

IfW-Box 2015.10

Griechenland am Scheideweg: Welche Grundlagen sind bei Zukunftsszenarien zu beachten?

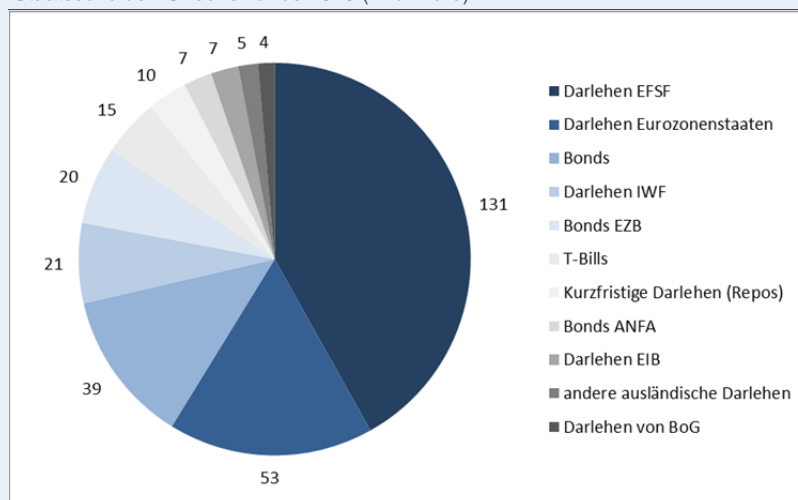
Salomon Fiedler

Griechenland wandte sich vom mit seinen Gläubigern vereinbarten Reformpfad trotz einer einsetzenden wirtschaftlichen Erholung ab, wodurch die Staatsschulden- und Wirtschaftskrise im Land erneut aufblühte. In den Verhandlungen zwischen Geldgebern und griechischer Regierung, die seit Anfang dieses Jahres andauern, ist es bislang nicht gelungen, die Unvereinbarkeit der Positionen aufzulösen. Somit droht weiterhin der Staatsbankrott, welcher allerdings unterschiedliche Formen annehmen kann.^a Die Gläubigerstruktur, die Risiken im griechischen Finanzsystem und der Außenhandel stellen wichtige Faktoren dar, die bei der Abwägung verschiedener Szenarien zu beachten sind und im Folgenden näher beleuchtet werden sollen.

Insgesamt ist die griechische Regierung mit etwa 312 Milliarden Euro verschuldet. Die größten Einzelgläubiger sind die EFSF (ca. 42 Prozent), die Eurozonenstaaten in bilateralen Darlehen (17 Prozent), der IWF (sieben Prozent) und die EZB (neun Prozent unter Einbeziehung der ANFA-Bonds). Zahlungsrückstände gegenüber Lieferanten und Angestellten sowie Garantieerklärungen des griechischen Staates sind hier noch nicht inbegriffen.

Die im Juni anfallenden Rückzahlungen an den IWF wurden auf Antrag Griechenlands zu einer Zahlung in Höhe von 1,5 Mrd. Euro, fällig am letzten Tag des Monats, zusammengefasst. Des Weiteren wird Griechenland wohl versuchen, am 19. Juni fällig werdende Schatzwechsel (T-Bills) im Wert von 1,6 Milliarden Euro zu überwälzen. Im Juli würden dann T-Bills im Wert von 3 Mrd. Euro fällig, während der IWF und das ESZB Zahlungen von 0,5 Milliarden bzw. 3,5 Milliarden fordern würden (Forelle et al. 2015). Außerdem sind jeweils zum Monatsende Gehälter und Pensionen in Höhe von 2,2 Mrd. Euro zu zahlen.^b

Abbildung 1:
Staatsschulden Griechenlands 2015 (Mrd. Euro)



Quelle: Public Debt Management Agency.

