



SACHVERSTÄNDIGENRAT
*zur Begutachtung der
gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*

Auszug aus dem Jahresgutachten 2011/12

Die Zwillinge: Bankenkrise und Schuldenkrise

(Textziffern 226 bis 250)

müssen, dass die „Pläne der Banken zur Steigerung ihrer Kapitalausstattung nicht zu einer übermäßigen Verringerung der Fremdkapitalanteile führen“ (Europäischer Rat, 2011). Wie die Aufsichten eine übermäßige Verringerung des Fremdkapitalanteils feststellen und ahnden sollen, bleibt offen. Um dem unangenehmen staatlichen Eingriff zu entgehen und angesichts der Tatsache, dass es gerade für Institute mit großen Kapitallücken nicht einfach sein dürfte, privates Kapital aufzunehmen, werden sie zumindest versucht sein, ihre Eigenkapitalquoten durch die Reduktion der Risikoaktiva zu verbessern.

Es bleibt also abzuwarten, ob das Bankenpaket den erwünschten Effekt haben wird. Aber es besteht zumindest die Chance, dass damit die Selbstverstärkung von Schulden- und Bankenkrisen unterbrochen und die Systemstabilität erhöht werden.

II. Die Zwillinge: Bankenkrise und Schuldenkrise

226. Systemrelevante Finanzinstitute (SIFIs) und souveräne Staaten haben mehr gemeinsam als auf den ersten Blick ersichtlich. Erstens besteht für beide kein glaubwürdiges Insolvenz- und Restrukturierungsverfahren. Zweitens galt für beide im Prinzip die Annahme eines **No-bail-out**: Im Fall der Insolvenz sollten weder Banken noch Länder von (anderen) Staaten gerettet und die Kosten von der (internationalen) Gemeinschaft getragen werden. Im Euro-Raum wurde der Umgang mit einer systemischen Bankenkrise bewusst nicht geregelt, um die Institute zur Vorsicht anzuleiten und „konstruktive Unsicherheit“ über einen Bail-out zu schaffen: Wenngleich systemische Finanzinstitute die Hoffnung hegen konnten, im Ernstfall gerettet zu werden, konnten sie sich darüber nie ganz sicher sein. Dieser Restzweifel sollte ihre Risikodisziplin stärken. Für die Länder des Euro-Raums wurde durch die in Artikel 125 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) verankerte Nichtbeistands-Klausel ein Bail-out sogar vertraglich explizit ausgeschlossen. In beiden Fällen wurde im Verlauf der Finanz- und Wirtschaftskrise aber deutlich, dass dieser institutionelle Rahmen nicht glaubwürdig war.

227. Tatsächlich werden die vermeintlichen Kosten des Ausfalls von SIFIs oder Ländern so hoch eingeschätzt, dass sich die Politik **zeitinkonsistent** verhält und trotz des zuvor angekündigten Nichtbeistands Banken und Staaten schließlich gerettet werden. Ein Kernproblem zeitinkonsistenter Wirtschaftspolitik ist, dass diese zu einem ausgeprägten **Moral Hazard-Verhalten** führt. Banken und ihre Gläubiger antizipieren die Zeitinkonsistenz der Politik und gehen in Erwartung der letztendlichen Rettung höhere Risiken ein. Staaten hingegen verzichten auf eine nachhaltige Wirtschafts- und Finanzpolitik, weil sie im Notfall Hilfe durch die internationale Gemeinschaft erwarten können.

228. Der Architektur des internationalen Finanz- und Währungssystems fehlt im Kern das **Ordnungselement des Insolvenzverfahrens**. Dadurch besteht ein inhärentes Marktversagen, das dazu führt, dass die Preise für Verschuldung aus volkswirtschaftlicher Perspektive zu gering ausfallen, um präventiv zu wirken. Denn die Erwartung der Investoren, dass Länder im Krisenfall gerettet werden, führt dazu, dass diese geringere Risikoprämien verlangen, da ihre Verluste begrenzt werden. Damit entfällt der Marktpreis als Lenkungsinstrument zur Steuerung von Risiken. Verantwortungsvolles Handeln kann hingegen nur entstehen, wenn Hand-

lung und Haftung glaubhaft zusammengehalten werden. So setzt ein adäquates Insolvenzverfahren bereits im Vorhinein Anreize für ein angemessenes Risikoverhalten und eine solide Wirtschafts- und Finanzpolitik.

1. Schuldenkrisen und Versagen der Märkte für Staatsanleihen

229. Staatsschuldenkrisen und Staatsinsolvenzen sind **kein neues Phänomen**. So fand der vermutlich erste dokumentierte Zahlungsausfall bereits im 4. Jahrhundert v. Chr. statt, als zehn der 13 Stadtstaaten, die sich zum Attischen Seebund zusammengeschlossen hatten, einen Kredit des Delos-Tempels nicht zurückzahlten (Winkler, 1933). Im 14. Jahrhundert verweigerte Edward III, König von England, die Rückzahlung seiner Schulden bei den größten Florentiner Bankhäusern, stürzte diese in den Bankrott und löste den ersten Zusammenbruch eines Finanzsystems in der Geschichte aus. Philipp II von Spanien wiederum ruinierte auf die gleiche Weise im 16. Jahrhundert Banken in Süddeutschland (Kohn, 1999). Zwischen den Jahren 1501 und 1900 gab es insgesamt 46 Staatsbankrotte in Europa. So zahlte unter anderem Brandenburg-Preußen im Jahr 1683 seine Schulden nicht zurück und Kreditrückzahlungen von Portugal, Österreich und Griechenland sowie einigen deutschen Staaten fielen allein im 19. Jahrhundert jeweils mindestens viermal aus (Reinhart et al., 2003).

Nur wenige Länder, darunter die Schweiz und die Vereinigten Staaten, verzeichnen seit ihrer Gründung keinen Zahlungsausfall; allerdings trifft dies bei den Vereinigten Staaten lediglich auf die Bundesebene zu, denn einzelne Bundesstaaten fielen, insbesondere im 19. Jahrhundert, sehr wohl aus (Feenstra und Taylor, 2008). Selbst Deutschland verzeichnete in den 1930er-Jahren einen Zahlungsausfall (Reinhart und Rogoff, 2009; Borensztein und Panizza, 2008). Seit Mitte der 1970er-Jahre sind es vor allem Länder in Südamerika und Afrika, bei denen Kreditausfälle zu beobachten waren. Zu den schwersten Krisen der vergangenen Jahre gehört, neben dem Zahlungsausfall Russlands im Jahr 1998, der Staatsbankrott Argentiniens im Jahr 2002 (Sturzenegger und Zettelmeyer, 2006).

