



AUTOR



Prof. Dr. Henning Vöpel
HWWI und HSBA
Tel: 040 - 34 05 76 - 334

EURO-KRISE

Eine „Option“ für Europa – Vorschlag für einen marktbasieren Mechanismus zur Lösung der Banken- und Schuldenkrise

Die Politik hat in den letzten zwei Jahren mehrfach erfolglos versucht, die Euro-Krise zu beenden. Der Versuch scheiterte im Wesentlichen daran, dass die angebotenen Lösungen von den Märkten als nicht glaubwürdig bewertet worden sind. Durch das schwindende Vertrauen in die Politik werden die Hilfen für Griechenland immer teurer, die Risiken für den Bankensektor immer größer und die Ansteckungsgefahren für andere Länder nehmen zu. Hauptproblem bei der Suche nach einer glaubwürdigen Lösung ist die fehlende Information darüber, in welcher Höhe ein Schuldenschnitt für Griechenland die Tragfähigkeit der Schulden wieder herstellt, in welcher Höhe eine Beteiligung privater Gläubiger für den Bankensektor noch tragbar ist und welches die „Lücke“ zwischen beidem ist, die der Steuerzahler zu tragen hat. Es ist höchste Zeit für Alternativen zum Rettungsschirm. Was liegt näher, als die Märkte jene Lösung offenbaren zu lassen, die sie selbst für glaubwürdig halten?

Eine marktbasieren Lösung könnte darin bestehen, dass die Euro-Länder gemeinsam eine Option emittieren, die entweder das Recht beinhaltet, eine griechische Staatsanleihe im Falle eines Schuldenschnitts in Euro-Bonds umzuwandeln, oder eine öffentliche, das heißt letztinstanzlich durch den Steuerzahler gedeckte Versicherung darstellt. Eine solche Option würde im Rahmen einer verdeckten Auktion meistbietend am Markt versteigert werden.

Dies würde in verschiedenen Tranchen geschehen, das heißt es würden zunächst Optionen für die ersten fünf Prozent der griechischen Staatsschulden versteigert werden, danach für die nächsten fünf Prozent usw. Auf diese Weise würden zunächst jene Banken für solche Optionen bieten, denen durch die vom Ausfall bedrohten griechischen Anleihen ein besonders hohes Risiko entstanden ist. Sie wären bereit, für die Umtausch- oder Versicherungsoption einen Preis zu zahlen, der ihrer maximalen Zahlungsbereitschaft entspricht. Bei diesem Verfahren ist sichergestellt, dass die Lösung einzelwirtschaftlich verkraftbar ist und gesamtwirtschaftlich die Beteiligung der privaten Gläubiger an den Kosten der Krise maximiert und die der Steuerzahler minimiert wird.

Ein weiterer Vorteil dieses Verfahrens bestünde in Folgendem: Alle Akteure würden zwar nur ihre einzelwirtschaftlichen Risiken durch die neu geschaffenen Optionen versichern. In dem Maße allerdings, wie sich dadurch die Ansteckungsgefahr zwischen den Banken abbaut und sich die Transparenz im Bankensektor erhöht, weicht auch das systemische Risiko. Das Verfahren der verdeckten Auktion führt außerdem dazu, dass den Banken keine unangemessene Verhandlungsmacht wie in den derzeitigen bilateralen Verhandlungen zwischen den Banken und der Politik mehr eingeräumt wird. Eine letztinstanzlich gedeckte Versicherung könnte den „sicheren Hafen“ darstellen, der die derzeitige cha-

otische Dynamik an den Märkten stoppt. Sie hätte den Vorteil, dass die glaubwürdige Lösung, die heute niemand kennt, in einem marktbasieren Verfahren offenbart würde. Sie löst Banken- und Schuldenkrise simultan, indem sie endogen die optimale Höhe des Schuldenschnitts und der Beteiligung privater Gläubiger bei minimaler Belastung der Steuerzahler offenlegt. Sie stellt das Ventil dar, dass es den zurzeit inhärent instabilen Märkten erlaubt, die vorhandenen Risiken effizient und kostenminimal umzuverteilen.

Diese Form der Option hat gegenüber Euro-Bonds den Vorteil, dass sie keine ko-

stenlose und unbegrenzte Sozialisierung privater Risiken beinhaltet. Preis und Umfang einer Sozialisierung privater Risiken auf den Steuerzahler wird durch den Markt festgelegt und stellt aus diesem Grund eine zugleich glaubwürdige Lösung dar.

Der befürchteten Ansteckungsgefahr für andere Euro-Länder kann dadurch begegnet werden, dass dieses Verfahren auf alle national emittierten Staatsanleihen ausgeweitet wird. Zukünftig sollte in neu ausgegebene Staatsanleihen eine „Reverse-Default-Klausel« festgeschrieben werden, die besagt, dass die zuletzt emittierten Anleihen zuerst von einem *Default* betroffen

wären. Auf diese Weise wird das Ausfallrisiko nicht auf alle insgesamt emittierten Anleihen gleichmäßig verteilt, sondern variiert mit der Schuldenhöhe. Der Effekt wäre, dass die (Grenz-)Risikoprämie an die neu emittierten Anleihen gekoppelt wäre und mit steigendem Verschuldungsgrad ansteigen würde. Dies reduzierte für die Staaten den Anreiz für eine ausufernde Verschuldung.