

# *Kiel* Policy Brief

## Ist Griechenland noch zu retten? Und der Euro?

**Jens Boysen-Hogrefe**

Nr. 19 | Juni 2010



## Kurzfassung

Der Euroraum steckt in einem Dilemma zwischen ordnungspolitischen Anforderungen an eine langfristig stabile Währung auf der einen Seite und systemischen Risiken bei Einhaltung dieser Anforderungen auf der anderen Seite. Dieses Dilemma hat Anlass für Spekulationen gegen einzelne Staaten des Währungsraums gegeben, die die Liquidität dieser Länder sowie die wirtschaftliche Stabilität des gesamten Währungsraums bedroht haben. Die Zuspitzung der Krise hat ihren Ausgangspunkt in Griechenland, wo das Gebaren der Vorgängerregierungen das Vertrauen in die griechischen Staatsfinanzen nachhaltig zerrüttet hat.

Das am 2. Mai beschlossene Rettungspaket hat offensichtlich jedoch nicht gereicht, Zweifel an Griechenlands Zahlungsfähigkeit zu zerstreuen und die Märkte zu beruhigen. Immer stärker wurden Länder in Finanzmarkturbulenzen verwickelt, die zwar auch deutlichen finanzpolitischen Handlungsbedarf haben, bei denen Zweifel an der Solvenz aber eigentlich unberechtigt sind. Befristete Liquiditätszusagen, um spekulativen und panischen Entwicklungen die Spitze zu nehmen, sind wie auch das Rettungspaket für das gebeutelte Griechenland grundsätzlich zu begrüßen. Die jüngste Zuspitzung hat nochmals offensichtlich gemacht, dass Rettungsmaßnahmen kurzfristig die deutlich risikoärmere Strategie sind verglichen mit alternativen Überlegungen, wie dem Ausschluss einzelner Länder aus dem Währungsraum.

Die Ausgestaltung des Rettungs- und Sparprogramms für Griechenland ist allerdings nachbesserungsbedürftig. Griechenland steht vor erheblichen strukturellen Wirtschafts- und Haushaltsreformen mit großen konjunkturellen Risiken. Die Laufzeit des Programms könnte ungenügend sein und die Kommunikation der Sparziele in Form von nominellen Budgetquoten ist problematisch. Das Potential, das angesichts der niedrigen Steuerquote und dem hohen Ausmaß der Schattenwirtschaft in finanzpolitischen und strukturellen Reformen steckt, spricht aber grundsätzlich dafür, dass Griechenland in einigen Jahren seine Solvenz wiederherstellen kann.

Um Griechenland langfristig eine antizyklische Budgetpolitik zu ermöglichen, sollte ferner die Einsetzung einer unabhängigen Schuldenkommission zumindest für die Zeit nach der Aufsicht durch den IWF erwogen werden. Letztlich ist eine striktere Regelbindung der Finanzpolitik für alle Länder des Euroraums, die deutlich über die bisherige Anwendung des Stabilitäts- und Wachstumspakts hinausgeht, angezeigt, um eine Wiederholung der aktuellen Krise zu vermeiden und die Stabilität des Euros langfristig zu garantieren. Im Vergleich zu automatischen Strafzahlungen oder in den jeweiligen Landesverfassungen verankerten Schuldenbremsen hätte die Implementierung von nationalen Schuldenkommissionen dabei den Vorteil, weiterhin antizyklische Finanzpolitik bei gleichzeitiger Glaubwürdigkeit zu ermöglichen.

Ferner hat die aktuelle Krise aufgedeckt, dass die bereits im Herbst 2008 diskutierten Maßnahmen zur Finanzmarktstabilisierung sträflich vernachlässigt worden sind. Ein zweites Mal innerhalb weniger Jahre wurde der Bedarf für Reformen der Finanzmarktregulierung offensichtlich.

## Einleitung

Am 2. Mai hat die Europäische Union zusammen mit dem IWF ein Hilfspaket für Griechenland im Umfang von 110 Mrd. Euro beschlossen. Für die kommenden drei Jahre soll die gesamte Refinanzierung der griechischen Regierung über Kredite und Bürgschaften von Mitgliedsländern des Euroraums sowie des IWF abgesichert werden. Griechenland hatte sich mit einem offiziellen Hilfesuch an die Gemeinschaft gewandt. Es war zuvor zu einem erheblichen Vertrauensverlust Griechenlands an den Finanzmärkten gekommen. Dieser ist unter anderem Folge des desolaten Zustandes der griechischen Staatsfinanzen. Budgetdefizit und Schuldenstand haben Spitzenwerte erreicht. Hinzu kommt die geringe preisliche Wettbewerbsfähigkeit Griechenlands, die sich in einem hohen Leistungsbilanzdefizit widerspiegelt und Zweifel an der zukünftigen Stärke der griechischen Wirtschaft aufkommen lässt.

Eine wesentliche Ursache für den plötzlichen Vertrauensverlust der Finanzmärkte besteht auch darin, dass die griechische Statistik über Jahre geschönt wurde und nicht sicher ist, ob das bekannte Zahlenwerk das gesamte Ausmaß der Krise abbildet. So gingen die Revisionen der Defizitzahlen für das Jahr 2010 im Oktober 2009 und im April 2010 mit spürbaren Anstiegen der laufenden Renditen für griechische Staatsanleihen einher. Die jüngste Revision, in der das Defizit von 12,7 auf 13,6 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt korrigiert wurde, war der Startschuss für eine Zuspitzung der Entwicklung, die zu akuten Liquiditätsproblemen und zum Hilfesuch der griechischen Regierung führte. Schließlich war die Refinanzierung nur noch zu horrenden Zinsen möglich. Angesichts einer größeren Anleihe im Umfang von über 8 Mrd. Euro, die zum 19. Mai 2010 auslief, drohte der griechischen Regierung die Zahlungsunfähigkeit. Das Ziel des Rettungspakets für Griechenland, die Märkte zu beruhigen – es war bereits zu gewissen Ansteckungseffekten gekommen –, wurde allerdings offensichtlich verfehlt. Nach starken Kursschwankungen an der New Yorker Börse sind die Staatsanleihen einiger Mitgliedsländer des Euro erneut deutlich unter Druck geraten. Ebenso kam es zu spürbaren Kursverlusten an den Börsenplätzen dieser Länder.