230. Einwände gegen einen direkten Vergleich der aktuellen Schuldensituation mit früheren Staatsschuldenkrisen sind einerseits berechtigt, denn in der jüngeren Vergangenheit waren typischerweise Entwicklungs- und Schwellenländer von Staatsschuldenkrisen betroffen, wohingegen nun von den **Industriestaaten** Insolvenzrisiken ausgehen. Andererseits haben die jetzt betroffenen Länder einiges mit der Finanzierungssituation typischer Schwellenländer gemeinsam. Ein Grund für die jetzige Schuldenproblematik ist, dass die betroffenen Länder Mitglied in einer **Währungsunion** sind, mit einer unabhängigen, für den gesamten Währungsraum zuständigen Zentralbank. Das bedeutet, dass sich alle Staaten der Währungsunion faktisch über den Finanzmarkt in Fremdwährung verschulden müssen, ähnlich wie die seinerzeit betroffenen Entwicklungs- und Schwellenländer. Aufgrund der vertieften Integration im Währungsraum bedeutet dies nicht nur eine ungleich höhere real- und finanzwirtschaftliche Verflechtung zwischen Gläubiger- und Schuldnerstaaten, sondern begrenzt gleichzeitig aufgrund der gemeinsamen Währung entscheidend das Spektrum der zur Verfügung stehenden Lösungsmöglichkeiten.

231. Souveräne Staaten können nicht zur Rückzahlung ihrer Verbindlichkeiten gezwungen werden. Denn es existiert weder ein Gesetz, das die Insolvenz von Staaten regelt, noch gibt es eine internationale Gerichtsbarkeit, mit deren Hilfe Gläubiger ihre Ansprüche gegenüber einem souveränen Staat durchsetzen könnten. Und selbst wenn eine internationale Gerichtsstanz bestünde, dürfte es schwierig sein, Vermögenswerte, die sich mehrheitlich auf dem Staatsgebiet des souveränen Schuldners befinden, glaubwürdig einem Gläubiger als Sicherheit anzubieten, geschweige denn im Insolvenzfall zu beschlagnahmen. Folglich ist die Tilgung von Staatsschulden weniger eine Frage der Fähigkeit des Schuldners zur Rückzahlung (Ability to Pay) als vielmehr der **Bereitschaft zur Rückzahlung** (Willingness to Pay). Ausgehend von einem **Kosten-Nutzen-Kalkül** wird sich der Schuldner immer dann für die Rückzahlung eines Kredits entscheiden, wenn dieser gegenüber einem Zahlungsausfall und den damit verbundenen Kosten vorteilhafter erscheint (Eaton et al., 1986). Darüber hinaus ist ein zentraler Unterschied zu den Verbindlichkeiten eines Unternehmens, dass selbst nach einer Insolvenz ein Staat fortbestehen wird, wohingegen ein Unternehmen den Markt in letzter Konsequenz verlassen muss.

232. Während sich die Kosten im Fall der Kreditrückzahlung einfach aus der Zins- und Tilgungszahlung zusammensetzen, ist die Ermittlung dieser bei einem Zahlungsausfall schwieriger, da sie sich aus einer Reihe von unmittelbaren und mittelbaren Kosten zusammensetzen. Der Ausschluss von den internationalen Finanzmärkten und die dadurch fehlenden Möglichkeiten eines Landes zur Konsumglättung und der Behinderung von Investitionen zählen zu den unmittelbaren **Kosten eines Zahlungsausfalls**. Ein dauerhafter Ausschluss des Schuldnerstaates von den Kapitalmärkten ist allerdings eher unwahrscheinlich (Kletzer, 1994; Bulow und Rogoff, 1989). Denn es dürfte aufgrund der Vielzahl der Akteure schwierig werden, den Ausschluss dauerhaft aufrechtzuerhalten, zumal dies zum Nachteil potenzieller Kreditgeber wäre. Nach der Rückkehr an die Kapitalmärkte entstehen Kosten durch eine signifikante Herabstufung der Kreditwürdigkeit des Schuldnerstaates und dem damit verbundenen Anstieg der Risikoprämien (Trebesch et al., 2010). Darüber hinaus sind weitere Kosten durch die Erhebung von Handelssanktionen möglich. Am schwersten dürfte aber wiegen, dass im Fall einer Staatsinsolvenz der üblicherweise zu beobachtende Wirtschaftseinbruch durch multiple Krisen verschärft werden könnte (Kasten 10).

Kasten 10

Der Teufelskreis aus Banken-, Schulden- und Währungskrisen

Banken-, Schulden- und Währungskrisen treten typischer Weise nicht singulär auf, sondern häufig als **Zwillinge-** oder **Drillingskrisen**, da sie sich wechselseitig verstärken und auslösen können. In der Regel sind diese gepaart mit einer Wirtschaftskrise, da jeder der drei Krisentypen für sich genommen negative Auswirkungen auf die volkswirtschaftliche Produktion ausübt; der wirtschaftliche Einbruch seinerseits verschärft wiederum die Krisen (Feenstra und Taylor, 2008). Über den Zeitraum der Jahre 1970 bis 2000 wurden insgesamt 45 Krisen verzeichnet, von denen vier als Schuldenkrise, 13 als Schulden- und Währungskrise, sieben als Schulden- und Bankenkrise sowie 21 als Drillingskrise klassifiziert wurden (De Paoli et al., 2006). Die unterschiedlichen Krisenkombinationen unterscheiden sich hinsichtlich ihrer Dauer sowie der Outputkosten erheblich voneinander (Tabelle 15, Seite 137). Die aktuelle Situation entspricht einer Zwillingenkrise, bei der die Bankenkrise aufgrund massiver staatlicher Stützungsmaßnahmen

letztendlich zu einer Staatsschuldenkrise führte. Von einer Drillingskrise, die zudem eine Währungs- und Bankenkrise umfasst, kann für den Euro-Raum nicht gesprochen werden.

