

Der riskante Griff nach dem Hebel

Diskussion mit Abgeordneten des Deutschen Bundestages

Berlin, 26. Oktober, 2011

Prof. Harald Hau, PhD

Universität Genf und Swiss Finance Institute

www.haraldhau.com

1

Übersicht

- Hebelung des EFSF
 - Wie funktioniert der Hebel?
 - Szenario A: 20% Kreditausfall
 - Szenario B: 30% Kreditausfall
 - Fazit
 - Bundestagsvorlage: Option 1 und Option 2
- Historische Perspektive: Staatsinsolvenzen
- Größte Gefahr: Bankenkrise
 - Priorität: Zwangskapitalisierung Banken
 - EFSF: Bankenrekapitalisierung gegen Bankaktien
- Nächste Phase der Krise
 - EFSF wird zur Bank
 - Inflationsgefahr
- Ratschläge

Szenario A: Kreditausfall 20%

Annahmen

- 400 Mrd. EFSF Kapital
- Deutscher Anteil: 200 Mrd.
- EFSF kauft soviel Staatsanleihen wie möglich

EFSF

- Fall 1: Kein Hebel
Verfügbar: 400 Mrd.
- Fall 2: Vierfacher Hebel (= $1600/400$)
Verfügbar: 2000 Mrd.
1600 Mrd. vom Kapitalmarkt

Konsequenzen

- Fall 1: Verlust für dt.
Steuerzahler: 40 Mrd.
- Fall 2: Verlust für dt.
Steuerzahler: 200 Mrd.

Schlussfolgerung

- Investitionen x5 = Verlust x5
- Staatshaftung bezieht sich auf die riskante Spitze der Verluste
- Steuerzahlerverluste x5

Szenario B: Kreditausfall 30%

Annahmen

- 400 Mrd. EFSF Kapital
- Deutscher Anteil: 200 Mrd.
- EFSF kauft soviel Staatsanleihen wie möglich

EFSF

- Fall 1: Kein Hebel
verfügbar: 400 Mrd.
- Fall 2: Vierfacher Hebel (= $1600/400$)
verfügbar: 2000 Mrd.
1600 Mrd. vom Kapitalmarkt

Konsequenzen

- Fall 1: Verlust für dt.
Steuerzahler: 60 Mrd.
- Fall 2: Verlust für dt.
Steuerzahler: 200 Mrd.
- Private Gläubiger verlieren 200 Mrd.

Schlussfolgerung

- Staatshaftung bezieht sich auf die riskante Spitze der Verlust
- Steuerzahlerverluste x3.33
- Markt verlangt Risikoprämie

Fazit

- Verluste für Steuerzahler
 - Steigen mit dem Ausmaß der riskanten Kredite des EFSF
 - Für eine Kreditausfallrate von ca. 20% bedeutet ein 4-facher Hebel ein 5-fachen Verlust für den Steuerzahler
 - Bei hohen erwarteten Kreditausfallraten (>20%) wird die EFSF Refinanzierung am Kapitalmarkt scheitern
- „Versicherungslösung“: Absicherung der ersten 20% Verluste von neuen Staatsanleihen
 - Verursacht identische Verluste zu der obigen Hebellösung
 - Begriff „Versicherung“ ist Etikettenschwindel

Fazit

- Hebel = Enorme Haftungsausdehnung
 - Erwarteter EFSF-Verlust ohne Hebel
20%-30% Ausfall: 40-60 Mrd.
 - Erwarteter EFSF-Verlust bei Hebel
20%-30% Ausfall: 200-211 Mrd.
- Unklar: Führt Zwischenfinanzierung der Defizite wirklich zur Abwendung der Insolvenz?
- IWF-Erfahrung: 50% der Anpassungsprogramme scheitern
- Beteiligung des IWF ist nicht mehr erforderlich

Bundestagsvorlage zum Hebel

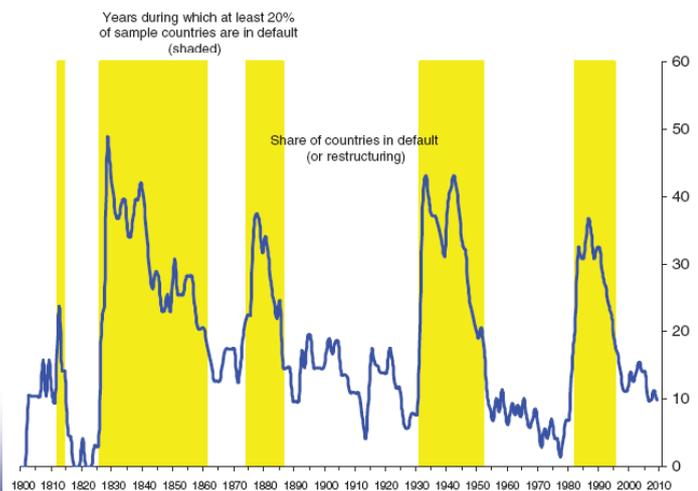
- Option 1:
“Teilausfallschutz”
 - EFSF gibt z.B. Italien Kredit, um Bonds zu kaufen; diese werden als Sicherheiten in einer Zweckgesellschaft hinterlegt.
 - Bei Insolvenz erhält Italiens Gläubiger bis zu 20% seiner Forderungen.
- Option 2:
Zweckgesellschaft SPIV
 - Internat. Investoren geben Kredite (**warum?**)
 - Haben Vorrang vor EFSF
 - **Details völlig unverständlich**
 - Nicht beschlussfähig