Bei einer Nichtbedienung des IWF würde dieser aufgrund seiner Statuten Griechenland keine weiteren Mittel zur Verfügung stellen können. Binnen eines Monats würde formal die Überfälligkeit der Zahlung festgestellt (IWF 2012), was es anderen Gläubigern auf Grund von sog. Cross-default und Cross-acceleration-Klauseln erlauben würde, eine sofortige Rückzahlung ihrer ausstehenden Kredite zu verlangen (Glover 2015). Der genaue Zeitablauf beim IWF und die Ausübung der Klauseloptionen hängen aber von politischen Entscheidungen ab.^c Aus Sicht der Ratingagenturen (vgl. Jones 2015) zieht eine Nichtbedienung offizieller Gläubiger wie IWF und EZB nicht automatisch eine Abstufung auf Default-Niveau nach sich. Lediglich Moody's argumentiert für die Forderungen der EZB, dass die von der EZB gehaltenen Bonds prinzipiell frei handelbar seien und ein Zahlungsausfall hier ein eindeutiges Kreditereignis wäre. Sollten

aber die T-Bills nicht ausgelöst werden, würde dies eine Abstufung auf Bankrotniveau nach sich ziehen. Die Nachfrage nach T-Bills dürfte auch dann drastisch sinken, wenn die EZB die Bereitstellung von Notfallliquidität (Emergency Liquidity Assistance, ELA) einstellen sollte.

Die meisten Szenarien für einen griechischen Staatsbankrott hätten direkte Auswirkungen auf die griechischen Finanzinstitute, welche im April 2015 griechische Staatspapiere im Gesamtwert von 22,677 Mrd. Euro in ihrer aggregierten Bilanz (Bank of Greece 2015) hielten. Ein Verlust dieses Betrages alleine wäre bei einem Eigenkapital vor Rückstellungen von 29,157 Mrd.^d aber bei einem großzügig gewählten Rekapitalisierungspfad wohl prinzipiell verkraftbar.^e Abhängig von der wirtschaftlichen Entwicklung und dem Umgang des Staates mit seinen unbezahlten Rechnungen dürften aber auch in beträchtlichem Umfang Darlehen an Private für die Banken ausfallen. Der IWF hält bereits jetzt über ein Drittel der griechischen Kredite für notleidend.^f Somit wären hier Zahlungsausfälle von 70 Mrd. Euro oder auch deutlich mehr möglich. Diesen Verlusten stünden nach Abschreibung der Staatspapiere noch ein Eigenkapital von 6,480 Mrd. sowie Verlustrückstellungen von 40,498 Mrd. gegenüber. Leider lässt sich aus der aggregierten Bilanz nicht ablesen, inwieweit das Fremdkapital aus von der Haftungskaskade ausgenommenen Positionen wie besicherten Anleihen oder Einlagen unter 100 000 Euro besteht. Damit ist auch die maximale Tragfähigkeit nicht sicher ableitbar.

Ein zweites Problem für die griechischen Banken ist der anhaltende Kapitalabzug: seit November 2014 zogen ausländische große Finanzinstitute 28,89 Mrd. ab, während die anderen Akteure ihre Depositen und Repos um 38,662 Mrd. Euro verringerten. Dies wurde bislang durch die griechische Zentralbank ausgeglichen, indem sie im gleichen Zeitraum zusätzliche 67,988 Mrd. zur Verfügung stellte. Dabei war die Bank of Greece auf eine erhebliche Ausweitung des Target2-Defizits angewiesen. Sollte diese Zahlungsbilanzfinanzierung nicht mehr möglich sein, würde jeder weitere Kapitalabfluss unmittelbar bei den betroffenen Geldinstituten zu Buche schlagen. Mit wachsenden Zweifeln an einem Verbleib Griechenlands im Euro steigt somit das Risiko eines beschleunigten Bank-runs, da die Einleger dann nicht nur Bail-in-Risiken tragen, sondern auch der Gefahr einer dramatischen Abwertung ausgesetzt wären. Insbesondere im Fall eines Euroaustritts würde sich die Regierung wohl zur Verhängung von Kapitalverkehrskontrollen und Abhebelimits genötigt sehen. Diese würden auch eine Umverteilung von Einlageeignern hin zu den Profiteuren Drachmen-finanzierter Staatsausgaben darstellen.