Tabelle 15

Kosten von Schulden-, Zwillings- und Drillingskrisen im Zeitraum von 1970 bis 2000

Krisentyp	Anzahl der Krisen	Durchschnittliche Dauer	Durchschnittliche Kosten pro Jahr ¹⁾
		Jahre	vH ²⁾
Schuldenkrise	4	3	- 1,0
Schulden- und Währungs- und Bankenkrise	13	5	10,3
Schulden- und Bankenkrise	7	8	13,2
Drillingskrise	21	10	21,7
Alle Krisen	45	8	15,1

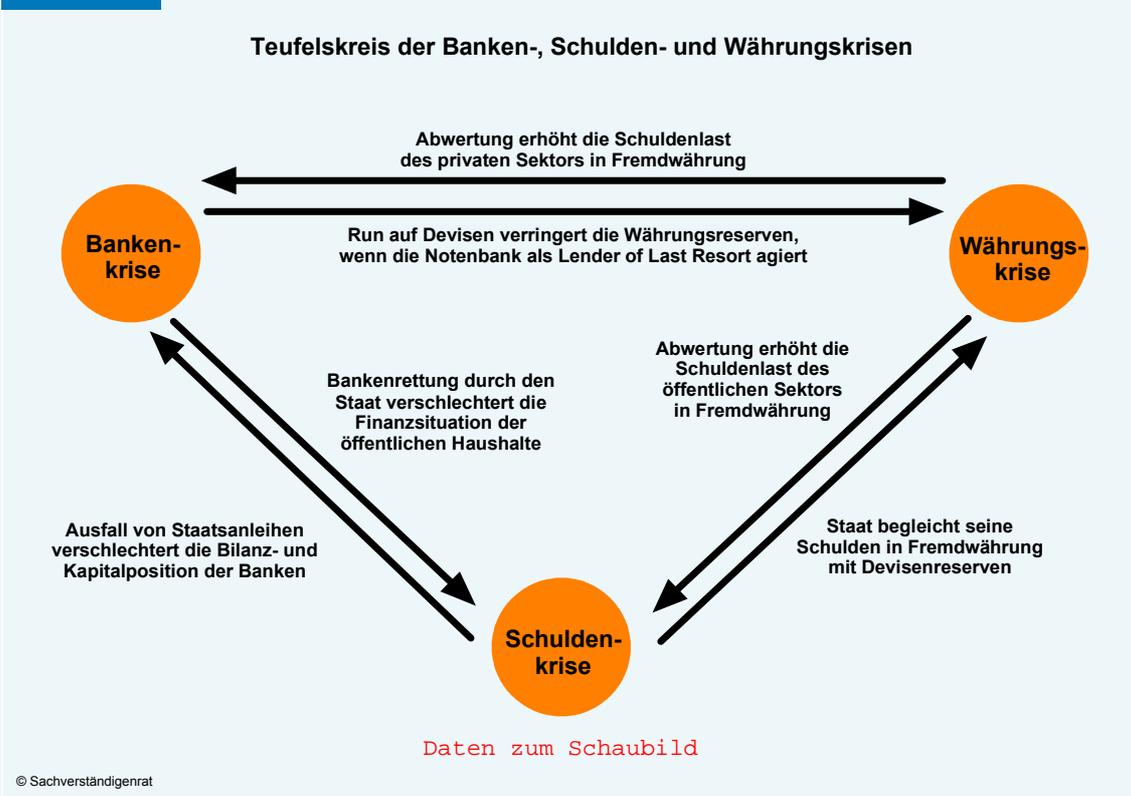
1) Abweichung des realisierten Bruttoinlandsprodukts vom geschätzten Bruttoinlandsprodukt ohne Krisensituation. – 2) In Relation zum geschätzten Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: De Paoli et al. (2006)

Daten zur Tabelle

Bankenkrisen können **Schuldenkrisen** verursachen, wenn Staaten zu einem direkten oder indirekten Bail-out der Banken gezwungen werden (Schaubild 37). Länder haben grundsätzlich einen Anreiz, den Zusammenbruch von Banken zu verhindern, da dies zu einer Kettenreaktion bis hin zum Zusammenbruch des gesamten Bankensystems führen könnte. Die Folge wären gravierende negative Effekte auf die Realwirtschaft. Aus diesem Grund haben während der jüngsten

Schaubild 37



Finanzkrise umfassende Rettungsaktionen stattgefunden. Ein Bail-out von Banken durch die öffentliche Hand führt allerdings zu immensen fiskalischen Kosten (JG 2009 Ziffer 172). Dabei kann die Belastung der öffentlichen Haushalte derart zunehmen, dass die Schuldentragfähigkeit des Landes in Zweifel gezogen wird und in der Folge die Risikoprämien für die Refinanzierung der öffentlichen Schulden ansteigen; dies verschlechtert die Schuldentragfähigkeit weiter. Im Extremfall droht schließlich der Staatsbankrott. Gleichzeitig können von Staatsschuldenkrisen (Rück-)Wirkungen auf das **Bankensystem** ausgehen. Da inländische Banken häufig Hauptgläubiger des Staates sind, können diese ernsthaft in Mitleidenschaft gezogen werden, wenn die Regierung die Zahlungsunfähigkeit erklärt oder die Schulden restrukturiert. Das belastet die Bankbilanzen und kann für Banken bis zur Insolvenz führen. Die Wirkung eines Staatsbankrotts auf das nationale Bankensystem ist häufig besonders stark ausgeprägt, weil es für die Regierung im Vorfeld einer Krise schwieriger (oder zumindest teurer) wird, sich über internationale Kapitalmärkte zu finanzieren und deshalb die Staatsschulden vermehrt von heimischen Banken absorbiert werden. Dabei gehen von einer Schuldenkrise nicht nur Gefahren für das nationale Bankensystem aus, sondern je nach Größe des Landes auch für das internationale Bankensystem.

Schulden- und Bankenkrisen können **Währungskrisen** auslösen, wenn die Währungsreserven eines Landes soweit aufgebraucht werden, dass die Verteidigung des (fixen) Wechselkurses nicht mehr möglich ist. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn ein Land seine öffentlichen, in Fremdwährung notierten Schulden mit Devisenreserven bedient. Wird hingegen eine Bankenkrise befürchtet oder werden einzelne Banken als riskant angesehen, kann es zu einem „Run“ auf Devisen kommen. In beiden Fällen können die Währungsreserven soweit aufgebraucht werden, dass das Währungsregime nicht mehr verteidigt werden kann. Im Gegenzug kann eine Änderung des Wechselkurses Banken- sowie Schuldenkrisen über Bilanzeffekte verschärfen. Durch eine Währungskrise, wie etwa den Austritt aus der Währungsunion, kann eine Wechselkursfixierung aufgebrochen werden. Die anschließende Abwertung lässt die in Fremdwährung notierte Schuldenlast der Banken und des öffentlichen Sektors ansteigen.

