

Griechenlands Umschuldung scheint unausweichlich

Die Finanzmärkte bleiben skeptisch. Selbst die Hilfen von Währungsfonds und Euro-Ländern werden Griechenland nicht nachhaltig aus seiner Schuldenklemme befreien. Eigentlich hilft nur eine Umschuldung – mit Verzicht der Gläubiger.

Von Bettina Schulz

LONDON, 26. April. Das vom Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Europäischen Union geplante Hilfspaket für Griechenland beruhigt die Investoren an den Finanzmärkten nicht. Ein Blick auf die beiden größten Schuldenkrisen der vergangenen Jahre und die brenzlige Haushaltssituation Griechenlands zeigt, warum griechische Anleihen an den Märkten weiterhin als hochriskant eingestuft werden: Sowohl in der Russland-Krise 1998 als auch in der Argentinien-Krise 2001 haben Hilfen des IWF, der Weltbank und anderer Staaten eine Umschuldung nicht verhindert. Auch jetzt bietet das Hilfspaket Griechenland nur Beistand, um in Kürze fällige Schulden zu bedienen. Selbst wenn das Hilfspaket in den kommenden zwei Jahren insgesamt auf 80 bis 90 Milliarden Euro aufgestockt wird, wie es die Londoner City erwartet, garantiert dies nicht, dass eine Umschuldung Griechenlands vom Tisch ist.

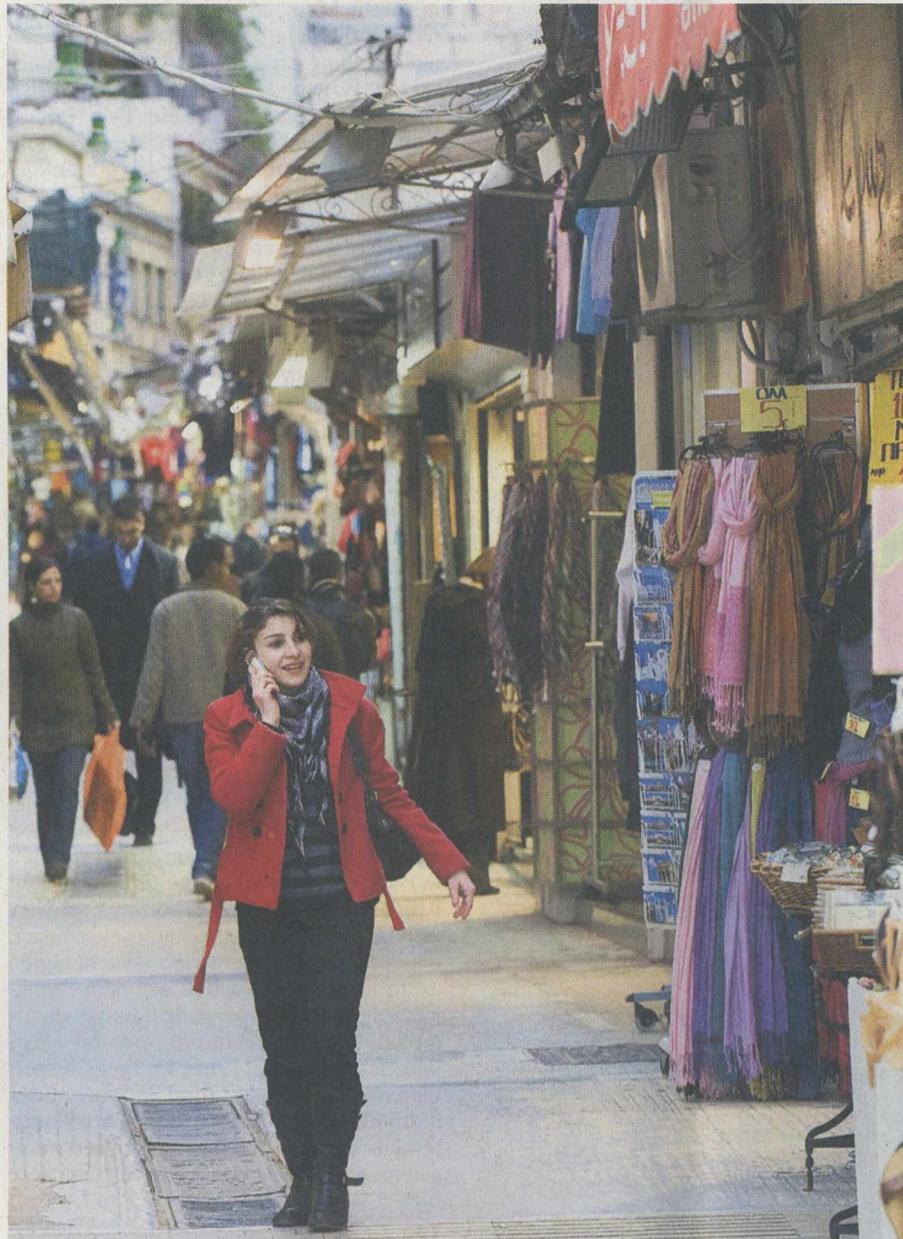
Für die Anleger verheißt dies nichts Gutes: Nach einer Untersuchung der Ratingagentur Moody's mussten Investoren bei 13 Zahlungsausfällen von Regierungen zwischen 1998 und 2008 im Durchschnitt einen Abschlag von 50 Prozent auf den Nennwert der Anleihen hinnehmen. Mit argentinischen Papieren verloren die Anleger 73 Prozent und mit russischen Anleihen gar 82 Prozent. Russland schaffte es erst vergangene Woche wieder, eine Euro-Anleihe aufzulegen. Argentinien ist die Rückkehr an die internationalen Kapitalmärkte bis heute nicht gelungen.

