

EFSF und der CDO-Hebel

Description

Der griechische Naturwissenschaftler und Ingenieur Archimedes hat vor mehr als 2000 Jahren gesagt: „Gebt mir einen festen Punkt – und ich werde die Welt aus den Angeln heben“.

Daran scheinen sich die Politbürokraten in Brüssel und anderswo in Zusammenhang mit der nicht endenden Tragödie um die Pleite Griechenlands zu erinnern: Seit einigen Tagen geistert als Gerücht herum, dass sie planen, dem EFSF durch Einsatz von Hebeln die Möglichkeit zu geben, ein Mehrfaches seiner Finanzausstattung zu bewegen.

Erst einmal wird gleich dementiert: Höhere Bürgschaften durch die Euro-Staaten im Rahmen des EFSF stünden „derzeit nicht zur Diskussion“.

Nun wissen wir, dass mittlerweile nahezu jedem Dementi in Sachen Eurostaatsschulden genau das folgt, was zuvor so heftig dementiert wurde. Das wird dieses Mal nicht anders sein.

Im Juli wurde beschlossen, dass die Euro-Länder ihre Garantien von 440 auf 780 Mrd. Euro erhöhen. Das effektive EFSF-Kreditvolumen kann damit von ursprünglich 250 auf 440 Mrd. Euro steigen. (Der deutsche Anteil beträgt dann 211 Mrd. Euro, zuvor waren es 123 Mrd. Euro).

Welche Ansätze zum Hebeln sind im Gespräch?

Da ist zunächst die **Banklizenz**. Dabei hinterlegt die EFSF angekaufte, notleidende Staatsanleihen bei der EZB als Sicherheit für einen Kredit. Mit den zusätzlichen Mitteln können weitere Anleihen erworben werden. Aus 440 Mrd. Euro könnten so bis zu zwei Bill. Euro werden. Selbst wenn die EFSF keine Banklizenz bekommt, kann sie diesen Weg gehen, und zwar mit Hilfe anderer Banken. Banklizenz hin oder her – der Weg ist wohl nicht gangbar. Die EZB wird nicht mitspielen. Eine „Monetarisierung von Staatsschulden“ kommt nicht in Betracht, meint auch EZB-Chef Trichet. Fragt sich nur, was die EZB die ganze Zeit schon gemacht hat mit mehr als 140 Mrd. Euro an Staatsanleihen in den Büchern und "Target2" mit rund 340 Mrd. Euro. Aber das ist ein anderes Thema.

Auch das **einfache Versicherungsmodell** scheint aus demselben Grund vom Tisch, wonach die EZB für den EFSF Anleihen kauft, der Fonds das Risiko trägt und nicht den ganzen Kauf finanziert.

Aber es ginge auch ohne EZB. Wenn die EFSF nämlich nur das Verlustrisiko bei einem Anleihenkauf finanzieren muss, kann sie das entsprechend Mehrfache an Volumen bewegen. Hierzu muss sie Collateralized Debt Obligations (CDO) begeben. Eigens gegründete Zweckgesellschaften kaufen diese festverzinslichen Wertpapiere, indem sie ihrerseits Anleihen verkaufen. Die EFSF sichert das Risiko solcher Zweckgesellschaften ab. Das ist das **komplexere Versicherungsmodell**.

Die vierte Möglichkeit wäre, den für Mitte 2013 als Nachfolger der EFSF vorgesehenen **Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) vorzuziehen**. Er soll mit 500 Mrd. Euro ausgestattet werden, die teilweise bar eingezahlt werden. Wahrscheinlich kann er aber nur um sechs Monate vorgezogen werden. Denn der ESM-Vertrag muss neu verhandelt werden, zudem müssen die nationalen Parlamente dem Vertrag nicht nur zustimmen, sondern auch eine Änderung des Lissabon-Vertrages ratifizieren. Damit eignet sich diese Möglichkeit kaum für eine schnelle Reaktion, wie sie jetzt diskutiert wird.



Damit bleibt also eigentlich nur das CDO-Modell. Da war doch was? CDOs hatten einen großen Anteil an der US-Immobilienblase. Aber das ist ja lange her... Es gibt keinen Grund zu der Annahme, warum das Experiment diesmal besser ausgeht.

Die Damen und Herren in Brüssel scheinen so becirct zu sein von der Hebel-Idee, dass sie ganz vergessen, dass das Entscheidende beim Hebeln nach Archimedes der „feste Punkt“ ist. Man muss fest stehen, wenn man einen Hebel ansetzt...

Und da „klemmt's“: Denn unabhängig von aller Modell-Spielerei dreht es sich schlicht und einfach um die Frage, ob die Staatsverschuldung der zur Debatte stehenden Pleitekandidaten der PIIGS-Länder mit oder ohne Pleite in den Griff zu bekommen ist. Wenn man sagt, diese Staaten können es mit zusätzlicher Hilfe schaffen, ohne Haircut wieder Tritt zu fassen, dann ist es letztlich egal, ob und wie gehebelt wird. Wenn man aber sagt, das Risiko ist nicht vernachlässigbar groß, dann ist die Hebelung „Teufelswerk“. Denn mit der Hebelung des EFSF-Volumens wird auch das Risiko gehebelt, dass eines Tages die Gläubiger der EFSF zur Kasse gebeten werden.

Reinhart und Rogoff nennen in ihrem Buch „This time is different“ aus langfristigen historischen Untersuchungen kritische Schwellen: Liegt die (Brutto-)Staatsverschuldung bei über 90% des BIP, helfen weitere Schulden, nicht mehr aus der Misere heraus. Je weniger entwickelt die Wirtschaft eines Landes ist, je niedriger liegt die Quote. Eine andere Daumenregel besagt, ein Land hat dann nur noch geringe Chancen, aus der Schuldenfalle zu entkommen, wenn es 30% oder mehr der jährlichen Steuereinnahmen für Zinsen aufwenden muss. Bei einem Anteil von 40% ist eine Schuldenrestrukturierung mit damit verbundenen Abschreibungen kaum zu vermeiden. [Hier gibt es einen Überblick über die Schuldenprojektion der OECD für 2011.](#)

Nach diesen (aus 2010 stammenden) Zahlen sind Griechenland, Irland und Italien bereits „fällig“. Nimmt man die Eskalation in diesem Jahr hinzu, muss man zumindest auch Portugal dazurechnen.

Für mich ist aus der Hebel-Diskussion nur der eine Schluss möglich: Die Politiker in Brüssel sehen den Pleitefall näher rücken und wissen, es wird nicht bei Griechenland bleiben.

Die österreichische Finanzministerin Fekter hatte zur Begründung für den Einsatz von Hebeln bei der EFSF gesagt: „Wir dürfen dem Steuerzahler nicht immer größere Haftungsrisiken aufbürden.“

Daraus folgt sogleich ein zweiter Schluss: Die Frau sagt nicht die Wahrheit. Dem Steuerzahler werden auch und gerade mit „Hebel“ noch größere Haftungsrisiken aufgebürdet.