Jeder der drei Krisentypen hat für sich genommen negative Auswirkungen auf **Produktion und Beschäftigung**. Beispielsweise schränken Banken im Falle einer Bankenkrise die Kreditvergabe ein oder gehen Bankrott, mit entsprechenden Vermögensverlusten für Investoren und private Anleger. Eine geringere Kreditvergabe und negative Vermögenseffekte hemmen die Investitionstätigkeit sowie die Konsumnachfrage und beeinträchtigen damit die volkswirtschaftliche Produktion. Gleichzeitig verschärft der wirtschaftliche Einbruch seinerseits die Krisensituation, da eine Rezession sowohl die Bedienung des Schuldendienstes als auch die Verteidigung des Währungsregimes erschwert. Schließlich münden die Mehrfachkrisen meist in eine **politische Krise**, da kaum eine gewählte Regierung den Einbruch der Wirtschaftsleistung, den Rückgang der Einkommen sowie den Vermögensschnitt, die mit Schulden-, Währungs- und Bankenkrisen einhergehen, überlebt.

233. Der unvollständige Ordnungsrahmen für staatliche Verschuldung hat für Schuldner und Gläubiger ernsthafte Konsequenzen. Auf der Seite des Schuldnerlandes werden die hohen Kosten einer Schuldenkrise – die umso umfangreicher ausfallen, wenn eine Schuldenkrise gleichzeitig eine Banken-, Währungs-, Wirtschafts- und politische Krise verursacht – dazu führen, dass Länder nicht zu einem ausreichend frühen Zeitpunkt, sondern immer zu spät in die Insolvenz gehen. Tatsächlich ist die **Insolvenzverschleppung** im Falle von Ländern nicht die Ausnahme, sondern die Regel. Hingegen ist die Insolvenzverschleppung im unternehmeri-

schen Insolvenzrecht strafbar, denn auch dort hat die Unternehmensleitung den Anreiz, die aktuelle Situation abzuwarten und auf Besserung zu hoffen, möglicherweise durch gezielt eingegangene riskante Geschäfte (Gambling for Resurrection).

234. Aus diesem Grund ist ein zentraler Bestandteil des Insolvenzrechts, einen fortlaufenden Wertverfall so frühzeitig wie möglich zu stoppen, was allerdings einen **externen Eingriff** erfordert. Denn ohne externen Eingriff und Ordnungsrahmen haben Regierungen den Anreiz, die Anmeldung der Insolvenz hinauszuzögern. Ein ähnliches Problem gilt für den Antrag eines Kredits beim IWF oder bei der EFSF, da die Inanspruchnahme derartiger Kredite als „Bankrotterklärung“ interpretiert wird. Selbst wenn die Kosten der Abgabe von staatlicher Souveränität geringer sind als die Kosten von multiplen Krisen, stürzen die meisten Regierungen, nachdem sie den IWF um Hilfe ersucht haben. Eine Folge des fehlenden Insolvenzrechts für Staaten ist, dass die rechtzeitige Lösung für das Schuldnerland und dessen Regierung „zu teuer“ erscheint und die Insolvenz deshalb systematisch verschleppt wird.

235. Für die Gläubiger bedeutet das Fehlen eines Insolvenzregimes, dass ihre Verlustrisiken – Eintritt und Höhe des Zahlungsausfalls – praktisch nicht vorhersagbar sind. Im Gegensatz zu einer unternehmerischen Insolvenz hängen die Verlustrisiken bei Ländern nicht nur von wirtschaftlichen Faktoren, sondern zusätzlich von institutionellen und politischen Bedingungen des Landes ab, die sich im Zeitablauf ändern können. Hinzu kommt die für die Gläubiger mindestens ebenso wichtige Einschätzung über die Bereitschaft der internationalen Gemeinschaft, selbst einzuspringen oder eine Verlustbeteiligung des privaten Sektors einzufordern. Eine zentrale Funktion jeder Insolvenzordnung besteht darin, eine Rangfolge unter den Gläubigern herzustellen und damit die Verteilungsregel im Verlustfall festzulegen. Wenn die privaten Gläubiger ihre Verlustanteile im Vorhinein abschätzen können, werden sie besser in der Lage sein, diese Risiken richtig zu bepreisen. Ist hingegen die Verlustverteilung von Fall zu Fall neu auszuhandeln, wird das Resultat von wirtschaftlichen und politischen Faktoren in Schuldner- und Gläubigerländern abhängen, die im Voraus kaum absehbar sind. Der Markt ist somit nicht in der Lage, adäquate Risikoprämien zu setzen, die dem Schuldner frühzeitig die richtigen Anreize zur Disziplin geben würden. Vielmehr muss der **Markt versagen**, wenn der staatliche Ordnungsrahmen fehlt, der die Verlustallokationsregel festlegt.

236. Dies ist keineswegs spezifisch für die Europäische Währungsunion, denn auf der internationalen Ebene oder bei Föderalstaaten wie den Vereinigten Staaten fehlt ebenso ein Insolvenzregime. Die Folge ist, dass die Zinsaufschläge von Ländern über lange Zeiträume sehr niedrig ausfallen und dann unvermittelt sprunghaft ansteigen. Beispielsweise mussten die Schwellenländer vor dem Jahr 1998, trotz bedeutender Unterschiede hinsichtlich ihrer wirtschaftlichen Lage, nur geringe Zinsaufschläge zahlen, die nach dem Ausbruch der Krise in Russland plötzlich anstiegen (Dell’Aricca et al., 2006; Dungey et al., 2002). Diese Marktreaktion kann durchaus eine rationale Reaktion der Investoren sein. Allgemein kann es auf Kreditmärkten zu einer **selbsterfüllenden Krise** kommen, wenn Märkte, die rationalen Überlegungen folgen, den Zahlungsausfall eines illiquiden, aber ansonsten solventen Schuldners erwarten (Diamond und Dybvig, 1983; Sachs, 1984; DeGrauwe, 2011). Grundsätzlich stehen

bei Banken wie auch bei Staaten bilanziell langfristige Forderungen kurzfristigen Verbindlichkeiten gegenüber.

Selbsterfüllende Krisen beschreiben einen Mechanismus, bei dem unter ökonomisch sonst gleichen Bedingungen eine plötzlich veränderte Erwartungshaltung der Investoren gänzlich unterschiedliche Marktergebnisse generieren kann. Solange einzelne Gläubiger erwarten, dass alle anderen Gläubiger weiterhin ihre Kredite verlängern, werden diese ihre eigenen Kreditlinien erneuern oder sogar ausweiten. Sobald einzelne Gläubiger jedoch zu der Einschätzung gelangen, dass andere Gläubiger ihre Kredite nicht verlängern werden, beginnen diese panisch ihre Kreditlinien zu reduzieren. Die kurzfristige Refinanzierung kann dann nicht mehr aufrechterhalten werden. Länder können durch eine sich selbsterfüllende Panik der Investoren zunächst in eine Liquiditätskrise und – bei anhaltend hohen Refinanzierungskosten – tatsächlich in eine Solvenzkrise geraten.

