

## Griechenland:

# Notwendige Entschuldung und Optionen für ein angemessenes Verfahren



© Günther Gumhold, pixelio.de

Fachinformation No.30 - Griechenland  
Überarbeitete Neuauflage  
Veröffentlichung: 06.07.2011

erlassjahr.de - Entwicklung braucht Entschuldung  
Carl-Mosterts-Platz 1  
40477 Düsseldorf  
Tel.: +49 (0) 211 - 46 93 - 196  
Fax: +49 (0) 211 - 46 93 - 197  
E-Mail: buero@erlassjahr.de  
Website: www.erlassjahr.de

Autor: Jürgen Kaiser

V.i.S.d.P  
Sebastian Bonse  
Öffentlichkeitsarbeit  
Tel.: +49 (0) 211 - 46 93 - 211  
E-Mail: s.bonse@erlassjahr.de

Bildnachweis:  
Titel: Günther Gumhold, pixelio.de

*“Deutlich wahrscheinlicher ist jedoch, dass die derzeitige Strategie mit einem Krach und in einer ungeordneten Umstrukturierung endet. Warum sollten die Griechen (von den Portugiesen und Iren gar nicht zu reden) auf Jahre hinaus Einsparungen und niedriges Wirtschaftswachstum hinnehmen, um das französische und das deutsche Bankensystem zu stützen?” Ken Rogoff, Professor in Harvard und ehem. Chefökonom des IWF<sup>1</sup>*

## Einleitung

Seit der Argentinienkrise 2001 ist die drohende Zahlungsunfähigkeit Griechenlands der spektakulärste Fall einer Staatsschuldenkrise. Anders als bei den Schuldenkrisen von Entwicklungs- und Schwellenländern in den letzten 30 Jahren, bewirkt Griechenlands Status als EU-Mitglied und Euro-Land eine Verkomplizierung der Schuldensituation und auch der Diskussion um mögliche Lösungen. Allzu oft beißen sich Debatten, gerade in populären Medien, an der Frage fest, ob das Land eigentlich "aus dem Euro rausgeschmissen" gehöre.

Diese Diskussion ist (a) nutzlos, weil ohnehin keinem Mitglied die Gemeinschaftswährung "entzogen" werden kann, und (b) für das Problem der Staatsüberschuldung von untergeordneter Bedeutung: Griechenland ist nicht wegen des Euro überschuldet, sondern aus den gleichen Gründen, aus denen auch in der Vergangenheit Staaten pleite gegangen sind: aufgrund interner Misswirtschaft der griechischen Regierung in den letzten Jahren, und wegen einer allzu lockeren und sorglosen Vergabepolitik seiner Gläubiger.

Dieses Fachinfo stellt zunächst die wichtigsten Größenordnungen und Zusammenhänge vor, beleuchtet dann im zweiten Abschnitt die verschiedene vorgeschlagene Lösungen. Es folgt ein kurzer Vergleich der griechischen Krise mit der Schuldenkrise der Entwicklungsländer, und Überlegungen, was für den Fall Griechenland daraus hätte gelernt werden können, oder vielleicht noch gelernt werden kann. Schließlich wird erwogen, ob das von erlassjahr.de und er globalen Entschuldungsbewegung propagierte Staateninsolvenzverfahren für Griechenland eine Lösung sein könnte, und wie dies konkret aussähe.

Diese überarbeitete Version der Fachinformation beschreibt und kommentiert in dem neu eingefügten Abschnitt (3) die Beschlüsse des griechischen Parlaments zum Sparpaket, sowie die gemäß dem "französischen Modell" angestrebte Beteiligung des Privatsektors. Alle übrigen Abschnitte wurden zum Stand von Anfang Juli aktualisiert.

### 1. Um welche Beträge und um welche Risiken geht es?

Der griechische Staat ist mit rund 340 Mrd. € verschuldet. das sind etwas über 150% der jährlichen Wirtschaftsleistung. Die im Maastricht Vertrag definierte Obergrenze liegt bei 60%, ab der die öffentliche Verschuldung problematisch werden kann. Im Blick auf Entwicklungsländer gelten demgegenüber 40% des BIP als Faustregel.<sup>2</sup>

Syndizierte Bankenkredite<sup>3</sup>, Kredite durch andere Regierungen und durch internationale Finanzinstitutionen spielten – anders als in den meisten verschuldeten Entwicklungsländern –

<sup>1</sup> FTD 16.6.2011

<sup>2</sup> Beeinträchtigungen des Wachstums – für Griechenland's Ausweg aus der Überschuldung eine entscheidende Größe befürchten IWF-Ökonomen schon ab Schuldenständen von 25-35% des BSP; siehe: Cordella, Ricci, Ruiz-Arranz: Debt Overhang or Debt Indifference; Revisiting the Debt-Growth Link; IMF WP/05/23. In den Angaben nicht enthalten sind die Verbindlichkeiten griechischer Banken gegenüber ausländischen Gläubigern, welcher ihrerseits ein systemisches Risiko darstellen. Laut New York Times vom 8.6.2011 halten Französische Institute 46 Mrd. €, deutsche 28 Mrd. € und US-amerikanische rund 30 Mrd. € an Forderungen an die griechischen Institute.

