

Standpunkt: Martin Wiesmann

Höchste Zeit für Realismus in der Griechenland-Debatte

Ein Jahr nach der Verabschiedung des ersten Griechenland-Pakets ist die Auseinandersetzung um eine Lösung der Krise in eine neue Phase getreten: Es wird nicht mehr ernsthaft bestritten, dass Griechenland die für 2012 und 2013 vorgesehenen Teilrefinanzierungen nicht am Kapitalmarkt durchführen können. Dafür gehen die Empfehlungen auch innerhalb der „Troika“ Eurogruppe, Europäische Zentralbank (EZB) und Internationaler Währungsfonds (IWF) immer weiter auseinander, welcher Weg zur Lösung der Krise beschritten werden soll. Zur Zeit ist der IWF wieder am Zug, um mit einem breitangelegten Privatisierungsprogramm das 110 Milliarden Euro umfassende Paket abzusichern. Dass hier die Lösung liegt, wird mit Recht bezweifelt. Die Verantwortung für die Durchführung in die Hände der Troika zu legen ist richtig. Aber der Wert der liquiden Beteiligungen an börsennotierten ehemaligen Staatsunternehmen beträgt derzeit etwas weniger als 10 Milliarden Euro. Deutlich mehr ist nur langfristig erreichbar.

Die Bundesregierung hat die Krise genutzt, der Eurozone eine neue Governance-Struktur zu geben, um die Fehler von Maastricht zu beheben. Der Fortschritt ist größer, als er in Deutschland wahrgenommen wird. Aber das Risiko steigt, dass wir die angestrebte Welt von „Maastricht II“, in der die Haushalte effektiv überwacht, wirtschaftliche Ungleichgewichte abgebaut und Gläubiger am Risiko ihrer Anlagen in europäischen Staatsanleihen beteiligt werden, gar nicht erreichen. Denn der Druck der Märkte bleibt. Für Griechenland ist keine kurzfristige Lösung in Sicht und der politische Widerstand wächst: gegen die Sozialisierung der Schulden in den Ländern mit hoher Bonität ebenso wie gegen die drakonischen Sparmaßnahmen in den Krisenländern.

Es wird daher höchste Zeit, dass die Eurozone zu einem realistischen Weg findet, die Krise zu entschärfen. Dies setzt den richtigen Umgang mit den Märkten und

eine zutreffende Interpretation ihrer Botschaften voraus. Die Vertreter einer radikalen Umschuldung behaupten, die Märkte „rechneten“ damit, weil zum einen für jeden absehbar sei, dass es keine andere Lösung gebe, und weil zum anderen die Kosten für griechische Staatsanleihen explodiert seien. Diese Lesart ist zugleich falsch und gefährlich.

Die Märkte folgen seit Monaten einem Basisszenario, das von zwei Annahmen geprägt ist: Die Eurozone ist sich einig



Martin Wiesmann, Mitglied der Geschäftsleitung von J.P. Morgan in Deutschland

darüber, dass ihr eine zumindest vorübergehende Sozialisierung der Schulden der Peripherie als Preis für die Aufrechterhaltung des Euro nicht zu hoch ist. Gläubigerbeteiligung ist ein zentrales Anliegen der künftigen Governance-Prinzipien der Eurozone, aber mit der Entwicklung des European Stability Mechanism (ESM) ab 2013 hat die Bundesregierung ausgeschlossen, dass von diesem Instrument vorher Gebrauch gemacht wird. Neben dieser politischen Grundsatzentscheidung sprechen gegenwärtig auch die möglichen von EZB und Finanzminister Schäuble beschworenen Konsequenzen gegen die Erwartung, es komme zu einem Schuldenschnitt. Die zweite Annahme ist, dass Griechenland in der Tat seine Schulden aus eigener Kraft unter den gegebenen Bedingungen nicht wird zurück-