2. Die internationale Debatte um einen effektiven Ordnungsrahmen

237. Anfang der 2000er-Jahre fand, ausgelöst durch den ungeordneten Zahlungsausfall Argentiniens, ein Paradigmenwechsel im Umgang mit Staatsschuldenkrisen statt. Vom IWF wurde eine lebhafte Debatte über eine **Reform der internationalen Finanzarchitektur** angestoßen, mit der die bestehenden Ineffizienzen und Anreizverzerrungen für Schuldner und Gläubiger zumindest abgebaut werden sollten (Sturzenegger und Zettelmeyer, 2006).

238. Eine erste Gruppe von Reformvorschlägen zielt darauf ab, einerseits die Fehlanreize für Schuldnerländer zu vermindern, die dazu führen, dass Länder den Programmantrag beim IWF zu lange hinauszögern, und andererseits die Möglichkeiten zur **Versicherung von Ländern** gegenüber temporären und nicht-selbstverschuldeten Schocks zu verbessern. Die Erfahrung vieler Schwellenländer war, dass sie oftmals unverschuldet in Finanzkrisen hineingezogen wurden. Finanz- und Währungskrisen sind häufig hoch ansteckend und können selbst auf solide Länder überspringen. Gründe hierfür sind beispielsweise eine plötzliche Veränderung in der Risikoeinschätzung der Investoren, die Ländergruppen anstatt einzelne Länder betreffen, oder etwa Drittlandeffekte, wie die Verflechtungen über Finanzintermediäre (Van Rijckeghem und Weder di Mauro, 2001). Dies führte zu Vorschlägen, den Instrumentenkasten des IWF in Richtung einer Versicherung gegen unvorhergesehene Schocks sowie Ansteckungseffekte auszubauen. Wie bei einer normalen Versicherung müsste das Land beim IWF einen Antrag stellen und eine Prämie auf die Versicherungspolice leisten. Im Gegenzug würde es während der Versicherungsperiode vor Zahlungsbilanzkrisen geschützt sein. Sollte das Land tatsächlich unter Druck geraten, hätte es automatisch Zugriff auf die IWF-Kreditlinie. Die Versicherung hat dabei die doppelte Funktion: das Land vor externen Schocks abzusichern und den Märkten glaubwürdig zu signalisieren, dass keine Liquiditätsprobleme auftreten können und es somit keinen Anlass zu Gläubiger-Runs gibt.

239. Diesen Vorteilen stehen die typischen Probleme jeder Versicherung gegenüber, nämlich die des **moralischen Risiko-Verhaltens** des Versicherten. Ein Land, das gegen Zahlungsbilanzkrisen versichert ist, kann der Versuchung unterliegen, zu geringe Anstrengungen zu unternehmen, solche zu verhindern. Beispielsweise könnte es in seiner Haushaltsdisziplin nach-

lassen und damit ein höheres Risiko eingehen, in eine Schuldenkrise zu geraten. In der Debatte über mögliche Reformen des internationalen Finanzsystems mit Versicherungslösungen betonen die Gegner derartiger Mechanismen jeweils die Gefahr, dadurch das moralische Risiko-Verhalten zu verstärken.

Der Kompromiss bestand schließlich darin, die IWF-Versicherungsinstrumente mit einer **Präqualifikation** auszustatten. Versicherungen sollen nur für nicht-selbstverschuldete Krisen gelten und deshalb ausschließlich Ländern zugänglich sein, die eine Reihe von Soliditätsanforderungen erfüllen. In der Tat ist die objektive Unterscheidung zwischen selbstverschuldeten und unverschuldeten Krisen nicht trivial. Mit dem Instrument der Präqualifikation wurde das typische Verfahren, bei dem die Bedingungen für den Zugang zu IWF-Anpassungsprogrammen nach Eintritt des Versicherungsfalls erfüllt werden mussten (Ex-Post-Konditionalität), durch ein System ersetzt, bei dem sich Länder bereits zuvor bewähren müssen (Ex-Ante-Konditionalität). Der IWF hat mittlerweile zwei derart ausgestaltete Programme aufgelegt: die Flexible Credit Line (FCL), die derzeit Kolumbien, Mexiko und Polen zur Verfügung steht, sowie die Precautionary Credit Line (PCL) für Mazedonien. Diesen Ländern stehen damit Kreditlinien beim IWF für den Fall offen, dass sie unerwartet in eine Krise geraten sollten.

240. Eine zweite Gruppe von Vorschlägen zur Reform der internationalen Finanzarchitektur bestand in einem **Konkursmechanismus für Staaten** (Sovereign Debt Restructuring Mechanism – SDRM). Die zentrale Annahme dieses Mechanismus ist, dass die Kosten von Staatsschuldenkrisen zu einem signifikanten Teil auf Koordinationsfehler zwischen den Beteiligten zurückzuführen sind. Demnach treten Schuldenkrisen unnötigerweise dann auf, wenn unkoordiniert agierende Gläubiger einem ansonsten solventen Staat die Kreditlinien nicht verlängern, weil jeder Gläubiger vermutet, dass alle anderen ebenfalls ihre Kredite nicht verlängern. Darüber hinaus können Koordinationsfehler während einer tatsächlichen Insolvenz die Restrukturierung der Schulden erschweren. Denn schnelle und umfassende Umschuldungen können durch Rechtsstreitigkeiten vor und während der Restrukturierungsverhandlungen blockiert werden. Eine besondere Rolle spielen sogenannte „Holdouts“, das heißt, Gläubiger, die nicht an den Verhandlungen teilnehmen und auf eine vollständige Rückzahlung klagen, nachdem eine Vereinbarung zwischen den Verhandlungsparteien getroffen wurde. Um derartige Probleme zu vermeiden, konzentrieren sich die Vorschläge im Rahmen von SDRM auf Mechanismen, die Gläubiger vor Rechtsstreitigkeiten während der Verhandlungen abschirmen und das Ergebnis einer Vereinbarung zwischen dem Schuldner und einer Mehrheit von Gläubigern für sämtliche Gläubiger, einschließlich der Holdouts, rechtlich bindend machen.