Option 1 “Teilausfallschutz”

- Problem: Status des EFSF-Kredits relativ zu den Gläubigerforderungen?
- Nachrangigkeit des EFSF:
 - Wie vorherige Hebelvariante
- Gleichrangigkeit des EFSF:
 - Kreditforderungen des EFSF konkurrieren mit Gläubigerforderungen
 - Risikoprämien für Italiens Gläubiger steigen bei Gleichrangigkeit; Hebel unwirksam
 - Konsequenz: Private Investoren drängen auf Nachrangigkeit

Historische Perspektive

- Prozentsatz der Länder in Zahlungsverzug (aus Gesamtzahl von 70)
Quelle: Reinhart und Rogoff (AER, 2011)



© Harald Hau, University of Geneva and SFI

9

Historische Perspektive

- Staatsinsolvenzen sind Dauererscheinung in der Finanzwelt (besonders in Entwicklungsländern)
- Staatsinsolvenzen kommen in Wellen
Weitere Kandidaten: Belgien, Italien, Spanien, Zypern?
- Insolvenzrisiko wird von der Politik beständig unterschätzt
(„This-Time-Is-Different“-Syndrom)
- Oft schnelle Erholung nach Insolvenz

© Harald Hau, University of Geneva and SFI

10

Größte Gefahr: Bankenkrise

- Bankenkrise richtet großen wirtschaftlichen Schaden an
- Priorität: Zwangskapitalisierung Banken
 - Umgehend juristische Grundlagen schaffen (EU-Recht ergänzen)
 - Maximalen Druck aufbauen durch EZB, Bafin
 - Rekapitalisierung durch Aktienaussgabe (Kostenlos für Steuerzahler, Altaktionäre zahlen)
 - Vorkaufsrecht für Altaktionäre
 - Banken die Aussicht auf Schuldensozialisierung nehmen
- EFSF allein für die Bankenrekapitalisierung verwenden (mit Aktienerwerb als Gegenleistung)

Nächste Phase der Krise

- Italien oder Spanien oder Belgien brauchen EFSF
- Prognose: Hebel scheidet
 - Refinanzierungskosten am Kapitalmarkt steigen wegen erwarteten Kreditausfalls
 - Ratingprobleme für Frankreich und Deutschland
 - Hohe Verluste der EZB durch Target-Kredite
- Druck zur direkten EZB-Finanzierung des EFSF steigt
Folgen: Schuldenmonetarisierung und Inflation

Inflationsgefahr

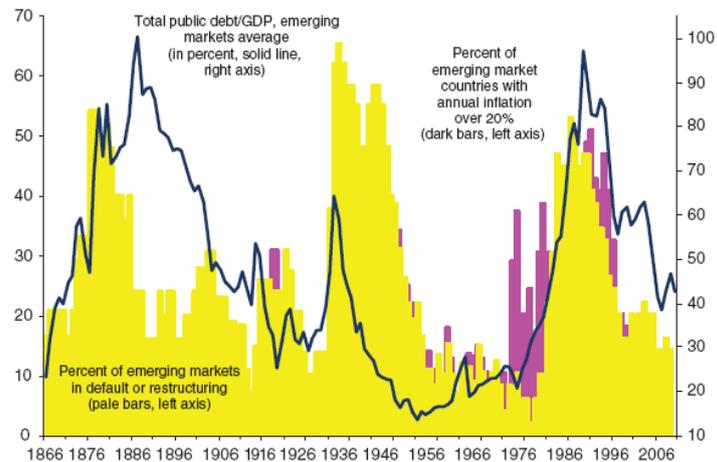


FIGURE 4. SOVEREIGN DEFAULT ON EXTERNAL DEBT, TOTAL (DOMESTIC PLUS EXTERNAL) PUBLIC DEBT, AND INFLATION CRISES: EMERGING MARKETS, 1866–2010 (*debt as a percent of GDP*)

© Harald Hau, University of Geneva and SFI

13

Ratschläge

- Politische Erpressbarkeit abbauen durch energische Bankenrekapitalisierung (auf Kosten der Altaktionäre)
- Bankenlobby ignorieren
- EFSF auf Bankenrekapitalisierung beschränken
- Maximale politische Transparenz der Entscheidungsabläufe suchen

Langfristig:

- Mehr Eigenkapital für Banken: 15% statt 5% oder 9%
- Bankaufsicht grundlegend reformieren
- Automatische Schuldenbremsen in allen Eurostaaten

© Harald Hau, University of Geneva and SFI

14