Russische Schuldenkrise 1998

Der Kern der Russland-Krise ging darauf zurück, dass das Land seit 1995 den Rubel an den Dollar koppelte, das Land jedoch nach der Asien-Krise so hohe Zinsen zahlen musste und wirtschaftlich so litt, dass der Staat 1998 die Bedienung seiner Rubel-Schulden aussetzte und die Währung abwertete. Wenig später wurden auch die Dollaranleihen der Außenhandelsbank nicht mehr korrekt bedient. Hilfen des Internationalen Währungsfonds und der Weltbank 1998 verhinderten eine Umschuldung nicht.

Argentinische Schuldenkrise 2001

Auch in Argentinien ging die Schuldenkrise zunächst auf die Koppelung des Peso an den Dollar zurück und auf den Verlust der Wettbewerbsfähigkeit des Landes im Zuge des aufwertenden Dollar und den damit verbundenen Schwund seiner Währungsreserven. Auch hier versuchten der IWF, die Weltbank, die Entwicklungsbank IADB und Spanien zu helfen. Es wurden



Wie viel Geld hat Griechenland noch?

Foto Matthias Lüdecke

Hohe Forderungsabschläge bei Staatspleiten

Russland 2000	Argentinien 2005	Ecuador 2000	Ukraine 2000	Pakistan 1999	Uruguay 2003
69,2	67,0	60,0	40,1	30,4	26,2
Nominalwert					
29,1 Mrd. \$	79,7 Mrd. \$	6,5 Mrd. \$	2,6 Mrd. \$	0,6 Mrd. \$	3,8 Mrd. \$

1) Ausgewählte Abschläge, unter Berücksichtigung ausgefallener Zinszahlungen.

Quelle: Commerzbank / F.A.Z.-Grafik Brocker

zunächst Anleihen in Wertpapiere mit längeren Laufzeiten getauscht. Aber Argentinien verfehlte die mit dem IWF ausgehandelten Ziele für das Haushaltsdefizit, erhielt keine IWF-Mittel mehr und landete in der Umschuldung.

Russland und Argentinien erholten sich in den Folgejahren wirtschaftlich mit Hilfe des globalen Konjunkturaufschwungs und der Nachfrage nach Rohstoffen. Außerdem verfolgten beide Länder einen Reformkurs. „Für eine langfristig erfolgreiche Sanierung öffentlicher Haushalte sind somit fundamentale Reformen entscheidend. Das Einschreiten des IWF oder Dritter hilft, garantiert aber keinen Sanierungserfolg“, warnt die Commerzbank mit Blick auf diese Schuldenkrisen.

Der Fall Griechenland

Eine mittel- oder langfristige Umschuldung Griechenlands ist daher nicht vom Tisch. Im Gegenteil: Die Belastungen für das Land sind höher als bei jeder anderen vergleichbaren Schuldenkrise. Die Schul-

denquote ist mit 115 Prozent extrem hoch, das Haushaltsdefizit mit 13,6 Prozent gewaltig; die Rezession und das deshalb sinkende Bruttoinlandsprodukt verhindern eine Verringerung der Schulden- und Defizitquote. Griechenland kann innerhalb der Währungsunion nicht abwerten, wie dies Russland und Argentinien mit eigenständigen Währungen konnten. Griechenland verfügt zudem über keine wettbewerbsfähige Exportkraft.