241. In den ursprünglichen Vorschlägen des IWF (Krueger, 2001) wäre ihm die Rolle als Insolvenzrichter zugekommen, mit dem Vorteil, dass die Insolvenzerklärung und Restrukturierung von Schulden – wenn auch nicht automatisch – schneller und geordneter stattgefunden hätte. Damit wäre ein großer Schritt in Richtung einer internationalen Insolvenzordnung und verstärkter Marktdisziplin gelungen. Eine Koalition aus Schuldnerländern, die höhere Risikoprämien befürchteten, und den Vereinigten Staaten verhinderte allerdings solche weitgehenden Reformen. Stattdessen bestand die Einigung letztlich nur in einem Trippelschritt, der aus-

schließlich darauf abzielte, die Koordination zwischen Gläubigern im Falle einer bereits eingetretenen Insolvenz zu verbessern und das Holdout-Problem, mit Hilfe von allgemeinen Schuldvereinbarungen (Collective Action Clauses), zu mindern.

Collective Action Clauses sind Normen, die in Schuldverträgen enthalten sind und es einer (qualifizierten) Mehrheit von Gläubigern ermöglichen, einer Abänderung der vertraglichen Zahlungsvereinbarungen (oder konkret einer Restrukturierung der Schulden) zuzustimmen, die dann für sämtliche Gläubiger rechtlich bindend ist, einschließlich derer, die sich der Abstimmung enthalten oder dagegen stimmen. Damit sind die Reformen auf der internationalen Ebene letztlich weit hinter dem Ziel eines effektiven Ordnungsrahmens zurückgeblieben. Insbesondere gibt es nach wie vor kein Insolvenzregime und damit keine Basis für eine vorausschauende, risikoeffektive Disziplinierung von Ländern durch die Märkte.

3. Ein effektiver langfristiger Ordnungsrahmen für den Euro-Raum

242. Selbst wenn die Reformen auf der internationalen Ebene unvollständig geblieben sind, lassen sich daraus dennoch die zentralen Gestaltungselemente ableiten, die bei der Reform des Ordnungsrahmens für den Euro-Raum konstitutiv sein sollten. Einerseits sind **Versicherungselemente** zum Schutz von Ländern und des Systems vor Übersprungseffekten und andererseits **Restrukturierungsprozesse** zur Allokation von Verlustrisiken des privaten Sektors erforderlich. Grundsätzlich ist bei der Reform hin zu einem effektiven Ordnungsrahmen ein wichtiger Leitgedanke, dass dieser primär der **Prävention von Krisen** dienen muss und nur sekundär den Umgang mit bereits eingetretenen Krisen ordnen soll.

Insofern können die hier vorgestellten Reformen, die auf eine Insolvenzordnung für Staaten innerhalb des Euro-Raums hinauslaufen, aufgrund der aktuellen Verschuldungssituation nicht unmittelbar umgesetzt werden. Ist eine Überschuldung bereits eingetreten oder eine Vertrauenskrise ausgebrochen, kann eine Insolvenzordnung nicht mehr präventiv wirken. Vielmehr werden nachträgliche Änderungen der Grundregeln, die auf höher als erwartete Verluste im privaten Sektor hinauslaufen, in dieser Situation eine destabilisierende Wirkung entfalten. Dies macht einen langfristig stabilisierenden Mechanismus aber nicht weniger dringlich, denn er zeigt den Endpunkt auf und damit die Richtung, in die das Übergangsregime führen muss. Bildlich gesprochen ist Brückenbauen nur dann zielführend, wenn Klarheit darüber herrscht, welches Ufer erreicht werden soll.

243. Der langfristig stabilisierende Ordnungsrahmen muss transparent, vorhersehbar und glaubwürdig sein. Diese Anforderungen sprechen für eine **weitgehende Regelbindung**, um das Problem der Zeitinkonsistenz zu überwinden und die Märkte in die Lage zu versetzen, im Vorfeld durch eine vorausschauende Abschätzung der Risiken disziplinierend zu wirken. Wie bei jeder Regelbindung muss dabei in Kauf genommen werden, dass diese nicht für alle Umstände optimal sein wird. Aber sie muss so ausgestaltet sein, dass sie in den meisten Fällen nicht allzu weit von der ex post optimalen Lösung abweicht. Ist die Regel so streng, dass ihre Anwendung in der Krise ex post extrem kontraproduktiv wäre – wie beispielsweise die No-bail-out-Regel –, entfaltet sie auch ex ante keine ausreichenden Anreize zur Verhaltens-

änderung. Ein Beispiel für eine gelungene Regel ist die deutsche Schuldenbremse, da sie den Grundsatz des ausgeglichenen Haushalts letztlich stärkt, indem sie wohl definierte Ausnahmen wie konjunkturelle Schwankungen und Notsituationen vorsieht.

244. In Europa wird mit dem **Europäischen Stabilitätsmechanismus** (European Stability Mechanism – ESM) der Versuch unternommen, einen institutionellen Ordnungsrahmen für die Insolvenz von Staaten zu schaffen. Allerdings kann der ESM in seiner jetzigen Ausgestaltung den Anforderungen an einen effektiven langfristigen Ordnungsrahmen nicht gerecht werden. Zwar enthält der ESM durchaus zielführende Elemente. So stellt er durch die Kreditvergabemöglichkeit eine Versicherungslösung für Länder mit **Liquiditätsproblemen** dar. Darüber hinaus ist die Darlehensvergabe an strenge Auflagen geknüpft. Problematisch ist hingegen die diskretionäre Entscheidungsregel, die die Beteiligung des privaten Sektors regelt. Ein **Solvenzproblem** muss zunächst im Rahmen einer Untersuchung der Schuldentragfähigkeit durch die Troika (EU, EZB und IWF) festgestellt werden. Anschließend ist die Entscheidung über das Ausmaß und die Form der Beteiligung des privaten Sektors durch die Mitgliedsländer des ESM im gegenseitigen Einvernehmen zu beschließen. Einvernehmlich bedeutet, dass Einstimmigkeit der an der Abstimmung teilnehmenden Mitgliedsländer vorliegen muss, wobei Stimmenthaltungen die Annahme eines Beschlusses nicht verhindern. Damit bleibt die Auslösung der Restrukturierung eine **politische Entscheidung**, die von privaten Gläubigern nur schwer vorhersehbar ist.

Ein Vorschlag für einen langfristigen Ordnungsrahmen

245. Ein langfristiger Ordnungsrahmen für den Euro-Raum, der die oben beschriebenen Anforderungen erfüllt, könnte so ausgestaltet sein, dass anhand von konkreten Schwellenwerten Länder in drei Gruppen unterteilt werden.