Der Europäische Rat geht davon aus, dass diese Vorkommnisse im Zusammenhang mit einer spekulativen Attacke auf die entsprechenden Staatsanleihen stehen. Um Liquiditätsengpässe der angegriffenen Länder und merkliche Vermögensverluste durch einbrechende Börsenkurse zu verhindern, hat der Europäische Rat im Zusammenspiel mit dem IWF ein Rettungspaket im Umfang von 750 Mrd. Euro auf den Weg gebracht, dessen Mittel dazu dienen sollen, Mitgliedsländern, die in Liquiditätsengpässe geraten, unter bestimmten Bedingungen beizuspringen. Zusätzlich hat die EZB ein Aufkaufprogramm für Staatsanleihen implementiert. In diesem Beitrag soll der Rettungsplan für Griechenland einer kritischen Bewertung unterzogen werden. Dabei wird er insbesondere auch mit anderen Vorschlägen, wie mit dem drohenden Zahlungsausfall Griechenlands umzugehen ist, die jüngst in der Öffentlichkeit diskutiert wurden, verglichen.

Im folgenden Abschnitt werden zunächst die zentralen Punkte des Rettungsplans zusammengefasst. Dann werden mögliche Risiken des aktuellen Rettungsplans diskutiert, worauf eine Diskussion häufig genannter Alternativen folgt. Abschließend werden Verbesserungsvorschläge unterbreitet, wobei auch auf die am 9. Mai 2010 von Europäischem Rat und EZB beschlossenen Maßnahmen Bezug genommen wird.

## Details des Rettungsplans

Unter der Führung des IWF werden dem griechischen Staat über drei Jahre Mittel in Höhe von 110 Mrd. Euro zur Verfügung gestellt. Die Gewährung der Mittel hängt von der Umsetzung tiefgreifender Reformen und Sparanstrengungen durch die griechische Regierung ab. Sie belaufen sich zusammen mit bereits verabschiedeten Programmen auf ein Gesamtvolumen von ungefähr 30 Mrd. Euro oder rund 11 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Bis zum Jahr 2013 sollen die Ausgaben des Staates um 5,25 Prozent in Relation zum BIP reduziert werden. Neben einem Einstellungsstopp werden insbesondere Löhne und Renten gekürzt, wobei eine soziale Komponente untere Einkommen und Renten davon ausnimmt. Auf der Einnahmeseite werden insbesondere Verbrauchssteuersätze erhöht. Direkte Steuern werden nur in einem geringen Maß angehoben. So soll eine zu Beginn des Jahres beschlossene Einkommensteuervereinfachung gut eine Mrd. Euro und die wiedereingeführte Vermögenssteuer 400 Mio. Euro einbringen. Als Ziel wurde vorgegeben, im Jahr 2014 die Defizitgrenze von 3 Prozent einzuhalten. Die Umsetzung wird vierteljährlich vom IWF kontrolliert. Deutschland stellt über die KfW, abgesichert durch Bürgschaften des Bunds, rund ein Fünftel des Volumens bereit.

## Mögliche Risiken des Rettungsplans

Der Rettungsplan birgt verschiedene Risiken, sowohl für die langfristige Stabilität des Euros als auch für die Situation Griechenlands und nicht zuletzt für die finanzielle Lage der einschreitenden Länder. Der Rettungsplan soll kurzfristig für makroökonomische Stabilität im Euroraum sorgen. Die langfristige Stabilität fördert er kaum. Zwar ist angesichts der Anforderungen des Spar- und Reformprogramms, das Griechenland auferlegt wurde, nicht davon zu reden, dass alle Kosten des Fehlverhaltens gänzlich von den anderen Ländern übernommen werden, doch ist die so genannte No-Bail-Out Klausel im Maastricht-Vertrag unglaubwürdig geworden, da letztlich die anderen Mitgliedsländer zumindest zeitweise die Finanzen Griechenlands mit auf ihre Schultern nehmen. Die jüngsten Beschlüsse des Europäischen Rats, die zusätzlich die Einrichtung einer Euroraum-Anleihe vorsehen, setzen die No-Bail-Out Klausel de facto außer Kraft. Dies hat negative Anreizwirkungen auf die Mitgliedsländer des Euroraums. Da jedem Schuldner eine entsprechende Rettung winkt, werden die Kosten für nicht nachhaltiges Haushalten reduziert. Ebenfalls eine negative Langfristwirkung dürfte von der Maßnahme ausgehen, die die EZB begleitend zum Rettungsplan durchgeführt hat. Unabhängig von den Einschätzungen der führenden Ratingagenturen werden griechische Staatsanleihen weiterhin als Sicherheit von der EZB akzeptiert und dies entgegen vorheriger Ankündigungen. Zusätzlich hat die EZB zeitgleich mit dem Vorgehen des Europäischen Rats den Ankauf von Staatsanleihen in Aussicht gestellt.

Der Rettungsplan für Griechenland besteht aus Krediten und Bürgschaften. Im Fall, dass die Reformen glücken und die griechische Regierung ihre Solvenz wieder vollständig herstellen kann, entstehen keine größeren Belastungen für den deutschen Steuerzahler. Zwar dürften sich die Bürgschaften nicht positiv auf die Bonität Deutschlands auswirken, doch ist

ihr Ausmaß nicht so groß, dass mit deutlich steigenden Zinsen deutscher Staatsanleihen wegen der Rettung Griechenlands zu rechnen ist.<sup>1</sup> Es besteht aber die Gefahr, dass der Zahlungsausfall Griechenlands durch die Rettungsmaßnahmen nur verschoben wird und zumindest ein Teil der nun gewährten Kredite von Griechenland nicht zurückgezahlt wird. Der mögliche zukünftige Zahlungsausfall könnte sich ereignen, wenn der politische Wille in Griechenland zur Bedienung der Staatsschulden schwindet und wenn trotz aller Maßnahmen Griechenland in den kommenden Jahren das Vertrauen an den Finanzmärkten nicht zurückgewinnen kann, was dann nach Auslaufen des Rettungsplans zu erneuten Liquiditätsproblemen führen würde.

