

Kurz-Link: <http://www.faz.net/-01o7pq>

Vorreiter Griechenland

Die schleichende Umschuldung

Staatliche Umschuldungen im Euro-Raum galten 2010 als Tabu. Jetzt wird offen darüber gesprochen. Als wahrscheinlich gilt, dass ein oder mehrere Euro-Staaten eine Reduzierung ihrer Schulden benötigen. Favorit dafür ist Griechenland.

Von Stefan Ruhkamp



Zählen der Münzen in Deutschland: Dass ein oder mehrere Euro-Staaten ihre Schulden reduzieren, gilt als wahrscheinlich

04. Februar 2011 Eine Pleite ist für alle Beteiligten eine peinliche Veranstaltung. Der Schuldner muss seine Unfähigkeit zu zahlen offenbaren und der Gläubiger, dass er Geld an Leute verliehen hat, die nun nicht mehr kreditwürdig sind. Kein Wunder also, dass die Politiker sich damit schwertun, eine Umschuldung für die überschuldeten Staaten des Euro-Raums zu organisieren. Schließlich ist es nicht einmal ein Jahr her, dass es hieß: Wir haben eine Liquiditätskrise und keine Solvenzkrise. Das bedeutete so viel wie: „Die Märkte spielen verrückt

und leihen Griechenland kein Geld mehr beziehungsweise fordern zu viel Zins dafür. In Wahrheit können aber doch alle Euro-Staaten sich ihre Schulden leisten und werden jeden Cent bezahlen.“ Was man verleiht, will man schließlich einmal wiederhaben.

Der Glaube daran schwindet jedoch bei Gläubigern und Schuldern - sofern es ihn je wirklich gegeben hat. Schon vor einem Jahr war klar, dass Griechenland Ende 2012 mit einer Summe verschuldet sein wird, die mehr als 150 Prozent der jährlichen Wirtschaftsleistung entspricht. Allein für die Zinszahlungen muss der griechische Staat in einigen Jahren gut 9 Prozent der Wirtschaftsleistung aufbringen, sofern er dank der Notkredite einen durchschnittlichen Zins von 6 Prozent für seine Schulden zahlt. Um die Verschuldung konstant zu halten, müsste die Regierung nicht nur ihr Primärdefizit (das ist das Defizit vor Zinszahlungen) von rund 24 Milliarden Euro im Jahr 2009 schließen, sondern auch noch einen Primärüberschuss von überschlägig gerechnet gut 30 Milliarden Euro erzielen. Das alles wird noch dadurch erschwert, dass die griechische Wirtschaft schrumpft.

Und so mehren sich die Stimmen, die für Irland und Griechenland Erleichterungen verlangen. Das Thema dürfte auch beim Treffen der europäischen Staats- und Regierungschefs in Brüssel eine Rolle spielen. Man muss sich das wie Testballons vorstellen, mit denen die Öffentlichkeit auf eine Umschuldung vorbereitet wird. Ein zweitrangiger griechischer Politiker fordert einen Aufschub, erstrangige Kollegen dementieren. Karl Whelan, ein Berater der irischen Regierung und der Zentralbank, empfiehlt seinem Land über eine Reduzierung der Zinsen für die Notkredite zu verhandeln. Die Finanzminister der Euro-Gruppe reden ohnehin schon halb öffentlich darüber. Und so tritt der Effekt der Gewöhnung ein.

Griechenlands wäre vermutlich schon durch die zu erwartenden Zinsen überfordert

Im Grunde sind die ersten Schritte zu einer schleichenden Umschuldung schon auf den Weg gebracht. Im Wesentlichen bestimmen drei Größen die Schuldenlast eines Landes. Über ihre Veränderung kann die Verschuldung gesenkt werden: Nach wie vielen Jahren muss gezahlt werden, wie hoch ist der Zins, und wie groß ist der Nennwert, also die Summe, die getilgt wird?

