

Die Anleihenmärkte sind Europas Freund, nicht Feind

Die Kolumne der Luxembourg School of Finance*

Von James Carville, einem Berater des ehemaligen US-Präsidenten Clinton, stammt der Ausspruch: Früher wollte ich, wenn es so etwas wie Wiedergeburt gäbe, gerne als Präsident oder als Papst wiederkommen. Aber jetzt würde ich gerne als Anleihenmarkt wiedergeboren werden. Da könnte ich wirklich jeden einschüchtern.*

Dieses Jahr musste Europa feststellen, wie Recht Carville hatte. Die Anleihenmärkte entschieden, dass die Staatsfinanzen Griechenlands, und jetzt Irlands, nicht nachhaltig sind. Das Ergebnis war ein abschreckend hoher Anstieg des Zinsaufschlags, den der Markt für die Staatsanleihen dieser Länder forderte, wodurch eine Refinanzierung neuer und fälliger Schulden unmöglich wurde. Dies zwang die Regierungen der betreffenden Länder zu drastischen und bis dato undenkbar Sparmaßnahmen und führte zur Schaffung eines EU-Rettungsfonds, mit dem angeschlagene Euro-Länder vor dem Staatsbankrott gerettet werden sollen.

Doch die Macht der Anleihenmärkte ging weit über Griechenland und Irland, und sogar über Spanien und Portugal hinaus. Nahezu alle Länder in Europa, auch die offenbar gesunden wie u.a. Deutschland oder Luxemburg, haben erkannt, dass die Anleihenmärkte Staatsfinanzen mittlerweile genau unter die Lupe nehmen und deutlich zwischen ihnen differenzieren, was sich in entsprechenden Zinsaufschlägen niederschlägt. Wie wir jetzt am Fall Irlands sehen können, sind die Märkte, sobald sie die Refinanzierung verweigern, in der Lage, Art und Umfang der erforderlichen Sparmaßnahmen zu diktiert.

Ein Land, das nicht mehr selbst über seine Steuer- und Ausgabenpolitik bestimmen kann, hat wichtige Aspekte seiner Souveränität eingebüßt. Nach Angaben des luxemburgischen Finanzministers Luc Frieden würde Luxemburg seine Haushalts-souveränität verlieren, wenn die Summe aller Schulden des Landes 30 % des BIP erreichte; momentan ist der Stand bei etwa 15 %.

Seit der Griechenland-Krise sind sich fast alle Länder in Europa, auch jene außerhalb der Eurozone, der Gefahr bewusst, die ein negatives Urteil des Anleihenmarkts und der dadurch drohende Verlust der Souveränität bergen. Nachdem 2009 Haushaltsdefizite in Rekordhöhe eingegangen wurden, um die fehlende private Nachfrage auszugleichen, haben die Regierungen eine deutliche Kehrtwende vollzogen: Trotz des noch fragilen Wirtschaftswachstums setzen sie drastische Sparprogramme zur Verringerung der Staatsverschuldung um. Damit geben sie der Befriedigung der Anleihenmärkte den Vorzug vor anderen politischen Zielen wie etwa der Beschäftigung.

Derartige Entscheidungen der Regierungen sind richtig. Bereits zweimal in diesem Jahr haben wir erlebt, dass es zu spät ist, wenn die Märkte erst mal ihr Urteil gefällt haben. Die Regierungen sind von der marktbasierter Refinanzierung mittelfristig abhängig; dagegen sind die politischen Vorlaufzeiten für die Umsetzung von Sparmaßnahmen länger. Und es gibt viele Gründe, warum durch den Markt erzwungene Spar- und Rettungsmaßnahmen nie die beste Lösung sind. Sie führen zu politischen Schwierigkeiten im betreffenden Land und, im Falle der Rettungs-



Julian Presper

maßnahmen, in den Ländern, die diese finanzieren. Da entsprechende Maßnahmen drastisch sind, stellen sie einen Schock für die Wirtschaft dar, der deutlich größere Beeinträchtigungen verursacht als ein Präventivprogramm.

Schlimmer noch: Sie schaffen eine Konfrontation zwischen den Märkten und dem Volk auf der Straße, wie wir bei den Streiks in Griechenland sehen können.

Die Anleihenmärkte werden die Staatsfinanzen der europäischen Länder in Zukunft noch genauer unter die Lupe nehmen. Mit den geplanten Änderungen des Vertrags von Lissabon müssen die Inhaber von Anleihen nach 2013 einen Teil der Kosten künftiger Rettungsfonds tragen. Die Änderungsvorschläge sind vernünftig. Ohne einen Freifahrtsschein in Form automatisch greifender Rettungsschirme werden die Märkte gezwungen sein, Urteile und Signale zu den Finanzen von Staaten, die Anleihen ausgeben, deutlich bedachter und wesentlich früher zu fällen. Dies wird für einen viel stärkeren Marktmechanismus sorgen, mit dem gewährleistet wird, dass die Regierungen eine solide Finanzpolitik betreiben. Mit frühzeitigen Zinssignalen werden die Märkte verschwenderische Regierungen bestrafen und diejenigen belohnen, die sich für eine nachhaltige Politik einsetzen.

James Carville hatte Recht: Die Anleihenmärkte können starke Regierungen einschüchtern. Doch die Anleihenmärkte sind für die Regierung unverzichtbar, wenn sie ihrer Rolle in der Gesellschaft gerecht werden will. Sie ermöglichen es der Gesellschaft, die öffentliche Finanzlast über mehrere Generationen umzuverteilen, öffentliche Investitionen zu tätigen, bevor diese Rendite bringen, oder Sofort-Finanzhilfemaßnahmen zu finanzieren. Kurzum: Sie sind unerlässlich, damit Staaten ihre Souveränität in jeder Hinsicht ausüben können. Die Anleihenmärkte sind der Freund der Regierungen, nicht deren Feind. Es ist Sache der Regierungen, ihr Haus in Ordnung zu halten, um die Märkte bestmöglich nutzen zu können.

Autor Julian Presper ist seit 2009 an der Luxembourg School of Finance (www.lsf.lu) der Universität Luxemburg tätig und koordiniert die Beziehungen der Fakultät für Rechts-, Wirtschafts- und Finanzwissenschaften zum Finanzplatz.

* Die „Luxembourg School of Finance“ ist der Fachbereich Finanzen der Universität Luxemburg. Die Autoren: Jean-Daniel Guigou, Associate Professor für Finanzwirtschaft, und Jang Schiltz, Associate Professor für Angewandte Mathematik, alle beide an der „Luxembourg School of Finance“.

In Zusammenarbeit mit:



LUXEMBOURG
SCHOOL OF FINANCE