Dass es bereits im laufenden Jahr zu einer Abkehr Griechenlands vom derzeit eingeschlagenen Kurs kommt, ist trotz der Proteste von Teilen der Gesellschaft nicht anzunehmen. Dies wird anhand folgender Überlegung klar. Eine einseitige Abkehr vom Rettungsplan würde die Refinanzierung Griechenlands über den Kapitalmarkt vermutlich so gut wie unmöglich machen. Folglich hätte ein solcher Schritt nur dann Vorteile für Griechenland, wenn zeitgleich der Schuldendienst eingestellt würde und zumindest die Zinszahlungen „gespart“ würden. Im Jahr 2009 wendete Griechenland rund 5 Prozent seines BIP für Zinszahlungen auf. Da bei der Unmöglichkeit der Refinanzierung am Kapitalmarkt sofort ein zumindest ausgeglichener Budgetsaldo von Nöten wäre, verbliebe ausgehend vom Jahr 2009 weiterhin ein Konsolidierungsbedarf von über 8 Prozent des BIP, also deutlich mehr als nach dem jetzigen Sparplan. Solange Griechenland noch keinen ausgeglichenen Primärsaldo aufweisen kann, gibt es folglich keinen Anreiz, den Schuldendienst einzustellen. Hinzu kommt, dass ein Ausfall griechischer Staatsanleihen das griechische Bankensystem zum Zusammenbruch bringen würde, was wiederum unkalkulierbare Folgen für die griechische Wirtschaft hätte. Ein Abrücken Griechenlands vom Sparplan wäre nur bei irrationalen politischen Reaktionen denkbar.<sup>2</sup>

Hingegen ist ein fortdauernder Vertrauensverlust Griechenlands möglich. So besteht gerade eine Gefahr darin, dass ein sehr ambitioniertes Sparprogramm aufgelegt wurde, das zum einen eindeutige Zielvorgaben für die Budgetdefizitquote macht und zum anderen umfangreiche Maßnahmen innerhalb weniger Jahre beinhaltet. Insbesondere der Horizont von drei Jahren könnte sich als zu eng erweisen. Es ist noch nicht abzusehen, wie die Märkte reagieren werden, wenn die angepeilten Budgetdefizitquoten 2013/14 merklich verfehlt werden sollten. Dass dies trotz erheblicher Konsolidierungsmaßnahmen passieren kann, ist wegen der von den Sparmaßnahmen ausgehenden Folgen für die Konjunktur durchaus denkbar. Zwar wird im Rettungsplan bereits angenommen, dass durch die Einsparungen Griechenland tiefer in die Rezession stürzt. Doch ist nicht auszumachen, wie tief und lange die Rezession letztlich sein wird. Nicht zuletzt steht Griechenland angesichts des hohen Leistungsbilanzdefizits und einer in den vergangenen Jahren gesunkenen preislichen Wettbewerbsfähigkeit vor erheblichen strukturellen Anpassungen (Langhammer 2010). Die

---

<sup>1</sup> Sollte die Bonitätseinschätzung nur geringfügig beeinflusst werden, sind sogar Gewinne für den deutschen Fiskus möglich.

<sup>2</sup> Die Wahrscheinlichkeit, dass es zu solchen kommen kann, hängt sicherlich von der sozialen Ausgewogenheit der Sparmaßnahmen ab.

Regierung hat im Zusammenhang mit dem jüngsten Sparpaket Strukturreformen in Aussicht gestellt. Es besteht aber auch hier die Gefahr, dass diese erst nach 2013 eine spürbare positive Wirkung entfalten werden. Folglich bestehen große konjunkturelle und strukturelle Risiken, dass Griechenland das Defizitziel in Form einer Budgetdefizitquote nicht erreichen wird.

Grundsätzliche Zweifel daran, dass der griechische Staat in der Lage ist, die langfristig notwendige Konsolidierung zu erreichen, wären aber verfehlt. Es dürfte möglich sein, substanziell höhere Einnahmen bei deutlich niedrigeren Ausgaben zu erzielen. So ist die Steuer- und Abgabenquote verglichen mit anderen Ländern des Euroraums auf einem niedrigen Niveau. Im Jahr 2007 lag die Steuer- und Abgabenquote in Griechenland bei 32,1 Prozent, während sie durchschnittlich im Euroraum 40,4 Prozent betrug. Besonders deutlich war dabei der Abstand bei der impliziten Besteuerung von Konsum und Kapital. Die bereits durchgeführten und zum Teil noch ausstehenden Anhebungen von Konsumsteuern sind also ein Schritt in Richtung europäischer Normalität.

Ferner besteht ein Missverhältnis zwischen der sehr niedrigen Steuer- und Abgabenquote und der relativen hohen Anzahl öffentlich Beschäftigter. Der Anteil der öffentlich Beschäftigten liegt in Griechenland deutlich über dem Durchschnitt des Euroraums.<sup>3</sup> Hier spielt auch der anachronistisch hohe Verteidigungshaushalt eine Rolle. Ein weiterer Ansatz für Reformen ist die bisherige Ineffektivität der Steuerverwaltung; es spricht für sich, dass auf Basis der steuerlichen Veranlagung nur rund 5 000 Steuerbürger mit einem Einkommen über 100 000 Euro in Griechenland wohnen, Athen aber zu den teuersten Großstädten Europas zählt.

Ebenfalls für das Potential, das in Reformen steckt, spricht das hohe Ausmaß der Schattenwirtschaft in Griechenland. Nach Schätzung von Schneider und Buehn (2009) entsprach 2006 die Schattenwirtschaft 26 Prozent des offiziellen Bruttoinlandsprodukts in Griechenland, während der Durchschnitt der OECD-Länder mit hohem Einkommen bei 15,8 Prozent lag. Gelänge es, einen Teil der Schattenaktivitäten ans Licht zu bringen, würde dies einen spürbaren Beitrag zur Konsolidierung leisten. Dass es viele Ansatzpunkte dafür gibt, zeigt auch die Position Griechenlands im Doing-Business-Index 2010 der Weltbank auf Platz 109 weit hinter anderen Staaten der EU. Zum einen ist dies ein Indiz dafür, dass angesichts solcher Hürden ein großes Ausmaß an Schattenwirtschaft eine „normale“ Reaktion und keine „griechische Tradition“ ist und zum anderen lässt sich ableiten, dass einem spürbaren Bürokratieabbau ein erhebliches positives Potential innewohnt. Schließlich dürfte ein Bürokratieabbau auch die Attraktivität des Investitionsstandorts erhöhen und somit die Wettbewerbsfähigkeit Griechenlands stärken.

---

<sup>3</sup> Im Jahr 2008 waren 8,4 Prozent der Beschäftigten in Griechenland im öffentlichen Dienst. Eine höhere Quote wiesen nur Luxemburg (11,8), Frankreich (10,4), Belgien (9,7) und Malta (8,8) auf.