Irland verhandelt hinter den Kulissen über eine Reduzierung der Zinsen. Ein Argument ist, dass der Rettungsfonds EFSF mit seiner ersten Anleihe nur einen Zins von 2,89 Prozent für fünf Jahre zahlen muss. Von Irland werde nach den bisherigen Regeln rund 6 Prozent verlangt. Diese Marge deuten die Iren als Verhandlungsspielraum. Zuvor hat die Europäische Kommission vorgeschlagen, die Laufzeit der griechischen Notkredite von derzeit 5 Jahren auf die Dauer der irischen Kredite von 7,5 Jahren zu erhöhen. Das würde wohl - sofern die Mitgliedstaaten zustimmen - zu konstanten Zinsen geschehen und wäre damit der Präzedenzfall für eine Umschuldung. Denn eine Verlängerung der Laufzeit zu

23

konstantem Zins senkt den Barwert der Schuld. Die Laufzeitverlängerung dürfte ohnehin ein bevorzugter Weg sein. Denn bei einer Reduzierung des Nennwerts der ausstehenden Staatsanleihen müssten Banken, die solche Titel in ihrem Anlagebestand halten, sofort abschreiben. Bei einer reinen Verlängerung der Laufzeit könnten sie das zunächst aufschieben.

Die Verlängerung der Laufzeit allein dürfte im Falle Griechenlands nicht ausreichen, da das Land vermutlich schon durch die zu erwartenden Zinsen überfordert wäre. Ohne eine Reduzierung von Zins und Nennwert wird es daher wohl kaum gehen. Eine schonende Variante des sogenannten „Haircuts“ - im Fachjargon wird damit die Reduzierung der Tilgung bezeichnet - ist der Ankauf der eigenen Staatsanleihen durch den bedrohten Staat. Der Rettungsfonds EFSF oder andere Institutionen würden Griechenland für diesen Zweck zusätzliche Kredite geben, zu Kosten unterhalb der Marktzinsen. Mit dem Geld könnte der griechische Staat den privaten Investoren Anleihen abkaufen zu Preisen, die leicht über den aktuellen Marktwerten und deutlich unterhalb des Nennwerts liegen. Das würde wie ein freiwilliger Forderungsverzicht der Anleihegläubiger wirken, die zu verkaufen bereit sind.

Für eine solche Rückkaufprogramme wären große Summen notwendig

Allerdings ist das Ausmaß eines solchen Programms begrenzt, sofern der Staatsbankrott und die folgende Umschuldung nicht unmittelbar drohen. Denn sobald Griechenland mit dem Kauf beginnt, wird sich der Preis der Anleihen erhöhen, zumal sich mit jeder unter dem Nennwert zurückgekauften Anleihe die Verschuldung und damit die Wahrscheinlichkeit eines Bankrotts verringert.

Allerdings ist ein Rückkaufprogramm für angeschlagene Schuldner ein heikles Instrument, das ungewollt zum Beschleuniger einer Schuldenkrise werden kann. Die Ratingagenturen akzeptieren Rückkaufprogramme nur bei Schuldnern, deren Bonität nicht unter eine bestimmte Grenze gesunken ist. Kauft ein Unternehmen oder ein staatlicher Schuldner mit einer Note von „BB-“ oder schlechter Schuldtitel zurück, wertet das zum Beispiel Standard & Poor's wie eine Zahlungsverweigerung. Die Ratings werden sofort auf „D“ wie „Default“ heruntergestuft. Der Rückkauf wird dann wie eine verschleierte Umschuldung ohne Einverständnis der Gläubiger behandelt.

In einer Situation unmittelbar vor einer Umschuldung könnte ein solches Programm allerdings zur Stabilisierung beitragen. Denn dann könnte der betroffene Staat oder eine europäische Institution wie der Rettungsfonds EFSF mit den Preisen, zu denen er eigene Anleihen kauft, signalisieren, wo der voraussichtliche Restwert der Schuldtitel in der Umschuldung liegen wird. Allerdings wären für solche Rückkaufprogramme große Summen notwendig, die wohl nur von den finanzstarken Mitgliedstaaten der Währungsunion finanziert werden könnten.

Text: F.A.Z.
Bildmaterial: dapd

Lesermeinungen zum Beitrag [15]

- alternativlos 06. Februar 2011, 22:33
- Sozialismus in Action 04. Februar 2011, 23:08
- Das übliche Spiel 04. Februar 2011, 18:15

© Frankfurter Allgemeine Zeitung GmbH 2011.
Alle Rechte vorbehalten.
Vervielfältigungs- und Nutzungsrechte erwerben



Verlagsinformation
Ob Mietvertrag, Arbeitsvertrag, Kredit oder Autokauf: Mit einem rechtssicheren Profi-Vertrag schließen Sie Risiken im Voraus aus. Zahlreiche Musterverträge finden Sie unter vertraege.faz.net

Historischer Rückblick Der Plan des Nicholas Brady



Spezial In den achtziger Jahre waren etliche Länder Lateinamerikas in eine große Schuldenkrise geraten. Im Jahre 1989 präsentierte der