

## GASTBEITRAG

# Umschuldung wäre Chance für Griechenland

VON STEFAN GERLACH

**Börsen-Zeitung, 17.8.2010**

Eine pragmatische Wirtschaftspolitik der Regierungen im Euroraum und der Europäischen Zentralbank (EZB) hat Griechenland vor einer Staatspleite bewahrt. So verständigten sich Anfang Mai die Regierungen der Europäischen Union darauf, für in finanzielle Schieflage geratene Länder aus der Eurozone einen Rettungsfonds einzurichten. Die EZB wiederum erklärte sich bereit, griechische Staatsanleihen anzukaufen und Staatspapiere aus Griechenland unabhängig von deren Bonität als Sicherheit zu akzeptieren. Inzwischen gibt es Anlass zur Hoffnung, dass man den Hellenen mit diesen Maßnahmen eine ausreichende Verschnaufpause zum Sanieren ihrer Finanzen und der Eurozone zum Überstehen des Sturms verschafft hat.

So argumentieren zumindest die Befürworter der oben genannten Maßnahmen. Bei ruhiger Betrachtung aber erweisen sich diese Einschätzungen als verfrüht. Denn neben den Finanzinstituten, die die klaren Gewinner dieser Politik sind, gibt es eine ganze Reihe von Verlierern. Was zunächst wie Ketzerei anmutete, nämlich eine Umschuldung Griechenlands und damit eine Reduzierung des Schuldenbergs zuzulassen, erscheint bei Licht betrachtet als eine zunehmend attraktive Option.

### Wer sind die Verlierer?

Viele Verlierer säumen den Weg der oben skizzierten Politik. Der offensichtlichste unter ihnen: die EZB. Beim Versuch, eine Restrukturierung der Schulden Griechenlands abzuwenden, haben die Regierungen im Euroraum die EZB in eine heikle Lage gebracht. Vermutlich werden wir nie erfahren, ob die EZB ihren Entschluss, Staatsanleihen anzukaufen und ihre bislang gültige Sicherheitenpraxis zu ändern, deshalb fällte, weil Frankreichs Präsident Nicolas Sarkozy mit einem Austritt seines Landes aus der Eurozone drohte. Das zumindest munkelt die internationale Presse. Oder trieb die EZB schlicht die Sorge an, das Rettungspaket könnte nicht groß genug sein, um die Märkte zu stabilisieren? Fakt ist, dass die Europäische Zentralbank er-

heblich an Glaubwürdigkeit eingebüßt hat.

Zweiter Verlierer ist die Finanzstabilität. Um Finanzinstitute zu vorsichtigem Handeln zu bewegen, müssen wir sicherstellen, dass sie für schlechte Anlageentscheidungen geradestehen. In letzter Konsequenz darf deshalb auch ein Zusammenbruch nicht ausgeschlossen werden. Dies gilt zwar nicht für systemrelevante Institute. Deren Aktionäre und ihr Management aber müssen die Folgen ihres Versagens deutlich zu spüren bekommen. Mit einer Umschuldung griechischer Staatsanleihen würde den Märkten signalisiert, dass Ausleihungen an staatliche Emittenten aus dem Euroraum mit Risiken behaftet sind. Eine solche Botschaft wäre begrüßenswert.

Der dritte Verlierer ist die fiskalische Stabilität in Europa. Um einem Ausufer der Staatsverschuldung im Euroraum Einhalt zu gebieten, braucht es strenge und durchsetzbare Regeln zur Begrenzung der Kreditaufnahme der öffentlichen Hand. Nur ein erweiterter Stabilitäts- und Wachstumspakt mit härteren Sanktionen wird eine Wiederholung der Krise verhindern. Aber damit allein ist es nicht getan. Anleger müssen begreifen, dass die Kreditvergabe an hochverschuldete Länder erhebliche Risiken birgt – auch die an Länder aus dem Euroraum. Mit der Rettung Griechenlands und damit der Banken, die griechische Anleihen in ihren Bilanzen halten, machen wir es den Regierungen künftig leichter, erneut weit über ihre Verhältnisse zu leben.