## **Ist die Rettung alternativlos?**

Grundgedanke des Rettungsplans ist es, einen Zahlungsausfall Griechenlands zu verhindern und Zeit für die notwendigen Reformen zu schaffen. Verschiedene Kommentatoren widersprechen diesem Vorgehen grundsätzlich. Die Bandbreite von Vorschlägen, was stattdessen zu tun wäre, reicht von einem Ausschluss Griechenlands aus dem Euroraum über einen so genannten „haircut“ bis zur Umschuldung.

### ***Raus aus dem Euro***

Eine durchaus populäre Forderung ist es, Griechenland aus dem Euro auszuschließen, schließlich habe sich Griechenland seinerzeit in den Euro „hineingeschlichen“ und es sei nun an der Zeit, daraus Konsequenzen zu ziehen, auch wenn ein Ausschluss in den Verträgen zur Währungsunion nicht vorgesehen ist. Der Vorteil einer Wiedereinführung der Drachme liegt aus griechischer Sicht darin, dass die Wiedergewinnung von preislicher Wettbewerbsfähigkeit nicht über langwierige nominelle Preisanpassungen stattfinden müsste, sondern durch Wechselkursbewegungen sofort vollzogen werden könnte. Die griechische Exportwirtschaft könnte dadurch schneller wieder auf die Beine kommen und der Urlaubsstandort an Attraktivität gewinnen.

Abgesehen davon, dass die griechischen Bürger genauso zügig an Kaufkraft verlieren würden, würde der Ausschluss aus der Währungsunion zugleich wohl die Zahlungsunfähigkeit Griechenlands besiegeln. Alle Verbindlichkeiten notieren in Euro, die zukünftigen Steuereinnahmen aber in Drachme, einer Währung, die vermutlich dann auf Talfahrt wäre. Griechenland wäre für längere Zeit von den Kapitalmärkten abgeschnitten und wäre darauf angewiesen, sofort einen Budgetüberschuss zu generieren. Noch stärkere Sparanstrengungen wären die Folge. Ferner wäre durch den Ausfall der griechischen Staatsanleihen die Eigenkapitalbasis der griechischen Banken erodiert. Vermutlich wäre ein Bank Run die Folge und Griechenland würde in eine noch tiefere Rezession stürzen. Ob die Europäische Union einem im Chaos versinkenden Mitgliedsland dann doch beispringen müsste, bliebe abzuwarten. Ein freiwilliger Austritt aus der Währungsunion wäre aus griechischer Sicht also nur verhandelbar, wenn die anderen Mitgliedsländer zumindest die Eigenkapitalbasis der griechischen Banken und vorübergehend wohl auch die Liquidität des griechischen Staates garantieren würden. Für viele andere Mitgliedsländer des Euro wäre der Ausschluss Griechenlands eine sehr schlechte Nachricht. Über Nacht hätten Länder wie Portugal, Spanien, Irland oder Italien wieder ein Wechselkursrisiko zu tragen. Auch ohne Auflösung des Euro wäre einer seiner bedeutendsten Vorteile zunichte gemacht. Die Finanzierungsbedingungen nicht nur für Staatsschulden würden sich in diesen Ländern deutlich verschlechtern. Ein Ausschluss eines Mitgliedslandes ist ein Spiel mit der Stabilität der gesamten Währungsunion und birgt kaum abzuschätzende konjunkturelle Risiken. Dass die deutliche Sanktionierung des Fehlverhalten Griechenlands langfristig positive Effekte für die Stabilität der Währung haben könnte, dürfte diese Risiken bei weitem nicht aufwiegen.

**Dann ist Griechenland halt zahlungsunfähig**

Viele Kritiker sehen in der Aufweichung des Bail-Out Verbots durch die Rettungsmaßnahmen eine Gefährdung der langfristigen Stabilität der Währung, da durch den Bail-Out die Kosten des Fehlverhaltens für das jeweilige Land reduziert werden. Ihrer Position folgend sollten überhaupt keine Maßnahmen ergriffen werden. Ein Zahlungsausfall Griechenlands sei schlichtweg hinzunehmen. Die Konsequenzen des Zahlungsausfalls im eigenen Land und der langwierige Weg zurück an die Kapitalmärkte hätte sich Griechenland selber zuzuschreiben. Ein Vorteil des (Nicht-)Vorgehens wäre letztlich auch, dass dadurch definitiv die Gläubiger Griechenlands an den Kosten der Krise beteiligt würden.

Zugleich liegen aber wiederum die Nachteile auf der Hand. Die Risikoeinschätzung der Staaten, die bereits jetzt in einem Atemzug mit Griechenland genannt werden, würde sich wohl deutlich zuspitzen. Die Refinanzierungskosten dürften weiter deutlich steigen. Es könnte sogar zu Liquiditätsengpässen in diesen Ländern kommen. Außerdem liegt in dem Vorteil, dass die Gläubiger in einem solchen Fall direkt an den Kosten beteiligt werden, ein großes Risiko. Häufig handelt es sich bei den Gläubigern um Banken, deren Eigenkapitalposition bereits durch die Finanzkrise erheblich geschwächt ist. Durch zusätzlich Abschreibungen würde die Gefahr einer Kreditklemme im Euroraum in die Höhe schnellen. Bei Banken, die ihre griechischen Staatsanleihen bei der EZB als Sicherheit hinterlegen, könnte es zu Liquiditätsengpässen und in der Folge zu Bank Runs kommen.

Ein weiteres Risiko besteht ferner darin, dass sehr viele Kreditausfallversicherungen auf griechische Staatsanleihen im Umlauf sind. Es ist angesichts der intransparenten Struktur des Marktes für Kreditausfallversicherungen nicht abzuschätzen, ob und welche Marktteilnehmer im Versicherungsfall in Schieflage geraten könnten. Im schlimmsten Fall wäre eine Wiederholung der Lehman-Krise nicht ausgeschlossen. Übrigens würde der Forderung, die Spekulanten an den Kosten der Krise zu beteiligen, gerade diese „Lösung“ entgegenstehen. Vielmehr würden die Halter von „naked CDS“ (Kreditausfallversicherungen ohne dahinter liegende Staatsanleihen) durch Eintreten des Versicherungsfalls traumhafte Gewinne machen.