<sup>3</sup> Konsortialkredit oder syndizierter Kredit ist im Kreditwesen die Gewährung eines einheitlichen Kredites durch mindestens zwei Kreditinstitute an einen Kreditnehmer.

in Griechenland zu Beginn der Krise 2009/10 praktisch keine Rolle. Die gesamte Verschuldung bestand zu der Zeit aus Staatsanleihen.

Im Zuge der Krise veränderte sich dann das Gläubigerprofil dramatisch. Der Bestand von Staatsanleihen im privaten Besitz reduzierte sich dadurch, dass fällige Anleihen wie vorgesehen vom griechischen Staat zurückgekauft wurden, neue jedoch nur in deutlich geringerem Maße am privaten Kapitalmarkt platziert werden konnten. Die entstandene Lücke füllten Finanzierungen aus öffentlichen Mitteln. Die meisten dieser Finanzierungen wurden so eingesetzt, dass der öffentliche Sektor, also die Europäische Union, die Europäische Zentralbank sowie der IWF, aus Mitteln des Griechenland-Hilfspakets ebenfalls griechische Anleihen kauften. Dies geschah zum Teil über den Sekundärmarkt, zunehmend aber auch indem aktuell ausgegebene griechische Anleihen gekauft wurden.

Derzeit sind langjährige griechische Anleihen am Markt kaum noch zu platzieren. Der Risikoaufschlag zehnjähriger Anleihen gegenüber Bundesanleihen lag im Juni 2011 in der Spitze bei 14,73%. Trotzdem konnte Griechenland in dieser Zeit noch kurzfristige Papiere verkaufen: Für eine sechsmonatige Anleihe, die 1,6 Mrd. € einbrachte, mussten aber mehr als 5% Zinsen geboten werden.<sup>4</sup> Eine realistische Perspektive auf ein Wachstum, das die Zahlung solcher Zinssätze rechtfertigen würde, hat Griechenland in absehbarer Zeit aber nicht. Trotzdem gilt der Markt für kurzfristige griechische Papiere im Moment nicht als illiquide. Anleger mit guten Nerven fragen die ebenso spekulativen wie ertragstarken Papiere nach Angaben der Comdirekt Bank rege nach.<sup>5</sup>

Zwar hatten bereits nach dem Ausbruch der Krise die deutschen Banken dem Bundesfinanzminister versprochen, ihr Engagement in Griechenland nicht zurückzufahren. Sie gelobten, es im Sinne der "Wiener Initiative"<sup>6</sup> auf gleicher Höhe zu halten. Daran gehalten haben sich allerdings weder die deutschen noch die französischen Banken. Die deutschen Banken reduzierten ihr *Exposure* in Griechenland in den letzten zwölf Monaten von 14,4 auf 9,9 Mrd. €. <sup>7</sup> Dieser Rückgang wurde allerdings durch die offiziellen Finanzierungen über die staatliche KfW überkompensiert: insgesamt 7,9 Mrd. € erreichten Athen aus Frankfurt zwischen Mai 2010 und März 2011.<sup>8</sup>

Insgesamt halten 13 deutsche Banken und Versicherungen Griechenland-Forderungen im Umfang von 21,4 Mrd. €. <sup>9</sup> Die deutschen Institute mit dem größten *Exposure* gegenüber Griechenland sind:<sup>10</sup>

• FSM (Bad Bank der HRE)	7,4 Mrd. €
• Commerzbank mit	2,9 Mrd €
• Deutsche Bank mit	1,6 Mrd. €
• LBBW mit	1,4 Mrd. €
• Allianz-Versicherung mit	1,3 Mrd. €

Insgesamt umfasst das beschlossene Rettungspaket vom April 2010 und Juni 2011 110 bzw. 120 Mrd. € an Krediten und Garantien aus den Kassen von IWF, EU(-Mitgliedern) und EZB.