- Länder mit einer Schuldenstandsquote von unter 60 vH, die dennoch in Refinanzierungsprobleme geraten, erhalten schnellen, unbegrenzten Zugang zu einem Kredit des ESM. Dies entspricht den Versicherungsprogrammen des IWF, für die sich Länder durch Wohlverhalten im Vorfeld für Liquiditätshilfen qualifizieren müssen.
- Länder mit einer Schuldenstandsquote zwischen 60 vH und 90 vH können vom ESM nur dann einen Kredit erhalten, wenn sie gleichzeitig ein mehrjähriges Anpassungsprogramm durchlaufen. Dieses Vorgehen entspricht den typischen IWF Programmen mit Ex-Post-Konditionalität.
- Länder mit einer Schuldenstandsquote von über 90 vH können vom ESM nur dann einen Kredit erhalten, wenn sie gleichzeitig eine Restrukturierung der Verschuldung beim privaten Sektor und Auflagen im Rahmen eines Anpassungsprogramms annehmen.

246. Der Vorteil dieses einfachen Rahmens liegt in seiner Transparenz und Vorhersehbarkeit. Wenn alle Länder des Euro-Raums eine Verschuldung unter dem Schwellenwert von 60 vH in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt haben, ist auch die präventive Wirkung offensichtlich. Denn die Annäherung an den Schwellenwert bringt einen graduellen An-

stieg der Risikoaufschläge und damit unmittelbare Anreize zur Haushaltsdisziplin mit sich und bietet damit Schutz vor nicht-selbstverschuldeten Liquiditätsproblemen. Eine solche Ausgangssituation wäre bereits nach Abschluss des Übergangsregimes im Schuldentilgungspakt erreicht (Ziffer 212).

Der Bereich einer Schuldenstandsquote zwischen 60 vH und 90 vH dient als Puffer, der einen Schock als Folge einer Übernahme von Risiken aus privater Verschuldung oder bei der Abwehr einer Bankenkrise aufnehmen kann. In solchen Fällen kann die staatliche Verschuldung plötzlich und sprunghaft ansteigen – wie etwa in Spanien und Irland – und die Erwartung einer unmittelbaren Umschuldung kann krisenverstärkend wirken. Aus diesem Grund könnte das Land einen Kredit des ESM erhalten, der strenge Anpassungsauflagen, aber nicht zwingend eine Beteiligung des privaten Sektors vorsieht. Bei einem weiteren Anstieg der staatlichen Verschuldung über 90 vH hinaus wäre der Zugang zum ESM nur mit einer gleichzeitigen Restrukturierung der Verschuldung beim privaten Sektor möglich.

247. Eine Reihe von **alternativen Vorschlägen** erfüllt zwar ebenfalls das Kriterium der Einfachheit und Transparenz; diese sind allerdings nicht optimal ausgestaltet, da sie grundsätzlich eine zu starre Regelbindung zugrunde legen. In einer Variante erfolgt die Restrukturierung der Staatsanleihen automatisch und in jedem Fall, ausgelöst durch den Zugang zum ESM, durch eine Verlängerung der Laufzeiten (Weber et al., 2011). Danach würden sämtliche neu emittierten Staatsanleihen von Ländern des Euro-Raums standardisierte Konditionen bezüglich der Laufzeit der Anleihen beinhalten. Konkret würde der Anleihevertrag festlegen, dass sich die für den Normalfall vorgesehene Laufzeit einer jeden Anleihe um drei Jahre verlängert, sobald der ESM einem Antrag des entsprechenden Landes auf Finanzhilfe zustimmt. Die Anleihe wird zu den vereinbarten Konditionen für die verlängerte Laufzeit weiterhin bedient. Der Vorschlag sieht für die Verlängerung den Zeitraum von drei Jahren vor, da während dieser Zeitspanne die erforderlichen Reform- und Konsolidierungsanstrengungen in dem betroffenen Land weitgehend geleistet sein müssten. Ein verwandter Vorschlag sieht eine Art von Pflichtwandelanleihen für Staaten vor (Eichengreen, 2011). In dieser Variante würden alle Verträge einen automatischen Schuldenschnitt vorsehen, sobald ein bestimmter Schwellenwert überschritten wird. Der Auslöser könnte eine bestimmte staatliche Schuldenstandsquote oder alternativ ein Marktindikator sein. Letztere Variante teilt allerdings alle Probleme von Pflichtwandelanleihen (Contingent Convertibles) bei Banken (Kasten 11, Seiten 159 f.).

Des Weiteren könnte der Zugang zum Rettungsschirm generell so ausgestaltet sein, dass er nur über drei Jahre Liquiditätshilfen gewähren kann. Falls das Land anschließend nicht an den Kapitalmarkt zurückzukehren vermag, erfolgt automatisch eine Umschuldung (Sinn und Carstensen, 2010). Dieser Vorschlag hat ebenfalls den Vorteil der Einfachheit, zielt aber eher darauf ab, den Umgang mit Krisen zu ordnen als sie durch frühzeitige Verhaltensanpassungen zu verhindern. Ein weiterer Vorschlag ist in die Kategorie von Ansätzen einzuordnen, die einen langfristigen, anreizkompatiblen Ordnungsrahmen anstreben (Delpla und von Weizsäcker, 2010). Bei diesem werden die Staatsschulden bis zu 60 vH in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt mit einer gemeinschaftlichen Haftung ausgestattet (Blue Bonds), während darüber hinausgehende Schulden der einzelstaatlichen Haftung (Red Bonds) unterliegen.

Durch die klare Rangfolge der Gläubiger im Insolvenzfall sollen die richtigen Preissignale (über die Risikoaufschläge auf die Red Bonds) erreicht werden. Allerdings fehlt hierzu ein glaubwürdiger Mechanismus, der sicherstellt, dass nach Überschreiten der Verschuldungsgrenze von 60 vH tatsächlich die länderspezifische Haftung greift und nicht die gemeinschaftliche Haftung weiter ausgedehnt wird. Sämtlichen hier vorgestellten Vorschlägen ist gemeinsam, dass sie zurzeit nicht eingeführt werden können. Um präventiv zu wirken, erfordern alle zunächst eine Überwindung der akuten Überschuldungs- und Vertrauenskrise.