Eine Variante des Zahlungsausfalls ist der so genannte „haircut“. Dabei einigen sich Schuldner und Gläubiger darauf, dass ein Teil der Schulden zu erlassen ist, also ausfällt. Häufig werden „haircuts“ nach der vorläufigen Einstellung des Schuldendienstes vereinbart.<sup>4</sup> Die Hoffnung, die sich mit einem „haircut“ verbindet, ist, dass der Zinsdienst schlagartig reduziert würde, was das laufende Defizit je nach Umfang des „haircuts“ deutlich senken könnte. Die Risiken, die ein „haircut“ in der jetzigen Situation hätte, sind allerdings mit denen des Zahlungsausfalls vergleichbar. Je nach Ausgestaltung der Kreditausfallversicherungen käme es ebenfalls zum Versicherungsfall mit, wie gesagt, kaum abschätzbaren Folgen. Das dann vorhandene Beispiel eines zumindest teilweisen Zahlungsausfalls eines Landes des Euroraums könnte zu Ansteckungseffekten führen. Ferner wird der generelle Einwand, dass angesichts der griechischen Schuldenlast und des daraus resultierenden Zinsdienstes kein

---

<sup>4</sup> Für eine Diskussion von Beispielen aus der jüngeren Vergangenheit siehe Sturzenegger und Zettelmeyer (2006).

Staat der Welt konsolidieren könnte und ein „haircut“ unvermeidlich sei, durch das Beispiel Griechenlands in den 1990er Jahren widerlegt. Anstatt rund 5 Prozent des BIP wie 2009 musste Griechenland Anfang der 1990er über 10 Prozent des BIP für den Schuldendienst aufwenden, ohne dass es zu einem Zahlungsausfall kam. Das häufig als positives Beispiel für einen „haircut“ herangezogene Argentinien verfängt ebenfalls nicht. Durch die zeitgleiche Krise der argentinischen Währung vervielfachten sich der Schuldenstand und damit der eigentlich daraus resultierende Zinsdienst in Relation zum BIP quasi von einem Tag auf den anderen, während das Primärdefizit selbst im Krisenjahr nicht über 1,3 Prozent in Relation zum BIP stieg. Ein „haircut“ mit dem Verweis auf Argentinien vernachlässigt ebenfalls jegliche Problematik von Ansteckungseffekten und systemischen Risiken für das europäische Finanzsystem.

### ***Umschuldung***

Die Zeitnähe von Hilfesuch und Fälligkeit einer größeren Anleihe am 19. Mai lassen den Schluss zu, dass Griechenland einem akuten Liquiditätsengpass nahe war. Ein Vorschlag, diesen Engpass zu mildern, war eine Umschuldung der Staatsanleihen vorzunehmen, also ihren Nennwert beizubehalten (anders als beim „haircut“) und lediglich die Laufzeit zu verlängern, gegebenenfalls bei erhöhten Kuponzahlungen. Mit diesem Vorgehen hätte man aus griechischer Sicht zumindest Zeit gewinnen können. Im laufenden Jahr stehen schließlich nur noch kleinere Anleihen zur Auszahlung an. Wenn man sich die Fälligkeitsstruktur der griechischen Staatsschulden betrachtet, zeigt sich aber, dass in den kommenden Jahren immer wieder erhebliche Summen fällig werden (Tabelle 1).<sup>5</sup> Erst nach dem Jahr 2019 ist von heute aus gesehen die Lage entspannter (Abbildung 1). Eine Umschuldung würde nur Sinn machen, also den Liquiditätsengpass nicht nur um einige Monate verschieben, wenn neben der aktuell anstehenden Staatsanleihe noch weitere Papiere eine deutlich Verlängerung der Laufzeit erhalten würden (mindestens 10 Jahre). Wenn eine solche Umschuldung nicht einem „haircut“ gleich kommen soll, müssten entsprechend höhere Zinsen angeboten werden, die wiederum den laufenden Haushalt Griechenlands belasten würden. Das Solvenzproblem Griechenlands würde dadurch weiter vertieft. Deswegen wäre es im Fall einer Umschuldung auch nicht sichergestellt, dass Griechenland danach das laufende Defizit am Kapitalmarkt refinanzieren könnte. Die anderen Mitgliedsländer der Währungsunion wären also auch hier gefordert.

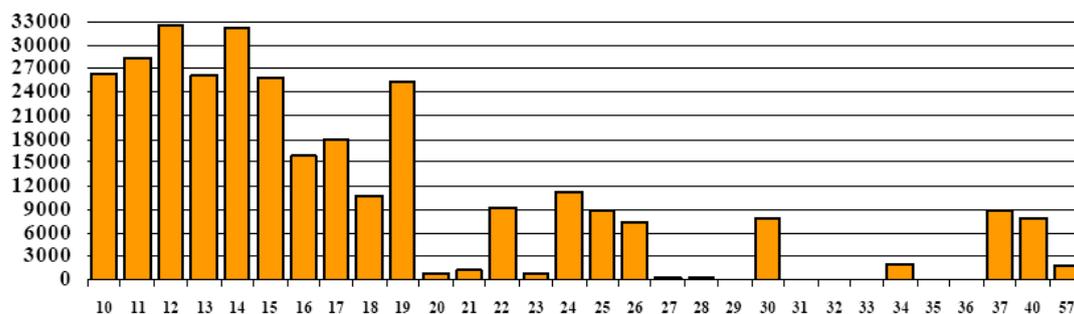
---

<sup>5</sup> Aus Sicht des Rettungsplans zeigt die Tabelle 1 an, zu welchen Zeitpunkten und im welchen Umfang die Kreditgeber Griechenlands abgesehen von der Finanzierung des laufenden Defizits besonders gefordert sind.

**Tabelle 1: Fälligkeiten griechischer Staatsanleihen größeren Volumens 2010–2013**

Fälligkeit	Laufzeit	Volumen in Mio Euro	Kupon
13.07.2010	26 Wochen	1 040	1,38 %
13.07.2010	1 Jahr	1 120	1,12 %
20.07.2010	13 Wochen	2 400	3,65 %
12.10.2010	26 Wochen	960	4,55 %
12.10.2010	1 Jahr	1 280	0,91 %
11.01.2011	1 Jahr	1 040	2,20 %
20.03.2011	3 Jahre	8 560	3,80 %
12.04.2011	1 Jahr	960	4,85 %
18.05.2011	10 Jahre	6 590	5,35 %
20.08.2011	5 Jahre	6 822	3,90 %
20.03.2012	3 Jahre	14 500	4,00 %
18.05.2012	10 Jahre	8 060	5,25 %
20.08.2012	5 Jahre	7 844	4,10 %
20.05.2013	10 Jahre	9 079	4,60 %
20.08.2013	5 Jahre	5 850	4,00 %
20.02.2013	4 Jahre	5 820	6 month EURIBOR + 2%

Quelle: General Accounting Office (2010).