<sup>4</sup> Hellas Schulden werden immer teurer; FTD 15.6.2011

<sup>5</sup> "Privatanleger zocken mit Griechenland Anleihen"; FTD 11.6.11

<sup>6</sup> In der Vienna Initiative hatten diejenigen Privat-Banken, die in Osteuropa engagiert sind, nach 2008 beschlossen, nicht netto Mittel aus den Ländern abzuziehen, die durch die globale Finanzkrise und vor allem durch exzessive Liberalisierung ihres Banken-Marktes in Schwierigkeiten geraten waren. Siehe: <http://www.ebrd.com/downloads/research/factsheets/viennainitiative.pdf>. Zu den Unterschieden zwischen der griechischen und der osteuropäischen Situation siehe: "Wiener Sackgasse"; FTD 21.6.2011

<sup>7</sup> "Institute laden Hellas-Bonds am Markt ab"; FTD 15.6.11

<sup>8</sup> "Banken lassen Athen doch hängen"; FTD 9.6.11

<sup>9</sup> Antwort der Bundesregierung auf eine Anfrage des Bundestagsabgeordneten Michael schlecht (Die Linke); zitiert nach FTD 29.6.2011

<sup>10</sup> Stand Mitte Juni 2011; siehe: "Deutsche Banken haben viel zu verlieren"; FTD 1.7.11

In welchem Umfang genau die EZB als sensibelster Teil bereits Forderungen an Griechenland gekauft hat, wird von dieser nicht bekannt gegeben. Schätzungen gehen von einem Ausfallrisiko für die Zentralbank im Umfang von 50 Mrd. € aus.<sup>11</sup>

## 2. Welche Optionen für eine Überwindung der Krise gibt es?

**Weiterzahlen.** Theoretisch könnte der Staat seinen Schuldendienst weiter leisten, und alle öffentlichen Leistungen entsprechend einschränken.<sup>12</sup> Alle Analysten sind sich allerdings einig, dass eine solche Brachialstrategie angesichts der Größenverhältnisse in Griechenland weder politisch umsetzbar noch ökonomisch sinnvoll wäre. Der wichtigste ökonomische Einwand ist, dass ein Land, um ein tragfähiges Verhältnis zwischen Verschuldung und Wirtschaftskraft wiederzugewinnen, nicht nur den Zähler (die Verschuldung) senken darf, sondern auch den Nenner (die Wirtschaftsleistung) zumindest nicht ebenfalls sinken lassen darf. Im Moment sinkt das griechische BIP, wodurch die dramatischen Einsparungen im öffentlichen Haushalt bereits wieder egalisiert werden.<sup>13</sup>

**Kontinuierliche Refinanzierung des Schuldendienstes aus öffentlichen Kassen.** Wenn ein Zahlungsproblem nur auf eine vorübergehende Liquiditätslücke zurückzuführen ist, macht es Sinn dem Schuldner mit Überbrückungskrediten zu helfen. Genau dies ist Aufgabe des Internationalen Währungsfonds, der diese Funktion in der Vergangenheit auch oft erfolgreich ausgefüllt hat. Hat der Schuldner allerdings kein Liquiditäts-, sondern ein Solvenz-Problem, ist also gar nicht absehbar, dass er jemals alle seine Schulden wird bezahlen können, dann führt die Finanzierung des laufenden Schuldendienstes aus Mitteln einer dritten Partei nur dazu, den unvermeidbaren Schuldenschnitt hinauszuzögern und letztlich teurer zu machen. Genau dies konstatieren die meisten Beobachter im Fall Griechenlands.

**"Pfändung" griechischen Staatseigentums.** Eher in die Kuriositäten-Abteilung der Diskussion gehören Überlegungen, die Griechen sollten für weitere Finanzhilfen Pfänder wie Inseln oder öffentliche Unternehmen herausgeben, die im Fall der Nicht-Rückzahlung der Rettungskredite in den Besitz der "rettenden" EU-Regierungen übergehen. Hätten die Regierungen Finnlands, der Niederlande und Sloweniens, die diesen Vorschlag formulierten, bewusst einen Weg gesucht, Nationalismus und Volkszorn in Griechenland anzuheizen, und der Regierung Papandreou das Leben so schwer wie möglich zu machen, ihnen hätte kaum etwas Besseres einfallen können.

Ökonomisch ist der Vorschlag gänzlich widersinnig, wenn man gleichzeitig fordert, dass die griechische Regierung möglichst sämtliche, theoretisch als "Pfand" in Frage kommenden Staatsbesitz so schnell wie möglich zu Bargeld macht, um die laufenden Forderungen der Gläubiger zu bedienen. Lediglich Jean-Claude Juncker gelang es, im Laufe der bisherigen Debatte einen noch dümmere Vorschlag zu machen, als er anregte, mit der Gründung einer Treuhand-Anstalt nach ostdeutschem Vorbild den ganzen Privatisierungs-Prozess direkt in die "bewährten" Hände der Gläubiger zu legen. Am 3.7. meldete der Luxemburger dann stolz Vollzug: "Die griechische Souveränität wird massiv eingeschränkt."<sup>14</sup>

**"Weiche" Umschuldung.** Die deutsche Bundesregierung hatte als an diesem Punkt progressivste Kraft innerhalb der EU darauf gedrängt, dass auch der Privatsektor an den Kosten

<sup>11</sup> Report München 20.6.2011

<sup>12</sup> Das funktioniert auf den Philippinen allerdings auf einem erheblich niedrigeren Schuldenniveau durch das Automatic Appropriations Law, ein Gesetz, das den Auslandsschuldendienst gegenüber allen anderen staatlichen Aufgaben privilegiert.

