

## **SCHULDENKRISE IN EUROLAND: IST DER EURO NOCH ZU RETTEN? (statt Einführung)**

1962 präsentierte die Kommission der damaligen Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) unter dem deutschen Politiker Walter Hallstein erste Vorschläge für eine Europäische Währungsunion (EWU). Diese führten 1979 auf Initiativen von Frankreichs Präsident Valéry Giscard d'Estaing und dem deutschen Bundeskanzler Helmut Schmidt zum Beschluss des Europäischen Rates, ein Europäisches Währungssystem (EWS) zu entwickeln. Dieses Projekt wurde dann 1992 durch den Maastrichter Vertrag konkretisiert. Heute, zwölf Jahre nach seiner Einführung am 1. Januar 1999, steht das EWS durch die Schulden seiner Mitgliederstaaten dicht vor dem Abgrund. Allein Griechenland hat bei den 90 Banken, die am europäischen Stresstest teilgenommen haben, Schulden in Höhe von 98,2 Milliarden Euro angehäuft. Irland und Portugal stehen bei diesen Banken mit 52,7 und 43,2 im Debet.<sup>1</sup> Hinzu kommen die Bankschulden der wesentlich größeren Eurostaaten Italien und Spanien. Hätten diese Banken ihre Staatsanleihen der hoch verschuldeten Länder zu aktuellen Kursen bilanziert, wären deren Eigenkapitalquoten deutlich niedriger ausgefallen, und sie hätten möglicherweise die Stresstests gar nicht bestanden.

Hier stellt sich zunächst die Frage, welche Bedeutung Staatsanleihen für Kreditinstitute überhaupt haben. Staatsanleihen sind für Banken ein unverzichtbarer Bestandteil ihrer Liquiditätsreserven, weil sie in normalen Zeiten leicht zu verkaufen sind, zumal die Europäische Zentralbank (EZB) diese Papiere als Sicherheiten bei der Refinanzierung akzeptiert. Andererseits erbringen sie Zinserträge, was von besonderer Bedeutung für Kreditinstitute ist, bei denen die Kundeneinlagen die Kreditnachfrage übersteigen, wie das bei Sparkassen und genossenschaftlichen Kreditinstituten häufig der Fall ist. Die Bedeutung der Staatsanleihen wird zukünftig sogar noch steigen, wenn nach den Regeln von Basel III ein bestimmter Mindestsatz der Liquiditätsreserven aus solchen öffentlichen Schuldverschreibungen bestehen muss.

Während bis vor der Schuldenkrise Staatsanleihen als relativ sichere Anlagen angesehen wurden, gilt das gegenwärtig nur noch für Emissionen von immer weniger Staaten. Länder geraten zunehmend in die Gefahrenzone der Verschuldungs- und damit auch Zahlungsunfähigkeit, sobald ihre Bonität von den Märkten negativ eingeschätzt wird. Um so wichtiger ist es, dass die gegenwärtigen Schuldenprobleme so schnell wie möglich überwunden werden.

An der Spitze der von einem Staatsbankrott bedrohten EWS-Länder steht Griechenland mit einem Schuldenberg von gegenwärtig circa 350 Milliarden Euro. Um die Tragfähigkeit dieser Schuldenlast langfristig zu sichern, kommen – unabhängig von dem Sammelsurium von Beschlüssen der 17 Staats- und Regierungschefs der Euro-Länder auf dem EU-Krisengipfel am 21. Juli 2011 – drei Grundmodelle in Betracht.

---

<sup>1</sup> (deutsches) Handelsblatt vom 20.07.2011, Seite 6

☛ In der breiten Öffentlichkeit wird oft der Ausstieg Griechenlands aus dem EWS vertreten. Auf den ersten Blick scheint das die einfachste und für viele auch die plausibelste Lösung zu sein.<sup>2</sup> Dabei muss bedacht werden, dass die Wiedereinführung der Drachme sofort mit einer drastischen Abwertung verbunden wäre. Zwar würde das die Konkurrenzfähigkeit der griechischen Wirtschaft erhöhen; aber was brächte das schon für deren Exporte, solange das Land nicht über genügend Industriezweige mit weltmarktfähigen Produktangeboten verfügt, beispielsweise aus landeseigenen Pharma- oder Zulieferindustrien. Andererseits würden sich Griechenlands Importe drastisch verteuern. Besonders verheerend wirkte sich aber bei einer Abwertung die Tatsache aus, dass alle Verbindlichkeiten Griechenlands in Euro fakturiert sind, wodurch sich seine Schuldenlast mit einem Schlag um ein Vielfaches erhöhte. Damit wäre der Staatsbankrott unabwendbar.

