden Euro auf den „Griechenland-Rettungsschirm“, Tendenz steigend. Der Steuerzahler wäre also bereits in Mithaftung, wenn es zu einer Umschuldung käme. (In der Sache etwas anderes ist es, die Zinsen für diese Rettungskredite zu senken.) Drittens sind weitere zig-Milliarden griechischer Staatsanleihen bei der EZB hinterlegt, auch dort würden erhebliche Abschreibungen notwendig. Von daher ist auch inkonsequent, zu warnen, die EZB würde zu einer Bad Bank, und gleichzeitig den Haircut auf Staatsanleihen zu fordern.

(6) Die Umschuldungsdebatten haben etwas vom Charakter sich selbst erfüllender Prophezeiungen. Wenn die griechischen Anleihen in gesamteuropäische Haftung und Garantie übernommen werden und das glaubwürdig signalisiert wird, lohnt sich die Spekulation auf eine Staatspleite nicht, zumal wenn Griechenland ermöglicht wird, wieder in die Wachstumszone zu kommen. Die Marktzinsen können dann wieder sinken. Die Forderung nach Umschuldung treibt aber die Zinsaufschläge noch oben, was wiederum diejenigen zu bestätigen scheint, die die Umschuldung fordern. Ein Teufelskreis.

(7) Wird eine Umschuldung in der Eurozone auch nur einmal durchgeführt, „ist der Rubikon überschritten“. Denn das ist dann das Signal an die institutionellen Anleger, dass in der Eurozone „nichts“ mehr sicher ist und den Verlautbarungen der Europäer „wir garantieren die Staatsanleihen der Mitgliedsländer“ kein Glauben zu schenken ist. Übersprungeteffekte – weit mehr als bisher – werden dann wahrscheinlich. Anstatt zu mehr Sicherheit und Beruhigung trägt eine Umschuldung zu einer weiteren Eskalation der Unsicherheit bei. Die Zinsaufschläge würden dauerhaft steigen.

(8) Dass die Halter von Staatsanleihen (die „privaten Gläubiger“) freiwillig verzichten und zu einer Entschuldung beitragen sollen, ist ein ebenso frommer wie hilfloser Wunsch. Warum sollten sie dazu bereit sein? Das wären sie nur, wenn man ankündigt, dass – sagen wir in einem Jahr – der Haircut amtlich sicher durchgeführt wird. Aber dann befindet man sich schon im Teufelskreis der Eskalation.

(9) Nur eine Variante der Umschuldungs-Idee ist es, die **Gläubigerbeteiligung** einzufordern oder sie für die Zukunft anzudrohen. „Die privaten Gläubiger sollen haften statt der Steuerzahler!“, kaum ein Satz hat so viel Beifall von rechts bis links gefunden. Rechts dient der Satz zur Beruhigung der Gemüter, links befriedigt er das Verlangen, endlich die Banken für die Finanzkrise zur Rechenschaft zu ziehen. Das ist aber zu kurz gesprungen. Wenn die aktuelle falsche Antikrisenstrategie schief geht, dann werden der Staat und die Privaten zahlen, keine Frage. Umschuldung oder Gläubigerbeteiligung sind aber bereits Beweise des Scheiterns, nicht Teil der Lösung.

(10) Staatsanleihen zählen zu den sichersten Anlagen. Sicherheit korreliert mit niedriger Rendite. In Staatsanleihen zu „investieren“ ist nicht Sache der Renditejäger auf den Finanzmärkten, sondern Sache der seriösen Anleger. Staatsanleihen werden deshalb vornehmlich von Sparkassen, Genossenschaftsbanken, Lebensversicherern und vergleichbaren Institutionen und natürlich von Privatpersonen gehalten. Mit Gläubigerbeteiligung oder Umschuldung trifft man die falschen Anleger, nämlich die seriösen, und die falsche Anlageform, nämlich die seriöseste.

(11) Der größte Teil der in der Vergangenheit emittierten Staatsanleihen wurde von den Krisenländern zu für sie normalen Zinsen um die vier Prozent ausgegeben. Das ist auch die Rendite derjenigen, die die Anleihen bisher und oft bis zum Laufzeitende halten. Nur ein relativ schmales Volumen – in den Monaten, bevor z. B. Griechenland, Irland oder Portugal unter den Rettungsschirm kamen, wurde tatsächlich zu etwas höheren Zinsen ausgegeben. Die „Sondergewinne“, für die man die Halter von Staatsanleihen durch Gläubigerbeteiligung nun „bestrafen“ müsse, sind nicht der Regel-, sondern der Ausnahmefall.

(12) Die Zinsbildung für Staatsanleihen auf den Märkten wird bestimmt vom Handel bereits ausgegebener Anleihen und von den handelbaren Kreditversicherungspapieren (CDS) im Zusammenspiel mit den Ratingagenturen. Die auf diesen Sekundärmärkten verlangten hohen Zinsen werden über Kursabschläge umlaufender Anleihen vermittelt (was der eine gewinnt, hat der andere verloren) und geben den Zinssatz für eventuelle Neuemissionen vor. Die genannten Krisenländer haben aber wie gesagt nicht mehr zu diesen Zinssätzen emittiert und die Daueranleger von Staatsanleihen sind von dieser Geschäftsart nicht berührt. Diesem spekulativen Moment kann jederzeit durch Abkoppelung der Refinanzierung von den Finanzmärkten begegnet werden (Eurobonds, glaubwürdiges Signal, dass die gesamte Eurozone garantiert ist etc.).

(13) Kündigt man, wie es derzeit modern ist, die Gläubigerbeteiligung für künftige Staatsanleihen an, verändert man die Welt der Märkte für Staatsanleihen grundsätzlich, weil eine bisher nicht dagewesene Unsicherheit von den Märkten dann auch eingepreist wird. Die Zinsen für Staatsanleihen werden tendenziell höher sein und die Refinanzierung der Länder teurer. Das ist genau der falsche Weg.

(14) Will man die Finanzmärkte an den Folgekosten der Krise beteiligen, dann macht man das am besten und ohne schädliche Folgen für das Ganze auf dem Weg der Besteuerung. Die Finanztransaktionssteuer ist wesentlich zielgenauer als jede Form von Gläubigerbeteiligung. Sie trifft den kurzfristig und spekulativ orientierten Anleger – das glatte Gegenteil eines Käufers von Staatsanleihen.