<sup>13</sup> So verringert sich das griechische Haushaltsdefizit von 2010 auf 2011 von 10,5% des BIP auf 7,6%. Trotzdem steigt der Schuldenstand von 142,7% des BIP auf 153,4%; siehe: "Griechenland stürzt ins Chaos; FTD 16.6.11.

<sup>14</sup> Aussage gegenüber dem "Fokus"; zitiert nach FTD 4.7.2011

der Krisenüberwindung beteiligt werden müsse. In internen Papieren des BMF vom September 2010 war noch vage aber explizit von formalisierten Insolvenzverfahren die Rede gewesen. Dem widersetzten sich vor allem die Franzosen aber auch der Chef der Eurogruppe J.C. Juncker. Als Kompromiss wurde Mitte Juni 2011 dann die Idee einer "weichen Umschuldung", d.h. eines freiwilligen Schuldentauschs bzw. einer Verlängerung der Laufzeiten aktueller Anleihen bei gleichen Zinssätzen, angeregt<sup>15</sup> und Anfang Juli mit den Banken vereinbart (s.u.).

**Erzwungene Umschuldung.** Stellt Griechenland seine Zahlungen in einem einseitigen Schritt ein, kann es anschließend den Gläubigern ein Angebot machen, nur einen Teil der Forderungen an die ursprünglichen Gläubiger zurückzuzahlen. Den Gläubigern wird der so genannte "Haircut" aufgezwungen. Da der Schuldendienst derzeit mehr als 6% des BIP von Griechenland ausmacht, hätte eine Zahlungseinstellung eine beträchtliche Entlastungswirkung. Im Gegenzug würde das Land von praktisch allen externen Finanzierungsquellen abgeschnitten. Im Hinblick auf den Privatsektor wäre das angesichts der oben beschriebenen Finanzierungsbedingungen nicht problematisch. Griechenland wird aber weiterhin öffentliche Unterstützungs-Finanzierungen brauchen. Deswegen muss es einen konsensualen Weg zur Schuldenrestrukturierung finden, der die Interessen der unterschiedlichen Gläubigergruppen berücksichtigt – so weit sie mit dem vordringlichen Ziel eines wirtschaftlichen Neu-Anfang vereinbar sind. Das in Abschnitt (4) vorgeschlagene Staaten-Insolvenzverfahren dient genau diesem Ziel.

### 3. Zwei Beschlüsse in Athen und Paris

#### Auf der Schuldnerseite:

Am 29. Juni verabschiedete das Griechische Parlament die von der Regierung Papandreou mit der EU und dem IWF ausgehandelten Sparbeschlüsse. Nach Haushaltskürzungen und Einnahmeerhöhungen um 30 Mrd. € im Mai 2010, werden nun gegenüber dem letzten Vor-Krisenhaushalt noch einmal 78 Mrd. € aufgebracht. Als Folge davon wurde die nächste Tranche des 2010 vereinbarten Rettungspakets im Umfang von 12 Mrd. € freigegeben. Der Griechische Staat bleibt dadurch bis auf weiteres zahlungsfähig.

#### Auf der Gläubigerseite:

Deutschland hatte es, trotz starker Worte nicht geschafft, eine nennenswerte Beteiligung der Privatgläubiger an der Griechenland-Rettung zu organisieren. Einer der Gründe dafür war die Weigerung Frankreichs gegenüber einer solchen Beteiligung, welche ihrerseits nur durch das starke Engagement französischer Banken in Griechenland erklärbar ist. Aus dieser Situation heraus konnte tatsächlich nur die französische Regierung die gegenseitige Blockade durch einen eigenen Vorschlag überwinden.

Die Regierung kam überein, dass französische Banken "freiwillig" die Hälfte ihrer bis Ende 2014 fällig werdenden Anleihen in 30 Jahre laufende neue Anleihen umtauschen sollen. Zwei Drittel der Erlöse dieser Operation sollen umgehend wiederum in Griechenland-Anleihen reinvestiert werden. Das letzte Drittel dient zur Finanzierung eines Sicherungsfonds beim EFSF, durch welchen die reinvestierten Mittel bis zum Tag der Auszahlung garantiert werden sollen. Es ist zu erwarten, dass deutsche – und weitere europäische Banken – sich dem Modell an-

---

<sup>15</sup> Bundesfinanzminister Schäuble geht über den gesamten Zeitraum der Laufzeitverlängerung von einem dadurch zu erreichenden Einsparpotenzial von 25-30 Mrd. € aus. Siehe: "Ein Wille, aber noch kein Weg"; FTD 16.6.2011. Mit der zunächst diskutierten Maßnahme würde nichts gewonnen außer Zeit; geht man allerdings von einem extrem optimistischen Szenario aus, demzufolge Griechenland ab 2013 wieder spürbare reale Wachstumsraten im Bereich bis zu 5% pro Jahr erzielen kann, dann können sieben Jahre ohne Rückzahlungsverpflichtungen bei einem großen Teil der öffentlichen Anleihen einen entscheidenden Unterschied machen. Aber auch nur dann!



schließen werden.<sup>16</sup> Formell beschlossen werden soll es aber erst am 11. Juli.