Notwendige Anpassungen der Finanzmarktregulierung

248. Wenn die Insolvenzordnung nach den oben dargelegten Maßstäben ausgestaltet würde, wäre dies fraglos ein großer Schritt hin zu einem langfristig stabileren Wirtschafts- und Finanzsystem. Ein notwendiges ergänzendes Element für die Glaubwürdigkeit jeder zukünftigen Insolvenzordnung ist die dauerhafte **Entkopplung von Banken- und Schuldenkrisen**. Beispielsweise setzt die gegenwärtige Regulierung von Banken und Versicherungen hingegen Anreize, diese Verknüpfung noch enger zu fassen. Im Rahmen der Standardverfahren zur Bewertung von Kreditrisiken legt Artikel 109 des Vorschlags einer EU-Verordnung zu aufsichtsrechtlichen Anforderungen für Kreditinstitute und Wertpapierunternehmen (Europäische Kommission, 2011a) fest, dass alle in Euro ausgegebenen Schuldtitel von Mitgliedstaaten der Europäischen Union mit einem **Risikogewicht von 0 vH** anzusetzen sind und zwar unabhängig von der Rating-Stufe der Staaten. Nach Artikel 110 dieser Verordnung kann diese Bestimmung nicht nur auf Schuldverschreibungen des Bundes, sondern grundsätzlich auch auf Schuldtitel der Länder und Gemeinden angewendet werden. Zusätzlich zu der bevorzugten Behandlung von Staatsanleihen in der Eigenkapitalregulierung der Europäischen Union setzen die im Rahmen von Basel III geplanten Liquiditätsvorschriften weitere Anreize, Staatsanleihen als liquide Mittel im Portfolio vorzuhalten.

Im Rahmen der von Basel III geforderten Liquidity-Coverage-Ratio (LCR) wird der Liquiditätsbedarf einer Bank über die kommenden 30 Kalendertage unter einem vorgegebenen Stress-Szenario ermittelt. Dem müssen Vermögenspositionen höchster Bonität und Liquidität in mindestens gleicher Höhe gegenüberstehen (klassifiziert als Level 1 Assets und Level 2 Assets). Level 2 Assets können dabei nur bis zu einem bestimmten Anteil und mit einem Abschlag angerechnet werden. Schuldverschreibungen von Staaten werden – gleichgestellt mit Bargeld und Zentralbankreserven – grundsätzlich als Level 1 Assets, also in die höchste Stufe, eingeordnet und damit beispielsweise gegenüber Unternehmensanleihen bevorzugt.

Im Rahmen der Net-Stable-Funding-Ratio (NSFR) muss der innerhalb eines Jahres erforderliche Refinanzierungsbedarf durch die verfügbaren Refinanzierungsmittel in mindestens gleicher Höhe gedeckt sein. Zur Ermittlung der erforderlichen sowie verfügbaren Refinanzierung werden für die einzelnen Bilanzpositionen bestimmte Gewichtungsfaktoren (auf einer Skala von 0 vH bis 100 vH) verwendet, wobei Vermögenspositionen mit einer höheren Liquidität eine geringere Gewichtung zugeordnet wird. Forderungen gegenüber Staaten erhalten – ebenso wie Forderungen gegenüber Zentralbanken oder dem IWF – eine Gewichtung von 5 vH; Schuldverschreibungen von Unternehmen mit einem Rating von AA- oder höher werden hingegen mit 20 vH gewichtet.

Mit diesen Regelungen werden die Risiken von Staaten und Banken auf das Engste verknüpft. Dies kann in ruhigen Zeiten für den Staat den Vorteil einer günstigen Refinanzierung haben, da die Nachfrage nach Staatsanleihen regulatorisch gefördert wird. In Krisenzeiten hingegen kann dies verheerend sein.

249. Um das Bankensystem vor den Risiken einer Verschlechterung der Kreditwürdigkeit des Staates zu schützen müssen Staatsanleihen innerhalb der Europäischen Union mit einem positiven Risikogewicht versehen werden. Die Gewichte sollten von der Aufsicht bestimmt und nur periodisch revidiert werden. Dies ist wichtig, um die negativen Spiralen zu vermeiden, die bei einem schnellen Verfall der Marktpreise oder der Ratings entstehen können. Die einfachste Lösung wäre allerdings, auf eine abgestufte Risikogewichtung ganz zu verzichten und eine einheitliche Gewichtung aller Forderungen vorzunehmen. Dies wäre der Ansatz einer Leverage Ratio, die auf der risikoungewichteten Bilanzsumme basiert. Mit anderen Worten würde damit jeder Vermögensposition ein Risikogewicht von 100 vH zugeordnet. Der Sachverständigenrat befürwortet eine Leverage Ratio als zentralen Bestandteil eines robusten Regulierungsrahmens (JG 2010 Ziffern 262 f.). Um Klumpenrisiken zu vermeiden, ist zudem eine **Großkreditgrenze** für Anleihen einzelner Staaten einzuführen, die insbesondere das Heimatland einer Bankengruppe mit umfasst.

250. Ein Ordnungsrahmen für den Euro-Raum ist somit dringend erforderlich und bedarf zwingend zusätzlicher Regulierung im Finanzsystem, um diesen dann glaubwürdig und effektiv durchzusetzen. Die dafür notwendigen Änderungen, etwa bei der Eigenkapitalregulierung, sind für sich genommen allerdings nicht ausreichend, um das weiterhin bestehende Problem systemrelevanter Banken zu lösen. Dafür sind darüber hinausgehende Maßnahmen nötig.

III. Der Umgang mit systemrelevanten Finanzinstituten

251. Seit der unkontrollierten Insolvenz von Lehman Brothers sowie dem darauf folgenden Kollaps des Welthandels und weiter Teile der Weltwirtschaft hat sich die internationale Gemeinschaft, insbesondere die G20-Staaten, dazu verpflichtet, ein neues, globales Regelwerk zu schaffen, um die Bedrohung, die von der Schieflage **systemrelevanter Finanzinstitute** (SIFIs) ausgeht, zu begrenzen. Von Beginn an sollte dieses Regelwerk auf **zwei Pfeilern** stehen. Erstens sollte ein umfassendes internationales Aufsichtsregime geschaffen werden, das in normalen Zeiten grenzüberschreitende Finanzinstitute effektiv überwacht, und darin eingebettet ein grenzüberschreitendes Insolvenzverfahren, um im Notfall eine geordnete Abwicklung und Restrukturierung von systemisch relevanten Instituten zu ermöglichen. Zweitens sollten derartige Institute deutlich höhere Puffer in Form von Eigenkapital und Liquidität vorhalten, um die Wahrscheinlichkeit, dass Verluste zur Insolvenz eines Finanzinstituts führen, zu verringern. Nach drei Jahren intensiver Verhandlungen im Rahmen des Baseler Ausschusses (Basel Committee on Banking Supervision – BCBS) liegen nun für beide Pfeiler konkrete Vorschläge zur Umsetzung vor und können einer Prüfung unterzogen werden.

252. Die Finanzkrise selbst hat zunächst die sogenannte **Too-big-to-fail-Problematik** weiter verschärft (Goldstein und Veron, 2011). Die Bilanzsumme der 25 größten Banken weltweit hatte sich über die Jahre 1990 bis 2007 bereits annähernd versechsfacht und bis zum