

So einfach retten wir Griechenland

Eine simple Idee könnte Europa und den Griechen helfen: Die EZB kauft weiter massiv Anleihen auf – und verzichtet auf einen Teil der Rückzahlung. Nur so wird die Euro-Zone wieder gesund. **Von Thorsten Polleit, Ulrich van Suntum und Anton Wiegens**

Wir sollten aufhören, uns etwas vorzumachen: Griechenland ist insolvent. An einem Schuldenerlass führt kein Weg vorbei.

Das Problem der Überschuldung von Staaten hat John Maynard Keynes bereits 1919 erkannt. In seinem Traktat „The Economic Consequences of the Peace“ plädierte er dafür, Deutschland einen großen Teil der im Versailler Vertrag vorgesehenen Reparationsforderungen zu erlassen. Deutschland könne diese Lasten schlichtweg nicht tragen, so Keynes, sondern werde praktisch deindustrialisiert. Dies aber sei nicht im Interesse der Gläubiger.

Ähnlich verhält es sich heute im Fall Griechenlands. Zu den Staatsschulden in Höhe von etwa 350 Mrd. Euro – 150 Prozent des BIPs – kommt etwa der doppelte Betrag an impliziten Schulden in Form von künftigen demografischen Lasten hinzu. Die wahre Staatsschuld beläuft sich auf über 400 Prozent des BIPs. Das Haushaltsdefizit Athens betrug zuletzt 10,5 Prozent. Die Menschen sind erschöpft von vielen Sparen und begehren auf. Nein, Griechenland kann aus eigener Kraft nicht gesund werden.

Auch die anderen Länder Europas machen nicht mehr lange mit – und mit Portugal ist nun das nächste Opfer wieder in den Fokus gerückt. Die Krise ähnelt einer Krankheit, bei der immer mehr Euro-Länder mit dem Misstrauensvirus infiziert werden.

Eine simple Idee könnte Europa helfen. Sie klingt technisch, würde aber die Lage schlagartig verbessern. Im Grunde wurde dieser Weg bereits zur Hälfte eingeschlagen: der Rückkauf von griechischen Schuldtiteln am Markt zum aktuellen Kurswert. Da dieser unter dem Nominalwert liegt, reduziert sich automatisch die Schuldenlast des Landes – wenn der Käufer der Papiere auf einen Teil der Rückzahlung verzichtet. Gleichzeitig sinkt die laufende Zinsbelastung, und die Bonität verbessert sich. Anstelle des Teufelskreises wird damit ein positiver Rückkopplungseffekt an den Kapitalmärkten ausgelöst. Wenn die so gewonnenen Spielräume klug genutzt werden, könnten die griechischen Staatsfinanzen gesund, ohne dass dies die Steuerzahler der übrigen Euro-Länder viel Geld kostet.

Denn finanziert würde die Entschuldung dabei im Wesentlichen von den privaten Gläubigern. Wer etwa eine Griechenland-Anleihe zum Nennwert von 100 Euro erworben hat und sie jetzt zum Kurs von beispielsweise 80 Euro veräußert, hat ein Fünftel seines Kapitals verloren. Die aktuelle Diskussion darüber, ob private Gläubiger beteiligt werden sollen, ist insoweit irreführend. Die Kursverluste beinhalten bereits eine solche Beteiligung.

Wie könnte ein Rückkauf der Staatsanleihen konkret erfolgen? Da Griechenland für einen direkten Rückkauf das Geld fehlt, müssten die anderen Euro-Staaten einspringen. Auch der Europäische Stabilisierungsfonds, vor allem aber die Europäische Zentralbank (EZB) kämen infrage. Die EZB hat ohnehin griechische Staatsanleihen im Gesamtwert von 47 Mrd. Euro zum jeweiligen Tageskurs erworben. Sie könnte Griechenland also schon mal 20 Prozent des Nennwerts erlassen, ohne deswegen selbst auch nur einen Cent Verlust zu machen. Das sind bei einem unterstellten durchschnittlichen Ankaufswert von 80 Prozent knapp 12 Mrd. Euro.

Technisch gibt es dazu verschiedene Wege, etwa eine entsprechende Umtauschaktion oder ein formeller Forderungsverzicht. Auch geldpolitisch entsteht kein Problem, weil das durch die Käufe neu entstandene Geld ohnehin bereits im Umlauf ist.

Alternativ könnte auch der Stabilisierungsfonds der EZB die Anleihen abkaufen und anschließend Griechenland die Differenz zwischen dem eigenen Einstandskurs und dem Nominalwert der Anleihen in Höhe von 100 erlassen. Auch so entstünde kein Verlust für die europäischen Steuerzahler.