Griechenland gewinnt durch diese Operation – wenn sie so beschlossen wird, und wenn die Bankenbeteiligung sich tatsächlich auf die erhofften 30 Mrd. Gesamtvolumen summiert – allenfalls Zeit. Es findet keine Reduzierung des Schuldenstandes statt, nicht einmal eine spürbare Reduzierung des laufenden Zinsdienstes, da die prolongierten Bonds zwischen 5,5 und 8% Verzinsung aufweisen sollen. Entsprechend vernichtend fällt das Urteil der Finanzpresse aus: "Täuschungsmanöver mit Staatsgarantie"<sup>17</sup>. Bemängelt werden neben der unzureichenden Entlastung:

- Der private Sektor leistet einen allenfalls minimalen Beitrag.<sup>18</sup>
- Der falsche Anreiz der Staatshaftung für private Risiken bleibt uneingeschränkt.
- Der letztendlich unvermeidbare Schuldenschnitt wird durch solche Manöver weder vermeiden noch abgemildert; er wird unter dem Strich teurer.<sup>19</sup>

#### **4. Die Parallelen zur Schuldenkrise der 80er und 90er Jahre<sup>20</sup>**

Ab Oktober 1982 stellten zahlreiche Länder Lateinamerikas, Asiens und Afrikas die Zahlungen an ihre ausländischen Gläubiger zeitweise ein. Die Gläubiger waren hauptsächlich Banken und Regierungen aus dem Norden. Internationale Finanzinstitutionen spielten zu diesem Zeitpunkt noch eine geringe, Staatsanleihen in den meisten Ländern gar keine Rolle.

Die Reaktion der Gläubigerregierungen auf diese Situation bestand darin, zunächst den verschuldeten Ländern frisches Geld zur Verfügung zu stellen – Geld, das in der Regel aber direkt von den Finanzministerien auf die Konten der in dem betreffenden Land agierenden privaten Banken umgebucht wurde. Diese Strategie wurde von 1982 bis 1990 betrieben, bevor es im Rahmen des Brady-Plans erstmals zu Schuldenumwandlungen kam, d.h. dass die Banken für ihre ursprünglichen Forderungen niedriger bewertete aber vorrangige und besicherte Papiere erhielten. Dieser bis zum Ende der neunziger Jahre andauernde Prozess hatte zwei Folgen:

- Da, wo später dann Schuldenerlasse unvermeidlich wurden, waren sie teurer als ein sofortiger Teilschuldenerlass mit der gleichen Entlastungswirkung unmittelbar nach der jeweiligen Zahlungseinstellung gewesen wäre, da sich die Schuldenstände durch die Finanzierung des laufenden Schuldendienstes durch neue Kredite logischerweise erhöht hatten.
- Die Lasten waren zu einem Teil vom privaten auf den öffentlichen Sektor umverteilt worden.

Exakt diese beiden Prozesse sind auch heute im Fall Griechenland wieder zu beobachten: der griechische Schuldenstand wird bzw. wurde durch die Finanzierungen aus dem ersten (und dem anstehenden zweiten) Rettungspakt erhöht, statt gesenkt. Wenn Griechenland wun-

<sup>16</sup> Ausführliche Beschreibung in: "Neue Griechenbonds mit Garantien"; FTD 28.6.2011

<sup>17</sup> FTD 30.6.11

<sup>18</sup> "Nur ein Beiträger", FTD 1.7.2011

<sup>19</sup> Roubini, R.: "Freiwillig funktioniert nicht"; www.eurointelligence.com 20.6.2011. Interessanterweise brachte daher ausgerechnet das Institute of International Finance (IIF), der hartgesottene Dachverband der großen weltweiten agierenden Geschäftsbanken den Gedanken eines Schuldentrückkaufs mit Discount, d.h. einen echten Verlust für die ursprünglichen Gläubiger ins Gespräch. Siehe: IIF Board of Directors Statement on Greece; July 1st 2011; <http://www.iif.com/press/press+196.php>. Wenn die Banken dazu tatsächlich bereit sind, können sie allerdings von der Politik erwarten, dass diese dafür sorgt, dass niemand von Bedeutung aus der Reihe der Gläubiger ausscheidet. Genau dies verweigern die Regierungen allerdings, indem sie hartnäckiger als die Banken selbst darauf beharren, dass diese keinen Verlust erleiden dürfen.