**Abbildung 1: Fälligkeitsstruktur griechischer Staatsschulden in Mio. Euro 2010–2057**

Stand 31. März 2010. Die bereits vorgenommene Refinanzierung seit Ende März 2010 führen zu einem höheren Rückzahlungsbedarf in den kommenden Jahren als hier ausgewiesen. Dafür sind die noch ausstehenden Auszahlungen fälliger Anleihen im Jahr 2010 deutlich geringer als hier dargestellt.

Quelle: General Accounting Office (2010).

Eine Umschuldung erscheint folglich nicht als Alternative, sondern höchstens als Ergänzung des aktuellen Rettungsplans geeignet. Bei einer Umschuldung würde ein Teil der Risiken der Rettung bei den derzeitigen Gläubigern verbleiben und nicht vollständig von den Steuerzahlern der anderen Mitgliedsländer übernommen. Dies erscheint begrüßenswert, doch birgt es wiederum Ansteckungsrisiken in sich und würde den Bankensektor schwächen.

**Zwischenfazit**

Die skizzierten Folgen alternativer Vorgehensweisen, die nicht unbedingt eintreten müssen, aber durchaus eintreten können, zeigen, dass grundsätzlich eine Rettung Griechenlands mit deutlich geringeren Risiken für die aktuelle konjunkturelle Lage des Euroraums verbunden ist. Ein Ausschluss Griechenlands aus der Währungsunion könnte geradezu desaströse Folgen nicht nur für Griechenland, sondern für viele andere Mitgliedsländer und durch die konjunkturellen Übertragungsmechanismen auch für Deutschland haben. Aus ähnlichen Gründen erscheinen ein „haircut“ oder eine Umschuldung riskant. Um Ansteckungseffekte gering zu halten und die Gefahr eines zweiten Lehman-Schocks zu verringern, war eine Rettungsaktion dringend geboten. Dies gilt insbesondere für die Implementierung des allgemeinen Rettungsschirms für Staatsanleihen im Wert von 750 Mrd. Euro durch den Europäischen Rat und das Aufkaufprogramm für Staatsanleihen der EZB. Es geht also nicht nur um Solidarität mit den griechischen Bürgerinnen und Bürgern, sondern auch um die eigenen Interessen, wenn Deutschland nun Griechenland beispringt.

**Eine Reform der Rettung**

Um die Risiken des Rettungsplans zu reduzieren, sollte dieser nicht abgeschafft, sondern vielmehr modifiziert werden. Dabei sind zwei Fragen zentral:

1. Wie kann Griechenland Glaubwürdigkeit dauerhaft zurückgewinnen?
2. Wie kann man die Akzeptanz des Sparprogramms in der griechischen Gesellschaft stärken?

Zu 1.: Gerade bei dieser Frage hat der Rettungsplan Schwächen. Die Ausrichtung an nominalen Budgetdefizitquoten als Zielvorgaben hat zwar den Vorteil, dass dies eine relativ transparente Größe ist. Doch ist ihre konjunkturelle Abhängigkeit gefährlich. Die Glaubwürdigkeit Griechenlands würde vermutlich erneut Schaden nehmen, wenn 2013 das angestrebte Ziel verfehlt würde, selbst wenn zuvor planmäßig konsolidiert wurde. Entsprechend sollten diese Zielvorgaben fallen gelassen werden. Vielmehr sollte das strukturelle Defizit als Zielgröße kontrolliert und kommuniziert werden. Außerdem sollte der Rettungsplan zeitlich gestreckt werden, um den Strukturreformen Zeit zu geben, ihre positive Wirkung zu entfalten. Dass bei einer längeren Laufzeit des Rettungsplans das akkumulierte Kreditvolumen vermutlich höher als 110 Mrd. Euro ausfallen dürfte, ist dabei in Kauf zu nehmen. Das anschließende Vertrauen in die griechischen Staatsfinanzen dürfte umso größer sein, je mehr von den positiven Folgen der Strukturreformen erkennbar wird.

An die Frage des zeitlichen Ablaufs des Rettungsplans schließt sich das Problem an, was passiert, wenn der IWF bei Auslaufen des Rettungsplans Griechenland wieder verlässt. Werden die Marktteilnehmer Vertrauen in die griechische Politik gefasst haben oder vermuten sie, dass mit Ende der Überwachung des IWF der Konsolidierungskurs verlassen wird? Dabei ist zu bedenken, dass der Schuldenstand seinen Höhepunkt vermutlich gerade dann erst überschritten haben wird. Spätestens zum Ende der IWF-Aufsicht sollten institutionelle Regelungen getroffen werden, um einem erneuten Vertrauensverlust in dieser Phase der

Konsolidierung entgegenzuwirken. Der Vorschlag von Währungskommissar Olli Rehn, die Europäische Kommission schon im Vorfeld in den Budgetplanungsprozess einzubeziehen, wäre ein Schritt in diese Richtung. Jedoch bleibt unklar, welche Konsequenz eine Missachtung der Europäischen Kommission im weiteren Prozess hätte. Die bisher diskutierten Sanktionsmittel könnten gegebenenfalls prozyklisch wirken (Strafzahlungen oder Einfrieren von EU-Mitteln) oder nur ein geringes Drohpotential haben (Aberkennung der Stimmrechte).

Eine Alternative ist die Berufung einer unabhängigen Schuldenkommission (Snower 2010). Eine von Experten besetzte Schuldenkommission, die politisch vollkommen unabhängig wäre, würde demnach den Saldo des Budgets vorgeben. Der politische Entscheidungsspielraum des Parlaments würde sich auf die Allokation sowie das Niveau von Ausgaben und Einnahmen beschränken, was übrigens auch den politischen Wettstreit der Parteien transparenter machen würde, schließlich müsste jede Versprechung ihre Gegenfinanzierung mitliefern. Antizyklische Finanzpolitik wäre so ohne Vertrauensverlust möglich, da die Expertenkommission keinem politischen Druck ausgesetzt ist, in Aufschwungsphasen nicht zu konsolidieren.<sup>6</sup>