Etwa 109 Mrd. Euro griechische Staatsschulden werden von ausländischen Privaten gehalten, insbesondere von Pensionsfonds, Banken und Versicherungen. Die EZB könnte damit fortfahren, sie nach und nach zum jeweiligen Kurswert aufzukaufen und die Differenz zum Nennwert wiederum ergebnisneutral den Griechen gutzuschreiben. Vor allem mittel- und langfristige Anleihen bieten sich dafür an, da hier die Unsicherheit der Gläubiger am größten und die Kurse am niedrigsten sind. Bei einem durchschnitt-

lichen Rückkaufkurs von 80 Prozent und einem Volumen von zum Beispiel 80 Mrd. Euro können Anleihen im Nominalwert von 100 Mrd. Euro zurückgekauft werden. Die Verschuldung Griechenlands sinkt dadurch rechnerisch um weitere 20 Mrd. Euro, insgesamt also bereits um 32 Mrd. Euro. Bei einem durchschnittlichen Zins von 4,5 Prozent sinken die Zinszahlungen um knapp 1,5 Mrd. Euro pro Jahr.

Weitere 91 Mrd. Euro der griechischen Schulden werden als Sicherheit für Kredite an griechische Banken faktisch bereits von der EZB gehalten. Die EZB könnte sie – ebenfalls mit einem gewissen Kursabschlag – ankaufen, statt wie bisher nur zu beleihen. Damit würde sie zum einen den griechischen Banken die Möglichkeit geben, wertbeständigere Aktiva zu erwerben und sich zu stabilisieren.

Zum anderen könnten auch diese Bestände zu einer Teilentschuldung verwendet werden. Angenommen, der Kursabschlag beträgt zehn Prozent, aber der anschließende Forderungsverzicht zugunsten des griechischen Staates möge wieder 20 Prozent betragen. Dadurch sinkt das griechische Staatsdefizit um weitere 18,2 Mrd. Euro. Dann entsteht ein Bilanzverlust der EZB in Höhe der Differenz von zehn Prozent des Nennwerts, also 9,1 Mrd. Euro.

In diesem Umfang würden die Steuerzahler der anderen EU-Länder belastet, weil die EZB-Gewinnüberweisungen entsprechend geringer ausfallen würden. Das wäre fiskalisch leicht verkraftbar, und ein Insolvenz- oder gar Liquiditätsproblem kann eine Zentralbank ohnehin niemals haben. Ihre Gewinn- und Verlust-Rechnung ist reine Fiktion, wie schon die Verluste der Bundesbank in den 60er- und 70er-Jahren gezeigt haben. Sie wurden einfach getragen und mit späteren Gewinnen verrechnet, und so könnte man es auch diesmal wieder machen.

Das Eigenkapital des Eurosystems beträgt einschließlich Rücklagen fast 400 Mrd. Euro. Auch buchhalterisch besteht keinerlei Überschuldungsgefahr für die EZB, selbst wenn sie Griechenland sämtliche von ihr gehaltenen Schulden erlassen würde.

Auf den ersten Blick klingt das Ganze fast zu schön, um wahr zu sein: Die griechischen Schulden

Die EZB kann nie ein Liquiditätsproblem haben. Ihre Gewinn- und Verlust-Rechnung ist reine Fiktion

Die Liebe in Zeiten der Spar-Ära: Immer wieder gab es in Griechenland in den vergangenen Wochen gewaltsame Proteste. Dabei ist vielleicht alles gar nicht so schlimm

werden scheinbar ohne größere Kosten reduziert, nur durch die Kursverluste der privaten Anleger, die damit den Hauptteil der Zechen zahlen. Durch den Anstieg der Kurse der weiter ausstehenden Anleihen sinkt zudem der Abschreibungsdruck bei Banken und anderen institutionellen Anlegern, sodass weitere Aufkäufe durch die EZB schon bald nicht mehr nötig sein werden. Wo also liegt der Haken?

Zum einen könnte man fragen, ob die EZB für ihre Aufkäufe überhaupt genügend Anbieter finden würde. Denn mit jedem Verkauf unter Nennwert entsteht für diese ein Abschreibungsbedarf. Zudem können sie ja gerade wegen der Aufkäufe mit steigenden Kursen rechnen, weil sich die Lage entspannt. Dieses Gegenargument aber ist widersprüchlich. Denn wenn sich die Kurse tatsächlich ihrem Nennwert nähern und somit die Zinsen sinken, ist das wesentliche Ziel ja schon erreicht. Und solange dies nicht der Fall ist, kauft die EZB eben weiter an.