<sup>20</sup> Ausführlicher zur Parallelität zwischen "Dritte-Welt-" und Europäischer Schuldenkrise siehe: "Man hätte theoretisch auch was lernen können; erlassjahr.de – Fachinfo Nr. 29; [http://www.erlassjahr.de/dev2/cms/front\\_content.php?idcat=89&idart=144&lang=1](http://www.erlassjahr.de/dev2/cms/front_content.php?idcat=89&idart=144&lang=1)

derbarerweise ab 2013 wieder kapitalmarkt- und zahlungsfähig sein sollte, haben unter dem Strich sowohl die ursprünglichen Gläubiger, als auch die Rettungsfinanciers gewonnen<sup>21</sup>.

Falls aber nicht, wird der dann unvermeidliche Schuldenschnitt in der Summe höher ausfallen müssen, als er für einen gleich großen Entlastungseffekt im Frühjahr 2010 ausgefallen wäre. Die Privatgläubiger könnten trotzdem besser abschneiden, weil bis zum Juli 2011 bereits rund 40% der Verbindlichkeiten Griechenlands in die Hände des Öffentlichen Sektors überführt worden sind.

Das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung hat im Mai verschiedene Szenarien durchgerechnet, welche die Solvenz oder Nicht-Solvvenz Griechenlands simulieren. Von fünf Szenarien ist dasjenige für Deutschland das preiswerteste, welches einen kurze Überbrückungsfinanzierung und dann eine Rückkehr Griechenlands an den Kapitalmarkt zugrunde legt. An dieses Szenario glaubt aber fast niemand. Von allen Szenarien, die eine Zahlungseinstellung Griechenlands zu irgendeinem Zeitpunkt vorsehen, ist dasjenige am "preiswertesten", das einen baldigen Schuldenschnitt noch im Jahr 2011 vorsieht.<sup>22</sup>

Auf der Gläubigerseite bestand ein wichtiger Effekt der Insolvenzverschleppung in den 80er und 90er Jahren darin, die ursprünglichen privaten Gläubiger weit gehend zu schonen. Das führte dazu, dass die Gläubiger generell einen Anreiz erhielten, Risiken einzugehen, die sie ohne die Intervention von dritter Seite nicht eingegangen wären. Das heißt sie vergaben – gegen hohe Risiko-Prämien – Kredite an eigentlich schon technisch insolvente Schuldnerländer. Die Erwartung dabei war, dass sie entweder schnell genug aus den risikoreichen Engagements wieder herauskommen könnten oder dass sie alternativ darauf vertrauen durften, dass der eigene Staat die Solvenz des betreffenden Schuldnerlandes künstlich aufrecht erhalten würde. Zwischen 1982 und 1989 betraf diese vor allem die kleinen amerikanischen Sparkassen (*Savings & Loans*), deren Zusammenbruch die amerikanische Bundesregierung verhindern wollte. In der aktuellen Griechenlandkrise sind es die systemisch-wichtigen Banken in Frankreich und Deutschland (BNP Paribas, Societé Generale, Credit Agricole, Deutsche Bank, Commerzbank), die von ihren Regierungen als "too big to fail" eingestuft werden.<sup>23</sup> Abgesehen von der berechtigten Kritik an der einzelnen *Bail out* Operation, ist das Ärgertlichste an diesem Vorgehen, dass die Banken damit zu weiterem riskantem Engagement ermutigt werden – zumindest diejenigen die groß genug sind, um ihre Regierungen mit ihrer eventuellen Pleite bedrohen zu können. Indem er diesen Teufelskreis nicht durch die Pleite des Schuldnerstaates mit der eventuellen Folge der Pleite der betreffenden Banken durchbricht, hat sich der Staat selbst zur Geisel der betreffenden Anleger gemacht.

## 5. Ein Fall für das Staateninsolvenzverfahren?

Die Analyse hat deutlich gemacht, dass Griechenland dringend ein faires und transparentes Entschuldungsverfahren (FTAP)<sup>24</sup> benötigt. Dessen Kernelemente sind:

- die Behandlung aller Schulden in einem einzigen Verfahren;

---

<sup>21</sup> Griechenland zahlt für Kredite aus dem ersten Rettungspaket 3%, für Kredite aus dem zweiten 2% Zinsaufschlag auf die jeweiligen Refinanzierungskosten der KfW, die im Moment bei 2% liegen.