Als vierter Verlierer ist das Prinzip der gleichen Voraussetzungen für alle im Finanzsektor zu nennen. Während viele den Renditeverlockungen nachgaben, ließen andere Finanzinstitute Vorsicht walten und nahmen Abstand von Anleihen, die von Staaten mit besonders schwachen Finanzen begeben wurden. Die Rettung ihrer risikobereiten Wettbewerber wird diese gegenüber den risikoscheuen Anlegern nun klar bevorzugen. Schließlich sollten wir nicht vergessen, dass die Möglichkeit der Insolvenz im Finanzsektor eine ebenso hohe Bedeutung hat wie in allen anderen Bereichen der Wirtschaft.

Verlierer Nummer 5 ist Griechen-

land. Bereitwillig liehen Anleger den Griechen ihr Geld, obwohl seit mindestens 20 Jahren der besorgniserregend hohe Schuldenberg Griechenlands kein Geheimnis mehr ist. Offenbar vertrauten die Geldgeber – wie sich nun herausstellt zu Recht – darauf, dass man Griechenland schon unter die Arme greifen würde, sollte es Probleme bei der Verlängerung fälliger Kredite geben. Ohne willige Gläubiger hätten die Schulden nie ein solches Ausmaß erreichen können. Diese nun zu bedienen, wird nur mit einer über Jahre andauernden extremen Haushaltsdisziplin möglich sein. Und wie wir bereits gesehen haben, sind soziale Spannungen damit programmiert.

Leider besteht derzeit kaum Anlass zu der Hoffnung, dass die Sparpolitik die gewünschte Wirkung entfalten wird. Durch ein im Keim ersticktes Wirtschaftswachstum wird es den Griechen nahezu unmöglich sein, die Steuereinnahmen so weit zu erhöhen, dass sie die bestehenden Verbindlichkeiten bedienen können. Überdies mündet ein Rückgang beim Bruttoinlandsprodukt (BIP) direkt in einen Anstieg des Verhältnisses von Staatsverschuldung zu BIP. Bleibt unter dem Strich festzuhalten, dass eine Rückkehr zu Wirtschaftswachstum zum Abtragen des Schuldenbergs die Bedingung sine qua non ist.

### Eine bessere Strategie

Griechenlands Schulden sind gewaltig und können deshalb nicht umfassend bedient werden. Während bei der Kreditaufnahme politische Fehler begangen wurden und auf Seiten Griechenlands sogar betrogen wurde, haben die Gläubiger darauf spekuliert, dass man ihnen bei auftretenden Problemen einen Rettungsring zuwerfen würde. Damit sind auch sie schuld am aktuellen Debakel. Statt noch länger die Augen vor dem Unausweichlichen zu verschließen, indem wir Griechenland bei der Rückzahlung seiner Schulden helfen, sollten wir endlich den Tatsachen ins Auge sehen: Griechenland ist de facto zahlungsunfähig. Deshalb sollte man ihm die Möglichkeit zur Umschuldung und damit zur Reduzierung seiner Schuldenlast um 20% bis 30% geben.

Das, so warnen einige, könnte andere Länder im Euroraum mit in den Abwärtsstrudel hineinziehen und eine systemische Bankenkrise heraufbeschwören. Aber die Probleme der Hellenen sind schlicht und ergreifend eine Nummer größer als die anderer Mitglieder der Eurozone. Zwar würde eine Restrukturierung der griechischen Verbindlichkeiten Verluste für Finanzinstitute bedeuten. Die Regierungen aber

sind in der Lage, mithilfe der Europäischen Finanzstabilitätsfazilität unterkapitalisierten Banken mit frischem Kapital aus der Klemme zu helfen.

Eine frühzeitige und geordnete Restrukturierung, die unausweichlich scheint, dürfte weniger Turbulenzen auslösen und weniger staatliche Mittel zur Stützung systemrelevanter Finanzinstitute binden als eine von den Märkten erzwungene

Umschuldung. Statt sich dem Unausweichlichen entgegenzustellen, sollte man Griechenland die Chance geben, seine Verbindlichkeiten zu restrukturieren. Das wäre eine erheblich bessere Strategie.

.....  
Stefan Gerlach, Geschäftsführer des Instituts for Monetary and Financial Stability der Goethe-Universität in Frankfurt