Die griechische Zentralbank müsste im Staatsbankrottfall 12,429 Mrd. Euro direkt abschreiben. Dies allein würde ihre Kapitaldeckung weit überschreiten. Weitere Verlustquellen wären als Sicherheit hinterlegte, vom griechischen Staat garantierte Papiere und anderweitig notleidend werdende Aktiva. Eine Quantifizierung der möglichen Verluste ist allerdings schwierig, da die Modalitäten für Sicherheiten, die im Zuge der ELA angenommen werden, nicht öffentlich sind.

Eine finanzielle Krise in Griechenland würde auch Folgen für den Außenhandel haben. Im Jahr 2014 machten Importe circa 27 Prozent des Bruttoinlandsprodukts aus, während sich die Exporte auf etwa 15 Prozent beliefen. Es war also ein Handelsdefizit von 20 Mrd. Euro zu verzeichnen. Die griechische Statistikbehörde weist für die ersten vier Monate in 2015 Handelsdefizite von durchschnittlich je 1,6 Mrd. aus. In fast allen von Eurostat (2015) differenzierten Branchen (Ausnahme: „Sonstige“) übersteigen die Einfuhren die Ausfuhren. Sollte die Saldenfinanzierung über das Zentralbanksystem ausfallen, wären also massive Einschränkungen bei den Importen zu erwarten.

^aInsbesondere könnte die griechische Regierung selektiv die Zahlungen nur an bestimmte Gläubiger einstellen, um den Schaden für das eigene Land und Bankensystem gering zu halten und die Kosten auf das Ausland abzuwälzen. — ^bIn 2014 beliefen sich die Staatsausgaben insgesamt auf rund 83 und die Einnahmen auf 78 Mrd. Euro. — ^cDass eine Beschleunigung kein Automatismus ist, bekräftigen z.B. Muehlbronner et al. (2015), welche darauf abstellen, dass Kreditausfälle Griechenlands aus den Garantien der anderen Eurostaaten gedeckt werden sollten. — ^dDa es sich nicht um eine konsolidierte Bilanz handelt, ist das wahre Eigenkapital wohl etwas niedriger, allerdings waren die entsprechenden beobachtbaren gegenläufigen Positionen mit zusammen 37 Mill. relativ klein (Aktien und anderes EK außer GMF-Anteile heimischer MFIs: 33 Mill. Euro, heimische GMF-Anteile: 4 Mill. Euro, keine Informationen über Anteile an kleinen Finanzinstituten). — ^eEin Großteil des Eigenkapitals der griechischen Banken besteht aus latenten Steuerrückforderungen. Ob dies zu einem Problem wird hängt von der genauen Vorgehensweise im Falle eines Staatsbankrotts ab. — ^f33,5 Prozent in 2014 laut World Bank (2015).

Literatur

- Bank of Greece (2015). Aggregated balance sheets of monetary financial institutions. Via Internet <<http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/Statistics/monetary/nxi.aspx>>.
- Eurostat (2015). Intra and Extra-EU trade by Member State and by product group. Via Internet <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_intratrd&lang=en>.
- Forelle, C., P. Minczeski, E. Bentley (2015). Greece's Debt Due: What Greece Owes When. Wall Street Journal. Via Internet <<http://graphics.wsj.com/greece-debt-timeline/>>.
- Glover, John (2015). Greek Default for Dummies: Questions on Creditors Answered. Bloomberg. Via Internet <http://www.efsf.europa.eu/attachments/2015_02_24_MOODY_EFSF_GR.pdf>.
- Jones, Marc (2015). Ratings Agencies say no default if Greece misses ECB, IMF payments. Via Internet <http://www.efsf.europa.eu/attachments/2015_02_24_MOODY_EFSF_GR.pdf>.
- Muehlbronner, K., T. Nestmann, D. Hornung, Y. Lemay, A. Wilson (2015). European Financial Stability Facility (EFSF): No Impact on Creditworthiness even in a Greek Restructuring Scenario. Moody's Investors Service, Issuer Comment. Via Internet <http://www.efsf.europa.eu/attachments/2015_02_24_MOODY_EFSF_GR.pdf>.
- World Bank (2015). Bank nonperforming loans to total gross loans. Via Internet (16. Juni 2015) <<http://data.worldbank.org/indicator/FB.AST.NPER.ZS/countries>>.