Außerdem kann man nach den geldpolitischen Folgen fragen. Wird hier nicht Staatsfinanzierung mit der Notenpresse betrieben? Muss das Ganze nicht inflationär enden? Die Antwort auf die erste Frage lautet Ja, auf die zweite Nein. Letztlich kommt es für die Preisniveaustabilität nur auf das Gesamtvolumen der Geldmenge an und nicht auf den Weg, auf dem sie in den Kreislauf gelangt. Die bisherigen Aufkäufe von Staatspapieren durch die EZB in Höhe von etwa 75 Mrd. Euro entsprechen im Volumen zwar knapp 25 Prozent der Zentralbankgeldmenge (ohne Bargeld), aber sie sind durch andere Maßnahmen erfolgreich kompensiert worden.

Ein ernstes Problem aber gibt es: Dieser Weg der Staatsentschuldung ist allzu bequem. Deshalb reden wir über einen Notfall, kein Schema F.

Wenn dieser Rettungsweg auch langfristig tragfähig sein soll, muss er mit knallharten Auflagen verbunden werden. Dazu gehört eine Verschärfung des Maastrichter Vertrags mit automatischen Sanktionen ebenso wie verfassungsmäßigen Schuldenbremsen in allen Euro-Staaten.

Auch Griechenland muss seinen Teil beitragen. Ein guter Weg ist die Privatisierung von Staatsvermögen, die als Treuhandlösung umgesetzt werden könnte. Athen erhält einen Kredit in Höhe von zum Beispiel 60 Prozent des voraussichtlichen Privatisierungserlöses. Bei den angestrebten 50 Mrd. Euro wären das 30 Mrd. Euro, wobei die zu privatisierenden Unternehmen als Sicherheit dienen. Tilgung und Verzinsung der 30 Mrd. Euro werden aus dem Erlös bestritten. Bei einem Zinssatz von 4,5 Prozent ergibt sich daraus eine weitere Entlastung des laufenden Haushalts von 1,35 Mrd. Euro pro Jahr.

Insgesamt sind die Risiken der Steuerzahler bei dieser Lösung deutlich niedriger als bei einem Haircut oder einer Fortsetzung der bisherigen, rein reaktiven Politik. Das griechische Haushaltsdefizit würde um rund 80 Mrd. Euro sinken (20 Mrd. aus Rückkauf, 12 aus von der EZB gehaltenen Anleihen, 18 Mrd. aus Umwandlung von Sicherheiten bei der EZB, 30 Mrd. aus Privatisierungserlösen). Die Zinsbelastung sinkt bei einem Satz von 4,5 Prozent um 3,6 Mrd. Euro. Die Rückkauf- bzw. Umtauschkurse von 80 Prozent sind dabei durchaus realistisch und sogar vorsichtig angesetzt. Vor allem aber wird die Euro-Zone wieder gesund.

Thorsten Polleit ist Chefökonom bei Barclays Capital und Honorarprofessor an der Frankfurt School of Finance & Management.

Ulrich van Suntum ist Geschäftsführender Direktor des Centrums für angewandte Wirtschaftsforschung der Universität Münster.

Anton Wiegens war Leiter des Bereichs Wertpapiere der Allianz Lebensversicherung und Finanzvorstand der SV Sparkassenversicherung in Stuttgart und berät heute institutionelle Kapitalanleger.



LUCY KELLAWAY DIE REHABILITIERUNG DES PESSIMISMUS



Wir brauchen mehr Pessimisten! Miesepeter sind in Unternehmen und Beziehungen genauso nützlich wie Optimisten

Im Geschäftsleben ist Optimismus gut, Pessimismus schlecht. Optimisten sind auf Erfolg abonniert. Pessimisten dagegen passen mit ihren langen Gesichtern und düsteren Gedanken nicht in die ewig lächelnde Unternehmenswelt. Sie können höchstens noch in den Journalismus gehen. Da sind schlechte Nachrichten gute Nachrichten. Ansonsten bleiben Sofa oder Comedy.

Vielleicht finden Pessimisten aber jetzt ihren Weg zurück in die Mitte der Gesellschaft. Der Managementguru Tom Peters twitterte vor Kurzem voller Enthusiasmus über ein Buch, das die Vorzüge von negativen Gedanken preist. Für einen Mann, dessen Logo ein farbiges Ausrufezeichen ist und der seit Jahrzehnten einen unerbittlich anstrengenden Optimismus verbreitet, ist das eine außergewöhnliche Kehrtwende. Die Tatsache, dass sich der Erfinder von „Wow“ und „Brand Me“ jetzt mit Pessimismus beschäftigt, ist die interessanteste Nachricht, die ich seit Langem gehört habe.