Im Landesinnern wären die Folgen nicht minder katastrophal. Die drastische Abwertung der Drachme würde viele Ersparnisse privater Haushaltungen vernichten und auch zur Insolvenz zahlreicher Unternehmungen führen. Vor allem die Banken wären davon betroffen, die etwa die doppelte Höhe ihres Eigenkapitals in Staatspapieren angelegt haben. Bereits im Vorfeld der Wiedereinführung würden die Sparer die Banken stürmen, um ihre Ersparnisse rechtzeitig in Euro abzuheben. Damit würden die griechischen Banken schlagartig zahlungsunfähig.

Auch für das EWS wäre mit einem Austritt Griechenlands das Schuldenproblem keinesfalls gelöst. Im Gegenteil: Der Ausstieg Griechenlands bedeutete für die Euro-Zone einen enormen Schock, der sich über Domino- und Ansteckungseffekte zu einem Flächenbrand entwickeln könnte. Ein Grundprinzip der Währungsunion wäre nachhaltig verletzt. Denn von nun an würden weitere Austritte mit den zuvor skizzierten Folgen als möglich angesehen, und die Spekulationen hierüber erhöhten die Risikozuschläge an den Finanzmärkten für weitere schuldenbelastete Länder. Aus all diesen Gründen ist es notwendig, die Schuldenkrise in Euroland intern zu lösen.

☛ Volkswirte favorisieren die Möglichkeit eines Schuldenschnitts.<sup>3</sup> Für Griechenland wäre ein solcher 'Hair-Cut' höchst riskant, weil die Finanzmärkte 'Elefantengedächtnisse' haben. Nach einer deutsch-argentinischen Untersuchung von 68 Staaten im Zeitraum von 1970 bis 2010 werden 'Länder, die ihre Schulden nicht pünktlich bezahlen, ... lange und hart bestraft'.<sup>4</sup> Selbst fünf Jahre nach dem

---

<sup>2</sup> Sogar für einen bekannten Vertreter eines namhaften deutschen Wirtschaftsforschungsinstituts, was nicht gerade diese Möglichkeit sinnvoll erscheinen lässt.

<sup>3</sup> Im Fachjargon spricht man in diesem Zusammenhang von *Hair-Cut*. Woher diese Bezeichnung stammt, ist unklar; sie hat sich erst in den vergangenen zwei Jahrzehnten eingebürgert, nachdem sie erstmals 1989 im Zusammenhang mit Finanzmärkten im 'American Economic Review' aufgetreten ist. Ein *Hair-Cut* liegt vor, wenn ein Gläubiger von seiner ursprünglichen Forderung in Höhe von beispielsweise 100 € nur 30 € realisieren kann; der *Hair-Cut* beträgt in diesem Fall 70 Prozent.

<sup>4</sup> Vgl. hierzu: Cruces, Juan/Trebesch, Christoph >Sovereign Defaults: The Price of Haircuts<, Juli 2011, handelsblatt.com/link. – Die Autoren hatten insgesamt 182 Fälle dieser 68 Staaten untersucht, die ihren Zahlungsverpflichtungen nicht nachgekommen waren. Sie sind zu dem

Schuldenschnitt hatten sich – nach dieser Studie – die Strafaufschläge für diese Länder nur halbiert, sodass zu erwarten ist, dass auch mittelfristig die negativen Folgen solcher Schuldenschnitte beträchtlich sein werden.

Bei diesem Grundmodell einer Entschuldung könnte zustimmend eingewendet werden, dass durch einen solchen Einschnitt private Inhaber von öffentlichen Schuldverschreibungen die Lasten zu tragen haben, in erster Linie Banken, Versicherungen und auch Fonds. Dabei muss aber bedacht werden, dass nach dem Schuldenschnitt diese Forderungen in den Bilanzen von Unternehmungen früher oder später wertberichtigt und insoweit abgeschrieben werden, was zu entsprechenden bilanziellen Gewinneinbußen und damit Steuerausfällen für die Fiskus führt. Also auch die Steuerzahler sind davon letztendlich betroffen.<sup>5</sup> Soweit griechische Banken die Schuldverschreibungen besitzen, erleiden sie hohe Verluste und müssen als systemrelevante Institutionen voraussichtlich mit frischem Kapital gerettet werden, was dann die Staatengemeinschaft belastet.