<sup>22</sup> Zusammenfassung unter: "Was kosten uns die Griechen?" FASZ 22.5.11. Den guten Rat, einen Schuldenschnitt schnell und umfassend genug anzustreben, gab den Griechen einer auf den Weg, der es wissen muss: Guillermo Nielsen war Architekt des Schuldenschnitts, den Argentinien 2002 seinen Gläubigern zumutete. Die argentinische Erfahrung zeigt, wie sinnlos das Hinauszögern eines Schuldenschnitts ist, und dass Investoren schnell zurückkommen, wenn der Schnitt die wirtschaftliche Lebensfähigkeit des Schuldnerlandes glaubwürdig wiederherstellt. Siehe: "Argentinische Rossskur"; FTD 29.6.2011

<sup>23</sup> Dabei braucht nicht gleich ein vollständiger Zusammenbruch der Banken à la Lehmann im Raume zu stehen. Schon eine Herabstufung durch die internationalen Ratingagenturen, wie Moody's sie Mitte Juni den drei großen französischen Banken wegen ihres starken Griechenland-Engagements androhte, kann den gleichen disziplinierenden Effekt auf die Regierungen haben, die Störungen bei der heimischen Kreditversorgung zu recht oder zu Unrecht befürchten.

<sup>24</sup> Fair and Transparent Arbitration Process - FTAP



- eine unparteiische Beurteilung der Situation des Schuldners;
- eine unparteiische Entscheidungsfindung über einen eventuellen Schuldnerlass.<sup>25</sup>

Noch vor einem Jahr hätte sich der erste Punkt in Griechenland anders als in den meisten Entwicklungs- und Schwellenländern dargestellt, da es nur um eine einzige Schuldenkategorie ging, nämlich öffentliche Anleihen. Durch die fortgeschrittenen Bail-out Operationen hat sich allerdings auch hier eine neue Konfliktlinie aufgetan: Wie sind im Fall eines Schuldenschnitts alte private im Verhältnis zu den neuen öffentlichen Forderungen zu behandeln?

Mit den traditionellen Instrumenten zur Sortierung von Gläubigeransprüchen – juristische Vor- bzw. Nachrangigkeit, Gleichbehandlungsklauseln des Pariser Clubs, bevorzugter Gläubigerstatus (*Exempt Creditor Status*) der Internationalen Finanzinstitutionen, namentlich des IWF – wird der komplexen griechischen Gläubigerstruktur nicht mehr beizukommen sein. Da sich zudem der öffentliche Sektor mit seinem Potenzial zum *Bail-out* und der Privatsektor mit seiner prinzipiell größeren Finanzkraft und dem Drohpotenzial einer Pleite an Durchsetzungskraft ihrer jeweiligen Vorstellungen kaum nachstehen, wird eine allseits akzeptable Lösung kaum ohne die Einschaltung einer neutralen Instanz erreichbar sein.

Ein integraler Bestandteil eines FTAP ist indes eine unmittelbare Zahlungseinstellung des Schuldnerlandes, um ein *Asset-Grabbing*, also den Versuch verschiedener Gläubiger, auch auf Kosten anderer Gläubiger ein möglichst großes Stück vom Kuchen zu sichern, zu verhindern. Diese Zahlungseinstellung, so wird von Skeptikern an diesem Punkt argumentiert, würde zu einer weiteren Herabstufung des Landes von CCC (Ramschstatus) auf SD (*Selective Default*) führen. Dieser Hinweis ist sicherlich berechtigt. Worin allerdings der Nachteil für das betreffende Land liegt, ist allein aus der Herabstufung nicht ersichtlich. Auch bei CCC ist das Land vom Kapitalmarkt bereits außer zu den oben beschriebenen extrem schlechten Kreditkonditionen abgeschnitten. So gesehen hat Griechenland durch die Herabstufung unmittelbar nichts mehr zu verlieren.

Nachteilig wäre allerdings die Herabstufung für diejenigen Emittenten, die *Credit Default Swaps* (CDS) auf Griechenland Staatspapiere emittiert haben. Diese könnten durch die Herabstufung fällig werden, was einzelne Banken durchaus in Schwierigkeiten bringen könnte. Außerdem bestünde für diejenigen griechischen und nicht-griechischen Kreditinstitute, die im Gegenzug für ihre Versorgung mit liquiden Mittel griechische Staatsanleihen bei der Europäischen Zentralbank hinterlegt haben, die Gefahr, dass diese Papiere nicht mehr als Sicherheiten akzeptiert würden. Beides sind allerdings Probleme der betroffenen Banken und nicht etwa der Griechen, die von der Existenz der CDS auch im Falle der weiteren Zahlung keinerlei Vorteil gehabt hätten. Betroffen wäre der zur Rettung anstehende griechische Staat nur in dem Maße, wie griechische Banken von der EZB-Liquidität abgeschnitten würden.

Dieses Risiko für die Banken ist allerdings eine der treibenden Kräfte hinter den Bemühungen der deutschen und der französischen Regierung um eine "weiche Umschuldung" (s.o.) welche den SD-Fall technisch vermeiden könnte.<sup>26</sup>

<sup>25</sup> Ausführlich zum Konzept eines Staateninsolvenzverfahrens siehe: erlassjahr.de: Entschuldung fair ändern. Ein Handbuch. Düsseldorf 2003 und Kaiser, J.: Resolving sovereign debt crises; FES Dialogue on Globalization. September 2010.