Zu 2.: Dass es trotz des Beschlusses des Rettungsprogramms nicht zu einer Entspannung an den Finanzmärkten gekommen ist, zeigt, dass angesichts vieler Proteste eine gewisse Skepsis gegenüber der gesellschaftlichen Zustimmung zum Sparprogramm in Griechenland herrscht. Das Sparprogramm der griechischen Regierung setzt insbesondere bei der Konsumbesteuerung an. Ferner werden Löhne im öffentlichen Dienst gekürzt und ein erheblicher Eingriff ins Rentensystem findet statt. Zwar sollen die Bezieher niedriger Einkommen geschont werden, doch bleibt der Eindruck, dass die Bezieher höherer Einkommen nicht besonders stark zur Konsolidierung beitragen. Dies belastet die Akzeptanz des Sparpakets in der griechischen Bevölkerung, wobei diese dringend notwendig ist. Die griechische Regierung sollte bemüht sein, möglichst alle gesellschaftlichen Gruppen in den derzeitigen Prozess mit einzubeziehen. Sozialer Friede ist dieser Tage ein besonders hohes Gut in Griechenland. Der Eindruck politischer Einigkeit würde die Finanzmärkte beruhigen. Ferner ist es gerade für ein Urlaubsland wichtig, dass der Fähr- und Flugverkehr reibungslos funktioniert und nicht regelmäßig durch Streiks behindert wird. Weitere progressive Elemente sollten daher Einzug in das Sparprogramm erhalten. Mögliche negative Anreizwirkungen sind angesichts der Bedeutung der gesamtgesellschaftlichen Zustimmung zum Sparprogramm in Kauf zu nehmen.

---

<sup>6</sup> Die wirtschaftshistorische Studie von Mitchener und Wiedemeir (2010) bestätigt, dass unabhängige Institutionen eine nachhaltige Verbesserung der finanziellen Situation eines Staates bewirken können. So wurden nach dem Zahlungsausfall von 1893 die finanz- und geldpolitischen Geschehnisse Griechenlands zwischen 1898 bis 1913 von einer internationalen Kommission der Geberländer bestimmt. In der ersten Dekade des 20. Jahrhunderts erlebte Griechenland eine Phase raschen Wachstums (Lazaretou 2005).

## Wie kann eine Wiederholung der Griechenlandkrise verhindert werden?

Es muss zunächst betont werden, dass die Krise Griechenlands vor allem auf fundamentalen Fehlern der Vorgängerregierungen fußt. Mit der Einführung des Euro sanken die Kosten für die Refinanzierung der griechischen Staatsschulden exorbitant. Dieser Vorteil wurde nicht genutzt, um die Haushalte zu stabilisieren, sondern sofort in neue Schulden umgemünzt in der Hoffnung, dass durch die Währungsunion die Wirtschaftsleistung ungemein stark zunehmen wird (vgl. Boysen-Hogrefe et al. 2010). Um das Ausmaß der sich aufbauenden Verschuldung zu verschleiern, wurde die Statistik gefälscht. Warnungen von Eurostat wurden in Europa nicht ernst genommen. Da es nicht ein zweites Mal zu dem besonderen Ereignis der Einführung einer Währungsunion kommen wird und eine Reform der Statistikbehörde Griechenlands bereits auf dem Weg ist, sind zwei Gründe der aktuellen Krise in der Zukunft beseitigt. Die jüngste weltweite Rezession hat allerdings auch offenbart, wie volatil sogar Schuldenstände sein können und wie rasant Vertrauensumschwünge an Finanzmärkten auch die Bonitätseinschätzung von Staaten betreffen können.

Eine strikte Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts weniger im Hinblick auf Defizitquoten, sondern insbesondere auf die Schuldenstände ist daher dringend geboten. Ein langfristiger Budgetausgleich bedeutet eben, dass in besseren Zeiten auch spürbare Überschüsse erwirtschaftet werden müssen. Ebenso sollten in vielen Ländern Reformen angestrebt werden, die auf eine höhere Preis- und Lohnflexibilität zielen. Gerade die Aussicht, dass angesichts der unterschiedlichen Entwicklungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit innerhalb des Euroraums die jetzt notwendigen strukturellen Anpassungen in Ländern wie Spanien und Portugal relativ lange dauern werden und wegen der einheitlichen Währung die Geldpolitik diesen Prozess nicht unterstützen kann, setzt die Bonitätseinschätzung unter Druck.

Der Stabilitäts- und Wachstumspakt war ein erster Schritt zu einer stärkeren Regelbindung der nationalen Finanzpolitiken. Doch blieben Verstöße weitestgehend folgenlos. Eine Automatisierung von Sanktionen würde sicherlich der Glaubwürdigkeit der Finanzpolitik im Euroraum entgegenkommen. Es ist allerdings auch zu bedenken, dass automatische Strafzahlungen prozyklisch wirken und somit zu Wohlfahrtsverlusten führen könnten. Einen ähnlichen Nachteil besitzt der Vorschlag, eine in der jeweiligen Verfassung verankerte Schuldenbremse für die Mitgliedsländer des Euroraums verpflichtend zu machen, da sie die Möglichkeiten antizyklischer Finanzpolitik stark beschneiden würde. Eine langfristig glaubwürdige und antizyklische Finanzpolitik wäre hingegen bei einer teilweisen Aufgabe der Haushaltsouveränität der nationalen Parlamente durch Implementierung von unabhängigen Schuldenkommissionen möglich. Die Analogie zur Geldpolitik, wo sich unabhängige Zentralbanken als Garanten der Preisstabilität erwiesen haben, zeigt, welches Potential diese Lösung hätte. Dabei wäre die Einberufung nationaler Schuldenkommissionen hinreichend, die im Vergleich zu einer europaweiten Schuldenkommission in Brüssel vermutlich auf weniger politischen Widerstand und verfassungsrechtliche Bedenken stoßen würde.

Wie dringend geboten solch durchgreifende Reformen der Finanzpolitik sind, misst sich auch daran, welche drastische Mittel Europäischer Rat und EZB zur Beruhigung der Finanzmärkte gewählt haben. Die Ausgabe einer Euroraum-Anleihe sowie ein etwaiges Ankaufpro-

gramm für Staatsanleihen durch die EZB untergraben für sich genommen geradezu die Stabilität der gemeinsamen Währung. Diese Schritte sind nur zu rechtfertigen, wenn eine größere Gefahr von der gesamten Wirtschaft abgewendet wurde. Die Nervosität sowie die Volatilität an den Finanzmärkten in den Tagen vor dem 9. Mai 2010 sprechen dafür, dass das gemeinsame Handeln von Europäischem Rat, IWF und EZB, nachdem offensichtlich wurde, dass das Rettungspaket Griechenlands die Märkte nicht beruhigen konnte, eine Art erneute Bankenrettung war, die darauf zielte, eine Kernschmelze der Finanzmärkte zu verhindern. Vor einem solchen Hintergrund ist das entschlossene und umfangreiche Handeln der Politik an diesem Tag zu begrüßen. Alle Beteiligten sollten aber darum bemüht sein, dass diese Maßnahmen, wie zunächst angekündigt, nur vorübergehenden Charakter haben und nicht zur Normalität in der Währungsunion werden.