☛ Beim dritten Grundmodell handelt es sich um Umschuldungen. Dabei wird den Inhabern der Staatspapiere angeboten, ihre Forderungen gegen das hoch verschuldete Land in Schuldverschreibungen einer übergeordneten Instanz umzutauschen, im Falle Griechenlands als Mitglied des EWS könnte das beispielsweise der sogenannte Euro-Rettungsschirm (Rettungsfonds der EU, EFSF)<sup>6</sup> sein. Ohne Kombination mit einem Schuldenschnitt würde der EFSF griechische Staatsanleihen zu 100 Prozent ihres Nennwertes übernehmen. Die privaten Gläubiger erhielten dafür EFSF-Anleihen mit Garantieerklärungen der Euro-Staaten, de facto also Euro-Bonds. Die griechischen Staatsanleihen, nunmehr im Besitz des EFSF, würden in neue Schuldverschreibungen des griechischen Staates umgewandelt, deren Konditionen der prekären wirtschaftlichen Situation Griechenlands anzupassen wären. Der Fortbestand der Schulden hielt Griechenland weiterhin unter Spardruck und Zwang zur Haushaltsdisziplin.

Um mit einer solchen Umschuldung eine zumindest teilweise Entschuldung Griechenlands zu erreichen und daran auch die Privatwirtschaft zu beteiligen, muss die Umschuldung mit einem Schuldenschnitt, etwa zwischen 20 Prozent<sup>7</sup> bis 50 Prozent<sup>8</sup>, kombiniert werden. Soweit griechische Banken davon betroffen sind, müssten diese ergänzend durch Rettungsmaßnahmen unterstützt werden. Die durch

---

Ergebnis gekommen, dass die betreffenden Regierungen in der Folgezeit an den Finanzmärkten für neue Kreditaufnahmen mit Zinsaufschlägen bestraft wurden, die um so höheren ausfielen, je höher die Schulden und je größer die Schuldenschnitte waren.

<sup>5</sup> Das gilt in besonderer Weise im Hinblick auf Banken, die sich voll oder teilweise im Staatseigentum befinden.

<sup>6</sup> European Financial Stability Facility, kurz: EFSF (dieser soll 2013 dauerhaft vom Europäischen Stabilitätsmechanismus – kurz: ESM – abgelöst werden). Damit der EFSF Staatsanleihen ankaufen darf, müssen zuvor die entsprechenden Rechtsvorschriften geändert werden.

<sup>7</sup> in etwa Vorschlag des IIF (Institut of International Finance, internationaler Bankenverband)

<sup>8</sup> Der Sachverständigenrat der Bundesregierung Deutschlands hatte einen Schuldenschnitt um rund die Hälfte gefordert.

den Schuldenschnitt erreichte Entlastung für den EFSF gibt dieser dann an Griechenland weiter, wodurch sich dessen Schulden und Zinszahlungsverpflichtungen reduzieren. Die verbleibenden Restschulden des griechischen Staates gegenüber dem EFSF können dann – wie im zuvor erwähnten Fall – in neue Schuldverschreibungen mit günstigen Kreditkonditionen<sup>9</sup> umgewandelt werden.

Die Ratingagenturen haben zu erkennen gegeben, dass sie Schuldenschnitte grundsätzlich als Zahlungsausfälle (Default) betrachten und mit Bonitätsabschlägen (Default-Rating) bewerten werden. Das hätte zur Folge, dass sich für Griechenland bis auf Weiteres die Kosten für Finanzierungen über die Kapitalmärkte auf hohem Niveau hielten und möglicherweise noch erhöhten.<sup>10</sup> Um das zu verhindern, könnte daran gedacht werden, die private Beteiligung anstatt durch 'Hair-Cuts' über Bankenabgaben oder ähnliche Steuer zu realisieren.<sup>11</sup> Wenn die Bankenabgaben allerdings nur auf leistungsfähige Banken beschränkt und in tragbarem Rahmen blieben, wäre es fraglich, ob sie ausreichten, die Schuldenlast Griechenlands deutlich zu reduzieren. Deshalb müssten die Bankenabgaben mit sogenannten 'weichen Umschuldungen' kombiniert werden. Dafür gibt es zwei Varianten: Damit Griechenland zumindest im Hinblick auf die laufenden Zahlungsverpflichtungen vorübergehend entlastet wird, könnten die umgewandelten Schuldtitel mit deutlich längeren Laufzeiten, niedrigeren Zinsen und auch längerfristigen Stundungen der Zinszahlungsverpflichtungen versehen werden. Die andere Möglichkeit wäre, Griechenland durch EFSF-Kredite in die Lage zu versetzen, eigene Anleihen zurückzukaufen, die gegenwärtig auf den Sekundärmärkten weit unter ihrem Nennwert gehandelt werden. Soweit die Inhaber ihre Anleihen verkaufen, führt das dann für Griechenland summa summarum zu einer Schuldenreduzierung und Entlastung von zukünftigen Zins- und Tilgungszahlungen.<sup>12</sup>

Abschließend ist festzustellen, dass es keine sichere Lösung für die Schuldenkrise gibt. Insofern kann gegenwärtig auch nicht beurteilt werden, ob die auf der Schuldenkonferenz Ende Juli dieses Jahres gefassten Beschlüsse zum Erfolg führen

---

<sup>9</sup> diskutiert werden in diesem Zusammenhang Laufzeiten von 15 bis 30 Jahre. Nach den Beschlüssen der 17 Staats- und Regierungschefs der Euro-Länder auf dem EU-Krisengipfel Ende Juli dieses Jahres sind Laufzeitenverlängerungen von 7,5 auf mindestens 15 Jahre und Zinssenkungen von 4,5 auf 3,5 Prozent vorgesehen.