zahlen können. Der Marktpreis für Griechenland-Risiken reflektiert dies, und die Marktteilnehmer bauen ihre Risiken in der Peripherie ab, soweit das möglich ist. Außerhalb der Peripherie prämiert oder sanktioniert der Markt Fort- und Rückschritte im Kampf mit Staatsverschuldung, Bankenkrise und Strukturdefiziten. Deshalb hat Spanien in den vergangenen Monaten wieder signifikante Nachfrage internationaler Anleger für seine Staatsanleihen erlebt, und die Abhängigkeit spanischer Banken von der Finanzierung der EZB konnte rasch um rund 100 Milliarden Euro dramatisch reduziert werden – Konsequenz punktgenauer Erfüllung der Fiskalvorgaben: ein Wirtschaftswachstum von rund einem Prozent, den Beginn der Konsolidierung des Bankensektors sowie ein offensiver und transparenter Umgang mit der Krise. Aber weil dies nur der Beginn eines langen Weges ist, den Spanien vor sich hat, reicht eine verlorene Kommunalwahl, um die Kosten für spanische Staatsanleihen wieder nach oben zu treiben. Es ist leicht auszumalen, wie der Markt reagiert, wenn die Grundannahme nicht mehr gilt, wonach die „Troika“ alles vermeiden wird, was zu schweren Marktverwerfungen auch außerhalb der Peripherie führen kann.

Heißt das, dass wir Gefangene des Kapitalmarktes sind und uns nur der Weg in die Schuldensozialisierung bleibt? Nein, aber entscheidend ist, dass die möglichen Folgen an den Kapitalmärkten minimiert und in die Maßnahmen als integraler Bestandteil einbezogen werden. Für den sogenannten weichen Schuldenschnitt heißt das: Ausgestaltung als freiwilliges Umtauschangebot, das durch Wahrung des Nominalwertes der Anleihen und eine begrenzte Zinsreduzierung Abschiebungen bei den Positionen vermeidet, die Banken in ihren Bankbüchern halten. Für den großen Schuldenschnitt heißt das: konzertierte Aktion von Eurozone und EZB, die jeweils bereit sein müssen, erhöhte Liquidität auch in den Bankenmärkten außerhalb der Peripherie, und zwar

insbesondere Spaniens, zur Verfügung zu stellen, und die Bereitschaft, für eine Übergangsfrist durch den Kauf von Staatsanleihen an Primär- und Sekundärmärkten stabilisierend zu wirken, bis die Schockwellen einer Umschuldung verarbeitet sind. Man mag zu dem Ergebnis kommen, dass ein insolventes Land keine Liquiditätshilfen mehr bekommen soll, und dass diese besser dort angelegt sind, wo tatsächlich nur ein potentielles Liquiditätsproblem behoben werden soll. Aber es gibt keinen ordnungspolitisch bequemen Weg aus der Krise.

Das gilt auch für die Frage, wie dazu beigetragen werden kann, dass sich Griechenland weiterhin und verstärkt einer enormen Anstrengung unterzieht, ohne unter der Rezession zusammenzubrechen. Wie die Debatte über eine Umschuldung auch immer ausgeht: IWF und EU sollten in einem weiteren Schritt die Zinsen auf ihre Darlehen senken. Der Einwand, damit würden die Zügel gelockert, überzeugt nicht: Die Fiskalanpassung Griechenlands ist auch bei 4 Prozent Zinsen ein in Europa historischer Kraftakt. Das Argument, dies sei kein risikoadäquater Zins, gilt für den Normalfall, in dem sich die Staaten der Disziplin der Märkte unterwerfen müssen. Jetzt aber ist eine Ausnahmesituation zu lösen.

Die politische Debatte muss endlich die Enttäuschung über das Scheitern der Welt von Maastricht hinter sich lassen. Sie muss sich mit der Tatsache beschäftigen, dass weder Regionalhilfen noch der IWF kurzfristig etwas an dem großen Gefälle wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit in Europa werden ändern können. Deutschland hat auch von diesem Europa in den letzten Jahrzehnten profitiert, wirtschaftlich und politisch. Jetzt muss darüber debattiert werden, ob Europa weiterhin als der relevante politische, kulturelle, gesellschaftliche und wirtschaftliche Rahmen unseres Landes verstanden wird und ob Deutschland dazu bereit ist, in diesem Europa auch künftig eine gestaltende Rolle zu übernehmen.