Neben dem Aspekt, dass das Aufweichen des Stabilitäts- und Wachstumspakts sich nun nicht als Kavaliersdelikt erwiesen hat, wurde anhand der Griechenlandkrise und den Ereignissen vom 9. Mai 2010 erneut ein Dilemma der Wirtschaftspolitik deutlich. Während es auf der einen Seite ordnungspolitisch geboten wäre die „Sünder“ den Folgen ihres Tun auszuliefern, bestehen auf der anderen Seite so große systemische Risiken, dass das Befolgen der ordnungspolitischen Richtlinie fahrlässig wäre. Aus diesem Dilemma folgt – wie schon nach der Finanzkrise im Herbst 2008 – die Forderung nach der Reduktion systemischer Risiken in den Finanzmärkten.

Eine stärkere Regulierung des Schattenbanksektors (Hedge-Fonds, Private-Equity-Firmen usw.), wie sie jüngst vom Europäischen Rat beschlossen wurde, ist ein erster Schritt. Weitere Maßnahmen sind geboten, wie unter anderem die Erhöhung der Transparenz und die Regulierung des Handels mit Kreditausfallversicherungen.<sup>7</sup> Ferner sollten Maßnahmen ergriffen werden, die die Eigenkapitalausstattung von Banken nachhaltig sichern, um weitgehende Vertrauensverlusten im Bankensektor zu verhindern und Dominoeffekten im Finanzsystem vorzubeugen. Dazu muss das Fremdkapital von systemisch relevanten Banken im Zweifel mit debt-to-equity swaps hinterlegt werden. Ebenso ist der Vorschlag zu begrüßen, staatliche Institutionen, die im Notfall als Käufer der letzten Instanz Eigenkapital bereitstellen, indem sie Bankenanteile übernehmen, dauerhaft zu etablieren.<sup>8</sup> Diese Vorschläge sind nicht neu, sondern wurden bereits vor anderthalb Jahren in die Debatte eingebracht (vgl. u.a. Snower 2008a,b). Die aktuelle Krise, die ihren Ausgangspunkt nicht auf den US Häusermärkten, sondern auf den Märkten für staatliche Anleihen genommen hat, zeigt, welche Dringlichkeit die damaligen Forderungen hatten. Dem Einwand, dass solche Maßnahmen die Effizienz der Finanzmärkte verringern könnten, ist entgegenzuhalten, dass es offensichtlich einen trade off zwischen dieser Art von Effizienz und Finanzmarktstabilität gibt. Letzterer sollte der Vorzug gegeben werden.

---

<sup>7</sup> Das Vorgehen der BaFin bestimmte ungedeckte Leerverkäufe und den Handel mit „naked CDS“ auf Staatsanleihen zu untersagen ist somit grundsätzlich zu begrüßen. Jedoch sollte das Vorgehen international abgestimmt werden, um Regulierungsarbitrage zu verhindern.

<sup>8</sup> So hat Bundesbankpräsident Weber im März 2010 die Forderung erhoben, die Institution Soffin fortzuführen.

## Literatur

- Boysen-Hogrefe, J., J. Dovern, K.-J. Gern, C.-P. Meier und J. Scheide (2010). Schwache Konjunktur im Euroraum: Nur langsamer Abbau der Ungleichgewichte. In: Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur im Frühjahr 2010, Kieler Diskussionsbeiträge 476./477.
- Buehn, A. und F. Schneider (2007). Shadow Economies and Corruption All Over the World: Revised Estimates for 120 Countries. *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, Vol. 1, 2007–9 (Version 2). <http://www.economics-ejournal.org/economics/journalarticles/2007-9>.
- General Accounting Office (2010). Via Internet (20.05.2010) <http://www.mof-glk.gr/en/home.htm>.
- Langhammer, R. (2010). Griechenlands Schuldenstabilisierung läuft über die Exporte. IfW-Fokus 73. Via Internet (1. März 2010) <http://www.ifw-kiel.de/medien/fokus/2010/fokus73>.
- Lazaretou, S. (2005). The Drachma, Foreign Creditors and the International Monetary System: Tales of a Currency During the 19th and the Early 20th Century. *Explorations in Economic History* 42 (2): 202–236.
- Mitchener, K. J. und M. D. Weidenmeir (2010). Supersanctions and sovereign debt repayment. *Journal of International Money and Finance* 29 (1), 19-36.
- Snower, D. (2008a). Ein Rettungsplan für das internationale Finanzsystem. IfW-Fokus 48. Via Internet (20. Mai 2010) <http://www.ifw-kiel.de/medien/fokus/2008/fokus48>.
- Snower, D. (2008b). Die nächsten Schritte zur Lösung der Finanzkrise. IfW-Fokus 57. Via Internet (20. Mai 2010) <http://www.ifw-kiel.de/medien/fokus/2008/fokus57>.
- Snower, D. (2010). IfW-Präsident Snower fordert unabhängige Schuldenkommission für Griechenland. Pressemitteilung vom 25. Februar. Via Internet (8. März 2010) <http://www.ifw-kiel.de/medien/pressemitteilungen/2010/ifw-prasident-snowe-fordert-unabhangige-schuldenkommission-fur-griechenland>.
- Sturzenegger, F., und J. Zettelmeyer (2006). *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*. MIT Press, Cambridge, Mass.

**Imprint**

**Publisher:** Kiel Institute for the World Economy  
Hindenburgufer 66  
D – 24105 Kiel  
Phone +49 (431) 8814-1  
Fax +49 (431) 8814-500

**Editorial team:** Rita Halbfas  
Helga Huss  
Prof. Dr. Henning Klodt  
(responsible for content, pursuant to § 6 MDStV)  
Dieter Stribny

The Kiel Institute for the World Economy is a foundation under public law of the State of Schleswig-Holstein, having legal capacity.

Sales tax identification number DE 811268087.

**President:** Prof. Dennis Snower, Ph.D.

**Vice President:** Prof. Dr. Rolf J. Langhammer

**Supervisory authority:** Schleswig-Holstein Ministry of Science,  
Economic Affairs and Transport

© 2010 The Kiel Institute for the World Economy. All rights reserved.