<sup>10</sup> Um einen solchen mächtigen – im Grunde unverantwortlichen – Einfluss der Ratingagenturen zu brechen, der besonders in Krisenzeiten durch die oft nicht nachvollziehbaren Bewertungen die Situation dramatisch verschärfen kann, hat die EU-Justizkommissarin Viviane Reding die Zerschlagung dieser Institutionen gefordert. Der deutsche Bundespräsident, Christian Wulff, geht nicht ganz so weit; er will die Ratingagenturen lediglich haftbar machen, wenn sie mit ihren Urteilen finanzielle Schäden anrichten. – Fraglich ist nur, wie Schadenersatzforderungen überzeugend quantifiziert und letztendlich durchgesetzt werden sollen.

<sup>11</sup> weil das möglicherweise die Ratingagenturen von Bonitätsabschlägen abhalten könnte.

<sup>12</sup> fraglich bleibt hierbei allerdings, ob die Ratingagenturen diesen Vorgang nicht doch als erzwungenen Schuldenerlass deuten und mit Default bewerten werden.

werden, zumal diese erst noch in zahlreichen Punkten konkretisiert, möglicherweise erweitert und dann umgesetzt werden müssen.

In Anbetracht der aufgezeigten Risiken haben nach unserer Ansicht die sogenannten 'weichen Umschuldungen' in Verbindung mit Bankenabgaben die größten Erfolgchancen. Denn zunächst kommt es darauf an, die in letzter Zeit zu beobachtende Zuspitzung der griechischen Schuldenprobleme zu stoppen, um für komplementäre, ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum bewirkende Maßnahmen Zeit zu gewinnen. Griechenland muss seine Schulden zukünftig nicht nur tragen können, sondern auch imstande sein, sie langfristig zu tilgen. Dabei geht es weniger um die Durchsetzung erdrückender Sparprogramme, sondern vielmehr um die Verwirklichung eines Aufbauprogramms zur Entwicklung neuer, wettbewerbsfähiger Industrien durch fundamentale Verbesserungen der Rahmenbedingungen für privates Unternehmertum. Zu denken ist dabei in erster Linie an mehr Rechtssicherheit<sup>13</sup> und generellen Abbau von Bürokratie – insbesondere im Hinblick auf Investitionen ausländischer Unternehmungen<sup>14</sup> –, Bekämpfung der Korruption und 'Vetternwirtschaft', Öffnung bisher regulierter Märkte, Privatisierung von Staatsunternehmungen, Schaffung eines durchschaubaren und wettbewerbsfähigen Steuersystems<sup>15</sup> sowie klare Lohnstrukturen. Über diese Grundsätze hinaus gilt es, die mittleren und langfristigen Wachstumsperspektiven durch Erweiterung bestehender und Schaffung neuer Kooperationsmöglichkeiten mit anderen EU-Mitgliederstaaten zu verbessern. Es bieten sich Erfolg versprechende Investitionsmöglichkeiten in den Bereichen Infrastruktur, erneuerbare Energien (vor allem Solartechnik durch Fotovoltaikanlagen), Kraftwerkbau, grenzüberschreitender Netzausbau, Informationstechnologie, Transportwesen, Telekommunikation, Abfallwirtschaft und Tourismus. Zur Finanzierung der Aufbauprogramme sind Aufstockungen des EU-Strukturfonds vorgesehen und die für Griechenland vorgesehenen Mittel vorrangig auf Wirtschaftswachstum durch Stärkung seiner Wettbewerbsfähigkeit auszurichten. Dabei kann die Europäische Investitionsbank (EIB)<sup>16</sup> auftretende Probleme bei der geforderten Kofinanzierung lindern, wenn Griechenland den geforderten Eigenanteil nicht aufbringen kann.

August 2011

Manfred O. E. Hennies  
Kiel / Warder,  
Deutschland

Matti Raudjärv  
Tallinn / Pirta-Kose und Pärnu,  
Estland

---

<sup>13</sup> unter anderem auch durch Grundbücher.

<sup>14</sup> so sind die Genehmigungsverfahren in Griechenland viel zu umständlich, Verträge und Zusagen oft unsicher.

<sup>15</sup> Verbunden mit einer rigorosen Bekämpfung der Steuerhinterziehung.

<sup>16</sup> Die EIB ist eine Institution der EU für langfristige Finanzierungen.