<sup>26</sup> Technisch feststellen würde das Ausfallereignis die International Swaps and Derivatives Association (ISDA); siehe: <http://www2.isda.org/> Die Rating-Agentur Fitch versucht den Spagat, zwar Griechenlands Bonität im Falle einer "weichen" Umschuldung auf Restricted Default (RD) herabzustufen, nicht aber die der betreffenden Anleihen. Siehe: "Fitch zeigt den Weg zu Griechenland-Hilfen", FTD 16.6.11. Ob die EZB Staatsanleihen auch im Default-Fall weiter akzeptiert oder nicht ist ihre eigene Entscheidung. .

## 6. Worauf es jetzt ankommt

Geschwindigkeit. Europa hat durch weiteres Lavieren nichts zu gewinnen. Jeder Tag, den der Schuldenschnitt herausgezögert wird, macht ihn teurer.

**Eine faire Latenverteilung und Anreize zur Vermeidung unverantwortlicher Kreditvergabe in der Zukunft.** Im Bundestag treten neben der Opposition auch einzelne Abgeordnete der Regierungsfractionen gegen eine Politik des "weiter so" ein. Darunter sind auch durchaus namhafte Personen wie der FDP-Fraktionsgeschäftsführer und ehemalige Vorsitzendes des Haushaltsausschusses Otto Fricke, der in der Talkshow Anne Will das Fehlen eines Staaten-Insolvenzverfahrens als "größte Fehlentwicklung der deutschen Nachkriegsgeschichte" bezeichnete.<sup>27</sup> In geradezu gespenstischem Gegensatz dazu geht der Chef-Volkswirt der Europäischen Zentralbank Jürgen Stark im Zeit-Interview davon aus, dass die Krise ausschließlich auf das Fehlverhalten der Griechen zurückzuführen ist. Entsprechend ist die härtest mögliche Anpassungsleitung durch die griechische Volkswirtschaft gerade gut genug. Dass zu einem unverantwortlichen Kreditgeschäft mindestens zwei Parteien gehören, es eventuell auch einer Korrektur von Anreizstrukturen auf der Gläubigerseite bedarf, gehört nicht zur Vorstellungswelt des Zentralbankers.<sup>28</sup>

**Klare Aufgabenverteilung.** Ken Rogoff plädiert in dem Artikel, aus dem das Eingangszitat stammt, für einen harten IWF, der die Europäer zwingt, die harten Umschuldungs-Entscheidungen zu treffen, zu denen sie mit den schwerfälligen Strukturen der EU und der Eurozone nicht die Kraft haben. Das setzt aber eine tatsächlich neutrale Rolle des Fonds voraus. Und die ist beschädigt, so lange der IWF als Teil der Rettungsfinanzierung selbst Gläubiger Griechenlands ist.

**Eine bessere Verwendung der zur Verfügung stehenden Mittel.** Im Moment pumpt Europa seine durchaus nicht unbegrenzten Mittel auf dem Umweg über Athen<sup>29</sup> in die Rettung des eigenen Bankensystems – mit durchaus ungewissem Ausgang. Würden die gleichen Mittel genutzt, um nach einem Schuldenschnitt den wirtschaftlichen Neuanfang Griechenlands zu unterstützen, wäre dies nicht nur sinnvoller, sondern für die europäischen Geldgeber die deutlich sicherere Anlage.

**Ein umfassendes und alle Gläubiger integrierendes Verfahren.** Angesichts der unterschiedlichen Interessen der verschiedenen Gläubigergruppen setzt ein Verfahren, an dem sich alle beteiligen können, eine strikt unparteiische Vermittlung voraus. Diese kann nicht von einer einzelnen Gläubigergruppe wie dem IWF oder der EU geleistet werden. Denkbar wäre an diesem Punkt die Einschaltung einer vertrauenswürdigen und kompetenten Instanz, wie beispielsweise der Kommission des UN-Generalsekretärs zur Überwindung der globalen Finanzkrise unter Vorsitz des Nobelpreisträgers Joseph Stiglitz.<sup>30</sup>

Autor: Jürgen Kaiser, erlassjahr.de. 5.7.2011

---

<sup>27</sup> <http://daserste.ndr.de/annewill/videos/annewill3033.html> (ab 47:45) Siehe auch: "Euro Deal verärgert Fraktionen"; FTD 21.6.2011

<sup>28</sup> "Unsere Risiken sind beherrschbar". Die Zeit 30.6.2011

<sup>29</sup> Manchmal auch ohne diesen physischen Umweg; siehe den Abschnitt zum Bail-out der amerikanischen Savings and Loans in den 80er Jahren.

<sup>30</sup> Zu den verschiedenen Optionen für ein neutrales Verfahren siehe Kaiser, J.: Resolving Sovereign Debt Crises; FES Dialogue on Globalization Sept 2010.