Immer vom Schlimmsten ausgehen

Anders als Herr Peters wurde ich bereits als Pessimistin geboren. Ich erwarte bei jedem Sommerfest einen Regenguss. Ich gehe bei Initiativen immer davon aus, dass sie scheitern. Wenn mir im Voraus zu feiern nicht aus Prinzip widerstrebt, würde ich

bei dem Gedanken, dass Menschen wie ich nun rehabilitiert werden, auf dem Tisch tanzen.

Das von Peters empfohlene Buch habe ich mir natürlich sofort besorgt. Die Autorin heißt Julie Norem und ist Psychologieprofessorin am Wellesley College. 18 Jahre lang forschte sie, nur um dann zu dem vernünftigen, wenn auch nicht gesellschaftsfähigen Schluss zu kommen, dass es gut ist, sich, bevor man etwas beginnt, Gedanken darüber zu machen, was alles schiefgehen könnte.

Leider beschränkt sich Norem auf ängstliche Menschen, aber sie ist da auf etwas gestoßen, das für alle Menschen gilt. Schade ist außerdem, dass der Verlag die leicht subversive Botschaft des Buches mit einem himmlischen optimistischen Titel verwässert hat: „Die positive Kraft negativen Denkens“. Aber auch Rom wurde nicht an einem Tag zerstört. Vielleicht hat Norem ja den Markt jetzt so weit vorbereitet, dass er reif ist für ein Buch, das ich selbst gern schreiben würde – wenn mir Peters nicht zuvorkommt. Als Titel könnte ich mir vorstellen: „Voll daneben: Warum bei der Arbeit immer alles schiefgeht und wie Sie damit umgehen.“

In der Welt, in der alles schief läuft, kommen Optimisten nicht zurecht. In Kriegsgefangenenlagern in Vietnam starben die Optimisten zuerst: Sie waren fest davon überzeugt, Weihnachten wieder

zu Hause zu sein. Als dies nicht der Fall war, sind sie an der Enttäuschung zerbrochen. Nun lässt sich die Geschäftswelt zugegebenermaßen nicht eins zu eins mit einem Kriegsgefangenenlager vergleichen. Als Büromensch kann man sich mal kurz auf einen Milchkaffee rausschleichen. Aber der Arbeitsalltag kann schon düster und unbarmherzig sein, und an manchen Tagen geht alles schief. Mit dem Schlimmsten zu rechnen halte ich hier durchaus für angebracht. Woody Allen hat es auf den Punkt gebracht: „Vertrauen ist der Zustand, bevor man das Problem verstanden hat.“

Optimisten oder Pessimisten? Beides!

Doch so begrüßenswert eine Rehabilitierung der Pessimisten ist, Ratgeber darüber zu schreiben ist ziemlich nutzlos. Als Optimist oder Pessimist wird man schon geboren. Ein Buch mit zwei, drei Tipps bringt da gar nichts. Veränderungen sind nur im Lauf der Zeit möglich, denn die Zeit mildert in der Regel alle Extreme. Ich bin heute ein bisschen weniger pessimistisch als vor 30 Jahren, denn ich habe festgestellt, dass ab und zu die Dinge doch tatsächlich ganz gut laufen können. Optimisten machen irgendwann die entgegengesetzte Erfahrung. Und Tom Peters – der schon salbungsvolle Zitate von Mutter Teresa getwittert hat, was nie

ein gutes Zeichen ist – erlebt vielleicht einfach eine drastische Version dieses Phänomens.

Jedenfalls ist es dumm, sich darüber zu streiten, welche Weltanschauung denn jetzt besser ist. Wir brauchen beide. In jedem Unternehmen und in jeder Partnerschaft sollte das Verhältnis zwischen Optimisten und Pessimisten ausgewogen sein. Ich habe die Erfahrung gemacht, dass es tut, wenn ein Optimist immer wieder mit wilden Ideen für Picknicks und Ausflüge ankommt und gleichzeitig ein Pessimist da ist, der die allerwildesten Vorschläge abwehrt und beim Rest mit Paracetamol und Regenschirmen zur Stelle ist.

Für Unternehmen ist es sogar noch wichtiger, dass beide Pole vertreten sind, damit die Mischung aus Kühnheit und Vorsicht stimmt. Vom Vorstand bis auf die unterste Hierarchieebene sollten immer sowohl Optimisten als auch Pessimisten vertreten sein. Die Schwarzseher sollten destigmatisiert und ermuntert werden, sich zu ihrer Gesinnung zu bekennen. Sie sollten stolz darauf sein dürfen, dass das Glas in ihren Augen schon immer halb leer war.

E-Mail leserbriefe@ftd.de

Lucy Kellaway ist FT-Kolumnistin und schreibt jeden zweiten Freitag an dieser Stelle.