Selbst wenn Griechenland in diesem Jahr 45 Milliarden Euro und in den kommenden beiden Jahren nochmals 45 Milliarden Euro Kredithilfe erhalte und diese auf Jahre nicht zurückgefordert würde, sind die Konsequenzen hart: Griechenland müsste nach Berechnungen von Barclays Capital sein Haushaltsdefizit (ohne Einrechnung von Zinszahlungen) von 8,4 Prozent des Bruttoinlandsproduktes bis zum Jahr 2014 in einen Überschuss von 6,4 Prozent des Bruttoinlandsproduktes wandeln, um die Schuldeneskalation zu bremsen und im Jahr 2050 wieder eine

tragbare Schuldenquote von 60 Prozent zu erreichen. An den Finanzmärkten wird bezweifelt, dass eine so harte Haushaltspolitik realistisch ist.

Umschuldung

Eine Umschuldung bringt Griechenland angesichts seines hohen Schuldenberges nur etwas, wenn der Schuldenverzicht entsprechend stark ausfällt. Ein Tausch von kurz laufenden Anleihen in Anleihen mit längerer Laufzeit bringt wenig: würde Griechenland jetzt eine zweijährige Anleihe mit einem Zinscoupon von 4,3 Prozent in eine Anleihe mit einer Laufzeit von 15 Jahren und einer derzeitigen Marktrendite von 8 Prozent tauschen, würde es seine Zinsbelastung um 68 Prozent erhöhen, sich langfristig also nur noch mehr in die Insolvenz manövrieren.

Einen wirklichen Unterschied würde langfristig nur eine Umschuldung mit drastischem Schuldenverzicht machen. Dies würde die Investoren teuer zu stehen kommen: französische und deutsche Banken halten jeweils etwa 20 bis 30 Milliarden Euro Griechenanleihen, Versicherungen und Anleihefonds jeweils 40 bis 50 Milliarden Euro, griechische Pensionsfonds und Banken etwa jeweils 30 bis 45 Milliarden Euro.

Würde der ausstehende Schuldenbestand um 45 Prozent verringert, blieben dem Anleger je nach Rendite von 6 bis 8 Prozent nur 40 bis 50,58 Cents je Euro in der Tasche. Bei einem Abschlag von 75 Prozent blieben dem Anleger nach Berechnungen von Barclays Capital je nach Rendite 18,4 bis 23 Cents je Euro übrig, und auch da müsste Griechenland sein Haushaltsdefizit ohne Einrechnung der Zinsbelastung in einen Überschuss wandeln.

Zusätzlich zu den Griechenland-Verlusten besteht die Gefahr, dass sich auch die Renditen für zum Beispiel portugiesische Anleihen ausweiten könnten. Die Frage ist, ob eine Umschuldung angesichts der Risiken für andere Peripherieländer in der Währungsunion sofort etwas bringt.

Zahlungsausfall und Moratorium

Zudem muss zwischen Zahlungsausfall, Umschuldung und Moratorium unterschieden werden. Im Gegensatz zum Zahlungsausfall und zu einem einseitig von einer Regierung verkündeten Moratorium kann eine Umschuldung vereinbart und von der Mehrheit der Anleihegläubiger absegnet eingegangen werden. Die Commerzbank berichtet, dass in der Regel 90 Prozent der Investoren die ausgehandelten Umtauschbedingungen großer Umschuldungen bisher akzeptiert haben. Nur im Falle Argentinien wurden die Konditionen angesichts der Leistungsfähigkeit des Landes als zu mager abgelehnt.

Im Falle Griechenlands werden 75 Prozent der Schulden im Ausland gehalten, und zwar weitgehend in Europa. Barclays Capital vermutet, dass die Vereinbarung einer freiwilligen Umschuldung in Form von Laufzeitenverlängerung daher nicht schwerfallen dürfte. Die Bank vermutet allerdings, dass es erst dazu kommen wird, nachdem Griechenland zumindest versucht hat, Herr der Lage zu werden.

Theoretisch stehen bei einer Umschuldung mehrere Wege offen: niedrigere Zinsen, Tausch der Anleihen in länger laufende Papiere, Abstufung der Anleihen in der Rangfolge der Gläubiger und Ersatz durch Anleihen einer anderen Währung. Solange ein Land von Rating-Agenturen mit der Bonitätsstufe „Aaa“ versehen wird, können Anleihen in die entsprechende Heimatwährung getauscht werden. Deutschland könnte seine Euro-Anleihen theoretisch bei einer Neueinführung der D-Mark umbenennen. Griechenland, Portugal und Irland dürfen dies mangels ihrer Bonitätsbewertung mit einem „Aaa“ durch die Rating-Agenturen nicht, ohne dass nicht automatisch der rechtliche Fall einer Umstrukturierung greifen würde.

Logistikhallen

konzipieren bauen betreuen.
www.goldbeck.de

GOLDBECK